

エマージング現地通貨建て債への投資

投資家のエマージング資産への選好が高まっていることにより、エマージング現地通貨建て債を新規に発行する国が増えており、投資機会が拡大しています。



ニック・シャーン
シニア・ポートフォリオ・マネジャー



ソム・バッタチャッタ
クライアント担当
ポートフォリオ・マネジャー



サマリー

先進国市場での低利回りを受けて、インカムを求める投資家が高いリターンを得ようという動きをみせたことで、エマージング市場では2016年から2017年にかけて記録的な資金流入がありました。

現地通貨建て債は特に堅調なリターンとなり、JPモルガン GBI-EM Global Diversifiedの2016年2月から2017年12月にかけてのリターンは25%に達しました。およそ17カ国の市場で構成される比較的新たらしい資産クラスではあるものの、急速に拡大しており、リターン及び分散の両面から投資家に魅力的な投資機会をもたらしていると考えています。

中国の現地通貨建て債市場における投資制限は、中国インターバンク債券市場（CIBM）というスキームの創設により、2016年に緩和されました。ブルーベイはCIBMの進展において先陣を切り、この市場アクセスの免許を取得できた最初の金融機関のひとつです。市場規模は7兆米ドルに及ぶものの、海外投資家の保有比率はまだ5%程度であることから、今後魅力的な投資機会がもたらされると期待しています。

アルゼンチンも、政治と経済面での改革を進めながら債券の発行を増やしています。海外投資家が投資をしやすくなったことで、アルゼンチンの高い利回りはエマージング債投資ユニバースの中で魅力ある市場のひとつとなっています。

エジプトは2014年の軍事クーデータを経て、改革が進んだもうひとつの国として挙げられます。IMFによる支援とエジプト・ポンドの米ドルペッグ解除の努力によって、ブルーベイのリサーチから、厳選された投資機会のある市場と考えています。

ナイジェリアにおいても、機動的な投資機会があると考えていますが、経済及び企業のガバナンス面を注意深く分析する必要があります。

現地通貨建て社債市場は、エマージング市場全体の中で投資の面白みが増している市場であると考えています。現地通貨建てソブリン債市場が確立され、ベンチマークとなるような国債のイールドカーブが出来てから時間が経っているエマージング主要国では、投資家の社債への機動的なアロケーションを活用しようとする現地企業の数が増えている傾向がみられ、市場が拡大しています。

この急速に拡大する投資機会から、投資家は現地通貨建て債市場の構造面での投資機会を見直すようになってきていると考えています。この20ヶ月に亘る現地通貨建て債市場の上昇は、ファンダメンタルズの改善とエマージング市場に対する全体的なリスク・オンという投資家心理からもたらされました。エマージング現地通貨建て債市場の足場が固まった要因はいくつかあり、今後数年間に亘る回復が期待できると考えています。その要因として、以下のようなものが挙げられます。

- 高い経済成長と低いインフレ率
- 経常赤字の改善
- 魅力的な実質及び名目金利
- 割安なエマージング通貨

但し、債券の投資家として、リスク要因についても触れたいと思います。コアなリスクとしては以下の三つを考えています。

1. G3中央銀行によるバランスシートの縮小
2. 中国のレバレッジの上昇
3. 数多くの選挙と地政学的リスクの高まり

これらを踏まえたとき、周期的な調整よりも構造的にポジティブな側面が勝ると考えています。このように構造的に前向きにみている市場に対しては、全体として下落局面を利用して投資を増やす運用を行っていく方針です。

現地通貨建て社債市場は、エマージング市場全体の中で投資の面白みが増している市場であると考えています。

エマージング市場が紆余曲折の道を進ってきたことはよく知られています。

エマージング市場が紆余曲折の道を進ってきたことはよく知られています。2013年から2015年にかけては厳しいパフォーマンスとなりましたが、2016年と2017年はなだらかな道を進み、高いパフォーマンスを得ました。先進国市場での低利回りを受けて、インカムを求める投資家が高いリターンを得ようという動きをみせたことから、エマージング市場では記録的な資金流入がありました。現地通貨建て債は特に堅調なリターンとなり、JPモルガンGBI-EM Global Diversifiedの2016年2月から2017年12月にかけてのリターンは25%に達しました。

