



RBC BlueBay  
Asset Management

## エマージング債券：2023年の見通し



ポリーナ・クルドヤフコ  
エマージング市場チーム・ヘッド

2023年 1月

まだ悲観的な見方は根強いですが、安定化の初期兆候も見られ始めています。

### 惨憺たる一年となった2022年を経て、エマージング投資は果たして利益をもたらすのでしょうか

主に3つの要因によって、エマージング市場にとっての2022年は厳しい一年となりました。

- **米国の利上げ**；コロナ禍での大きな落ち込みから経済活動が回復するなかで、景気刺激策は米国の消費者物価指数（CPI）の上昇につながり、そのことで米連邦準備制度理事会（FRB）はタカ派に転じ、積極的な金融引き締めサイクルがスタートしました。これに伴って米ドルは上昇し、多くの債券資産のトータル・リターンはマイナスとなりました。
- **ロシアによるウクライナへの軍事侵攻**；長引く戦争によって、商品価格は大幅に上昇し、世界中でノンコア・インフレはおよそ40年ぶりの高水準を記録し、このことがさらなる金利上昇圧力につながりました。
- **中国の不動産セクターの崩壊**；政策ミスと厳しい信用引き締め、厳格なゼロコロナ政策によって、中国のGDP成長率には大きな影響が及びました。

こうしたことから、エマージング資産は2008年のような下落に見舞われ、かつてない程の流動性の引き締め（2022年10月末時点で約840億米ドルの資金流出）が見られました。エマージング外貨建てソブリン債の2021年から2022年にかけての最大ドローダウンは28%となり、グローバル金融危機時の29%の下落に匹敵するマイナス・リターン幅となりました。

**中国は経済再開への道を積極的に模索しており、不動産セクターを下支えするための16項目の計画を発表しました。**

まだ悲観的な見方は根強いですが、安定化の初期兆候も見られ始めています。実際、11月に入ると、そのような希望を持つようになりました。既述のマクロ及び個別材料となっている3つの要素には転換の兆しが現れました。

- 米国CPIは予想を下回り、米国債価格は大幅に上昇しました。欧州CPIも予想外に下振れし始めました。
- ロシアのケルソン撤退は、この侵攻の終わりの始まりであり、2023年末までに何らかの形でこの戦争が終わることを予想しています。そうなれば、エネルギー市場に大きな影響があると見ています。実際に、主要エネルギーとソフト・コモディティの価格は、すでにピーク時の水準を大幅に下回っています。
- 中国は経済再開への道を積極的に模索しており、不動産セクターを下支えするための16項目の計画を発表しました。

しかし、足元の市場の上昇は、まだ安心できませんが、行き過ぎたものでもありません。当資産クラスの高いキャリア（コメント執筆時点で9%近く、2009年以来の高水準）を考慮すると、12ヶ月の投資期間でEM外貨建て債ソブリン債の指数を考えた場合、プラス・リターンが得られる確率は80%であり、平均リターンは9%程度になると予想しています。長い期間保有する長期投資家にとって、この資産クラスはさらに魅力的であると見ています。

同様に重要なことは、多くの機関投資家がエマージング資産への配分を検討していることから、需給要因は2023年にプラスに転じる可能性が高いと見ています。このような資金流入が実現すれば、スプレッドが大幅に縮小する可能性があります。しかし、「底値を見極める」ことは困難であり、実際に、さらなるボラティリティも否定できないことに投資家は注意すべきであると考えています。そうしたことから、魅力的な水準で少額から投資を始め、投資全体を平均化するという昔からのアプローチが、最も報われると考えています。

要するに、2022年はショックの一年となり、強い逆風となることが重なりました。しかし、干支で癸卯（みずのとう）である2023年は、水平線上の大きな雲が徐々に去って行き、もっと順調な一年になると見ています。







