

## 春の IMF 会合 ; 中華料理の回転テーブル

2018 年 5 月 1 日



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)  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

中国の存在感が増していることと、エマージング国の国内政策の重要性が高まっていることが、エマージング資産のパフォーマンスを左右するより大きな要因になってきているとみています。

私は中華料理店で食事をするのが好きです。サービスが早く、バラエティに富んだメニューはどれも美味しいことはもちろんですが、なんと言ってもエンターテインメント性がありながら効率的な回転テーブルが好きです。4月21日にワシントン DC で開かれた春の IMF 会合の感想はまさにこのようなものでした。中華料理店の回転テーブルと同じように、エマージング各国の高官とのミーティングは楽しく効率的でした。そして、中華料理店を取り仕切っている中国の存在の大きさとその不在に気付かずにはいられませんでした。また、エマージング各国の存在感が増していることと、エマージング社債市場の方向性に国がより大きな影響力を持っていることも感じました。

春の IMF 会合の効率性は素晴らしいものです。3日間でエマージング 18 カ国の中央銀行総裁や財務大臣、IMF 理事といった高官とミーティングをすることが出来ました。エマージング 30 カ国の代表が徒歩 15 分圏内に集まるなかで、エマージング資産をひとつの資産クラスとしてこれほどまでに強く感じたことはありませんでした。笑顔、良く知った顔ぶれ、親密な挨拶は久しぶりに会う旧友との会合のようでした。

IMF は、2019 年の経済成長予想を 3.9%とし、短期的な経済成長見通しを引き上げました。しかし、会合全体のトーンはわずかに慎重なものでした。アジア地域の経済成長は堅調ではあるものの、中国が多額の債務を減らせるかどうかを IMF は引き続き懸念しています。グローバルにみると、IMF はグローバルな債務が合計で 164 兆米ドル（グローバル GDP に対して 225%）に積み上がり、2009 年比で 12%増となっていることを考慮し、グローバルな財政引き締め策を推奨していました。エマージング市場の投資家は、エマージング国の経済成長ペースに安心感を持っていましたが、米ドルの流動性引き締めがエマージングの資産価格に与える影響と、エマージング各国が現在の貿易及び地政学的な地雷を上手く踏まずに乗り切ることが出来るかに注意を払っていました。また、エマージング国の政策とそれを正しい方向で推し進める意思及び能力についても焦点があてられました。

会合のアジェンダを見たところ、ある一カ国の不在が目立っていました。それは中国です。一部の IMF の代表を除いては、中国とのミーティングが予定されていませんでした。中国が世界第二の経済大国で、GDP は 11 兆米ドルに上り、3 兆米ドルの外貨準備を有していることを考えると、中国が IMF からの支援をさほど必要としないのは不思議ではありません。しかし、他のエマージング国の政策当局者と私がミーティングをした際、ほとんど全てのミーティングで話題になったのは中国でした。

中国はグローバル経済成長の 40%を占め（これは 1990 年代に米国が担っていたポジションですが）、グローバルおよび各国の政策決定における中国の役割の重要性は急速に増えています。従来から中国は、輸出及び輸入の両面で大きな貿易相手国となっていたことから、エマージング国

の経常収支を大きく左右してきました。資金の供給者として米国の代わりに役割を担いだしていることから、現在は資本収支における影響力も増えています。2013年に始まった一帯一路構想の推定予算は5兆米ドルにのぼり、中国は多くのエマージング国にとって最も大きな資本の供給者となる可能性が高まっています。そのため、中国の考え方と債権者としてのポジションは、エマージング国とIMFが協力する上で、重要な役割を果たすことになるでしょう。

海外直接投資（FDI）においては、中国は米国に次ぐ世界第二の投資を行っている国となっています。そのため、パキスタン代表団との会合時には、ミーティングの半分以上は、中国からの債務の規模と条件についての話題であり、海外の債券保有者の中での中国の序列といった話題であったことに意外感はありませんでした。

もうひとつ気が付いた点は、エマージング市場経済の重要性が増していることと、それがエマージング企業に与える影響が強まっているということです。2016年初旬に終わった商品価格主導の景気サイクル後の世界では、エマージング市場の次の経済サイクルは内需主導のものになると考えています。なかでも、インフラ主導の経済成長はその好例です。インフラ・セクターの長期スパンの特性とリスクを考えると、各国政府が重要な役割を担うこととなります。かつてないほど、エマージング国の政策決定の影響を理解することがエマージング市場のリスクを正確に捉える上で不可欠となっており、最も影響を受けやすいセクターを特定する上でもカギとなる要素になっています。

今後数年間で、こうした政策を背景としてエマージング市場でパフォーマンスの差別化が広まるのは、国債ではなく社債であると考えています。年初来、エマージング企業による外貨建て債の発行は4,400億米ドルに上り、国債の新規発行額の3倍に相当しています。年初来で見ると、銀行を除く社債の新規発行の45%は内需主導のセクターからのものでした。昨年はこの割合は26%に留まっていました。しかし驚いたことは、IMFの会合において社債のバックグラウンドを持つ投資家は私だけとは言いませんが、私の他にはほとんどいなかったということで、もっと多く参加していても良いと思いました。アルゼンチンのインフラ政策、ザンビアの民間鉱業セクター、ロシアで経済制裁を受けた企業などの企業のパフォーマンスの道筋を決めるのは、これらに関する質問に対する政策当局者の回答であると考えています。

IMF会合での印象から、エマージング市場での投資の枠組みは変わってきていると思いました。IMFは最善策の実践を監視することやエマージング国の支援者として重要な役割を果たしていますが、最後の貸し手として主要かつ唯一の存在ではもはやありません。中国の存在感が増していることと、エマージング国の国内政策の重要性が高まっていることが、エマージング資産のパフォーマンスを左右する大きな要因になってきているとみています。当面の間、中国政府はIMFの枠組みのなかで、政策を決定する必要性はなさそうです。エマージング債の中では、新規発行の規模の大きさと、政策変更に伴うダウンサイドとアップサイドのリスクの差から、エマージング社債において中国は大きな影響を及ぼすことになると考えています。さらに、エマージング企業はエマージング国の政策当局が政策の枠組みを決める中で、より強い影響力を持ってくるとみています。エマージング社債とエマージング・ソブリン債の分析の間におけるロスト・イン・トランスレーション（正しい相互理解が失われること）によって、投資家は考えているよりも大きな痛手を被ることになるかもしれません。エマージング市場の投資家は、中華料理店の回転テーブルの前に座っているのですから、同じ言語を話し、お箸を使えるようになったほうが良さそうです。

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

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となります。

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

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（ダイレクト・レンディング戦略については、管理報酬その他管理事務に関する費用等が投資先外国籍リミテッド・パートナーシップにおいて）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、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