



## エマージング現地通貨建て債：5つのポイント

**年明け以降、エマージング（EM）市場には比較的良好なムードが漂っていますが、資産クラスごとのリターンにはばらつきが見られます。**

今年に入り、EM現地通貨建て債インデックス（JPMorgan GBI-EM Global Diversified Index）のリターンが3.66%に留まっているのに対し、EM外貨通貨建て債インデックス（JPMorgan EMBI Global Diversified Index）のリターンは6.60%となっており（いずれも3月19日時点）、現地通貨建て資産は外貨建て資産と比べると大幅に出遅れています。このパフォーマンスの乖離から、ブルーベイの現地通貨建て債とEM通貨に対する中長期的に前向きな見通しを再度検証する必要性を感じています。投資テーマは依然として有効なのでしょうか。ブルーベイでは有効であると信じています。以下にその5つの理由を挙げたいと思います。

2019年3月

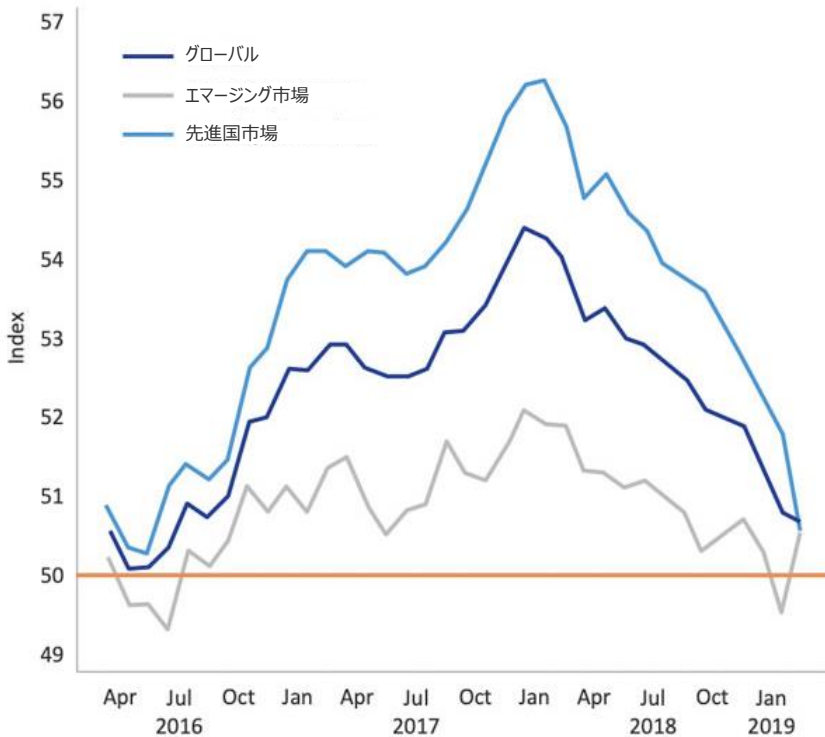
**ガウタム・カラニ**  
エマージング通貨ストラテジスト/  
ポートフォリオ・マネジャー



## 1. 成長モメンタムが期待を上回る

購買担当者景気指数（PMI）はグローバルに低下基調にあります（図1紺色線参照）、先進国PMI（水色線）が低下している一方、EMのPMI（グレー線）は低い位置からであるとはいえ、反発の兆しをみせています。先進国（特に欧州）の経済成長の鈍化はグローバル成長鈍化の主要な要因の一つです。しかしながら、3月22日に発表された欧州PMI数値は欧州の標準的な状況というより、一部の国の状況のみを表していると考えます。ここ最近のその他多くの欧州の統計ではハード（工業生産）とソフト（Ifo景況感指数とZEW景気期待指数）のどちらも市場の予想を上回る結果となっており、グローバル成長の安定化の兆しを示していると考えます。興味深いことに、足元でEMのPMIは3年ぶりに先進国のPMIを上回っています。このことは、今年エマージング国と先進国のGDP成長率の差が広まることを示唆しているかもしれません。

