



2019年のエマージング債；7つの質問

ボラティリティが高かった2018年も終わろうとしています。これから新たな一年を迎えようとしていますが、リスクが高まっていることも認識していることから、慎重ながら前向きな見通しをしています。

エマージング債という資産クラスが提供する投資機会を戦略的に活用するために、注視すべきと考えているテーマに沿って7つの質問に答えたいと思います。

2018年12月

エマージング債チーム

Q1. 今年はトルコとアルゼンチンが崖っぷちに立たされましたが、2019年はどの市場に注目が集まるとみていますか。



グラハム・ストック

シニア・ソブリン・ストラテジスト

A1.トルコとアルゼンチンに注目が集まった理由は、外貨による資金調達が必要額が大きく、米ドルと米金利が上昇する中では調達が難しくなるからです。すでにこの二カ国の経常赤字は急速に減ってきており、アルゼンチンはIMFからの融資を受けられることとなりました。その他の主要国で2019年に巨額の双子の赤字を抱える国は多くないと考えています。なぜなら、通貨の変動によって経常赤字は縮小してきており、2013年のテーパー・タントラム時の高い赤字水準と比較すれば、かなりの改善がみられています。

大きな財政赤字を抱える主要国は複数ありますが、国内債券市場が十分な規模にあります。ブラジルと南アフリカがその代表です。しかし、現地通貨建て債市場から海外投資家の資金流出があれば、痛手となる可能性があります。より小さな市場で言えば、パキスタン、スリランカ、コスタリカ、レバノン、ザンビア、チュニジアなどの国では政治面での困難によって資金調達の問題が複雑化するかもしれません。この一部の国ではIMFによる融資が選択肢となり得ますが、中国が主要債権者である場合、その既存債務に関する透明性が交渉のカギを握るでしょう。これらの国の外貨建て債務の状況について注目し、問題が起こる兆候を見逃さないようにしたいと考えています。

Q2. 人民元が米ドルに対して、7.0や8.0にまで下落する可能性はありますか。



ゼンボ・ホウ

ソブリン・ストラテジスト

A2.今の人民元（対米ドル）の為替レートは6.93です。わずか1%下落すれば、心理的に重要な節目と言われる7.0の抵抗線を超えます。しかしながら、短期的にはこの可能性は低いと考えています。

G20サミットでの米中間の停戦は一時的なものであったにせよ、少なくとも2019年3月まで貿易戦争は激化しない可能性が高いと考えています。この機会を利用して、テクノロジーの強制的な移転、知的財産の侵害、国有企業の不公平な競争上の優位性といった、米国からの懸念に中国政府が対処すると考えられます。こうした進展については注意深く見守っていきませんが、この間は貿易面に関する点に限れば、通貨の動きは限られているはずですが、3月1日の交渉期限以降に貿易摩擦が再び高まった際には、人民元が1%下落する可能性は排除できないと考えています。

米ドルに対して8.0という水準まで下落する時は、中国経済に様々な要因が積み重なった場合であると考えています。外貨準備の大幅な流出と共に、FRBと中国人民銀行の金融政策の差異が一層大きくなってドル高が起こる場合、人民元がその水準まで下落する可能性があります。しかし、厳しい資本規制と2015年の教訓を踏まえ、こうした急激な下落がみられる可能性は高いと考えています。

しかし、中国から何らかのポジティブ・サプライズが出てくる可能性があることも忘れてはなりません。この場合は、人民元は下落よりも上昇がみられる可能性の方が高いでしょう。

Q3. もしロシアのソブリン債に経済制裁が課された場合、その影響はどの程度のものになるのでしょうか。



アンソニー・ケトル

シニア・ポートフォリオ・マネジャー

Q3.ここしばらく、経済制裁の対象にロシアのソブリン債を含める可能性が議論されていますが、これはまだ具体化していません。しかし、米国の中間選挙の結果、恐らくはモラー特別検察官による調査からの情報に突き付けられて、米国議会は次の会期の早い段階で追加制裁を課すとみています。これは「クレムリンの攻撃から米国の安全を防衛するための法律」(DASKA)と「確立したレッドラインによって脅威から選挙を防衛するための法律」(DETER)という2つの法律を合わせたものになるとみられますが、ソブリンの新規発行債を制裁対象に加える可能性があります。

