

# エマージング債市場アップデート

## コモディティ市場は上昇ラリーの蚊帳の外

2020年2月7日

### グローバル市場の動き

先週のグローバル株式市場は、前週の大幅な下落から反発しました。コロナウイルスの感染ペースに落ち着きが見られたほか（患者の絶対数は依然として増加しているものの）、中国当局の経済刺激策実施が主な反転のきっかけとなりました。欧州株式市場では、ユーロ・ストックス 50 インデックスが4%上昇し、他市場をアウトパフォームしました。S&P500種指数も週間で3%上昇しました。エマージング（EM）株式市場も3%近く上昇しましたが、年初来では依然としてマイナス・リターンと出遅れ感が見られました。

この上昇相場のなかで唯一例外となったのは、原油市場でした。過剰供給の懸念を背景に、原油価格は続落し、週間で6%、年初来で18%の下落となりました。

米国雇用統計を見ると、非農業部門雇用者数が市場予想の16.5万人に対して22.5万人増となり、米国経済の堅調さが確認されました。失業率の上昇と労働参加率の上昇から、賃金の上昇圧力を抑制するために、米連邦準備制度理事会（FRB）が具体的な行動を取る必要性はなく、これもリスク市場を下支えする内容となりました。

EM債券市場に目を向けると、外貨建て債市場は、ハイ・イールド債が上昇を牽引するなか、トータル・リターンは0.5%の上昇となり、アウトパフォームしました。一方、投資適格債は米国金利の上昇が足かせとなり、小幅なプラス・リターンに止まりました。現地通貨建て債市場では、米ドル高が通貨部分の重石となって、リターンはほぼフラットとなりました。

### エマージング個別国市場での出来事

- **中国**：コロナウイルスの感染拡大によって延長された春節休暇が明け、人々は徐々に仕事に戻り始めました。中国人民銀行は金融市場に追加の資金供給を実施し、心理的節目である1ドル=7元以上の水準を維持しました。
- **アジア中央銀行の動き**：ウイルス感染がタイ経済に深刻な打撃をもたらす可能性の高いとされるなか、その影響の対策として、タイ中央銀行は利下げを実施し、政策金利を1%としました。シンガポール中央銀行も必要であれば追加利下げを実施する姿勢を示しました。
- **南アフリカ**：南アフリカ労働組合会議（Cosatu）は国営電力会社エスコムにおける債務負担の軽減案を発表しました。その内容は、債務残高4,640億ランドのうちの2,540億ランドを特別目的事業体に移し、南アフリカの年金基金（PIC）に当事業体の債務のおよそ2/3を引き受けてもらうというものでした。その引き換えに、エスコムの人員削減と民営化は見送られると考えられています。



**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

- **レバノン**：近日中に償還を迎える外貨建て債を巡って混乱が続いています。政府は不信任投票において解散は免れましたが、3月の元本支払いの運命が決まるまでには1ヶ月を切っています。
- **アルゼンチン**：政府は国内法に準拠したペソ建て債で先週支払い期限を迎えたもののうち、10%だけしか借り換えできませんでした。その結果、政府は2020年9月へと償還の延期を決定しました。これは債権者に優位に動いた直近のブエノスアイレス州債の事例と対照的な動きとなりました。アルゼンチン政府は外貨建て国債（外国法に準拠）の保有者に対しても強硬姿勢をとるのか、そして政府が設けた債務再編のタイトな時間軸のなかでどのように交渉を決着させるのか、疑問が残ります。

## 今後の見通し

リスク市場では、特に米国株式指数が再び高値付近を推移するなか、コロナウイルスを巡る懸念が概ね払拭されたように見えます。しかし、米10年国債利回りが年初来で35bps低下し、原油価格が18%下落するなか、主要金利及びコモディティ市場では異なった見方が広がっているようです。

現在のところ、ウイルス感染が完全に封じ込められるまで、グローバルにおける成長鈍化の程度を断定するのは不可能だと考えています。中国当局はこの感染に対して速やかに対策を実施していますが、中国の1-3月及び4-6月期の経済成長には隔離措置などの影響が及ぶことが想定されます。当局は影響緩和のために金融及び財政刺激を拡大しており、もしウイルス封じ込め策が奏功するのであれば、今年の下半期には大幅な経済回復が見込まれています。

EM市場では、中国の減速による影響を最も大きく受けるのはアジア経済であると見ている一方で、他の地域においてもコモディティ及び原油価格の下落による影響が予想されます。債券市場への影響に比べて、EM株式市場は年初来でマイナス・リターンとなるなど、中国の影響を大きく受けています。

米国金利市場では、FRBによる年内の追加利下げが織り込まれています。これに対して、EM中央銀行にも政策金利を一段と引き下げる余地があると見ており、現在の市場環境は成長の下支えになると考えています。利下げが実施された時、EM通貨に影響は出ないだろうかと疑問が浮かびますが、答えはグローバル経済の成長率にあると見ています。成長鈍化の程度や景気回復にどのくらいの確証が得られているのかという疑問から、現在のところ、通貨のベータを削減する一方で、キャリー及びデュレーションに注目したポジションを維持するのが適当であろうと考えています。

## 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。