

エマージング社債市場アップデート -2018年11月22日-

感謝祭を前に「釈放される」エマージング現地市場

先週の市場では、広範なリスク資産が弱含むなか、エマージング（EM）現地通貨建て資産がほぼ唯一の例外となり、最も堅調なパフォーマンスとなりました。また米国及び欧州株式市場が苦戦するなか、EM 株式も比較的底堅く推移するなど対照的な動きを見せました。広範なリスク資産弱含みの主因となったのは、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ見通しを市場が織り込み直し始めたことであるとみられ、実際に米短期金利市場では、0.5 回分以上の利上げ見通しが排除されました。



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

また原油相場が先週も WTI 先物価格で見て 5%近く下落し、ここ一か月での下落幅が 18%に達したことも、グローバル経済の成長やインフレ見通しに対する投資家の懸念材料となり、金利が低下しやすい環境をもたらしたとみられます。特筆すべき点として、ブレント原油は WTI を大幅に上回る価格で取引されていることが挙げられます。EM 債券市場にとってはブレント原油がより関連性の高い指標とされていることも、先週の先進国市場と比較した EM クレジット債市場の堅調なパフォーマンスの一因であったと言えるかもしれません。

エマージング個別国市場での出来事

中国：月末に予定されているアルゼンチンでの主要 20 カ国・地域（G20）首脳会議の場での、トランプ米大統領と習近平国家主席による首脳会談に対する期待感の高まりを背景に、中国株式市場は堅調なパフォーマンスとなりました。ただし米国のペンス副大統領は、敵対関係が今後も続くことを示唆したほか、早期に両国間の問題が解決する可能性は低いと言及しました。

メキシコ：インフレ見通しの悪化を背景に、中央銀行が利上げを決定しました。ロペスオブラドール（AMLO）次期大統領による、直近の新空港建設中止の判断がインフレ見通しの悪化に少なくとも一部影響しているとみられています。インフラ計画や社会保障など広範な事柄に関して国民投票が予定されていることから、今後数週間でメキシコ資産のボラティリティは高止まりし、リスク・プレミアムは上昇基調となる可能性があるかとみています。

ブラジル：ブラジル中央銀行総裁にカンポス氏が指名され、ボルソナロ次期大統領による更なる市場友好的な指名として市場に好感され、ブラジル資産は堅調に推移しました。

インド：原油価格の下落が、インドの現地市場に対する投資家心理の反転につながり、インド・ルピーは突出して堅調なパフォーマンスとなりました。

ロシア：米国で、新たな対ロシア制裁に関連した法案の年内承認が難しくなったとの報道を受け、ロシア資産は反発基調となりました。

トルコ：9 月の経常収支は黒字となり、今年の通貨急落を背景に對外収支の調整が急速に進んでいることを示す新たな例となりました。

エマージング社債市場での出来事

ペトロブラス（ブラジル石油公社）の新 CEO として、ブラジル人エコノミストであるカステッロ・ブランコ氏が就任することが発表されました。市場では同報道を、次期政権による市場友好的な指名であるとして受け止められました。

ブラジルの通信会社であるオイとの合併を模索していたテレコム・イタリアの CEO が解任されました。同 CEO は合併の推進派であったとみられています。

中国の中原銀行（ゾンユアン・バンク）が総額 14 億米ドル相当の追加的 Tier1 債（AT1 債）を発行しました。発行時の利回りは 5.6%でしたが、発行同日の取引で価格は 15 ポイントも下落する展開となりました。債券の購入者のほとんどは現地口座であったと見られ、明らかに誤った価格での発行であったとみられますが、アジア市場においては「買い手責任負担」が適切なキャッチフレーズであるということを経済家に思い起こさせる興味深い出来事であったと考えています。

今後の見通し

感謝祭の祝日が近づくにつれ、ほぼ全てのリスク市場において、流動性の減少が過度な価格変動やボラティリティの急上昇につながる傾向がみられています。しかしながら、伝統的な資産間の相関が崩れているなか、これらの動きから何らかの兆候を読み取ることは非常に困難な状況となっています。

ただし次第に明確となり始めているのは、量的緩和（QE）後の世界は、高ボラティリティによって特徴づけられるものであり、FRB の利上げの遅延効果と相まって、確信度に乏しい、短期的な投資期間と不安定な価格動向がもたらされるとみえています。

米国及び欧州の社債市場は、最も直近のボラティリティ上昇の犠牲となっており、フォルクスワーゲンやゼネラル・モーターズなどの大手企業のスプレッドが足元で急拡大しています。社債市場の変調が何らかの警告であるかどうかは議論の余地があるとみられますが、年末に掛けての投資家のリスク許容度を削ぐ要因となることは確かでしょう。

ここ最近の株式市場及び原油相場の下落は、明らかにグローバル経済の成長見通しに対する投資家の懸念を反映したものであるとみられますが、FRB の利上げ見通しの再評価という副作用をもたらしているとも言えます。FRB のトーンにもわずかな変化が見られるなか、仮にリスク資産の下落によって、FRB の利上げサイクルの一時休止がみられると投資家が考えた場合、直近のボラティリティの高まりには明るい側面もあると言えるかもしれません。

その点では、FRB の金融引き締めを背景に、年初来でパフォーマンスに非常に苦しんでいた EM 現地市場がここ最近で目立って他の資産をアウトパフォームしていることは特筆すべきでしょう。

市場のコンセンサスと見られるポジションがグローバルに苦戦を強いられるなか、苦難の年を経て投資家のポジションがきれいになっている EM 資産は相対的に恩恵を受けやすいポジションに位置していると言えるかもしれません。ただし現段階では、感謝祭を迎えるにあたりサバイバル・モードにあり、来週及び月末の G20 会合において幾らか平穏が取り戻されることを期待しています。

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のようになります。

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