

エマージング市場：すばらしき新（EM）世界

2020年4月10日

猫はお好きですか？私自身は猫好きではありませんでしたが、3週間前に私はフリーダという可愛い生後7週間の子猫を受け入れることになりました。この子は新型コロナウイルスの狂乱の犠牲者でした。彼女の飼い主である日本人学生は、新型ウィルスを懸念した両親に日本に呼び戻され、ペットの新たな家を見つけなければならなかったのです。私と子供たちは新しい家族を迎える途上で猫の飼い主になる急特訓を受けました。



ポリナ・クルドヤコ

パートナー

エマージング債チーム

シニア・ポートフォリオ・マネジャー

エマージング市場の投資家も似たような状況だと思います。新型ウィルスと原油価格が25ドルという下で投資をする特訓を受けなければならないのです。このような不透明な時にはどのようにポートフォリオのポジションを取ればよいのでしょうか。

エマージング債のインデックスは3月に10%~20%の下落となりましたが、この調整幅は2008年のグローバル金融危機と同じ程度になっています。私たちは、強固な投資適格債銘柄とディストレスト水準にまで既に売られている銘柄をオーバーウェイトする、バーベル戦略がポートフォリオ組成において有効ではないかと考えています。多くの優良な投資適格銘柄が、全体的なリスク資産の売りの一環で下落しましたが、現在のショックを乗り切る十分な外貨準備や流動性をこうした銘柄は持っています。ソブリン債でいくつか挙げると、ロシア、カタール、イスラエル、中国がそうです。他では一部ディストレスト化して、20~30セントで取引されている、アルゼンチン、エクアドル、レバノンといった国もあります。これらの国については、投資家は既に「痛み」を被っており、これらの国で私たちが今向き合っているリスクは性質としては、「手続き上の問題」と考えています。今後の投資機会という点では主なものは、50~70セントで取引されているハイ・イールド国や企業間の差異にあると考えており、私たちはここに注力をしています。

この危機はエマージング市場にどのような意味があるのでしょうか。どの銘柄が比較的上手く行き、どれが悲惨な状態になるのでしょうか。流動性を供与してくれるのは誰で、その条件は何でしょうか。投資家は債務削減に応じる必要があるのでしょうか。債務再編の道のりはどのようなものなのでしょうか。

今回の危機は、経済モデルの価値に疑問を投げかけました。ほとんどの国でGDPや財政赤字が数週間で4%~10%程度マイナスとなり、そもそもの投資テーマも見直す必要がでてきました。中国と韓国を別とすれば、新型ウィルスに効果的な対処を行った国として挙げられるエマージング国はごく少数です。ほとんどが後手に回っており、この困難に準備ができていませんでした。メキシコのロペス・オブラドール大統領が、新型ウィルスは「金持ちの病気」だとか、「神さえいれば大丈夫だ」とか発言しているのを耳にすると、この危機に適切な政策を打ち出す能力と意思がメキシコにあると投資家の信頼を得ることは、ほとんど叶わないでしょう。原油価格の困難は言うまでもありません。エマージング国はロシア、サウジアラビア、そして米国の権

力闘争のなすがままの状況にあります。現状は不透明感が強い状況ですが、先に挙げた疑問にできるだけ答えてみたいと思います。

エマージング市場全体のおよそ3分の1を占めるアジアの投資適格の国は大部分が比較的良好な状況にあります。中国は新型ウィルスの困難に効果的に対処した最初の国でしたし、原油価格の下落からも恩恵を受けます。結果として、不動産といった一部セクターでの企業活動はほとんど通常に戻っています。企業は国内需要の回復と潤沢な国内の流動性から恩恵を受けています。ひとつの例として、一部のB格の発行体は最近、国内の借入枠が3倍になり、オフショア市場では債券利回りが20%で取引されているものの、国内市場では6%の利回りで資金を調達しています。他の比較的良好な国も、米ドルの資金調達を必要とせず、健全なバランスシートにあります。ここには、ロシアや一部の中東欧（例えば、ポーランド）、中南米ではチリとペルーなどいくつか挙げられます。

十分な外貨準備がない、あるいは必要な資金を国内市場で調達できるほどの深度がない国に対しては、エマージング国の最後の貸し手として国際通貨基金（IMF）が、グローバル・エマージング債残高の25%に相当する1兆米ドルの資金枠を用いて、流動性を供与すると考えています。過去は、IMFからの借入枠は緊縮財政への注力と構造改革の日程が条件でした。今回に関しては、人道上の危機に直面する国を支援するために、拡張気味の財務政策を続けていても、IMFは流動性を供与する可能性は高いと考えています。しかし、投資家は最初、これを歓迎すると思いませんが、すぐさま債務の持続性と、債権者全体で何らかの負担を要求される可能性があるのではという疑問が出てくると思います。

南アフリカやトルコといったハイ・イールドの大国に対しては、IMFの支援は能力の問題ではなく、意思の問題であると考えています。両国は過去にIMFの資金を利用することを避けてきており、政策の自己決定権を保持するために、債務全体の3分の2を占める大きな国内市場を利用してきました。これらの国も、新型ウィルスの危機が数週間で終わらないことが分かれば、他の債券保有者の信任を得るためにも、IMFの資金を利用する意思について再度議論する必要があるかもしれません。これまでは、国内市場がバッファーとして機能してきましたが、オーソドックスな政策の組み合わせを欠き、財政と成長のプレッシャーが高まれば、国内市場外での追加的支援が必要という結果になる可能性があります。しかしいずれにしても、両国の債券保有者が債務削減を迫られることはないと考えています。

