

エマージング債市場アップデート -2019年8月16日-

アルゼンチンの動向に注目

先週のグローバル株式市場は、週の初めに急落したのち、週末に掛けて回復し、市場のボラティリティは高止まりしました。結局、先週は前週末比で約1%の下落となり、月初来では市場にもよりますが3~6%の下落となっています。また米国債市場では2007年以来で初めて長短金利が逆転し、リスク資産の重石となっているグローバル経済の成長減速に対する投資家の懸念を反映する形となりました。



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

グローバル市場の動き

ただし先週はポジティブなニュースも見られました。トランプ米大統領が1,700億米ドル相当の中国製品に対する関税の発動延期を発表し、通商面でやや融和的なトーンを打ち出したほか、中国側も直接交渉のため予定通り9月にワシントンDCを訪問することを示唆するなど前向きな進展が見られました。また、ロス米商務長官が米企業に与えている修理や機能更新のため華為技術(ファーウェイ)と取引を行うライセンスの延長を発表し、ファーウェイへの制裁猶予期間はさらに90日間延長されることとなりました。

エマージング(EM)市場では、前週末のアルゼンチンでの大統領予備選における予想外の結果が大きな話題となりました。市場にとっては明らかに想定外の展開で、その結果としての投資家のポートフォリオのVaRショックは、高利回り資産の大幅な下落につながりました。先週は、アルゼンチンの話題とグローバル経済の成長懸念が相まって、米ドル高基調となったことでEM通貨は弱含みましたが、現地通貨建て債は比較的底堅く推移しました。

エマージング個別国市場での出来事

アルゼンチン：前週末の大統領選予備選の結果を受けて、アルゼンチン市場では混乱が続いています。アルベルト・フェルナンデス元首相及びクリスティーナ・フェルナンデス・デ・キルチネル元大統領をそれぞれ大統領及び副大統領候補とする「Frente de Todos(すべての戦線)」が得票率49%で二位に15%近い差をつけて圧勝し、実際10月に実施される大統領選においても、第一回投票で勝利する可能性が高まりました。

先週末に、大手格付け機関フィッチ社及びS&P社はアルゼンチンの格付けをそれぞれCCC及びB-に格下げし、同じく週末のアルベルト・フェルナンデス氏による債務残高に対する不安を払拭するには物足りないインタビュー内容と相まって、更なるアルゼンチン資産の下落を招きまし

た。ニコラス・ドゥホブネ財務相の辞任も資産下落の要因となり、後任には、ブエノスアイレス州経済相であり、中央銀行での勤務経験を持つエルナン・ラクンサ氏が就任しました。同氏は10月の大統領選挙から政権交代の可能性がある12月にかけて、金融市場、とりわけアルゼンチン・ペソの安定化という困難な課題に直面することになります。

中国：中国人民銀行（中央銀行）は新規融資の参照先として、同行が設定する基準金利の代わりとなる新たな最優遇貸出金利（プライムレート、LPR）を使用した金利指標を公表するとしました。これは市中銀行の貸出金利を下げる効果のほか、（人民銀行が設定する基準金利よりはるかに低い）市場の金利動向をより反映させる狙いがあります。

中国の7月の主要経済指標を見ると、小売売上高の伸びが予想を下回ったほか、予想外にインフラ投資の低迷が見られるなど、やや失望感を誘う内容でした。

メキシコ：メキシコ中央銀行は政策金利を25bps引き下げ、経済成長の減速を理由として挙げるとともに、今後の追加緩和の可能性も示しました。

今後の見通し

過去一ヶ月間にわたる大幅な金利の低下と、先週米国債利回りで逆イールド現象が見られたことは、明らかに今後の成長見通しに対する市場の懸念を示す証拠であるとみられます。米国経済は引き続き他地域を上回る成長を見せている一方で、欧州はグローバルで見ると依然として成長の出遅れ感が強いほか、直近では中国の経済指標にも減速が見られ、失望感が広がっています。

イタリアの連立政権崩壊から、ブレグジット、香港でのデモなど、幅広い懸念が高まるなか、市場では政治問題も投資家心理を左右する重要な要素となっています。このような環境では、グローバル成長の持続性を疑問視する声が高まっていることも決して不思議ではないと考えています。更に、米国の貿易政策が不透明であるため、投資家や企業にとって身動きが取りにくく、企業の設備投資計画の縮小につながっていることが、成長見通しを圧迫しています。

