



エマージング債市場アップデート

辛抱強く投資機会を待つ

2022年1月28日

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

今週は、株式市場にとっては強弱まちまちの一週間となりました。S&P500種指数が0.77%の上昇と、前週の下落分の一部を取り戻した一方、欧州株式は2%超の下落、エマージング市場（EM）株式は4%超の下落となりました。アジア株の下落がEM株式の足かせとなりました。米国金利市場では、利回り曲線がベア・フラット化し、長期債利回りはほぼ横ばいとなったものの、2年債利回りが16bps上昇する展開となりました。一方で、ブレイク・イーブン・インフレ率がやや上昇する中、10年実質金利は一週間で8bpsの低下となりました。

EMクレジット債市場では、社債の спреッドが4bps、ソブリン債の спреッドが2bpsそれぞれ拡大しました。スプレッドの動きで見ると、両市場で投資適格債とハイ・イールド債のパフォーマンスに大きな差は見られませんでした。社債市場では、中国のハイ・イールド債のパフォーマンスが下落に転じました。中国の旧正月「春節」を前に、幾らかリスクを削減する動きが見られました。その他では、引き続きウクライナの社債が苦しいパフォーマンスとなる一方、トルコの社債は底堅く推移しました。ソブリン債市場では、チリやコロンビアが苦戦したほか、ロシアの спреッドも拡大しました。一方で、国際通貨基金（IMF）との合意の詳細を発表し、2024年の選挙までの目処をつけることで懐疑的な見方を一蹴したアルゼンチンが、大幅な上昇を記録しました。

EM現地通貨建て債市場は先週、1.5%の下落となりました。EM通貨が1.3%下落したことが足かせとなりました。通貨の中でも、南アフリカ・ランドやポーランド・ズロチが特に軟調なパフォーマンスとなった一方で、アジア通貨は比較的持ち堪えました。現地金利の動きは小幅でしたが、通貨部分のパフォーマンスにつられる格好で南アフリカやポーランドが弱含みました。

個別国市場での出来事

アルゼンチン: 政府が国際通貨基金（IMF）との間で、拡大信用供与措置（EFF）に関する基本合意に達したことを発表しました。また、財政赤字について2022年はGDP比で2.5%、23年は1.9%、24年は0.9%を目指す方針を表明しました。この報道を受け、パラレル市場では通貨が急騰したほか、ソブリン市場でも堅調な動きが見られました。今回のIMFとの合意が、より市場に友好的な政権が選出されるとみられる2024年の次回大統領選までの時間稼ぎになるとの見方が強まり、多くが30台で取引されていたソブリン債の価格の非対称性が意識されたことが背景にあります。また今回の報道は、直利が高いことから、アルゼンチンの社債や地方債のパフォーマンスを押し上げる要因となりました。

コロンビア: 中央銀行が100bpsの利上げを行い、政策金利は4%となりました。また、同中央銀行は、2022年のインフレ見通しをこれまでの3.7%から4.3%に上方修正しました。ただし参加メンバーの意見は分かれ、5名が100bpsの利上げを主張した一方で、2名は75bpsの利上げを支持していました。

今後の見通し

米連邦準備制度理事会（FRB）は、直近の経済指標の弱含みにも関わらず継続するインフレ圧力を踏まえてタカ派姿勢を維持しています。市場では2022年に5回の利上げが実施されることが織り込まれ始めており、これを覆す材料は現段階で乏しく、明らかにリスク資産に圧力となっています。このことは、先週の米欧社債市場にも見て取れました。インフレ圧力が高止まりする限り、FRBが更なるリスク資産の下落に対して行動を起こせる余地は限られ、直近のバリュエーションの調整にも関わらず、リスク資産にとっては苦しい環境が続きそうです。

EM債券市場にとっては試練の年明けとなりましたが、一方で興味深いトレンドも見られています。最も特筆すべきは現地金利及び通貨の年初来での相対的なアウトパフォーマンスで、とりわけFRBのタカ派シフトによって想定されていた市場の反応とは対照的な動きとなっている点が目を引きます。投資家からの資金流入が現地市場のプラスの価格動向を支えているとみられ、明らかに同市場への投資が十分でなかったとみられる投資家からの資金が資産クラスに流入していると見られます。

EMのインフレ・サイクルに関しては不確実性が残りますが、一部ではEMのインフレがピークに向かっているとの指摘もあり、少なくとも今年末時点でのインフレ予想は現状の水準を下回る水準となっています。過去12ヶ月間のEMの利上げサイクルを踏まえ、インフレ率が低下に向かうことは、EM実質金利が魅力的な水準にあることを明らかにし、FRBの利上げサイクルに対して大幅なバッファを提供するとみています。EMクレジット債市場でも同様に、昨年のアンダーパフォーマンスによって他の市場と比較してスプレッドのクッションが大きく、バリュエーション面での魅力があると考えています。とは言いながらも、今年最も良好な投資機会は、辛抱強くその機会を待ち、リスク資産の変動性が高まる中で市場のミスプライスを上手く捉えることが出来る投資家に訪れると考えています。

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 (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