

エマージング社債市場アップデート -2018年8月2日-

穏やかな航路 —市場は緩和策や貿易摩擦緩和を好感—

中国の景気刺激策や貿易関連のポジティブ・サプライズを背景に、7月末に掛けてリスク資産は上昇基調となりました。先週は、トランプ米大統領がユンケル欧州委員長と会談し、自動車関税を含む貿易障壁撤廃に向けて努力することで合意しました。この合意が米中貿易摩擦の緩和に直接的につながるとは考えにくいものの、全面的な世界貿易戦争のリスクが低減したことは事実であり、米国側にも譲歩の余地があることを示しました。



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

市場参加者の注目を集めた日銀会合では、フォワード・ガイダンスの新たな導入に加え、10年国債金利の変動幅を上下0.20%まで容認することやETF買入にあたってより柔軟性を持たせることが決定され、金融緩和策が修正されることとなりました。

エマージング個別国市場での出来事

中国：市場では引き続き中国政府が発表した一連の緩和策に注目が集まりました。市中銀行への750億米ドル相当の流動性供給や複数の財政政策がこれらに含まれ、一部はインフラセクターに影響を及ぼすと見られています。また7月31日に開かれた中国共産党政治局会議においても、地方政府や企業の債務削減ペースを緩め、国内景気をてこ入れするために財政政策が果たす役割を拡大することで合意しました。

トルコ：中央銀行が市場予想に反し、政策金利である一週間物レポ金利を17.75%で据え置いたことが嫌気され、トルコ資産は再び苦戦しました。また(2016年のクーデターを手助けしたとの罪に問われた)米国人牧師の収監継続を決定したことからの対米関係の悪化が鮮明となり、投資家心理の悪化に拍車を掛けました。

メキシコ：北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉に関連してライトハイザー米通商代表が、来月くらいにも合意にこぎつけられる可能性があるとの前向きな発言をしました。

パキスタン：下院総選挙において、元クリケットの代表キャプテンであったイムラン・カーン氏が率いる「正義運動」が第一党を獲得し、政権交代が実現しました。これを受け、パキスタンが国際通貨基金(IMF)に対し金融支援を要請するとの観測が高まり、株式及び債券が上昇しました。

ロシア：一部の米上院議員がロシアのエネルギー・金融セクターなどを標的として経済制裁を強化する法案を提出するとの報道があり、ロシア資産にとって下押し圧力となりました。

エマージング社債市場での出来事

トルコの銀行が決算発表シーズンを迎えました。全体として、比較的底堅い経営を行っている民間銀行である**アクバンク**や**ガランティ銀行**が、4-6 月期の金利及び為替の急変動にも関わらず自己資本への影響は限定的（それぞれ-10bps 及び-30bps）となるなど、事前アナリスト予想を上回る内容の四半期決算を発表しました。不良債権やステージ2の融資（不履行となって 30 日を超える融資）、及び引当金は増加し、融資総額も大幅に縮小したものの、収益関連の指標は底堅く、安定的な自己資本比率を維持しました。一方で国営銀行の決算発表はこれらと比較するとやや軟調で、融資残高及び不良債権がともに増加する結果となりました。この傾向は今後も続く可能性があるかとみています。現段階で決算発表を行った銀行の自己資本比率は平均して 100bps から 150bps 程度の影響を受けています。

中国のハイ・イールド債市場は先週も反発基調を維持し、スプレッドは最大 50bps 縮小し、リターンは 2%近くプラスとなりました。市場は引き続き直近発表された緩和策を価格に織り込んでいます。

南アフリカの公益会社である**エスコム**は、2 つの形式での新規発行を発表しました。一つは通常のシニア無担保債で、もう一つは国債の利回り曲線に対して 100-150bps 程度上乗せされたスプレッドで発行されると見られている政府保証債であるとのことです。

今後の見通し

ここ最近の市場の投資テーマとなっているように、依然として市場は今後の航路を不安定にする多くの横風に直面しています。非常に短期的には、夏場で新規発行が落ち込むことや資金流入の兆しが見られることなどが、エマージング市場の支援材料になるとみています。中国での一連の緩和策、とりわけインフラセクターに向けた政策は、実需及び期待感の両方から引き続き商品相場の支援材料になるとみています。また欧州連合（EU）と米国の貿易摩擦懸念の後退も、通商関連のテールリスク削減につながるとみられます。

貿易摩擦懸念は解消したわけではなく、米中間で何か重要な合意に至るまでには、依然として多くのやり取りが発生することは避けられないとみられます。またここ最近での人民元安も、これまでのところ他のリスク資産にそれほどの混乱をもたらすことなく市場に受け止められています。人民元安基調が長期に及べば、懸念材料になる可能性もあります。エマージング市場では、トルコが依然として不安定な状況にあり、金融機関が痛みを実感し始めているなか、政策正常化の兆しが見られていません。またここ最近のブラジル資産は堅調なパフォーマンスとなっていますが、ブラジルでは大統領選という大きなリスクイベントが 10 月初旬に控えています。

このようにグローバルの投資環境に多くの変動要因が存在することは疑う余地のないことですが、エマージング市場はここ最近これらを全般的に上手に乗り越えています。もちろん、振り返ってみれば、奇妙な横転をした船に遭遇する局面もありましたが、短期的には資産クラスとしてのエマージング市場では穏やかな航路を予想しています。8 月を迎えるにあたり、機動的な運用を心掛けることに変わりはありませんが、短期的には需給面が支援材料となりエマージング資産がさらに上昇する可能性もあると期待しています。

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