

エマージング社債市場アップデート -2019年5月31日-

貿易戦争のさなか、差別化が鍵に

先週も騒がしい一週間となるなか株式市場は下落し、5月はS&P500種指数及びユーロ・ストックス50インデックスがともに月間で6.5%超の下落幅を記録しました。またエマージング（EM）株式の下落幅はさらに大きくなりました（約7.5%）。トランプ米大統領が複数の国に対する貿易戦争を仕掛けるなか、成長に敏感な資産クラスが特に苦戦する展開となり、原油価格は先週10%以上下落し、事実上の弱気相場入りに近づいています。



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

主要金利は先週大幅に低下し、米国債利回りを見て20bps近くの低下となったほか、2019年12月限のユーロドル金利先物の価格は、今年2回の利下げを織り込む水準となりました。

債券資産では、EMが比較的底堅いパフォーマンスとなりました。EM外貨建て債市場では、投資家心理の悪化を反映してスプレッドが拡大したものの、ベース金利の低下がリターンの下支えとなり、トータル・リターンは週を通してプラスとなりました。また、現地通貨建て債市場の動きはより驚きを持って受け止められたかもしれません。リスクオフムードの高まりにも関わらず、通貨部分は週を通して上昇し、また主に債券及びキャリー部分がリターンにプラスに寄与した結果、EM現地通貨建て債市場は週を通して60bpsのプラス・リターンとなりました。

エマージング個別国市場での出来事

メキシコ：トランプ米大統領がメキシコに対して、不法移民対策を強化しない限り、メキシコからの輸入品に5%の関税を課す方針を発表しました。関税税率は段階的に引き上げられ、10月には25%まで引き上げられる可能性があるとしてきました。これは予想外の発表であったことに加え、詳細を欠いていたことから、複数の市場参加者が5%の税率が（条件なしに）6月10日から即座に適用されると考えました。この報道を受け、キャリー取引による資金が引き揚げられるなか、メキシコ・ペソは3%近く下落しました。より全般的には、新たな武器として関税を無差別的な使用に対して、投資家の懸念が深まりました。

ブラジル：ブラジル政府は、経済指標の弱含みを背景に2019年の国内総生産（GDP）成長率の見通し引き下げましたが、より重要視された出来事として、足元で改革の支持に回る議員が増えていることで、年金改革法案に対する追い風が見られました。とりわけ現地資産がこの報道に反応を示し、ブラジルの現地金利が低下するとともに、通貨も他の通貨と比較して堅調なパフ

パフォーマンスとなっています。その他では、ブラジルの食肉加工会社2社（マルフリグ・グローバル・フーズ及びブラジルフーズ（BRF））が業務提携に向けての協議を開始したことを発表しました。仮に合意がまとまれば、世界第4位の食肉加工会社が誕生することとなります。マルフリグの債券はこの報道を受けて3ポイント近く上昇しました。

トルコ：トルコの軍高官は、ロシア製ミサイル防御システム「S400」の調達が遅れる可能性を示唆しました。北大西洋条約機構（NATO）加盟国として、トルコは米国からの制裁を回避するために米国側と折合う必要があります。仮に米制裁が発動された場合、トルコ経済にとって破滅的な影響がもたらされる可能性があります。

ウクライナ：大富豪（オリガルヒ）のコロモイシキー氏がウクライナはデフォルト（債務不履行）宣言すべきであると発言したことに対し、ゼレンスキー大統領がその可能性を否定し、代替として国際通貨基金（IMF）に融資を要請するよう協議をする計画を発表しました。

レバノン：政府がようやく2019年の暫定予算を承認し、財政赤字の削減に向けたコミットメントを示すとともに、電力改革の提案を盛り込みました。レバノン政府がようやく複数年に亘る財政調整プロセスを開始しようとする姿勢を示したことは投資家に期待感をもたらしましたが、同国債券の2桁利回りに象徴されるように、投資家は依然として懐疑的な目を向けています。

今後の見通し

市場はここ数ヶ月間における180度の転換を完了し、今や米連邦準備制度理事会（FRB）による複数回の利下げを織り込むに至りました。過去数日間に亘り、複数のFRB高官がそのような見方を後押しする内容の発言をし、ついにはパウエルFRB議長自身が、貿易摩擦の激化にも関わらず経済拡大を維持するために必要であることをすると約束しました。

このような動きはリスク資産の支援材料となるものの、グローバル経済成長がすでに苦戦しているタイミングで、より保護主義的な米国の貿易政策が異なるチャンネルを通してグローバル成長に与える影響（おそらく最も大きな影響は信頼感というチャンネルを通して）という根底にある問題を全て担保するとは見られません。月末には大阪でG20会合の開催が予定されており、来週月曜には米国からメキシコに対する関税が発動される予定となっているなか、今後数週間は貿易関連の話題がリスク資産のパフォーマンスを決定づける主な要因になるとみられます。

EM資産にとっては、ハト派寄りのFRBは明らかに重要な追い風となりますが、貿易関連の懸念が残る限り、とりわけ成長に関連した見通しはやや不透明です。このような状況はおそらく投資家がキャリア関連の資産に身を隠すことを意味するとみており、マイナス利回りの資産の拡大が止まらない環境下においては、特にその傾向が強まるとみています。伝統主義者的な発想かもしれませんが、債権者としてプラスのクーポンを受け取ることは安心感をもたらしてくれることは事実です。

米国とその他の主要金利差が足元で縮小しているなか、EM通貨が需要を集めている傾向すらみられます。ただし重要なことは、差別化が今後も重要な投資テーマになるということでしょう。

マクロ面で多くの不確実性が存在するなか、独立した力強いストーリー性を持ったテーマに忠実になることが最終的に報われると考えています。そして最低でも、実際に何らかの報酬を得られるテーマにこだわるのが重要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のようになります。

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