



エマージング資産下落の背景を理解し、貪欲になる準備を

2018年9月20日

4月以降のエマージング（EM）資産下落のきっかけとなったのは、米国金利の上昇および米ドル高であったと言えるでしょう。対外資金状況の逼迫がトルコやアルゼンチンの弱点をさらしたことにより、事態は一段と深刻化しました。EM市場が制約された海外資本に自らを調整し、移り気な「利回り追求」型の投資家から、EM資産のボラティリティに耐えうる投資家へとリスクの移管が終われば、EM資産の価格は下げ止まると考えます。直近の下落は痛々しいものですが、市場全体に影響を及ぼすシステミックな危機ではなく、下げ止まりは「他者が警戒しているときに貪欲になる」意思のある投資家にとっては魅力的なエントリー・ポイントになるとみています。

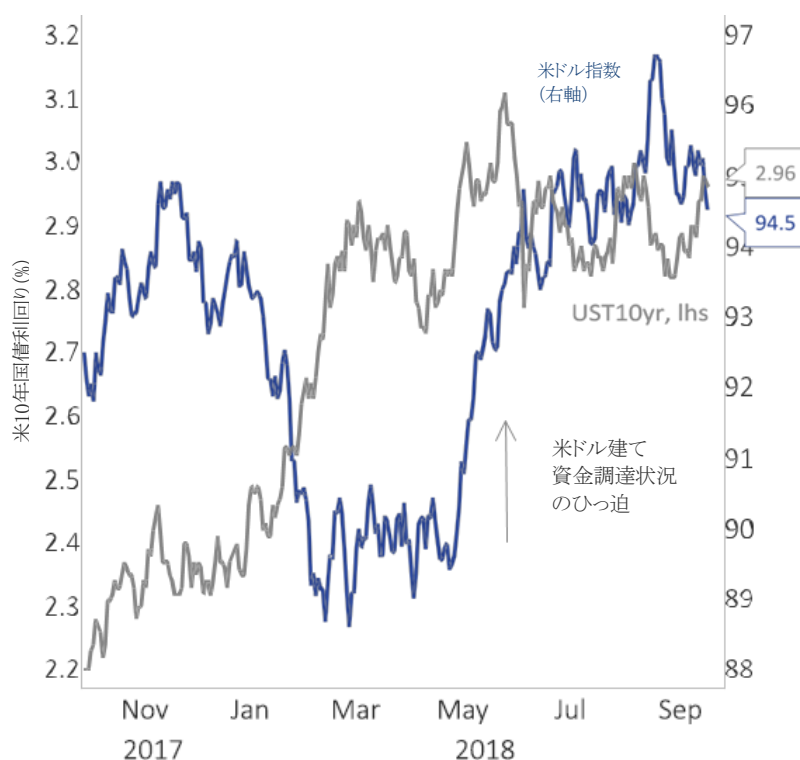


デビッド・ライリー
クレジット・ストラテジスト・ヘッド

下落を紐解く

2017年末に成立した米減税法案や今年初めに決定した歳出拡大などの米経済成長の支援材料により、米政策金利及び米国債利回りに対する市場予想が押し上げられました。ただし、2018年1-3月期には米ドル安及びグローバル投資家のリスク選好の高まりといった特徴が見られ、米金利上昇およびEM国の対外資金需要による影響が覆い隠される展開となりました。その後4月中旬から5月下旬に掛けて、米ドル指数(DXY指数)は6%以上上昇しました。また、米10年国債利回りは2.85%近辺に留まったものの、米短期金利は上昇を続け、EM市場の対外資金調達状況が本格的にひっ迫し始めました。

図1：米金利及び米ドルの上昇



出所: Intercontinental Exchange (ICE), Macrobond Financial AB, 2018年9月13日時点

米連邦準備制度理事会(FRB)のバランスシート削減を含む米金融状況の引き締めは、EM資産下落の引き金となりましたが、アルゼンチンやトルコの脆弱性もその勢いに拍車を掛けました。これらの国はいずれも(トルコの場合は不安定なクレジット・ブームの結果として、またアルゼンチンの場合は政府の財政赤字の結果としての)巨額の経常赤字を埋め合わせるために対外的な資金流入に依存しており、十分なショック吸収剤となるための外貨準備高が不足しています。また、中央銀行はインフレ対策において信頼性に欠けています。アルゼンチンは最終的に大幅な利上げを実施しましたが、国際通貨基金(IMF)に対して外貨建て資金支援の要請を余儀なくされました。またトルコ中央銀行は利上げを行いました。その利上げ幅は十分ではなく、通貨危機を食い止めるためには遅すぎました^(注記1)。

