

エマージング債市場アップデート -2019年8月9日-

アルゼンチン・ショック再び

先週のグローバル株式市場は、週の初めに米国が中国に対する追加関税を示唆したほか、中国を為替操作国と指定したことなどから急落し、週を通してボラティリティが高止まりしました。経済指標面では、米ISM景況指数は軒並み弱い内容となったほか、ユーロ圏購買担当者景気指数（PMI）も市場予想を下回り、成長見通しに対する懸念を深める材料となりました。



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

エマージング（EM）債券市場では、グローバル経済の成長見通しが為替市場に重く押し掛かるなか、現地通貨建て債が外貨建て債をアンダーパフォームする傾向が続きました。主要金利の低下が、引き続き外貨建て債市場のリターンを押し上げる要因となりました。

エマージング個別国市場での出来事

アルゼンチン：EM市場で最も注目を集めた話題は、週末にアルゼンチンで行われた大統領選予備選の結果でした。（フェルナンデス元首相及びフェルナンデス元大統領をそれぞれ大統領及び副大統領候補とする）「Frente de Todos（すべての戦線）」が得票率49%で二位に15%近い差をつけて圧勝しました。ペロン派の州知事や市長からの圧倒的な支持を得たことが、フェルナンデス氏と現職のマクリ氏との大差を広げることとなり、わずか二日前に発表された世論調査とは大きく異なる結果が市場にショックをもたらしたほか、10月の大統領選挙における再選を目指していたマクリ大統領にとっても大きな打撃となりました。

市場では現職のマクリ大統領が最終的には決選投票で再選されるとの見方が強く、予備選を前に多くの投資家がアルゼンチンの現地資産および外貨建て資産のロング・ポジションを取っていたため、この結果を受けた市場の反応は著しくネガティブなものとなりました。アルゼンチン・ペソは20%以上下落し、株式市場も30%の下落、外貨建て債も20%の下落となりました。

アルゼンチンの外貨建て債務残高および継続的な資金需要を踏まえると、アルゼンチンにとって投資家の信頼感を確保することが重要となりますが、先週末の政治的イベントはそれを大きく削ぐものでした。10月の大統領選が近づくなか、支持を伸ばすフェルナンデス陣営が市場を

落ち着かせるために多くの手を尽くす可能性は低いでしょう。したがって今後、発表される頻度の高い現地通貨建ての定期預金残高や外貨預金残高、外貨準備高などの統計に目を向けることが重要になるとみています。ただし最終的には、就任直後の債務再編は政策アジェンダ上大きな障害になるとみられることから、仮に実際に政権を獲得した場合、フェルナンデス氏は比較的穏やかなトーンを打ち出すよう試みると予想しています。しかし、フェルナンデス氏が2020年に無事借り換えを実施し、新たな資金を確保するための十分な投資家の信頼感を獲得出来るかどうかはもちろん不透明で、市場では2020年のデフォルトの可能性がかなりの確度で織り込まれ始めています

中国：先週初め、中国当局は人民元が1米ドル=7.0元を下回って下落することを容認しました。これをきっかけとして米国は中国を為替操作国として認定し、8月初めのリスクオフ基調を加速させる要因となりました。

香港：政府への抗議で香港国際空港の混乱が続き、北京（中国政府）からの反応が強まる展開となりました。週末まで抗議活動は続くともみられており、その規模が同地域の安定への継続的な脅威を決定する上で非常に重要になるとみられます。

トルコ：トルコ中央銀行は、上級幹部職の大規模な刷新を行い、少なくとも9人を解任しました。これにより、同中央銀行の立ち位置がよりエルドアン大統領に近くなる可能性があるともみられます。

今後の見通し

市場見通しには多くの変動要因が伴っています。マクロ面では、中国の経済指標が弱含んでおり、中国経済がモメンタムを失っている兆候が見られています。またユーロ圏でも、経済指標が引き続き軟調で、とりわけ、グローバル貿易関連の懸念による影響をおそらく最も受けやすいドイツの落ち込みが目立ちます。米国では、経済状況は他地域よりも良さそうですが、米国債の大幅な値動きは、米国経済ですらも将来的にはそれほど明るくない可能性を示唆しています。

貿易懸念は足元の市場の混乱の一因となっており、株式市場が揺らぎ始めた直後に、トランプ米大統領が1,500億米ドル相当の中国製品に対する10%の関税の発動延期を発表したことは特筆すべきでしょう。新たな関税発動は、米消費者に直接的に影響を及ぼすとみられる点で、最もセンシティブであると言えるでしょう。2020年の大統領選を見据えた動きが始まるなか、トランプ氏は国内の反応により敏感になる必要があると言えそうです。

グローバル経済の成長鈍化や貿易関連の不透明な見通しは、中央銀行による緩和策に対する投資家の期待を後押ししています。グローバルに緩和バイアスがあることは明確ですが、市場の見方はかなり進んでおり、中央銀行が市場の期待を上回るハト派姿勢を見せることは難題と言えそうです。また、リセッションのリスクが高まるなか、依然として答えが見出せない疑問点として、中央銀行が経済に資金を注入し、政策金利を引き下げることによる効果が果たしてどれほどあるのか、という点が挙げられます。

EM市場にとっては、超低金利環境が投資家を資産クラスに呼び込むという観点から、現状のグローバル状況は支援材料であるとも言えそうですが、成長見通しの悪化という逆風要因がこれを相殺しているとも言えそうです。したがって、資産クラス内での差別化が進むとみられ、外貨

建てクレジット債及び現地金利に関してはロングを選好する一方で、通貨に関してはより選別して投資を行う必要があると考えています。

先週末のアルゼンチンでのイベントは、多くの投資家のポートフォリオに大幅な VaR ショックをもたらし、その他の地域でのリスク削減にもつながったとみられることから、明らかに今後も EM 投資家に影響をもたらし続けるとみられます。短期的にはこの一件が市場動向を決定づける要因になるとみられますが、今月に入って既に多くのポートフォリオが痛手を被っていることを踏まえると、その影響はそれほど長期化しない可能性があるともみています。

また、一重に「EM」と表現してもその中には非常に異なる個別の要因を有する広範な国が存在することも忘れてはいけません。つまり、今後年末に掛けて、国及び銘柄ごとのリターンの格差はおそらく拡大していく一方であるということを念頭に置く必要が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のようになります。

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ご相談の上、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