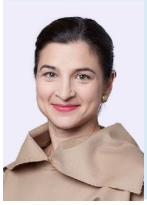
エマージング債券
2020年の見通し

エマージング債券運用チーム



2019年のリターンはプラスとなりましたが、2020年については、どのような予想していますか。

エマージング債チームヘッド　ポリーナ・クルドヤフコ

2019年は、エマージング資産にとってプラスの1年となり、特に米ドル建て資産は良好な成績でした。グローバルの経済成長は弱く、マクロ面で多くのリスクがありましたが、リターンは堅調でした。

2020年に関しては、グローバルの流動性環境から、投資家はエマージング市場の高利回りを求めるように促されることで、エマージング債にとって好材料であるように思えます。しかし、エマージング市場の経済成長は緩やかな状態が続く可能性が高く、同時にデフォルト率も現在の低水準から緩やかな上昇に留まるでしょう。従って、インデックスで見る市場全体の上昇は小さくなる可能性がありますが、ロングとショートの両方で、収益源を見つけ出すことができると投資家は良く分かっているでしょう。

そこで、2020年のエマージング資産のパフォーマンスを左右する3つのテーマをここで確認しておきたいと思います。

1. **成長から安定という変化によって、キャリートレードのチャンスがあります。**
これまで、エマージング資産のパフォーマンスの主たる牽引役として、投資家は経済成長に注目していました。しかし、エマージング国の中には急な成長と減速という成長パターンではなく、安定的な経済状態に移行した国も現れており、そういった国ではリスク調整後でプラスのキャリーを得る機会があります。

2. **エマージング市場でのクレジット・サイクルが進んでいることで、流動性のあるストレス銘柄で価格が大きく調整する例が増えてくるでしょう。**
クレジット・サイクルが進行するにつれ、グローバルの金利の正常化が緩やかに進むことと合わさって、成長見通しが強くない中で、個別銘柄の材料で売られる銘柄が増えてくると考えています。デフォルト率は過去平均に近づく可能性が高く（エマージング・ハイ・イールド社債で3.5%）、流動性のあるストレス銘柄、特に一部のソブリン債の価格が大きく下落するケースが増えると予想しています。

3. **エマージング国内での景気刺激策により、企業には流動性面で好材料となるでしょう。**
このテーマは西欧では何年にもわたって見られていますが、2020年は中国がインフラ投資と金融政策緩和の両方で、国内経済を刺激すると予想しています。中国の不動産のようなセクターはこうした支援策で最も恩恵を受けるでしょう。

> 2020年は中国がインフラ投資と金融政策緩和の両方で、国内経済を刺激すると予想しています。

2020年に現実となる可能性が最も高いリスクは何だと思いますか。

シニア・ポートフォリオ・マネジャー　ラッセル・マシューズ

市場に最も影響が大きいだろうと考えているリスクは、米連邦準備制度理事会（FRB）の姿勢、グローバルの流動性、地政学といった要因に関連したものです。

FRBがタカ派な姿勢を強めれば、私たちが投資をしているようなディフェンシブな高キャリー・トレードの一部には逆風となるでしょう。仮にこのシナリオが現実になれば、エマージング通貨のショート・ポジションを取ることで、ポートフォリオを防御できるだろうと考えています。

流動性について、もし悪化すれば、グローバルの金融環境や地政学状況を考えると、エマージング市場にとって困難な環境になるだろうと考えています。流動性が低下すれば、より高い流動性プレミアムを織り込んで、外貨建て債のスプレッドは拡大する可能性があり、一部の外貨建て債に対する私たちの見方に影響する可能性があります。このシナリオでは、市場ベータのエクスポージャーを減らし、ベータへのネガティブな見方を反映するために、CDSを用いたり、エマージング銘柄のショートを取ったりすることで、対応することができるであろうと考えています。

地政学的リスクについては、現実に不安定な状況になることを排除できず、特に中東はそうです。まだテール・リスクと考えていますが、もし緊張が更に高まれば、中東、原油価格、そして潜在的には米経済のセンチメントへの影響も強まるでしょう。

