

エマージング債市場アップデート -2019年9月13日-

貿易問題の進展と中央銀行の緩和姿勢が再び支えに

先週は、米中貿易を巡りポジティブな進展が見られたほか、欧州中央銀行（ECB）が追加の量的緩和策を発表したことから、S&P500 種指数は 3000 ポイントを突破して株式市場は上昇しました。エマージング株式及び欧州株式市場もこの流れに追随し、約 1.5%上昇しました。一方、債券市場の動きはより興味深いものとなり、主に主要中央銀行の政策発表や大規模な新規発行、8 月の動きからの反転が見られたことから、ドイツ国債利回りは 19bps 上昇、米国債利回りは 34bps 上昇しました。



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

欧州では、マリオ・ドラギ総裁による金融政策発表に大きな注目が集まるなか、預金金利の-0.50%への利下げ、銀行に与えるマイナスの影響を緩和するための預金金利の階層化に加えて、利上げを開始する（そこまで行き着くのかはわかりませんが）までは月額 200 億ユーロの資産買入を約束した量的緩和（QE）プログラムの再開を発表しました。階層金利の詳細を受けて、ユーロの短期金利は上昇した一方、フランスやドイツは QE プログラムの拡充に反対していたことが明らかとなったことで、ドラギ総裁が意図していたメッセージの効果は薄らいでしまいました。

米国では、トランプ大統領はタカ派寄りのボルトン大統領補佐官（国家安全保障問題担当）を更迭しました。また、中国から知的財産権及び農産物購入の妥協点を取り付けるのと引き換えに、一部関税の先送り/撤回する限定的な「暫定取引」に応じることを米国の高官が検討していると報道されました。

週末には、サウジアラビアにおける石油生産設備の中核拠点が攻撃され、サウジアラビアの石油生産量の半分に影響が及ぶとされるなか、原油価格が急騰しました。米国はイランの関与を断定し、中東地域の安定性が脅かされたことから、原油価格は一時 20%上昇しました。同時に、これを受けてサウジアラムコの新規株式公開（IPO）延期の可能性も高まっており、サウジアラビア王国にとっては痛手となっています。

エマージング市場では、主要金利が大幅に上昇するなか、投資適格債の社債及びソブリン債のトータル・リターンはいずれもマイナスとなりましたが、広範なリスクオンの流れから、現地通貨建て債市場及びハイ・イールド債市場は堅調に推移しました。

エマージング個別国市場での出来事

トルコ：トルコ中央銀行（CBRT）は政策金利を 325bps 引き下げ、16.5%とすることを決定しました。市場予想を上回る利下げでしたが、緩和ペースが鈍るシグナルを示した声明文を受けて通貨は堅調な動きとなりました。しかし、グローバルに超緩和政策が広がるなか、年末に掛けて大幅な追加利下げの可能性も残されています。

レバノン：外貨準備不足を埋め合わせるための資金調達能力が懸念され、ユーロボンドの下落圧力が高まりました。改革に大きな進展が見られないことが、投資家がユーロボンドを手放す動きにつながり、債券価格は 60 半ばまで下落しました。

ウクライナ：ゼレンスキー大統領が 2016 年に経営破綻した後、国有化されたプライベートバンクを巡りイーゴリ・コロモイスキー氏との間で政治的妥協を示唆したことが、市場の懸念を高めました。国際通貨基金（IMF）はプライベートバンクの国有化が守られなかった場合には、スタンバイプログラムを凍結すると幾度に亘って警告しています。

アルゼンチン：資本規制により、通貨は安定を取り戻しましたが、ブルーチップスワップは引き続き上昇しています。現在、この非公式の通貨レートは公式の水準を 25% 上回って推移しており、依然として市場ではドルに対する需要が根強いことが示されています。アルベルト・フェルナンデス氏の数名のアドバイザーはインタビューで、IMF に対して検討の猶予を与えるために、少なくとも最初は穏健な政府の姿勢を保持すると表明しています。しかし、重要な点は、市場の信頼感を再び取り戻せるかであり、これは選挙が終わり、組閣が完了してからにしか分からないことです。

今後の見通し

8 月はリスク市場にとって厳しい市場環境となりましたが、最もアンダーパフォームした資産が反発していることから、現在のところ 9 月は典型的な平均回帰が見られる市場環境となっています。貿易問題の進展と中央銀行の緩和姿勢が再び市場の下支えとなっています。

中央銀行の動きを見ると、ECB は利下げの実施したほか、階層金利を導入し、QE プログラムをオープンエンド型としました。米連邦準備制度理事会（FRB）も水曜日の米連邦公開市場委員会（FOMC）において 25bps の利下げを実施しました。FRB は、明らかな資金スクイーズによって、短期金利が急速に上昇したことを受けて、金利水準を元に戻すための介入にも踏み切りました。

貿易面では、トランプ大統領は明らかに大統領選挙に向けて動き始め、市場と米消費者に対する忍耐力が低下しています。一方、中国側は消耗戦に持ち込んでいるように見えます。これによって、貿易問題の進展に繋がるツイートが増え、市場の下支えとなっていますが、依然として意味のある合意に至る可能性は低いと見ています。しかし、トランプ氏が取引交渉者であり、大統領選挙を前にしてうわべだけの合意をあたかも大勝利であるように見せかける可能性も除外してはならないでしょう。

サウジアラビアの石油生産設備が攻撃されたことで、当面の間、原油価格は高い水準を維持する可能性が高いとみています。供給減と地政学的リスクの高まりが原油価格にリスク・プレミアムとして上乗せされることになるとみられます。米国とサウジアラビアの反応に投資家の関

心が向けられていますが、穏健で適当なものになるのではないかと考えられる理由は多くあると見えています。

EM 債券市場にとって、原油価格の上昇は一般的にポジティブな材料であり、特にサウジアラビアとイランの対立が落ち着いた場合には、年末にかけて市場は良好な状態が続くと予想しています。石油輸出国及び企業が恩恵を受けると見えますが、主要金利のボラティリティ上昇が、興味深い数週間をもたらすと見えています。

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