

エマージング債:新型コロナウイルスのQ&A

エマージング債チームのシニア・ポートフォリオ・マネージャーであるポリーナ・クルドヤフコと、今の危機におけるエマージング債市場に関するQ&Aを実施しました。2020年の債務支払い、エマージング諸国の政策の柔軟性や流動性の懸念、中国の景気回復の兆しなどについて触れています。

Q. エマージング諸国の政府はこの危機からの影響にどのように対応していくでしょうか。エマージング諸国は今年償還を迎える債務を支払うことが出来るのでしょうか。

A. ソプリンの債務支払いの持続性を見るとき、流動性を考慮することが重要です。三つのポイントがあります。①償還を迎えるまでの期間、②債務支払いに充当することができる外貨準備高、③IMFからの支援を受けられるかどうか、です。

①償還を迎えるまでの期間についてですが、エマージング諸国は2020年に満期を迎える債務を約1,170億米ドル抱えています。しかし、このうちの大半（約750億米ドル）は中東欧と中東の国が占めています。簡単に言えば、債務を支払うことが出来る国です。これらの国としては、ポーランド、ハンガリー、カタール、サウジアラビアが該当し、サハラ砂漠以南のアフリカ諸国の支払額は100億米ドルに過ぎません。

サハラ砂漠以南のアフリカ諸国については慎重な見方をしています。年初から債務の増加と一部の国での経済成長鈍化への対応について懸念を抱いてきました。これらの国はさらなる痛手を被り、債務再編の可能性もあると見ています。しかし、不幸中の幸いは、これらの国が資産クラス全体に占める割合がわずかであることです。

②ほとんどのエマージング諸国は必要となる流動性を提供出来る十分な外貨準備を積み上げています。バーレーンやエクアドルといったほんの一部の国が、2020年に必要となる流動性を下回る外貨準備しか有していないと見ています。

③IMFはエマージング諸国に対する支援資金として1兆米ドルを保有しています。これはエマージング市場全体の債務の25%に相当し、2008年と1998年の危機時の支援金の合計よりも大きな金額となっています。

GDPに対する債務残高を見た時、1998年時と比較すると当時の10%程度となっています。そのため、2020年の債務額は支払い可能な水準にあると考えています。

Q. 最も柔軟な政策をとれる国または地域はどこだと考えていますか。

A. まず地域については、アジアが抜きん出ていると思います。原油価格の下落による恩恵を受ける地域であるとともに、新型コロナウイルスに対してもいち早く対応に乗り出しました。特に中国は国内市場を下支えするための流動性を供与できるという点において、かなりの政策上の柔軟性を有していると考えています。すでにこれが実を結びはじめている兆しもみられます。

より広範に見ると、突出しているのは経済が盤石な国です。中東欧地域では、ロシア、チェコ、バルト海沿岸国が挙げられます。中東では、イスラエル、サウジアラビア、カタール、クウェート、アブダビ、中南米ではチリやペルーが該当すると考えています。

経済支援をする余力があるかどうかだけではなく、その意思があるかも見極める必要があります。財政緩和に乗り出すか、財政引き締めスタンスを維持するかどうかです。

さらに中国を除いては、経済支援規模は先進国ほどにはならないでしょう。例えば、チリやペルーでは、追加支援としてGDPの2～3%に相当する財政出動があるかもしれませんが、先進国では一桁台後半に相当する金額が充てられています。



ポリーナ・クルドヤフコ
パートナー
エマージング債チームヘッド

2020年4月20日

新型コロナウイルスのパンデミックは、国内の流動性供与をさらに増やすきっかけとなりました。

Q. エマージング諸国の企業はどれくらいの資金調達が必要になりますか。

A. まず再資金調達の必要性から見ていくと、エマージング国の企業が2020年に満期を迎える債務は約2,500億米ドルとなっています。しかし、この大半は中国をはじめとするアジアの企業が占めています。中国は2019年11月以降、国内の流動性を下支えるための政策が取られている唯一の国です。

新型コロナウイルスのパンデミックは、国内の流動性供与をさらに増やすきっかけとなりました。

例えば、B格の不動産デベロッパーは、新型コロナウイルスが拡大する以前よりもスプレッドで、200bpsタイトな水準で借り入れを行うことが出来ています。不動産セクターはハイ・イールド銘柄のなかで、唯一前向きに見ているセクターです。

