

エマージング債市場アップデート -2019年11月8日-

リスク心理が改善するも、銘柄選択が鍵に

先週も、米中貿易戦争において両者が関税の一部撤回を示唆するなどトーンに改善が見られたことから、株式市場は「リスクオン」の一週間となりました。S&P500 種指数は前週比0.85%の上昇となったほか、欧州及びエマージング（EM）株式もそれぞれ2%及び1.5%の上昇となりました。



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

先週の株式市場のパフォーマンスを深掘りすると、投資家心理に明らかなシフトが見られたことがわかります。エネルギーや素材、金融セクターが他のセクターを上回るパフォーマンスとなるなど、投資家がシクリカル関連セクターを追い求め始めたとみられるためです。このような傾向は主要金利市場にも見て取れ、先週はドイツ国債及び米国債利回りが10年債でそれぞれ12bps及び23bpsの上昇となるなど、大幅に上昇したほか、利回り曲線もややスティープ化しました。

このような投資環境下において、一般的にはEM市場が堅調なパフォーマンスとなることが想定されます。先週、株式市場においては実際その傾向が見られましたが、債券市場ではやや様相が異なりました。やや直観とは反しますが、EM現地金利の利回り曲線がややベア・スティープ化し、EM通貨も弱含んだことで、現地通貨建て債がアンダーパフォームしたのです。一方、外貨建て債市場の動きは概ね想定通りと言え、ハイ・イールド債が投資適格をアウトパフォームしましたが、両市場とも週次でのリターンはマイナスとなりました。

エマージング個別国市場での出来事

インド：大手格付け機関ムーディーズはインドの格付け見通しをネガティブに引き下げ、同国の現状の格付けである「Baa2」がリスクに晒されることとなりました。仮に格下げされたとしても、インドは引き続き投資適格国として分類され、その他の大手格付け機関2社が付与するBBB⁻と足並みを揃えることとなりますが、今回の見直し引き下げは足元のインド経済の成長鈍化への対処が困難になっていることを示唆しました。

レバノン：大手格付け機関ムーディーズはレバノンの国債格付けを「Caa2」に引き下げ、「ネガティブ・ウォッチ」としました。現物債の価格が既に50ポイント付近で取引されるなか、今回の格下げを受けて過度な市場の反応は見られませんでした。ただし今回の格下げは、政府への抗議デモが止まないほか、抜本的な解決の兆しや新内閣発足の兆しも見られないレバノンの

状況の深刻さを改めて強調する出来事でした。銀行が緩やかな資本規制の導入を始めたことから、レバノンでは外貨不足が深刻化し始めており、銀行システムの弱体化が懸念されています。

ブラジル：待望の沖合油田の開発権を巡る入札が実施され、ブージオス鉱区を含む深海油田など重要な鉱区が含まれていたことから海外からの強い需要が見込まれていました。実際のところ海外からの需要は、中国企業とペトロブラスによるコンソーシアムが落札した 10%の出資に留まりました。入札が不調に終わった主な理由には、厳しい運営規制状況や契約金の高さであったとみられます。海外直接投資額の伸びが期待を下回ると予想されることから、ブラジル資産の中で最も風当たりが大きかったのは通貨となり、この報道を受けてブラジル・リアルは大幅に下落しました。

エジプト：10月のインフレ率は 3.1%に再び減速し、木曜に実施される政策会合において、中央銀行が利下げを決定するための材料となりました（市場では 50-150bps の利下げが予想されています）。

チリ：抗議デモが続いており、鉱業活動の低下や、店舗閉鎖に伴う小売売上高の減速など、経済活動を示す指標にネガティブな影響が現れ始めました。現在の危機的な状況を受けて、通貨は大幅にアンダーパフォームし始めました。

今後の見通し

現在の市場における主なテーマは、貿易戦争の一時休止に対する新たな希望や、製造業セクターの回復もしくは安定の兆しであるとみられます。

中でも貿易交渉の動向は、企業の支出決定を左右し、設備投資活動の大幅な縮小や、最終的には成長の低下につながる不確実性を生む主要な要因であることから、重要なテーマとなっています。この不確実性が緩和されるのであれば、設備投資の増加及び成長見通しの改善が期待できると見えています。

その他で市場の重要な下支えとなっているのは米連邦準備制度理事会（FRB）です。インフレ率の加速（上昇）が見られるまで、当分は政策金利を据え置くと示唆しているためです。結果として実質金利が低位にとどまることが基本シナリオとなっており、リスク市場の支援材料となるでしょう。

これらの外部環境を踏まえれば、エマージング市場に対してかなり強気の見通しを持つことができますが、足元の価格動向に見られるように、チリや香港の抗議デモや、アルゼンチンにおける左派政権の復活など、一部個別国で見られる進展を考慮すると、現状は更に複雑化していると見えています。また先週は、外貨建て債市場において起債が相次いだことから、これらの債券の消化にもやや時間が掛かる可能性があります。

一旦ノイズが収まれば、EM 市場では現地通貨建て債及びハイ・イールド債が魅力的な投資先として考えられますが、引き続き投資家には正確な銘柄選択が要求されます。足元の市場で見られるように、外部要因という追い風はありますが、個別国における最悪のシナリオを確実に覆い隠すには限界があり、年末に向けて良好なリターンを獲得する上で、差別化が重要な鍵を握ると考えています。

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。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーシング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシ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。

その他、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ご相談の上、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