

なぜ投資家はエマージング債アンコンストレインド戦略に注目すべきなのか



アンソニー・ケトル
エマージング債チーム
シニア・ポートフォリオ・マネジャー
2022年11月

「アンコンストレインドのアプローチにおいては、ESG指標に関してポジティブ及びネガティブな見方を示すことでプラス・リターンを生む出すことが可能になります。」

今年は、エマージング市場においてばらつきの広がりが見られ、当資産クラスの30年の歴史の中で最大のドロウダウンを記録した期間の一つとなりました。今回は、シニア・ポートフォリオ・マネジャーのアンソニー・ケトルに、市場のボラティリティが高まっている時にダウンサイドから守り、市場が好転した時にはアップサイドを獲得するために、投資家が柔軟で制約のないポートフォリオ・ソリューションを検討すべき理由を説明してもらいました。

現在の債券市場において何が最も大きなリスクであると見ていますか。

中央銀行が短期債利回りを押し上げる一方で、政府主導の財政拡大が、長期債利回りの上昇を勢いづけることになり、国債利回りの年初来リターンが大幅にマイナスとなったことから、デレーションからのリスクが浮き彫りになりました。

エマージング市場（EM）に関しては、EMの中央銀行はインフレを一時的と捉える余裕はなく、その代わりに積極的な利上げサイクルを開始したことから、現地通貨建て債の利回りカーブは2021年に大幅な調整が見られました。地域間で差はあるものの、先手を打って利上げを実施した国の多くは、現在、今サイクルのターミナル・レートの水準か、それに近い水準にあると見ています。この状態は、先進国と全く対照的となっており、財政見通しが多くのEM現地通貨建て債の利回りカーブの最大のリスクとなっています。

EMの中で大きなリスクを抱えているのは、一般的に外部資金への依存度が高く、比較的小さい国であるフロンティア経済国であると考えています。これらの多くの国は高インフレと成長鈍化への対応から、政府予算が制約される中で、米国金利の急激な上昇によって、外貨による資金調達の道筋が狭まりました。IMFやその他の国際機関はいくらかの支援を行っていますが、これらの国々において構造的な不均衡が是正されない限り、市場へのアクセスを取り戻すための支援としては、十分ではないと考えています。

今後の見通しについて楽観的、それとも悲観的な見方をもっていますか。

プライマリー市場での供給不足により、市場の売り圧力はいくらか緩和の方向に動いているものの、EM債券は引き続き資金流出に苦しんでいます。主要金利市場のボラティリティは引き続きEM債券の逆風になると見ており、コメント執筆時点でEMソブリン債市場の利回りは10%近く（サブ資産クラスであるハイ・イールド（HY）市場は13%以上）となっており、現地通貨建て債市場の利回りは7.5%近くにありま。また、ブラジルのように昨年初めから利上げを実施している国では、すでにインフレ率がピークに達し、低下傾向にあることに注目しています。例えば、ブラジルでは、4月にインフレ率は12%でピークに達した後、7月に大幅な低下が見られ始め、現在は7%近い水準にあります。利上げがインフレに下押し圧力をもたらすことから、この傾向にその他多くのEM諸国も追従すると予想しています。

ウクライナ紛争や先進国など一部地域で見られる粘着性の強いインフレなど、複数の逆風要因がつきまとうなか、市場の底を捉えるのは難しいと考えていますが、歴史的に見て、足元の利回り水準は中期投資が可能な投資家にとっては当資産クラスへの良いエントリー・ポイントであると考えています。

現在の環境において、どの債券種別、または地域を選好していますか。

外貨建て債市場では、エネルギーや農業などのコモディティに関連する発行体に投資妙味を見出しています。中東や中南米などのコモディティ輸出関連の銘柄に、コモディティ輸入国と同様の調整が見られましたが、現在の環境は、多くの場合、コモディティ輸出関連銘柄の信用プロフィールに恩恵をもたらしました。

