

## エマージング社債の流動性：安眠の秘訣

2017年5月

**エマージング債チームのシニア・ポートフォリオ・マネジャーであるポリーナ・クルドヤフコがエマージング社債の流動性を懸念する投資家に安眠の秘訣をご案内します。**



**ポリーナ・クルドヤフコ**  
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

はじめに

クレジット債の投資家と、小さな子どもを持つ親に共通することは何でしょうか。それは「心配する」ということが第二の天性になることです。「心配」には2つの種類があります。実際にすべき心配と、そうでない心配です。

投資家がエマージング(EM)市場の流動性に関して心配するのは常であるようです。ただしこの「心配」は、上記の2つ目のカテゴリーに入る心配、すなわち「する必要のない心配」であると考えています。その理由は以下の通りです。

### 流動性は最大の懸念事項？

4月末に、私はニューヨークで行われたクレディ・スイス主催のヘッジファンド・コンファレンスに参加しました。その場では、EM市場の流動性について長時間にわたり議論が交わされ、流動性に対して懐疑的な投資家と意見交換をするには絶好のチャンスでした。パネル・ディスカッションでともに登壇した他の担当者は、エマージング社債の流動性に関する懸念の声を挙げました。彼らは、債券市場において投資家が享受する流動性リスクへの対価は十分でないとの見方を示しました。そして債券市場に投資する代わりに、プライベート・ディール、つまりEM市場におけるダイレクト・レンディングの投資機会に着目することを提案しました。これは、投資家が流通市場における流動性が全くないEM社債に投資をし、3年から5年の満期まで保有することと同じです。

ここで、EM社債の流動性は最大の懸念事項ではないことを強調したいと思います。ブルーベイが運用する各資産クラスの売買回転データに基づくと、EM社債の2017年1-3月期の取引高は52億米ドルでした。これは他の資産クラスと比較して最も大きな額でした。またEM社債市場全体の取引高も、私がブルーベイで運用を開始した12年前から安定的に増加しています。実際に過去の投資経験を振り返ると、困難な投資環境下においても流動性を確保することが可能だったと言えます。

### EM 現地通貨建て社債市場への言及

コンファレンスでは、EM現地通貨建て社債市場の流動性についてより活発な議論が交わされました。EM現地通貨建て社債は、市場規模が既に6兆米ドルに達しており、最も急速に成長している資産クラスであるにも関わらず、「現地の銀行が支配するローチ・モーテル(入ったら出られなくなるものの例え)」と表現する評論家も見られました。我々にとっての新たな投資機会に対して、投資家は感情的かつ懐疑的になり過ぎてはいないでしょうか。

## 投資家や金融機関における実態は？

パネル・ディスカッションのなかで、モデレーターや登壇者から投げかけられた質問に対して参加者が電子的に投票を行う企画がありました。公開討論ののちに聞いたところ、参加者の実に60%以上がEM市場に対する投資比率を増やしたいとの意思を示しました。参加者のクレジット債への投資の10-15%程度が既にEM市場で占められているにも関わらず、です。

### パネル・ディスカッションの登壇者との記念写真



流動性に関して、銀行は流動性の供給者としての見方を提供できるはずですが。私は最近、主要な取引相手である大手グローバル銀行と連絡を取り、EM社債関連ビジネスの状況及び流動性に関する見解を聞いてみました。その結果、彼らは流動性を懸念すべきリスク要因として捉えていないようでした。

むしろこれらの金融機関の多くにとって、2016年のEM社債の取引高は歴史的な高水準だったようで、今年に入ってから昨年同様の傾向が見られます。また多くの担当者が、EM社債市場から資金が流出する見通しはないとの見方を示しました。投資家が2006年のようなパフォーマンスを経験する可能性はありますが、今回はレバレッジに関する懸念がありません。金融機関の多くが、今年1年での緩やかなスプレッド縮小と1桁後半のリターンを基本シナリオとしているそうです。

## ポジション集中には注意が必要

もし懸念材料を挙げるとすれば、大手金融機関と市場参加者のポジションが集中していることです。世界的に見て、多くの金融機関のクレジット債のロング・ポジションが過去最も高い水準にあることがわかります。またオーバーウェイトのポジションが特に中南米に集中していることも明らかです。

## 心配性の投資家に向けて

クレジット債の投資家と小さな子どもの親に共通することは、心配性であるということでしょう。ただし、EM社債の流動性に関して心配することは、保育園に通い始めた子どもが風邪を引かないかどうかと同じことと同じこと。私のアドバイスは、心配しないことです。子どもは風邪を引いたとしてもすぐに回復します。同様に、ブルーベイが予想している通りにEM市場の景気回復が続く限り、流動性に関する懸念は後回しにしてもよいと考えています。

---

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 5 月 10 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。