

# エマージング債市場アップデート

## 今年も静かな年末を望めない

先週は、米中貿易の次なる追加関税の発効期限を12月15日に控え、投資家心理がやや神経質となるなか、株式市場のここ最近の上昇基調に一服感が見られました。期待が高まっている「第一段階」の合意に関しても、目立った進展が見られなかったことが重石となりました。

## グローバル市場の動き

S&P500種指数及びユーロ・ストックス 50 インデックスはそれぞれ0.33%及び0.65%下落して週末を迎えました。エマージング（EM）株式市場では、香港株式市場の反発がその他地域の下落を埋め合わせ、全体としてのリターンはほぼフラットとなりました。市場の「リスクオフ」ムードを反映して主要金利は低下基調となり、米10年債利回りは6bps低下しました。

EM債券市場では、外貨建て債市場の動きがまちまちとなりました。主要金利の低下が追い風となり、投資適格債がアウトパフォームする一方で、特に国債市場ではハイ・イールド債がアンダーパフォームしました。現地通貨建て債市場では、通貨の下落が主因となり、リターンが小幅ながらマイナスとなりました。

## エマージング個別国市場での出来事

- **香港**：中国に敵対する動きとして、米上院は香港における抗議活動の支持を目的とした法案を可決し、北京（中国政府）の反感を買いました。トランプ大統領は香港との連帯を示しましたが、同時に米中間の貿易交渉の終結させる意思も強調しました。週末に実施された地方議会にあたる区議会議員選挙では、民主主義派の候補者への強い支持が香港市民によって示されたことから、市中では幾らか落ち着きが見られ、中国政府の介入に対する懸念も落ち着きました。
- **インド**：政府はノンバンクの低迷による影響がその他金融セクターへと波及することを回避する目的から、ノンバンクのデワン・ハウジング・ファイナンス・コープの経営権を取得しました。
- **レバノン**：先週も抗議活動が続き、政権交代を求める動きが強まるなかで、抗議活動はさらに暴徒化しました。銀行は米ドル需要を満たせず、状況は益々深刻化するなか、依然として経済立て直しの目途は立っていません。11月中旬に償還を迎える債券は滞りなく返済される見込みですが、2020年3月に償還を迎える債券については、同国の返済意思を試すリトマス紙になるとみられています。
- **チリ**：セバスチャン・ピネラ大統領は、年金引き上げと交通料金の引き下げを含んだ政策に合意し、社会的混乱の鎮圧を試みました。同国経済は2019年10-12月期にマイナス成長となることが予想されるなど、抗議活動は既に同国の成長見通しに大きな影響を与えています。
- **エクアドル**：政府が提出した財政改革案が国会において否決されたことから、国債価格は急落し、IMF融資プログラムの先行きに暗雲が立ちこめています。エクアドルが巨額の資金需要を抱えていることから、投資家はポジションを手仕舞うことで意思を示し、この結果として10年国債の価格は一時20%近く下落しました。その後政府は、税制部分を見直した法案を改めて発表し、同法案は国会を通過する可能性がより高いと見られていますが、投資家はこれを確認するまでは同国に確信を持っていない状況であるとみられています。

2019年11月22日



**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

## 今後の見通し

米連邦準備理事会（FRB）がインフレ率の上昇を目指し、概ね緩和的な姿勢を維持していることが引き続き市場の主要な下支えとなっています。FRBの姿勢は、インフレ率に上昇が見られるまではFRBが政策を据え置くことを意味しているからです。同様に、仮に経済成長が鈍化に転じれば、FRBは追加利下げを実施することで対応するでしょう。そのため、中期的に実質金利は安定した動きになるとみられ、特に米中間の貿易交渉において何らかの合意に達した場合には、リスク資産の下支えとなることが予想されます。

貿易面では、今後市場が更なる上昇を見せるためには、米中合意が引き続き重要な鍵を握るとみられます。今後の政策の方向性に安堵感を得られない限り、企業の設備投資の加速は想定されにくく、結果として成長改善のためには米中間の合意が必要条件になるとみられるためです。現在のところ、経済成長に安定化の初期の兆しが見られますが、全体的に強弱の入り混じる経済指標を考慮すると、更なる証拠が求められています。

EM市場では比較的落ち着いた環境が続いており、ボラティリティの低さから、投資家資金は特に現地通貨建て市場へと向いているようです。当然のことながら、現地通貨建て市場の良好なパフォーマンスが継続する重要な条件として成長見通しが改善されることが挙げられますが、現在のところは、実質金利の高い国が勝者となっています。外貨建て債市場で見られる興味深い傾向として、予想及び実績デフォルト率が低水準に留まる一方で、ハイ・イールド債市場がアンダーパフォームしていることが挙げられます。このトレンドが来年にかけても継続することは想定しづらく、デフォルト率により大幅な上昇が見られる、あるいはハイ・イールド債市場がアウトパフォームする状況が予想されます。少なくとも2020年の1-3月期においては、後者の市場環境となることを期待しています。

これまで以上に、EM市場では個別国の進展が影響を与える状況となっており、アルゼンチン及びエクアドル資産に関しては年末に掛けて再び大幅な価格変動が見られる可能性もあります。静かな年末を願う投資家が多いと思いますが、例年通り、EM市場においてそれは望めないようです。

## ディスクレームー

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をご覧ください。

### ■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等の書面の内容を十分にお読み下さい。

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、当社による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をご遠慮下さい。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。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。