



BlueBay
Asset Management

新型コロナウイルスによる経済減速後の エマージング債の借り換え

エマージングソブリン債へのアプローチ



POLINA KURDYAVKO

SOM BHATTACHARYA

JUNE 2020

目次

イントロダクション	3
エマージング外貨建てソブリン債市場における新型コロナウイルスの影響	4
格付けによる資金調達へのアクセス状況	5
様々な資金調達先	6
1. IMF	6
2. 中国とFRB	7
3. G20	7
4. 社会貢献債（ソーシャル・ボンド）の発行	7
脆弱さを精査する	8
まとめ	10



イントロダクション

新型コロナウイルスによる世界的な景気後退によって、金融資産価格はグローバルに急落し、なかでもエマージング債は大きな打撃を受けました。

この間、急激な経済減速とエマージング諸国からの資金流出によって、これらの債券は不安定な状況に陥り、デフォルトや債務再編の波が押し寄せないかどうかを投資家は考えました。

新たに対処が必要な脆弱な点は生まれましたが、エマージング市場の見通しについて投資家のセンチメントは無差別的に悲観していると見ています。メディアでエマージング諸国が一括りに扱われていることも、こうした状況を助長しているでしょう。

エマージング市場全体のソブリンと企業の信用力を精査するために、ブルーベイではボトムアップ分析を実施しましたが、多くの投資家が考えるよりも、国や銘柄ごとにより微妙な差があることが分かりました。

このレポートでは、外貨建て（米ドル及びユーロ）ソブリン債の借り換えについて主に記述しており、ここでは詳しく触れていませんが、同様の分析は社債に対しても行っています。



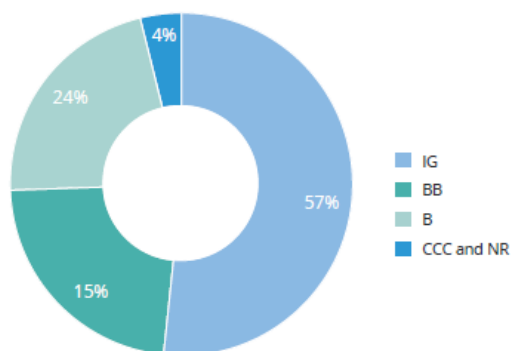
エマージング外貨建てソブリン債市場における新型コロナウイルスの影響

JPMorganの外貨建て債インデックス（JPMorgan EMBI Global Diversified Index）の平均格付けは投資適格となり、構成比率で57%が投資適格となっています。そのため、インデックス全体のファンダメンタルズはかなり堅固で、格付け別の構成比率では、BB格は15%、B格は24%、そしてCCC格以下は4%に過ぎません。

投資家が疑問に思っていることは、新型コロナウイルス危機とそれによる市場の下落がどの程度、各国のバランスシートに影響し債務支払能力を損なうことになるかです。債務支払能力と流動性へのアクセスの見通しが、この苦難を乗り越えられるかどうかを判断する上で重要になると考えています。

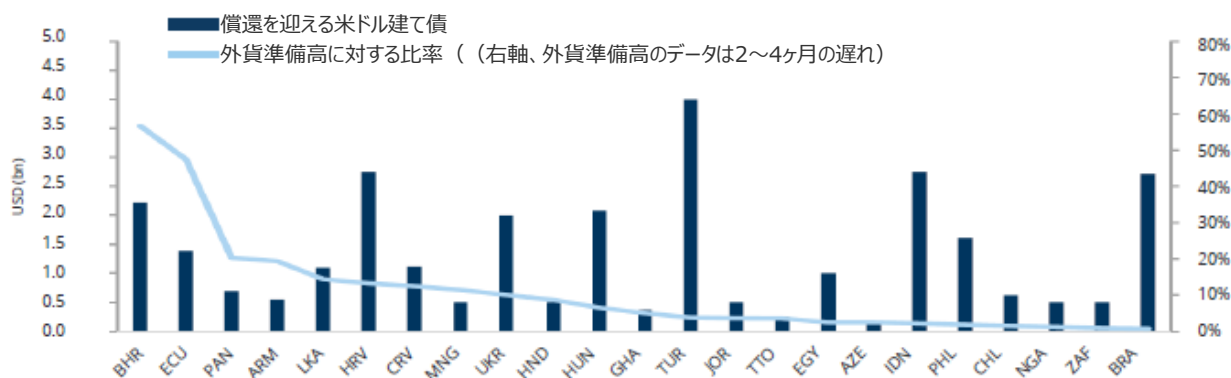
エマージング主要国の短期債務と外貨準備を比較した時、最も強いストレス下にある国の一つであるエクアドル（CCC格）は顕著な例外として、全体としては短期的な債務支払に大きな問題は抱えていないと見えています。

