



BlueBay
Asset Management

2017年11月16日

中東、ベネズエラ、トルコ、南アフリカ

先週もエマージング市場は圧力下に置かれました。中東、ベネズエラ、トルコ、南アフリカでの不透明感によりリスク選好は削がれました。価格の下落はネガティブなニュースがみられた国で目立ったものの、エマージング資産全体でみた投資家心理は、新たにリスクを積み増すよりも、これまでに得た利益を守ろうという意向が強まりました。



デビッド・ダウセット

パートナー

エマージング債チーム(コ・ヘッド、国債)

シニア・ポートフォリオ・マネジャー

中東、ベネズエラ、トルコ、南アフリカ

先週最も注目を集めたのが、中東とベネズエラでした。両者については慎重な見通しを持っています。

中東については、サウジアラビア国内での問題が国際的な問題に発展しました。レバノン首相のハリリ首相が訪問先のサウジアラビアの首都リヤドで辞任を表明しました。この動きには、サルマン国王の息子であるムハンマド皇太子が、国内と国外を問わず、中東地域でイランの影響力が強まっていることを阻止しようとしているといった背景があると考えています。サウジアラビアは、イスラム教シーア派組織ヒズボラ及びレバノンにいるイラン人に対して寛容的すぎるとして、ハリリ首相の辞任を促したと思われます。サウジアラビアとイランの緊張状態は続くと考えていますが、サウジアラビアは米国から明白な支援とイスラエルから暗黙の支援を受けている一方で、ロシアとトルコはイランを支援していることから、状況はより危険になっています。こうしたことから、サウジアラビア、オマーン、カタールといった国に対してはネガティブな見方をしています。レバノンについても下落が続くと予想しています。一方、エジプトには前向きな見通しを持っています。投資家に人気のある国であることから、需給面での弱点を抱える可能性は懸念されますが、経済状況は好転していると考えています。中東地域における地政学的な重要性から、米国やサウジアラビアといった同盟国から多額の財政支援を受けることになると予想しています。中東地域における混乱により原油価格は、一バレル60米ドルを超える水準まで上昇しました。このこと自体は、グローバルな経済及びインフレ見通しを大きく変えることにはならないとみていますが、引き続き原油価格の動向は注視しています。もし一バレルあたりの価格がさらに10米ドル上昇した場合、2017年の市場にとって非常にプラスに働いた強い経済成長と低インフレ、という構造が変化してしまうかもしれません。

ベネズエラについては、引き続き状況は混乱しています。投資家は首都カラカスでの債務再編についての話し合いに招待されたものの、会合の内容は軽薄でした。交渉を率いるエルアイサミ副大統領は、米国の制裁対象となっていることから、ほとんどの海外投資家は渡航をしないほうが良いとのアドバイスを受けました。そして、エルアイサミ副大統領が投資家に一方的に20分間話しただけの会合となりました。実質的な対話や法制面については何も告げられることはなく、カラカスに向いた投資家は徒労に終わりました。マドゥロ政権が債権者との大がかりな交渉に対して、どれほど準備不足であるかが示された、と捉えています。無秩序かつ混乱状態でのデフォルトが最も可能性の高い結末となりそうです。しかし、現政権が短期的に崩壊する可能性は低そうであることから、体制転換とベネズエラの復活への道は遠そうです。そのため、債券価格が20ポイント台前半で取引されていたとしても、投資妙味は薄いと考えており、ベネズエラの好転や持続可能な債務再編は何年も先のことでありとみています。

南アフリカとトルコもまた、下落が目立った国でした。両国とも政治情勢の不安により、ファンダメンタルズ面の脆弱性に対応する政策行動が取られる様子が見られません。

トルコでは、中央銀行がインフレ率の上昇と通貨の下落に対して、断固たる利上げではなく、流動性引き締め政策に甘んじます。

南アフリカでは、中期財政政策声明(MTBS)による投資家心理の悪化によって、通貨の下落は続き債券の利回りは上昇しています。つい最近、実地調査のために南アフリカを訪れましたが、国内のセンチメントは引き続きよくありませんでした。与党であるアフリカ民族会議(ANC)の12月の会合で、新たな大統領候補が選出されることになることから、これは重要な、そして国を二分するイベントになるかもしれません。仮にシリル・ラマポーザ氏が候補に選出された場合、ちょうど2016年にブラジルでルセフ大統領が弾劾されたときと同じように、投資家にとっては前向きになる転換点となるかもしれません。しかし、現段階ではこれをベース・ケース・シナリオとしては考えていません。現職のズマ大統領が支持を維持しようと躍起になるなかで、ANCは不安定になると考えています。そのため、状況は良くなるよりも悪くなる可能性のほうが高そうです。

今後の見通しと運用方針

こうした個別国での話題によって、資産クラス全体の前向きな話題は打ち消されており、ポートフォリオの運用においては元本毀損を防ぐことに注力しています。方向性を取るようなポジションは避け、特にエマージング通貨について極力投資を減らしています。しかし、ここで強調したいのは、現状はエマージング資産の構造的な方向性の変化ではなく、市場の一時的な調整であると考えている、ということです。主要エマージング国の経済成長は堅固で、G3の金融引き締めはゆっくりと、高い透明性を伴って実施されていくと考えています。経済成長の安定性が示されていく中で、2018年もエマージング資産への資金流入は続くと考えています。そのため、足元ではこれまでに得た利益を損なうことがないように注意を払いながら、年末までにもう一度エマージング資産のリスクを高める機会を狙っていく方針です。

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。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマーシング社債戦略：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しますので、当該書面等の内容をお読みいただき、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