

エマージング債チームによる2018年のQ&A

2018年を迎えるにあたり、エマージング市場に対して多くの投資家はポジティブな見通しを持っています。ブルーベイもこの見方に賛同します。2009年から2016年にかけてグローバル経済の成長は、銀行によるレバレッジの解消、財政引き締め、欧州ソブリン危機、商品価格の下落といった逆風に晒されてきました。こうした逆風がおさまる中で、2017年はグローバル経済の成長がみられ、必然的にこれが継続すると考えています。そこで、2018年のエマージング債の投資において重要な話題について触れて行きたいと思えます。

世界でも最も人口の多い国で、ナショナリストやポピュリストなリーダーが台頭してきています。衝突を避けることは出来るのでしょうか。



ポリナ・クドヤフコ
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

ナショナリストのリーダーは、米国、中国、インド、ロシア、トルコ、北朝鮮、イラン、サウジアラビアといった国で権力を握っています。1945年以降にあった世界の対立をなくそうという基本理念を維持することへの彼らの興味は薄らいでいるように見えます。このことを来年も無視し続けることが出来るでしょうか。北朝鮮は、間違った方向に向かうきっかけとなる可能性が最も高く、グローバルなリスク心理の分岐点(米国債金利動向に影響)になるかもしれません。一方で、ロシア、南アフリカ、ベネズエラなどでは守旧派から脱却する可能性によって、投資家は大きなリターンを得る可能性があります。

グローバルなインフレは低い水準が続くでしょうか。



ニック・シャーン
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

2017年のマクロ経済におけるサプライズは、堅調な経済成長と低インフレでした。労働市場とサプライチェーンがグローバル化していることによって、インフレが個別国の事由ではなく、グローバルなものになってきていると考えています。しかし、フィリップス曲線が完全に無駄なものとは考えていません。消費者物価指数(CPI)は東欧やアジアで上昇し始めています。米国の賃金はわずかながらも上昇基調が続いています。中央銀行がインフレ圧力の上昇に対して直ぐに対応する姿勢を見せた場合、あらゆるリスク資産への選好は弱まり、強気に見ているエマージング主要国の一部では、金利上昇圧力が高まる可能性があります。

引き続き保護貿易主義の脅威に怯えなければならぬのでしょうか。



デビッド・ダウセツト
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

2017年の初めに懸念されていた保護貿易主義は、結果的に「吠えない犬」となり、実際のグローバル貿易は2010年以来最も堅調な状況となりました。しかし結果から、このリスクを軽視してよい、ということにはならないと考えています。北米自由貿易協定(NAFTA)の交渉はまだ結論に至っておらず、問題を抱えています。トランプ大統領の多国間貿易協定を嫌う姿勢が変わる可能性は低いと考えています。国内での逆風が強まった場合、貿易面で存在感を高める可能性を否定することは出来ません。このことが米ドルに与える影響、ひいてはエマージング通貨に与える影響は注視する必要があります。

中国の経済成長モデルの転換はどのような影響を及ぼすでしょうか。



左: **アラン・シャウ**
ポートフォリオ・マネジャー



右: **ジンボー・ホウ**
ジュニア・ストラテジスト

党大会後、中国はGDPターゲットに注力したオフェンス型の経済成長戦略から、レバレッジの解消、貧困の削減、環境保護に注力したディフェンス型の成長戦略に移行しているという例がいくつか見られます。中国にとっては賢明な転換で、大幅な経済成長の鈍化は予想していませんが、北アジアや西欧など中国の経済成長への感応度の高い国への影響がむしろ懸念されます。さらに、レバレッジの解消に関しては、一部のハイ・イールド銘柄で亀裂が入り始めており、2018年はこの軟化がどの程度広まり、アジア地域のデフォルト率が上昇するかが注目点であると考えています。

サウジアラビアとイランの代理戦争は激化するでしょうか。



ティム・アッシュ
シニア・ストラテジスト

イエメン、クルジスタン、シリアでの戦闘と、カタールとレバノンを巻き込んだ政治的な対立は、スンニ派とシニア派を代表する国のより大きな権力争いの一部と見るのが適当でしょう。米国、エジプト、イスラエルからのサウジアラビアへの支援に対抗するのは、イランへのロシアとトルコからの支援で、このことが両国の対立を危険なものにしています。資産クラス・レベルでみると、中東・北アフリカ(MENA)地域の構成銘柄は、投資適格社債が中心となっており、これらの資産が最も直接的な影響を受けやすいと考えています。しかし、原油価格を押し上げるような緊張の高まりがあった場合、これはグローバルな懸念となるでしょう。