クリスチャン・リブラート  
ポートフォリオ・マネジャー

**2022年前半にはインフレ・ペースは概ね落ち着きを見せると考えており、現地金利に投資するタイミングが生まれると見えています。**

## 米国金利の上昇と共にデフォルト率は上昇するでしょうか

### ソブリン債

金利上昇はフロンティア国にとって難題であることを2022年は明らかにしました。多くの国が慣れ親しんできたユーロ・ボンド以外に外貨の資金調達先を分散することが求められる状態になりました。

2023年も、2022年と同様にシステミックなデフォルトが起こるとは見ていません。なぜなら、2023年を無事に乗り越え、現状の外貨建て債務を維持できるのかという点においては、個別事情が重要とみているためです。積極的な政策、交易条件、現地通貨建て債市場の深度、IMF資金へのアクセスなどによって、2023年の各国の状況には差が生まれることになるでしょう。しかし、このことは、債務がデストレス化する高いリスクを市場で織り込まないというわけではなく、2023年とそれ以降の政策や外貨資金の調達ニーズが注目されていると考えています。特にケニア、パキスタン、エジプトといった双子の赤字国で、伝統的な政策とIMFによる融資プログラムを得ることが重要な要素となる国において当てはまると考えています。

全体として、グローバルに潤沢だった流動性によって、比較的成本が低いユーロ・ボンドを通じて、定期的な資金調達を頼ってきた国は、金利上昇によって、多くがIMFによる融資を得ることとなり、債務の持続性を改善するために政策の調整を行っています。ケニアといった国は、まさにこの道のりを辿り、2023年の債務負担を軽減しました。スリランカやガーナといった国は、政策の選択が適切ではなく、手遅れとなるまで資金を得るために必要なIMFの政策関与を自ら回避したことで、厳しい状況に置かれました。結果的にスリランカもガーナもデフォルトしました。2023年には、双子の赤字国に注目が集まるでしょう。

パキスタンは、選挙の年ということで政策の選択肢が少なくなり、IMFプログラムを継続することに困難が生じる可能性があります。外貨準備に対して高い外資調達ニーズを抱えています。エジプトも同様に、多くの外資を必要としていることから、現行のIMFによる融資や二国間融資を確保するための政策調整を継続出来るかに注目が集まるでしょう。ケニアも外資調達としてIMFによる融資プログラムを堅持しなければならず、2024年に多額の外貨建て債務の償還を控えているなかで、ガーナの轍を踏まないようにしなければなりません。

サハラ以南のアフリカ諸国の2023年の債務償還額は比較的落ち着いた水準で、債務の借り換えを行うために、市場で新規発行を探ってきた発行体への圧力はいくらか和らいでいます。2023年は、絶え間なくデフォルトが起こるようなことはないかもしれませんが、引き続き課題は残されています。2024年から26年にかけて、債務の償還が増えてくるとみており、その際に市場での新規発行が難しい場合には、リスクが高まると考えています。しかし、これはテイル・リスクであると見えています。

全体的に、こうしたことを左右する要素の1つが金利水準であることから、2023年及びそれ以降にデフォルトが増加するリスクについては、個別事情に応じたアプローチを取っています。債務がデストレス水準となるリスクは高まる可能性があると考えているものの、これは政策対応や国際機関、二国間での代替となる資金へのアクセス次第になると見えています。





