

## エマージング社債市場アップデート -2018年11月1日-

### アニマル・スピリット

先週も、市場のボラティリティは高止まりし、米決算発表において少しでも軟調な兆しが見られれば株価が急落するという状況が続き、グローバル株式市場にとって苦しい投資環境が続きました。欧州では発表された複数の経済指標が市場予想を下回ったほか、イタリアによる反発的な発言も相まって、欧州株式市場にとっても一息つく暇がありませんでした。一方で、貿易摩擦の継続やグローバルな株価変動性の高まりを背景に、中国の経済成長に対する投資家の懸念が足元で再燃しているとみられます。



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

中国がグローバル経済成長を図る上で非常に重要な指標となることから、同国に対する国際的な注目は今後も高まるとみられますが、直近の米株式市場下落の根本的な原因ではないとみています。むしろ、米連邦準備制度理事会(FRB)の発言がややタカ派寄りを受け止められていることや、投資家のポジション集中、さらに(これまでのところ7-9月期決算内容は概ね堅調ですが)米企業の収益がピークアウトしたとの懸念が主因としてもっともらしいと言えるでしょう。

ここ最近の原油価格の下落も、米国における実質金利の上昇が徐々に投資家のポジションが集中している資産の重石となってきている兆しと捉えることが出来るかもしれません。またこのような状況が、株式投資家が警戒するグローバル経済の鈍化というシナリオにつながっているとみられます。

### エマージング個別国市場での出来事

**ブラジル**：前週末に投開票が行われた大統領選において、極右候補であったジャイル・ボルソナロ氏が勝利宣言をし、ブラジルで右派政権が誕生することとなりました。投資家は、元軍人であるボルソナロ氏が、長きに亘って待たれたブラジルの年金改革を実施することで、同国の財政健全化へとつながることに期待を寄せています。今回の選挙結果が海外及び国内投資家の活気を呼び戻す格好となり、ブラジル資産のパフォーマンスは全般的に堅調となっています。少なくとも、議会が再開される来年2月までの間は、ボルソナロ氏は「疑わしきは罰せず」の恩恵を受けることが出来るかもしれません。

**南アフリカ**：先週発表された政府の中期財政政策声明において、財政赤字の拡大予想が発表されました。財政赤字は2021年にGDP比4.2%に拡大し、政府債務比率も2025年まで上昇を続けるとの見方を示しました。大手格付け機関Moody'sはこの発表を同国の信用力にネガティブであると受け止めるとしましたが、格付けに関して特段新たな行動は取りませんでした。

**中国**：人民元の下落基調が続き、1米ドル=7.0元という重要な節目に徐々に近づいています。中国政府が先週、多くの機関に株式買い入れを始めるよう指示を出したとの声明とともに苦戦が

続く株式市場を下支えする姿勢を見せるなか、人民元は年初来安値を付けました。自国の株式相場を押し上げるためには必ずしも理想的な策とは言えませんが、中国政府の行動に反した賭けをする投資家は非常に勇敢であると言えるでしょう。

**トルコ：**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に関し、エルドアン大統領がサウジ側に詳細を明らかにするよう要請する中でも、トルコ資産は引き続き堅調なパフォーマンスを続けました。広範な市場のボラティリティが高まっている中でもトルコ資産が底堅く推移していることを踏まえると、トルコにおける投資家のポジションはアンダーウェイトであったとみられます。

**ウクライナ：**5年債及び10年債を新規発行したことで債券市場に復活しました。これらの新発債はいずれも概ね順調に消化され、当初0.5ポイント近く上昇して取引されていましたが、その後市場の混乱によって一部投資家が債券を手放し始めたことからやや苦戦しました。ただしいずれも10%近くの利回りを提供していることから、これらの債券は年末に掛けて安定的に推移するとみえます。

