



BlueBay
Asset Management

市場アップデート – 2017年11月13日

エマージング市場に一服感

—ベネズエラのデフォルト危機及び中東の政治的混乱—



マーク・ダウリング

パートナー兼投資適格債チーム共同ヘッド

エマージング市場は年初来で堅調なパフォーマンスとなってきましたが、ここ最近の相次ぐ悪材料は市場心理により大幅な転換をもたらすきっかけとなる可能性があります。

ドイツ国債及び米国債オプションのボラティリティは、前週の相次ぐ経済指標や中央銀行の発表が落ち着くなかで低下し、国債の利回りはレンジ内での動きに留まりました。レンジの上限及び下限ともに制約されているようです。低ボラティリティは、全般的にリスク資産の下支えとなり、株式及び先進国のクレジット債は前向きなトーンでの取引が続きましたが、ここ数週間と比較すると価格の上昇幅は限定的でした。欧州周辺国国債はこの数日間最も堅調に推移した資産クラスとなり、政治リスクの後退が続く中で、弱気派がショート・ポジションを諦める状況が続いているようです。しかし、こうした資産クラスと対照的な動きとなったのは、エマージング市場でした。

ベネズエラでデフォルトが差し迫っているという懸念によって、同国債券の中には価格が前週の水準の約半分となるものもあり、一部の投資家はロングで捕まってしまいました。デフォルト自体ではなく、そのタイミングが予想外ではあったものの、ネガティブな投資家心理がエマージング市場に波及しました。また、サウジアラビアのサルマン国王の息子であるムハンマド皇太子が、その他の王家の多くの皇太子や著名人を拘束するなど、一種のクーデターと捉えることも出来る動きがあったことから、中東地域で衝撃が広まりました。結果的に反イラン色が強まることが予想され、中東地域の二大勢力間の緊張につながるかもしれません。またレバノンではハリリ首相が辞任を発表しましたが、イスラム教シーア派組織ヒズボラに妥協をしないというサウジアラビアの志向が背景にあると捉えることができるでしょう。ムハンマド皇太子はこの行動によって権力掌握に成功したかもしれませんが、鎧がはがれたときには、この戦術によって彼自身がターゲットとなる可能性もあり、いずれにせよ短期的に中東地域のボラティリティとリスク・プレミアムは上昇する可能性が高いとみています。

“ここ最近の出来事を踏まえると、エマージング資産のロング・ポジションの利益確定は急いだ方が良さそうです。中でも中東での懸念の高まりは、投資家のリスク心理を翻す可能性があるかとみています。”

ベネズエラと中東での出来事を受けて、原油価格は2年ぶりの高値となり、消費者物価指数が予想外に上昇するかもしれないとの見通しから、短期インフレ・リンク債のブレイクイーブン・インフレ率が下支えされました。コア・インフレ率予想は非常に落ち着いた水準を維持していますが、アウトプット・ギャップが縮小し、経済成長が堅固であることを考えると、インフレ率が再上昇する可能性を市場は過小評価しすぎており、低インフレの考えに傾きすぎているかもしれません。原油価格の上昇と堅調なグローバル経済ということ自体は、一般的に

エマージング資産にとってはポジティブ材料となりますが、トルコ、南アフリカ、メキシコ、といった国の政治及びファンダメンタルズの悪化傾向はエマージング通貨の下落につながっており、徐々にそれがエマージング現地通貨建て債や、それに遅行しながらエマージング外貨建て債にも広まり始めてきています。2017年のエマージング資産のリターンは非常に良好であることから、最近はロング・ポジションの利益の実現をしてきています。しかし、ここ最近の出来事を踏まえると、この投資行動は急いだ方が良さそうです。中でも中東での懸念の高まりは、投資家のリスク心理を翻す可能性があるともみています。

今後の見通しについては、今後数週間は先進国市場では静かな環境が続く可能性があります。米国では、インフレ率が上昇するまで、または税制改革が可決されるまで、もしくはグローバルの地政学的なイベントによる質への逃避で株式市場が下落しない限りは、金利はレンジ内の動きに留まることが予想されます。インフレ及び税制改革に関する重要なニュースが聞かれるまではまだ数週間あり、12月にリフレ・トレードが活発になる可能性が最も高いと考えていますが、これは偶然にも市場の流動性が最も低い時期と重なります。この場合、数週間辛抱をして好機を待つことになるかもしれませんが、その間に徐々にリスクを解消する機会を探っていくことになるかもしれません。

対照的に、エマージング市場は引き続きボラティリティの高まりの源となる可能性があります。サウジアラビアとイラン・カタールとの緊張の高まりが予想されるとともに、ムハンマド皇太子から再び権力を奪い返そうとする試みは不安定さをもたらすでしょう。朝鮮半島での衝突を皆が恐れている時期に、最終的には中東が本当のリスクになり得るかもしれません。一つ言えることは、エマージング資産の投資家は今年かなり良好なリターンを獲得しており、エマージング市場でこれまでよりもそれほどネガティブなニュースでなくても、多くの場合ファンダメンタルズにはそれ程悪影響ではなくとも、心理的に相当なリスク回避をもたらす可能性があります。しかし、不正というトピックを考えると、中東の王子様たちの哀れな状況を思い出してください。彼らが捕われているのはリッツ・カールトンの巨大な宴会場であるボール・ルームです！しかし、実に可哀相なことにブランケットはルイ・ヴィトン製ではなさそうです。

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%（税抜き）、エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

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（2017年11月13日）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