スベン・ショルツ  
社債シニア・アナリスト



アンドリアス・イシューカス  
ポートフォリオ・マネジャー

主要なエマージング市場において、2023年は成長減速が予想されていますが、プラス圏を維持する見通しです。

## 米国金利の上昇と共にデフォルト率は上昇するでしょうか

### 社債

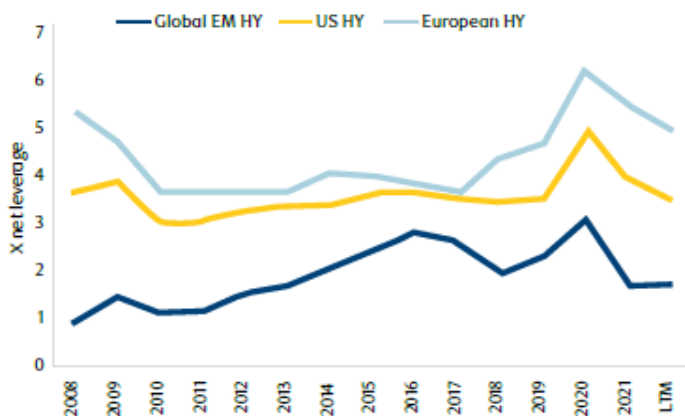
2023年のエマージング市場のハイ・イールド社債のデフォルト率は、7.7%に上昇するとみえています。しかし、市場へのインパクトを理解するためには、より深掘りして見る必要があると考えています。中国での不動産セクターの落ち込み、ウクライナ紛争に伴う制裁といった、2022年と同じテーマが続いていることから、ほとんどのデフォルトは中国、ロシア、ウクライナの銘柄で発生すると考えています。とは言いつものの、これらの債券は平均30ポイント程度で取引され、デフォルトはほぼ織り込まれていることから、サプライズとはならないでしょう。これらの市場を除いたデフォルト率は2.2%と予想しており、資金調達コストとリセッション・リスクの高まりを踏まえると、この数字は直観的なイメージと異なるかもしれません。しかし、ほとんどのエマージング社債は、コロナ禍からの強い回復と1.8倍という健全なレバレッジ水準（JPモルガン）といった良好な状態からのスタートとなっています。

収益の悪化は商品セクターで最も見られるかもしれませんが、これらの企業については、この一年間でかなり強い追い風からの恩恵を受けており、景気悪化に耐えるだけの余力を培ってきています。また、主要なエマージング市場において、2023年は成長減速が予想されていますが、プラス圏を維持する見通しです。

資金調達コストの上昇は懸念されますが、2023年にデフォルトが急増する重要な要因にはならないと考えています。2022年の新規発行は少なかったものの、2023年に期限が来るハイ・イールド社債は減少しており、国際市場が開かれていなかったとしても、国内市場での資金調達が可能な企業がほとんどとなっています。さらに、エマージング社債ユニバースのほとんどは固定クーポンとなっています。そして最後に、高レバレッジで金融エンジニアリングを活用したバランスシートは、先進国のハイ・イールド企業ほどエマージング企業には浸透していません。また、資金調達コストの高まりは、すぐにキャッシュフローに影響するような急激なものではなく、より漸進的なものとなるでしょう。しかしながら、高金利は今後数年でより大きな影響をもたらすことになるとみえています。

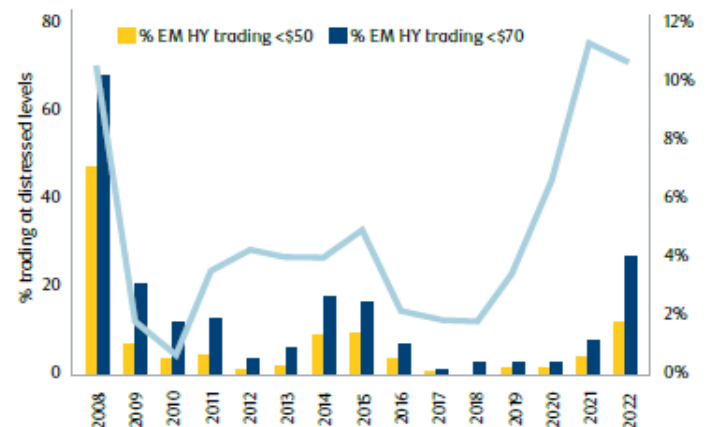
いずれにしても、デフォルトが増加するというダウンサイド・リスクがないわけではなく、いくつか挙げるだけでも、景気後退のタイミングと深刻さ、中国のコロナ政策と地政学的緊張の高まり、などの不透明材料は存続しています。ダウンサイド・シナリオにおいては、デフォルト率は13.4%以上になると見ています。今後のデフォルト率が高水準で続く可能性はまだあるものの、ディストレスト水準で取引されている債券の金額は、この10年で最も高い水準になっており、ネガティブ・サプライズが起きるリスクは減っているように思います。

