



# エマージング債市場アップデート

エマージング債券市場の魅力的なバリュエーション

2022年3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

株式市場はグローバルに反発しました。S&P500種指数は6%、ラッセル2000指数は5%以上上昇し、ヨーロッパでもユーロSTOXX50インデックスが5.8%上昇しました。エマージング市場（EM）株式では、アジア株と中南米株が牽引し、3.4%上昇しました。先進国金利は軟調な展開が続いており、ドイツ10年国債利回りは12bp、米10年国債利回りは16bp上昇しています。

商品市場はいくらか落ち着いた動きとなり、原油価格は4%下落し1バレル108米ドルとなりました。農産物では小麦先物価格が4%下落しましたが、それでも年初来38%上昇した水準にあり、インフレ圧力に繋がると見られます。

エマージング・クレジット債市場では、社債スプレッドが19bp縮小し、トータル・リターンは0.4%上昇、ソブリン債のスプレッドは38bp縮小しトータル・リターンは1.9%の上昇となっております。ソブリン債・社債市場ともに、主要金利が上昇する中でより利回りの高い銘柄がアウトパフォームしました。社債市場では、商品市場関連セクターがアウトパフォームした一方、ソブリン債市場では、停戦合意期待の高まりによりロシア及びウクライナがトップパフォーマーとなりました。また、月初に大きくアンダーパフォームしたコロンビア及びエジプトについては、足元では反発し落ち着きを見せています。

EM現地通貨建て債市場では、トータル・リターンは1.1%上昇し、金利部分・通貨部分ともに堅調に推移しました。ロシアの現地通貨建て資産は、ルーブルの反発や債券価格の上昇とともに反発しましたが、月末には指数から除外されることから再び下落に転じると見られます。そのほかでは、ウクライナ情勢の緊張緩和によりチェコ・コルナ、ポーランド・ズロチが上昇し、またメキシコの現地通貨建て資産もメキシコ・ペソの上昇とともにアウトパフォームしました。目立ってアンダーパフォームしたのはアジア地域で、中国人民元の下落が響きました。

## 個別国市場での出来事

**ロシア・ウクライナ:** 両国間の戦争が市場センチメントを左右する展開が続いております。ロシアの軍事行動はエスカレーションしており、和平交渉の進展は芳しくありません。ウクライナ情勢に関して、バイデン米大統領と中国の習近平国家主席との会合が金曜日に行われました。米国は「中国がロシアを支援した場合代償を支払わせる」と警告を繰り返していましたが、実際の会合のトーンは比較的落ち着いたものでした。

EM債券市場で注目されている問題は、経済制裁により外貨準備の大部分が凍結されたロシアが、その債務の支払いを履行できるのか、あるいはその意思があるのか、という点です。現時点では、結果的にその質問への答えはイエスとなり、ロシアは期限内に利払いを履行しました。しかし、4月4日には20億米ドル分のソブリン債の満期が控えており、再びロシアの支払能力が試される展開となりそうです。

## 今後の見通し

ウクライナ情勢は厳しさを増していますが、並行して行われている和平交渉は金融市場や商品市場に一時的な落ち着きをもたらしています。商品価格の急騰は一服しているもののインフレへの警戒感が高く、世界の中央銀行は、成長を押し下げる可能性があってもインフレ対応として金融引締めを余儀なくされています。米連邦準備制度理事会（FRB）は明らかに金融引締めを主導しており、過去2週間にわたって複数のFRB高官がインフレを抑えるべく金融引締めが必要である旨の発言を繰り返しております。これを受け市場は今年7回以上の利上げを織り込んでおり、少なくとも1回以上の50bp利上げが見込まれています。

EM債券市場は先週反発を見せたものの、年初来のリターンは非常に低く、社債市場で8%の下落、ソブリン債市場で10%の下落、現地通貨建てEM債市場で7.4%下落しています。これらの損失の大部分は、ロシア資産によるもので、月末にインデックスから除外されるより前にその価値がゼロに近づいていることに起因しています。しかしながら、EM債券市場自体が今年厳しいスタートを切ったということは事実であり、先進国中央銀行がタカ派姿勢を強める中で先進国国債の利回りが上昇していることが悪化に拍車をかけています。

ここまでの厳しいパフォーマンスにポジティブな点を言及するとすれば、EM債券市場の名目利回りは、過去に同資産クラスの12か月先のフォワード・リターンが必ずプラスとなった水準近辺まで到達しているという点です。先進国の金利は有意に上昇してきましたが、インフレ見通しを考えると適切な水準に到達したと見ています。

EM現地通貨建て債券市場では、特に為替市場において、各国の交易構造に着目している投資家が多いように感じます。クレジット市場では、コモディティ輸出国や関連企業は健闘はしているものの、市場全体のパフォーマンス悪化の影響を受けています。従って足元の投資環境から恩恵を受けやすいこれらのセクターの利回りはかなり魅力的な水準となっており、年末に向けてパフォーマンスを獲得する良い投資機会になると考えております。ボラティリティは、忍耐強く、適切なタイミングでリスクテイクできる投資家に魅力的なリターンを与えるものと確信しています。

## 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