

# エマージング債市場アップデート

## 中央銀行の追加緩和に、政府も続く

2020年3月13日

### グローバル市場の動き

先週もリスク市場全体でボラティリティの高い状態が続きました。S&P500種指数は3月13日に9%上昇したものの、週で見て9%下落しました。ラッセル指数が18%下落する一方、欧州株式市場ではストックス欧州50指数が20%下落と下げ幅が大きくなりました。エマージング（EM）株式市場では、アジア市場の底堅い動きがその他地域の軟調なパフォーマンスを補ったことから、下落幅がやや抑えられました。

コモディティ市場では、石油輸出国機構（OPEC）プラス会合における協議での決裂を受けて、ロシアとサウジアラビアの間で価格戦争が激化する見通しとなっており、原油価格は週で見て30%近く下落しました。

急速にリスクオフの流れが広がるなか、市場では直観に反した動きが見られました。一つ目は主要金利の上昇であり、前週米国及びドイツ国債利回りはそれぞれ20bps及び17bps上昇しました。これは恐らくリスク・パリティ戦略の解消による影響だと考えています。もう一つは、金価格の下落であり、利益実現の動きから週で見て8%下落しました。

EM債券市場に目を向けると、市場全体で5-14%下落するなか、投資適格債がアウトパフォーマンスし、社債が小幅にアウトパフォーマンスするという一般的な流れとなりました。現地通貨建て債市場は、通貨部分に下落圧力が掛かるなか、現地金利部分も弱含み、全体で8%下落しました。

### 個別国市場での出来事

先週は世界各国の中央銀行及び政府から金融及び財政刺激が相次いで発表されました。

- **英国**：中央銀行は50bpsの利下げを実施したほか、3,300億ポンド相当の融資への保証や中小企業に対して320億ポンド相当の税負担を軽減するなどの財政政策を発表しました。
- **米国**：米連邦準備制度理事会（FRB）は3月初めに実施した50bpsの緊急利下げに続いて、100bpsの利下げを発表しました。短期金融市場に流動性を供給したほか、資金の目詰まりを回避し、資金需要のある企業への短期資金を確保するために、コマーシャル・ペーパーを買い入れる措置も発表しました。トランプ大統領が国家非常事態を宣言したことから、連邦政府予算の活用が可能となり、財政政策の詳細が具体化し始めました。この後、8,500億米ドル規模の包括的な財政政策が発表される見通しですが、規模拡大の可能性も考えられます。
- **欧州**：欧州中央銀行（ECB）は短期流動性の供給を目的に長期資金供給オペレーション（LTRO）や、的を絞った長期流動性供給オペ（TLRO）オペの第三弾、1,200億ユーロの量的緩和の実施を発表しました。定例理事会におけるECBのコメントは市場に失望感を与えましたが、この危機を乗り切るために財政政策により注力する姿勢を示していたのどと見えています。



**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

## 今後の見通し

市場は息を飲むほどの速さで変動を続けており、ウィルス感染拡大及び原油価格の崩壊などのショックが重なるなか、投資家はポートフォリオを見直す時間を十分に確保できていません。またボラティリティの高まりや月初来のパフォーマンスを考慮すると、リスク選好姿勢を強めていたなかで、足下のリスクを回避する動きに追随することも困難であると見ています。

どのくらいの期間に亘り現在の混乱が続くのか見通しが不透明ななか、足下の危機による影響の程度を計るのは不可能だと見ています。債券及び株式市場ではともに大幅な調整見られ、債券指数が20%近く、また株式指数が30-40%下落しました。また影響が大きく及んだ企業及びセクターでは時価総額を半分近く失ったものもあります。

半分以上の企業が在宅勤務を実施し、交通機関が制限されるなど、我々は前例のない状況に直面しています。経済活動への支障によって実際にリセッションの状態に向かっていると見ており、リスク資産はこのシナリオを急速に織り込んでいます。封じ込め策の期間が不透明なことや、流動性を求める動きによって、底堅い動きとなっている資産にすら下落圧力が掛かる環境を考慮すると、リスク資産の価格について、適正水準を定めることは非常に困難です。

市場の安定化に不可欠な大規模な財政及び金融政策が発表されています。しかし、ウィルス感染率の低下といった形で一連の厳格な封じ込め策による効果が確認できるまで、市場の安定は難しいと考えています。

流動性がプレミアムとなる環境では、資産の良し悪しは関係なく下落する可能性があります。今回も例外ではないとみていますが、ボラティリティが落ち着けば、3月の調整時の下落銘柄を通じて姿勢を転じる格好の投資機会になると見ています。特に、現地金利市場は相対的の魅力が際立つ市場の一つです。ハイ・イールド債市場でも大幅に調整が進み、50ポイント前後で推移する資産が多く見られます。一方投資適格債は、デュレーションの長さを特徴として持つことから、多くの銘柄がハイ・イールド債と比較して同程度の下落に見舞われています。いずれ、この状況が投資家にとって好機になると見ていますが、ウィルスを巡る不透明感が晴れるまで、当面の間市場ではリスク回避の姿勢が続くと考えています。

## 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コンストレイント戦略：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。