もしそうなった場合、短期的にはロシア資産は痛手を被り、スプレッドは拡大するとみています。制裁の可能性はよく認識されており、投資家のポジションはアンダーウェイトとなっている中でも更なる強制的な売りが見られる可能性があり、パフォーマンスは軟化が予想されます。しかし、長期的にはロシアは比較的大きな経常黒字を抱え、外貨準備もそれなりに潤沢であることを忘れてはいけません。ロシアは既発債の多くを買い戻す余力を持っています。こうした状況の中で、ロシアがデフォルトする可能性は低いと考えています。

しかし、銀行セクターへの経済制裁による影響はより大きなものとなる可能性があります。流動性はそれなりにあり、外貨の預貸率は低いものの、信頼感の低下によって、銀行の資金調達能力が低下するかもしれません。

ベース・ケースではないものの、より厳しい経済制裁となった場合は銀行やロシアの財閥系企業に直接の経済制裁が課される可能性もあります。ルサールのケースのように、経済制裁を受けた企業は非常に大きなダメージを受ける可能性があります。

Q4.トルコはいくらが落ち着きを取り戻したようですが、再び混乱に陥ることはあるでしょうか。



ティモシー・アッシュ

シニア・ソブリン・ストラテジスト

A4.2018年を「経済過熱」と表現したとすれば、来年のテーマであり、政策当局が向き合う課題は「リセッション」であると考えています。リセッションは物価の上昇にくい状況をもたらすはずで、インフレ率は予想外に低下する可能性があることから、現地債券市場には大きな投資価値がもたらされるかもしれません。ここでのリスクは、政策当局が緩和策を急ぎすぎること、そうなった場合、通貨が下落してトルコは再び負のループに陥る可能性があります。2019年3月には地方選挙が実施される予定であることから、エルドアン政権は財政を緩和したいという思いに駆られているでしょう。そのときに重要な問題となるのは「どの程度」そして「いつ」ということです。リセッションはいかなる場合も銀行セクターにとってはネガティブに働き、不良債権比率が高まります。しかし、通貨が安定しており、伝統的な政策が続けられる限りは、銀行セクターが比較的磐石でソブリンのバランス・シートが健全であり、こうした圧力への対応は可能であるとみています。

Q5.ペルシャ湾岸諸国（GCC）はJPモルガンの外貨建て債インデックスに1月31日より組み入れられることになっています。このことは投資家にどのように影響するのでしょうか。



(写真左) ヤナ・ベレボバ

ポートフォリオ・マネジャー



(写真右) ソム・パッタチャーリヤ

クライアント担当ポートフォリオ・マネジャー

A5.JPモルガンではインデックスの組入要件の見直しが行われました。その結果、JPモルガンEMBI Global Diversified Index（エマージング外貨建て債の投資家がベンチマークとして最も多く利用しているインデックス）にサウジアラビア、バーレーン、カタール、アラブ首長国、クウェートのペルシャ湾岸5カ国が加わることとなり、中東地域の構成比率が大きく高まることとなります。2019年2月から9ヶ月かけて、これらの国の構成比率は11%にまで上昇します。

すでに通知が行われており、多くのアクティブ・マネジャーはこのインデックスの変更にすでに備えてきています。例えば、カタールを中心にペルシャ湾岸諸国のオーバー・ウェイトは、ブルーベイでも2018年の戦略的なポジションとなっており、こうした高格付け銘柄のスプレッド縮小による恩恵を受けています。

来年、パッシブ・マネジャーがアロケーションを行うことで、さらなる上昇が期待できるかもしれません。パッシブの運用はかなり人気が高まっていたことから、JPモルガンの試算によればインデックス組入期間中に、パッシブ・マネジャーは28億米ドルのGCC債を組み入れるとしています。

投資家にとっての影響を考えると、約1,110億米ドルの債券が新たにインデックスに加わることで、地域間の分散が大きく高まり、格付けや流動性も多少の改善が見込まれます。インデックス全体のスプレッドは、メキシコ、インドネシア、ドミニカ共和国といった高利回り国の比率が低下するため、21bps縮小すると予想されています。ペルシャ湾岸諸国は石油収入への依存度が高いことから、インデックの原油感応度も高まることと予想されます。

