

エマージング債市場アップデート -2019年8月30日-

先手を打った利下げは見られるか

先週は、前週に行われた G7 会合で米中通商交渉に関連した期待感が高まり、経済指標の発表も比較的落ち着いていたことなどから、金融市場にとって概ね良好な一週間となり、グローバル株式は 2%以上上昇しました。ただし米国債利回りは低下を続け、2 年債と 10 年債利回りは依然として反転との境にあり、グローバル見通しが必ずしも全て明るいとは言えないことを示唆しました。



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

エマージング (EM) 市場では、8 月に見られた投資テーマの再来で、米経済指標が引き続きグローバル指標を上回る底堅さを見せていることなどを背景として通貨が苦戦するなか、現地市場への圧力が続きました。比較的堅調な米経済指標は、米連邦準備制度理事会 (FRB) による先手を打った利下げの可能性を低下させるとの警戒感を煽りました。

クレジット債市場は、依然としてアルゼンチンの大統領選予備選の余波が投資家心理の重石となり、強弱入り混じるパフォーマンスとなりました。しかしながら先週は、パフォーマンス格差がより拡大する傾向が見られたほか、アルゼンチン危機のさなか、ファンダメンタルズ要因よりも全般的なリスク削減によって大幅な売り圧力にさらされていたハイ・イールド銘柄の一部を、投資家が底値とみて買い戻す傾向も見られました。

エマージング個別国市場での出来事

アルゼンチン：野党大統領候補であるフェルナンデス氏が、IMF の支援プログラムに関連して扇動的な発言をしたことで、既に高まっていた市場の緊張に油を注ぐ格好となりました。同氏の発言は、アルゼンチンの短期流動性需要のためには非常に重要となる IMF の次回 9 月の支払いを危機に晒すものでした。

その後、アルゼンチンの短期債の入札が失敗に終わると、政府は国内法に基づく短期債の債権者となっている機関投資家が、返済期限延長を余儀なくされる (基本的には選択的デフォルトに該当) ことを発表し、アルゼンチン資産は先週最安値を更新しました。また政府は同時に、今後 10 年間で償還を迎える国内及び対外債務についても、一部の例外を除いて償還期限延長の意思を示しました。

目先の甚大な不透明感により、週末にアルゼンチンは外貨準備高の減少を食い止めるために資本規制を強いることを余儀なくされました。対応策は外貨準備の純流出を防ぐものですが、預金の流出が続けば外貨準備総額は依然として減少することを意味します。いずれにせよ、今回の策により短期的には純外貨準備高の安定に寄与するとみられ、35 から 40 前後で取引されているアルゼンチンの外貨建て債の価格の、幾らかの安定につながりました。

アルゼンチンの見通しを踏まえる上で、アルゼンチンが秩序なきデフォルトに陥ることは誰の利益にもならないということを念頭に置くことが重要でしょう。レーム・ダック（死に体）となった大統領がもたらした政治的空白に加え、大統領選を前に市場を落ち着かせる政治的インセンティブに欠ける対抗馬によって、アルゼンチンは非常に困難な状況にあります。外貨建て債の価格が 35 から 40 近辺にあり、各年限の CDS のアップフロントが 60 ポイント近辺で取引されていることを踏まえると、今後のリスク要因を考慮しても価格評価はある程度魅力的となっているようにもみられます。資本規制は純外貨準備高の安定につながるとみられ、事態が収束することでマクリ大統領は任期を全うでき、新大統領が就任後、即座にデフォルトの危機に直面するのではなく、市場に政策を提示するための十分な猶予期間を得ることが出来るとの一定の期待感も広がっています。

その他：その他の市場からのニュースは比較的静かな一週間となりました。週を通して見られたのは、成長が鈍化するなか、引き続き主要な EM 中央銀行が金融緩和のスタンスを強めているというテーマでした。

今後の見通し

グローバルで見て、経済成長が鈍化傾向を辿っていることは明らかであると考えています。同様に、中央銀行が緩和的な金融政策を準備し、待機していることも明らかです。米国の経済成長見通しが、引き続きその他の地域よりも良好であるとの市場の認識は続いており、結果として米ドル高が進行していますが、そのペースが速まれば、最終的にはリスク資産の下落に繋がる可能性もあると見ています。主に議論的となっているのは、果たして米国の経済指標に大幅な鈍化が見られる前に、FRB に先手を打った利下げを行う準備があるかどうかです。これに関して言えば、直近発表された米 ISM 製造業景況感指数が 49.1 と 2016 年 1 月以来の低水準となったことが、FRB に行動を促す可能性もあります。

貿易戦争に関して言えば、中国側は 2020 年後半に新たに就任した大統領を交渉相手に出来るかもしれないと期待するなど、長期戦を想定していることが明らかになってきています。今月も通商交渉が予定されているものの、意味のある合意に至る可能性は非常に低く、とりわけ大統領選を控える来年に向かうなか、トランプ大統領の予測不可能な行動のみがむしろ頼みの綱となり始めているかもしれません。

EM 市場では、主要金利の低下によって、投資適格債を中心に外貨建て債市場は底堅く推移すると見ています。ハイ・イールド債は、アルゼンチンの混乱が波及した結果として下落から、割安な水準にあるとも見えます。ただしここでは、落ち着いたデフォルト率環境と、弱い成長率とを照らし合わせて見る必要があるでしょう。現地通貨建て債市場では、現地金利は底堅いとみられるものの、各国の成長率の足並みが揃わないこと、すなわち米経済がグローバル経済を上回る成長を維持している点が、通貨部分の懸念材料となっています。ハイ・イールド債及び EM 通貨は、先月の下落幅を踏まえて平均回帰が幾らか見られることを予想していますが、その後も上昇基調を維持するためには、FRB による先制的な緩和策の実施が必要であると見ています。

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