

# エマージング債市場アップデート

## ウイルス感染拡大の影響をどのように緩和するか

2020年2月28日

### グローバル市場の動き

先週の初めは、コロナウイルスへの恐怖心が金融市場で強まるなか、グローバル株式市場の大幅な下落により呑気に構えていた投資家心理が揺さぶられる展開となりました。S&P500種指数は11%下落し、欧州及びエマージング（EM）株式市場も同様の動きとなりました。一方、主要金利は低下基調となり、米国10年債利回りは30bps低下し、1.15%で週末を迎えました。

コモディティ市場では、グローバル需要への懸念から11-13%下落した原油価格がアンダーパフォームしました。年初来で見て、同価格は20%以上下落しています。投資家が利益の出ている取引での利益実現の動きに過ぎないと見ているものの、先週は金属価格、そして金価格さえも下落しました。この金属価格の大幅な調整には、経済成長を巡る懸念によってリスク資産全体の下落を憂慮した動きが反映されていたと見えています。

EM債券市場に目を向けると、外貨建て債市場は現地通貨建て市場をアウトパフォームしました。外貨通貨建て債市場では、投資適格債のスプレッドが約30~45bps拡大したものの（社債が国債をアウトパフォーム）、米国債利回りの低下がリターンを押し上げたことから、トータル・リターンは-0.2~-1%のマイナス幅に留まりました。ハイ・イールド債はそれとは異なり、成長への懸念によって、スプレッドが70-100bps拡大したほか（ここでも社債が国債をアウトパフォーム）、通貨部分が引き続き弱含んだことから、トータル・リターンは3%近く下落しました。現地通貨建て債市場では、主に通貨部分が引き続き弱含んだことから、3%近く下落しました。現地金利部分においても、通貨部分の軟調な動きから冴えないパフォーマンスとなりました。

### エマージング個別国市場での出来事

- **コロナウイルス感染状況**：中国ではウイルス感染に歯止めがかかり始めた一方で、EM市場などのその他地域において感染が広がり始めました。韓国における感染者数は2,000人を超えたほか、遠く離れたナイジェリアやブラジルでも感染例が報告されています。
- **中国**：2月の製造業購買担当者景気指数（PMI）は前月比14ポイント下落の35となり、非製造業PMIも同比24ポイント下落し、30をやや下回る結果となりました。これらは市場予想を大幅に下回る結果となりました。製造業PMIを見ると、主な生産指数は大幅に悪化し、新規受注及び輸出受注指数も同様の結果となりました。非製造業では、人々が交通機関の利用を控え、在宅時間が伸びたことから、サービス及び建設指数が大きく影響を受けました。中国では、経済活動の大幅な停滞が見られた先月から、成長安定を図るために工場勤務への復帰を急ぐように労働者に促しています。



**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**：償還期限が3月9日である120億米ドル相当の外貨建て債券を巡って判断が迫られています。投資家は依然としてこれらの債券がパー価格で償還されるかどうかを把握していません。債券価格が50ポイント後半を推移するなか、今後どちらかの方向に大幅に変動すると見えています。
- **アルゼンチン**：政府は情報機関を採用して、債券保有者の特定作業を開始しました。この動きから、数週間以内に投資家に向けて最初の債務再編計画が発表される可能性が高いと見られています。

## 今後の見通し

先週の市場変動の大きさやそれに伴うインパクトを受けて、2008年を回想した人が多数いたのではないかと考えています。先週の初めに成長見通しの悪化から、追加の金融及び財政緩和策の必要性を訴えるような形で、市場におけるボラティリティが大幅に高まりました。この動きから、経済成長へのネガティブな影響を和らげるために、今後政府及び中央銀行は成長支援に動くと思っています。

今週の火曜日（3月3日）に米連邦準備制度理事会（FRB）は50bpsの緊急利下げを実施し、「経済を支えるために適切な行動をとる」と述べ、追加緩和の可能性を示唆しました。年央までに最低でもさらに二回の25bpsの利下げが実施される（次回以降の2度のFOMCに亘って）と市場では織り込まれており、これが実現する可能性は高いと見えています。

欧州中央銀行（ECB）は19bps、豪準備銀行は32bps、日本銀行は12bpsといった形で、市場で年末までに複数回に亘る利下げの実施が織り込まれるなか、他の中央銀行もFRBに追随する可能性が高いと見えています。EM市場では、ここ最近通貨は軟調に推移しているものの、落ち着いたインフレ率や、ヒストリカルで見て先進国に比べて実質金利が高い点を考慮すると、EMの中央銀行も同様に利下げの動きに追随する可能性が高いと見えています。

短期的に市場ではボラティリティが高止まりし、推測が困難であると考えているものの、中期的な見方を後述いたします。

- コロナウイルスに起因するサプライチェーンの混乱を収束するためには大規模な財政出動が必要だと見えています。今後はヘルスケア及びインフラ支出の増加、影響が及んだ個人や企業に対してマイクロ経済レベルでの支援が打ち出されると見えています。また政府による救済（中国での海航集団（HNAグループ）の例）や買収、合併の例も増加すると予想しています。同時に、深刻な影響が及んだ産業を支援するために規制緩和もあると考えています。
- 輸送や消費、コモディティなど深刻な影響が想定されるセクターにどの程度の支援策が講じられるかは、ハイ・イールド債市場のデフォルト率への影響をどれほど抑えられるかに相関すると考えています。石油企業にとっては、石油輸出国機構（OPEC）（3月5日開催）において、短期的に原油価格を下支えるための対策を講じるかが焦点になると見えています。先週のコメントで述べたように、現在の原油価格において更に下落が進んだ場合、原油関連債券の原油価格に対する感応度は大幅に高まることが予想されます。
- 先進国では、FRBが最も大きな利下げ余地を持つ中央銀行となり、金利差が残りの中央銀行と縮小するにつれて、米ドル安が進むことが想定されます。また、これは一部ハイ・イールド通貨が恩恵を受ける形でEM市場にもポジティブな効果が波及すると見ており、現在は機動的にポジションを積み増す好機だと捉えています。
- 先進国の実質金利がマイナス圏に留まっているのに対してEMの実質金利が3%近くあることを考慮し、EM現地金利市場に対して前向きな見方を維持しています。ヒストリカルで見て、この金利差が縮小する余地が大いにあると見えています。

## 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。