上述の懸念材料を払拭する役割が期待されているのが、緩和姿勢を維持する中央銀行です。そのため投資家は、8月22日から開催されるジャクソンホール会議において何らかの手掛かりが得られないかどうか、固唾をのんで見守っています。しかし、米国経済が好調ななか、パウエルFRB議長が市場の期待を上回るハト派な行動を取る可能性は低いと見ています。同様に、貿易政策及び財政政策に関する手掛かりを求めて、今週ビアリッツで実施される主要7カ国首脳会議（G7サミット）にも注目が集まると見ています。そこでは、ここ最近の欧州の財政緩和策に関してより多くの議論が交わされる可能性が高く、直近の大幅な金利低下を踏まえれば、金利市場を左右する重要な材料になると考えています。

EM市場では、外貨建て債市場ではハイ・イールド債（アンダーパフォーマンス）と投資適格債（アウトパフォーマンス）の間、または現地通貨建て債市場では通貨（アンダーパフォーマンス）と金利（アウトパフォーマンス）の間に大きなパフォーマンスの乖離が見られ、上記で述べた投資家の懸念が反映されているとみられます。アルゼンチン資産の大幅な価格変動は市場にVaRショックをもたらし、このような資産間のパフォーマンス乖離を加速させました。アルゼンチン資産の価格が現在の水準で落ち着くのであれば、今後数週間うちに、乖離した状況はいくらか緩和されると見ています。

補足) アルゼンチンの見通し

アルゼンチン政府は、先週辞任したニコラス・ドゥホブネ財務相の後任として、エルナン・ラクンサ氏を指名しました。ラクンサ氏は、今後数日間において、足元の市場の混乱を鎮め、通貨相場の安定を主な目的として、フェルナンデス陣営に近い経済アドバイザーやエコノミストと面会するとみられています。フェルナンデス陣営には、選挙前に政策を明らかにする意思はなく、ラクンサ氏のタスクは困難なものになると予想されますが、新政権下で回復する可能性のあるアルゼンチン経済を受け継ぐ意向は幾らか持ち合わせているとみられます。

これに関しては、実際に過去数日間において、債務再交渉に関連したフェルナンデス氏の発言を和らげる試みがフェルナンデス陣営から見られていることも事実です。

その他に短期的な市場の変動要因となりそうなのは国際通貨基金（IMF）による実地調査で、IMF のライス報道官によれば代表団が「早期に」ブエノスアイレスを訪問するとされています。IMF は、次なる 54 億米ドルの融資を承認するために 5 回目の審査を完了する必要があります。ブルーベイでは、今回の審査結果が、目先のアルゼンチン資産のパフォーマンス及び今後の融資実行見通しにおいて非常に重要な鍵を握ると考えています。なぜならば、IMF と対面するのは新たに就任した財務相であり、アルベルト・フェルナンデス氏は、大統領に就任した暁には、IMF との融資合意について再交渉を目指す意向を明確にしているからです。

金融システムに目を向けると、大統領選予備選以降、外貨預金は 16 億米ドル減少して 310 億米ドル程度となり、外貨準備高は 69 億米ドル減少して 590 億米ドル程度となっています。これに関しては、債券価格の下落により、海外の銀行とのレポ取引が発生したことで、財務省が予定よりも早く支払いを行わなくてはならなくなったことも影響しているとみられます。これらのレポ取引は過大担保となっていたため、この結果として、128 億米ドル相当のアルゼンチン国債残高が減少したと考えられます。

今後数週間の間、急激に通貨安が進んだことによりインフレ圧力が更に高まることが予想されると同時に、成長見通しも下方修正される可能性があります。これらの問題の深刻さは、現在のマクリ政権と、可能性が高いフェルナンデス新政権の間での協調や譲歩に依拠するところが大きいと予想しています。中期的に見通しが不透明であることは避けられず、今後数ヶ月間で予定されている困難な借り換えスケジュールも相まって、アルゼンチン資産のボラティリティは高止まりする可能性が高いと考えています。

■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