エマージング企業と先進国企業のネット・レバレッジ（倍）



出所：JPモルガン

ストレス及びディストレスト水準にあるエマージング・ハイ・イールド債の比率（%）



出所：JPモルガン



**グラハム・ストック**  
 エマージング市場  
 シニア・ソブリン・ストラテジスト



**アンソニー・ケトル**  
 シニア・ポートフォリオ・マネジャー

**ロシア軍に対してウクライナが勝利をおさめたとしても、欧州でのロシアの伝統市場へのエネルギー供給が元の状態に回復するとは考え難いです。**

## 商品価格の動きは2023年の市場ベータにどのように影響するでしょうか。

エマージング市場と商品価格はプラスの相関にあります（そのため、商品価格が上昇するとスプレッドは縮小します）。これは、外貨建て債ソブリン債インデックス（EMBIG）中で、ペルシャ湾岸諸国、メキシコ、コロンビア、インドネシア、マレーシアといった原油と天然ガスの産出国が市場規模の半分以上を占めるからです。さらにチリやペルー（銅）、ブラジル（鉄鉱、大豆、コーヒー）、南アフリカ（金、プラチナ、石炭）などの主要商品の産出国が15%程度を占めています。商品価格との相関のボラティリティは高く、時として逆相関となることもあります。過去10年間で原油価格が10米ドル上昇/下落した際には、EMBIGのスプレッドは16bpsの縮小/拡大が見られた計算になっています。

2023年の商品市場においては、拮抗する力が生まれるでしょう。一方は、米国及び欧州がリセッション入りする可能性が高いことで、需要面での重しとなり、暗い見通しの兆候となります。もう一方は、ロシア軍に対してウクライナが勝利をおさめたとしても、欧州でのロシアの伝統市場へのエネルギー供給が元の状態に回復するとは考え難いことです。そして、中国でのゼロコロナ政策の解除は需要増につながるはずですが、そしてサウジアラビアは、需要が減退としたとしても、原油価格を下支えるために、石油輸出機構（OPEC）における影響力を行使する方針のようです。その他の主要商品では、銅は中国経済の緩やかな経済回復やエネルギー移行による需要から恩恵を受け、大豆価格は過去最高値近辺で推移すると見えています。

こうした点から、オマーンやアラブ首長国連邦といったペルシャ湾岸諸国、メキシコやエクアドルといった中南米のエネルギー輸出国への選好を続けています。アルゼンチンに対しても前向きな見方をしています。新たなネストル・キルチネル・ガスパイプラインが今年中頃に稼働する予定であることから、バカムエルタ（Vaca Muerta）シェール油田でのガス産出量が増えるという見通しも、この裏付けとなっています。ロシアへの経済制裁とウクライナ紛争の後遺症は特に欧州におけるエネルギー供給図を複雑化させることから、中東欧のソブリン債については概して慎重な見方をしています。

さらなる大きな供給ショックがなければ、金融引き締めによって需要が後退するなかで、グローバルなインフレ圧力は緩和を続けるでしょう。ブラジルやメキシコといった、中央銀行が利上げを早急かつ積極的に実施してきた国では、現地金利の低下を予想したポジションを構築し始めています。2023年にはこうした投資機会がますます増えると見えています。

企業セクターにおける、商品価格の動きからの派生的な影響も慎重に見ています。特にエネルギー価格の動きに左右されやすいトルコでは、すでに強いストレス下にある中で、金融サービス・セクターにますます圧力が強まっています。特にショート・ポジションが取れる戦略などにおいては、こうしたセクターを通じて商品への見通しを反映させる投資機会として活用していく可能性があります。







