



# エマージング債市場アップデート

ロシア・ウクライナ情勢に揺さぶられる市場

2022年2月18日

## 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



## グローバル市場の動き

今週は株式市場が総じて下落基調となり、S&P500種指数は1.6%、ユーロSTOXX50インデックスは2%、それぞれ下落しました。エマージング市場（EM）株式は比較的持ち堪え、0.7%の下落に留まりました。主要金利の動きは前週と比較してやや落ち着き、米国債の利回り曲線はブル・スティーブ化したほか、ドイツ10年国債利回りは11bpsの低下となりました。

EMクレジット債市場では、社債のспレッドが10bps、ソブリン債のспレッドが8bps、それぞれ拡大し、ベース金利の動きが安定していたにも関わらず、トータル・リターンはそれぞれ0.40%の下落及び0.35%の下落となりました。ロシアによるウクライナ侵攻が差し迫っているとの警戒感が強まる中、地政学リスクの高まりが投資家のリスク回避姿勢につながり、спレッドの拡大を招きました。中でも最も軟調となったのはウクライナ資産で、ソブリン債、社債のспレッドはともに100bps程度拡大しました。ロシア資産のспレッドは30bps程度の拡大に留まりましたが、状況が更に深刻化すれば西側諸国からの制裁が強化される可能性があり、今後更なるспレッドの拡大も予想されます。

EM現地通貨建て債市場は引き続き足元のマクロ経済環境に対する耐性を発揮しており、0.5%の上昇となりました。ただし、主要指数構成国の間ではパフォーマンス格差が広がっており、ロシア・ループルの2%超の下落を背景に、中東欧・中東・アフリカが目立ってアンダーパフォームしています。一方で、直近の地政学リスクの高まりからは比較的距離を置いているとの見方から、南アフリカ資産が相対的に良好なパフォーマンスとなっています。

## 個別国市場での出来事

**ロシア・ウクライナ:** 金融市場は、ウクライナに対するロシアの軍事的圧力の高まりに関連した報道に大きく左右される展開となりました。当レポート執筆時点において、ロシアはウクライナ東部の親ロシア派支配地域の「独立」を正式承認し、同地域にロシア軍の派遣を指示しました。このようなロシアの行動を踏まえ、米欧は第1弾の経済制裁を発動し、ロシア国債及び一部銀行がその対象となりました。同時に、今後ロシアがウクライナ侵攻を進めれば、制裁の更なる強化は避けられないとの明確なメッセージが発信されました。

**中国:** 政府が、住宅ローンの頭金として必要な金額の水準を多くの都市で引き下げたり、金融機関に住宅ローンの承認や建設ローンを加速させるよう促したりと、引き続き不動産市場の政策緩和に努める姿勢が見て取れました。これらの緩和策にも関わらず、不動産開発会社の債券価格は低水準に留まっており、依然として同セクターの流動性危機を緩和するための策としては十分ではないとの見方が広がっているようです。ただし同セクターのバリュエーションは更に魅力的となっています。

## 今後の見通し

インフレ圧力の高まりによって主要国中央銀行がタカ派寄りに転換する中、ロシア・ウクライナ間の緊張も相まって、マクロ経済環境の変動性は高止まりしています。当レポート執筆時点においても既に米欧からロシアへの制裁が発動されていますが、ロシア軍の存在感は高まっており、制裁による影響は現段階では限定的であるようです。全ての兆候が、ウクライナへの全面的な侵攻を示唆しており、仮にそうなった場合には多大な人的犠牲や、ウクライナ及びロシア金融資産への深刻な影響が予想されます。また、エネルギー市場においても、軍事衝突は少なくとも短期的な供給の減少や価格の高騰につながるとみて、市場の注目が集まっています。

EM債券市場のパフォーマンスには引き続きばらつきがみられ、現地通貨建て債市場が明らかにアウトパフォームしている一方、外貨建て債市場では、米欧社債市場同様にスプレッドの拡大基調が見られます。現地通貨建て債市場では地政学的要因からロシア資産が最も大きく出遅れているものの、相対的にベータ値の高いブラジルや南アフリカなどを中心に、その他の国は比較的底堅いパフォーマンスを見せています。多くのEM国が利上げサイクルで選好していたことを踏まえると、この先実質金利面での魅力が増すと言え、その意味で多くの投資家はEM現地資産を過度にアンダーウェイトしていたとみられます。

短期的には、EM現地通貨建て債及び外貨建て債市場のパフォーマンスがともにロシア・ウクライナ間の状況の進展に左右される環境を予想しています。過去数ヶ月間に亘って試練を強いられてきた投資家にとっては更なるハードルになるとも言えるかも知れません。今年は、市場のボラティリティが高まる局面によって度々中断される市場環境を予想しており、投資家にとっては魅力的なエントリー・ポイントがもたらされる可能性があるかとみています。したがって、今年良好なリターンを達成するためには、辛抱強くそのような市場機会の訪れを待つことが最も有効であるとの見方を維持しています。

## 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主な手数料や費用等は以下のようになります。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



Global Asset Management  
BlueBay Asset Management