



エマージング債市場アップデート

ロシア・ウクライナ紛争による商品価格の上昇

2022年3月4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

リスク資産のボラティリティの高止まりは今週も続き、S&P500種指数は1.3%下落し、ラッセル2000指数は約2%下落しました。一方で、ユーロSTOXX50インデックスは10%超の下落と、米欧市場では下落幅に大きな差が見られました。エマージング市場（EM）株式も2%超の下落となりましたが、地域別で大きな差が見られ、中南米は堅調なパフォーマンスとなった一方、アジア及び中東欧地域は弱含みました。主要金利は質への逃避による恩恵を受け、米10年国債利回りは23bps低下し、ドイツ10年国債利回りは30bps低下して、再びマイナス圏に突入しました。

最も大きな動きが見られた資産のひとつは商品市場で、原油価格は25%上昇しました。金属では、ニッケルが19%上昇し、農産物では小麦先物価格は40%上昇した一方、トウモロコシ先物価格も15%上昇しました。

エマージング・クレジット債市場では、社債のスプレッドが56bps拡大してトータル・リターンはマイナス2%となり、ソブリン債のスプレッドは81bps拡大してトータル・リターンはマイナス4%超となりました。構成銘柄で見ると、ロシア及びウクライナ資産の下落が著しかったものの、その影響によって、インド、トルコ、エジプトなどの商品輸入国のアンダーパフォーマンスが目立つ結果となりました。またアルゼンチンも下落しました。アルゼンチンは商品輸出国であるものの、強制的なリスク削減による影響を受けたものと見られます。

EM現地通貨建て債市場では、トータル・リターンはマイナス7%超となり、通貨よりも金利部分の下落が大きくなりました。ロシア資産は急落し、週のはじめには96ポイントだった現地通貨建て債の平均価格は80ポイントとなり、これが金利部分のマイナス・リターンの主因となりました。通貨部分では、ロシア・ルーブル（-32%）、ポーランド・ズロチ（-7%）、チェコ・コルネ（-6.7%）が下落が大きかった通貨となり、ウクライナとの地理的な距離が近い通貨ほど軟調でした。一方で、ブラジル・レアル（+1.4%）、コロンビア・ペソ（+2.4%）などこの環境下でもプラス・リターンとなり、ウクライナから地理的に遠いことや、交易条件が大きく動いたことから恩恵を受けています。

個別国市場での出来事

ロシア・ウクライナ: 市場の目は引き続きロシアによるウクライナ侵攻に向けられ、ウクライナの粘り強い防衛に対して、ロシア軍は攻撃を加速しています。ミサイルによる攻撃や、一般市民が犠牲となっている映像がニュースを埋め尽くし、こうした出来事が欧州大陸で実際に起きていることに人々はショックを受けています。ウクライナやポーランド国境での人的被害の拡大を見ると、この戦争が引き起こす悲惨な人的損失が明らかとなっています。

金融市場では、投資家が新たな現実を目を向けようとするなかで、ボラティリティの高まりが見られます。戦争によって、商品価格は大きく変動し、石油やガスだけではなく、ウクライナが大きな輸出国となっている小麦といった農産物価格の上昇も見られています。

プーチン大統領の最終的な目的はよく分かりません。ウクライナ国民がロシアを歓迎し、停戦とロシア主導の政府の樹立が短期間で実現できるという大いなる誤算があったように見えます。今では、ウクライナ国民の目からすれば、正当性のないロシア主導の政府を樹立するためには、恒久的なウクライナにおけるロシア兵の強い存在を示すことが必要になりそうです。金融面での経済制裁を通じて、ロシア経済に対しては大幅な圧力がかけられていることから、継続的なロシア軍による支配の可能性は低いと考えています。

こうしたことから、ウクライナでの完全なる政権交代を目指す姿勢から、ある程度の妥協をプーチン大統領はするのではないかと見ています。しかし、ウクライナ及びロシア双方が納得出来る合意に至ることは非常に難しく、戦争はしばらく続くことが予想されます。

今後の見通し

ロシアによる侵攻は市場にショックを与え、特に商品市場ではエネルギー、金属、農産物などの大幅な上昇が見られています。農産物に関しては、肥料や小麦についてロシア及びウクライナが大きな輸出国です。こうした動きによるマクロ経済への影響は、インフレ率の上昇と経済成長の鈍化であると考えられますが、ミクロ・レベルでは当然ながら差があります。交易条件の大きな変動によって恩恵を受けている国と、痛みを被る国があります。また、中央銀行による対応も鍵となり、経済成長に対する懸念をインフレへの注目が凌駕するなか、市場ではスタグフレーション懸念が強まると見られます。

エマージング債券のパフォーマンスは、ロシア及びウクライナ資産の急落と、それに関連して投資家がキャッシュを増やし、ポートフォリオのリスク削減を強制的に行うことによる影響によって、下落が続いています。短期的には、個々の資産のパフォーマンスは、投資家がリスクを再び積み増して、キャッシュを投資に充てるという資金の流れに左右されると見ています。しかし、商品価格に見られている動きが、各セクター、国、地域に与えるファンダメンタルな影響には差があります。市場に幾らかの安定性が戻れば、投資家が交易条件の大きな変動による恩恵を受ける資産を探し出し、反対にマイナスに作用する資産への投資を手控える中で、資産クラス内の差別化が進むと見ています。そのことがこの一週間のパフォーマンスにも現れています。中南米は商品輸出国が多く、原油関連銘柄も多いことから、恩恵を受けています。一方で、トルコやエジプトなどの商品輸入国は苦戦しています。

全体として、資産クラスのパリュエーションは急速に調整し、年初来リターンは7～11%のマイナス・リターンとなっています。そのため、中期的な見通しに基づいて投資を厳選出来る投資家には、魅力的な投資機会がもたらされていると考えています。

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