



エマージング債市場アップデート

ロシアのウクライナ侵攻によって高まる不確実性

2022年2月25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

今週は株式市場のパフォーマンスにばらつきが見られ、S&P500種指数は0.8%上昇した一方、ユーロSTOXX50インデックスは2.5%の下落となりました。エマージング市場（EM）株式は、30%超の下落となったロシア市場主導で大きく弱含み、代表的な指数は米ドルベースで5%近く下落しました。コモディティ市場では原油価格が急騰し、ブレント原油は1バレル100米ドル近辺に達しました。主要金利の動きとしては、米国債の利回り曲線がベア・フラット化し、米2年国債利回りは10bps程度上昇しました。

EMクレジット債市場では、社債の спреッドが32bps、ソブリン債の спреッドが34bps、それぞれ拡大し、ベース金利の動きもあって、トータル・リターンはそれぞれ2.5%の下落及び3%超の下落となりました。指数レベルでの軟調なリターンは概ねロシア及びウクライナによるものと言え、ロシアによるウクライナ侵攻の報道を受け、両国の資産はともに大幅な下落を記録しました。例えば、週の初めには100近辺にあったロシア長期国債の価格は、週末までに60台後半まで値下がりしたほか、ウクライナの長期国債も77から48まで下落しました。

EM現地通貨建て債市場では、債券、通貨がともに弱含む中、トータル・リターンは2.4%の下落となりました。当然のことながら、一週間で18%近く下落したロシア資産がその主因となり、中東欧諸国の資産もこれにつられて軟調なパフォーマンスとなりました。中でも、投資家がヘッジ代替として利用しやすい通貨としてハンガリー及びポーランドの通貨が苦戦を強いられました。また、地理的に近い位置にあることや、エネルギーの輸入国であることなどから、トルコ資産も軟調となりました。

個別国市場での出来事

ロシア・ウクライナ: 欧州時間の木曜日の朝、投資家はロシア軍がウクライナの都市を爆撃し、ロシア戦車がウクライナとの国境を侵攻している信じがたい光景とともに目を覚まし、その後も市場参加者の目はウクライナにおける悲劇的な惨状に釘付けとなりました。

ロシアのプーチン大統領が望んでいるのはウクライナの政権交代及び傀儡政権の樹立であるとみられませんが、ウクライナ国民の自国防衛に対する強い意志はロシア側の想定を上回り、プーチン氏は兵力を増強させることで軍事力を強化するとの見方が強まりました。

仮に今後もウクライナ国民が確固たる意思とともに抵抗すれば、ロシア側は長期間かつ犠牲の大きな軍事作戦を強いられることとなり、これは当初の想定とはかなり異なる展開であるとみられます。

プーチン氏がウクライナを軍事的に抑圧し、ロシア主導の政権樹立に成功したとしても、ウクライナ国民に対するの合法性はなく、ロシアの侵略はその存続性を問われることになるでしょう。これはロシア軍の範疇を超えるものであり、最終的には交渉による解決の可能性が浮上するでしょう。

また西側諸国もロシアに対して厳しい経済制裁を発動し、エネルギー関連の十分な配慮とともに、ロシアを西側の金融システムから実質的に排除する措置を取りました。当レポート執筆時点において、ロシアの多くの銀行がSWIFT（国際銀行間通信協会）から排除されることとなっています。

ロシア及びウクライナ資産の大幅な下落以外の金融市場への影響としては、コモディティ市場において最も大きく表れていると言えそうです。原油価格は既に1バレル110米ドル近辺に達しており、グローバル経済のスタグフレーション・リスクが懸念視され始めています。

今後の見通し

今回のロシア・ウクライナ紛争がマクロ経済市場に直接的に及ぼす影響として最も大きいのはコモディティ価格への影響であると言えるでしょう。原油価格はこの1年で50%近く上昇し、1バレル100米ドルを優に超える水準にあります。このことは、直近のインフレ傾向に拍車を掛けるとともに、グローバルな成長見通しにも影響をもたらすでしょう。とりわけ、過去1年間程度に亘るインフレ率の高止まりを踏まえ、主要中央銀行がインフレ圧力を看過できない状況にある中では尚更です。

EM債券市場のパフォーマンスは、わずか数日で価値の半分以上を失ったロシア及びウクライナ資産によって大きく引きずられ、深刻なダメージを受けました。驚くべき速さで起きた価格変動と、ロシア金融資産に対する西側諸国による制裁の複雑性が相まって、現段階では資産クラス全体への影響を十分に精査することが困難な状況です。外貨建て債市場では、ロシア資産からの逃避先として、中東諸国の資産や、高利回りの原油輸出国の資産がその恩恵を受けています。現地通貨建て債市場では、投資家がロシア現地通貨建て債を手放す動きは加速したものの、その逃避先は明らかではありません。したがって、目先は投資家が予想外に他市場で流動性を高めようとする場合も想定され、短期的には慎重さが求められるでしょう。繰り返しになりますが、足元のボラティリティの高まりを踏まえ、投資においてはより一層の辛抱強さが求められています。

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