ビジネスの観点からは、最も苦戦を強いられることになるのは航空会社であると見ています。しかし、航空会社がエマージング社債市場に閉める割合は低く、インデックスにおける構成比率はわずか0.3%です。

Q. 2020年及び2021年のデフォルト見通しについて教えてください。

A. 新型コロナウイルスの感染拡大と原油価格の下落を受けてデフォルト予想は上方修正しました。2021年に向けて、デフォルト率は2%台中盤から4%のレンジまで上昇すると見ています。しかし、現在のスプレッド水準は二桁のデフォルト率を織り込んだ水準となっています。

デフォルト候補となっている企業は輸送セクター（特に航空会社）、一部のユーティリティ企業です。しかし、これらのデフォルトは新型コロナウイルスが原因ではなく、レバレッジの問題によるものになると考えています。

デフォルト予想は以下の二つの観点に基づいたものとなっています。

①エマージング国の企業は、10年間とは言わないまでも少なくともここ5年間は低成長の環境のなかでレバレッジの解消を進めてきています。

2015年の原油価格の下落を受けて、多くの企業は設備投資については慎重なスタンスを取るようになり、キャッシュのバッファーを保つようになってきました。そのため、これらの企業はこの下落局面に高レバレッジで突入しているわけではないことから、経済成長見通しがより上向きであった場合と比較して大幅にデフォルトが増加するわけではないと考えています。

②この10年間でエマージング通貨の価値はほぼ半減しています。ここで特筆したいのは、この下落は徐々に起こったということです。そのため企業は、現地通貨中心に債務の構成を調整し、プロジェクトや設備投資には慎重な姿勢を取りました。こうしたことは、今回の危機を耐え抜くための助けとなっています。

2008年のときのように一部の銘柄が流動性圧力にさらされることは不可避であるでしょうが、債務再編があったとしても回収率も高水準になると考えています。1998年には回収率は20%程度でしたが、2019年の回収率は約50%でした。

Q. 経営陣は経済状況が自社に与える影響をどのように評価しているのでしょうか。明るい兆しは見られますか。

A. テクノロジーの進歩により、ロックダウンのさなかでも投資先企業とかなりの時間を使って話すことが出来ています。経営陣のコメントはセクターによってまちまちです。ユーティリティ・セクターでは、設備投資の減少は見られませんが、売上高は比較的落ち着いています。通信セクターは、突然のより柔軟な職場環境への変化によって恩恵を受けている主な産業で、政府と営業範囲の拡充を巡って話し合いを進めている企業も見られます。工業、金属及び鋳業セクターは、シクリカルな特性を考えれば当然ですが、一部の工場が閉鎖に追い込まれています。最後に石油・ガスセクターは設備投資予定の引き下げに見舞われていますが、エマージング市場における同セクターの銘柄はほとんどが準ソブリン債となっています。

明るい兆しについては、ここでも中国に注目が集まります。不動産の取引量は平常時の約90%まで回復していると、話をした企業の経営陣は言っていました。

セクターを考えると、インデックスの構成を考慮することが重要です。

インデックスで最も大きな割合を占めるのは銀行セクターで、その構成比率は約30%です。エマージング国の銀行はかなり高い資本比率を有し、ここ数年でバランス・シートの拡大を行っていないことから、比較的堅実な姿勢を保ってきたと考えています（但し、不良債権は増加していくことになるでしょう）。

二つ目に大きなセクターは通信・メディア・テクノロジー（TMT）セクターです。このセクターは通信及びインターネットの利用により、比較的堅調となっています。ユーティリティ・セクターの構成比率は約10%、石油・ガス・セクターの構成比率は13%程度となっています。

一部のわずかな企業は大胆な経営方針を取るかもしれませんが、多くの企業はより慎重なスタンスを取り、事業活動を抑制するとみえています。

明るい兆しについては、ここでも中国に注目が集まります。不動産の取引量は平常時の約90%まで回復していると、話をした企業の経営陣は言っていました。一方で、人の密集を避けるなかで、レストランやエンターテインメント産業が回復までに時間を要するのは明白でしょう。

ディスクレーム

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 0.60%（税抜） / エマージング短期総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマージ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） / レバレッジド・ファイナンス・トータル・リターン戦略：年率 0.75%（税抜）

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。