図1：JPMorganの外貨建て債インデックスの格付け別構成



出所：JPMorgan、2020年5月

図2：短期債務（今後一年間で償還を迎える債券）と外貨準備高に対する比率



出所：Dealogic, Goldman Sachs Global Investment Research. 2020年3月27日 一部予想に基づく

短期債務の借り換えをするための市場へのアクセス能力は国ごとにまちまちです。この二ヶ月間、エマージング諸国による新規発行には格付けと高い相関が見られましたが、一部に例外もありました。

格付けによる発行市場へのアクセス状況

投資適格

投資適格のソブリン及び準ソブリンの米ドル建て債残高は約3,070億米ドル*となっています。これらの国は高い信用力を有しており、今拡大している借り換え問題やデフォルト・リスクはないであろうと見ています。

堅固な投資適格のソブリン債及び準ソブリン債に対して、いかに市場が開かれていたかは、むしろポジティブ・サプライズでした。エマージングの投資適格の発行体は3月と4月で550億米ドルを超える起債を行い、そのほとんどに強い需要が見られました。この結果、今年中に必要となる借り換えの72%が手当され、この先7ヶ月の残りはわずか28%になっています。この借り換えは問題なく実施されることになると見ています。

*JPMorgan EMBI Global Diversified Indexの投資適格部分で算出、2020年5月

BB格

ファンダメンタルズが盤石なBB格のソブリン債に対しても市場は開放されていたようですが、この格付けに該当する米ドル建て債の残高は約890億米ドル*です。BB格の国のほとんどは、短期債務に対して極端な脆弱性はないという分析結果となりました。これまでのところ、パラグアイとグアテマラが市場での資金調達に成功しており、ブラジルと南アフリカも起債をすると予想しています。直近では、ブラジルの石油ガス公社であるペトロブラスが30億米ドルの新規発行を行いました。

これらの格付けの国は2020年に必要な借入れについて、債券発行以外の方法を取る可能性もあります。その方法としては以下が挙げられます。

1. IMF
2. 新型コロナウイルス対策のG20による特別支援
3. FRB
4. 中国

*JPMorgan EMBI Global Diversified Indexの投資適格部分で算出、2020年5月

B格

B格のソブリンに対する市場の開放度は限定的なようです。起債を順調に行うことができた代表的な国はエジプトで、短期的な資金ニーズに充当するために数十億米ドルの新規発行を行いました。パーレーンも市場へのアクセスに成功した国です。B格の国の多くは、上記で挙げた4つの方法も利用して資金調達を実施することが出来ると考えています。

ストレス銘柄

ここに該当する一部の国は資金調達に苦労するかもしれません。イラクやスリランカなどの一部のB格の国については安心感を持っている一方で、サハラ砂漠以南のアフリカ諸国や中米の国についてはより慎重な見方をしています。

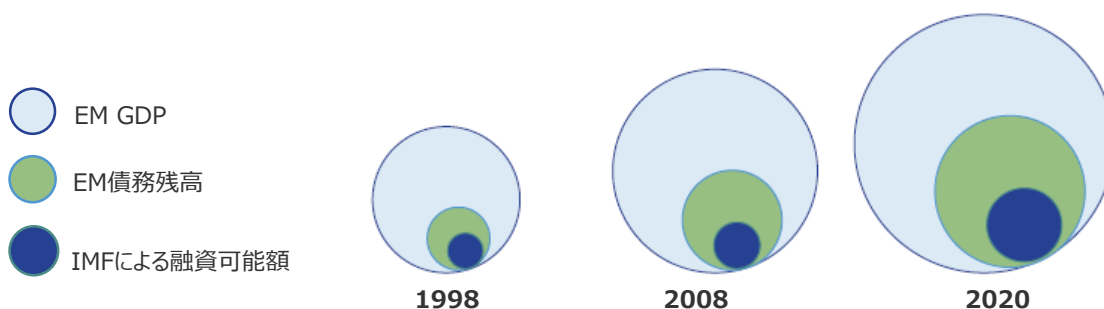
様々な資金調達先

IMF

IMFはかなりの規模（約1兆米ドル）のバランスシートの拡充を行い、理論的には、投資適格と非投資適格のエマージング外貨建て債発行残高のおよそ25%をカバー出来る規模です。これが1998年や2008年の危機時とは大きく違う状況です。