FRBがタカ派な姿勢を強めれば、私たちが投資をしているようなディフェンシブな高キャリー・トレードの一部には逆風となるでしょう。

ベネズエラ石油公社（PDVSA）債はベネズエラのリスクと考えるべきでしょうか。

シニア・ソブリン・ストラテジスト　グラハム・ストック

債務不履行状態にあるベネズエラ債の複雑な状況の中で、2020年償還のPDVSA債は米国にある石油精錬会社であるシトゴの株式が担保となっていることから、投資家には常に魅力的でした。

しかし、2019年10月24日に米国財務省の外国資産管理局（OFAC）は、ベネズエラへの経済制裁に関する一般的許可（general license）の1つを修正し、2020年償還のPDVSA債保有者が、シトゴに関する担保権を実行することを2020年4月まで不可としました。同債券が10月27日に最終的に債務不履行に陥った段階で、この経済制裁のために、債券保有者は、少なくとも当面は米国の裁判所に担保権の実行を訴えることができなくなりました。

しかし直感とは異なり、このことは投資家にとっては前向きな進捗であると言えます。それは次の理由からです。

1. 米財務省は担保権の実行について門戸を閉ざしているのでなく、むしろ債券保有者とフアン・グアイド亡命政府がその間に和解することを促しています。担保は債券の残存する20億米ドルもの支払いを十分に補えるものです。
2. この債券の本質的なリスクはベネズエラから離れて、今やシトゴの精錬所がある米国に存在していると言えます。つまり、困難な政治情勢に翻弄された投資から解放され、かなりの程度、分析可能な状況になったと言えると思います。

米国政府は、担保付き債という法的枠組みでの投資家の権利、とりわけニューヨーク法に基づいて発行された債券で、これを否定するという前例を作ることを避けるであろうと考えています。

参考ながら、この結果、同債券は大きな上昇余地があると考えています。担保となっているシトゴ株の50.1%は、約18億米ドルの同債券の残存金額に対して、少なくとも40億米ドルの価値があるとブルーベイでは評価しています。現在の取引価格は20ポイント程度であることから、2020年のうちに相当なリターンが期待できるのではないか、と考えています。

米財務省は担保権の実行について門戸を閉ざしているのでなく、むしろ債券保有者とフアン・グアイド亡命政府がその間に和解することを促しています。

アルゼンチンの次のステップは債務再編でしょうか。

ポートフォリオ・マネジャー　ギャリー・セジウィック
シニア・ソブリン・ストラテジスト　グラハム・ストック

アルゼンチンに政権交代をもたらした2015年の大統領選挙では、有権者および投資家にアルゼンチンの市場友好的な新たな将来像が約束されました。

しかし2019年、有権者は180度方向を変え、実質的に昔の政府に戻して、マクリ政権の専門家主導の政策決定を一掃しました。10月の大統領選挙の結果の前兆となる8月の予備選挙によって債券価格は暴落しました。このことは、アルゼンチンだけではなく中南米に投資を考えている投資家にとっても、政治体制の転換という面から教訓となったはずです。

しかし、ボラティリティの上昇は投資機会となる可能性があり、アルゼンチンもこの点で違いはありません。アルゼンチン債の最終的な償還価格は、アルゼンチン政府、IMF、債券保有者という3者間での交渉で決まる可能性が高いでしょう。

私たちの見方では、今後数年間の支払いの軽減が政府の優先事項で、国内投資家、海外の債券保有者、様々な国の債権者に負担を求めていくことになるでしょう。再交渉されるIMFのプログラムへの対応や資金調達手段がないことなどを鑑みれば、いずれにしても何らかの返済面で調整が避け得ないとみています。フェルナンデス政権は緊縮財政の実施を後回しにして、当面は短期間で経済成長を高めたいとの考えを持っています。そうしたことから、償還の先送りや目先の利払いの停止といったことは予想していますが、元本削減という必要性はないのではないかと考えています。

さらに、償還の近い債券の保有者は、2022年と2023年に期限が来るIMFのローンに対して返済が劣後することに抵抗できると考えており、それ故に、返済順位としては先頭にいるのではないかと考えています。

