

## エマージング市場社債の主なテーマ

2017年4月

**不透明な政策動向及びエマージング市場のディストレスト債が回復しているなか、エマージング債のロング・ショート戦略における投資機会はさらに拡大**



**ポリナ・クルドヤコ**

パートナー

エマージング債チーム(コ・ヘッド、社債)

シニア・ポートフォリオ・マネジャー

### 市場概況

エマージング市場社債を取り巻く世界のマクロ経済環境は変化しています。米国経済は拡大の兆しを示しており、その結果、米連邦準備制度理事会(FRB)はタカ派姿勢を強め、したがって米国金利は上昇すると予想されます。加えて、トランプ氏の大統領選勝利やその政策課題を巡る不透明感を踏まえ、エマージング諸国との貿易戦争や輸入関税、ポピュリズムの拡大、地域大国間で高まる地政学上の駆け引きといったリスクが増大すると予想しています。

エマージング市場社債の信用サイクルが上向きに転じると見られることから、これらのリスクはある程度相殺されます。レバレッジは安定化の兆しを示しており、デフォルトは2016年にピークを過ぎたと見受けられます。企業が資産売却やコスト削減の取り組みを通じてレバレッジの更なる引き下げに注力しているなど、信用サイクルがバランスシート修復の段階に達していることを示唆する兆候があります。そのため、ボトムアップ分析に基づき、予想デフォルト率は2016年の5%から2017年には2%に大きく低下すると予想しています。このデフォルト率の低下は2008年の金融危機以降で最大となります。

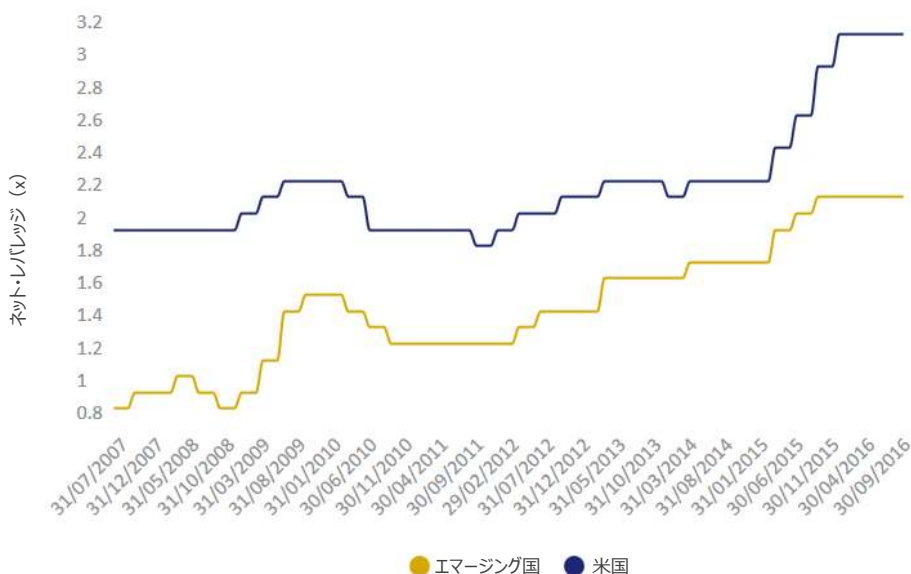


**アンソニー・ケトル**

エマージング債チーム(社債)

