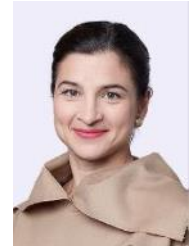


エマージング：物理的ではなく心理的なリスク

2018年7月10日

年初来のエマージング（EM）債券の軟調なパフォーマンスはファンダメンタルズの悪化に起因するものではないとみているものの、投資家が想定するテールリスクはより太く（fat）なってきたとみられます。EM市場のリスク要因及び投資機会について再考します。



ポリナ・クドヤフコ

パートナー

エマージング債チーム

シニア・ポートフォリオ・マネジャー

私はロンドンの涼しい気候が好きでした。ただ悲しいことに、そのような気候は過去の話です。外気温は既に摂氏 28 度に達し、仕事部屋として使用している自宅マンションの屋上階の一室は、エアコンなしではまるで温室のように 40 度近くに達しています。室温は私の我慢の限界に達しようとしています。頭はクールに保ちながら、EM 市場の現状及び投資家心理について冷静に振り返ってみたいと思います。ここ最近の EM 債券に対する投資家の懸念は、実際の投資資金に対してではなく、投資家心理に対するリスクに起因するものとみえます。

一般的に投資家がしがちなミスは、あるニュースに対して過剰に反応するか、もしくは反応が鈍すぎるかのどちらかであると言えるでしょう。多くの場合、ある投資テーマに対する安心感の欠如やホーム・バイアスなどがこれらの投資家の反応を主導します。EM 市場が資産クラスとして発展してきた一方で、投資家の中には、特定の国を経済としてではなく地理的に捉える傾向も見られます。不確実性が高まる市場局面において、投資家が EM 投資に対する懸念を深め、疑心暗鬼になることは不思議なことではありません。一方新聞などの報道機関は、EM 国についてより積極的にセンセーショナルな見出しで報道するようになりました。EM 市場への投資は、投資家心理にとってのリスクでしょうか、それとも実際の投資家資金へのリスクでしょうか。

年初来で見ると、全ての EM 債券資産のパフォーマンスが弱含んでおり、伝統的なリスク資産のボラティリティに関する前提とは裏腹に、他の債券資産のみならず EM 株式などの資産と比較してもアンダーパフォームしています。EM 外債建て国債の спреッドは年初の 260bps から足元（7月6日時点）では 360bps 近くに 40%近く拡大しており、トランプ・ショックや 2015 年半ばの商品危機時の спреッド水準に迫っています。パフォーマンス格差に目を向けると、EM 国はおおまかに 2 つのグループに分けることができると言えそうです。一つ目は、新聞の紙面を賑わし、大きく下落している国（アルゼンチン及びトルコの二か国）、二つ目は単にパフォーマンスが落ち込んでいる国々です。後者のグループ内では、パフォーマンスに大きな開きは見られませんでした。例えば対 GDP 負債比率で見ると 10 倍以上の差があり、原油への依存度や経常収支の構造が大きく異なるレバノンとナイジェリアでも、年初来でほぼ同様のリターンとなっています。

過去数か月で EM 市場のファンダメンタルズは大きく変化していないものの、投資家が想定するテールリスクはより太く（fat）なってきたとみられます。実際の数字を見ると、特に対外債務の面から EM 市場のファンダメンタルズが引き続き堅固であることがわかります。過去 20 年間で、EM 国の対 GDP 対外債務比率は 37%から 26%に、約 30%低下しました。EM 国は、中国を除いたベースで見ても、純経常黒字を維持しています。つまり米ドル資金が流入を続けているということなのです。

それでは投資家は何を警戒しているのでしょうか。列挙していけば長くなりそうですが、三大リスク要因として、①クレジット・イベント、②流動性引き締めによる影響、③EM国のリーダーによる政策関連の懸念を挙げる可以考虑です。

