



エマージング通貨：4つの新芽

年末及び2020年に掛けての通貨の上昇余地を見極めるための、ファンダメンタルズ面での兆候とはどのようなものでしょうか。

市場の上昇局面の前に、他の投資家の集団よりも先にポジションを構築することは、超過収益創出の可能性を最大化するために、アクティブ運用者が目指すべきことです。

エマージング通貨（EMFX）という世界は多くの投資家にとってやや勇気のいる市場エクスポージャーではあると思いますが、足元では、同資産クラスが今年末及び来年の初めに掛けて十分に下支えされていることを示唆する、復活の初期兆候が見られ始めています。

その新芽はまだ幼いかもしれませんが、今後の進展及び上昇余地を見極めるための兆候として、ブルーベイは以下の4つの要素に特に注目しています。

1. 資金フロー

株式や現地通貨建て債を投資対象とし、為替変動に対する感応度の高いエマージング投資信託への資金流入の兆しが見られ始めています。

EFPRによる投資信託の資金動向データに基づけば、2019年10月の最終週は、4月以来で初めて、EM株式投資信託に資金流入が見られた週となりました。またEM現地通貨建て債投資信託にも、4月以来で最も大きな資金流入がありました。このような傾向は、その後2週間に亘って継続しています。

2019年11月27日

ガウタム・カラニ
エマージング通貨ストラテジスト/
ポートフォリオ・マネジャー



今年に入ってからEM市場への資金流入の大半が外貨建て債市場におけるものであったため、足元の資金動向が継続すれば、EM株式及び現地通貨建て債へのシクリカルな資金の流れは、EMFXにとって好材料であるかもしれません。

株式や現地債券の投資信託への資金流入がない状態で、グローバルな成長指標も軟調で、全般的な米ドル高が見られたにも関わらず、年初来でのEMFXのリターンは、キャリー込みで3%のプラスとなっています。したがって、資金動向に大きな転換が見られた場合には、EMFXが大きく反発する可能性があると言えるでしょう。

2. 成長安定の兆候

即座にV字回復することはないにせよ、足元ではグローバル経済の成長に安定、もしくは小幅な改善の兆しが見られ始めています。このような兆候は、今年夏場に見られた成長鈍化という市場コンセンサスと比較して、重要なセンチメントの転換になると考えています。

成長見通しが上方修正される国の比率が（低い水準からではありますが）上昇している一方で、成長見通しが大きく下方修正される国の比率はほぼゼロにまで低下しています。

このような傾向は、成長の下方修正に関して、最悪期は脱した可能性があることを示唆しています。

図1：成長の上方修正及び下方修正



出所：JPMorgan, 2019年11月

EM市場に絞って見てみると、経済活動の先行指標となり得る株価収益率の見通しは8月の低水準から大幅に回復しています。

国際通貨基金（IMF）の成長見通しもこのような回復の兆しを裏付ける内容で、EMと先進国市場の成長格差が2020年に拡大するとの見方を示しています。

国際通貨基金（IMF）による2019年及び2020年成長率見通し：EMが牽引



出所：IMF

3. 実質金利は低位に留まる

米10年国債の実質金利はわずか16bpsで、5年ぶりの低水準にあります。この水準がこの先半年間程度に亘って、大幅に上昇する可能性は低いと考えています。

図2：米国10年債実質金利



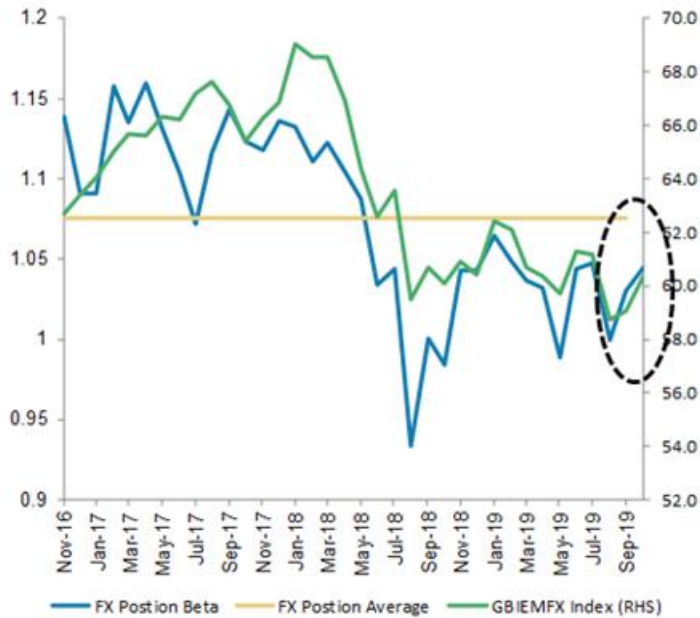
出所：Macrobond, 2019年11月7日

「リスクオン」のリフレ環境下においては、FRBの利上げ見通しを背景とした名目金利の上振れとともに、もしくはそれを前にして、期待インフレ率が上昇に向かいます。したがって、いずれにせよ実質金利はそれほど大きく上昇しないことが予想されます。このような傾向は、実質金利が最低水準を付けた10月の米国金利市場において見られました。同月に、名目金利は35bps上昇した一方で、実質金利の上昇幅は15bpsに留まったからです。

4. 投資家のポジションは引き続き軽く、割安感がある

投資家のEMFXにおけるポジションはほぼベンチマーク並みで、過去平均を大幅に下回っています。

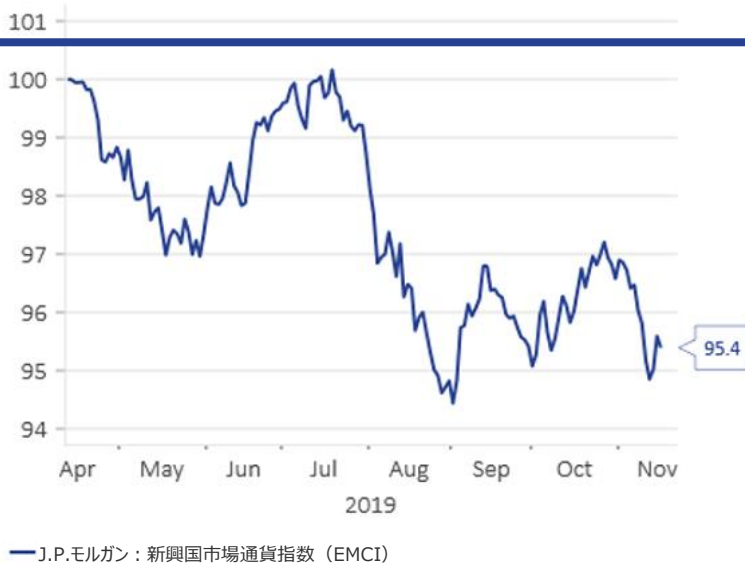
図3： EM通貨のポジション – リターンの余地



出所：Morgan Stanley 2019年11月

したがって、EMFXが今年4月の高値まで再び上昇する余地は大いにあるとみています。

図4： J.P.モルガン：新興国市場通貨指数



出所：Macrobond

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。

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。