図1：各地域の製造業PMI（季節調整後）



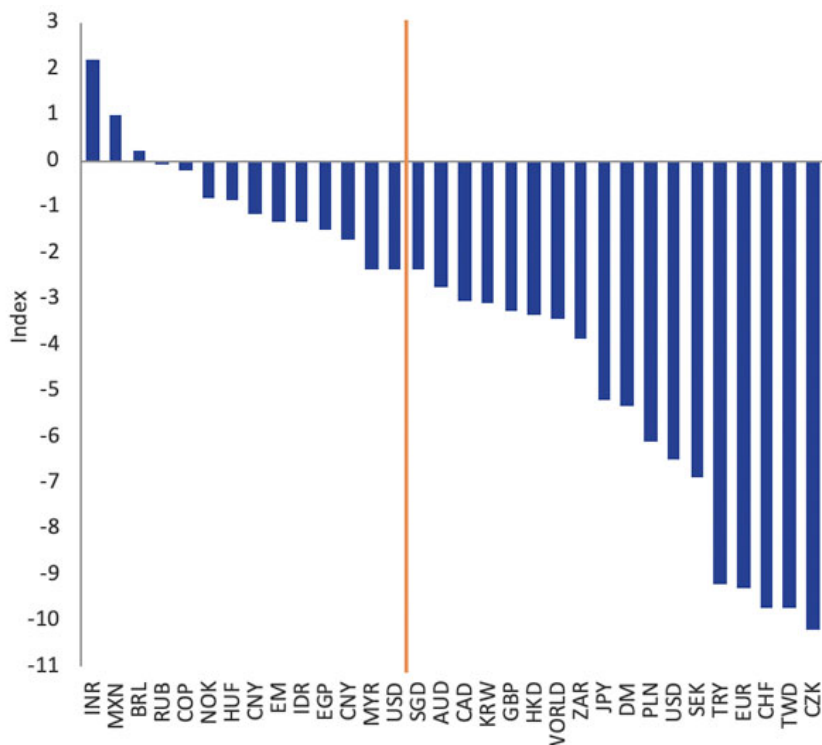
出所：Markit 2019年3月14日

PMIが堅調な地域をみると、図2ではインド・ルピー、ブラジル・レアル、ロシア・ルーブル、コロンビア・ペソ、メキシコ・ペソ、エジプト・ポンド、インドネシア・ルピアといった高金利通貨をもつEM国が安定的に、あるいは12ヶ月前のPMIをわずかに上回って推移していることがわかります。

従って、グローバル経済の成長鈍化は留意すべきことですが、どの地域が足かせになっているかを見極める必要があると考えます。欧州と北アジアは現在軟調ですが、EMハイ・イールド国は相対的に持ちこたえています。

ブルーベイでは、成長見通しが依然として魅力的な国々を厳選し、それらの国々に注目しています。具体的には、ブラジル・レアル、コロンビア・ペソ、チリ・ペソやインド・ルピーは前向きにみている一方で、オフショア人民元、韓国ウォンや台湾ドルには慎重な見方を持っています。

図2：PMIの変化幅（12ヶ月）



出所：Markit 2019年3月14日

## 2. 中国の安定化

中国の経済統計からは、安定が近いと読み取れる兆候がいくつかあります。2016年ほどの大規模なリフレーションは期待していませんが、信用モメンタムが加速するなか、経済が概ね足元の水準で底を打ち、L字型の回復が期待できるとの見方を維持しています。これにより、固定資産投資が加速し、商品価格や広範的なEM通貨にとっても追い風になると考えます。

## 3. FRBのハト派姿勢転換

2019年の初め、特に1月の米連邦公開市場委員会（FOMC）においてFRBの金融政策に対する姿勢に劇的な変化が起きました。FRBの姿勢は「正常化」から「中立」にシフトし、更なる利上げに懐疑的な見方が広まりました。

アナリストは今年の利上げ回数予想をすぐさま3-4回から0-1回に引き下げました。中立なスタンスは3月のFOMCでも維持され、基本シナリオとして今年の利上げ想定回数は0回に変更されました。

加えて、予想より早期での量的縮小（QT）終了も発表されました。米国金利市場では既に年内の利下げが織り込まれています。

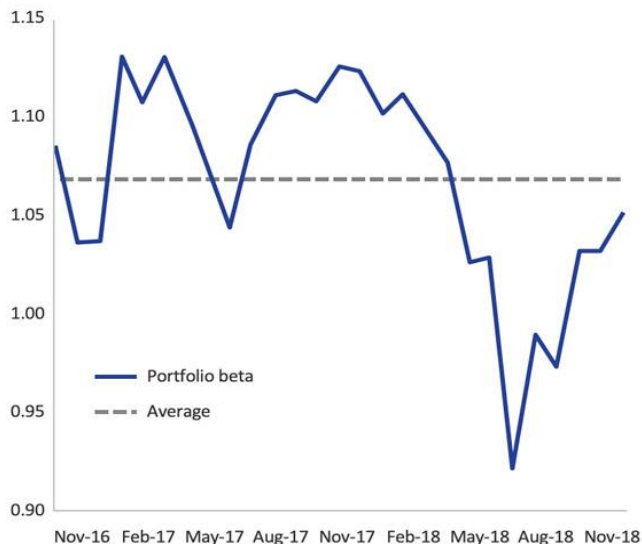
ハト派姿勢への転換は、キャリートレードやEMの高金利通貨に追い風であるはずですが、主要EM通貨には依然としてこのことを十分に織り込んでいないと考えています。例えば、JPモルガンのEM通貨インデックスは1月のFRB会合からほぼ横ばいで推移しています。

従って、EM通貨には大幅に上昇する余地があると考えています。EM通貨が出遅れていた理由の一つが「グローバル成長の懸念」でしたが、現在はその点においても回復の兆しが見られているためです。

## 4. ポジションの軽さ

年初から投資家がEM通貨のポジションを積み増す動きが見られていましたが、過去の水準と比較すると相対的にポジションは軽い状態のままです。例えば、EM現地通貨建て債をベンチマークとするマネジャーのファクトシートによると、現在のポジションは過去平均を下回り、2018年初め頃のピーク時を大きく下回る水準にあります。

図3： GBI-EM：ポートフォリオ・ベータ



出所：Morgan Stanley 2019年3月

## 5. 魅力的なバリュエーション

インフレ率や交易条件、生産性を変数として通貨を分析するブルーベイの均衡実質為替レート（Behavioural Equilibrium Exchange Rate (BEER)）モデルを用いると、EM通貨は2005年以來の割安水準に達しています。データのボラティリティの高さは認識しているものの、グローバル経済の安定化という投資テーマに対する確信度を維持しています。但し、グローバル経済の安定が明確に現われるまで1〜3ヶ月はかかるかもしれません。

主要中央銀行（特にFRB）のハト派姿勢への転換やポジションの軽さ、魅力的なバリュエーションは、エマージング現地通貨建て資産に対する中期的に前向きな見通しを維持するに当たり十分であると考えています。

図4： EM資産のバリュエーションの推移（BEERに基づく平均的な不均衡）



出所：BlueBay Asset Management 2019年3月14日

## 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。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーシング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシ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。