

## エマージング債市場アップデート -2019年8月23日-

### パウエル議長の功績を打ち消すトランプ氏のツイート

先週も、米中通商交渉を巡る報道と米連邦準備制度理事会

(FRB)の発言が相まって、株式市場は1~2%下落するなど、厳しい市場環境となりました。下落の大半は先週金曜日に集中しました。きっかけとなったのは、トランプ大統領による怒りを露わにした一連のツイートでした。



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

パウエル FRB 議長はジャクソンホール会議のスピーチにおいて、前回の米連邦公開市場委員会(FOMC)以降、貿易摩擦が激化していることを挙げ、9月の追加利下げに向けた素地を整える姿勢を見せました。しかし、その後間もなくしてトランプ大統領が対中関税を追加で5%引き上げると発表するとともに、米国企業に対し中国との関係断絶を求めたほか、パウエル議長を「敵」と批判するツイートを発信したことによって、パウエル議長の功績は打ち消されました。

ただし週末に仏ビアリッツで開かれた主要7カ国首脳会議(G7サミット)では、トランプ大統領がより前向きなトーンを打ち出しました。同氏は、中国が貿易取引を非常に強く望んでいて、中国による交渉の席に戻りたいとの連絡は非常に大きな前進であったと表現しました。言うまでもなく、市場はこれらの言動に困惑した状態が続いています。

エマージング(EM)市場では、グローバルの成長見通しへの懸念を背景とした通貨部分の下押し圧力につられ、現地通貨建て市場の苦戦が続いています。クレジット市場は順調に推移し、ハイ・イールド債のパフォーマンスが投資適格債を上回りました。先週末に掛けては、アルゼンチンに対する投資家心理にやや改善が見られたことから、ファンダメンタルズに対する懸念よりも投資家のハイ・イールドリスク削減を背景に下落していた、ハイ・イールド債に反発が見られました。

### エマージング個別国市場での出来事

**アルゼンチン:** アルゼンチン資産は先週も続落しましたが、下落ペースは随分と落ち着きました。米ドル建て債券は3ポイント近くの下落に留まりましたが、現地法に基づくアルゼンチン国債(BONAR)は、米ドル建てから現地通貨建てに転換される可能性への懸念から、9ポイント近くの大幅下落となりました。

アルゼンチン資産の次なる変動要因になりそうなのは、今週金曜日に近づいている16億米ドル分のアルゼンチン短期国債の償還であり、民間企業による再投資の程度が市場の心理に大きな影響を及ぼすと見ています。大統領選予備選挙以降、外貨準備金は88億米ドル減少しており、

目先の米ドル建て債の償還のスケジュールを見ると、11月末までに100億米ドル分のアルゼンチン短期国債の償還が控えています。

アルゼンチンが目先の資金繰り需要に直面するなか、国際通貨基金（IMF）が次なる融資を承認するかどうか非常に重要な鍵を握っています。今週、フェルナンデス氏と彼の経済顧問はIMF当局者と対面しましたが、その場でフェルナンデス氏が、先週見せた穏やかな態度と打って変わって対立的な姿勢を見せたことは投資家を驚かせました。IMF側は、盛んに意見交換が行われ、有意義なミーティングであったとの発言を残しました。最終的にフェルナンデス氏が大統領に当選した場合、深刻な債務破綻とそれがもたらす多大な経済損失を回避するためにIMFの救済が必要となります。従って、フェルナンデス氏が選挙に勝利する必要があるとの事実には照らしながら、彼の発言を注視することが重要であると考えています。

**レバノン：**大手格付け機関S&P社はレバノンのソブリン債格付けをB-で据え置くとともに、見通しもネガティブで維持しましたが、フィッチ社はB-からCCCに格下げしました。ポジティブな改革政策が実行されることを条件とした、ドナー国による基金を通じた金融支援は頼みの綱となりますが、レバノンの金融システム内で依然として外貨預金の伸び率が低位にあることや、巨額及び継続的な財政赤字が懸念されています。この動きを受けて、同国の長期債は60ポイント後半に下落しました。

**エジプト：**海外資金の流入のほか、通貨の上昇とインフレ率の安定を背景に、中央銀行が政策金利を150bps引き下げたことから、現地通貨建ての長期債が大幅に上昇しました。

## 今後の見通し

再び低い流動性と変動の大きい市場環境によって特徴付けられた8月が終わりを迎えようとしています。月初来で見ると株式市場は3~7%の下落、原油価格は5~7%の下落となり、ハイ・イールド債のスプレッドは100bps程度の拡大となっています。

一方で、米国10年債利回りは50bps以上低下しており、ドイツ10年債利回りも25bps以上低下し、30年債利回りはマイナス圏で定着し始めています。主要金利はゼロ、あるいはそれを下回る水準に留まることは、株式の配当利回りの優位性をさらに高めるという意味で、主要金利が低位に留まるという状況は株式市場の重要な支援材料となっています。

ただし、貿易摩擦で不確実性が続くことや、それが企業の設備投資動向に及ぼす影響を考慮すると、株式市場の下支えとなるような業績トレンドが今後も続くと考えerことはやや困難でしょう。

貿易戦争に関して言えば、混乱を招くトランプ大統領の発言は、合意のために中国に圧力を掛けた一方で、関税が米消費者及び信頼感を通じて広範な経済に影響を及ぼし始めていることで身動きが取りづらくなっているという同氏の厳しい状況とはやや矛盾しているようにも見えます。先週末、米2年及び10年国債利回りはほぼ同水準で取引を終えましたが、今週初めに再び逆イールドとなり、トランプ大統領が危険な舵取りを要求されていることを浮き彫りにしました。現在のイールドカーブの形状は、FRBが自己実現的なりセッションを回避するためには更に積極的な利下げが必要であることを示していますが、米国の経済指標自体はそのような大幅な利下げの必要性を示唆していません。FRBが抱える主なジレンマはここにあると考えます。

EM市場では、通貨及びハイ・イールド債が引き続き軟調に推移している一方、主要金利の低下により現地金利及び投資適格債市場のパフォーマンスは底堅く推移しています。通貨及び高利回りな外貨建て債には引き続き投資妙味があるとみられますが、これらの資産のパフォーマンス

スをさらに押し上げるためには景気後退に対する懸念が遠のく必要があるでしょう。そうなるときには、米国債のイールドカーブも右上がりになっていると考えています。

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をご遠慮下さい。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ご相談の上、お客様ご自身のご判断でなされるようお願いいたします。

以上