ヴァネッサ・スティーブソン  
シニア・アナリスト

**2022年は政治面でも重要な年となり、中国共産党大会において、習近平主席は自らの権力を強化しました。**

## 不動産セクターにおける政策ミスを受けて、中国は投資対象とはならないのでしょうか。

中国は、2020年及び2021年は先進国と比較しても寛容なコロナ政策を取ってきたものの、2022年には厳格な新型コロナ規制を実施したことで、何度も長期に亘るロックダウンが実施されるなど、前例のないマクロ政策の転換がいくつか見られました。ゼロコロナ政策による低成長と、テクノロジー・セクターに対する規制圧力、不動産セクターの急速な悪化といったことが、クレジット債市場に大きな調整をもたらしました。プレッシャーが高まる中で、政策当局が経済刺激策もしくは支援策を何も実施しなかったことで、中国は投資対象とはなり得ないとして、恐れを抱いた投資家は退避しました。

2022年は政治面でも重要な年となり、中国共産党大会において、習近平主席は自らの権力を強化しました。この大きなイベントが過ぎ去った今、私たちはどこに向かうべきで、実際に起きた変化は何であるかを考えなくてはなりません。この数週間で、中国の規制当局は、マクロ経済の安定を図るために動き出し、2023年には中国主導の経済回復が見られる可能性への道が開かれました。

一つ目のポジティブなサインは、米国に上場する中国企業の監査状況を米当局が検査することを認める協定が、米中間で9月に合意に至ったことで、二大経済国の緊張緩和として捉えることが出来るかもしれません。さらに、新型コロナに関する規制を中国当局がほぼ撤廃し、ゼロコロナ政策を放棄したことです。

最後に、11月中旬に中国人民銀行は金融市場における不動産セクターの安定を図るために16項目の支援策を発表し、その後、国有企業から民間デベロッパーに至るまでの支援として、中国の6大銀行は1.3兆人民元の資金パッケージを出しました。これは無視できない強いサインであり、不動産セクターは厳しい時期を終え、すでに資金環境の安定につながっています。習近平主席の側近が要職に就いたことで、中国共産党の権力は強化されているという見方はますます強まり、政策支援がより強固に実施される可能性があります。上記の政策は、漸進的な金利引き下げによっても下支えられており、西側諸国とは対照的に、今後一年間で信用供与の再加速が予想されます。

今後3カ月は様々な兆候が見られると考えていますが、春までに徐々に改善が見られながら、2023年後半により明白な回復が確認できると見えています。特に不動産セクターを中心とした、ここ最近の市場パフォーマンスの回復は、こうした支援策による影響と今後の追加支援を部分的にすでに織り込んでいると考えられます。引き続き、中国は世界第二位の経済国であり、経済活動再開は2023年後半のGDP成長率に大きな影響をもたらすと見えています。中央政府は数カ月前よりも慎重になっており、20回党大会での習近平主席のスピーチを読み取れば、1960年代に戻ってしまうかのような経済政策の巻き戻しを実施する意図は全くないと考えられます。中国はビジネスに対してオープンです。



ティモシー・アッシュ  
エマーゼン市場  
シニア・ソプリン・ストラテジスト

**ロシアがこの紛争を継続できる可能性は非常に低く、紛争が長引けば長引くほど、より多くのリソースを消費から防衛に向けなければならないでしょう。**

## 2023年はロシア・ウクライナ紛争の終結が見られるでしょうか。米国での政治的な変化は、どのような影響をもたらすでしょうか。

ベースケースでは、紛争は早期に終結すると考えており、ロシアの敗北という形で終わる可能性が高そうです。

確かに、これはコンセンサスとなっている見方とは相違するかもしれませんが、ロシアがウクライナで勝利する道はなく、紛争が長引けば長引くほど、ロシアにとって結果はますます悪くなるでしょう。