その他の主要EM経済は、トルコやアルゼンチンのような対外脆弱性を抱えていませんが、両国の危機は利用可能な海外資本の減少への早急かつ痛みを伴う調整が余儀なくされることを意味しました。海外直接投資によって大部分が賄われない対外資金需要を抱えるEM経済は、金利を引き上げるとともに、外貨建て資産への依存度を低下させるため通貨の下落を容認する必要があるでしょう。中央銀行の信頼感が高く、外貨準備が潤沢であるほど、経済成長及び資産価格の調整に伴うコストは少ないと言えるでしょう。投資

(注記1) トルコ中央銀行は9月13日によろやく、政策金利である1週間レポレートに6.25%引き上げ、24%としました。6.25%の利上げは市場予想を上回り、発表後トルコ・リラは少なくとも一時的に買い戻されました。

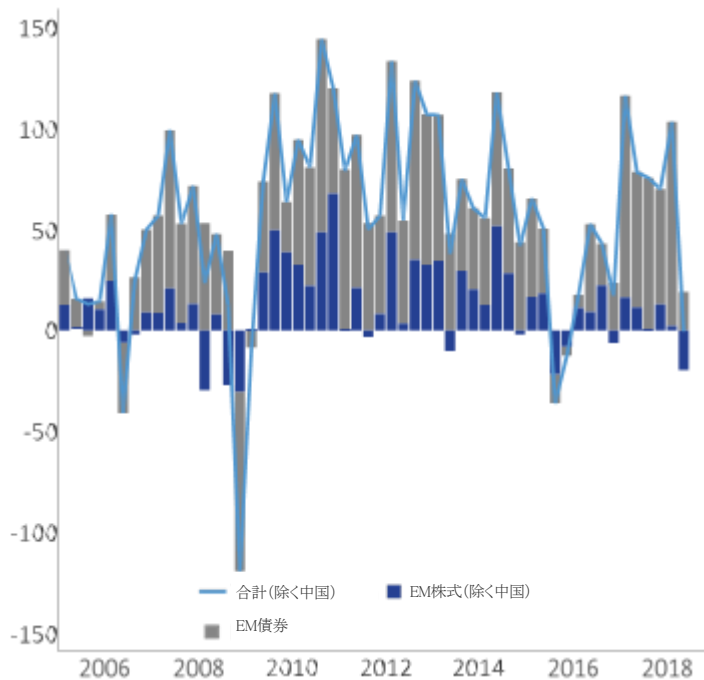
家はこの調整期間を慎重に乗り切る必要がありますが、ソブリンの債務不履行(デフォルト)に象徴されるシステム的なEM市場危機を恐れて逃げ出すべきではないと考えます。

総合的に見れば、これまでのFRBによる金融引き締め時と比較してEM市場は耐性を備えており、直近のEM資産のボラティリティの高まりは広範なEM市場全体の危機への予兆ではないと考えています^(注記2)。変動為替相場、中央銀行におけるある程度十分な外貨準備高のバッファー、さらに資金調達における現地市場への依存度をより高めたことによって、金融危機時におけるEM外債建て債の脆弱性は大幅に軽減されました。ただし、対外資金調達状況のひっ迫への調整という負担は、より現地市場及び為替市場へと押し掛かることとなります。

量的緩和 (QE) の終了と EM 市場への投資資金

EM資産反発にあたり欠かせない要素として、EM市場に特化していないクロスオーバー投資家やリテール投資家からの過度なポジションの削減が挙げられます。このことは、短期的にEM市場への資金流入の減少もしくは資金流出さえ続くかもしれないことを示唆しています。先進国(DM)市場の金融政策を特徴づけ、グローバルな「利回り追求」のきっかけとなった「QE時代」は終わりを迎えようとしています。米金融政策正常化に加え、欧州中央銀行(ECB)及び日銀による緩やかなペースでの金融緩和策の規模縮小は、QE時代にEM市場や他のリスク資産へと押し流された資金が逆流する可能性を示唆します。IMFによる試算に基づけば、FRBの政策正常化により、今後数年間に亘ってEM市場への海外投資家からの資金の流れは毎年約350億米ドルまで減少する可能性があるとのこと。過去数年間では平均的に毎年2,700億米ドル近くの資金がEM市場に純流入していました。

