



デビッド・ダウセツト

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

トランプ政権下におけるエマージング市場：2017年の見通し

ポートフォリオ・マネジャーの見解

2016年12月

ドナルド・トランプ氏が米大統領選挙で勝利したことは、グローバルな政治経済にとって転換点となるかもしれませんが、変化ある、そして困難な投資環境はエマージング債の投資家に新たな投資機会をもたらすと考えています。

1989年のベルリンの壁崩壊以降、グローバル化によって人、カネ、物の行き来は自由になっていきました。こうしたトレンドによって資産価格は上昇する一方、物価という面でのインフレ率は低下しました。そしてエマージング国の生活水準は向上しました。先進国では実質賃金の上昇が抑制され、所得の不均衡が増しました。この傾向は、グローバル金融危機後の中央銀行による量的緩和(QE)によってますます強まることで、資産価格はさらに歪み、グローバル化した世界で先進国の労働者が利益を共有するために必要な構造改革を政府が実施するインセンティブを削ぎました。

トランプ氏の勝利はかなり劇的なものですが、何もない状況から起こったのではなく、こうした十分に確立されたトレンドに対する政治的な反動の例と言えます。これまで一般的であった投資の多くはもはや有効ではなく、成功も覚束ないと考えています。ナショナリズムが強まり、政府の介入が増えて、財政政策が積極的に取られ、QEが終焉するという投資環境に向かってきていると考えています。端的に言えば、今後の先進国の政策は、金融市場ではなく国内の労働者に満足を与えられることを目的としたものになる可能性が高いと考えています。

このことはエマージング市場のファンダメンタルズ及び投資戦略に大きな影響をもたらすでしょう。

エマージング市場の4つの大きな変化

1.米連邦準備制度理事会(FRB)の政策

すでに完全雇用に近い経済状況において、米国は2017年及び2018年にかなりの財政拡大を行うと予想しています。これを受けて、FRBはワンパターンなハト派な姿勢から財政拡大に対応するために引き締め姿勢に転じると考えています。2017年は市場が織り込んでいるよりも多い、4回の利上げ実施をブルーベイでは予想しています。また、トランプ氏はFOMCメンバーひいては新たな議長にQEに対して懐疑的な人物を任命するとみられており、米国債金利はすべての年限で上昇が見られると考えています。市場はFRBが示すドット・チャートを下回る金利予想から、ドット・チャートを上回る金利予想に転じるとみています。これにより、一部の脆弱なエマージング債は資金調達に苦戦すると考えています。

2.グローバル貿易

トランプ氏の貿易協定に対する正確な意図は不透明であるものの、グローバルな貿易金額は減少するとみています。実のところ、このトレンドは2012年にも見られました。1960年から2012年にかけて、グローバルGDPに対する貿易金額は17%から55%超まで上昇しましたが、この5年間で約5%低下しています。国内労働者保護のために関税が引き上げられる中で、この傾向は続くと考えています。また、資本収支についても考える必要があり、グローバルな貿易金額の減少は、金融市場及び海外直接投資への資本流入の減少につながる可能性があります。世界中での低金利はグローバルに行き過ぎた貯蓄の直接的な結果で、この傾向は低下するとみています。グローバルに長期金利は上昇してくると予想しています。

3.地政学リスク

欧州及びアジア諸国との防衛協定に対する発言やロシアへの姿勢を考えると、第二次大戦後の秩序が不安定になってきているように思います。つまり、「グレート・パワー」が多極化するような世界に移ってきていると感じます。中国、ロシア、インド、パキスタン、トル

コ、イラン、サウジアラビアなどでの地政学的リスクはますます高まることが予想されます。時には米国が関係することもあれば、関係しないこともあるでしょう。これまでの勢力関係は時には秘密裏に、時には公然と変化する可能性があります。こうした地政学的な不透明感に各国のリスク評価に盛り込まれる必要があるでしょう。

