



# エマージング債市場アップデート

来年はバリュエーションの改善と中国の政策スタンスが追い風に

2021年12月10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、オミクロン変異株に関連した警戒感が和らぐ中、グローバル株式市場にとって堅調な一週間となりました。S&P500種指数が3.8%の上昇とその流れを牽引し、欧州株式も3%近く上昇しました。エマージング市場（EM）株式も、ブラジル市場を中心に底堅く推移し、1%超の上昇となりました。主要金利市場では、米国債利回り曲線が顕著にベア・スティープ化し、長期国債利回りが20bps超の上昇となりました。

注目を集めた経済指標としては米消費者物価指数（CPI）が挙げられ、概ね市場予想通りの内容ではあったものの、より高いインフレ率を想定していた市場参加者もいたことから、比較的ポジティブに受け止められました。一方中国では、資金調達総額や小売売上高など、一部経済指標の内容がやや市場の落胆を誘う内容となりました。

足元のやや軟調な中国の経済指標を受けて、先週開催され、来年の経済運営方針を決める中央経済工作会議（Central Economic Work Conference (CEWC)）の場で、政策担当者が来年の成長を目標水準に戻すことを重視する姿勢を見せたことは興味深く受け止めました。来年予定されている、中国共産党第20回全国代表大会が念頭にあると思われます。さらにCEWCでは、今年を通じて政策が過度に引き締められていたとの認識を示し、これまでに導入された新たな規制や政策の一部に対して批判的な見方が示されました。

EMクレジット市場では、ソブリン市場スプレッドが20bps縮小し、社債市場のスプレッドは12bps縮小するなど、ここ最近のアンダーパフォーマンスを取り戻す動きが見られました。両市場において全般的にハイ・イールド債がアウトパフォームし、クレジット市場でもようやく「コンプレッション」の傾向が見られました。社債市場で特に目立って堅調なパフォーマンスとなったのは金属・鉱業セクター及び不動産セクターで、中国銘柄が安心感によって買い戻されたことが主因となりました。ソブリン市場では、アルゼンチンがアウトパフォームしました。ここ最近の需給要因に伴う売り圧力が後退したほか、投資家のリスク心理の回復による、B格銘柄の全般的な回復基調が追い風となりました。

EM現地通貨建て債市場は1.0%程度の上昇となりました。通貨部分が堅調となったほか、主要金利の上昇を踏まえると、金利部分も比較的底堅く推移しました。地域別で見ると、中南米がアウトパフォームし、特にメキシコやコロンビアが好調でした。

## 個別国市場での出来事

**中国：**前述のCEWCでは、優先すべき政策として、安定の必要性が明確に強調されました。これを念頭に、中国人民銀行（中央銀行は）先週、預金準備率の50bpsの引き下げを発表しました。また、11月の資金調達総額は、依然として年初の期待を下回る水準ではあるものの、10月からは増加しました。経済指標において目立って堅調となっているのが、近隣諸国向けの中国の輸出額で、グローバルなサプライチェーンの幾らかの改善を示唆するものとも言えるかも知れません。

**アルゼンチン：**国際通貨基金（IMF）との実務面での交渉に「進展」が見られたとの報道があり、今後の支援プログラムの支援材料になるとみられています。2022年1-3月期にも合意が発表される機運が高まっていることから、足元の債券価格には十分な下支えがあるとみています。

## 今後の見通し

今年は、市場にとって長い1年となりました。多くの投資テーマが市場を飛び交い、都度異なる取引環境をもたらしました。依然として不確実なオミクロン株関連の見通しによって特徴付けられる足元の状況も、またその一例とも言えるでしょう。また足元では時を同じくして、米連邦準備制度理事会（FRB）が債券購入縮小（テーパリング）のペースを速め、来年の早い段階で利上げを実施する選択肢を与えようとしています。プラスの側面としては、サプライチェーンが正常化している兆しが見られることで、その結果インフレ見通しには支援材料となるかも知れませんが、ここでもまた、オミクロン株が将来的に人々の動向にもたらす影響が重要になってくるとみられます。

EM債券市場は今年、市場参加者にターゲットとされやすい市場であったと言えるでしょう。インフレ率の予想を上回る上昇によって、EM中央銀行の予防的な利上げによるプラスの影響が抑制されてしまう結果となりました。多くの中央銀行が、既に利上げサイクルにおいてかなり進んだ位置にいます。年初来で見ると、EM外貨建て社債市場は50bps程度上昇しているものの、外貨建てソブリン債市場は150bps程度下落しています。また現地通貨建て債市場は、通貨及び金利がともに苦戦し、年初来で9%近い下落となっています。これらの数字は、1桁台半ばのプラス・リターンとなっている先進国ハイ・イールド債市場の状況と大きく異なります。したがって、2022年を見据えるにあたり、バリュエーションの改善はEM債券市場の主要な押し上げ要因になるとみています。また、同資産クラスのファンダメンタルズにとっての鍵は、依然として時期尚早ではあるものの、インフレのピークアウトであるとみており、より成長重視の姿勢への転換に向けた初期の兆候が見られる中国経済の見通しとともに重要になると考えています。全体として、今年注目を集めた投資テーマの多くは来年も話題になるとみていますが、バリュエーションの改善や中国の支援的な政策スタンスはポジティブ材料になるとみています。

## 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 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (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