

インサイト

百聞は一見にしかず

2017年10月

私は視覚的な学習スタイルが好きです。そうすることによって難しい問題をシンプルに理解することが出来ると思っています。まさに「百聞は一見にしかず」です。先週、エマージング債運用チームでワークショップを開催しました。朝のセッションでは、97枚のスライドを通じて、地域ごとの注目すべき進展や投資アイデアについて話しました。この97枚のスライドを一度ではなく三度見返し、その都度それぞれのスライドに興味深い点を見出しました。今日はその中でのお気に入りをご紹介しますと思います。



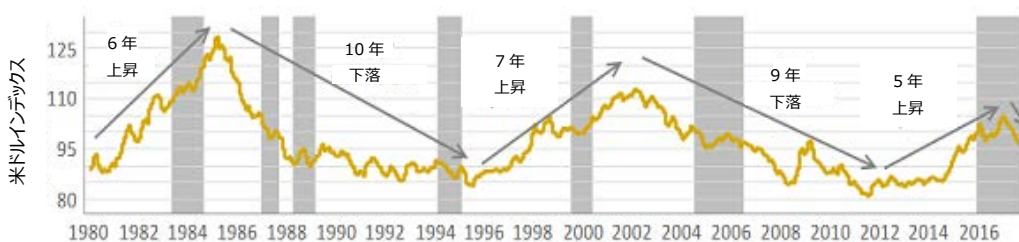
ポリナ・クルドヤフコ
 パートナー
 エマージング債チーム(コ・ヘッド、社債)
 シニア・ポートフォリオ・マネジャー

エマージング市場について、以下のような事実はご存知でしょうか。

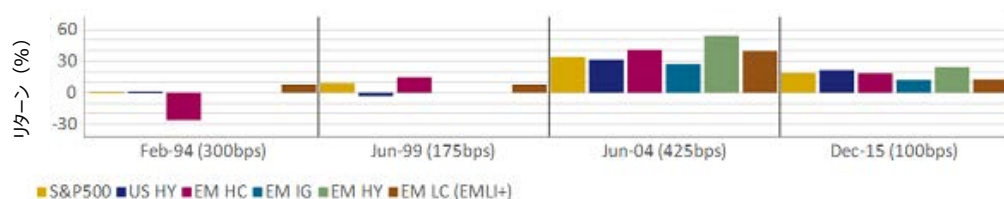
FRBの利上げを恐れるべからず

1980年代から、米連邦準備制度理事会(FRB)の利上げ局面でエマージング外貨建て債のリターンがマイナスとなったのは、1994年からのサイクルの一回だけです。それ以降の三回の利上げ局面では、エマージング債のリターンはプラスとなっています。

実質(インフレ調整後)貿易加重平均米ドルとFRBの利上げサイクル(グレー網掛け部分)



FRBの利上げサイクル時の各資産クラスのトータル・リターン



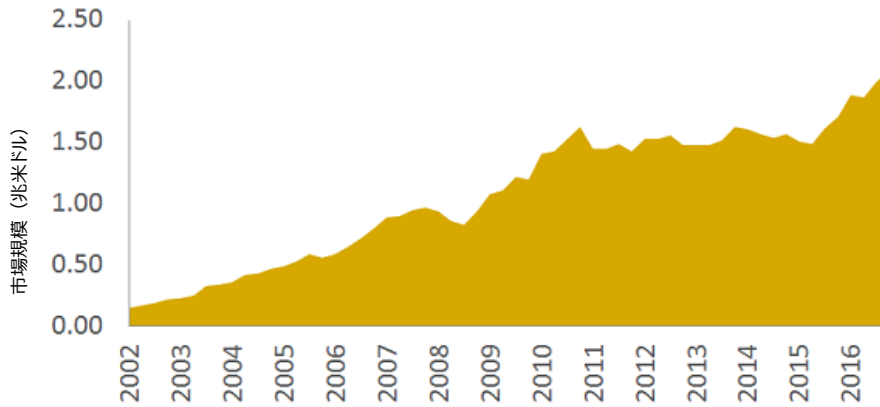
S&P500 : 米国株式、US HY : 米国ハイ・イールド債、EM HC : エマージング外貨建て債、EM IG : エマージング投資適格債、
 EM HY : エマージング・ハイ・イールド債、EM LC (EMLI+) : エマージング現地通貨建て債
 出所 : ブルームバーグ、2016年12月