ブラジルではアウトサイダー候補者が大統領選で勝利できるでしょうか。



左：**グラハム・ストック**
シニア・ストラテジスト



右：**メリル・ロイズ・ド・カマルゴ**
アナリスト

四年間に亘るブラジルでの汚職スキャンダルは、反体制派候補にとって追い風となるでしょう。すべての政治家は不信感を抱かれています。しかし、既存政党はメディアへの露出と投票の呼びかけ、といった点ではアドバンテージがあります。ブラジルは、この三年間の景気後退から完全に抜け出すために、政治的な混乱を避ける必要があると考えています。次の大統領はブラジルの不安定な債務状況を安定させる構造改革を行う、という確信を投資家が持てるようにすることが必要です。この構造改革によって、今年ファンダメンタルズの改善がみられた、民間セクターの更なる安定にもつながると考えています。反対に、投資家心理の長期的な変化によって、ブラジルの社債市場でレバレッジの高い資本構造にある銘柄の一部は問題になる可能性があります。

メキシコ大統領にAMLOが選出されるのでしょうか。



グラハム・ストック
シニア・ストラテジスト

アンドレス・マヌエル・ロペス・オブラドール(AMLO)は、過去に二度、メキシコ大統領選で敗れています。三度目の正直となるのでしょうか。

対抗馬は、与党である制度的革命党からの候補者であるホセ・アントニオ・ミードというテクノクラートですが、伝統的な既成勢力への拒絶反応を克服することに苦戦するとみられています。NAFTA交渉の行方が不透明で、国境に関する扇動的な発言が見られ、準ソブリン債であるメキシコ石油公社(ペメックス)が大規模な改革を必要としているといった状況から、カリスマ的でナショナリストであるAMLOが、これまでで最も優位な立場にあると考えられます。さらに、大統領選で当選した場合、どういった道を進むのでしょうか。2003年のブラジルのルラ大統領のように、中道派に向かうのか、友人のジェレミー・コービン英労働党党首のように左派に向かうのかはわかりません。いずれにおいてもメキシコ・ペソのボラティリティは高まるとみえています。

プーチン大統領は簡単に再選されるでしょうか。



ブレント・デビット
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

ロシアの大統領選挙は、主要な政治リスクのひとつでありながらも、誰も着目しておらず、多くの不透明感を抱えています。

プーチン大統領の対抗馬となるアレクセイ・ナワルニー氏は支持を伸ばすことが出来るのでしょうか。2012年の選挙前と同様の暴動が起きた場合、プーチン大統領が国内向けには守りの姿勢を、そして対外的には攻めの姿勢を見せる可能性があります。夏にはFIFAワールドカップも開催され、ロシアは注目を集めることとなります。反対に、順当な結果となった場合、最も魅力的な資産クラスとなるのは、現地通貨建て社債市場でしょう。一部の銘柄は二桁近い利回りがあるだけでなく、他の国と比較して流動性が高いことが利点です。

ベネズエラはどうなってしまうのでしょうか。



アンソニー・ケトル
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

マデュロ政権における経済政策の失敗は社会不安をもたらしています。乳児の死亡率はシリアを上回り、この2年間で平均体重は9キロ弱低下し、

三百万人の人が経済難民として国を去りました。こうした事態にもかかわらず、政府は強い権力を有しており、今年実施された反政府勢力による社会抗議行動は失敗に終わりました。ベネズエラのキューバ化はさらに進んでおり、迅速な債務再編や経済の転換は幻想でしかなさそうです。インデックスの構成比率は低いものの、債券価格が非常に低いことから、エマージング債の投資家にとって、ベネズエラは主たる投資先になっています。政治改革や経済制裁の軟化の可能性がみられた場合、2018年中のどこかでディストレスト資産となっているベネズエラに投資をする機会が訪れるかもしれません。



ラッセル・マシューズ
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

南アフリカは、T字路に立たされていると考えています。ズマ政権において国家と政治は大幅に悪化しました。この状況が続くことはもう難しいでしょう。

大手三格付け機関の残りの一社からハイ・イールドに格付けされる瀬戸際にあり、経済成長の潜在性はみられません。今後一年間のイベントの皮切りとなるのは、12月に実施されるアフリカ民族会議(ANC)の党首選で、今直面している困難に政治家が真剣に向き合っているかが試されることになるでしょう。しかし、転換点を迎える可能性もあります。シリラ・ラマポーザ副大統領が党首選で勝利した場合、2016年にブラジルでジルマ・ルセフ大統領が罷免させられた時と同様に、ポジティブ・ショックをもたらす可能性があります。しかし、状況は逼迫しています。かなり二者択一の状況となっていると考えていますが、残念なことに市場が南アフリカの無計画な状況に付き合う可能性は低いと言えます。この転換点にあっては、リスクはアップサイドにもダウンサイドにもあると考えており、通貨の動きも同様であると見ています。

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%（税抜き）、エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

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（2017年12月18日）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れるようお願いいたします。