

エマージング債市場アップデート

個別国リスクがヒートアップ

先週のリスク資産市場はまちまちの動きとなりました。S&P500 種指数は再び最高値を更新しましたが、エマージング（EM）株式市場の週次リターンはマイナスとなりました。EM市場では、反政府デモの激化が続き、経済成長鈍化につながり始めている香港のパフォーマンスが最も軟調となりました。

グローバル市場の動き

グローバル市場では、米中貿易摩擦が引き続き注目の的となりました。米中はともに合意に近いことを示唆しながらも、依然として確証はない状況です。資産価格には既に多くが織り込まれており、市場がさらに上昇するためには「第一段階」の合意署名に関するより具体的な証拠が確認される必要があるとみられます。このことは米金利市場に最も色濃く反映されていると見られ、米10年国債利回りは先週11bps低下し、ここ最近の上昇ムードが一転しました。

EM債券市場では、外貨建て債がアウトパフォームし、米国金利の低下が追い風となるなか、トータル・リターンも小幅ながらプラスとなりました。ただし市場のリスクオフ・ムードを反映し、スプレッドは拡大し、ハイ・イールド債がアンダーパフォームする展開となりました。現地通貨建て債市場では、EM通貨が軟調なパフォーマンスとなるなか、代表的な指数が0.40%近く下落しました。

エマージング個別国市場での出来事

- **香港**：抗議デモは市中においてさらに暴徒化し、道路が封鎖され、学校が休校になるなど市民生活に多大な影響が及び始めました。また、外出禁止令が発令されるという（根拠のない）噂もありました。週末には、私服ではあったものの中国軍隊が取り締まりに参加する姿が見られ、北京（中国政府）が懸念を高めていることが示されました。
- **レバノン**：大手格付け機関S&Pはムーディーズに続きレバノンの国債格付けを「CCC」に引き下げました。それを受けてレバノン国債は再び下落し、短期債は依然として80近辺で取引されているものの、長期債は40台まで下落しています。同国では、抗議活動参加者がムハンマド・サファディ前財務大臣の次期首相就任に異を唱えて以降、依然として新内閣発足の目途が立っていません。銀行が非公式の資本規制を導入したものの、レバノンからの資本逃避の動きは続いています。
- **チリ**：憲法改正に関する合意がなされれば、抗議デモの鎮静化につながるとの楽観的な見方が広がりました。このニュースを受けて株式市場は反発し、チリ・ペソは安値から3%以上上昇しました。
- **エジプト**：インフレ率に落ち着きが見られることから、中央銀行は政策金利を100bps引き下げました。年初から見られていた大幅な上昇ののち、エジプト通貨は足元で安定した動きとなっています。

2019年11月15日



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

- **アルゼンチン**：12月10日の政権交代の日程が近づくなか、アルベルト・フェルナンデス氏が（多くのことは語らないにしても）ようやくメッセージを発信し始めました。また、フェルナンデス氏が国際通貨基金（IMF）と面会したとの噂も出回っています。さらに、公式な発表はされていないものの、既に主要閣僚の選出を終えていると見られており、ジェルモ・ニールセン氏が次期財務大臣に就任し、債務再編交渉を担当する可能性が高いとみられています。
- 既に退任が決まっているマウリシオ・マクリ大統領が、燃料価格自由化に向けたプロセスを進めていると同時に、フェルナンデス次期政権もこれに関してそれほど多くを述べていないことが前向きな兆しとして受け止められています。天然資源採掘のためのヴァカ・ムエルタ鉱区開発という目的を達成するためには、政策がある程度伝統的である必要があるとの共通認識があることが示唆されているからです。同政権が、政権のコアな支持者を満足させながらIMF及び債券投資家の要求を満たすという、相反する目的をいかに上手く成し遂げることが出来るかが鍵になると見えています。

今後の見通し

市場では、米中貿易交渉における「第一段階」の合意を巡る可能性に引き続き注目が集まっています。概ね楽観的なムードが漂っており、最終的な詰め協議が行われているとみられているものの、株式市場はこれを踏まえ既に5%近く上昇していることを改めて認識する必要があると考えています。従って、貿易交渉の進展が見られなかった場合には、依然としてグローバルな経済指標に大幅な改善が見られないことを踏まえると、市場は調整される可能性が高いと言えます。

足元では間違いなく中央銀行の緩和姿勢が市場の主要な下支えとなっていますが、米連邦準備理事会（FRB）や欧州中央銀行（ECB）が年末にかけて更なる行動を起こす可能性は低いと見られ、経済指標及び貿易交渉の行方がより重視されることが予想されます。

EM市場にとっては、FRBが緩和姿勢を維持していることや、グローバル成長が概ね穏やかであること、バリュエーションが比較的割安であることは支援材料になりますが、一部個別国で見られるネガティブな進展が引き続き投資家心理の重荷となっています。香港や中南米の多くの国では抗議デモが混乱をもたらし続けており、アルゼンチンやエクアドル、レバノンといったベータ値の非常に高い国においては債券のボラティリティが大幅に高まっていることが、リスク心理の重石となっています。

引き続き、EM現地通貨建て債市場に影響を及ぼすマクロ経済環境は概ね良好であると見えています。また、ハイ・イールド債市場においても魅力的な投資機会は存在すると見えますが、年末にかけてはリスク選好が低位に留まる可能性が高く、パフォーマンスが弱含んでいる国においては更なる下落も予想されることから、投資家は慎重な取引を心掛けるとともに、エントリーポイントも選別していく必要があると考えています。

ディスクレームー

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をご覧ください。

■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等の書面の内容を十分にお読み下さい。

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、当社による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るようお願いいたします。