

## エマージング社債市場アップデート -2018年10月25日-

### ボルソ待ち

先週は、直近の米連邦公開市場委員会（FOMC）会合（9月25-26日開催）議事録の内容がややタカ派寄りを受け止められるなか、公表直後に金利が急上昇し、株式市場がグローバルに苦戦しました。株価急落の背景としては、中国経済の成長見通しに関する懸念や米企業収益が7-9月期に頭打ちするとの警戒感などが挙げりましたが、とりわけ、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げに伴い米実質金利が上昇し、全てのリスク資産がその影響を価格に再度織り込み始めたとの説明がもつとらしいと考えています。エマージング市場では、株価が下落する一方で、債券市場は持ちこたえ、強弱入り混じるパフォーマンスとなりました。現地通貨建て債はプラス・リターンとなり、外貨建て債のスプレッドは先進国市場を上回る縮小幅となりました。また、投資家のロング・ポジションが集中しているなか最近弱含んでいる原油市場には注視する必要があるとみています。



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

**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の事件が国際的な非難を浴び、トルコ当局が事件の詳細を明らかにするよう求めるなど、引き続き市場の注目の的となりました。サウジ側は、一部の工作人員による身勝手な行動であると主張しましたが、国際的な圧力は高まっており、米国は中東における主要な同盟国（及び非常に有益なビジネス・パートナー）であるサウジに何らかの制裁を加える必要性に迫られる可能性があります。一方で、今回の事件によって、トルコは米国及びサウジアラビアとの関係でこれまでより優位な立場に立ったと言えそうです。

**トルコ：**上記に加え、先週は軟禁されていた米国人牧師ブランソン氏が釈放されたことにより米国の制裁が緩和されるとの期待感が高まるとともに、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に関しても良好な結果がもたらされるとの観測が高まるなか、トルコ資産は上昇基調となりました。トルコは良好な市場環境を利用して、20億米ドルの5年債を発行し、概ね順調に消化されました。

**中国：**トランプ米大統領が引き続き中国製品へのさらなる関税の可能性をちらつかせ、米財務相は中国の為替操作国認定を見送ったものの、人民元相場を注視していることを強調するなか、米国と中国との関係が改善する兆しは見られませんでした。投資家の中国経済に対する懸念も相まって、中国株式市場は下落基調を続け、株価は2014年以來の安値をつけました。

**ブラジル：**今週末に予定されている大統領選の決選投票を前にした世論調査の支持率で、ジャイル・ボルソナロ氏（通称：ボルソ）が引き続きリードを保っており、安定的な得票差で勝利するとみられています。ゴールドフィン中央銀行総裁が年末までに辞任するとの報道がありながらも、ブラジル株式市場及び通貨レアルは先週も上昇を続けました。市場では、ゴールドフィン氏が辞任したとしても、ボルソナロ氏の経済顧問であるパウロ・ゲデス氏が

市場友好的な総裁指名を行なうであろうとの見方が強いようです。今週末の結果が、「噂を買って、真実を売る」例になるかどうかは注目すべきですが、ブラジル資産が年末に掛けて上昇基調を維持する可能性はあるのかもしれませんが。

**ウクライナ：**国際通貨基金（IMF）との間で、新たな 14 カ月、38 億米ドル相当のスタンドバイ取り決め（SBA）を結ぶ方向で合意に達しました。IMF 首脳陣はウクライナの 2019 年予算が全て承認されれば合意とみなすとしています。ウクライナはここに至るまでに、IMF からのもう一つの前提条件であったガソリン価格の引き上げを承認しています。今後の日程としては、11 月に予算が議会で承認され、IMF からの融資実行は 2019 年初め頃となる可能性が高いとみられます。その間、ウクライナは 10 年の米ドル建て債発行に向けた投資家向けのロードショーを行なうことを発表しています。同起債によって得られた資金は、2019 年償還の既存債券の買入償却に用いられ、ウクライナの流動性状況の改善につながるとみられます。

