

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、エクアドルの債務再編、ロックダウン緩和が経済に与える影響、季節的なトレンド、非流動性資産における投資機会、についての疑問にお答えします。

エクアドル政府はブルーベイを含む民間の主要債権グループとの間で、7月中旬に債務再編について原則合意に至りました。これまでの債務再編交渉とはどのような違いがあったのでしょうか。

過去の債務再編交渉の経験から見ると、今回のエクアドルの債務再編については3つの違いが挙げられると考えています。

一つ目は、スピードの速さです。数ヶ月は困難な状況にありましたが、交渉を開始してからは、政府は2週間のうちに主要債権者との間で債務再編の原則合意に至りました。過去の債務再編交渉においては、これよりもかなり長い時間がかかっていました。

二つ目は、交渉時の友好的な姿勢です。エクアドルが瀕する流動性の問題について、エクアドル政府と債権者の双方が友好的な解決策を探りました。特に、エクアドル政府にアドバイスをしていたメキシコの元財務相の寄与は大きく、早期の解決に向けて友好的な姿勢が示されました。

三つ目は、過去のエマージング市場の社債やソブリン債の債務再編と比較して、流動性を重視した再編が行われた好例となりました。インデックスから除外されず、高い水準の債務残高にあるソブリン債にとって重要な指標となるのは、債務再編プロセスにおいて、流動性を損なうことがないかどうかという点です。

今年後半は、ソブリンの債務再編が注目を集める投資テーマとなるでしょうか。その候補となる国はどこを考えていますか。その際、エクアドルの例はどの程度の影響を与えそうでしょうか。

エクアドルの債務再編はエマージング・ソブリン債市場にとって重要な前例となりました。レバノン、アルゼンチン、ザンビアを筆頭に多くの国が債務再編プロセスの課程にあり、今後一年間でその数は増えると考えています。債権者との合意に至っていないアルゼンチンといった国が、エクアドルの例を参考にすることへの期待を寄せています。債権者の前向きな反応がないまま、一方的な提案をすることはリスクを伴う戦略であり、エクアドルの例に倣ってくれることを期待しています。

債務再編を成功させる上で最も重要なことは、短期のうちに高い回収価値をもたらすことです。エクアドルの例で見ると、提案された想定利回りに基づく回収価値は平均を上回る水準となっており、かなり速いスピードで再編が成されたことから、債務再編は成功したと捉えています。もちろん、ここからさらなる債券価格の上昇がもたらされるかどうかは、エクアドルの今後の改革次第でしょう。

ロックダウンの緩和はエマージング諸国の経済活動にどのような影響をもたらしているのでしょうか。

これまでのところ、めざましい経済回復が見られています。中国を例にすると、（この成長回復を予想していたならば）債券保有者は債券価格の回復を想定したであろうし、特に不動産セクターなどでは、昨年水準までの回復を想定したであろうと思います。不動産セクターでは前年比で売上が25～50%増となっている企業も見られています。



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7月

非流動性資産のリターンは二桁台となっています（流動性資産の利回りは4～6%まで戻しています）。そのため、非流動性資産は非常に魅力的な投資対象であると考えています。

驚きを隠せないもう一カ国はブラジルです。直近の指標ではセメント生産が昨年水準まで回復したことが示されています。

こうしたことから、貿易や財政の不均衡や経済的な困難に対処するために、数年前に取られた政策が今になって奏功し始めているのではないかと考えています。例えば原油価格の下落への調整やブラジルにおける汚職スキャンダルを一掃しようとした洗車作戦が、ようやく実を結び、事業活動の正常化が足元の経済回復に寄与しているとみています。

これまでのところ、今年は異例の一年となっています。流動性や資産価格のボラティリティについて、通常の夏場の季節性が今年も見られるとみていますか。

米大統領選挙、新型コロナウイルス関連の補助金の終了、感染拡大の第2波への懸念など、数多くの不透明材料が秋が近づくにつれて増えていきそうです。これらはエマージング資産のボラティリティを高める要因になるかもしれません。しかし、新型コロナウイルスによる景気悪化への対応と民間セクターへの支援を多くの国が提供していることから、3月に見られたようなボラティリティの高まりは想定していません。

エマージング市場の非流動性資産における投資機会について教えてください。

エマージング市場の非流動性資産はかなり割安になっているとみています。一部の銀行はポートフォリオのリスク解消を進めており、1-3月期に一部業種に対して資金を提供したものの、4-6月期にそのエクスポージャーを売却し始めています。

しかし、先進国市場と比較して専門の投資家は少なく、向けられる資金は先進国市場の十分の一程度となっています。そのため、非流動性資産のリターンは二桁台となっています（流動性資産の利回りは4～6%まで戻しています）。そのため、非流動性資産は非常に魅力的な投資対象であると考えています。例えば債券はすでに一桁台で取引されている発行体のローンは、いまだに二桁の利回りを提供しているといったケースも見られます。

ディスクレーマー

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

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、別途記載のない限り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、当社の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。

■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主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。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。

ロング・オンリー戦略

(年率、税抜き)

投資対象	投資適格債	エマージング債	パブリック・ファイン	転換社債
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%

オルタナティブ戦略

(年率、税抜き)

運用戦略	トータルリターン	絶対リターン
運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。