図3：一部のエマージング国に資金提供を行うだけの余力があるIMFのバランスシート

	1998	2008	2020
EM GDP（兆米ドル）	5.8	17.5	35
EM 債務（兆米ドル）	0.511	1.0	3.9
EM GDPに対する債務比率	8.8%	5.7%	11.1%

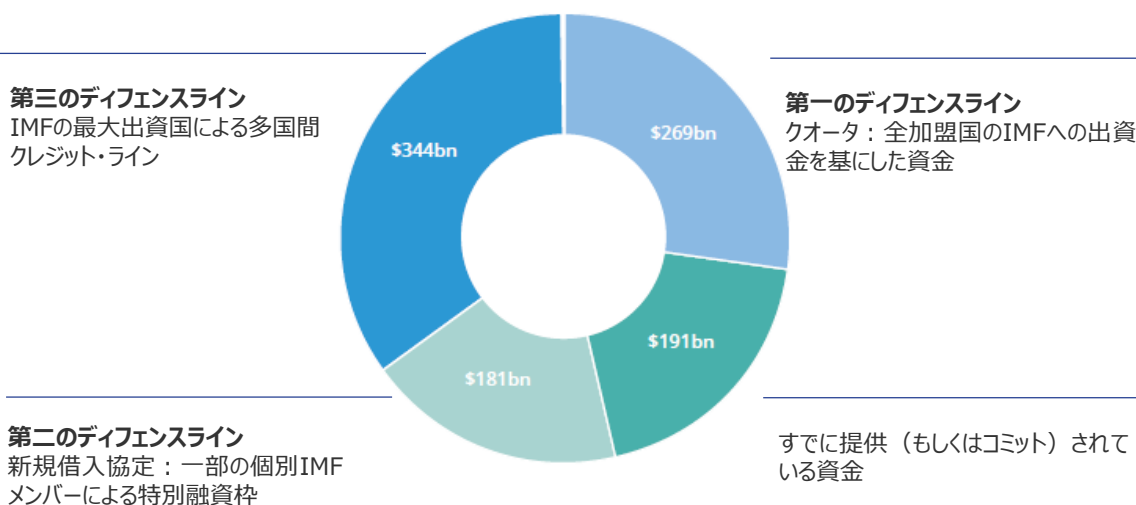


IMFの推定融資可能額	75bn	125bn	1,000bn
EMの債務残高に対するIMFの融資可能額の比率	14.7%	12.5%	25.6%

出所：Estimated figures from BofAML, 2020年3月

IMFは1兆米ドルのバランスシートのうち、そのうち約80%はEM諸国への融資にまだ充てることが出来ます（図4参照）。こうした融資の条件として、政治的に強い取り組み姿勢が求められますが、RFI（ラピッド・ファイナンス・インストルメント）といった、多くの国が利用可能な、厳しい融資条件を回避出来る緊急融資制度もあります。特にこの方法は、新型コロナウイルスによる景気減速といった深刻な危機には適していると考えています。

図4：IMFの資金力

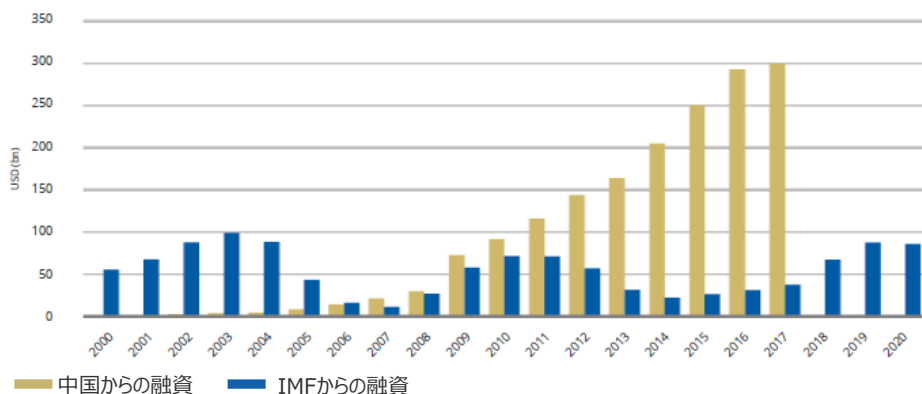


出所：Morgan Stanley and IMF 2020年3月27日

中国とFRB

この10年間で、中国は脆弱なエマージング国に対して融資をすることでソフト・パワーを増幅させており、さらに支援を拡大することが出来る状況にあります。こうした融資条件は不透明なことが多いですが、現在の環境においては、中国が二国間融資を進める可能性が高いとみています。