ウクライナ征服のためにロシアはすでに最大限のことをしており、2月23日の最初の攻撃後の数週間で、全面的な侵略を試みました。ロシアの脆弱な戦術と軍装備品に対して、西側諸国からの兵器と資金支援を受けるウクライナからの断固たる反撃によって、この戦略は完全な失敗に終わっています。ロシアは、ヘルソン、ザポリージャ、ルハンスク、ドネツクの4州を併合するという目標にかなりスケール・ダウンさせたようです。

しかし、ハルキウ及びヘルソンでの軍事的敗北は、これまで占領してきた地域を維持することも難しいことを示唆しているかもしれません。実際、時が進むにつれて、ウクライナはさらなる訓練と軍備品を受ける一方で、ロシアはすでに、ウクライナに配置された常備軍の半数にも上るとされる多くの犠牲者を出しています。経済制裁によって、失った軍事能力の再構築は困難になっており、NATOとの軍備競争である程度対等な水準を維持することは、はるかに難しくなっています。士気を失い、残酷な状況に追い込まれたロシア軍の統制が、冬の間崩壊するリスクもあると見ています。

最近の進展からは、ロシア政府は紛争の終結に向けた交渉を熱望しており、これまでに占領した地域を維持して、何らかの勝利を獲得したとしたいようです。しかし、ウクライナ側に勢いがあるなかで、ウクライナが交渉の場に就きたいという意欲はなさそうです。2月23日以前の状態までロシア軍を追い出し、その後ようやくクリミア半島、ルハンスク人民共和国（LPR）及びドネツク人民共和国（DPR）の今後について話し合う場に就くことを目標としている可能性が高いと見ています。

ロシアがこの紛争を継続できる可能性は非常に低く、紛争が長引けば長引くほど、より多くのリソースを消費から防衛に向けなければならないでしょう。これは生活水準の低下、資本と優秀な人材の流出を意味します。また、社会的そして政治的な不安が高まるリスクがあり、そうなった場合、プーチン体制の崩壊という脅威は強まるでしょう。このことが、ロシア政府が戦争終結を先延ばしにするよりも、早く終わらせたいと考えているだろうと推測する根拠です。

これまでのところ、資金と軍備品の両面での西側連合と各国による支援は、ロシアからの攻撃にウクライナが対抗するために非常に重要な要素となってきました。実際に、多くの観点から、ロシアからの脅威によって共通認識が形成され、西側諸国及びNATOの結集が見られました。同様に、最近の米国での中間選挙でも大きな変化は見られず、議会はウクライナへの支援を行うことを圧倒的に支持しています。米国の戦略的観点からは、この紛争は、財政面でそれほどの負担なく、また米国民の命を危険にさらすことなく、グローバルなライバルの力を削ぐことが出来る絶好の機会であると言えるでしょう。



ヤナ・ベレボバ  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

エマージング市場において、より革新的なソリューションが、気候変動と自国での対応のために積み上がるコストへの資金を調達する助けになるとみています

## 2023年のESGトレンドにどのようなものが見られるでしょうか。このことで市場の行動にどのような影響がもたらされるでしょうか。

2023年も発行体、投資家、資産運用者にとってESGはますます重要なトピックになると考えています。2022年は、エマージング債という資産クラスから、大幅な資金流出が見られましたが、エマージング外貨建てESGファンドはネットで資金流入が見られました。これは投資家が厳しいマクロ経済環境に対して、ESGアラインドの投資については資金を充てることに積極的であったことを示していると言えます。<sup>1</sup>これらは前向きに捉えることであるものの、OECDの試算によれば、2030年までに国連の持続可能な開発目標（SDG）を達成するためには、エマージング市場で年間3.7兆米ドル近くの資金が必要となっていることから考えても、はるかに多くの資金がエマージング市場に向かう必要があります。規制面では、ESG投資のプロセスやファンド・ラベル（持続可能なプロダクト分類を標準化するために構築されたSFDR規制の下）の監査に焦点が当てられました。2023年にはSFDR2が実施される中で、資産運用者に対する情報開示要件は厳しくなるとみているものの、これによって資産運用残高の伸びが鈍化することにはならないと考えています。