図2：海外投資家からのEM市場への純資金フロー（10億米ドル）



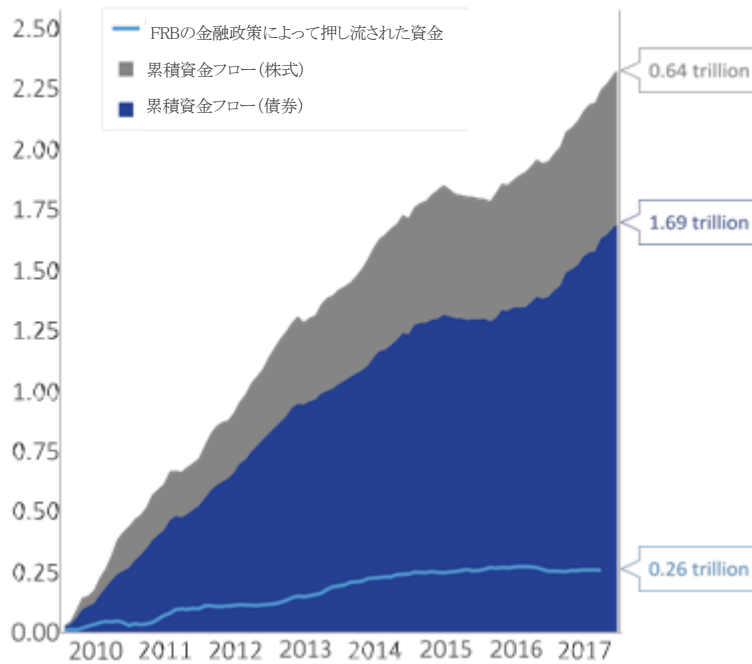
出所: Institute of International Finance (IIF)、直近の四半期データは2018年4-6月期

IMFは試算において、2010年以降のEM市場へ投資資金流入のうち、約2,600億米ドルがFRBによる異次元金融緩和の結果としてEM市場に押し流された資金であるとしています^(注記3)。絶対額としては大きいものの、2010年からのEM経済への純資金流入総額である2.5兆米ドルと照らし合わせて捉える必要があるでし

(注記2) ブルーベイのEMシニア・ソブリン・ストラテジストであるTim Ashによる、Financial Times Opinion beyondbricsへの寄稿 “This is not an EM-wide crisis - yet (2018年9月7日)” に基づく。

よう。米ドル建ての資金流入額の拡大は、EM国が巨額の経常赤字を補うために外貨を活用したというよりは、その大半がグローバル投資家の投資額自体の拡大と、グローバル経済に占めるEM経済の存在感の高まりに起因すると捉えるべきでしょう(流入した資金はEM(除く中国)国の中央銀行が外貨準備を1兆ドル程度積み増すためにも活用されました)。

図3：EM市場への海外投資資金の動向及び米金融政策による影響



注記: IIF及びIMF、直近の月次データは2018年9月時点

利回り追求姿勢が高まると、これまで伝統的にDMの債券及びクレジット資産のみに投資を行っていたファンドは、EM市場へのエクスポージャーを高めたという調査結果があります。このような投資資金や、ETF(上場投資信託)を通じて存在感が高まるリテール投資家の投資資金は、EM市場への投資とは典型的に切り離せないボラティリティ上昇局面を理解し、そのような状況への耐性を備えているEM市場に特化した戦略的な投資家と比較して、より移り気であるとみられます。そのような気まぐれな投資家からのリスク移管や、EM市場からの資金の逆流によって、資産価格のボラティリティはますます高まります。

下落局面とエントリー・ポイント

市場の急落は間違いなく投資家にとって痛手ですが、他の投資家が警戒感から投資を手控えているときに、積極的に投資をすることが出来る、またその意思がある投資家にとっては魅力的なエントリー・ポイントとなります。EM市場の場合、DM投資家の「ホーム・バイアス」が、基調ファンダメンタルズと比較した場合の資産価格の過度な動きを促進する可能性があります。下落の「震源地」を含む個別の国もしくは企業への選別的な投資によって市場のミスプライスを活用することに最も大きな価値があると言えるでしょう。ただし、過去の指数レベルでのドローダウンを踏まえると、より広範な市場、いわゆる「ベータ」レベルでも投資価値は見出せると考えます。

