

## エマージング市場：予期せぬことを想定する

2020年6月3日

新型コロナウイルスは予期せぬことを想定しなければいけないことを教えてくださいました。そしてエマージングのクレジット債は多くの予想に反して、比較的上手くこの危機を立ち回っており、平均格付けは投資適格に格上げとなりました。



ポリナ・クルドヤフォ

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

新型コロナウイルスから学んだことは何でしょうか。私は、オスカー・ワイルドが言った「to expect the unexpected shows a thoroughly modern intellect – 予期せぬことを想定することが、どこまでも現代の人知の証し」という言葉に集約されると考えています。この数ヶ月間、私たちの生活は苦境に立たされ、これまでの価値観や優先順位には疑問が投げかけられました。

新型コロナウイルスは一時的な事象に過ぎないかもしれませんが、生活習慣や生活スタイルは根本的な変化を迎えるかもしれません。同様に、エマージング市場にも適用される一部の投資原理も見直されることとなりました。現在の投資環境においては、安全なクーポン収入こそ投資家が何より優先するものです。さて、エマージング外貨建て債のクーポン収入はどれだけ守られるでしょうか。

エマージング市場について考えるとき、投資家は、経済成長が投資の成功における重要な変数になると考えます。この考えは株式市場にはあてはまりますが、債券市場においてはどれだけキャッシュフローを生み出す力が損なわれないかを確かめることが最重要事項です。エマージング市場の借り手によるキャッシュフローを生み出す力と流動性へのアクセス能力は、これまでのところ投資家にとってポジティブ・サプライズとなっています。

エマージング市場が海外市場へのアクセスに苦戦するという懸念は顕在化していません。驚くことに JP モルガンのエマージング外貨建て債インデックスの平均格付けは新型コロナウイルス危機のなかで、6年ぶりにハイ・イールド（BB+）から投資適格（BBB-）に格上げとなりました。その背景には投資適格のエマージング諸国による相次ぐ発行がありました。年初来、エマージングのソブリン及び企業は 3,300 億米ドルに上る新規発行をしており、前年比 17% 増の発行となりました。新規発行は、資産クラスの三分二を占める投資適格の銘柄に限られたことではありませんでした。投資適格国の中では、イスラエルやカタールが発行をし、投資家は両国の信用格付けと債務返済への意思に安心感を持っていますが、BB 格や B 格の発行体の新規発行も予想外に順調に消化されました。3 月、B 格のエジプトとバーレーンは二桁の利回りと 70 ポイント台の価格で取引されていましたが、わずか二ヶ月後に一桁台のクーポンで数十億に上る資金調達を実施することが出来ました。社債では、石油及びガス・セクターのハイ・イールド銘柄が 30 億米ドルに上る起債をしました。

もうひとつ予想外の進展は、多くのエマージング諸国が量的緩和（QE）を実施することが出来たことです。高格付けの中東欧国やインドネシア、インド、チリ、コロンビアといった投資適格国に加えて、ブラジル、トルコ、南アフリカなどのハイ・イールド国も GDP の 2~3%に相当する QE を講じました。もちろんこうした国は、QE の実施にあたっては、自国通貨の安定性、低インフレ環境、政策の信頼性を確保しながら脆い均衡を保たなければなりません。中国では、購入する国債がさほど存在しないことから、伝統的な QE の必要性は限定的であるものの、中国人民銀行は、よりのめを絞った形で民間セクターを支援する政策ツールを提供したグローバルで最初の中央銀行となりました。