**アルゼンチン：**国際通貨基金（IMF）理事会は先週金曜日、アルゼンチンに対する融資枠を正式に承認しました。今年夏のボラティリティ上昇局面を経て、同国が着実に市場安定化及び回復への道を歩んでいることが確認されました。

## エマージング社債市場での出来事

メキシコシティにおいて既に建設中の新空港建設の是非を巡る簡易な「住民投票」を前に、メキシコ資産は全般的に軟調となりました。過半数が計画撤回を支持したということが判明し、ロペスオブラドール（AMLO）次期大統領が建設中止を表明しました。新空港建設のための資金源として、既に60億米ドル近くの債券が発行されており、これらの債券の支払いは新空港利用者からの売上によって賄われることとなっているため、今回の報道は、海外投資家に対するAMLO氏の姿勢に明らかに疑念を生じさせるものでした。多くがAMLO氏の今回の行動を不必要な挑発行為であったと捉えており、メキシコ石油公社（ペメックス）による巨額の起債を踏まえれば、悲惨な影響をもたらす可能性があるでしょう。投資家がAMLO氏のペメックスに対する政策に疑念を抱き始めれば、市場の混乱は避けられないとみられます。

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を無事に行いました。通常、企業が債務支払いを行うことはこれほど報道で取り上げられませんが、ここ最近の支払いの滞りを踏まえるとベネズエラの債券投資家にとって切実な話題です。同社の2020年満期債券は、同社資本構造の中でも唯一支払が行われている債券ですが、これには、仮に同債券の支払いが滞れば、最も価値のある保有資産とされている米精製子会社シトゴを失う可能性があるという背景があります。今回の支払いは、これらの債券が過大に担保されているということを意味しており、超過担保である状態はよりPDVSAが債務支払いを行うインセンティブになるとみられます。ただし、ベネズエラ国内の石油産業に対する投資が減少していることに伴い、産油が落ち込んでいることを踏まえれば、支払い能力についての疑問は依然として残っています。

トルコの銀行が7-9月期決算の発表を始め、今年に入ってからトルコ金融市場の下落を背景に投資家の注目を集めています。現段階で発表を終えた民間銀行では、不良債権が1%近く増加しているものの、流動性は健全で、融資額も縮小して自己資本比率を支えているなどいずれも概ね底堅い内容となっています。不良債権が増加していく状況は避けられないとみられるものの、トルコ市場が足元で安定の兆しを見せているのと同時に、これらの金融機関の決算内容が想定よりも底堅かったことは、投資家に一定の安心感をもたらしました。

## 今後の見通し

米国株式市場がついに高値から下落し、調整局面を味わっているなか、市場が直面する多くの逆風要因に触れ、ネガティブな結論に導くことは容易にできると言えるでしょう。イタリアの政治情勢や中国経済の成長鈍化、貿易摩擦のさらなる深刻化や実質金利の上昇に関連した懸念は、全て投資家の慎重な姿勢の背景にあるとみています。ただしすでに年末が間近に控えるなか、多くの投資家のパフォーマンスは標準以下であるとともに、投資家は手持ち資金を多く抱えていることから、年末に掛けて株式市場が徐々に回復し、他の広範なリスク資産もこれに続く可能性があるかとみています。結局のところ米企業の決算内容は概ね堅固で、欧州及び中国における経済活動は足元で減速しているものの、欧州では一時的な傾向であるとともに、中国では的を絞った刺激策が成長の安定をもたらすとの明るい見方も存在します。

エマージング市場では、ブラジルの大統領選が終わったことでまた一つ今年のハードルをクリアしたことになります。メキシコの AML0 が再びエマージング資産のボラティリティ上昇をもたらす可能性があります。メキシコのバランスシートが足元で健全であることなどから、今後数日間でメキシコ市場は落ち着きを取り戻すとみています。11 月末の主要 20 カ国・地域 (G20) に合わせたトランプ米大統領と中国の習近平氏との首脳会談が、貿易戦争の休戦につながるの期待感も存在します。その点ではそれほど大きな期待を抱いていないものの、米中間選挙が年末に掛けてのエマージング資産のパフォーマンス改善のきっかけになる可能性があるかとみています。割安感や良好な需給面、依然として堅調なファンダメンタルズなどの要因が、年末に掛けてリスクを追求するにあたり十分であるか、もしくはマクロ経済面での弱含みが投資家のアニマル・スピリットを抑え続けるのか、投資家は判断を迫られることになるでしょう。

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） / エマーシング債アンコンストレインド戦略：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