

## エマージング社債市場アップデート -2018年9月6日-

### アルゼンチンの痛み—短期的には各国のイベントを注視—

先進国株式は今週に入ってからの上昇基調を維持しており、堅調な企業業績や北米自由貿易協定（NAFTA）再交渉での合意に向けた期待感などから S&P500 種指数は再び最高値を更新しています。先進国市場のパフォーマンスを見ていると、全てが穏やかな状況であると思いつがちですが、もし米国投資家がはるか南の中南米諸国に目を向けたのであれば、状況は大きく異なることがわかるでしょう。



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

**アルゼンチン**：マクリ大統領が国際通貨基金（IMF）に融資枠実行のペースを速めるよう要請する意図があると発言したこと、市場の関心の的となりました。この発言に関する詳細が明らかにならないまま不透明感からアルゼンチン・ペソは急落し、先週一週間で米ドルに対して30%近く下落し、アルゼンチンの米ドル建て債券の利回り曲線は反転しました。アルゼンチンの双子の赤字や巨額の外貨建て債務残高を踏まえれば、今の市場環境でコミュニケーション・ミスをしている余裕はなく、中央銀行は通貨下落を食い止めるため 1,500bps の利上げを余儀なくされ、政策金利は 60%に達しました。アルゼンチン政府は、提案した新たな財政目標が IMF の融資パッケージを前倒しで実行するために十分であることを祈ることとなります。

**トルコ**：トルコ資産は引き続き苦境に立たされました。週末に掛けてはトルコ当局が米ドル建ての預金に課される税金を引き上げることで実質的にリラ建ての預金を促すなか、通貨が落ち着きを見せました。市場参加者は 9 月 13 日に予定されている金融政策決定会合において、トルコ中央銀行がここ最近のインフレ急騰を受けて 200bps 以上の利上げを行うことを期待しています。

**南アフリカ**：市場がアルゼンチンとトルコに続く下落の候補者を探したそうとしたことが、南アフリカ資産への下押し圧力となりました。双子の赤字や経済成長の鈍化を背景に、対外環境が改善するまでは、南アフリカ資産にとって苦しい環境が続く可能性があります。

**エクアドル**：レポ取引及び複数のローン取引を組み合わせ、総額 10 億米ドルの資金調達を行いました。

**中国**：今週末にも米国が 2,000 億米ドル相当の中国製品に対する高関税を発動するとみられているなど、米国の通商政策の方向性は不確かな状況が続いています。中国側では、7 月及び 8 月に、1-6 月期の発行額を上回る地方債の発行が行われるなど、継続的に経済刺激策が導入されています。

## エマージング社債市場での出来事

ブラジルでは、Paper Excellence が投資会社である CA Investment とともに提案していた同業他社エルドラドの部門買収計画が頓挫しました。大統領選に関連した不透明感がリスク心理に影響することから、ブラジルでの M&A（合併・買収）活動は波乱含みの展開となる可能性があるとみています。

同じくブラジルの紙・パルプセクターにおいて、スザノが同業のフィブリアとの合併に向け、10 億米ドルの新規発行を行うことで資金調達を行うとみられています。エマージング市場における変動制の高まりにも関わらず、これらの企業の質の高さや輸出を重視している点は、クロスオーバー投資家からの一定の需要を集める要因になるとみています。

ジャマイカの通信会社であるデジセルは、持ち株会社の債務を 2 年後倒しで償還させるための交換オファーを提示しました。提示された条件は債権者にとってプラスのインセンティブとなるものではなく、実際に同社は複数の債権者の弁済順位を下げ、コベナンツを取り外しました。大手格付け機関はこれをディストレストな交換オファーであるとし、相次いで同社の格下げを行いました。

カナダの採掘会社クリスタレックスが、ベネズエラ石油公社（PDVSA）の米子会社シトゴの株式を没収するための令状を取得したとの報道を受け、PDVSA 資産は引き続き苦戦しました。2020 年償還の担保付 PDVSA 債の保有者や他の債権者は株式の没収に異議を申立て、米裁判所の判決を待っている状態です。

## 今後の見通し

8 月はエマージング市場の投資家にとって苦しい一ヶ月となり、9 月に入ってからもアルゼンチンにトルコを筆頭に個別国の話題が豊富で、変動性が激しい状態が続くことが予想されます。ブラジルの大統領選も不確実要素であるほか、米中貿易摩擦の激化が予想されることも相まって、目先のエマージング市場では困難な投資環境が予想されます。ただし、年初来での現地通貨建て市場の大幅な下落は、多くの国で変動相場制が採用されているなか、経済調整のプロセスを促進する可能性があるという強みの一つを浮き彫りにします。過去のエマージング危機時と比較して、GDP 対比で見たエマージング市場全体の対外依存度はそれほど懸念すべき水準ではなく、主要エマージング国 の債務不履行（デフォルト）リスクが低位に留まっていることを示唆しています。

さらに、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融引き締め路線はエマージング市場にとって逆風要因ではあるものの、中国の重要性が日増しに大きくなっていることは特筆すべきでしょう。ここ最近で地方債の発行が増えていることは、財政刺激策が効果をもたらし始めていることを示唆しているとみられます。原油をはじめとする商品相場が概ね落ち着いていることも、引き続きエマージング市場の支援材料になるとみています。

したがって、短期的には慎重な姿勢を維持する必要があるとみており、目先ではトルコ中央銀行の金融政策決定会合やアルゼンチンは融資パッケージの前倒しでの実行に向けて IMF と合意に至ることができるかどうかなどに注目していきます。また、ここ最近の変動を受け、エマージング市場におけるミスプライスも存在しているとみて注視していきます。短期的には、資産価格の急激な変動を投資機会として捉えられるよう準備したポジションを取っていく方針です。

## 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になりますが、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下さい。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