

エマージング社債市場アップデート -2019年5月24日-

低金利長期化はエマージングに好材料か

先週の金融市場でも、株式市場に対する圧力が継続しました。華為技術（ファーウェイ）が米国の制裁対象となり、今後さらに多くの中国のハイテク企業が米国の標的とされるとの懸念が高まるなか、貿易戦争とハイテク戦争が同一と化すことへの警戒感が広がっていることが背景にあります。英国では、メイ首相がついに党内の圧力に屈し、辞任するとの報道がありました。ただしブレグジットへの最終的な道りは依然として不透明となっています。



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

グローバル市場の動き

商品相場では、原油価格が6%以上下落しました。在庫統計が材料視されたことが主な理由となりましたが、グローバル経済の成長や、投資家のポジションの積み上がりなどに対する懸念の広がりも影響を与えたとみられます。

エマージング（EM）市場のパフォーマンスもこのような市場変動性による影響を受け、EM株式は週を通して下落しました。ただし、現地金利が低下し、相対的に高いキャリー水準が複数の通貨の米ドルに対するパフォーマンスの下支えとなったため、現地通貨建て債市場のパフォーマンスは比較的良好でした。また社債市場も、スプレッドの拡大によるリターンへの下押し圧力を、ベース金利の低下によるプラス寄与が十分に補う結果となったため、トータル・リターンがプラスとなりました。

直近の米連邦公開市場委員会（FOMC）議事録では、米連邦準備制度理事会（FRB）高官が辛抱強さを維持する姿勢とともに、ここ最近のインフレ低下が一過性のものである可能性が高いと認識していることが明らかになりました。ただし当会合は、直近の米中貿易論争や、4月の耐久財受注や5月の購買担当者景気指数（PMI）速報値など、複数の軟調な経済指標が発表される以前に開催されたものであり、今週金曜日に発表が予定されているコアPCEの数字に市場の注目が集まっています。

エマージング個別国市場での出来事

インド：総選挙が行われ、モディ首相及び同氏率いるインド人民党（BJP）が圧勝しました。インド中央銀行は利下げを継続しており、総選挙が終わった今、市場では成長押し上げのための改革へと力が注がれることに対する期待が高まっています。

南アフリカ：直近の金融政策決定会合において、中央銀行がハト派寄りの姿勢を示し、インフレ見通しを引き下げるなか、3対2で政策金利6.75%の据え置きが決定されました。

アルゼンチン：フェルナンデス前大統領が副大統領候補として10月の大統領選に出馬し、大統領候補にアルベルト・フェルナンデス氏を指名（アルゼンチンでは副大統領候補が大統領候補を指名するようです！）したことにより、同国の政治状況はさらに混乱を極めています。このような動きは、アルゼンチンが再び完全なる「キルチネリズム」へと回帰するテール・リスクを排除するものである一方、前大統領を含む新政権が誕生する可能性は高まることを意味します。各政党が候補者を登録する期限となっている6月22日までに、今後中道及び（現与党カンビエモスを含む）右派政党が適切な提携相手を見つけようと四苦八苦するとみられ、動向を注視しています。

ザンビア：通貨下落を食い止めるため、中央銀行が利上げを実施しました。ザンビア政府が同国内におけるベダンタ・リソーシズ社の鉱業資産の差し押さえに動いたとの報道を受け、ザンビアの外貨建て債はここ数週間に亘って下落を続けており、債券価格は60台半ばまで下落しています。

中国：中国人民銀行（中央銀行）及び中国銀行保険監督管理委員会（CBIRC）は、内モンゴル地区を拠点とする市中商業銀行であるBaoshang銀行を買収すると発表しました。同銀行自体はここしばらくの間、深刻な経営危機に陥っており、レバレッジ解消を進める当局に対し、約40%をホールセール部門が占める同銀行の財源ミックスに脆弱性がみられていました。興味深かった点としては、個人預金が全て保証されている一方、5,000万人民元を超える法人預金及び銀行間借り入れはヘアカットの対象になるという点でした。同銀行は中国の銀行システムの0.25%未満を占めるのみであるため、同事例がシステミックな問題であるとはみていないものの、中小銀行の信用リスク・プレミアムは上昇するとみられ、セクター内でも統合の動きがさらに加速する可能性があるかとみています。

今後の見通し

貿易戦争解決のための困難な現実が訪れるなか、金融市場は先週、低成長及び低金利の長期化の方面へと向かい始めたかとみられます。これに伴う一次的な影響は対処可能かもしれませんが、金融市場及び投資家の信頼感に与える影響は極めて予測困難であり、主要金利はこぞってゼロを目指して低下しているかのようです。ただし、すでに10年債利回りがマイナス圏（5/29時点で-0.18%まで低下）にあるドイツ国債市場にとっては、ゼロは折衷案として有効とみられるかもしれません。米国債利回りは、他の金利とともに低下基調にあります。

このような市場の見方は、EM市場において投資家が値踏みをする上で困難をもたらします。一方では、低成長はEMを含むリスク資産全般にとってマイナスとなります。ただし他方では、極めて低いもしくはマイナスの主要金利水準は、投資家の利回りへの需要を加速させる可能性があり、EMはその主要な源泉となり得ます。最終的に、このようなジレンマはEMに投資をするか否かといった選択ではなく、株式と比較して債券に投資するか否かという選択においておのずと解決される可能性があります。結局のところ、EM現地市場は（名目金利はもとより）実質金利が大幅にプラスとなっていることが多い市場であるほか、EM社債市場は、依然として最も利回りが高い社債市場の一つです。言うまでもなく、クレジット及び国の選別は非常に重要となり、短期的にはボラティリティの高まりも予想されますが、主要中央銀行が緩和的な姿勢を維持するなか、EM資産は、投資家の利回り追求姿勢の最終受益者となる可能性が高い資産であるとみています。

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