

## エマージング社債市場アップデート -2018年10月4日-

### ブラジル；分岐点が迫る

エマージング現地通貨建て債にとっては先週も穏やかな一週間となり、米連邦準備理事会（FRB）による金融引き締めや米中間の貿易摩擦といった逆風要因のなかでも、プラス・リターンを積み上げていきました。原油価格も上昇を続けてブレント原油は一週間で4%の上昇となり、一バレル80米ドル台後半となりました。これによって国別のリターンの差は拡大し、原油輸出国は非常に堅調に推移しました。一方で、先進国市場ではイタリア・リスクが再び浮上し、来年の財政赤字（対GDP比）について2.4%を目標とすることを発表したことで、EUとの衝突姿勢をみせ、その他の欧州周辺国債市場を巻き込んだ混乱がみられました。米国では、FRBの利上げが予定通りの道筋を辿るなかで、今年残り一回の利上げが予想され、ドット・チャートでは来年三回、2020年は一回の最終利上げ実施という道筋が示されました。



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

**アルゼンチン：**IMFと新規かつ好条件での支援合意に至り、融資枠は71億米ドル増額されるとともに、資金も早期に引き出し可能であることが発表されました。カプト中銀総裁は辞任したものの、新プログラムのなかで、34~44アルゼンチン・ペソ（対米ドル）のレンジ内では為替介入を実施しないという新たな為替の枠組と、確実にインフレ抑制を図ることができるようにマネタリー・ベースの安定を維持することにコミットしました。このプログラムは市場に好意的に受け止められ、米ドル建て債のイールドカーブはブル・スティープ化しました。しかし、アルゼンチン・ペソは予想通り売られ、レンジの下限を試す水準となりましたが、残念ながらこれは誰も想定した動きでした。

**ブラジル：**10月7日に大統領選挙が控えており、現時点では決戦投票には右派のボルソナロ氏と左派のアダジ氏が進むとみられています。決選投票結果を予想することが難しいほど両者は拮抗しており、両候補ともに不支持率が40%近いことから、ここ数年グローバルにみられる二極化した選挙になることが予想されます。ブラジル資産はアダジ氏勝利よりもボルソナロ氏勝利を織り込んだ水準になっており、最近の反発を考えると、ポジションが混み合っていないことでスプレッドの拡大があっても、それ程ではないかもしれませんが、方向としては縮小に傾いていると思われます。

**中国：**米国との貿易問題が続くなかで、人民元は下落しました。米国による関税の影響を和らげるために中国当局は景気刺激策を増やしていることを反映し、人民元は徐々に下落していくことが予想されます。

**中東：**サウジアラビア、カタール、アラブ首長国、バーレーン、クウェートが2019年からJPモルガンのエマージング債インデックスに組み入れられることになりました。これによって中東諸国のスプレッドは縮小することが予想され、原油価格の上昇もさらに拍車をかけることになるかもしれません。

## エマージング社債市場での出来事

トルコの**アクバンク**はシンジケート・ローンの借り換えを行うことが出来、繰越率は 100%超となったことから、差し当たっては市場の懸念は後退しました。投資家心理の改善を受けて、トルコ資産、特にトルコ・リラがその恩恵を受けました。

インドでインフラ関連事業を手がける **IL&FS** は、債務再編計画を株主が承認したことから、引き続き投機的な投資の対象となりました。債務再編計画の主軸となったのは、資産売却、株式による資本増強と短期負債の増加でしたが、政府が経営権を握ることになるという強いサインもみられました。この不透明感の中で、その他のインフラ関連事業会社は圧力下に置かれました。

ブラジルの鉄鉱石加工会社である**サマルコ・ミネラサオ**は、事業再開に必須となる新たな尾鉱施設の建設許可が合意に至ったことで、債券価格が上昇しました。

## 今後の見通し

10 月はボラティリティの高い一ヶ月になることが予想されます。貿易戦争及び米国のインフレ上昇といった、これまでどおりの懸念が存続するとともに、短期的にはイタリアとブラジルというリスク要因がみられます。両国ともに、現時点で財政問題を解決することには後ろ向きであるとみられ、さらに投資家を試しているようです。イタリアについては、市場が分別をわきまえた財政政策に追い込めるのかどうかは注視が必要ですが、300bps に迫るスプレッド水準を考えると、スプレッドはどちらの方向にも進む可能性を持っているとみています。ブラジルでは、今週末に大統領選挙第一回目投票の結果がでることになりますが、決選投票にはボルソナロ氏とアダジ氏が進むと予想しています。この結果となった場合、世論調査に基づけば決選投票は僅差の争いとなることが想定され、アダジ氏はブラジルの左派回帰を謳っています。財政改革が実施されなかった場合、GDP に対する債務比率は 100%近くになる一方で、実施された場合は 80% 近くまで低下することが予想されることから、ブラジルにとっては相反する結果をもたらすことになるでしょう。

当資産クラスにとっての下支えは需給面主導のものとなっており、エマージング株式市場を含む多くのエマージング資産への資金は、流入へと反転しました。エマージング株式市場は米国株式市場と比較した価格水準の差に目が向けられた結果であると考えられます。FRB が利上げを進めるなかで、相対的に割安な価格水準だけでエマージング資産の継続的に良好なパフォーマンスが保たれるかは分からず、グローバルに包括的な投資テーマはないという考えを選好しています。FRB が漸進的なアプローチを進める限りは、差別化がゲームを決めることになると考えており、エマージング市場は、良いものと悪いものを見極める力を持つ投資家にとっては潤沢な投資機会をもたらし続けると考えています。

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となります。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーシング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング債絶対リターン戦略：年率 1.00%（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