

エマージング社債市場アップデート -2018年7月19日-

慎重ながらも楽観的 —貿易戦争の影響を注視—

先週は、貿易摩擦関連の話題につかの間の落ち着きが見られ、米国株式が堅調なパフォーマンスとなるなど金融市場は比較的穏やかな一週間となりました。エマージング（EM）資産も、株価が2%以上上昇し、債券も底堅く推移するなど反発しましたが、商品価格の下落がやや勢いに水を差す展開となりました。



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

トルコ：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が、トルコ資産に再び下押し圧力となりました。指名されたその他の閣僚も、市場に信頼感を植え付ける人物ではありませんでした。

また先週は、政策面での信頼性のリスクやトルコ経済に与える影響を踏まえ、大手格付け機関フィッチがトルコの信用格付けをBBに格下げしました。

パキスタン：来週に控えた総選挙を前に政治的不透明感が続くなか、通貨が4.5%近く下落しました。支持率でリードしているのは、シャリフ元首相率いる与党「イスラム教徒連盟シャリフ派」と、元クリケット代表キャプテンであるイムラン・カーン氏率いる野党「正義運動（PTI）」です。市場では、選挙後にパキスタンが国際通貨基金（IMF）に金融支援を要請するとの見方が強まっています。

南アフリカ：ここ最近落ち込んでいた経済指標に回復の兆しが見られ、通貨ランドが上昇しました。先週発表された5月の製造業生産指数は前年比+2.3%となり、市場予想を大きく上回りました。

ロシア：トランプ米大統領とプーチン大統領の首脳会談を前にした期待感から、ロシア資産は上昇基調となりました。

ウクライナ：IMFからの要求に沿う形で、議会が反腐敗裁判所の開設法案の改定を行い、今後IMFによる詳細なレビューが行われるとみられます。

アンゴラ：再び国債の発行を開始し、先週は5億米ドル相当の30年債を新規に発行しました。価格は既存の同年限債券と比較して約3ポイント近く割安な水準で発行されました。

エマージング社債市場での出来事

マレーシアの政府機関である **1 マレーシア・デベロップメント (1MDB)** について、スイスの捜査機関は先週、最大 70 億米ドル近くが流用されたとの報告をしました。ただし同社債務は依然としてマレーシア政府が負担する方針であるとみられています。

ここ最近ボラティリティが高まっていた中国のハイ・イールド銘柄の値動きによりやく落ち着きが見られました。中国株式市場が反発したことに加え、割安な水準にあることが市場に安定をもたらす要因となっているようですが、透明性が低い銘柄に関しては機関投資家の投資家層が限られているため、ネガティブな報道によって大きく下落する例も見られています。中国銘柄に関しては、以前と比較して高いデフォルト率を想定すべき時代に突入しているとみられ、購入にあたっては慎重さが重要であると考えています。

ロシアのクレジットバンク・オブ・モスクワは、既存の劣後債の最大 1 億米ドル相当のテンダー・オファーを発表しました。

ブラジルの食品加工会社である **BRF** は、ここ数年で長期債の спреッドが 200bps 近く拡大するなど苦しい状況が続いていましたが、事業及び財務再編に向けた資産売却プログラムを発表しました。

今後の見通し

最近の投資家調査を見ると、貿易戦争の脅威が足元で投資家の最大の懸念材料になっていることは明らかです。トランプ政権は「アメリカ・ファースト」キャンペーンを打ち出すにあたり、大方の想定を上回る断固たる姿勢を見せており、相次ぐ関税及び報復関税の発動により不透明感は日に日に高まっています。その影響を見極めることも困難であり、保護貿易主義の拡大によって最終的に誰が勝者となり、誰が敗者となるのか、確信を持って言える人はいない状況です。例えば、トランプ米大統領が最初に高関税を課すことを決定した製品は洗濯機であり、米国の製造業者は当初この決断を概ね歓迎していました。ただしその後の鉄鋼・アルミ製品に対する高関税による影響で、当初関税を歓迎していた製造業者の多くは今、コスト高を反映してより高い価格で洗濯機を販売しなければならない状況にあります（結果として洗濯機及び乾燥機の価格は 4-6 月期に 20% 近く上昇）。

貿易関連の不透明感によるもう一つの複雑な要素は、グローバル経済に与える影響です。現段階では、これらの指針自体は（まだ）それほど成長の大きな妨げにはなっていないとみられますが、不透明感が企業にもたらす影響を踏まえると、政策の不透明感に直面した場合、企業が設備投資を削減し始める状況に至ってもおかしくはないと言えそうです。その兆候はまだ見られていませんが、貿易摩擦の更なる先鋭化が見られた場合は注視する必要があると考えています。グローバル経済の成長見通しが強弱入り混じる状況であることを踏まえれば、なおさら重要であると言えるでしょう。米国では決算発表シーズンが始まろうとしており、堅調な米経済を裏付ける内容になると見られています。欧州では経済成長に一時的な回復の兆しが見られています。

EM 市場を見渡すと、レバレッジ削減が継続するなか中国の信用の伸びが引き続き減速している一方で、中国政府も銀行の預金準備率を緩和するなど成長を促す政策を打ち出しています。足元では投資家がキャッシュ保有比率を高め、全般的に EM 資産をアンダーウェイトしていることから、今年初めの時点と比較して EM 資産に対する需要面での改善が見られ、より良好な需給

バランスをもたらしていると言えるでしょう。供給面でも、新規発行額は大幅に減少しており、夏場を通して起債は少ないとみられます。したがって、今後数か月間で EM 資産のパフォーマンスが改善することを基本シナリオとして考えていますが、その実現までには紆余曲折もあると予想しています。

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） / 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録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録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をご遠慮下さい。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