

エマージング債券の強い追い風



ポリナ・クルドヤフコ
エマージング市場チーム・
ヘッド

2022年11月23日

各国の金融政策と盤石な経常収支が資産配分の優位性となる

機関投資家のポートフォリオにおいて、エマージング市場に投資するケースは常にありますが、エマージング債券への構造的な資産配分を議論する際、今は特に魅力が高まっていると考えています。エマージング市場チーム・ヘッドであるポリナ・クルドヤフコが、エマージング債券が現在直面している課題と、投資家が検討すべき点について考察します。

なぜ今、エマージング債券が魅力的なのでしょう。

いまの厳しい環境においても、エマージング国は世界のGDPの半分、世界の経済成長の3分の2を占めています。より確立されたエマージング国において、ドル建てであってもエマージング債券は10%を超える利回りを提供しています。これは2000年代の初め以来、継続的には見られていない水準です。しかし、無リスク資産は存在せず、現在の市場環境では分散投資が重要であることには変わりはありません。ウクライナ紛争は明日終わるかもしれないし、終わらないかもしれません。ガス供給が正常化し、商品価格が調整されるかもしれないし、されないかもしれません。したがって、投資家が先進国市場だけに左右される、二分するシナリオに対してポジションを取ることは難しくなっていると考えられます。

現在、エマージング国には商品価格の上昇とより伝統的な金融政策からなる強い追い風が吹いています。エマージング国の商品輸出国はどのような影響を受けるのでしょうか。

エマージング国の3分の2は商品輸出国であり、商品価格の上昇は経常収支の改善につながっています。一方では既に経常黒字だった国で更なる改善が見られ、サウジアラビアでは経常黒字が5%から15%にまで上昇しましたが、他方では一部の中南米の国で見られるように、3%から4%の経常赤字が1%にまで低下するといったケースすら見られます。これは、1980年代や2000年代前半よりもさらに、エマージング国経済の脆弱性が低下していることを示す重要な指標です。

当社のベストシナリオが実現し、ウクライナ紛争が早期に終結したとしても、構造的な商品供給不足のために商品価格が急激に下方調整されることはないかと予想しています。エマージング国の商品輸出国にとって、これはプラス材料です。

より伝統的な金融政策は、過去20年間におけるエマージング市場の最大の構造変化です。これについてはどのように考えていますか。

まず、エマージング国ではインフレは「新しい」心配事というよりもむしろ、2桁のインフレは良く見られることで、政策立案者はインフレが高水準になってから行動するという贅沢はできません。だからこそ、エマージング国の政策立案者は2021年初から300bpsの利上げを実施し、先手を打ってタカ派的にインフレ率を管理してきました。既に多くの中南米諸国でインフレ率の低下が確認されています。中央銀行による早期の先制的措置と、ポジティブな経常収支のダイナミクスが相まって、エマージング国通貨は比較的安定的に推移しており、このことも、エマージング市場が良いポジションにあると考えるもう一つの理由です。

現在、エマージング債の発行額は約23兆ドルで、米ドル建ての発行額は4兆ドルにしか過ぎず、残りは現地通貨建てです。これは過去20年間に起きた顕著な変化であり、機関投資家にとって注目すべき点です。より伝統的な金融政策が取られ、政策立案者の信頼が高まるにつれ、年金基金、国内銀行、保険会社などの国内投資家は、ソブリン債や社債のバランスシートにおける財政赤字への資金提供への意向を強めています。ドル建てのソブリン債や社債の発行が半減した2022年のような年には、さらなる安定性をもたらします。国内市場が確立されているほとんどのエマージング国は、国内市場に回帰し、海外市場に依存するエクスポージャーを減らしています。



エマージング国の通貨は過去12年間に名目で60%以上調整した一方で、米ドルは10年以上、上昇基調にあります。この状態が続くと考えていますか。

米ドルの強気相場は終焉を迎えつつあると思います。エマージング通貨は経常収支の改善が下支えとなって、ユーロやポンドのような先進国通貨をこれまでアウトパフォームしてきました。いずれFRBが利上げを停止し、先行きの不透明感がなくなれば、エマージング通貨のバリュエーションに説得力が生まれると考えています。通貨バリュエーションのもう一つの側面は、エマージング市場の実質利回りと先進国市場の実質利回りの差であり、これは現在約5%と過去最高水準にあります。

現地通貨建て債のバリュエーションのアンカーを設定することは確かに困難であり、不確実な時には現地通貨のボラティリティは高まるでしょう。しかし、5年後、10年後を見据えた場合、米ドルの強気相場が終焉を迎えるという考えに基づき、現地通貨建て債が外貨建て債をアウトパフォームする可能性は高いという見通しに相応の自信を持っています。

フロンティア市場は、エマージング債券インデックス全体の約10%を占めており、潜在的なダウンスайдリスクの観点から無視できない規模となっています。投資家はフロンティア市場の課題にどのように取り組むべきでしょうか。

フロンティア市場では社債はあまり発行されない傾向にあります。ドル建てのソブリン債を発行しています。現在、フロンティア市場は最悪な状況にあり、問題の長期化を防ぐための対策が必要です。ウクライナ紛争や中国を含め、これがエマージング国の最大の課題とみえています。

フロンティア市場は過去15年ほど、投資家やエマージング国の寵児として、多くの債務を積み上げてきました。サハラ以南のアフリカ諸国を見ると、債務は2009年の50億ドルから2021年には1,000億ドルに達しています。しかし、米国金利の上昇を消化することには苦勞しており、FRBの政策金利によって資金調達コストがかさみ、場合によっては維持できなくなる可能性もあります。さらに、予防接種率が低いという問題、ケニアやガーナのような商品輸入国もあります。これらのリスク要因は個々には効果的な対応が可能かもしれませんが、これらが重なると、多くのフロンティア市場の債務負担は持続不能となるかもしれません。

フロンティア市場におけるコマーシャル・デットの債務再編には包括的なアプローチが必要となり、それには既存債をリプロファイルし、KPIとリンクさせるメカニズムによって、各国が実際に何を達成しているかをより明確にするといったことが挙げられます。次に、新たな資金調達にはより質の高い資産を担保とすることで、フロンティア諸国は緊縮財政と経済の低成長という失われた10年を経験せずに、危機を脱することが可能となるかもしれません。現在、これらの資産に対しては慎重なポジションとしています。より質の高い輸出主導の国や企業（主に中東及び中南米）と最近デフォルトをし債務再編によって今後3年間は債務償還がない国を選好するバーベル・アプローチを選好しています。より脆弱である可能性が高いB格のフロンティア市場でポートフォリオを構成するよりも、そのほうが良いポートフォリオ構成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