

エマージング市場：「危」険と「機」会

2020年10月22日

漢字で書くと、「危機」という言葉は二つの漢字から成り立っている。
一つは危険を表し、もう一つは機会を表す。

(ジョン・F・ケネディー)



ボリーナ・クルドヤフコ

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

皆さんにとって人生最大の危機は何だったでしょうか。私にとっては1998年のロシア危機です。深刻な物資不足となり、お店の棚は空っぽで、トイレトーパーや歯磨き粉を米国から持ち帰っていました。私の母にとってはソ連崩壊で、食糧は配給制度となっていました。私の祖母にとってはスターリン政権時代で、給与が政府債で支払われていましたが、ほとんどのお店で使用出来なかったそうです。私の曾祖母にとっては、1915年のアルメニア人虐殺です。

人それぞれが様々な危機を経験しているでしょうが、誰であれ、最終的にはそれをどう乗り越えるか、ということが試されているのでしょう。ウィンストン・チャーチルがかつて言ったように、「良き危機を無駄にするな」ということです。新型コロナウイルス危機に対する見方は一部の先進国とエマージング国で異なるようです。オックスフォードシャー州の小さな町に住む近所の人は、彼女の家族にとって新型コロナウイルスはこれまでで経験した危機の中で心理的に最悪のものだ、と言っています。彼女は助けを求め、対処に苦労しているようで、生涯をかけて受け入れる時間が必要となるかもしれません。一方で、エマージング国の友人は、これまで経験した危機と比較すると、大したものではない、と考えているように写ります。我々は近視眼的になり過ぎているのでしょうか。それとも一部のエマージング国が優れた対処術を身につけたのでしょうか。

エマージングのクレジット債市場は、想定よりも堅調に推移しています。社債とソブリン債インデックスはともに年初来でプラス・リターンとなっています。ソブリン債については「バーベル・アプローチ」、つまり一方では投資適格銘柄を、そしてもう一方では債務再編にある銘柄を選好しています。社債については、よりディフェンシブで、内需主導の銘柄や準ソブリン債を選好しています。今後は、エマージング経済の差別化をもたらす要因は、政策ミックスの質と、今後一年間で待ち受ける財政的な課題に対応出来る能力であると考えています。

これまでのところ、私たちの見てきたエマージング経済においては、経済回復ベースとパンデミックへの善処との間に比例関係は見られません。予想外に多くの国が、今年のはじめに量的緩和（QE）や、国内企業及び消費者を支援する様々な政策を打ち出すことが出来ています。その結果、最近の購買担当者景気指数（PMI）は健全な回復を示す一方、多くの先進国と比較して債務の増加率は低くなっています。エマージング国のおよそ四分の一は、今年をプラスの経済成長で終えることが出来そうです。

さらに ESG 面の進展も見られ、ブラジルやサウジアラビアを筆頭にエンゲージメントの数が増えており、グリーンボンドによる資金調達ペースも伸びています。債務再編に関しては、エクアドルやアルゼンチンが市場友好的なアプローチを採

るといふポジティブ・サプライズがあり、債務再編は短期間のうちに実施され、過去と比較して損失も抑えられました。しかし、債務再編が完了してから一ヶ月後、アルゼンチン債は 35 ポイント、エクアドル債は 70 ポイントで取引されています。この差はどこから生まれたのでしょうか。

サハラ砂漠以南のアフリカ地域では、主たる経済指標は似通った国でも、パフォーマンスには差が広がっている例があります。アンゴラの債券価格はこの半年で 40 ポイントから 90 ポイントに回復しましたが、ザンビア債は 3 月と同水準の 45 ポイントで推移しています。この差はどこから生まれたのでしょうか。

その答えは政策の枠組みにあると考えています。可視性、透明性、慎重さ、は投資家からの支援を左右する三要素となります。例えば、投資家（IMF 及び債券投資家）は、慎重な財政スタンスと改革促進の姿勢を取ったエクアドル政府を評価しました。一方で、アルゼンチン政府の優先事項は人気取りと公的支援であるようです。二桁の財政赤字を抱え、経済成長がほぼ横ばい、インフレ率も二桁である国において、政府が注力すべきは、より慎重な財政スタンスを通じて、国内投資家の信頼を回復することであるとと考えています。

アルゼンチンは今後 4 年間に亘って支払うべき債務を抱えていませんが、行動なくして投資家が投資を積み増すことにはないと考えています。同様にサハラ砂漠以南のアフリカ地域においては、アンゴラは IMF に対して積極的な姿勢を取り、債務を徐々に減らす政策を提示した一方で、ザンビアは経済プログラムに関する詳細を示さず、IMF の助言に従う意思を示していません。現在、最も低い価格（10 ポイント台半ば）で取引されているのはレバノン債で、国際的なスポンサーがないわけではありませんが、政治家はガバナンスが貧弱という問題への対処に失敗しており、これこそがレバノンが債務を再編するという課題において要になる問題と捉えています。

最終的には、各国が危機を脱出できるかどうかを決定するのは政策ミックスであると考えており、いくつかの教訓も得ています。グローバルなマクロ環境は、米金利の上昇が抑えられ、中国経済は回復に向かっており、米大統領選挙においてバイデン氏が勝利した場合は、グローバル貿易状況の改善も見込まれることから、2021 年を通して安定することが予想されますが、エマージング市場のパフォーマンスのカギを握るのは政策の枠組みであると考えています。この点において、今年初めに困難に直面した一部のエマージング国で回復の兆しが見られることには勇気づけられています。トルコでは、より伝統的な政策ミックスへの移行が見られ、中央銀行は 300bps の利上げを実施しました。南アフリカではガバナンス面での改善が見られ始めており、遅ればせながら、汚職問題への取り組みも見られます。

こうした流れを投資家は評価していますが、継続性が重要となります。政策当局者による債権者との取り組み姿勢が弱い場合、支援への意欲は削がれます。投資家にとっては、安全なキャリアが得られることが最優先事項であり、このような不透明な環境においては、失敗は許されません。

危機の経験を通じて私たちはここに立っています。いま、一部の国は新型コロナウイルス以上の苦境に直面しています。アゼルバイジャンとアルメニアによるナゴルノ・カラバフでの衝突によって起きた人道的な危機では、シェルターを求めて何百人もの孤児は近隣地域をさまよっています。愛する家族を失った人は、新型コロナウイルスではなく、この出来事を人生最悪の危機として忘れることはないでしょう。同じようにエマージング経済は、多くの危機で形成され、そしてそれを乗り越えてきました。政策当局者は結果を決定付ける上で重要な役割を果たします。彼らは立ち向かい、危機が無駄になることがないようにしなければならぬのです。

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 | | | | | オルタナティブ戦略 | | |
|-------------|-------|------------|---------------|-------|---------------|---------------|---------------|
| (年率、税抜き) | | | | | (年率、税抜き) | | |
| 投資対象 | 投資適格債 | Emerging 債 | レバレッジド・ファイナンス | 転換社債 | 運用戦略 | トータルリターン | 絶対リターン |
| 運用管理報酬 (上限) | 0.40% | 0.70% | 0.70% | 0.65% | 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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

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、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