債務再編プロセスはまだ始まっていませんが、こうした点を考えれば、私たちは短期債が良いと考えており、中期のCDSで（可能な場合は）ショートすることによって、ダウンサイド・リスクに対する防御も戦術的に実施しています。私たちは、短期債の償還価値は60～70%という範囲になる可能性が高いと分析しており、現在の債券価格は50台前半です。このため、上昇余地があるという考えでいます。

2019年、有権者は180度方向を変え、実質的に昔の政府に戻して、マクリ政権の専門家主導の政策決定を一掃しました。

ウクライナのゼレンスキー政権にとってプリヴァト銀行の件はどれくらい重要な問題でしょうか。

シニア・ソブリン・ストラテジスト　ティモシー・アッシュ

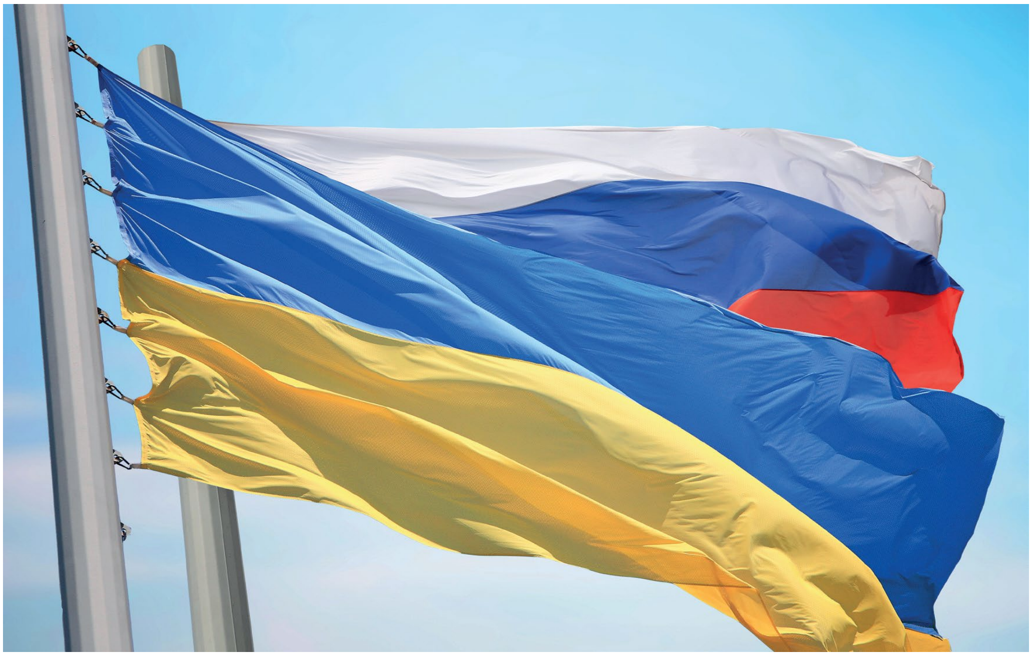
ウクライナのゼレンスキー大統領は腐敗を一掃してくれるという期待の下で選出されました。腐敗は有権者やビジネス界にとって、最も強い懸念事項であることが世論調査からわかります。そのウクライナの辛苦がトランプ大統領の弾劾調査の中で明るみに出てきました。

プリヴァト銀行はウクライナ最大の銀行であることから重要な存在ですが、ウクライナ政府とイゴール・コロモイスキー氏との間での法廷闘争に巻き込まれています。コロモイスキー氏はゼレンスキー大統領の選挙活動を支えた、かなり議論を呼ぶオルガルヒ（新興財閥の経営者）です。コロモイスキー氏は2016年に最終的に国有化され、55億米ドル（当時のGDPの約6%）もの損失を国家に負わせる結果となった、プリヴァト銀行の破綻で不正を働いたとして訴えられています。

中央銀行は、コロモイスキー氏が職員に対するテロを主導したとして訴えており、政府や国際金融機関からの支援を求めています。ゼレンスキー大統領は腐敗に対して戦うことを約束してますが、プリヴァト銀行の問題に関してコロモイスキー氏を公正に扱えなければ、恣意的な司法との批判に晒され、反腐敗という政策目標にみそが付くことになります。同時に、この問題はIMFからの支援を確実なものにするための鍵も握っており、ゼレンスキー大統領が真の改革者かどうか、投資家は炭鉱のカナリアとして注視しています。