図4及び図5が示す通り、指数レベルでの相当なドローダウンがあった場合、通常その後の年は平均を上回るリターンとなっています(ドローダウンは実際の数字を12か月先送りにし、正の数字で示された青の部分、各年のトータル・リターンはグレーの線で示されています)。

図4：EM外貨建て国債市場のドロウダウン及びその後の年間リターン（％）



注記:JP Morgan EMBI Global Diversified Indexを使用。
出所:JP Morgan, Bloombergのデータを基に、BlueBayが計算。直近の月次データは2018年8月時点。

図5：EM外貨建て社債市場のドロウダウン及びその後の年間リターン（％）



注記:JP Morgan CEMBI Diversified Indexを使用。
出所:JP Morgan, Bloombergのデータを基に、BlueBayが計算。直近の月次データは2018年8月時点。

以下補足では、EM資産クラスの代表的な指数の過去のドロウダウン及びその後の年間平均リターン（2008年の金融危機前及びその後）を示しています（外貨建て資産については、米国債リターンに対する上乗せリターンであるスプレッド・リターンを含む）。EM現地通貨建て債の、ドロウダウン後のリターンを決

注:上記グラフにおける将来の値は予想に基づく数値であり、今後予告なく変更される可能性があります。また実際の数値は予想と大きく異なる場合があります。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。

定づける要因となっているのは米ドルの方向性であり、現地通貨建て債のボラティリティは他の資産と比較して抜きん出て高いと言えます。2014年半ば以降の米ドル高基調により、EM現地通貨建て債市場は指数レベルで見ても依然として「バーナンキ・ショック」前の高値まで戻していません。したがって、補足における現地通貨建て債市場に関しては、年間でマイナス・リターンとなった次の年の平均リターンを示しています。

概ね想定した通り、直前のドローダウンが大きければ大きいほど、その後の年間リターンの上昇幅が大きくなる傾向が見られます。EM外貨建て債については、過去2.5%~5.0%のドローダウン(今のところ直近の市場下落が当てはまる水準)であれば、その後1年間のトータル・リターンは10%程度となっていることがわかります。少なくとも10%の下落、及び金融危機後の期間では15%程度の下落が、その後のリターンが大幅にプラスとなるための閾値であると考えられます。

まとめ：貪欲になる準備を

EM国の大半は、FRBが主導するグローバル金融政策のQE後の正常化に関連した対外資金状況のひっ迫を吸収するための耐性を備えています。変動為替相場制度、外貨準備高の増大、さらに資金調達において現地市場への依存度を高めていることから、EM国の借り手にとっての為替リスク及び金利リスクは大幅に低下しており、その結果、1990年代に見られたシステム的な危機につながる可能性は低下していると考えます。海外投資家は、ソブリン及び企業の信用リスクの低下による恩恵を受けますが、EM国が対外資金状況のひっ迫に対応すべく調整する過程で、現地金利の上昇及び通貨のリスクの上昇に直面することとなります。このことを理由として、現在ブルーベイのマルチ・クレジット戦略では、現地通貨建て債に対して外貨建て債を偏好しています。

QE時代はグローバルな投資家の「利回り追求」姿勢を加速させ、EM市場経済やDM市場のリスク資産への投資資金流入を促してきました。実際、EM市場への資本流入総額全体と比較すれば、QE関連の資金流入額は軽微であると言えます。しかしながら、これまで伝統的にDMの債券及びクレジット債のみに投資を行ってきたファンドが、無差別的に彼らにとっての「オフベンチマーク」投資であるEM資産を手放し、リテール投資家の急速な資金の引き揚げがあった場合の資金の逆流は、市場に甚大な影響を及ぼしかねません。そのような移り気な投資家からのリスクの移管が完了すれば、EM資産により特化した戦略的な投資家にとっては魅力的なエントリー・ポイントとなるでしょう。

