



BlueBay
Asset Management

2017年11月16日

リスクイベントは続く 個別国の悪材料が市場にプレッシャー



アンソニー・ケトル

エマーシング債チーム(社債)
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

南アフリカ、中東、ベネズエラといった個別国の悪材料が引き続き市場の重荷になりました。

エマーシング市場での出来事

先週は年初来で堅調に推移していた先進国株式市場に調整が見られる中、エマーシング（EM）資産もやや苦戦する展開となりました。この主な要因として、EM市場の様々な地域におけるイベント・リスクの高まりや中国におけるレバレッジ解消の動き、及びそれがEM市場に与える影響に対する懸念の高まりが挙げられます。また、米国の税制改革の進展に関連した事態の複雑化や金融政策に与える影響も相まって、年末にかけて金融市場全体における不透明感が高まりました。

東欧・中東・アフリカ地域に目を向けると、南アフリカの国営電力会社であるエスコムが流動性危機に陥っているとの現地報道を受け、南アフリカ資産が引き続き苦戦を強いられる展開となりました。その後ギガバ財務相が、エスコムは国家にとって戦略的に重要であるといった発言を受けて、市場はやや落ち着きを取り戻したものの、エスコム債の спреッドは一時80bps以上拡大する展開となりました。南アフリカでは12月16日からの日程で与党アフリカ民族会議（ANC）の総会が開かれる予定となっており、年末にかけての南アフリカ資産の方向性を見極める上で重要なイベントになると見えています。また先週はトルコ資産も引き続き軟調で、インフレに対する警戒感がトルコの通貨の下落、外貨建て国債と社債の спреッド拡大を招くという悪循環に拍車が掛かる展開となりました。これらの国の信用格付けはいずれもBB格級であるにも関わらず、将来的な見通しの悪化が資産価格に織り込まれるなか、足元ではB格程度の спреッド水準で取引されています。

また中東では、短期的な解決策が依然として見出せないなか、緊張の高まりは先週も続き、資産価格にも徐々に不透明感が織り込まれ始めました。月初来で見るとサウジアラビアの спреッドは30bps、レバノンの спреッドは150bps拡大しています。原油価格もこれに反応して上昇基調にあります。米国のシェール生産が予想を下回っていることなどを含め、ここ数か月間の原油価格の下支えとなっている要因は複数存在しています。

中南米では、引き続きベネズエラの動向が市場の注目の的となりました。先週月曜日にベネズエラ政府は首都カラカスで外貨債務関連の交渉に向けた債権者との一回目の会合を開きました。複数のレポートに基づく、会合は30分程度の簡単なもので、ベネズエラ政府側からの明確な提案はありませんでした。また正式なデフォルト（債務不履行）宣言はなく、事実、対外債務支払いの意思を強調するとともに、直近の支払い遅延は制裁の影響であると非難しました。同日が期限となっていたベネズエラ石油公社（PDVSA）債1銘柄とベネズエラ国債2銘柄の利払いは行われず、翌日に信用格付け会社はこれらの債券がデフォルトしたと宣言しました。その結果、市場は経過利息が発生しない形で取引を始めたものの、ベネズエラ政府がツイッターで利払いを行う手続きを進めていると述べたことで、直ぐさま経過利息を含めた取引に戻りました。この行動にベネズエラ政府が込めているメッセージを読み取ることは難しいのですが、これまで分かっていることを整理することは出来ます。PDVSAは先月2銘柄の大きな金額の償還を行いました。そしてベネズエラ政府はPDVSA債、ベネズエラ政府債、さらにPDVSA債と政府債のどちらのクロス・デフォルトも引き起こさない国営電力会社債までも、遅延している利払いを実行する予定だと述べています。現在のところ、支払に遅延が

あるものの、返済を続けるという意図を表明していることから、債券保有者が前倒し返済をベネズエラ政府に迫る可能性は低く、むしろ最終的に返済が行われるとの望みを持って辛抱を続ける可能性が高いでしょう。こうしたことを論理的に考えると、ベネズエラ政府はしばらくの間、少なくとも米国以外に原油の輸出入を行える市場を確保出来るまでは、デフォルトという法的に面倒な事態を避けたいであろう、という回答が出てきます。余談ながら、国際スワップデリバティブ協会（ISDA）の決定委員会は、PDVSAと政府債の支払い遅延がCDSの信用事由に該当するかどうか決定を求められています。

今後の見通し

今後について最大の問いは、現在の心地よい成長とインフレ率の両立が継続するのか、それとも成長見通しの改善によって、インフレ率が上昇してくるのかどうか、という点だと思います。米国の税制法案が成立する可能性の有無が、この問いへの答えをある程度左右すると考えています。EMということで考えると、中国の安定がEMの主たるアンカーとして今年は機能してきたことから、中国の経済指標はかなり重要です。全体として、個別国のイベント・リスクの増加、例えばベネズエラ、南アフリカ、中東は投資家のセンチメントを悪化させましたが、EMに対する中期的に前向きな見通しは変わっていない、と考えています。しかし、クレジット債市場という点のみで考えてみると、米国ハイ・イールド市場は資金流出が見られ始めており、全体のパフォーマンスは多少のマイナスに留まっていますが、セクター・レベルでは小売り、消費者関連、通信などは大きく下落しています。EM市場は今のところ、そうした動きから考えると相当堅調で、悪材料でスプレッドにそれなりの調整が見られますが、好材料からプラスのパフォーマンスを維持しています。年末に向けてこうしたパフォーマンスの堅調さから利食い圧力が高まる可能性がありますが、逆に投資機会になる可能性があるかとみています。機敏さを失わず、今月現れた多くの個別材料を投資に活用する機会を求めていきます。

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ござい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16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