「ユーロマイダン」と呼ばれる2014年のウクライナでの抗議活動以降のウクライナに対する米国の支援は、東部地域でのロシアからの圧力をやり過ごすためには必要不可欠なものでした。トランプ大統領への弾劾調査によって、この支援がウクライナが腐敗に対して戦う意思を示すことにある程度左右されると強調されました。プリヴァト銀行の問題が満足のいく結論になるかどうかが、全ての鍵となっています。

プリヴァト銀行はウクライナ最大の銀行であることから重要な存在ですが、ウクライナ政府とイゴール・コロモイスキー氏との間での法廷闘争に巻き込まれています。コロモイスキー氏はゼレンスキー大統領の選挙活動を支えた、かなり議論を呼ぶオルガルヒ（新興財閥）です。



2020年の社債セクター見通し

ユーティリティ

ユーティリティセクターは、発電分野における再生可能エネルギーへのより積極的な参加を求める構造的及び世界的な潮流の中で、低ベータセクターとしてのこれまでの地位を享受し続けるとみています。その結果として、（環境にやさしい）グリーン・エネルギー関連の企業にとっては、現状の環境の継続もしくは改善が見込まれる可能性があり、このことは既に中国やチリで確認されています。設備投資ペースは、経済成長及びインフラの質に対する見通しと密接に関連しており、設備投資額の高止まりが予想されるインドの銘柄などに関しては慎重にみています。
その他では、銘柄固有のストーリーがパフォーマンスの鍵を握るでしょう。長きに亘って必要とされてきた（南アフリカの国営電力会社）エスコムの再編や、アルゼンチンでは規制制度が変化のリスクにさらされていることなどを、それぞれ注意深く見守っています。

シニア・アナリスト　**マティアス・バマール**

不動産

不動産セクターの見通しは良し悪しが混在していると言えるでしょう。しかし、アジアハイ・イールド債市場においては、魅力的なリスク・リターンを提供している銘柄が一部存在していると考えています。中国市場の安定化は今後も続くと考えており、ハイ・イールドの大手不動産開発会社のファンダメンタルズが2020年を通して十分に下支えされるとの見方から、スプレッドには依然縮小の余地があるとみています。一方で、UAEの住宅関連セクターについてはややネガティブにみています。需給環境の悪化が続き、国内開発会社の信用に悪影響をもたらす可能性があるとみているためです。これに関しては、ドバイが最も脆弱な地域であるとみているほか、アブダビでも、回復が見られるまでにはいまだ時間が要するものと考えています。

シニア・アナリスト　**ヴァネッサ・スティーブンソン**

消費・パルプ

多くの国で成長ダイナミクスが弱含んでいることから、国内向けの消費関連銘柄に対する見通しにはばらつきがあります。小売、とりわけ中南米における小売銘柄を慎重にみている一方で、プラスのキャッシュ創出が価格に反映されると見られるアジアのゲーム関連銘柄についてはニュートラルにみています。
一方で、MENA（中東・北アフリカ）地域のヘルスケア及び教育関連銘柄についてはポジティブにみています。同地域における中長期的な成長見通しがその追い風になるとみているためです。また、アフリカの豚コレラ流行による影響から恩恵を受けやすい食品メーカーについても投資妙味があるとみています。その他では、ここ最近でのパルプ価格の安定を好感しており、今後24か月程度は同セクターの改善を促す可能性があるとみています。おそらく上位4分の1に入る生産者がこの恩恵を受けやすいとみています。

ポートフォリオ・マネジャー　**アンドリウス・イシューカス**

通信

2020年に入るにあたり、通信セクターに関してはボトムアップでの見方を取っており、結果としてセクター全体では概ねニュートラルな見方を持っています。成長は全般的に減速しているものの、規制面はより支援的になっているほか、設備投資需要も縮小しているため、適度なレバレッジ水準となっている銘柄に対してはポジティブにみています。足元では、プラスの成長や堅固なキャッシュフロー、相対的に低水準のレバレッジなどを好感し、アフリカの通信インフラ提供会社に最も投資妙味があるとみています。

