

## エマージング社債市場アップデート -2018年4月17日-

### 貿易から地政学リスクへ

先週の市場では、貿易政策に関連したより融和的なトーンと、米英仏によるシリア攻撃に伴う地政学的緊張の高まりとの間で投資家が揺さぶられました。リスク資産は着実に足場を固める展開となりました。米消費者物価指数(CPI)は上昇したものの、これは多くの市場参加者の想定範囲内でした。また先週発表された米連邦公開市場委員会(FOMC)議事録では、引き続き米経済見通しに対する全般的に強気なトーンが維持されました。



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

### エマージング個別国市場での出来事

**中国**：米国との貿易関連の応酬において、トランプ米大統領が融和的な発言をするなど譲歩の兆しが見られました。ただしその後、米商務省が米企業に対し中国の通信会社である ZTE への製品輸出を禁止する命令を発表するなか、貿易関連の緊張緩和に対する期待感は一時的に留まりました。

**ロシア**：直近の米追加経済制裁による下押し圧力で安値圏にあったロシア資産は回復の兆しを見せ、とりわけロシアの外貨建て国債がこの動きを牽引しました。

**トルコ**：引き続き軟調な展開が続きましたが、トルコ中央銀行総裁が必要に応じて金融引き締めを行うことを示唆するなか、一時的に売り圧力が弱まる局面も見られました。

**メキシコ**：北米自由貿易協定(NAFTA)合意が視野に入ってきたとの観測が高まるなか、引き続き通貨ペソが上昇基調となりました。

**ブラジル**：景気回復ペースが鈍化している兆候が見られたほか、大統領選が迫りつつあるなかでの緊張などから、通貨レアルが引き続き下落基調となりました。

**インドネシア**：大手格付け機関 Moody's がインドネシアの信用格付けを Baa2 に格上げし、見通しを安定的としました。これを受けてインドネシア資産に対する需要が高まり、これを踏まえてインドネシアはソブリン債の新規発行を発表しました。

**カタール及びサウジアラビア**：ともに複数トランシェの起債を行い(それぞれ 24 億米ドル及び 22 億米ドル)、総額 1,000 億米ドル相当の需要を集めました。

### エマージング社債市場での出来事

ロシアのアルミニウム製造企業であるルサル(Rusal)が米制裁対象となって以降、他の企業にも同様の措置がなされるとの警戒感が広がっていることから、ロシア社債は全般的に軟調な展開が続きました。更なる追加制裁の脅威は依然として現実味を帯びており、今後ロシア資産の

リスク・プレミアムがさらに上昇する可能性があると考えられます。

中国の不動産セクターにおける新規発行が活発化し、発行体は投資家の需要を集めやすい 3 年満期の債券の起債に焦点を当てています。発行の許可が下りた銘柄が多く存在し、今後数週間で実際に起債が行われるなか、流通市場におけるスプレッドの拡大圧力になる可能性があると考えています。

トルコのドウシュ・ホールディングが複数の金融機関と融資の再編に関する協議に入ったとの報道がありました。ここ最近トルコのソブリン債が軟調なパフォーマンスとなっていることを踏まえ、トルコの民間企業の健全性が脅かされているとの警戒感が広がりました。

## 今後の見通し

ここ最近では、市場参加者が一つのリスク要因に安心感を抱き始めると新たなリスク要因が出現する傾向が続いています。先週の市場で見ると、貿易関連の緊張が一旦落ち着きを見せるなかで、今度はシリアへの攻撃開始やロシアへの追加制裁を契機とした地政学リスクの高まりが表面化しました。ただし特筆すべきは、これらの外的ショックに対するリスク資産の回復力は強化されており、投資家は不安の壁を登っていると見られます。

また米決算発表シーズンが本格的にスタートし、価格の下支えとなる中で、株式市場もゆっくりとしたペースながら着実に安値圏から回復する進展を見せています。グローバル経済成長の沸騰は収まりましたが、グローバル経済は引き続き安定して拡大期にあると考えています。その結果、米ドル安及び原油高がリスク資産の下支えとなる中で、主要国金利が低位に留まる展開となっています。

社債市場では、LIBOR 金利と OIS（オーバーナイト・インデックス・スワップ）レートのスプレッド拡大に対する懸念が後退するなか、企業のファンダメンタルズは依然として堅固であると見られます。ただし、発行体が市場環境の不透明感の高まりを考慮している様子が見取れ、新規発行計画を前倒ししていると考えられます。新規発行増は流通市場における大幅なスプレッド縮小を妨げる要因となっていますが、ややスプレッドがワイドな水準ながらも新規発行は概ね順調に消化されています。

ファンダメンタルズ面を考慮すれば、今後数か月でリスク資産が上昇しても不思議ではないと見ているものの、その道のりは険しいものになると想定しています。社債市場では、引き続き銘柄ごとのリターンのばらつきが主なテーマになると見ており、短期的には需給面を踏まえたポジション構築が重要になると考えています。

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

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（ダイレクト・レンディング戦略については、管理報酬その他管理事務に関する費用等が投資先外国籍リミテッド・パートナーシップにおいて）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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

#### ■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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

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、当社の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