

エマージング社債市場アップデート -2018年10月18日-

FRBは“正気を失い”、BRATsは行儀よく振舞う

先週は、トランプ米大統領が米連邦準備制度理事会（FRB）の避けられない金融政策正常化について「正気を失っている」などと公に批判するなか、米国株式市場が今年2月以来の大幅下落を記録しました。今年は米経済が突出して堅調なパフォーマンスを見せており、投資家が米国株式のオーバーウェイトを積み増す中で価格評価が長きに亘って高まっていたことも、株価の下落を助長する結果となりました。一方、インドネシアのバリ島で行なわれた会合で、国際通貨基金（IMF）が貿易戦争やエマージング（EM）市場の変動性の高まりを理由にグローバル経済の成長見通しを引き下げたことも、投資家心理の悪化にやや拍車を掛けました。ただし実際EM市場は比較的底堅い動きとなり、株価は2%近く下落したものの、現地通貨建て債券は小幅ながら上昇しました。また米ドル安となるなかで、EM通貨も上昇し、外貨建て市場の下支えとなりました。



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：週を通して市場の観測が高まるなか、トルコ政府は軟禁されていた米国人牧師ブランソン氏を釈放し、中間選挙を控えるトランプ政権にとって勝利を意味する結末となりました。一方、トランプ氏がトルコと「良好な、もしかしたら最高な」関係を築くことが出来ると発言したことから、今回の結果はトルコ側にとっても勝利であったかかもしれません。両国間のムードは大きく改善し、次なる課題はトルコ国有銀行ハルクバンクに対する制裁金を巡る問題へと移りました。

サウジアラビア：トルコ・イスタンブールのサウジアラビア総領事館で、米ワシントン・ポストの記事を執筆していたサウジ記者が明らかに殺害されたとされる事件に関与しているとの見方から、市場の注目の的となりました。国際的な非難の対象となる事件でありながらも、サウジアラビアが米国の中東政策における要であるから、米国が同国に対して重大な行動を起こす可能性は低いとみられます。この報道を受けてサウジアラビアの債券のスプレッドは30bps近く拡大したものの、その後拡大幅の全てを取り戻しました。

中国：株式市場が下落基調を続け、株価が4年ぶり安値となりました。一方で中国は、海外投資家向けに30億米ドル相当の起債を行ないました。準ソブリン債のより効果的な値付けを狙って、国債の利回り曲線を構築する計画の一環であるとみられています。

南アフリカ：ラマポーザ大統領が、辞任したネネ財務相の後任として、ムボウェニ氏を指名したことを受けて、南アフリカ・ランドは上昇しました。南アフリカ資産は過去数ヶ月間に亘って他の国を下回るパフォーマンスとなっていたことから、今回の報道はとりわけ南ア現地資産に対する投資家心理の改善を促しました。

ブラジル：先日行なわれた大統領選の第一回投票で、ジャイル・ボルソナロ氏が勝利したものの、過半数を得票するには至りませんでした。ただし決選投票では同氏の勝利が予想されており、

財政改革の進展に対する投資家の期待が高まっています。ブラジルの現地通貨建て資産は先週、最も堅調なパフォーマンスとなり、現地金利は 50bps 程度低下したほか、ブラジル・リアルも良好なリターンとなりました。

エマージング社債市場での出来事

ブラジルの大統領選の決選投票でボルソナロ氏が勝利するとの観測が広がるなか、ブラジル社債はここ最近の堅調なパフォーマンスを維持しました。ほぼ全てのセクターが上昇し、準ソブリン債のブラジル銀行やペトロブラスは特に投資家の強い需要を集めました。

ベネズエラ石油公社 (PDVSA) に対する米国の仲裁裁定は、12 月 20 日の法廷審問まで先延ばしされました。仲裁裁定の行方は、とりわけ PDVSA の米精錬子会社である Citgo を担保とし、分割償還の支払いが 10 月末に控える 2020 年満期の債券にとって重要な意味を持ちます。法廷審問の延期によって PDVSA が支払いを行なうインセンティブが拡大したため、同債券の価格はこの報道後に 80 半ばから 90 台へと上昇しました。結果として投資家は、ベネズエラの債券支払いについて、年末までまたしても息を止めて待つこととなりました。

インドでは、政府が石油の川下企業への補助金政策を撤廃するなか、インドの石油関連企業のパフォーマンスは苦しい状況が続きました。インド政府の今回の動きは、2019 年初めに控えた選挙への一連の動きの一端である可能性があります。

今後の見通し

直近の市場ボラティリティの高まりは、今年 2 月に米国株式市場の調整がリスク市場全般の下落をもたらした出来事を投資家に思い起こさせる展開であったといえるでしょう。今回は、タカ派寄りの FRB や金利上昇、グローバルの経済成長に対する懸念の高まりなどが下落をもたらし、トレンド・フォロー型の投資ファンドの動きが再び下落に拍車を掛ける展開となりました。

このような市場展開を踏まえ、目先先進国及びエマージング国の両方で控えている 7-9 月期決算発表シーズンはとりわけ重要な意味合いを持つと予想しています。市場安定を根底から支える支援材料となるか、それともサイクルは終焉に近づき、株価が割高であるとの直近の投資家の警戒感を認める内容となるのか、注目する必要があるでしょう。その意味で、市場予想を下回る内容となった最新の米 CPI の内容は、FRB がより積極的な利上げサイクルを押し進める可能性が低下したという意味で安心感を誘う材料であったと言えるかもしれませんが、グローバル経済の成長見通しの加速も株式市場に大きな効果をもたらすでしょう。

EM 市場にとって、米国市場の直近の下落は米ドル高や米金利上昇基調に一服感をもたらしたという意味で、実際に安心感をもたらしたと言えます。また EM 個別国における話題も幾らか支援材料となっており、ここ最近の問題児「BRATs (ブラジル、ロシア、アルゼンチン、トルコ)」においていずれも良好な兆しが見られ、年初からの苦しい状況を経てようやく投資家の関心を取り戻し始めています。

EM 市場が底打ちしたと結論付けるには時期尚早であるものの、大きく拡大した EM 資産とその他市場の資産との価格評価差や、投資家のポジションが手薄くなっていることを考慮すると、EM 市場は一部の投資家が想定しているよりも底堅いと言えるかもしれません。

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。

エマーゼンソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーゼン社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーゼン総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーゼン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