シニア・アナリスト　**スヴェン・ショルツ**

金属・鉱業

グローバルな金属・鉱業セクターに対する2020年の見通しは、まず第一に貿易戦争の結果に大きく依存していると考えています。ほぼ例外なしに、大半の主要コモディティの需要見通しにおいて中国がその原動力となるためです。ブルーベイでは、低レバレッジや低コスト、もしくは取り扱うコモディティが、2019年に比較的良好なパフォーマンスとなった貴金属により傾斜していることなどで、このような動向に比較的影響を受けにくい銘柄を選好しています。一方で、レバレッジが過剰であると見られる一部銘柄については慎重にみています。

アナリスト　**アレックス・コリンズ**

工業

工業セクターの銘柄の見通しは、強弱入り混じる内容となっています。逆風要因としては、中国の設備投資減少や、（2020年には落ち着くとみられるものの）過剰供給及び貿易戦争懸念を背景とした、石油化学製品の価格ダイナミクスの弱含みであると考えています。これらの要因が、個別企業の収益性を試し、レバレッジの上昇を促す中で、低コスト生産者の中には超過収益創出機会を提供する銘柄も生まれる可能性があるとみています。今後12-24カ月でサイクルの谷を迎えるとみており、幾らか回復の兆しが確認されるまでは、大型のベンチマーク構成銘柄へのエクスポージャーを通じて、全体としてはニュートラルのスタンスを維持する方針です。

シニア・アナリスト　**マティアス・バマール**

石油・ガス

石油・ガスセクターの需要面は、貿易交渉に起因する部分が大きく、供給面では今後石油輸出国機構（OPEC）がどの程度積極的に供給制限を行っていくかと注視する必要があります。しかし一方で、米国とイランとの緊張の高まりなどの地政学リスクが、今後も石油価格を高水準に留める可能性があるとみています。
個別銘柄では、中南米の国営企業への選好を維持しています。

アナリスト　**アレックス・コリンズ**

金融セクター：国ごとの見通し

アナリスト　**ヴィシャール・アイヤル**

ブラジル

- 十分な自己資本及び収益性を維持していることから、ブラジルの銀行セクターに対してはポジティブな見方を維持しています。成長はやや不安定ながらも、政府は年金改革法案を議会通過させることで、財政再建への重要な一歩を踏み出しました。
- ただし、2019年の良好なパフォーマンスを背景に、シニア債及びTier 2債のバリュエーションはともに過去と比較して割高な水準にあるとみています。

メキシコ

- ブラジルの銀行同様に信用指標は安定していますが、政策面ではやや困難を抱えているとみています。
- しかし、バリュエーションには大幅な割安感があります。メキシコの銀行の劣後債スプレッドは、ブラジルの銀行を100bps程度上回っています。

ロシア

- ロシアの銀行セクターの整理は複数年に亘るプロセスであり、依然として進行中です。ファンダメンタルズの改善や、発行が限定的であることに伴う良好な需給面を踏まえ、同国の銀行セクターに対してはポジティブな見方を持っています。
- ただし、制裁リスクは引き続き注視しており、バリュエーション面で魅力のある上位銀行の銘柄を選好しています。

トルコ

- トルコでは、政策担当者が与信主導の経済成長を促進しているため、不均衡が再び拡大しています。国営銀行の与信の伸び（13週間年率）は2019年1-3月期につけたピークに再び近づいており、リテール市場における非ドル化や、企業のレバレッジ削減の兆候は見られていません。
- 2020年には再びマクロ面での脆弱性に焦点が当たる可能性があるとみており、スプレッドが既に大幅に縮小した銀行シニア債にはそれほど投資妙味がないと考えています。

インド

- インフラストラクチャー・リーシング・アンド・ファイナンシャル・サービシズ（IL&FS、債務危機に陥ったインドのノンバンク大手）やデワン・ハウジング・ファイナンス（DHFL、債務不履行に陥った住宅金融会社）のイベント後のリスク回避姿勢により、インド金融市場ではノンバンクの金融機関の価格が大きく弱含む傾向が見られています。

ディスクレーマー

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になりますが、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ございませんのでご注意下さい。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。