一方で、発行体は投資家の需要を認識しており、ソブリン債と社債で共に、2023年はESGラベルの債券の発行が初起債を含めて増加するとみえています。チリといった確立されたソブリンからの発行だけでなく、トルコやイスラエルがサステナブルやグリーン・ファイナンスの枠組みの準備を完了したことを始めとして、初となるソブリンからの発行も見込んでいます。

ハイ・イールド国の中では、モルディブが再びグリーン・ボンドの発行を行うとみられており、ガボン初めてのグリーン・ボンドを水力発電所の建設のために発行すると見込まれています。まだ初期段階にある多くの国は、ベリーズが2021年にそれなりに大きな金額で実施し、GDPに対する債務比率を12%低下させた、自然保護債務スワップ（デット・フォー・ネーチャー・スワップ）に着目しています。カーボベルデ共和国とエクアドルは類似の発行の交渉段階にあり、最新のレポートによれば、スリランカでさえも、そうしたスワップのアレンジメントを完了したとされています。その他の発行体の中には、カーボン・クレジットを債務と交換するスワップについて議論している国があります。これによって炭素を裏付けとする債券が生まれることとなりますが、炭素市場がまだ発展段階にあることから、こうしたソリューションはまだ議論段階です。

エマージング市場では、ハイ・イールド銘柄にとって厳しい市場環境が続く可能性が高くなか、より革新的なソリューションが、気候変動と自国での対応のために積み上がるコストへの資金を調達する助けになるとみえています。こうした観点から、「損失と損害」を受けた脆弱な国を支援する基金を創設することが、COP27で合意に至ったことはポジティブな進展であり、今後数年で詳細が調整されるとみえています。最後に、インドネシアは南アフリカの例に倣い、G20サミットにおいて公正なエネルギー移行パートナーシップ（Just Energy Transition Partnership）を発表し、公正なエネルギー移行を推進するために、今後3年～5年で200億米ドルの資金調達の支援を受けることとなります。他の国もこの流れに追随するとみえています。



投資家もSLB及び調達資金の用途（Use of Proceed；UoP）を定めた債券の質をより厳しく見極めており、綿密な分析が強化されるとみえています。

流動性のある市場におけるソリューションに話を戻すと、ここ数年でサステナビリティ・リンク・ボンド（SLB）が急増していることから、2023年は興味深い一年であろうと考えています。SLBの第一号の発行体であるエネル（Enel）は、当初取り決めたKPIを達成できるかどうかによっては、2023年にクーポンのステップ・アップを実施する可能性があります。しかし昨年は、SLB市場において別の点で重要な一年で、チリがソブリンとしては初めてのSLBを発行し、その後、ウルグアイが初めて「ステップ・アップ」と「ステップ・ダウン」の両方のストラクチャーを持つSLBを発行しました。これは、こうしたストラクチャーの人気を試すものであったと同時に、発行体が自身のニーズに合わせて、テイラーメイドで債券を作るといった革新的な努力の証しだと思います。この点に関しては、投資家もSLB及び調達資金の用途（Use of Proceed；UoP）を定めた債券の質をより厳しく見極めており、綿密な分析が強化されるとみえています。この結果、もともとのストラクチャーの質によって、債券のパフォーマンス差が拡大することになるでしょう。

既に積極的な目標を持つSLBがアウトパフォームし始めており、UoP債の中でも、投資家がポートフォリオをEUの分類に沿うようにしていく中、EUグリーンボンドの基準に適合した証券は、更なるグリーン化や需要を見ることになると予想しています。

昨年は、二者間及びEmerging Markets Investors Alliance (EMIA) といった機関を通じた協働によって、エンゲージメントによる成果があったと考えています。EMIAは、エマージング市場において、まだまだかなり脆弱なデータ面を強化するために、透明性とESG関連のディスクロージャーを改善するように求めています。こうしたエンゲージメントは実を結んでおり、より多くのデータが開示されるとともに、発行体の注目も高まっています。ゴールまでの道のりはまだ長いのですが、情報開示における標準化はポジティブなトレンドであり、この達成に向けた役割を一部担っていきたいと考えています。