図5：IMFからの融資は危機時のものである一方、中国は公的な貸し手としての重要性を高めている



出所：Horn, Sebastian, Carmen M. Reinhart, and Christoph Trebesch. 2019. "China's Overseas Lending." NBER Working Paper No. 26050, IMF, Morgan Stanley Research

さらに、米連邦準備制度理事会（FRB）とスワップラインのある一部のエマージング国は、短期的な債務支払リスクを軽減するために、そうしたファシリティを利用することも可能です。投資適格の国が中心とはなりませんが、BB格の国としてはブラジルがこのファシリティによる恩恵を享受出来る代表的な国となっています。

G20による救済

複数の低所得エマージング国がG20による債務救済プログラムの支援を受けており、年末まで政府間融資への返済を停止することができるようになっています。

社会貢献債（ソーシャル・ボンド）の発行

新型コロナウイルスに関連した経済的打撃に特定して資金調達を目指すものです。エクアドルは、ソーシャル・ボンドそのものを発行した最初の国の一つで、市場での標準形態を築きました。その他にも目論見書では、新型コロナウイルス危機対応を示唆する発行もありましたが、その仕組みに関する透明性は高くありません。

エクアドルのソーシャル・ボンド（新型コロナウイルス危機以前に発行）

エクアドルが新型コロナウイルス危機以前に発行したソーシャル・ボンドは、明確な資金用途を定め、そのモニタリング、監査ということで、良い練習材料となりました。

しかし、JPモルガンのインデックスの採用要件を満たすには発行額が小さすぎました。

グアテマラ
メキシコ
パラグアイ

新型コロナウイルス以降にグアテマラ、メキシコ、パラグアイなどが発行した債券は、新型コロナウイルス対応といった資金の用途については触れていますが、独立した機関によるモニタリングや評価を伴うといった、国際資本市場協会（ICMA）が定めるソーシャル・ボンドの発行におけるガイドラインなど、より厳格な規定に準拠していません。

脆弱さを精査する

ここまでの要素を全て考慮すると、脆弱な状況にある国のリストはかなり限定されることになります。表1ではサハラ砂漠以南の国を挙げていますが、理論上は、G20による救済やIMFからの支援によって、10カ国中3カ国は外貨の資金調達が可能と示されており、残りの7カ国についてもかなりの資金を得ることが可能です。さらなる外貨準備というバッファーを加味すると、全10カ国が短中期的な債務支払能力を有していると評価することができます。

表1 : G20による債務救済とIMFによる緊急融資枠の増額によって、不足外貨である190億米ドルが緩和される

2020年予想	財政収支 *	経常収支 *	必要外貨 **	G20による債務救済後の必要外貨 **	IMF増枠前の外貨資金 **	IMF増枠後の外貨資金 **	G20及びIMF増枠前の不足外貨 **	G20及びIMF増枠後の不足外貨 **	外貨準備高 **	外貨準備 - 不足外貨 (支援前) **	外貨準備 - 不足外貨 (支援後) **
アンゴラ	-5.0	-3.4	9.5	4.5	4.4	4.9	5.1	-0.4	16.8	11.7	17.2
カメルーン	-3.1	-5.6	2.7	2.0	1.1	1.2	1.6	0.8	3.5	1.9	2.6
コートジボワール	-4.5	-2.5	1.7	1.2	2.1	2.3	-0.4	-1.1	5.9	6.3	7.0
エチオピア	-3.0	-5.3	7.6	6.6	5.5	5.6	2.1	1.0	3.4	1.3	2.4
ガーナ	-7.2	-4.3	7.4	6.3	5.8	6.0	1.6	0.3	6.9	5.3	6.6
ケニア	-8.0	-4.3	4.3	2.9	2.1	2.2	2.2	0.7	8.9	6.7	8.2
モザンビーク	-7.7	-62.5	10.0	9.5	8.1	8.3	1.9	1.2	3.7	1.8	2.5
ナイジェリア	-7.4	-3.6	24.0	23.7	15.4	17.1	8.6	6.6	36.7	28.1	30.1
セネガル	-5.6	-11.1	3.1	2.8	0.4	0.5	2.7	2.3	4.0	1.3	1.7
ザンビア	-9.0	0.3	0.9	0.4	1.4	1.7	-0.5	-1.3	1.3	1.7	2.5