米国金利の上昇及びEMクレジット・スプレッドの拡大が同時に見られたことで、EMクレジットの多くの資産はパー価格をかなり下回る水準で取引されており、特定のクレジットはリスク・リターンで見て非対称性の魅力が強まっていると見ています。

EM現地通貨建て債市場では、今後数ヶ月間、インフレの緩やかな上昇が続くと予想しているため、利上げサイクルの終盤にある国やそれに近い国に注目しています。インフレ率の低下によって、2023年のどこかの段階で、中央銀行が金融政策の姿勢を和らげるといった柔軟性がもたられることから、これらの国では金利低下を見込める投資機会が提供されると見ています。

投資家はなぜ伝統的な債券ファンドやETFではなく、柔軟な「アンコンストレインド」戦略に注目すべきなのでしょうか。

ロシアのウクライナ侵攻と金融政策の引き締め、これらの二重のショックによってEM市場は30年の歴史において最も大きいドローダウンを経験しました。これは、今年の当資産クラスにおけるばらつきを考慮すると、ここ数年間に亘って、EM債券にパッシブ・アプローチに移行してきた投資家にとっては辛い展開になっています。

今後数ヶ月間は、世界では不透明感が続く可能性が高いと見ていることから、投資家はアンコンストレインドの投資アプローチの採用を検討すべきだと見えています。アンコンストレインド戦略に投資することで、機動的かつ柔軟なあらゆる投資が提供され、様々な手段を用いて幅広い機会にアクセスし、ポジティブとネガティブの両サイドで資産のミスマリスをリターンにつなげることができます。この柔軟性は、市場の低迷時にはダウンサイドから守ってくれる一方で、アップサイド・リターンの獲得もできるポートフォリオの構築を可能にします。

「ウクライナ戦争や先進国など一部地域で見られる粘着性の強いインフレなど、複数の逆風要因がつきまっています。」

また、ダウンサイドから守り、プラス・リターンを生むために、環境、社会、ガバナンス（ESG）リスクを重要視しています。投資家は、ESGリスクの分析だけでなく、ポートフォリオに自分たちの見方を反映させる必要があります。アンコンストレインドのアプローチにおいては、ESG指標に関してポジティブ及びネガティブな見方を示すことでプラス・リターンを生む出すことが可能になります。

ここまで紹介した戦略を採用したアンコンストレインド・ポートフォリオは、ボラティリティの高い市場においてダウンサイドを守り、市場が好転した際にはアップサイドを捉えることができると見ています。投資家は、このように柔軟なアプローチを、戦略的なEM債券アプローチの一部として検討すべきであると考えています。

金利上昇はどのような機会（またはリスク）をもたらすのでしょうか。

前述の通り、今後数ヶ月間に亘る米国債利回りの上昇により、フロンティア市場がその影響に苦しむことになると見ています。また、継続的な金融引き締めによる成長鈍化に対応するため、グローバル経済全体で、一定程度の財政悪化が進むリスクについても言及しました。

より前向きな要因として、EMへの投資を支える主な追い風として、引き続きコモディティ価格や多数の新興国で導入されている伝統的な政策が挙げられます。EMユニバースの2/3の国がコモディティ輸出国であることから、コモディティ価格の上昇により、多くのEM国で経常収支の大幅な改善が見られています。多くのEM国における伝統的及び積極的な金融政策の結果、二年に亘る利上げで政策金利は二桁近くの水準に達しており、インフレのコントロールが必要な時には先手を打つことが可能となっています。過去20年に亘り、一部EM国は外部市場での資金調達不可能的な時は国内市場を利用できるように、積極的に現地通貨建て債市場を発展させてきました。これは、金利上昇が招くリスクを軽減すると同時に、当資産クラスの中でより多様な投資機会を提供することにつながっていると見ています。

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ようになります。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



RBC BlueBay
Asset Management