Q6.来年、二桁のプラス・リターン/マイナス・リターンとなる通貨が予想される通貨を教えてください。



ガウタム・カラニ

通貨ストラテジスト / ポートフォリオ・マネジャー

Q6.7つの質問のなかで、最も回答が難しいものが回ってきたようです。通貨の動きを予想することはかなり難しいのですが、候補を挙げるとなれば、ブラジル・レアルは二桁のリターンを期待できる通貨のひとつであると考えています。ファンダメンタルズは良好で、国際収支は安定しており、インフレ率は低く、実質金利は高いことから、ブラジル資産への需要は高いとみています。さらに来年は3%を超える経済成長が期待されています。財政改革面でポジティブな進展が見られれば、ブラジル・レアルは二桁のリターンが期待できると考えています。

一方で、インドネシア・ルピアはネガティブな見通しです。インドネシアはあまり良い話題がなく、巨額の経常赤字を抱え、インフラ支出によって輸入が多くなっています。エネルギー・セクターへの投資は落ち込んでおり、海外直接投資もありません。債券市場でのロング・ポジションが増えていることを踏まえると、来年予定されている選挙も、さらなる下方リスクになり得ると考えています。

そうは言うものの、個々の通貨の動きは資産クラス全体の投資環境を踏まえなければなりません。米ドルが下落が続ければ、エマージング通貨は全体として上昇が見込まれ、マイナス・リターンとなる通貨が全くないといったこともあるかもしれません。

Q7. エマージング市場は来年も2018年のような一年になるのでしょうか。



ポリナ・クルドヤフコ

エマージング債チーム・ヘッド

A7. 今年の初めに2018年はデフォルト率の低さが下支えとなって、エマージング資産にとっては穏やかな投資環境が続くとみていました。しかし、デフォルト率は過去最低水準近くまで低下したものの、エマージング資産のパフォーマンスにとっては厳しい一年となりました。チーム全体として、グローバルな流動性の引き締めと量的緩和（QE）から量的引き締め（QT）に移行する中でのボラティリティの高まりを過小評価していました。こうした環境の中で、エマージング国の政府や企業は政策ミスが全く許されず、政策対応の遅れに対して投資家は全くの猶予も与えない状況となりました。その例がトルコやアルゼンチンです。そのため、どの投資家もこの資産クラスに対してより一層慎重になるのは仕方がないことでしょう。

しかし慎重になることと、適切なリスクを取らないことは同義ではないのですが、これがまさに市場で今起こっている分断です。投資家は慎重になっているだけではなく、資産クラス全体を回避しています。通貨は非常に割安で、スプレッドは拡大して魅力的な水準にあり、米国債利回りと米ドルの上昇が抑制されている中で、投資家の市場心理はネガティブすぎると考えています。そのため、投資機会が広がっているとみています。

まず、市場は米中間の貿易問題に対して、最悪の結果を織り込みすぎていると考えています。ベースケースとしては貿易摩擦の緊張の高まりが予想されるものの、ポジティブ・サプライズがあるかもしれません。

その他にポジティブ・サプライズがあるかもしれない点を以下に挙げていきます。

1. 米中が一時的な通商合意に至る可能性、中国が大きな緩和策を出す可能性、貿易摩擦にも関わらず市場が予想するよりも中国の経済成長がずっと良いものになる可能性、があります。
2. さらに、中国の現地通貨建て債がバークレイズ・グローバル総合インデックスに2019年4月1日より加わることで、構成比率は2年をかけて5.6%にまで達する予定です。これはインデックスの時価総額でおよそ3兆米ドルになります。資金流入によって、中国現地通貨建て債市場の需給面が改善する可能性があります。中国資産が安定すれば、商品やエマージング市場全体がその恩恵を受けることになるかもしれません。2018年11月のように原油価格が下落しても、グローバルな経済成長にはプラスに働くかもしれず、かえってインフレ圧力の低下に寄与するかもしれません。
3. FRBがよりハト派になるという可能性も忘れてはなりません。

変動の大きかった一年の終わりを迎えるにあたり、2016年初めの情景が再び鮮明に浮かび上がってくるように思います。2016年を迎えるにあたって、その時も価格変動の大きさからエマージング資産に対してかなりネガティブな見通しを持っていました。外貨準備の流出による中国経済への懸念、原油価格の下落をはじめとして多くのネガティブ材料がありましたが、2016年2月にFRBがハト派に転じたことをきっかけに、市場の状況は大きく変わりました。今回、こうしたチャンスが再度訪れた時に、きちんとそれを活用できるようにしていきたいと考えています。

ディスクレーム

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のようになります。

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 1.00%（税抜） / エマージング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング債アンコンストレインド戦略：年率 1.00%（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。