



2018年1月18日

満ち潮—ただし引き潮に注意—

先週は主要国金利の上昇及び直近の米インフレ指標が、ゴルディロックスな市場環境が永遠には続かないことを投資家に思い出させるきっかけとなり、エマージング市場の上昇にやや水を差す展開となりました。ただし先週最も驚くべき展開であったのは、堅調な米経済指標が米ドル高につながらなかったことでしょう。これは多くの点で、米国以外の地域の景気回復がようやく米国に追い付いてきているとの市場の見解を反映していると考えます。グローバル経済見通しの改善は明らかに幾つかのエマージング国に好材料で、これは各々の国の成長見直し改善にも見て取れます。また商品価格も主要原油輸出国に追い風となっており、先週はブレント原油が1バレル70米ドルを回復したほか、鉄鉱石価格も1メートルトン（1,000kg）70米ドル以上を保っています。



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

先週のクレジット債市場

クレジット債市場は再び主要金利の上昇に左右される展開となりましたが、高利回り・低格付け銘柄を中心としたスプレッド縮小という投資テーマが継続しました。エマージング社債市場に絞ってみると、引き続きハイ・イールド債及び長期債が需要を集め、発行体は足元の良好な金融状況を活用し、引き続き活発に新規発行を行っていきと見ています。これは懸念材料と言えるのでしょうか。確かに、投資家の有り余る需要を活用して信用力に疑問のある発行体でも起債が可能となっているでしょう。しかし、多くの発行体は、短期債務の長期化や流動性の改善、資金調達コストの削減を行っています。このような「発行体間の差別化」は、今年のクレジット債市場においてただのキャッチフレーズとして終わるだけではないでしょう。

エマージング市場での出来事

メキシコ：北米自由貿易協定（NAFTA）再交渉において、米国が交渉から離脱する可能性があることをカナダ政府関係者が示唆したとの報道があり、その後トランプ米大統領自身が、今年7月のメキシコ大統領選後まで最終的な決断を先送りすることを発表しました。これを受け、メキシコ・ペソは大きく上昇しました。

ブラジル：大手格付け機関S&Pは、年金改革法案において進展が見られないことを挙げ、ブラジルの信用格付けを引き下げました。また先週発表されたブラジルのインフレ率は中央銀行の目標レンジを下回り、ブラジル株式市場は上昇、債券スプレッドは縮小基調となりました。この対照的な展開は、良好な外的要因に加え、自律的なブラジル経済の回復に対する確信度によって概ね説明できるものと考えていますが、その証拠は依然として不明確です。

アルゼンチン：中央銀行が75bpsの利下げを行いました。利下げ幅は市場予想を下回り、アルゼンチン・ペソは上昇する展開となりました。ただし中央銀行はより高いインフレ目標を容認する政策スタンスを改めて確認しました。経済成長見通しの改善を背景に、アルゼンチンのGDPに連動するワラント債の価格は上昇基調を辿りました。

ベネズエラ：経過利息を考慮せずに取引されるという取引慣習に移行後、ベネズエラ国債は先週、エマージング国債の中で最も堅調なパフォーマンスとなりました。ただし価格上昇の根拠となるファンダメンタルズ要因に乏しいことから、（おそらく訴訟を好む）新たなタイプの投資家が投資を開始していることが窺えます。言ってみれば、価格が20セントの債券に対して、過去に実際には支払われなかった利息分の6ポイントが加味されている現状の価格はそれ自体が割安であるとする事は可能であり、足元の政治的混乱よりも潤沢な石油備蓄に最終的な債権回収の手段を求めることで長期戦を覚悟する投資家にとっては魅力的であるのかもしれない。

アジア：中国では中国人民銀行（中央銀行）が「基準値」の算出方法を修正したほか、韓国では当局が米ドルに対する韓国ウォン高を抑制するための為替介入を行ったとの見方が広がりました。

ロシア：財務省がルーブル高を抑制するために外貨買入を増やすとの方針を発表しました。市場は引き続き2月にも明らかになる米国による経済制裁の可能性を注視していることから、今回の方針は外貨を積み上げておくという意味で先進的な措置であると言えるかもしれません。

オマーン：60億米ドル以上の起債を行いました。中東ではこの先、カタールやサウジアラビア、バーレーンも起債を行うことが予想されており、オマーンの起債はその先駆的な動きであったと言えます。

エマージング社債市場での出来事

- 中国のテクノロジー大手テンセントが、400億米ドル相当の複数トランシェの起債を行いました。米国の投資家からの旺盛な需要によって多くが消化され、クロスオーバー投資家からのエマージング債券の需要を象徴する事例となりました。
- ブラジルの鉱山会社ヴァーレが、サマルコとの合弁事業の権益をBHPビリトンから獲得するための協議に入ったとの報道がありました。サマルコの債券は上昇を続け、より持続可能な所有構造により、鉱山ダム事故から復興し事業が再開できるとの期待感から足元で75セント台まで上昇しています。
- 市場はブラジル石油公社（ペトロブラス）やメキシコ石油公社（ペメックス）などからの大型起債を予想していますが、現段階ではこれらの企業から起債の兆候は見られていません。

今後の見通し

エマージング資産にとっての全般的に良好な投資環境は継続していると見ています。株式市場への堅調な資金流入やグローバルに足並みを揃えて景気拡大期に入ったとの確信度の高まり、さらに主要中央銀行による金融政策が依然として緩和的であることを勘案すると、金融状況は全般的に緩和的で、エマージング経済が力強い成長が見込まれる環境下にあると考えています。主要金利の上昇はクレジット債市場の投資見通しにやや陰影をもたらしますが、現段階では高利回り資産は底堅く、先進国と比較した相対価値がスプレッドがタイトなエマージング資産の支援材料になると見ています。2月の米国による対ロシア追加制裁が実施されるのかや今年多くのエマージング国で予定されている選挙など、イベント・リスクが高まる可能性はあると見ています。足元では満ち潮がほぼ全てのボートを持ち上げていますが、引き潮となれば取り残されるボートが出てくることは避けられないと慎重に見ています。短期的にエマージング市場の波は穏やかかもしれませんが、今年一年で堅調なリターンを収めるためには今後数か月間の荒波を乗り越える必要があると見ています。市場変動性の高まりによる投資機会を有効に活用する上では、堅固なファンダメンタルズに基づく投資が一層重要になると考えています。

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のようになります。

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（2018年1月18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