

エマージング社債市場アップデート -2018年7月12日-

落ち着くも、課題は山積 —貿易戦争と決算発表を注視—

先週の市場では、底堅い内容の米雇用統計が一時的にリスク資産を押し上げたものの、週を通して貿易関連の緊張がリスク資産全般の逆風要因となる状況が続きました。エマージング（EM）市場では、株価が再び下落したものの、債券市場は現地通貨建て、外貨建てともにやや反発し、プラス・リターンとなりました。高まる貿易摩擦懸念を背景にアジア市場が投資家の懸念の中心となり、他地域の全般的に前向きなトーンとは対照的にアジア市場ではスプレッドが拡大する傾向が見られました。



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：米国が中国からの輸入品に高関税を課す制裁を発動し、340億米ドル相当の中国製品が対象となったほか、今後2週間以内にさらに160億米ドル相当が対象になるとされています。中国は報復関税で対抗しましたが、これに対してトランプ米政権は、総額2,000億米ドル分を高関税対象とする追加制裁をほのめかし、両国の応酬による貿易戦争の先鋭化が加速しました。

トルコ：6月のコア消費者物価指数（CPI）が前年比14.6%に上昇し、総合CPIも前年比15.4%に上昇しました。これらはともにトルコ中銀が目標とする5%を大きく上回る数字です。6月に行った利上げの結果、中銀の主要政策金利は軒並み500bps近く上昇しており、投資家の間では更なる利上げが必要であるとの認識が広がっています。その意味で、エルドアン大統領が自らの娘婿であるベラト・アルバイラク氏を財務と金融を統括する新しい省のトップに指名したことは、将来の政策ミックスに関する市場の懸念をさらに深めるものであったと言えます。結果として先週、トルコ・リラは下落基調となりました。

バーレーン：財政顧問として運用会社であるラザード社を指名し、今後同社が財政赤字削減やバーレーンの資産価格への下押し圧力に対処するための戦略を助言するとの報道が投資家の注目を集めました。

エマージング社債市場での出来事

ブラジルの大手多角化企業であるオデブレヒトは、ブラジルの検察・監査当局との間でリニエンシー（課徴金減免）に関する合意に署名し、今後22年間に亘って27億ブラジル・レアル近くの罰金を支払うことで合意しました。これを受け、ペトロブラス（ブラジル石油公社）はオデブレヒトをブラックリストから除外し、今後共に事業を行うことが可能となりました。全て勘案すると概ね前向きな動きであると言えますが、オデブレヒトのビジネス・モデルには引き続き多くの課題が存在しており、直近30セント半ばで取引されている同社債券価格に反映されていると見られます。

南アフリカの公益会社である**エスコム**に関し、同社が債務支払い期限の延長を目指してラザード社を雇用したとの報道があり、同社債券価格は下落しました。ただしその後同社が、実際は資本市場に再びアクセスするためのバランスシート最適化プロセスの一環であるとしてこの報道を否定したため、市場の混乱は収束に向かいました。

中国では、ハイ・イールド債市場の苦戦が続きました。民間企業のレバレッジ解消を政府が義務付けたことで、多くの企業が差し迫った資金需要に直面し、中小企業の多く（主に小売関連銘柄）の債券価格が急落しました。

今後の見通し

足元では、EM 市場が短期的ながらも反発する局面が見られましたが、この投資環境が継続するためには、グローバル見通し、とりわけ貿易関連の状況がよりクリアになる必要あるとみられます。以前にも述べた通り、EM 市場のファンダメンタルズは相対的に底堅さを維持しており、強力な政策対応（アルゼンチン）やリスクイベントの終了（メキシコ）を経て、ここ最近で混乱の火種となっていた複数の要因が落ち着きを見せています。直近ではトルコにおける疑念の余地がある組閣を背景に投資家の「まずは売り、その後質問する」傾向が強まるなど、EM 国における進展には依然として課題が残されていることは事実です。さらにブラジルでは、10 月に重要な選挙が予定されています。ただしトルコやブラジルは、このように高まるリスクが資産価格に織り込まれている好例であると言えそうです。現地市場では、ブラジルの金利が年初来で 150bps 上昇しており、トルコ金利に至っては 600bps 上昇し、足元でも上昇を続けています。

どの程度のリスクが価格に織り込まれているかどうかは議論の余地がありますが、今年はこれまでのところ、市場のコンセンサス取引や投資テーマがことごとく苦戦する年になっているということは明白でしょう。今年初めの時点で、EM 市場のロング・ポジションは非市場のコンセンサス取引であったと言え、グローバルに足並みを揃えた経済成長という投資テーマやそれを踏まえた米ドルのショート・ポジションは多くの投資家に共通した意見でした。しかし、このコンセンサスは完全に反転し、足元では投資家は米ドルをロングし、エマージング市場及び足並みの揃ったグローバルな経済成長ストーリーに疑問を抱いているようです。その意味で、非常に最近になって、米国を除くグローバル経済のポジティブ・サプライズが増加傾向にあることや、その一方で米経済の経済サプライズ指数が弱含んでいることは興味深いと考えています。このような投資テーマがさらに進展すれば、今年前半に大幅にアンダーパフォームした EM 市場にとっては追い風要因になるとみています。ただし非常に短期的な見通しとしては、本格的にスタートする米決算発表シーズンと貿易関連の言葉の応酬が、リスク資産の方向性を決定づける要因になる可能性が高いとみています。したがって、足元では相対価値に基づく投資機会に着目するとともに、方向性を持ったポジションを構築するにあたってはより厳選したポジションに限定することで、これらの不確実性を投資に反映していく方針です。

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） / エマージング債絶対リターン戦略：年率 0.85%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（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 0.75%（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