

エマージング債：アップデートQ&A

エマージング債チームのシニア・ポートフォリオ・マネージャーであるポリーナ・クルドヤフコが、通貨の反発、企業の状況、効率的なポートフォリオ構築、今年後半の見通しといったことに触れながら、今回の危機におけるエマージング債市場についての疑問にお答えします。

この一ヶ月でエマージング通貨は米ドルに対して約7%上昇しました（6月17日時点）。これは単純に下落前の水準に向けての反発なのか、それとも継続的な上昇の始まりなのでしょう。

これは当社内でまさに今、積極的に議論しているポイントです。

私は、構造的な米ドル安の始まりであると捉えており、このトレンドは続く可能性が高いとみています。なぜなら、米連邦準備制度理事会（FRB）は今後2、3年に亘って金利を据え置き、欧州は米国よりも相対的に新型コロナウイルスの封じ込めに成功しており、この二地域間の金利差が縮小するなか、米国ではボラティリティと経済成長見通しの不透明感を生むであろう大統領選挙が迫っています。

グローバル金融危機時の2008年を振り返ってみると、米ドルは2008年後半に約20%上昇しました。今回の危機においては、米ドルの上昇はかなり抑えられています。実際、この10年間でエマージング通貨は米ドルに対して50%以上下落しており、これにより新型コロナウイルスからの打撃に耐えるためのバッファが多少もたらされていました。

エマージング外貨建て債の新規発行は記録的なペースとなっています。このことを投資家はポジティブに受け止めているのでしょうか、それともネガティブに受け止めているのでしょうか。

ポジティブ材料でもありネガティブ材料でもある、と考えています。エマージング市場での新規発行は約3,500億米ドルに上り、2019年の同時期の水準と比較すると、およそ15%増となっています。

これは当資産クラスにとっては良いニュースで、

一部のハイ・イールドの国や社債も市場で資金調達を行い、流動性を改善することが出来ています。さらにインデックスの格付けの改善にもつながりました。ソブリン債インデックスの平均格付けは、投資適格国の発行が増加したことを受けて、投資適格となりました。しかし、先進国市場でみられたように、発行が多すぎると、供給が消化不良に陥る可能性があります。特に運用資産額の増加が見られない場合、供給過多となるでしょう。

前年比10～15%の新規発行増はエマージング市場にとって健全な水準であると考えています。

社債の観点では、現在の環境において最も盤石な銘柄と反対にストレス圧力が高まっている銘柄についてどのように見えていますか。

EM諸国の企業を比較する方法はいくつかあります。信用力の点では、最も盤石な銘柄は高格付け銘柄であることは言うに及ばないでしょう。地域で比較した場合は、アジアが明らかな勝ち組で、中国では国内市場で流動性が供与され、安定的なデフォルト率が保たれています。中東欧地域もEUによる流動性供与からの恩恵を受けるとともに、ソブリンのバランス・シートが健全であることも追い風となっています。反対に、一部の中南米の国は苦難に直面するとみられます。

セクターでは、ヘルスケア、IT、通信セクターが勝ち組であると見られ、紙&パルプ、消費関連、鉱業（特にプラチナ及び銅関連）セクターもまずまずの状態にあると考えています。一方、目立った負け組は航空会社です。しかし、エマージング社債インデックスに同セクターが占める割合は0.5%に過ぎません。



ポリーナ・クルドヤフコ
パートナー
エマージング債チームヘッド

2020年6月

この環境における投資家の最優先事項は安定したクーポン収入であると考えています

地域に関係なく、民間の高レバレッジの石油及びガス会社は、苦戦を強いられることになると見ています。

とはいうものの、デフォルト率は驚くほどに低い水準となっています。年初来のデフォルト率は1.7%で過去平均である3.5%を大きく下回る水準となっています。これは多くの企業が、この危機を乗り切る健全な収益マージンと流動性を維持するために、資産売却やコスト削減を進めた結果だとみています。

格付け及び年限の面で、選好している投資機会がありますか。

格付け及び年限の両面でバーベル戦略が有効であると考えています。格付けでは、一方では投資適格銘柄をオーバーウェイトし、もう一方ではディストレスト水準にある銘柄をオーバーウェイトするポジションを選好しています。ディストレスト銘柄は十分にリスクを織り込んだ水準にあると考えています。

年限では、短期キャリーを確実に得るために短期社債をオーバーウェイトしながら、30年の投資適格社債をオーバーウェイトするポジションを選好しています。後者については、グローバルな保険会社からの需要が一般的に強いからです。

2020年後半の投資見通しについて教えてください。

この環境における投資家の最優先事項は安定したクーポン収入であると考えています。外貨建て債ユニバースにおける投資適格債がこの目的を達成するために最良の資産クラスであると考えています。高い信用格付けによる下支えのなかで、クーポンが得られます。大半のエマージング市場では超低金利環境とはなっていないことから、市場で流動性を得るためには、プレミアムを支払う必要があるためです。

また、ポートフォリオのリスクを最小化することも重要であると考えています。景気回復の形状など、常に予測不可能なリスク要因というものがありますが、より見通しが立てやすい点においてリスクを管理することは可能です。さらにファンダメンタルズ面ではなく流動性の面から、過度な下落が見られた銘柄への投資を行うことも出来ます。しかし、ここでもポートフォリオ構築にあたってはきちんとした見通しを持てるリスクを取ることが重要です。

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） / 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。