資産価格のボラティリティの高まりは、必ずと言っていいほど、アクティブ投資家が活用できる市場のミスプライスや相対価値に基づく投資機会を提供します。さらに、ボラティリティ上昇局面では、投資家の「ホーム・バイアス」がEM資産の過度な下落を招くことがあります。今年初めの高値から直近までのEM資産の下落幅を過去と比較すると、過去に同等の下落幅となった局面では、その翌年は平均を上回る年間リターンをさほど脅威を感じていない投資家に提供しています。保護貿易主義やDM及びEM市場におけるポピュリスト政党の台頭、さらに異次元金融緩和策からの米金融正常化は、いずれもEM市場及びDM市場経済にとってリスク要因になるでしょう。EM資産の価格は、DM資産と比較してより大幅にこれらのリスク要因を織り込む過程にあると考えています。EM資産から収益を得るまでに、まだ痛みを被る可能性もありますが、戦略的な投資家は貪欲になる準備を開始するべきであると考えます。

補足：代表的なEM債券指数のドロウダウンとその翌年の平均リターン (%)

EM外貨建て国債のトータル・リターン (JP Morgan EMBI Global Diversified Index)

| 直近高値からのドロウダウン | 1994 - Aug-18 | 2011 - Aug-18 | 1994 - 2007 |
|----------------|---------------|---------------|-------------|
| なし | 6.7 | 3.4 | 10.2 |
| 0% - 2.5% | 8.4 | 5.7 | 11.9 |
| 2.5+% - 5% | 10.0 | 9.7 | 11.0 |
| 5+% - 10% | 15.8 | 9.8 | 17.6 |
| 10+% | 21.7 | 14.6 | 19.5 |
| 期間における平均年間リターン | 8.9 | 5.6 | 10.9 |

EM外貨建て国債のスプレッド・リターン (JP Morgan EMBI Global Diversified Index)

| 直近高値からのドロウダウン | 1998 - Aug-18 | 2011 - Aug-18 | 1998 - 2007 |
|----------------|---------------|---------------|-------------|
| なし | 1.3 | -1.3 | 2.9 |
| 0% - 2.5% | 2.4 | 1.9 | 4.4 |
| 2.5+% - 5% | 4.8 | 4.1 | 6.7 |
| 5+% - 10% | 3.0 | 9.5 | 5.1 |
| 10+% | 22.3 | 16.2 | 19.4 |
| 期間における平均年間リターン | 3.9 | 3.1 | 4.8 |

EM外貨建て社債のトータル・リターン (JP Morgan CEMBI Diversified Index)

| 直近高値からのドロウダウン | 2002 - Aug-18 | 2011 - Aug-18 | 2002 - 2007 |
|----------------|---------------|---------------|-------------|
| なし | 6.8 | 5.3 | 7.3 |
| 0% - 2.5% | 5.0 | 4.7 | 9.7 |
| 2.5+% - 5% | 10.4 | 10.4 | 11.4 |
| 5+% - 10% | 14.1 | 12.1 | 11.5 |
| 10+% | 41.2 | NA | NA |
| 期間における平均年間リターン | 7.4 | 5.2 | 6.3 |

EM外貨建て社債のスプレッド・リターン (JP Morgan CEMBI Diversified Index)

| 直近高値からのドロウダウン | 2002 - Aug-18 | 2011 - Aug-18 | 2002 - 2007 |
|----------------|---------------|---------------|-------------|
| なし | 3.6 | 1.5 | 4.7 |
| 0% - 2.5% | 2.6 | 2.1 | 4.8 |
| 2.5+% - 5% | 4.1 | 6.1 | 10.1 |
| 5+% - 10% | 3.4 | 10.5 | NA |
| 10+% | 19.7 | 16.1 | NA |
| 期間における平均年間リターン | 3.6 | 3.1 | 3.6 |

EM現地通貨建て国債のトータル・リターン (JP Morgan GBI-EM Global Diversified)

| 1年間のドロダウン | 1994 - Aug-18 | 2011 - Aug-18 | 1994 - 2007 |
|----------------|---------------|---------------|-------------|
| なし | 7.5 | 3.2 | 9.5 |
| 0% - 5% | 3.7 | -1.7 | 14.7 |
| 5+% - 10% | 8.0 | -4.0 | 20.2 |
| 10+% - 15% | 13.2 | 3.0 | 22.6 |
| 15+% | 15.4 | 8.7 | NA |
| 期間における平均年間リターン | 6.7 | -0.5 | 10.2 |

注記: 1994年1月から2003年1月まではJP Morgan EMLI+ indexを使用、その後JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index

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%（税抜き）、エマージング社債戦略：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ござい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