



# エマージング債市場アップデート

エマージング債資産に回復の兆し

2021年12月3日

著者

**アンソニー・ケトル**

エマージング債チーム（社債）  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー



## グローバル市場の動き

先週は、新たなオミクロン変異株に関連した報道に投資家が反応する中、グローバル株式市場は引き続きボラティリティの高い動きとなりました。S&P500種指数及びラッセル2000種指数はそれぞれ1.2%及び4%近く下落しました。エマージング（EM）株式市場は、アジア市場の弱含みを中南米地域の好調なリターンが補う形となる中、全体のパフォーマンスはほぼ横ばいとなりました。

主要金利市場では、米国債市場において目立った動きが見られ、利回りカーブは大幅なブル・フラットニングが進みました。先週、30年債利回りが15bps低下する中、2年債と30年債のスプレッドは24bpsフラット化しました。米連邦準備理事会（FRB）パウエル議長が議会証言において、12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）でテーパリングのペースを加速させることを強く示唆し、タカ派的な方向性を示す中で、米国債のフラット化が見られました。

先週の主要経済指標は米国雇用統計で、市場では予想を下回る結果を受けて失望感が広がりました（非農業部門雇用者数は市場予想の55万人増に対して21万人増）。しかし、さらに分析すると、失業率は低下し、労働参加率は上昇したことから、雇用市場が健全な状況にあることが確認できました。

EMクレジット市場に目を向けると、ソブリン市場スプレッドは5bps縮小し、社債市場のスプレッドは8bps拡大し、通常とは異なる動きが見られました。社債市場では、トルコとウクライナが目立って弱含んだ一方、ソブリン市場では、ウクライナがポジティブな地政学的话题を背景にアウトパフォームしました。国際通貨基金（IMF）との交渉において建設的な対話が見られたアルゼンチンも、ソブリン市場において上昇しました。

EM現地通貨建て債市場では、通貨及び金利部分がともに堅調に推移し、0.7%のプラス・リターンとなりました。地域別で見ると、中南米がアウトパフォームした一方で、アジアが出遅れました。国別で見ると、ロシアや南アフリカ、メキシコ、コロンビアなどの相対的にベータ値の高い国がアウトパフォームしました。

## 個別国市場での出来事

**アルゼンチン**：経済相のグズマン氏は政府は年内にIMFと合意に至ることを目指すほか、今月後半にアルゼンチン議会に複数年に亘るマクロ経済プログラムを提出することを発表しました。投資家は依然として懐疑的に見っていますが、この発表が実現すればアップサイド・サプライズとなることから、20%を超える外貨建て債の利回りと30ポイントを下回る現物債の価格を踏まえ、債券価格は大幅に上昇しました。

**ザンビア**：IMFとの拡大クレジット・ファシリティ（ECF）供与に関する交渉でスタッフレベルの合意に達したことから、今後3年間で14億米ドルの支援が見込まれています。これは、今年8月に受け取った13億米ドルの特別引出権（SDR）に続く支援となります。

## 今後の見通し

今年は、市場が何らかの懸念要素に立ち向かう局面が多くありましたが、オミクロン変異株の出現はその決意を試すものでした。FRBがよりタカ派な姿勢に転じたと同時にこのことが起きたことで、足元のリスク資産の反発はより印象的なものとなっています。ある意味で、新しいウイルス変異株が確認される度に市場への影響が小さくなっていることを表していますが、恐らく、ワクチンの有効性、または少なくとも新しい変異株に対応するためのワクチンが開発されるだろうと市場が科学者の能力に信頼を示しているのだと見ています。オミクロンについては、決定的な結論を出すためのデータが十分に揃っていない状況です。当初の報告では、この変異株は感染力が強いとされていましたが、デルタ変異株よりも症状がやや軽くなる可能性があるとのこと。ブルーベイでは、これにより、毒性の強い変異株により再び大規模なロックダウンが余儀なくされるリスクは低下したと見ています。

来週を見通すと、パウエルFRB議長がテーパリングのペースの加速を発表すると予想されるFOMCが重要なイベントになると見ています。これにより、インフレが引き続き主な懸念要素となれば、2022年4-6月期中のどこかで利上げを行うことも検討されると考えています。FOMCは恐らく、2021年に市場が乗り越える必要のある最後のリスクイベントになりますが、既に広く知れ渡っていることから、実際にはイベントにならない可能性もあります。株式市場が再び最高値付近を推移する中、投資家は市場の流動性が徐々に低下する環境において、パウエル氏がボラティリティーの急上昇を避けるようなトーンで発言することを期待していると考えています。

EM債券資産には、一年を通して下落圧力が掛かっています。ここ3ヶ月間は、インフレ懸念とEM諸国の様々なネガティブな個別要因が重なったことで、市場から資金が流出し、結果的にバリュエーションの魅力が高まりましたが、当資産クラスにとって試練の時となりました。ここ一週間ほどは、一部の個別要因がポジティブな方向に転じたのと同時に、当資産クラスへ資金が戻ってきており、これらの流れが逆転しています。これにより、一部資産のバリュエーションが底をつけたと同時に、当資産クラスに対してのムードが全体的に改善されました。足元で反発が見られるものの、今年はEM市場の多くの資産が債券市場で遅れをとっていることを考慮すると、先週見られたポジティブな価格変動は年末まで継続すると可能性があると考えています。

## ディスクレーム

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主な手数料や費用等は以下になります。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	エマージング債	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。

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



Global Asset Management  
BlueBay Asset Management