エマージング現地通貨建て社債の市場規模

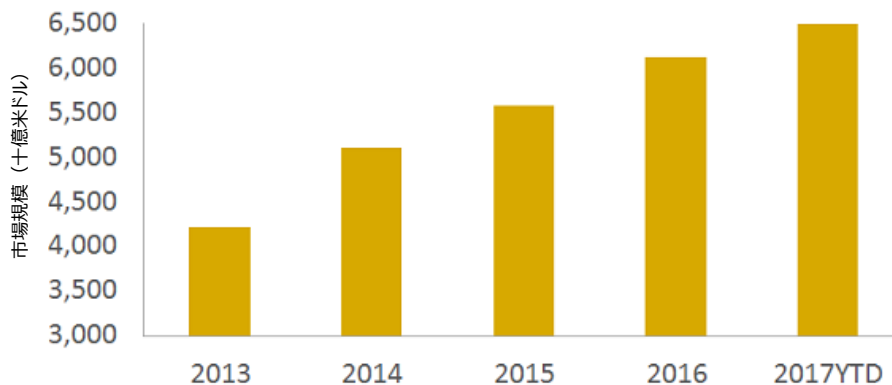
エマージング現地通貨建て債市場の市場規模は6兆米ドルとされています。

ユーロクリアで決済可能な債券の市場規模は4,000億米ドルで現在も成長を続けており、この一年半の間に新たに、アルゼンチン、ペルー、インド、南アフリカの企業が起債を行ないました。エマージング現地通貨建て社債インデックスの利回りはグローバルな債券市場の中で、最も利回りの高いインデックスとなっています。

エマージング現地通貨建てソブリン債市場の市場規模の推移



エマージング現地通貨建て社債市場の市場規模の推移



エマージング現地通貨建て債市場の進展



出所：JPモルガン、BoAメリル・リンチ、ブルーベイ・アセット・マネジメント、2017年8月末

海外投資家の中国の現地通貨建て債市場へのアクセス

香港と中国本土の間の債券相互取引「債券通(ボンドコネクト)」によって、海外投資家による中国の現地通貨建て債市場へのアクセス可能額は20倍になりました。もし中国がバークレイズ・グローバル総合インデックスに含まれることになると、現在のインデックスの最終利回りである1.6%よりも、中国の銘柄は約三倍(4%超)高い利回りを提供することになると考えられます。最終的に中国はインデックスの15%を占め、50兆米ドル超の投資家の資金を集めることになるとみられます。

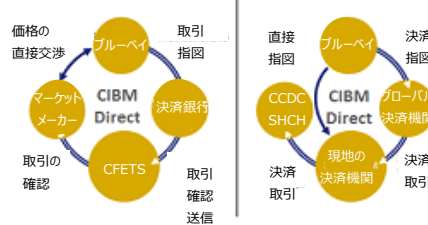
中国の現地通貨建て債市場－豊富な投資機会を提供－



インターバンク市場 (CIBM) を通じたルート

- ブルーベイでは、HSBCを現地決済機関として、CIBMを通じた取引を行なえるアカウントを開設しました。
- 指定国外機関投資家 (QFII) とは違い、割り当て、ロックアップ、海外送金の制限などはありません。
- 豊富な投資機会をもたらす、分散が可能です。
- CIBM は債券コネクトよりも広範な債券への投資を可能とします。

CIBM での取引と決済



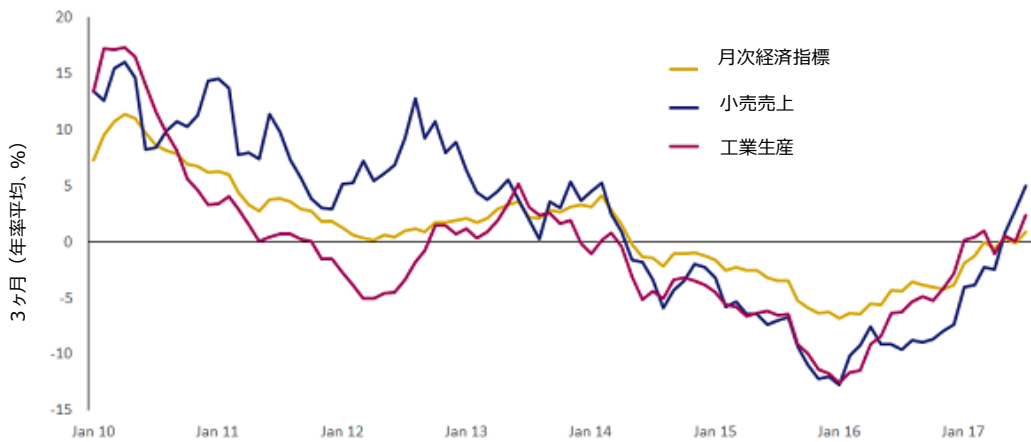
CFETS : 中国外貨取引センター、CCDC : 中国証券保管振替機関、SHCH : 上海清算所

