



# エマージング債市場アップデート

ロシア・ウクライナ情勢と3月FOMCに注目

2022年3月11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

株式市場は強弱まちまちでしたが、全般的に軟調な展開となりました。S&P500種指数は2.9%下落し、ラッセル2000指数は約1.6%下落しました。一方でユーロSTOXX50インデックスは前週の急落を受けて3.7%上昇と切り返しました。エマージング市場（EM）株式は5%以上下落し、とくに香港株と中国株の下落が目立ちました。主要金利は前週の金利低下の反動から金利上昇基調となり、米10年国債利回りは26bp上昇、ドイツ10年国債利回りは32bp上昇しました。

商品市場はいくらか落ち着いた動きとなり、原油価格は5%下落し1バレル110米ドルとなりました。農産物では小麦先物価格が8%下落しましたが、それでも年初来40%程度の高値圏にあります。

エマージング・クレジット債市場では、社債スプレッドが8bp拡大し、トータル・リターンは1.6%下落しましたが、ソブリン債のスプレッドは15bp縮小しトータル・リターンは0.3%の下落となっております。ソブリン債の中でも投資適格債はトータル・リターンで2%下落した一方、ハイ・イールド債は同1.4%上昇するなど、パフォーマンスにかなりばらつきがみられました。ウクライナ情勢の停戦合意期待から、ナイジェリアやエジプトといったこれまでリスク回避的に大きく売られていた銘柄が反発、ソブリン・ハイ・イールド債の上昇を牽引しました。社債市場では、不動産セクターと輸送セクターが軟調となり、前者は中国関連資産のリスク縮小の動き、後者についてはロシア関連銘柄除外の影響を受けました。

EM現地通貨建て債市場では、トータル・リターンは0.85%下落し、通貨よりも金利部分の下落が大きくなりました。ロシア資産は引き続きインデックスに大きな影響を与えており、現地通貨建て債の価値はほぼゼロとして評価されております。また、チェコ及びポーランドの現地金利も上昇しました。為替に関してはロシア・ルーブルがワースト・パフォーマンスとなり、トルコ・リラがそれに続きました。

## 個別国市場での出来事

**ロシア・ウクライナ:** 両国間の紛争は依然続いており、ウクライナの抵抗を砕くようにロシアの攻撃は激化しております。ロシアはウクライナの東部・南部を掌握すべく侵攻を続けておりますが、キエフなどの主要都市の陥落には至っていません。ウクライナ軍は西側諸国からの武器補給を受けており、これがロシア軍の侵攻に対して非常に有効となっております。

ウクライナ軍は生存を掛けて戦っているのに対し、ロシア軍はほんの1か月前まで訓練兵であったため、両軍の士気には大きな違いがあると言われております。ロシア軍にはすでに相応の人的・物的損失が発生しているとされますが、ウクライナ軍は士気が下がっている様子は見られず、祖国を守るウクライナの強い決意がプーチン大統領の交渉力を低下させているものとみられます。重要な論点は、プーチン氏が今後この不利な状況を打開すべく一段と攻勢を強める否かという点です。今週の和平交渉では両国間に若干のトーンの改善が見られたことから、足元の金融市場は落ち着きを見せています。

## 今後の見通し

マーケットのセンチメントは引き続きロシア・ウクライナ戦争に左右されるとみており、和平交渉が現在の落ち着いたトーンを維持できれば、商品価格の上昇も抑えられるでしょう。しかしながら、年初来の商品価格は結果的に高い状態が続いており、世界的なインフレ率は年初に比べて極めて高くなるでしょう。我々の見通しとしては、これらの背景により、各国中央銀行はよりタカ派的なバイアスを強めると考えられますが、一方で経済の需要サイドがインフレやサプライチェーンの混乱により悪化するにつれて、タカ派トーンは後退するとみています。これはリスク資産には逆風であり、25bp利上げが予想されている3月米連邦公開市場委員会（FOMC）では、「成長とインフレのトレードオフ」というテーマについて投資家の注目が集まることでしょう。

エマージング債券市場は今年軟調なスタートとなりました。社債市場では8.5%の下落、ソブリン市場では11.5%の下落となっており、EM現地通貨建て市場では8.5%の下落と軟調です。米国投資適格債市場は7%以上の下落、米国ハイ・イールド債市場では5%程度の下落となっており、エマージング債市場だけでなくグローバルに債券市場は厳しい環境にあります。

もちろんヘッドラインがEM債市場に与える影響は大きく、戦争が始まって以来、ロシア資産の価値はほぼゼロとなり、リスク回避的な動きが投資家をさらに厳しい環境においていることは間違いありません。一方で、このような動きは現地通貨建て及び外貨建て債市場の双方で魅力的なエントリーポイントを提供しているともみており、例えば、いくつかの原油輸出国や原油関連企業のスプレッドは、これだけ原油が高い環境にもかかわらず拡大しております。一方で、いくつかの資産については、デフォルト確率を適切に反映した価格となっている可能性があります。今年はボラティリティが高い状況が続き、銘柄間のパフォーマンス格差が広がると考えられ、辛抱強さを維持し、ミスプライスが発生した資産に投資を行うことの出来る投資家にとっては、魅力的なリターンの創出機会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