



# エマージング債市場アップデート

中央銀行のタカ派シフトで高まるボラティリティ

2022年2月4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

今週も、株式市場にとって再び強弱まちまちの一週間となりました。S&P500種指数やエマージング市場（EM）株式はそれぞれ1.6%及び2.5%上昇し、反発基調となった一方で、欧州株式は明らかに出遅れ、1.2%下落しました。欧州中央銀行（ECB）がよりタカ派な姿勢を示したことに伴う、欧州金利の急上昇がその背景にあります。一部金利の動きは、極めて低水準からの動きであったことを踏まえると顕著で、ドイツ10年国債利回りの25bpsの上昇に加え、イタリア(+46bps)やスペイン(+34bps)でもそれぞれ大幅な金利上昇が見られました。米国金利市場では、利回りが年限を問わずに15bps程度上昇し、米10年実質金利は一週間で19bps上昇して、-0.50%で週末を迎えました。

EMクレジット債市場では、社債のспレッドが6bps、ソブリン債のспレッドが11bps、それぞれ縮小しました。спレッドの動きで見ると、両市場でハイ・イールド債が投資適格債をアウトパフォームしました。ハイ・イールド債の方が、ベース金利の上昇を吸収するためのспレッドを有していたことがその背景にあると考えます。ただし、いずれの市場でもспレッド縮小は金利上昇分を打ち消すためには十分ではなく、トータル・リターンはともに-0.23%となりました。しかし、ハイ・イールド債は小幅ながらプラス・リターンを残すことが出来ました。社債市場では、石油・ガスセクターや小売セクターがアウトパフォームした一方、中国の旧正月「春節」に伴い、不動産セクターが出遅れました。ソブリン債市場では、アルゼンチンがここ最近の上昇分の一部を失った一方で、直近の地政学リスクの高まりに一服感が見られたロシアではспレッドが縮小しました。過去数ヶ月間に亘って出遅れていたエルサルバドルも、先週は回復基調となりました。

EM現地通貨建て債市場はEM通貨(+1.1%)がリターンを牽引する格好で、1.6%の上昇となりました。ただし、債券部分もプラス・リターン(+0.6%)となり、これは主要国における金利の急上昇を踏まえると特筆すべき動きであると考えています。1週間の動きのみで何らかのトレンドが形成されることはないと思われる一方、昨年の大幅な下落によって、EM現地通貨建て債市場にはしっかりとしたバッファがあることを示唆する兆候であると思われます。今週のパフォーマンスの牽引役となったのは中東欧市場の通貨で、米ドルに対して堅調なパフォーマンスとなったユーロに追随する動きが見られました。また、地政学リスク・プレミアムの一部巻き戻しが見られたロシアでも、通貨が良好なパフォーマンスとなりました。

## 個別国市場での出来事

**ブラジル:** 中央銀行が150bpsの利上げを行いました。市場では、次回会合での100bpsの追加利上げと、その後はインフレ指標の動向を踏まえて、50bpsもしくは金利の据え置きが発表されることが予想されています。インフレ率が市場予想通りで推移すれば、2022年半ばから後半に掛けて、ブラジルの実質金利は6%近い水準となり、ここ最近、ブラジル現地金利市場のムードが改善していることの一因となっています。

**アルゼンチン:** マキシモ・キルチネル氏が下院の与党会派会長を辞任することを発表し、国際通貨基金（IMF）との基本合意に対する、キルチネル派と穏健派との意見の食い違いを改めて浮き彫りにすることとなりました。これにより、今回の合意に関して国民議会の承認を得ることが出来なくなる、もしくは政府が承認をためらうことに対する懸念が再浮上し、アルゼンチン資産はここ最近の上昇分の一部を失いました。ただし、現実的には依然として同合意が承認される可能性の方が高いとみています。

## 今後の見通し

今週のECBのタカ派姿勢への移行により、ほぼ全ての中央銀行が、インフレが当初の想定よりも高く、そして持続的なものであるということを確認したことになり、実際に人々の生活費にその影響が及んでいることから、物価上昇を抑制するための行動を促す政治的圧力は日増しに高まっています。ECBの言動は明らかに市場の想定外であったとみられ、このことは欧州金利の急上昇や、欧州社債の+30bps近くのスプレッド拡大に表れました。このように中央銀行内でも緊急性が高まっていることで、利上げサイクルが前倒しされ、上昇幅がより抑えられるとの期待感もあり、米金利市場では2022年に5回から6回の利上げが織り込まれ始めた一方で、2023年はわずか2回の利上げが織り込まれるに留まっています。インフレ圧力の高まりは少なくとも今後3ヶ月程度は続くともみており、結果として、主要中央銀行の動きは短期的にリスク資産にとっての逆風要因になると予想しています。

EM債券市場では、引き続き外貨建て債市場と現地通貨建て債市場のパフォーマンスに二極化の傾向が見られています。外貨建て債市場は、主要中央銀行の金融政策の引き締めによる影響を色濃く受けています。ただし、外貨建て債市場を見ると、先進国と比較してEMは底堅く推移しており、これは主に昨年のおよそ半の期間に亘ってEM債のアンダーパフォーマンスが続いたことによって、ハイ・イールド債を中心に、現在の市場環境に耐性を備えているためであると考えています。また、昨年バリュエーションが大幅にリセットされ、大半のEM中央銀行が大幅な利上げサイクルの最中にあることを踏まえると、EM現地市場は直近の市場の乱気流を乗り切るための良好なポジションに付けていると考えています。しかし、EMでインフレが落ち着き始めたように見られるとは言え、とりわけエネルギー関連のショックが発生する可能性もあり、その場合にはEM中央銀行がさらにタカ派姿勢を強める可能性があるとも注視しています。したがって、この先も市場ではパフォーマンス格差拡大が続くことが予想され、辛抱強い投資家にとっては豊富な投資機会がもたらされる可能性があるともみています。

## 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