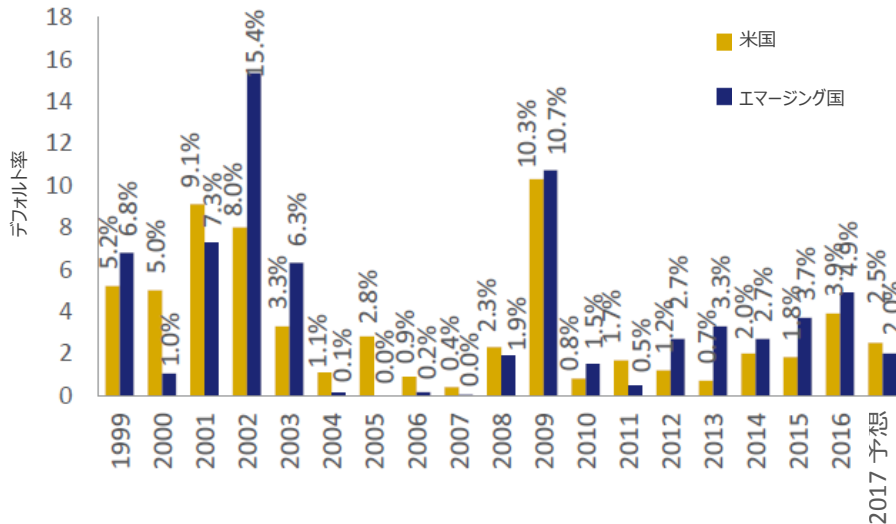
ポートフォリオ・マネジャー

図 1. レバレッジは安定化



出所：バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ、2016年9月30日

図 2. デフォルト率は低下



出所：JP モルガン、2016 年 11 月 28 日

### 投資機会

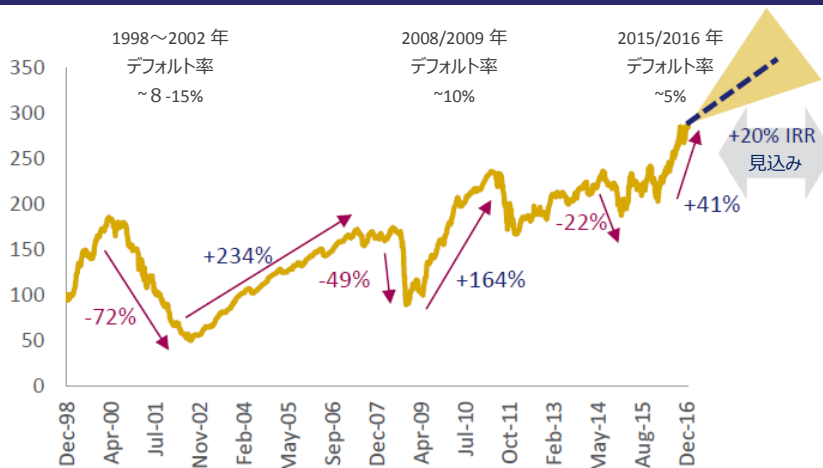
不透明な政策動向と低格付け銘柄及びディストレスト債（破綻債券）が回復する局面は、エマージング市場社債における2つの明確なテーマとそれに伴う投資機会をもたらします。その投資機会として、トランプ大統領の政策課題から悪影響を受けやすい脆弱なセクターをショートとする潜在的な機会や、流動性の高いディストレスト債をロングとする機会が挙げられます。さらにバリュエーション格差をロングとショートの両面で捉える従来型の相対価値に基づく投資機会もあります。最後に、新規発行市場はダウンサイド・リスクを限定しながら新発債プレミアムを獲得できる、魅力的な短期の戦術的機会を提供します。

### 流動性の高いディストレスト債

エマージング市場社債ディストレスト指数(CCC格以下のエマージング市場社債を代表する指数)の過去2回の信用サイクルにわたるパフォーマンスを見ると、指数レベルでの価格回復は、デフォルトがピークに達するまでの市場ストレス局面における価格下落の平均約3倍となっています。

市場がバリュエーションの底からの回復基調を続けるなかで、今後さらに上値余地があるとみています。以下、投資家がエマージング市場のディストレスト債への投資機会を評価する上で考慮すべきいくつかの重要な事項を示します

図 3. エマージング市場社債ディストレスト指数 (CCC 格以下)



出所：バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ、2016 年 12 月 31 日

### 1. 流動性の高いディストレスト債は、流動性を損なうことなく、または過度のプロセス・リスクを負うことなく、著しいリターン創出機会を提供

エマージング市場のディストレスト債のなかで、流動性の高いディストレスト債は最も魅力的なリスク調整後リターンの創出機会を提供していると考えています。流動性の高いディストレスト債とは、柔軟に売却できる複数の手段があり、スプレッドが1000bpsを超えているエマージング市場社債と定義しています。

