

エマージング社債市場アップデート -2019年2月7日-

辛抱強く

「辛抱強さ」とは通常、物事が遅れることを受け入れたり、我慢できることを指しますが、先週は中央銀行から聞かれた最も重要な単語として市場で多く耳にすることとなりました。米連邦準備制度理事会（FRB）は、「抑制されたインフレ圧力」を踏まえ、米連邦公開市場委員会（FOMC）が「将来の政策金利調整」にあたり、「辛抱強く」と表明しました。また特筆すべき点として、「今後の緩やかな追加利上げ」に関連した全ての文言が削除され、バランスシート正常化に関しても状況が許す限り、「調整する準備がある」ことを強調しました。



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

グローバル市場での出来事

リスク資産の価格には、FRBのこれほどまでにハト派姿勢が織り込まれていなかったため、先週はリスク市場全体で上昇が見られました。米国及びエマージング（EM）株式は1.5%以上上昇し、EM現地通貨建て債は2%近く、社債市場も0.5%以上の上昇を見せました。社債市場ではハイ・イールド債のアウトパフォーマンスが続きました。

商品相場では、直近の鉱山ダム崩落の事故を受け、鉄鉱石最大手ヴァーレが10%近く減産すると発表したことから、鉄鉱石の価格が週次で11%近く上昇しました。また米国によるベネズエラへの経済制裁により、50万バレル近くの原油が市場で取引されなくなったため、原油価格も反発基調となりました。

エマージング個別国市場での出来事

メキシコ及びブラジル：中南米の2大資源関連会社であるメキシコ石油公社（ペメックス）及びヴァーレが相次いで信用格下げに見舞われました。ペメックスは、政府による支援パッケージが不十分であるとして大手格付け機関により格下げされたほか（メキシコ政府はより良い条件での支援策提示を余儀なくされるとみられます）、ヴァーレも、直近の鉱山ダム崩壊事故の将来的な影響が懸念視されるなか、格下げされました。

エジプト：安定的な現地市場と魅力的な利回り水準を踏まえ、海外投資家がエジプト資産への投資を増やすなか、エジプト・ポンドが米ドルに対して上昇しました。

ベネズエラ：先週も、野党のファン・グアイド国会議長が更なる反政府運動を呼びかけ、グアイド氏への支援のうねりが日増しに高まっています。ベネズエラ石油公社（PDVSA）債券の取引は既に事実上米国政府によって停止されていましたが（米国民による同債券購入は禁止されています）、さらに先週OFAC（制裁を統括する米財務省外国資産管理局）が、米国民によるベネズエラ国債の購入も禁止すると発表したことは、今回の制裁に関する詳細が明らかになることを期待していた投資家にとって衝撃的な出来事でした。背景には、米国のヘッジファンドに

よる（将来的に訴訟に発展しかねない）ベネズエラ関連のポジション積み増しを防ぎ、（これまでのところ）それほど訴訟リスクが大きいロング・オンリー型の口座でのポジション保有を容認する意向があるとみられます。

トルコ：トルコ中央銀行（CBRT）のチェティンカヤ総裁は、四半期インフレ報告の後の会見で、ここ最近のインフレ動向の改善を認めながらも、本格的なインフレ率の低下は今年後半になるとの見方を示し、金融政策に関してタカ派なトーンを打ち出しました。投資家はこの姿勢を好感し、トルコ・リラは EM 通貨の中でも堅調なパフォーマンスを維持している通貨の一つとなっています。

今後の見通し

市場話題の中心は引き続きグローバル経済の成長減速ですが、それに対抗した中国及び最近ではFRB（少なくとも成長を抑制する政策を一旦停止したという意味で）に代表される、政策面での援護射撃が増えていることも注目されています。

投資家は、とりわけ過去数ヶ月間における軟調な中国の経済指標や、企業見通しの悪化などに照らして、直近のFRBによるハト派路線への転換が、差し迫った中国経済のハード・ランディングの不吉な予兆であるとの懸念を抱いています。ただし一方で、中国に関連した懸念は回顧的な要素が強いとの見方もあります。中国当局は相次いで経済刺激策を講じており、少なくとも一部の先行指標は足元で安定し始めています。また中国株式市場は今年に入り 10%以上上昇しており、LVMH モエヘネシー・ルイヴィトンなど一部企業は中国市場におけるポジティブな収益見通しを示しています。

全体として、EM 資産にとって概ね良好な投資環境が続いているとみており、EM 資産への資金流入も回復してきているほか、足元の市場は、良好なパフォーマンスが更なる資金流入につながり、更なるパフォーマンス上昇につながるという好循環の中にいるとみています。米中通商協議は引き続き脅威ですが、ここでもトランプ大統領は最終的には彼自身そして株式市場にとっての勝利につながる道を選択するとみており、リスク資産には追い風になる可能性があります。さらに、FRB がハト派寄りに転換したことの重要性は過小評価されるべきでなく、このようなFRBの姿勢はEM市場のアウトパフォーマンスが継続するための環境をもたらすとみています。

一方、FRBの姿勢転換は米ドルにとっては悪材料で、キャリー取引に追い風となるでしょう。なぜでしょうか？

まず、多くの見方とは対照的に、FRBの政策はもはや経済指標次第ではなくなっています。経済指標を重視するということは、仮に指標が底堅さを維持すれば、利上げを継続するということであり、これは既にパウエルFRB議長には当てはまりません。パウエル氏は、利上げを行なうためにはその「理由」が必要であることを明確にし、その理由はインフレでなくてはならないとしました。失業率に注目が集まっていた時代は終焉を迎え、速すぎる利上げと遅すぎる利上げリスクのバランスを取るという日々も終わりました。インフレが本格的に上昇を始めない限り、FRBは経済指標を重視しないスタンスを取るとみられます。

次に、FRBがグローバル経済の成長減速及びグローバルの金融状況の引き締めを警戒していることがその要因として挙げられます。「米国の経済指標はそれほど悪くない」という時代は終わり、FRBが中国及びユーロ圏の購買担当者景気指数（PMI）を注視する時代が始まったとみています。

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。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマージング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング債アンコンストレイント戦略：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しますので、当該書面等の内容をお読みいただき、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