* GDPに対する比率。 **10億米ドル単位

出所 : JPMorgan. 2020年3月27日 一部推定に基づく



状況が厳しい国

アルゼンチンとレバノン；友好的に交渉を行う政治的意思はあるのか

- ・アルゼンチンとレバノンが債権者と前向きに交渉を行うかはまだわかりません
- ・連携を欠いた姿勢によって、交渉が混乱する可能性があり、そうなればハード・デフォルトの可能性が高まります。
- ・数年に亘って市場へのアクセスを失うことになり、多国間での融資についても失う可能性があります。

エクアドル；交渉への政治的意思を示す

- ・債務支払いには苦慮しながらも、投資家とは前向きに連携する姿勢を示している代表的な国です。
- ・投資家は、わずかな実損に抑えることが出来た一方、エクアドルは投資家からの強い支援を得られました。
- ・市場へのアクセスを失うことはないでしょう。
- ・来年の選挙の不透明感がエクアドル資産のリスクとなります。

レバノン、エクアドル、アルゼンチンなど大きくディストレスト水準に下落している国がいくつかあります。しかし、これらのいずれの国も新型コロナウイルス以前から債務支払が難しくなっていました。債務再編交渉における重要な変数は、どれだけ投資家と話し合う意思を持っているかであり、この点において三カ国のなかで差がみられます。

これらの国においてより重要な点は、すでに金融面でのストレスが価格に織り込まれているかどうかですが、ブルーベイではそのように捉えています。アルゼンチン及びレバノンはかなりディストレストの水準で取引されています。エクアドルは、債券価格は債務再編後に大きく回復しましたが、回収価値を大きく下回る水準がまだ続いています。

アルゼンチン2028年債の価格推移



エクアドル2028年債の価格推移



レバノン2030年債の価格推移



ザンビア2027年債の価格推移



まとめ

新型コロナウイルス関連の経済減速によって、エマージング諸国がシステムック・リスクに陥るとは考えていません。その理由の一つには、多くのエマージング諸国が1998年や2008年時と比較して、備えがきちんと出来ていることがあります。高い外貨準備と変動為替相場によって、債務を返済し、国際資本市場へのアクセスを維持できると考えられます。さらに、IMFが堅固なバランスシートを使って多くの脆弱な国を救済することも可能です。中国、FRB、G20、その他の国際機関もエマージング諸国支援のために乗り出しています。

一部の国は大きなディストレスト水準となっていますが、このリスクは昨年から言われていたことで、債券価格にすでにリスクは織り込まれていると考えています。





Polina Kurdyavko

パートナー、エマージング債チームヘッド

シニア・ポートフォリオ・マネジャーでありエマージング債チームのヘッドを務めます。ロシア危機後の1998年に、ロシアのマクロ・リサーチ専門会社にてエマージング市場でのキャリアをスタートさせ、以降広範なエマージング金融資産に関する知見を深めてきました。2005年7月にブルーベイに入社しました。前職は、UBSにて東欧・中東・アフリカ（EMEA）の社債のクレジット・アナリストで、それ以前はアライアンス・キャピタルにおいて当初エマージング株式アナリストを務め、その後エマージング・クオンツ・リサーチを担当していました。ロシア諸民族友好大学院修士課程修了。CFA保有。



Som Bhattacharya

クライアント担当ポートフォリオ・マネジャー

2015年7月にブルーベイに入社しました。それ以前はJP Morgan Asset ManagementでEMソブリンチームに所属し、エマージング債券プロダクトに特化したクライアント担当のPMとして勤務していました。2008年にJP Morgan Asset Managementに入社する以前は、ドイツ銀行の資本市場組成チームで北欧の金融機関をカバーしていました。またそれ以前にはFidelity Investmentsで債券の定量アナリストをしていた経験もあります。学生時代には機械工学を専攻し、その後カルカッタのインド経営大学院でMBAを取得。CFA及びIMC保有。

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 0.60%（税抜） / エマージング短期総合債券戦略：年率 0.60%（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ござい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