出所 : HSBC、2017年9月

ブラジルの2018年のマクロ見通し

ブラジルは、米国のチャプター11の完全な複製となる倒産法を導入する最初の高利回りエマージング国となる可能性があります。アルゼンチンやナイジェリアでも構造改革が続けられると考えられます。

ブラジル経済は2016年初めに好転



出所 : BCB、IBGE、2017年7月

エマージング市場で最も高いESGスコアを持つナイジェリアの銀行

2015年の商品価格の下落を受けて、エマージング社債は魅力的なイベント・ドリブンの投資機会があります。流動性のあるディストレスト債の投資機会、昨年のエマージング企業のデフォルト率の急上昇を経て、二桁のリターンを創出する可能性があります。

以下のESGスコアのすべてを満たすナイジェリアの銀行

取締役会の 独立性	Yes
プライバシーと データの機密	Yes
監査委員会	Yes
会計の透明性	Yes
MSCI ESG スコア	AA

平均所得から考えると中国の不動産価格は先進国市場と比較して妥当な水準

中国の大都市の平均所得に対する不動産価格よりも、ムンバイのほうが高くなっています。中国の不動産市場をバブルと呼んで良いのでしょうか。財務レバレッジの上昇と潜在デフォルト率の高まりは、アジアでは不動産よりも工業セクターの方が明白にみられると考えています。

中国の不動産価格の上昇はバブルではない

	UK	London	K&C	Germany	Frankfurt	France	Paris
人口（百万人）	65.0	8.5	0.2	83.0	0.8	65.0	2.2
一平方フィート単価（GBP）	206	673	1,052	336	440	364	794
年間給与（GBP）	27,600	34,300	37,800	39,292	42,124	31,407	44,251
住宅ローン金利	1.75%	1.75%	1.75%	2.05%	2.05%	2.25%	2.25%

	China	Shanghai	Beijing	Chongqing	Shenzhen	India	Mumbai
人口（百万人）	1,400.0	36.0	21.5	30.0	14.0	1,325.0	18.4
一平方フィート単価	84	461	489	113	555	99	517
年間給与（GBP）	8,393	12,724	12,572	7,207	11,730	4,873	7,394
住宅ローン金利	5.10%	4.91%	4.99%	6.00%	5.15%	10.28%	10.28%

出所：Numbeo.com、China National Bureau of Statistics、2017年9月

来年のパフォーマンスの源泉

これまでのグラフや図を少しでも興味深いと思っていただけたら幸いです。より詳細がお聞きになりたいければ、ご遠慮なくお問い合わせ下さい。

来年のリターンの源泉

マクロな転換点

- ブラジル、トルコなどの国は非常に良好な進展を見せています。
- 構造改革が続くのであれば、こうした国への投資はさらにリターンをもたらすかもしれません。

現地通貨建て債 ；高いリターンを 得られる潜在性

- エマージング現地通貨建て債市場のファンダメンタルズは良好です。
- 特にエマージング現地通貨建て社債は比較的低いボラティリティで高いリターンが望める資産クラスであるとみています。

新たな市場と 商品

- アルゼンチン及びエジプトのTビル債市場は非常に魅力的です。ウルグアイは現地通貨建て債インデックスに加入しました。
- ウクライナ GDP リンク債は年初来で約 100%のリターンとなっています。

流動性のある イベント・ドリブンの 投資機会

- 流動性のある公募債はイベント要因によって魅力的な投資機会を生むことがあります。
- イベント、ディストレストの水準、銘柄を見極めることで 30% 超のリターンを得られることがあります。

本当に「百聞は一見にしかず」です。エマージング市場は光と色に溢れています。



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契約に関してご負担いただく手数料や費用等は、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。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が、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマーゼンソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマーゼン社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

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をご覧ください。

■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等の書面の内容を十分にお読み下さい。

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、資料作成時点（2017年10月11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。