この他のハイ・イールドの小国にとっては、債務を再検討する様々なオプションがあります。投資家にとって、ベストのシナリオは2003年のウルグアイ型の債務再編だと思います。ウルグアイは元本とクーポンの削減なしで救済を求め、90%以上の債券保有者が5年間の償還延長を受け入れ、友好的に任意処理を実施できました。債務再編から期を長く置かず、ウルグアイは市場での資金調達を行っています。ウルグアイは流動性の問題を抱えていましたが、債務の持続性についての問題ではなかったことで、債券保有者の元本は保全されたのです。

別のシナリオは、いくらかの投資家負担によって債務再編を実施することです。ここでも、債務の持続性の状況と支払い意思によって、かなり違った結果になる可能性があります。ごく最近の例では、2014年にウクライナが比較的債券保有者に友好的な債務再編を実施しており、わずか20%の額面削減で済んでいます。2001年にアルゼンチンが行った額面削減はもっと厳しく、70%となっています。現時点で、約20%の国がGDPに対する債務比率が70%を超えています（1990年代終わりと同程度）。しかし、国内債務の比率が高く、IMFの分析では20年前と比較して、債務全体に占める外貨債務の比率は小さくなっています。

最もリスクが高い地域はサハラ砂漠以南の国と考えています。原油価格が低迷を続け、新型ウィルスの影響が年末まで続くならば、この地域の多くの国が債務再編の道を進む可能性がある

と考えています。1980 年台終わりのブレイク・プランを復帰させることさえ、あり得ると思います。これは、投資家の信任が極めて低い国に対して、エマージング債の元本返済が一部米国債で保証されているものです。最悪のシナリオはそれほど交渉の余地無く、債務の完全なデフォルトに陥ることだと考えています（例えば、1980 年台のキューバや 2017 年のベネズエラ）。但し、インデックスにある国がそのような事態になるとは予想していません。

今回の危機は、過去のものと何らかの類似した点があるものの、ある点では異例でもあります。通常、危機に陥ると、そこから脱する時、債務水準は減少しています。今回については、以前よりも多くの債務を抱えて、危機から脱する可能性があります。最終的に、大きな債務に低い成長で対処するというジレンマに直面するでしょう。これを乗り切る方法は 3 つあります。それはマイナス金利、インフレーション、債務の帳消しです。今回の危機はグローバルなものでもあります。グローバルな政策対応という点では共同戦線を張れていません。むしろ、政策当局は以前よりもナショナリストな行動を取っている状態にあります。

いくつか逆風が切迫している状態ですが、最終的に今回の危機は利回りへの構造的な需要を高めるという結果になると考えています。そしてエマージングのソブリン債はそれをもたらす絶好のポジションにあるかもしれません。株式市場に自社株買いや配当利回りといったことは期待し難く（企業業績は中長期的に影響されるとみています）、大部分の先進国国債の利回りがマイナス圏にあり続け、米ドルの流動性供給が潤沢な環境にあって、価格そのものが低く、高利回りのエマージング資産への構造的な需要が高まるのは時間の問題かもしれません。

過去、このくらいの大きな下落に遭遇する度に、エマージング債はその後の 2 年間、2 桁のリターンを出しています。今回は例外だとは考えていません。エマージング国の中には、流動性の供給で恩恵を受ける国があれば、短期的に困難を伴う債務再編の道を行かなければならない国もあると思います。しかし、構造的な問題を乗り越えて、中期的に改革的な政策を実行する潜在力をエマージング国は持っていると思います。経済的に成功したパナマは、1996 年時点ではエクアドルとさして違いませんでした。労働市場の規制を変更し、ビジネスに友好的な改革を行い、パナマは投資適格を手に入れ、数週間前に発行額の 5 倍の購入申し込みで 50 年債を 4.5% の利回りで発行しました。新型コロナウイルス危機の最中のことです。これは、債券価格が 30 セント以下で取引されているエクアドルが目指すべき目標だと思います。

危機によって、私たちはまず、サバイバル・モードになります。困難な状況は過小評価されるべきではありませんが、やがて長期的な利益が短期的な困難に勝るものです。私たち家族にとっては、当初は戸惑いがありましたが、新しくやってきた可愛い家族の一員は笑いを私たちにくれて、子供たちにとっては、いつまでも遊ぶことのできる生きたおもちゃのようです。新型コロナウイルスによって、長く課題であった私の料理の腕前は上がり、家族みんなにはプラスとなりました。エマージング市場の投資では、痛みはまだ晴れませんが、この危機がもたらしたのが見えてくる 1、2 年後には、エマージング国と投資ユニバースに 2 桁リターンをもたらしてくれた前向きな構造変化が実は起きていた、と後から気がつく可能性もあると思います。

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となります。

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 0.60%（税抜） / エマーシング短期総合債券戦略：年率 0.60%（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） / レバレッジド・ファイナンス・トータル・リターン戦略：年率 0.75%（税抜）

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。

以上