さらに、付帯するリスクにもかかわらず、一部のエマージング国の足腰の強さにも驚かされました。その例としては、イラクとバハマの二カ国を挙げたいと思います。

イラクの国債は 3 月に 70 ポイント台前半まで下落し、利回りは 20%近くまで上昇しました。投資家は、イラクの原油依存度への高さを懸念しましたが、イラクなどの国に対する脆弱性への懸念は過剰であったと考えています。イラクの公的部門の債務比率（対 GDP 比）は 44%程度で、同比率が 80%であるオマーンなどと比較して比較的抑えられています。債務の大半は非常に緩やかな貸し出し条件であるため、その他の国と比較して債務支払い負担が重くありません（イラクの債務支払い負担は、GDP の 3%もしくは政府歳入の 7%に相当しますが、パキスタンの同比率は 50%近くになっています）。さらに外貨準備も 600 億米ドル程度あり、同地域の他国と比較して公的部門の支出を減らす余力と意思を有しています。最後に、西側及びペルシャ湾岸諸国からの大きな資金援助が確実となっている地政学上の強みも備えています。

次にバハマについてです。バハマ国債は 70 ポイント台前半まで、40 ポイント下落しました。この下落は、GDP の 40%以上が観光業関連から生まれていることから、観光業への下押し圧力が懸念された結果でした。しかし、債務比率（対 GDP 比）は 60%台前半から 70%台後半への上昇が予想されるものの、多国間融資（米州開発銀行； IDB や多数国間投資保証機関； MIGA）を通じて今後二年間で必要となる資金調達はすでに確保しています。さらに新型コロナウイルスに関するソーシャル・ディスタンなどのルールに従う形で、離島へのクルーズや富裕層をターゲットとすることで観光業の再開を始めています。

その他では、スリランカはより資金調達への圧力が深刻な国ですが、政府による既存の債務支払いに対するコミットメントは投資家にとって想定外の嬉しいサプライズとなりました。債券価格は 50 ポイント台前半まで下落し、債務再編の高い可能性を織り込んでいますが、政府は債務を支払う意思を強調しており、多国間融資を確保して現在の債務支払いを可能とするための一連の構造改革（国有企業の改革）や、海外直接投資を増やすための資産売却を検討しています。

最後にニュースを賑わしている三カ国 – アルゼンチン、エクアドル、レバノンについて触れたいと思います。これらの国は合算してインデックスの構成比率で 2.5%を占めていますが、新型コロナウイルス危機以前からデストレスト水準になっていた国でした。もともと構造的な困難に直面していたことを考えれば、実際にこれらの国が債務再編の中にあることは投資家にとっては不思議なことではありませんが、現在の価格水準であれば、一部の銘柄と比較するとこれらの国が抱えるリスクはさほど大きくないと逆説的に考えることが出来るかもしれません。今後数年に亘って必要となる流動性を獲得するために満期を先延ばしする必要があるこれらの国にとって、債務再編について上手く合意にこぎつくことが出来るかどうかの主なリスク要因と言えるでしょう。そのため、債権者との交渉能力と意思が注目するポイントとなります。

これらの三カ国は資本市場へのアクセスが必要となる可能性が高いことから、債権者に友好的な債務再編が実現するとみています。債券価格については、IMF の債務持続可能性分析（DSA）に基づけば、すでに回収価格を下回る水準になっていることを踏まえると、ポジティブな結果によって価格が押し上げられる可能性が高いことから、割安な水準にあると考えています。

資産クラスに対しては弱気な見方が広まっていますが、今のところ一部の投資家が懸念したよりもかなり落ち着いた状況となっています。ほとんどのエマージング諸国は、投資家の負担のもとで債務を減らす機会としてこの危機を利用するのではなく、投資家にキャッシュフローを手渡すことに注力しています。

新型コロナウイルスは予期せぬことを想定しなければいけないことを教えてくれました。そしてエマージングのクレジット債は多くの予想に反して、比較的上手くこの危機を立ち回っており、平均格付けは投資適格に格上げとなりました。英国は 1929 年の記録開始以降最もお天気の良い春となっており、ガーデニング・スキルを持ち合わせていないものの、バルコニーで薔薇を育てることに精を出しています。予期せぬことを想定することが今の人知にとってニューノーマルということなのでしょう。

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