

# エマージング債市場アップデート

## エマージング市場ではリスクオフ・ムードが続く

2020年2月21日

### グローバル市場の動き

先週は、新型コロナウイルスの感染拡大を巡って新たな懸念が高まったことから、株式市場では大幅な下落が見られ、安全資産への逃避が加速しました。主要株式市場を見ると、最も下落が拡大したのはエマージング（EM）株式市場（-2%）で、S&Pもそれに近い下落（-1.25%）となりました。また米国10年債利回りが11bps低下するなど、主要金利は低下しました。

大幅な市場下落の主因として、韓国でウイルス感染例が急増したことがあり、中国国外におけるウイルス拡大の可能性について、これまでの想定に疑問の声が上がりました。同時にイタリアの感染拡大ニュースを受けて欧州全体での感染拡大に対する懸念が高まっています。中国はウイルス感染拡大に歯止めがかかりつつある一方で、その他地域では拡大の抑制策を講じる段階に入ったと見ています。

コモディティ市場は、相対的に堅調な動きとなりました。その中でも、グローバル成長鈍化への懸念が新たに高まったことを背景に、先週金曜日に4%近く下落した原油相場は例外となっており、先行きが不安視されています。現在の原油価格の水準では、クレジット・スプレッドは原油に対しての感応度が高まってくることから、原油価格はクレジット市場の動向を計る上で重要な物差しとなっています。市場では、来週実施される石油輸出国機構（OPEC）の会合に注目が集まっており、供給側が原油市場の安定につながる対応を取るのが焦点となっています。

EM債券市場に目を向けると、外貨建て債市場はプラス・リターンとなったものの、リスクオフの流れとなるなか、スプレッド拡大環境の特徴である投資適格債がハイ・イールド債をアウトパフォームする動きが再び見られました。現地通貨建て債市場では、グローバルのリスク・イベントを背景に相対的にベータ値の高い資産のボラティリティが拡大するなか、通貨部分がリターンの足かせとなり、全体では約0.75%のマイナス・リターンとなりました。下落幅が大きくなった通貨には、流動性の高いロシア・ルーブルやメキシコ・ペソといった通貨が含まれます。

### エマージング個別国市場での出来事

- **中国**：当局はウイルス感染拡大による影響を緩和するために、市民への現金支給などの可能性を示唆するなど追加刺激策を打ち出す準備に入りました。また、航空業界における統合の可能性についても話しが出回っています。例として、中国政府は海航集団（HNAグループ）の経営権取得を計画していますが、同社は長きに亘って資金繰りに苦難しており、政府の介入なしでは事業の継続が難しい状況に陥っています。



**アンソニー・ケトル**  
エマージング債チーム（社債）  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

- **レバノン**：経済危機が悪化しているほか、120億米ドル相当の外貨建て債券の償還期限が3月に迫っていることを背景に、大手格付け機関2社が格付けを引き下げました。レバノン政府は既に国民にドル預金へのアクセスを制限するなど、緩やかな資本規制を設けていることから、政府はこの債券の返済を行わないように強い圧力を受けています。しかし、債券の目論見書上では、債券保有者は有利な立場にあり、今後数週間に亘って交渉が進められると見ています。
- **アルゼンチン**：債務再編に新たな進展は見られませんが、依然として3月中旬に政府が投資家に向けて当初の債務再建計画を発表する可能性が高いと見られています。アルゼンチンは国際通貨基金（IMF）とIMF4条協議（経済情勢等について協議）を受けることに同意しました。最終的な債務問題の解決にはIMFの関与が極めて重要であることから、今回の進展を前向きに捉えられており、この協議は債券保有者にとっては債券価格の回復の鍵を握るでしょう。
- **ベネズエラ**：ベネズエラ石油公社（PDVSA）との関係を直接の理由に、米国はロシアの原油及び石油メーカーであるロスネフチ（Rosneft）の関連会社に対して制裁を発動しました。ベネズエラに対する米国の経済制裁はマデロ政権追放に効果を上げていませんが、さらに経済制裁を強化することが示されました。
- **トルコ**：シリア・イドリブ県でのロシア空軍による攻撃に対抗するため、迎撃ミサイル「パトリオット」を2機配備するよう米国に要請しました。ロシアとトルコ間の緊張は高止まっており、トルコ資産の下落圧力につながりました。

## 今後の見通し

ウイルス感染の拡大が中国国内で収まると思いきや、中国国外での感染例が急増していることから、市場は再び急速にコロナウイルスを巡る懸念を織り込み始めました。特にイタリアでの感染拡大は欧州での感染が広まりつつある兆候を示すものとなりました。主要金利が最低水準をつける中で株式市場が高値圏に留まるといふ、明らかな相反する状況は、株式市場の大幅な下落により、一旦解決を見ました。

依然として、この混乱がどのようにして収束に向かうのか予測するのは時期尚早だと考えていますが、1-3月期及び4-6月期のグローバル成長は打撃を与え、この期間における大幅な成長減速は避けられないと見ています。ここで不確かであるのは、2020年後半に経済回復が見られるかどうかです。今後の公衆衛生当局者による感染抑制への対策や、中央銀行及び政策決定者が成長支援策を打ち出す姿勢にあるかどうかによって、経済回復の角度は左右されると考えています。

EM市場では、引き続きポートフォリオの通貨リスクを抑えることが賢明だと考えており、先週はこの策が奏功しました。EM現地金利市場でも、この流れが波及するリスクがありますが、主要金利はかなり低下しており、EM現地金利市場は中期的に見ればバリュエーション面での魅力が高いとの見方があり、最終的には資金流入が期待できると考えています。クレジット市場では、原油相場の弱含みが鍵を握ると見ています。なぜなら、現在の原油価格の水準では、更なる価格下落に対して、ハイ・イールド債のスプレッド感応度がさらに高まることが想定されるからです。従って、短期的には、割安な水準にあるものの、シクリカル関連銘柄に対しては慎重な見方を維持する一方で、中央銀行の緩和策から恩恵を受けやすいEM資産を選好しています。

## ディスクレームー

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CONSTREIND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。