

エマージング市場：今年の抱負

2021年1月11日

エマージング諸国の経済回復と伝統的な政策ミックス、米国の実質金利がマイナスとなりエマージング諸国の経常収支が黒字となっていることは、現地通貨建て債市場に資金を惹きつける磁石となりそうです。



ポリナ・クドヤフコ

パートナー

エマージング債チーム

シニア・ポートフォリオ・マネジャー

今年の抱負はありますか。私はといえば、新型コロナウイルスによって日々変わる行動制限から、いつも通りのお祝いをするには多忙すぎる新年となり、今年は抱負を考えることを忘れてしまいました。そして、年明けから数日経ってから考えてみましたが、例年通りの「もっと運動をする」「体重を数キロ減らす」のほかに、「シンプルであることを楽しみ、身の回りに溢れる美しいものに感謝する」という抱負を掲げました（前者のふたつと比べれば、なんともロマンチックです）。私たちは、確かさを追い求め、ゴールを達成し、目標に向かって進み、結果を制御するようなプログラムを誰もが組み込まれています。しかし、シンプルに立ち止まって静観することで、より見識が得られることもあります。シンプルに考えた場合、昨年エマージング市場のパフォーマンスから得られる見識は何でしょうか。

2020年は、エマージング債の投資家にとって予想外のことが数多くありました。エマージング社債のデフォルト率は先進国社債を下回り（エマージング・ハイ・イールド債のデフォルト率が3.5%だったのに対し、米国ハイ・イールド債のデフォルト率は7%）、回収率は大幅に上回りました（エマージング社債の回収価格が平均45セントだったのに対し、米国ハイ・イールド債の回収価格は平均28セント）。また経済回復の形状にもポジティブ・サプライズがあり、パンデミック下においても、多くのエマージング国はプラス成長を遂げ、より慎重な財政スタンスと伝統的な金融政策という組み合わせを取りました。こうしたことを背景に、エマージング債のリターンは全般的にプラスとなり、最も上昇幅が大きかったエマージング投資適格社債はプラス7.6%、最も上昇幅が小さかったエマージング現地通貨建て債でもプラス2.7%のリターンとなりました。そしてエマージング市場におけるポジティブなモメンタムは2021年も続くと考えています。しかし、外貨建て債と現地通貨建て債のリターン差は拡大するとみており、2008年のグローバル金融危機以来はじめてエマージング現地通貨建て債が優勢になると考えています。

さて、エマージング市場の現状を考察するために、立ち止まって静観してみます。投資家は、よりポジティブな見方を持っていますが、新型コロナ対策、ワクチン普及のスピード、米中間の緊張及び直近の中国企業に対する政策、米国の財制政策の縮小、インフレ懸念による米連邦準備制度理事会（FRB）の緩和スタンスが薄れること、などリスクは山積しています。しかし、エマージング経済のマクロ指標を見ると、先進国ほど新型コロナの傷跡は深くないことがわかります。バランスシートの悪化は先進国と比較すれば抑えられており、先進国のGDPに対する債務比率は22%増加した一方で、エマージング国の増加率は9%に留まっています。さらに、経済成長の面でも先進国ほどの痛手は被っていません。

グローバル金融危機以降初めて、エマージング通貨は米国の実質金利の低下と経常黒字という追い風から恩恵を受けています。主要エマージング国のほとんどの経常収支はプラスとなっており、例えばインドでは約 20 年ではじめて経常黒字となりました。同時に、米国の実質 10 年金利は過去最低水準（マイナス 1%）となっている一方で、エマージング諸国の実質金利はプラスであるだけでなく、2008 年以來で最も高い水準近くにありま。中国の実質 10 年金利は 2.8%で、これは 10 年ぶりの高水準です。こうした肥沃な地盤によって、エマージング市場への資本流入がみられ、中でもエマージング現地通貨建て債への資金流入増が見込まれます。

こうしたポジティブなモメンタムの阻害要因としては何が考えられるでしょうか。

財政規律及び政策の信用性の欠如は注視すべき重要な要素です。しかし、先進国は金融政策の拡大を実施していますが、アジアや中南米地域を中心に大半のエマージング経済にとっては、慎重な財政政策がカギになると考えています。メキシコから中国まで、債務削減は国策の目標のひとつとなっています。コスタリカといったより経済規模の小さい国においては、財政規律を守る姿勢を欠いていたことで、国内投資家は、政府が必要とする資金を提供することを拒絶しました。南アフリカなどの例外はありますが、多くの国は目を見張るほど、財政規律を守っています。エマージング諸国の企業に至っては、キャッシュの保全と負債管理の面で、さらに慎重な姿勢を見せています。2021 年のエマージング企業のデフォルト率は過去平均を下回る 2.5%まで低下する可能性もあると見えています。新型コロナウイルスは悲しい現実で、エマージング諸国はワクチン普及を加速させるためのリソースをそれほど持っていませんが、投資家にとってはポジティブ・サプライズとなる経済成長を遂げています。

次に、中国企業に対する制裁リスクについて考えていきます。

制裁による影響は、どれだけ準備が出来ているのかと制裁のレベルによって変わると見えています。中国政府は、現地企業による香港証券取引所への上場をより簡単にしながら、国有企業の再資金調達ニーズを満たすように国内市場及び現地銀行へのアクセスも継続させるなど、規制緩和のステップをすでに取り替えていることは注目に値します。

では、こうした前向きな見通しが変わる要因は何でしょうか。

中国の金融と財政引き締めペース、スプレッド縮小のスピードは注視しています。今回は政策引き締めという面で中国がリードしていると考えています。先進国の政策当局は特定セクターの下支えと経済のソフト・ランディングを目指すために「できることは何でも行い、さらに拡充する」という準備が出来ています。一方、中国は健全な経済回復のための材料がすべて揃っており、レバレッジの解消に力を入れているため、政策は引き締め方向にシフトする可能性があると見えています。中国が引き締めペースを加速したときに、その他の国の経済回復がどういった状況にあるのかが問題です。さらに、昨年 3 月以降のスプレッド縮小ペースを考えると、投資家がミスが犯すことが出来る余地は限定的です。しかし、過去の水準からすれば、先進国と比較した絶対及び相対ペースで、エマージング債のスプレッドはまだ魅力的な水準にある一方、投資家のポジションは混み合っており、特にこのことは現地通貨建て債市場において言えます。しかし、ワクチン普及のペースと有効率は、経済回復ペースに大いに影響するでしょう。

新年を迎えても、グローバルな経済回復への確実性とパンデミック終息の道筋は見えていません。しかし、エマージング諸国の経済回復と伝統的な政策ミックス、米国の実質金利がマイナスとなり、エマージング諸国の経常収支が黒字となっていることは、現地通貨建て債市場に資金を惹きつける磁石となりそうです。時々、確実性と目に見える成果を追い求めすぎること、足元のシンプルな決断について、立ち止まって考えることを忘れてしまうことがあります。将来の

結果に対する確実性を欠いているためではなく、過去の痛い経験が足踏みをしてしまう原因となります。このことはまさにエマージング現地通貨建て債にあてはまることですが、過去のことは過去のこととして、シンプルに考えることが私の新年の抱負です。

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主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。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。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータルリターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

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、別途記載のない限り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、当社の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。

以上