4.ポピュリズム

足元でみられるポピュリズムの波は、エマージング諸国の消費者はグローバル化によって概して恩恵を受けてきたことから、ほぼ先進国に限定されると考えています。また多くの主要なエマージング国の個々人は、不満を示す民主的な方法を単純に持っていません。しかし、投資家は注意を払う必要があります。アラブの春や2013年にみられたブラジルやトルコでの社会不安を考えると、ソーシャル・メディアが普及している今、組織化はすぐに可能です。

運用戦略への影響

エマージング市場にとっては難しい局面が予想されますが、同時に投資機会でもあります。

1.勝ち組と負け組

1) 経済規模が大きく国内消費がある程度磐石な国を選好

次のエマージング国の経済成長の材料は、エマージング国の中で見られる必要があると考えています。エマージング国での平均所得が上昇していることから消費者は支出を行い、サービス経済が発展する必要があります。この観点から、中国、インド、ブラジル、インドネシアを選好しています。

2) 商品輸出国を選好

先進国での活発な財政政策及びインフラ投資の増加により、一部の商品への需要の高まりが予想されます。このことによる恩恵を受けるのは、ロシアやアフリカの商品輸出国であると考えており、エクアドルやアルゼンチンといった一部の中南米の高利回り国でもこの可能性があります。

3) 経済規模が小さくて貿易に依存し、資金調達のために海外からの資本に頼っている国は回避

こうした国としてはメキシコや中米の国が挙げられます。中国を除く北アジア、中欧、トルコについても慎重な見方をしています。

2.金利リスクを減らし、利回りを高める

米国の金利上昇により、金利デューションの長い資産は苦戦すると予想しています。高格付け、長いデューション、低い利回りの銘柄を選好すれば、エマージング資産の運用はこの5年間成功を収めてきましたが、このトレンドは終焉したと考えています。

しかし、良好な経済成長と商品価格の上昇により、エマージング国の信用力は改善する可能性があると考えています。特に、高利回りでデューションの短い資産は投資妙味があると考えています。現地通貨建て債市場では、高いキャリーを得られる資産も堅調に推移するとみています。エマージング市場の金利サイクルは先進国とシンクロしていません。ブラジル、コロンビア、アルゼンチンなどでは利下げが実施されると考えています。また、良好な経済成長はエマージング通貨のパフォーマンスの下支えになると考えられます。

3.ベータではなくアルファ

グローバル化した世界ではなく、ナショナル化した世界になることを予想しています。グローバルな資金の流れが減速するなかで、各国の政策や個々の市場のパフォーマンスは多様化すると思われれます。グローバル規模のQEによって、エマージング各国の中央銀行の政策は似通ったものとなりました。ボラティリティを抑制する資本が減少する中でこの状況は変わるとみており、各国のイールドカーブには違いが出てくると考えています。さらに地政学リスクの高まりにより、各国の政治面でのボラティリティは高まることが予想されます。こうしたことから、資産クラス内での相関は低下するとみています。「いつ」投資するかよりも「どこに」投資するかの方が、より重要になってくるでしょう。

4.トラッキング・エラーを高める準備

不安定で非効率的な世界に突入することが予想されますが、これはアクティブ運用が恩恵を受けられる投資環境です。2008年以降は、無差別的に投資をしてリスクを分散しながら、デューションの長いインデックスへの感応度を高めることによって良好な収益を獲得できる資産クラスでした。その状況は変わったと考えています。高い確信度を持ち、集中した投資を行いながら、デューションの短い運用が奏功する局面になってきているとみています。そのため、インデックスに対するトラッキング・エラーを高めた運用を行うことで恩恵を受けられると考えています。

■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。

エマーゼン債戦略：年率 0.95%（税抜き）、エマーゼン債オポチュニティ戦略：年率 1.65%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）、エマーゼン社債アルファ戦略：年率 2.00%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）/ハイ・イールド債戦略：年率 0.85%（税抜き）、ローン戦略：年率 1.1%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.40%（税抜き）、投資適格絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.85%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.2%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）、イベント・ドリブン・クレジット戦略：年率 1.65%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）/ダイバーシファイド・クレジット戦略：年率 0.90%（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（2016年12月6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。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。