

エマージング債市場アップデート

エマージング債市場の中期見通し

2022年9月9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



概要

今年は、リスク資産に投資する全投資家にとって波乱の一年になっています。エマージング（EM）市場も例外ではなく、代表的なEM債券指数は全般的に15-20%下落しています。厳しい一年となっていますが、一歩下がって中期的に見通すと、今年の市場で見られた調整幅から、この先大幅に改善されたリターンを期待できると考えています。インフレが安定に向かうにつれて、今後数カ月間でボラティリティは落ち着くと見ており、市場の上昇要因が顕在化した際に、特異なリターン源泉を持つEM債券市場は大きな恩恵を受けるものと考えております。以下は各市場ごとの見通しとなります。

エマージング現地通貨建て債

EM国は昨年時点ですでにインフレを一過性のものと見過ごす余裕がなかったため、多くのEM中央銀行が2021年初めから積極的に利上げを開始しました。足元でインフレの勢いは全体的に落ち着きの兆しを見せており、多くのEM中央銀行が利上げサイクルの終了を検討しています。金融政策の効果はタイムラグを伴って波及することから、インフレ率は今後数月に亘り緩やかなペースではあるものの、継続的に低下していくと予想しています。また経済成長や需要減少に対する懸念がこの低下トレンドを勢いづけると見ています。

バリュエーション面から見ると、代表的なEM現地通貨建て債の指数の利回りは2021年初期の4.25%から足下は7%にまで上昇しています。南米地域は5%から10%と過去20年で最も大きな上昇幅となっています。ブルーベイでは、今をEM現地通貨建て債市場への厳選投資を通じて魅力的な金利リターンを獲得する構造的な投資機会として見ており、特に南米地域を選好しています。

エマージング外貨建て債

パンデミックによりEM市場全体で社会融資額が増加しました。同時に世界全体で実施されている金融政策の引き締めは資金調達環境を厳しくし、多くのクレジットにおいてデフォルト・リスクを高めることとなりました。これによりEM債券市場の利回りとスプレッドは歴史的な高水準に押し上げられました。

結果的に代表的なEMソブリン債の指数は年初来で19%下落し、利回りは2021年初期の4.5%から8.5%に上昇、EMハイ・イールド・ソブリン債の利回りは12%と更に大きく上昇しました（米ドルベース）。EM社債は、投資適格(IG)及びハイ・イールドの利回りがそれぞれ5.5%及び9.5%と、こちらも歴史的に高水準をつけています。

ファンダメンタルズで見ると、ソブリンのバランスシートは多くのケースで膨張しているものの、国際通貨基金（IMF）及びその他国際機関の融資や最も脆弱な発行体において政策ミックスの改善が見られていることから、デフォルト率は多くの地域で予想を下回るとみえています。

デフォルトリスクが高まる時は、現物債価格の水準が一層重要になります。代表的なEMハイイールド・ソブリンの指数を見ると、平均現物債価格は2021年初期の104ポイントから、足元では80ポイントをつけています。指数利回りの12%と合わせると、デフォルトリスクが高まる環境においても強力な緩衝材になることを意味しています。

バリュエーションの絶対水準や低い現物債価格、一部の国において政策改善が見られることを考慮して、今は厳選したEMクレジット債に投資する魅力的な機会であると考えています。反対に、デフォルトリスクが高まる環境では、デフォルトリスクのミスマッチに着目してCDSを通じてショートする機会もあると考えています。

エマージング通貨

米連邦準備制度理事会（FRB）が積極的な利上げサイクルを継続するなか、その他の通貨を犠牲にして米ドルは強いブルトレンドに入りました。しかし、一部の通貨はその典型的なベータ値が示唆するより、こうした動きに対する耐性が見られていることに注目しています。多くのEM中央銀行がFRBの利上げサイクルに先立って利上げを実施していたことで、この金利差が一部のEM国に有利に働きました。同様に、今年の大きな話題となった商品市況の上昇は、交易条件の劇的な変化により一部のEM通貨にとって追い風となりました。当然ながら、このテーマは逆にも働き、一部の通貨は、多くの商品、特にエネルギーの輸入国であることを理由に苦境に立たされています。

現在、EM通貨市場において方向感が明確なテーマはないと考えています。米ドルは従来の指標から見ると過大評価されているものの、インフレや成長見通しを巡る不透明感から米ドルに対していくらかプレミアムがついている状態です。同時に、市場の不透明感が高まることで、ボラティリティが高止まり、そのファンダメンタルズに合致しない水準にまで変動した場合には、ロング及びショートの双方で投資機会が生まれると見えています。

市場の動きと今後の見通し

今週発表されたインフレ指標は市場に再びサプライズをもたらしました。8月米国消費者物価指数（CPI）のコア指数は予想を上回り、タカ派が想定する利上げの前倒しを勢いづかせる内容となりました。リスク資産は、当指標の発表直後に大幅な下落に見舞われ、米国株式は4%以上下落し、クレジット市場は、ハイ・イールド債のスプレッドが少なくとも30bps拡大しました。インフレ率は引き続き短期的な市場のパフォーマンスを左右する重要な変数である一方、米国経済が相対的に堅調にもかかわらず、投資家のポジショニングやセンチメントは弱気であることも事実であり、このことは現水準からの更なるダウンサイド・リスクを軽減すると見えています。欧州では、ここ最近ロシアがガス供給をさらに削減したこともあり、エネルギー安全保障問題が引き続き大きな懸念材料となっています。この危機の最悪の事態から消費者や企業を守り、目先のデフォルト見通しを抑制するための積極的な財政対応が期待されています。

マクロ経済の逆風要因があるにも関わらず、ここ最近EM債券市場は相対的に落ち着いた動きとなっています。一つには、とりわけクレジット市場に当てはまりますが、夏の間プライマリー市場が静かであったほか、資金流出が落ち着いてきたなどの需要環境の改善によって説明ができます。この先を見通すと、現在の利回り水準は多くの発行体の妥当な水準で市場へアクセスすることを困難にしていることから、新規発行額は低調になる可能性が高いと見えています。EM市場の高水準の絶対利回りや良好な需給環境は、マクロ経済の持続的な逆風要因をいくらか緩和できると考えています。一部のより脆弱な国は、ここ最近IMFとの協議（例えばエジプトやアルゼンチン）や国債の買入償還（エルサルバドル）といった形で信用力を高めるための措置を取っています。これは予想外のことで市場で歓迎されました。現地通貨建て債市場では、マクロ経済の不透明感から通貨部分は脆弱ですが、投資家のインフレのピークを注視する動きから、現地金利市場が注目され始めています。

ディスクレームー

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



RBC BlueBay
Asset Management