この市場分野には短期から中期の幅広い投資機会が見られる一方、発行体が再建案をまとめるまでの1~2カ月間において短期的なリターン創出機会の数の増加と質の改善がみられます。

エマージング市場のディストレスト債では、価格上昇余地(リターン創出余地)の約半分は通常、再建発表後の数カ月間において実現しています。そのため、再建プロセスの進んだ段階にあるディストレスト社債は、流動性を損なうことなく、または過度のプロセス・リスクを負うことなく、最も魅力的なリスク調整後リターンを創出する機会をもたらすとみています。

### 2. 一部のエマージング諸国における破産制度の改革は価格回復を後押し

過去5年間にわたり、多くのエマージング諸国が破産を統制する法的枠組みを変更し、債権者の権利を強化してきました。例えばブラジル政府は、米国の破産法チャプター11をモデルとする新たな破産制度を2017年7月までに実施することを提案しています。これはエマージング市場のディストレスト債に関して非常に重要な進展であり、最終的に価格回復を後押しするとみています。

### 3. 運用会社の選別：投資機会を捉えるには高度の分析能力とエマージング市場に関する深い専門知識が必要

流動性の高いディストレスト債のすべてが魅力的というわけではありません。そのため、この投資機会を捉えて成果を挙げるためには、信用力に対する徹底したファンダメンタルズ分析に基づく資産選択アプローチが必要と考えます。高度の分析能力と各エマージング諸国に関する深い専門知識を備えた資産運用会社が、この市場分野においてファンダメンタルズと価格の乖離を特定できると考えます。

#### 「トランプ・ショート」

投資家はエマージング市場への投資において、トランプ政権がもたらす潜在的なテール・リスクにどのように対処しているでしょうか。これまでの相場の動きは主に為替市場と金利市場において見られ、もっぱらメキシコなど個別国のリスクに焦点が置かれてきました。エマージング市場社債においてさえ、焦点は依然として主にカントリー・リスクに置かれていますが、セクター・リスクに焦点を移すべきであると考えます。薄い営業利益率や高いレバレッジ、景気に左右されやすいセクターは、通商政策によるショックを吸収する余地が限られています。これらのセクターのなかで体力の最も弱い企業は、大幅な価格下落に対して脆弱であり、より厳格な政策が実施されればデフォルトに陥る可能性があります。

この投資機会を評価する上で、主に2つの要素を考慮するべきであると考えます。

#### 1. 投資期間

トランプ大統領の最終的な通商政策を巡る不透明感が極めて高い一方、向こう12カ月間にわたる視界は良好と予想され、これは脆弱性を抱える銘柄のショート・ポジションを保持する妥当な期間です。

## 2. エントリー・レベル

現在、「完璧な状況を織り込んだ」価格にとどまっている多くの社債があるとみています。これらの社債の多くが額面または額面を上回る価格で取引されていることから、リスクは明らかに下方に偏っており、ショート・ポジションによって大幅な価格下落から多大な利益を得ることが可能です。さらに、トランプ大統領の通商政策の変更に対して最も脆弱な一部のセクターや個別企業（消費財、工業、自動車等）は、スプレッドが2008年の危機前と同程度で過去5年間のうち最も縮小した水準で取引されており、ショート・ポジションを構築するコストが過去9年間で最低となっています。

図 4. 工業セクターのスプレッド推移



出所：JPモルガン、2017年2月13日

### 魅力的なリターン創出余地

流動性の高いディストレスト債および「トランプ・ショート」という2つの主なテーマは、向こう12カ月間にわたり投資家に魅力的なリターンをもたらす可能性があると考えます。さらに、これらのテーマが実現する背景として、専門の運用会社が比較的少なく概ね調査がまだ十分に行われていない資産クラスのなかでバリュエーション格差が拡大しています。その結果、リスクのミスマッチが生じる傾向が高く、ロング・ショート戦略によるエマージング社債特化型運用において既に機の熟している投資機会がさらに拡大すると考えます。

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  
加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

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、資料作成時点（2017年4月14日）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、当社による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。