

エマージング債市場アップデート -2019年6月14日-

FOMC 及び G20 を控え様子見モード

先週は、堅調な経済指標が複数見られるなかでも、中東地域における緊張の高まりや、トランプ米大統領による貿易関連の発言がエスカレートしたことなどがリスク資産の上昇基調に水を差す格好となりました。経済指標面で最も特筆すべきは中国及び米国における消費関連指標のポジティブ・サプライズで、中国では減税の効果が、米国では依然として底堅い労働市場が、引き続き消費を押し上げる要因になっ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

グローバル市場の動き

世界的に設備投資がグローバル経済の下方リスクの要因になっているとみられ、貿易戦争が激化している今となってはその傾向がより顕著に見られます。またインフレ見通しも懸念材料であり、直近のミシガン大学消費者マインド指数における長期のインフレ期待は大幅な低下を示しました。

これらの要因が株式市場の小幅高、主要金利の小幅低下につながるるとともに、原油価格は高値から下落しました。今週の米連邦準備制度理事会 (FRB) 会合及び月末の G20 などの重要なイベントを控え、市場がまるで様子見モードに入ったかのような動きでした。

エマージング (EM) 市場では、社債のスプレッドが縮小し、ウクライナやアルゼンチンに対する投資家心理が改善するなか、ハイ・イールド債が比較的良好なパフォーマンスとなりました。また EM 現地通貨建て債市場でも、投資家がプラスの利回りを追求する姿勢が継続するなか、債券部分が良好なパフォーマンスとなり、全体としても底堅いプラス・リターンを記録しました。

エマージング個別国市場での出来事

中東地域：ペルシャ湾近くにおける石油タンカー攻撃について、米国がイランを非難したことから、中東地域における緊張が再び高まりました。

ロシア：中央銀行が 25bps の利下げを行い、政策金利を 7.5%としました。同時に、成長及びインフレ見通しを引き下げるなか、年末までの更なる利下げを示唆しました。

トルコ：中央銀行は先週の会合で政策金利を据え置きながら、インフレに大幅な改善が見られ

るまでは、引き締めスタンス維持に対するコミットメントを撤回すると発表しました。これは今後数ヶ月間での利下げを示唆する動きであったとみられます。金融政策に関連したハト派寄りの姿勢と、ロシア製ミサイル防衛システム S-400 を巡るタカ派寄りの姿勢との関わりは、今後負の連鎖へと結びつきかねないものであり、慎重に見守っていく必要があると考えています。また先週金曜日に大手格付け機関 Moody's がトルコを Ba3 から B1 へと格下げし、「ネガティブ」としていた見通しを据え置きました。

アルゼンチン：マクリ大統領は 10 月の大統領選に向け、副大統領にペロン党穏健派のミゲル・アンヘル・ピチェット上院議員を指名しました。この動きは政党間の分極化を促すもので、マクリ大統領が選挙で勝利するとの投資家の信頼感を高める動きであったとみています。重要なこととして、アルゼンチンの経済指標は引き続き幾らか改善の兆しを見せており、インフレ率がようやく低下し始めています。ここでは、経済指標と政治間の好循環が期待できる環境となってきました。

アルゼンチン及びウルグアイ：週末に、アルゼンチン及びウルグアイを大規模な停電が襲ったとの報道があり、ここ最近の良好なトーンを幾らか打ち消す格好となりました。ただし今回の一件は、おそらくフェルナンデス政権下において予想されるように、今後の更なる投資を促すべく出来事であったと言えるでしょう。アルゼンチンの CDS は週を通して 3.5 ポイント近く低下（スプレッドで見て約 100bps の縮小）しました。

ブラジル：下院特別委員会が社会保障改革に関するレポートを発表し、その中で、改革の結果として今後 10 年間で 9,100 億レアル相当の予算が節約できるとの見方が示されたことにより、議会が中間休止期間に突入する前に社会保障改革法案の採決が下院において行われる可能性が引き続き高まりました。

メキシコ：国営の石油公社であるメキシコ石油公社（ペメックス）につき、大手格付け機関 Fitch がハイ・イールド級に格下げをしたことが嫌気され、同社のスプレッドは先週 30bps 近く拡大しました。Fitch の動きを受けて、投資家の間では年末までに Moody's が同様の措置を取り、結果として投資適格級の投資家から最大 100 億米ドル近くの資金が流出する可能性があるとの見方が広がったことがスプレッド拡大の背景にあります。

ウクライナ：欧州において、プラスの利回りを提供するあらゆる資産に対する投資家の需要が高まる環境を利用するとともに、ゼレンスキー大統領が継続的に国際通貨基金（IMF）との交渉を行っていくことを投資家に約束したことに伴う良好なムードを踏まえ、先週ユーロ建て国債を発行しました。

今後の見通し

これから数週間は、4-6 月期のグローバルの経済指標に明らかに成長減速の兆候が見られているなか、米中貿易摩擦による緊張が高止まりしていることから、引き続き暗雲が漂っていると考えます。現時点では経済指標に新たな貿易摩擦の全ての影響が織り込まれていないと見られ、設備投資の動向も引き続き成長の足かせとなっているなかで、経済指標が今後更に鈍化していくことも予想されます。

ドラギ欧州中央銀行（ECB）総裁のハト派寄りな発言により、ドイツ国債利回りが本格的にマイナス圏入りして過去最低水準をつけるなど、主要中銀のハト派姿勢は引き続き市場の重要な下支えとなっています。

EM 市場は、利回りを求める動きとグローバル経済の成長減速に対する警戒感という、相反する要因の中心に位置しています。幸いにもウクライナやブラジル、アルゼンチンといった国では個別にポジティブな進展が見られているものの、トルコやメキシコでは引き続きネガティブな材料が目立ち、EM 市場においては引き続き個別国の差別化が重要なテーマであることを物語っています。

米国では、年末までの3回の利下げが織り込まれるなど、非常にハト派な結果が金利に織り込まれています。FRB は市場の織り込みの正当性をいくらか認める必要があるとみられ、今週の水曜日に綱渡りのような状態で FOMC 会合を迎えることになりました。結果的に FRB に利下げを強いることになるため、株式市場の急落を回避しないとイケないでしょう。

先週のミシガン大学消費者マインド指数における長期インフレ期待の大幅な低下に見られたように、ここ最近のインフレ見通しの低下を踏まえ、FRB は市場の織り込みを正当化することが最良の指針であると結論づける可能性があります。結局のところ、パウエルFRB 議長自身、期待インフレ率が実質インフレ率の最も重要なドライバーであると信じているとみられます。いずれにせよ、今回の FOMC は今後のリスク資産の先行きを見極める上で非常に重要なイベントになるでしょう。

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