



エマージング債：嵐の中に見える一点の明かり

ポリーナ・クルドヤフコ
エマージング債チームヘッド
RBCブルーベイ・アセット・
マネジメント

2024年3月

「二桁の利回りを獲得する機会があるにもかかわらず、エマージング（EM）債はここ数年、投資家資金を惹きつけられていません。」

2024年1-3月期の終わりに近づく中、EM債市場における投資機会及びリスク、地政学が今年当資産クラスにどのような影響をもたらすのか、投資家が注視すべきことなどを紹介します。

資産クラスとしての力強さ

二桁の利回りを獲得する機会があるにもかかわらず、エマージング（EM）債はここ数年、投資家資金を惹き付けるという点で苦戦していました。その背景を理解するには、マクロ環境やそれが投資家のマインドセットにどのように影響をもたらしてきたかについて広い視野で考えることが重要となります。

市場を悩ませる景気の不透明感が長引く中で、投資家のリスク回避姿勢は強まっていました。このような環境の中で、EM債は魅力的なリターンが期待できるにもかかわらず、あまりにも「未知数」とみなされ、投資家資金は一般的により安全（そしてより身近）とみなされる資産にシフトしました。

同時に二つの主要な逆風要因もありました。一つ目は米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げを背景とした流動性の低下、二つ目は財務持続性に苦戦するフロンティア国による、EMソブリン債市場のデフォルト率の上昇です。

エクスポージャーをとるタイミング

2024年に、長期投資家は様々な理由からこの資産クラスに関心を向けると考えています。一つの理由にファンダメンタルズの改善が挙げられ、コモディティ価格の高水準での推移や財政及び経常赤字の縮小、観光業による追加収入と税収の増加、経済成長による債務残高対GDP比などの指標の小幅の低下などが寄与しています。

その一方、インフレ環境はEM市場全体で引き続き改善が見られています。これらは2020年から伝統的な金融政策を実施してきた成果であり、多くのEM国経済は先進国を先行して、「コロナによる低迷」と「インフレによる低迷」からいち早く回復することができました。

最後に、ソブリン資産の利回りは2月末時点で、8.10%と引き続き歴史的な高水準で推移しています。

どこに投資機会を見出しているか、また注意すべきことは引き続き中南米や中東の輸出国（とくにコモディティ産出国）を選好しています。信用力が高く、高止まりするコモディティ価格の恩恵を受けやすく、相対的にクレジット・リスクが低いと考えています。その一方、機動的な取引という観点で言えば、ここ最近債務再編を実施した低格付け国、あるいは債務再編を回避した国は二桁のリターンを実現する機会を提供していると考えています。

とりわけ中南米地域においては、メキシコの準ソブリン債に機会を見出しています。また外貨建て債ではコロンビアを選好し、特にコモディティ価格を取り巻く環境やここ数年のデレバレッジの傾向を踏まえ、準ソブリン債に注目しています。三つ目は、ブラジルのいくつかの企業のストーリーに注目しています。債務が再編されたものの、現在は正常に取引出来る状態にあり、二桁のリターンを提供しています。

一方でアジアは慎重に見ており、制裁が課される可能性のある中国、あるいはバリュエーション面で投資妙味の低い韓国など、より大きなリスクを抱えている地域であると考えています。

リスクは常に存在するものの、投資機会は依然魅力的

三つの主要リスクを強調したいと思います。一つ目は、2024年は過去最多の人々が投票に向かうことになる中、選挙によっては地域的・世界的な見通しに影響をもたらす、地政学リスクの高まりが想定されます。最も影響が大きいのは、米国であり、トランプ政権は誕生すれば、さらなる不確実性をもたらされ、特に中国との関係やグローバル貿易にその影響が及ぶことでグローバル市場のボラティリティ上昇が想定されます。

二つ目は、利下げ及びインフレ抑制のバランスに影響をもたらすFRBの政策金利の方向性であり、三つ目は地域的な地政学イベントの影響がグローバルに波及するリスクがあることです。

「一方でアジアは慎重に見ており、制裁が課される可能性のある中国、あるいはバリュエーション面で投資妙味の低い韓国など、より大きなリスクを抱えている地域であると考えています。」

ボラティリティの要因が多く存在する中でも、EM債市場では当資産のエクスポージャーの組み入れを検討する長期投資家にとって魅力的な投資機会が依然広がっていると見ています。

今年は、柔軟なポートフォリオ構築や流動性及びファンダメンタルズに高い確信を持つ銘柄に重きを置いた投資を続けることが重要になると考えています。

アクティブなボトムアップ・アプローチが鍵を握る

投資家は主に金利のボラティリティが今後もEM債市場の逆風となるかどうかということを懸念しています。この点についてはやや慎重に捉えています。雇用とインフレの両指標が示すように米国経済が健全であることを踏まえ、FRBの利下げ開始時期が先送りされ、その規模が縮小する可能性があります。これにより多くの市場参加者の想定より「政策金利が長きにわたり高水準に留まる」との見方が再び強まっています。

予想の見直しを迫られる可能性もあるものの、EM債は高いキャリーやファンダメンタルズと需給環境の改善を背景にポジティブなパフォーマンスが期待できると考えています。

当社は当資産、とりわけ外貨建て債市場において前向きな見方を維持しています。EM債は一定のリスクを伴う資産クラスではあるものの、アクティブなボトムアップ・アプローチが成功への鍵であると考えています。厳格なリサーチのプロセスを通じて最も脆弱な発行体を回避し、残りの資産から超過収益を生み出すことができると確信しています。

ポリナ・クルドヤフコ

ブルーベイエマージング債チームヘッド



ブルーベイのエマージング債チームのヘッドでありシニア・ポートフォリオ・マネジャーです。ポリナは、EM戦略全般の運用責任者であるほか、EMソブリン、クレジット、現地通貨建て債市場のロング・オンリー・プロダクトやオルタナティブ・プロダクトの旗艦戦略のリード・ポートフォリオ・マネジャーも兼任しています。ポリナは1998年のロシア金融危機発生後に、エマージング市場でのキャリアをスタートさせ、以来、エマージング市場の金融資産を幅広く専門としてきました。

2005年7月にブルーベイ（現在はRBC GAMの一員）に入社しました。前職は、UBSにてEM社債を担当するクレジット・アナリストであり、EM発行体のカバレッジや社債のプライマリー発行のリサーチ・サポートを担当しました。それ以前はアライアンス・キャピタルに於いてエマージング株式アナリスト、エマージング・クオンツ・リサーチを担当していました。ロシアのマクロ・リサーチ専門投資顧問会社でキャリアをスタートさせました。ロシア諸民族友好大学院修士課程修了。CFA保有。

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	エマーゼンゲ債	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