

エマージング社債市場アップデート -2018年7月26日-

人民元安は関税に勝るか —中国が緩和策を発表—

先週は、中国の相次ぐ政策発表が市場の注目を集める展開となりましたが、おそらく投資家にとって最も衝撃的であったのは人民元関連の動きでしょう。人民元は通商摩擦の激化と時を同じく、5月以降米ドルに対して既に8%近く下落しています。米国では、トランプ大統領が米連邦公開市場委員会（FOMC）の利上げサイクルを非難するとともに、利上げの結果としての米ドル高が米国の競争力を削いでいると発言し、自国の中央銀行への攻撃を開始しました。



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

グローバル市場での出来事

トランプ大統領の発言に対し、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は自身の立場から、現段階では利上げの継続が適切であるとの見方を示しながらも、足元での保護貿易主義の高まりは経済成長にとってはリスク要因であり、2019年には注視していく必要があると強調しました。

また先週は、日本国債の変動性が予想外に高まりました。日銀が月末に予定されている会合において、現状の金融政策が金融システムに与える副作用を軽減するために政策の変更を協議するとの見方が強まったことによって、イールドカーブはベア・スティープ化しました。市場では、日銀が「イールドカーブ・コントロール」を卒業し、長期金利の一定の上昇を容認する（利回り曲線のスティープ化を望む）との見方が広がり、他の主要金利市場に与える影響を踏まえて、日銀の政策決定会合に注目が集まっています。

さらに先週は、商品価格が週末に掛けて上昇しました。中国当局が発表した緩和策などを背景に、銅価格は安値から4%近く上昇しました。

エマージング個別国市場での出来事

中国：信用収縮が経済に及ぼす影響を軽減するため、相次いで政策緩和が発表されました。

- 中国国務院は財政政策を「より積極的」にすべきであるとの声明を発表し、金融機関が地方政府の一定の資金支援を行なうための枠を設ける必要性や、投資活性化のための官民パートナーシップの規制緩和などを政策パッケージに盛り込みました。
- 資産運用商品に関する指針の詳細が明らかになり、シャドーバンキングの抑制において緩やかなペースでのレバレッジ解消を容認するほか、新たな金融商品の開始も容認する姿勢を示しました。
- 中国人民銀行（中央銀行）は一部の商業銀行に対して資金供給を行なうとともに、オンショア市場でAA+及びAA格（オフショア社債市場でB格級に相当）の社債への投資を増やすよう指導を行ないました。

トルコ：トルコの裁判所はテロリズムやスパイの罪に問われた米国人牧師の収監継続を決定し、米国との関係改善に向けた僅かな希望が打ち砕かれる結果となりました。ただし金融市場では、新たに就任したアルバイラク財務相が財政収支改善及びインフレ抑制のための伝統的な金融政策をほのめかす発言をしたことから投資家の期待感が高まりました（ただしその後利上げは実施されず）。

メキシコ：国際通貨基金（IMF）は2019年のメキシコのGDP成長見通しを3%から2.7%に引き下げました。貿易摩擦や次期大統領に選出されたロペスオブラドール氏の政策に関する不透明感などをその要因として挙げました。

ブラジル：10月に投開票を控えた大統領選を前に、ジェラウド・アウキミン氏が中道右派政党の支持を獲得し、選挙戦が本格化する前に強力な支援材料となりました。このことを好感し、ブラジル資産は先週堅調なパフォーマンスとなりました。アウキミン氏は中道的な政策や財政改革に取り組む姿勢などから市場に好感されている候補者です。

エマージング社債市場での出来事

ブラジルの建設会社である**アンドラード**は、2018年償還の債券につき債務不履行に陥りましたが、先週は投資家に対し、現金の一部を支払うとともに担保付の新債券に交換するオファーを提示しました。ブラジル建設業界において、再び起死回生の事例が生まれることとなりました。

富裕層向けの金融商品に関する当局からの政策方針を受け、中国のハイ・イールド債市場は大きく反発しました。これらの政策により、多くの企業が新たな金融商品を活用することが可能になると見られます。また中国人民銀行（中央銀行）が市中銀行にオンショアのハイ・イールド債の購入を促したことから、オンショア市場におけるデフォルト率上昇に関する投資家の懸念が大幅に和らぐ展開となり、米ドル建てのオフショア市場もこの恩恵を受け上昇しました。

米国の財務省外国資産管理室（OFAC）は**ベネズエラ石油公社（PDVSA）**の2020年債につき、一定の取引を許可する旨を発表しました。これにより、実質的に担保権の実行（これらの債券はPDVSAの米子会社であるCitgoの株式を担保としている）を促し、ベネズエラがこれらの債務支払いを行なう意欲を高めようとする意図があったとみられます（PDVSA及びベネズエラ国債のうち、クーポン及び元本支払い対象となっている債券は同債券のみ）。同債券は10月に一部償還に伴う支払いを控えており、この報道を受けて2ポイント近く上昇しました。

今後の見通し

市場にとっての逆風要因が多く存在するなか、足元では不確実性が最大の懸念材料になっているとみられます。このコメントを書き終えようとしたさなか、トランプ大統領から「関税は素晴らしい！」で始まるツイートがあり、保護貿易主義の戦略が出尽くしたと見る人は永遠の楽観論者のみであるかもしれません。ただし同時に、欧州の経済指標には改善の兆しが見られ、中国でも成長を促すと見られる大幅な緩和策が打ち出されました。中国の緩和策については、実際に効果を発揮するまでに成長関連の指標が大幅に落ち込むことを覆い隠すことになるのでしょうか。その懸念を反映するかのようになり、商品相場は6月に大きく落ち込みましたが、緩和策発表後はやや落ち着きを取り戻しました。為替相場では、中国が人民元安に誘導しているとともに、トランプ米大統領も口先で米ドルを押し下げようと最善を尽くしています。足元で金融市場の主な支援材料となっているのは、先進国及びエマージング（EM）国でともに

底堅いと見られるファンダメンタルズでしょう。EM 市場では、起債も落ち着き、資金流入にも一時的に回復の兆しが見られるなど需給面での改善が見られます。したがって、目先の道のりは引き続き不安定になると予想され、その過程で出現する市場のミスプライスを活用するために機動的な投資スタンスを維持したいと考えています。

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） / 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