

エマージング社債市場アップデート -2018年5月10日-

調整で割安感が増す

先週の市場では、米ドル高の加速により、対外及び財政不均衡を抱えるエマージング（EM）国の資産が大きく下落し、EM 資産にとって全般的に苦しい投資環境が続きました。中心となったのはトルコ及びアルゼンチンでしたが、インドネシアも少なからず影響を受け、今年最初の 3 ヶ月にコンセンサスとなってきた取引を解消する投資家の動きは、ほぼ全ての EM 国に影響を与えました。一方で、先週発表された米雇用統計及び平均時給は米連邦準備制度理事会(FRB)による漸進的な金融正常化というテーマを裏付ける内容となり、マクロ経済及び先進国市場はほぼ無傷の状態です。



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

エマージング個別国市場での出来事

中国：米中間で貿易に関連した協議が行われ、今後も協議を続けていくとの約束とともに終わりましたが、足元で焦点となっているテクノロジー関連の項目を始め、両国が合意にこぎつけた項目はほとんどなかったと見られます。

ブラジル：今年後半に予定されている大統領選に向け、元最高裁長官のバルボーザ氏が出馬しないことを表明するなど候補者が固まってきました。この結果、現段階では右派のボウソナロ氏、左派としてゴメス氏、さらに現職のテメル氏が有力候補となっています。

メキシコ：7月に予定されている大統領選の世論調査の支持率で、依然として左派のロペスオブラドール氏(AMLO)が大きくリードしていることがわかりました。

レバノン：6日にあった国会議員選挙において、イスラム教シーア派組織ヒズボラを中心とする勢力が過半数を獲得し、政治的状況がさらに複雑化してきました。イランの核合意を巡り重圧が掛かるなか、中東地域における軍事的緊張が高まる可能性が高まっています。

アルゼンチン：資産価格の急落を受け、中央銀行が 12.75%の利上げを行い、政府は 2018 年の基礎収支(プライマリーバランス)赤字対 GDP(国内総生産)比率の抑制目標を 3.2%から 2.7%へ引き下げました。足元ではアルゼンチンが国際通貨基金(IMF)に融資枠を要請したとの報道もあり、現地市場の秩序回復のための長い道のりを歩み始めました。

インドネシア：中央銀行からの支持的な発言にも関わらず、通貨が下落しました。またインドネシアの米ドル建て債は週を通して 5 ポイント近く下落しました。

トルコ：大手格付け機関 S&P がトルコを BB-に格下げし、信用見通しを安定的としました。対外的な脆弱性が意識されたことと相まって、トルコ・リラは大きく下落し、月初から既に 5%近く下落しています。

エマージング社債市場での出来事

ブラジル石油公社（ペトロプラス）が決算発表を行い、レバレッジが3倍以下に低下するとともに底堅いフリー・キャッシュフローを示しました。また、年末までの純レバレッジ目標を2.5倍以下とすることを強調しました。これは、エマージング社債のファンダメンタルズが2015年の資源安以降順調に回復していることを示す好例であったとみています。

一方ネガティブな話題として、ブラジルの建設会社オデブレヒト及びアンドラードが債務不履行（デフォルト）に陥りました。ただし両社とも支払に対する強い意志を示し、ともに保有する株式をもとに新たな金融支援を取り付けることを目指しているとされています。

中国のハイ・イールド債市場が引き続き新規発行増及び国内投資家からの需要減に伴う需給面での下押し圧力にさらされました。流通している債券では、利回り水準が10-13%に達している銘柄も珍しくなくなってきました。

今後の見通し

先週は、アルゼンチンの通貨急落及びトルコ資産急落を背景に、EM投資家にとって目まぐるしい一週間となりました。ただし、先進国の株式や社債、さらに資源相場はこれらの出来事による影響をほとんど受けず、ほぼ無傷で週を終えました。米ドルと米金利が足元で再びカップリング（足並みを揃えて上昇）し始めた傾向が見られますが、米10年国債利回りで見ると3%という水準が今年は重要なアンカーとなる水準と見られ、FRBは引き続き漸進的な金融政策正常化が適切であるとの見方を示しています。

EM社債市場では、足元では相対的に高利回り資産が売られやすい傾向（ディコンプレッション）が見られています。投資家は、年初来での軟調なリターンを受け資金流出に対する懸念を抱き始めているため、足元の傾向は概ね理にかなっていると考えています。また今年に入り、多くの高利回りソブリン債が発行されていることも事実です。多くの投資家がクレジット・リスクをロングしている状態であると見られ、「EM市場のアルマゲドン」が近づいているとのコメントが今年も市場に出回り始めました。投資家心理は明らかに悪化していると言え、状況を一変させるには何らかのきっかけが必要であることは確かでしょう。

ただし、市場の下支え要因となり得るのはバリュエーションです。米ドル建てEMソブリン債のスプレッドは今月に入り既に30bps拡大しており、過去1年で見て最もワイドな水準にあります。また利回りも、原油価格が1バレル30米ドル台であった2016年2月と同水準まで再び上昇しています。EM現地資産の下落は投資家心理の悪化要因となっていますが、EM社債市場で大きな割合を占めるのは銀行や輸出業者であることや、2015年以降企業のバランスシートが飛躍的に改善しているという事実を踏まえ、EM通貨のボラティリティの高まりがEM社債市場に与える影響は、悲観論者が叫ぶほど大きくはないということは今では広く知られています。

EM現地市場では、年初来で米ドル安が一つの支援材料となっていたことは事実ですが、EM経済の成長というポジティブな要因が存在していることも事実です。現地金利の上昇は年初来で20bpsと比較的抑制されていますが、通貨の下落が大きく影響を与えています。

これら全てを踏まえ、米国が金利正常化を続ける中でEM資産にとっての道のりは険しいと見られますが、ファンダメンタルズ面でのEM市場の支援材料は依然として存在しています。時には過度なほどのボラティリティの高まりも予想され、銘柄ごとの差別化がより重要になる

とみています。確かなことは、2週間前に EM 資産を好んでいた投資家にとって、EM 資産を好む理由が増えているということでしょう。

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のようになります。

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