

エマージング債：アップデート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・クルドヤフコが、新規発行、インフレ、地政学リスク、投資機会のサインといったことに触れながら、今回の危機におけるエマージング債市場についての疑問にお答えします。

エマージング債市場の中で、想定外な価格の動きはありましたか。

4月の上昇は大きなものとなりましたが、エマージング市場内の資産クラスごとのパフォーマンスに差が出たことには注目したいと思いません。先進国債券市場が投資適格債もハイ・イールド債も幅広く回復している中で、エマージング市場では社債とソブリン債に大きな差が見られました。

エマージング社債では、主要なインデックスは4%程度の上昇となっており、中でもハイ・イールド債が6%の上昇となるなど、全体のリターンを牽引しました。ソブリン債のインデックスは2%程度の上昇に留まり、ハイ・イールドのソブリン債は、ハイ・イールド社債の上昇の半分にも至りませんでした。

この結果自体にそれほどの驚きはなく、ハイ・イールド・ソブリン債の中ではさらなる大幅下落も見られ、特に価格が70~80ポイントの銘柄に対しては投資家が今後1年の、こうしたソブリンの先行きを考えようとしていました。社債では、スプレッドの大きさからハイ・イールド社債は安定が見られ、中国の不動産銘柄が特に上昇する形で、アジアの銘柄がリターンの大半を稼ぎました。

4月の動きで意外だったのは、現地通貨建て債が予想以上に上昇したことです。インデックスは4%程度の上昇でしたが、地域ではアジアがアウトパフォームして6%以上の上昇となっています。そのリターンの内訳は、金利から2%で、通貨から4%となっています。今後も、現地通貨建て債市場では差異が続くと考えています。

ここ数週間で、多くのエマージングのソブリン債の新規発行がありました。今後社債にもこうした動きが見られると考えていますか。

3月からのエマージング社債の新規発行額はわずか100億米ドルで、2009年以来となる月間発行の少なさです。予想通り、大部分がアジア企業の発行で、投資家にリスク選好がある地域と言えます。年初来では、発行額は1,300億米ドルとなり、少しはマシな数字で、過去数年と大きく変わらない数字です。証券会社の推定では、今年のうちさらに3,000億米ドルの発行があるというのがコンセンサスです。

これが下方に振れる可能性があるだろうと私たちは考えていますが、そこには主に2つ理由があります。

まず最初に、これまでの新規発行は投資適格銘柄が中心で、この傾向は続くと考えているのですが、実際にはハイ・イールド債への需要が高まってきています。

二番目に、外貨建て債市場ではなく、国内市場での借り換えに注力する動きがあります。今年新規発行が予想されていたエマージング社債5,000億米ドルのうち、3,200億米ドルはアジア企業です。国内市場が代替的な資金調達市場として機能するかどうか、エマージング社債の発行額全体を左右するでしょう。

さらに、投資適格でこれまで発行を行った銘柄はこれまでのところ良好なパフォーマンスです。投資適格の新規発行銘柄の大部分は15~50bpsスプレッドが縮小しており、石油・ガス関連企業も、業界の厳しい状況にもかかわらず、新規発行を行っています。



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5月14日

安定したキャリアがやはり一番投資家にとって重要だと考えています。新型コロナウイルスの大流行による下落から、エマージングの投資適格債には今それがあると考えています。

中国と欧米との政治関係が悪化が最近見られますが、経済と市場の見通しにどのように影響するかと考えていますか。

中国へのネガティブな発言には、米国大統領選のキャンペーンという点が一部影響しているとみており、そのために継続する可能性が高いでしょう。しかしながら、中国と欧米間のサプライ・チェーンという相互の結び付きを過小評価すべきではないでしょう。例えば、米国の抗生物質のおよそ90%は中国が輸出をしています。仮に中国と欧米のサプライ・チェーンが切れてしまった場合、先進国が最も大きなリスクを抱えることになると考えられます。そうしたことから、ネガティブな発言は経済面や市場面での積極的な行動に至らず、ツイッター上のもので終わるケースが多いでしょう。

全体として、市場は新型コロナウイルスによるショックでデフレ傾向を予想しています。想定外にインフレ率が上昇する可能性はありますか。

これは興味深いところで、現時点の指標を見てみると、エマージング国もグローバルでの多くの国も、インフレ率は予想外に低下しています。原油価格の低下もその要因です。しかし、食品価格の上昇は可能性ががあります。多くのエマージング国で食品価格は消費者物価インデックスでの大きな構成項目です。一部の国でインフレ率が急上昇しても意外ではありません。そうした点から、物価連動債へのエクスポージャーを持つことは、インフレ・ショックへの最大の防御となり得ます。

エマージング債に様々なセグメントがある中で、投資機会とリスクは主にどこにあると考えていますか。

安定したキャリアがやはり一番投資家にとって重要だと考えています。新型コロナウイルスの大流行による下落から、エマージングの投資適格債には今それがあると考えています。例えば、AA-格のカタール国債はギリシャ国債よりもスプレッドが大きな状態にあります。投資家から堅調な需要が続いていることで、新規発行市場での社債もソブリン債も良好なパフォーマンスとなっています。

その対極にあるのですが、ソブリン債を中心としたディストレスト債も挙げられます。最大の転換は、価格が50~70ポイントにあるハイ・イールド格の市場で起きると考えており、この分野での分析に注力しており、投資機会も見付け始めています。しかし、ボラティリティは高いと想定しています。

リスクは、自ずから大体が構造的なものとなります。今回の危機は、低成長と共に、多くの債務を抱えて突入するのではなく、多くの債務を抱えて抜け出すということになるであろうという点で、異例です。先進国でもエマージング国でも、V字型の回復の可能性は低いでしょう。投資家にとっては、ボラティリティが高く、価格の大きな動きが想定され、市場が「正常」でない期間となるでしょう。社債も国債も、スプレッドとパフォーマンスの差異が続くと考えています。その点は、アクティブ運用者にとっては有利な環境ではないかと考えています。

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。