ソム・バッタチャリヤ  
ポートフォリオ・マネジャー

慎重ながらも、長期視点に基づく戦略的投資家が資産クラスに回帰しはじめると見えています。

## 見通しを踏まえた上で、2023年に有効と考えられる戦略

2023年のエマージング資産に対する見通しはかなり前向きなものです。資産のリバランスを強いるような要因がまだ今後も控えていることから、更なるボラティリティが起きる可能性については認識しています。さらに、多くの投資家は株式市場の大幅な調整、英国の債務連動型（LDI）運用に関連した下落、その他の政策面の逆風によって、厳しい一年を強いられたことでしょう。そうしたことから、慎重ながらも、長期的な視点に基づく戦略的な投資家がエマージング市場にまず戻ってくると見えています。

こうした背景に対して、ニーズ次第ではあるものの、投資家にとって魅力的と考える資産クラスと運用戦略を以下にご紹介します。

### エマージング外貨建て債

エマージング市場におけるエクスポージャーで外貨建て債を選好する投資家には、外貨建てソブリン債戦略が良好なリターンを期待出来ると考えています。約7年というデュレーションの長さから、2022年に最も大きな下落に見舞われた資産クラスですが、2023年にはデュレーションへの需要が高まる中で、逆にデュレーションの長さ故の反発が期待出来るとみています。同じようにデュレーションが約5.5年の、ソブリン債と社債の両方へのエクスポージャーが取れる総合戦略も良好なリターンが期待できるかもしれません。ハイ・イールド債に投資をしながら、よりデュレーションを短期化したい投資家にとっては、総合型の短期デュレーション戦略が選択肢として挙がるでしょう。この3戦略はいずれも外貨建て債リスクに集中しており、回復が見込める戦略として考えています。

### ブレンド型

ボラティリティを抑制しながら、エマージング市場の資産クラス全てのエクスポージャーを取りたい投資家にとっては、アンコンストレインド型の戦略が適していると考えています。ダウンサイドにおける強いプロテクション効果を発揮しながら、上昇を上手く捉えることが出来るように設計された戦略です。

ベンチマークをもたないことで、現地通貨建て債市場の構造的なボラティリティに晒されることなく、機動的な現地通貨建て債へのアロケーションも行うことが出来ます。

デュレーションの面でも機動的な運用が可能で、過去にはマイナス1年から8年という範囲で、金利デュレーションの調整を行ってきました。外貨建て債と現地通貨建て債の両方へのアロケーションを希望しながら、ベンチマークも欲しい投資家にとっては、外貨建て債と現地通貨建て債のセレクト型の戦略が適していると考えています。オポチュニスティックに社債へのエクスポージャーを取ることにも可能となっています。

### 絶対リターン型

資産間の相関をなくして、ロングとショートのあるあらゆる投資機会を活用したいと考える投資家には、絶対リターン型の戦略が良いと思います。ショート・ポジションを取ることが可能なことで、2022年のような市場の下落時にもプラス・リターンを獲得出来る戦略です。良好なトラック・レコードと豊富な投資機会から、ロング・ショート型の戦略を採用出来る投資家にとっては、魅力的な選択肢になると考えています。また、流動性をギブアップすることが可能な投資家にとっては、非流動性プレミアムが得られる、エマージング市場のローンに投資をする低流動型の戦略も検討対象になると思います。

### 特定のソリューション

特定の戦略に投資をするだけでなく、ESG要件（気候やインパクト投資）、格付けによる制約、主に投資適格銘柄に限定をして、売買を抑えたい、といった機関投資家などにとっては、個別のソリューションを提供するのが最適であると考えています。



## 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GING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