- **クレジット・イベント**のリスクは、このうち最も予測しやすいと言えるかもしれません。それは、EM投資家がこれまでに度重なる信用危機を経験してきたとともに、全体の指標でみて過剰レバレッジや脆弱性は示されていないからです。実際過去数か月に訪れた、最も脆弱な12か国を見てみると、広範な市場に影響を及ぼす可能性のある対外債務再編の可能性は低いと考えます。レバノンやザンビア、可能性としてはウクライナが最も脆弱な国に入りますが、投資家にとってはさほど驚くべきことではないでしょう。
- **流動性引き締め**リスクに関しては最も精査することが難しいかもしれません。米ドル建て流動性コスト上昇やマーケット・メーカーによる流動性供給の減少、債務借り換えリスクなどの多くの側面に掛かるリスクであるからです。市場は、米国における量的引き締め(QT)と利上げが同時に訪れる市場環境について、蓄積された記憶がありません。結果として米国における流動性引き締めによる影響を精査することが困難な状況です。同時に、既に顧客への流動性供給を引き締めている銀行は、更なるバランスシート上の制約を抱え、よりブローカーに近い業務を余儀なくされています。ただしこれまでのところ、EM国の多くは借り換えリスクに順調に対処しています。アルゼンチンは今後2年間の資金調達需要を満たすため、無事に国際通貨基金(IMF)からの融資を取り付けました。短期債の残高が最も大きい国の一つであるトルコですらも、年初来での回転調達(ロールオーバー)率は100%となっています。投資家からすれば、満期まで1年の米国債利回りが2.4%程度であることを勧告すると、キャッシュを保有することによる機会費用は以前ほど高くはなくなっています。投資家は、投資せず、政策の方向性がより明確になるまでは静観するという選択肢を有しています。
- そして**EM国のリーダーに関するジレンマ**があります。ロシアのプーチン大統領や直近大統領に選出されたメキシコのアンドレスマヌエル・ロペスオブラドール氏(通称AMLO)のようなリーダーから、伝統的かつ市場重視の政策を期待することは困難でしょう。再選したトルコのエルドアン大統領は、ロンドンで投資家向けに行った演説の中で高金利がトルコ経済に与える悪影響に言及し、投資家の落胆を招きました。ただし、過去のパフォーマンスが示唆する、実際の経済状況と各国のリーダーの言動との関係は、おそらく市場の想定とは異なるものです。つまり多くの場合で、最も抵抗の少ない道と経済的な現状とがパフォーマンスを決定づける要因になります。これを物語る好例が、市場友好的とされ、市場参加者に愛されるマクリ大統領というリーダーを有するアルゼンチンのパフォーマンスが今年最も大きく下落している一方で、対照的に賛否両論とされるプーチン大統領のロシアが年初来で最も良好なパフォーマンスとなっていることでしょう。ロシアへの5年に亘る経済制裁を経て、投資家の多くはリーダーの人物像ではなく、経済の現状により着目すべきかもしれないと再考を迫られています。

上記に述べたテールリスク・イベントの結末を予測する代わりに、ブルーベイにおけるより確信度の高い見通しを以下に挙げたいと思います。今日のEM債券ユニバースを見渡すと、パフォーマンスの変動要因となる要素は3つの“C”であると考えます。すなわち、コンベクシティ(Convexity)、コンバージェンス(Convergence)、及びチャイナ(China)です。

1. **Convexity** - 15年前にEM株式の運用からEM債券の運用に転身して以降、EM債券市場に存在するリスク・リターンの非対称性に驚かされてきました。とは言いながらも、

当資産クラスの最大の魅力の一つは、低価格の長期債が有するコンベクシティであると考えています。過去三か月間の市場変動を経て、足元の EM 外貨建て債市場では実に 400 以上の銘柄が 85 ポイント以下で取引されています。何らかのクレジット・イベントがない限り、とりわけ EM 外貨建て国債のパフォーマンスは平均回帰する傾向が過去見られているため、これらの低価格債券は魅力的な投資機会であると考えています。

2. **Convergence** - 直近の EM 債市場のミスプライスはファンダメンタルズ悪化に起因するものではなく、ボラティリティの高まりはより広範なリスク資産に当てはまるもので、EM 市場に特化したイベントではないと考えます。したがって、特に外貨建て資産について、EM と先進国 (DM) 資産のパフォーマンスはより近づく (収束していく) とみています。
3. **China** - ブルーベイでは、しばしば議論的となる中国の金融政策が、今後の EM 資産のパフォーマンスの鍵を握る要因の一つであるとみています。まず、中国の不動産や地方自治体など複数のセクターは、すでに資金の借り換えにあたり苦しい状況に置かれています。いずれのセクターにおいても、既存債務の 30%から 50%が今後 12 か月で償還を迎えるため、比較的短期の資金需要があることが影響しています。一方で、いわゆる理財商品に対する規制強化や外貨建て債市場の閉鎖などを背景に、両セクターの資金調達手段が限定されてしまっています。さらに、中国人民銀行 (中央銀行) の政策が、広範な EM 市場の資金動向に与える影響力が増している傾向がみられます。今後数か月間のうちに中国の金融政策がより緩和的とならない限り、中国のハイ・イールド債市場を中心に更なる圧力が掛かる可能性があるかとみています。

熱気で満たされたマンションの一室でここまでを書き終えた今、明日からの東京訪問が必ずしも楽しみではなくなってきました。東京に住む私の兄は、現地の気候を「摂氏 30 度を優に超えるサウナ体験」であると表現していました。EM 市場が同様にオーバーヒート状態とはならず、投資家が冷静さを取り戻すことを願うばかりです。

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） / エマージング債絶対リターン戦略：年率 0.85%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（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 0.75%（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をご遠慮下さい。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