## エマージング社債市場での出来事

**メキシコ石油公社（ペメックス）**が先週、今週末に控えた新空港建設の是非を巡る住民投票を前に起債を行なったことから、メキシコ資産が苦戦しました。現段階での空港建設資金を賄うために 60 億米ドル相当の起債が行なわれたことを踏まえれば、住民投票自体が、新大統領に選出されたロペスオブラドル氏の政策がいかに投資家に「非友好的」になり得るかということも投資家に再認識させるイベントであると言えるでしょう。

米化学大手ライオンデルバセルは、ブラジル大統領選の決選投票終了後に、**オデブレヒト**が保有するブラスケムの株式 38.3%の持分を巡り金額を提示するとみられています。

**ベネズエラ石油公社（PDVSA）**は、2020 年満期の債券の分割償還の支払いが今週末に控えるなか、引き続き投機的な注目の的となりました。支払いが期日までに行なわれれば、週明けの 29 日に同債券の投資家の口座に着金するとみられています。支払いが行なわれることは、すなわち同債券が完全に担保されている状態に近いことを意味することになり、債券価格の大幅な上昇につながる可能性がある一方で、支払いが行なわれなかった場合には急落の可能性があります。投資家にとっては再び、PDVSA からの入金があったかどうかを月曜の早朝からオペレーション部門に問い合わせる状況が訪れることになるでしょう。

ブラジルの鉱山会社**ヴァーレ**は、合弁会社である**サマルコ・ミネラサオ**が 2020 年初めにも操業を再開することを発表し、サマルコの債券は年限を問わず上昇しました。サマルコの債権者が、近い将来債務再建を巡る交渉を開始することができるとの観測が高まっています。

インドネシアの大手財閥**リッポー・グループ**は、大規模開発計画「メイカルタ」を巡る汚職疑惑の捜査対象となり、既にディストレスト債水準で取引されていた同グループの不動産部門の債券価格が数ポイント下落する展開となりました。

## 今後の見通し

米実質金利の上昇は、徐々にリスク市場に影響をもたらすはじめ、直近の先進国株価の下落はその典型例であったと捉えています。エマージング投資家にとって、直近のボラティリティの高まりは年初から経験してきたことであると言えるでしょう。実際にエマージング市場は、2018 年のほぼ全ての市場下落を潜り抜けてきました。したがって、エマージング資産は他の

多くの資産クラスと比較して割安となっており、その意味で、直近のボラティリティ上昇局面においてエマージング資産のパフォーマンスが先進国資産を上回ったことにそれほどの驚きはないと言えるかもしれません。

このような状況下において、中国経済の成長見通し鈍化が、ここ最近のグローバル経済の成長に関連した懸念の少なくとも一因になっているという点において、中国というエマージングの大国に対する投資家の注目度は一層増してきていると言えそうです。そしてこのことは、7-9月期の決算発表シーズンにより重要な意味を持たせており、とりわけ中国の成長見通しとも関連する通期での企業業績見通しに投資家の注目が集まるとみています。今週に入って、米キャタピラーは2019年の中国経済の見通しにどちらかと言えば前向きな見方を示しましたが、これまでに既に決算発表を終えた他の多くの企業は、全般的に中国市場の弱含みに言及するなどやや異なる見方を示しています。

年末に掛けてのエマージング市場を見渡すと、世論調査が示す通り、今週末にボルソが圧倒的勝利を収めたとの仮定のもとで、主要なエマージング特有のリスク・イベントは既に終わっています。年初来でのエマージング資産の下落を踏まえると、この事実は重要な意味を持ちますが、米中間選挙やイタリア国債市場の動きなど先進国市場におけるリスク要因を踏まえると、ボラティリティは高止まりする可能性があるかとみています。このような状況は、年初来でパフォーマンスに苦戦し、手元資金を多めに保有している投資家にとって興味深い難問を提示すると言えるでしょう。仮にマクロ情勢が落ち着き、年末に掛けてエマージング資産が押し上げられた場合、投資家はキャッシュを投資に回し、上昇を追いかけたい衝動に駆られることになるでしょう。ただし短期的には、オペレーション部門への電話回線を入念にチェックしておくことが先決でしょう。

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