

## エマージング債市場アップデート -2019年6月28日-

### ハト派な中央銀行が利回り需要の追い風に

先週は、週末に控えたG20を前に、リスク資産が概ねレンジ内の動きとなりました。米国では、セントルイス連銀のブラード総裁が予防的な25bpsの利下げについては前向きな発言をしたものの、50bpsの利下げには否定的な考えを示しました。



アンソニー・ケトル

エマージング債チーム(社債)  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

### グローバル市場の動き

中東地域を巡っては、トランプ米大統領がイランの最高指導者であるハメネイ師らに対する金融制裁を発表し、挑発的なイラン側の反感を買うとともに、今後の外交的交渉の道を閉ざす行動となりました。このような緊張の高まりに加え、良好な在庫統計などが材料視され、原油価格は上昇しました。また石油輸出国機構(OPEC)及び一部非加盟国が9ヶ月間の協調減産延長で合意に至り、これは市場予想を小幅に上回る内容でした。

週末には、トランプ米大統領が米中間での通商協議継続に加え、協議継続中の追加関税の見送りを発表するなど、ポジティブなニュースをもたらしました。またファーウェイに対する態度もやや軟化させましたが、依然として同社はブラックリスト上にあり、彼のスタンスの詳細は不透明なままです。

エマージング(EM)債券市場では、外貨建て債市場においてスプレッドがやや拡大したものの、全般的にリターンはプラスとなりました。先週も現地通貨建て債が良好なリターンを牽引し、週を通して0.67%上昇したことで、6月月間でのリターンは5%を超えました。

### エマージング個別国市場での出来事

**トルコ**：イスタンブールでのやり直し市長選において、国政最大野党・共和人民党(CHP)のイマモール氏が圧勝し、与党・公正発展党(AKP)は手痛い敗北を喫しましたが、その後エルドアン大統領が今回は敗北を認めたことは、トルコ資産を押し上げる要因となりました。

**南アフリカ**：南アフリカ準備銀行の総裁は6月末で辞任する意向を発表しました。一方、大手格付け機関Fitchは、既に市場での憶測が広がっていた通り、同国の格下げリスクを指摘し、エスコムに主な注目が集まるとしました。

**インドネシア**：先に行われた大統領選に関し、憲法裁判所がジョコ・ウィドド大統領の再選を正式に認める判決を下しました。これにより、対立候補による選挙戦での不正があったとの申し立てによりもたらされていた政治的不透明感に終止符が打たれました。

**メキシコ**：中央銀行は政策金利を据え置く決定を下しましたが、決定は全会一致ではなく、インフレ率の低下を背景に、一人の政策担当者が利下げを主張したとされました。

**アルゼンチン**：経済活動に関する指標が市場予想を上回るなど、経済指標が引き続き改善基調となりました。またここ最近の為替相場の安定を背景に、インフレ率も足元の低下トレンドを維持すると見られています。ただし問題は、これがマクリ大統領にとって「時すでに遅し」であるかどうかでしょう。

**メキシコ**：メキシコ石油公社（ペメックス）が発表した生産高が市場予想を下回り、同社債券のメキシコ国債に対するスプレッドは引き続き最高水準を突破して拡大しました。同社が今年末のさらなる格下げ（結果として投資適格級を失うこととなります）を回避するためには、生産高の安定及び成長が鍵となります。

## 今後の見通し

G20 の結果は、米中貿易摩擦の激化という短期的なテールリスクを回避できたという点では、市場にとって明らかにポジティブな材料であったと言えるでしょう。G20 が終わった今、市場はグローバルな中央銀行がほぼ例外なく発信しているハト派なメッセージに注目することが出来るとみられ、このことが短期的には市場の変動要因になると考えています。

これに関して言えば、欧州理事会は国際通貨基金（IMF）専務理事であるラガルド氏を次期欧州中央銀行（ECB）に指名すると表明しています。このことも中央銀行のハト派寄りの姿勢を裏付ける要因になるとみており、ブルーベイではドラギ総裁退任後も現状の金融政策が概ね維持されると予想しています。一方、米連邦準備制度理事会（FRB）は極端にハト派である市場の織り込みに対して身を委ねているように見えますが、次の米連邦公開市場委員会（FOMC）会合ではおそらく利下げサイクルのスタートとして、最低でも 25bps の利下げが実施されることはほぼ確実であるとみています。トランプ大統領が推薦する二人の FRB 理事候補も、更なるハト派姿勢の高まりを示唆しているとみています。

直近発表された経済指標は、成長減速が続くという見解を後押しする内容となっています。とりわけ、欧州と中国の購買担当者景気指数（PMI）は引き続き非常に軟調で、米国の ISM 製造業総合景況指数における新規受注は、成長見通しに暗雲が立ちこめていることを示唆しました。主要中央銀行による緩和はほぼ正当化されたようにも見えますが、問題は金利がどれだけ低下するかであると言えるでしょう。

重要な点として、ハト派な中央銀行及び成長が減速する環境との間での折り合いが求められる状況が依然として続いていることは留意すべきでしょう。短期的には中央銀行がリスク資産を下支えするとみられますが、G20 では実際、貿易摩擦問題が解決された訳ではなく、関税発動が一旦は延期されたのみです。簡潔に言えば、そのような状況は、例えば企業が次の設備投資を検討する際に頭を悩ます問題であると見られ、貿易政策を巡る中期的な不確実性は引き続き経済成長の重石になると見えています。

現在の市場環境においては、リスク資産の中でも高利回りの資産に投資の妙味があるとみています。エマージング市場と社債の両者において資金回帰の動きが見られています。従って、エマージング社債は魅力的な投資先であると見ています。現地通貨建て債市場の見通しは、成長が通貨パフォーマンスを左右することから、少し異なってくるでしょう。ただし、相対的に利回りが高い一部の国や、構造改革や政治的追い風を踏まえて改善基調にある国については、十分な説得力があると言えるかもしれません。つまり、引き続き投資先を選別することが重要でありながらも、エマージング資産はロングするべきであると考えています。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 1029 号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

#### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下となります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマージング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング債アンコンストレイント戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において（ダイレクト・レンディング戦略については、管理報酬その他管理事務に関する費用等が投資先外国籍リミテッド・パートナーシップにおいて）発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

#### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家に相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上