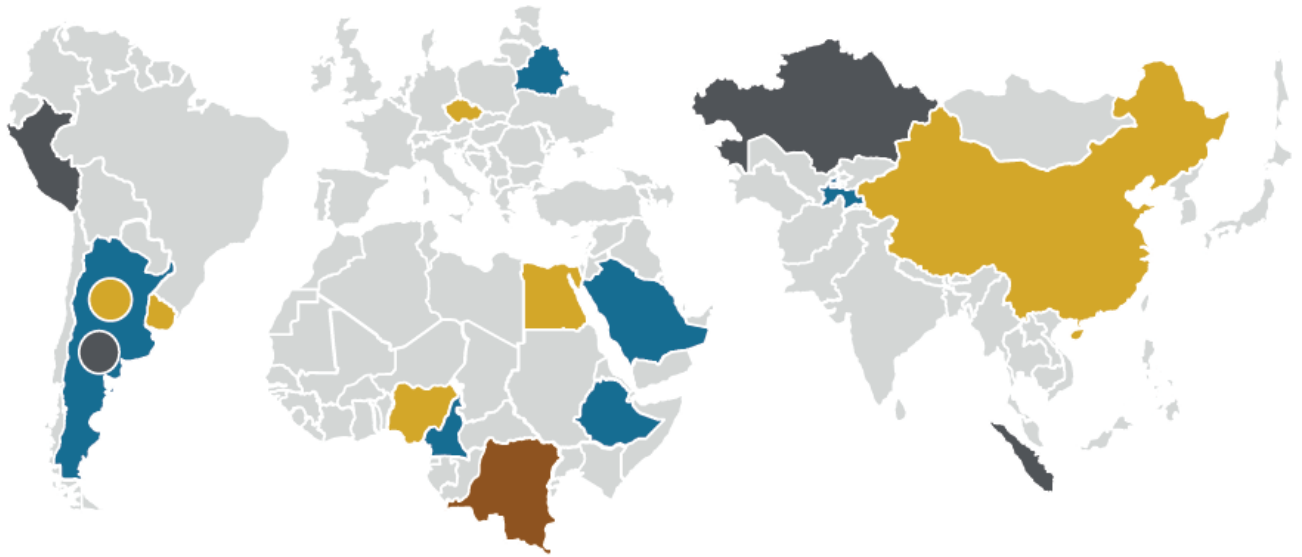
この堅調なパフォーマンスは、テクニカル面だけに依拠するものではありませんが、2025年までにエマージング市場は世界のGDPの半分以上を占めるといわれており、中国、インド、ロシア、ブラジルといった国が積極的な姿勢を取る中で、政治面において非常に重要な役割を果たしていると考えています。エマージング資産は、ニッチな投資対象から、アセット・アロケーションにおいて必要不可欠な資産クラスになっていくとみています。

エマージング資産においてより成熟度が高いといわれるエマージング外貨建て債市場は、エマージング資産のポートフォリオとしてよく知られるようになっており、投資家は、エマージング通貨のボラティリティを排除しながら、エマージング諸国の成長ストーリーに対してエクスポージャーを持つことが出来るようになっていきます。外貨建て債市場はより成熟した市場で、65カ国以上の国で構成されることから、投資ユニバースは多岐に亘り、多くの個別要因があります。

一方、現地通貨建て債は比較的新しい資産クラスですが、投資家の注意を惹きつけるような進展が数多くみられます。流動性の高い17カ国で構成される投資ユニバースは拡大しつつあります。実際に2017年にはいくつかの国が新たに市場に登場してリターンの潜在性を高めただけでなく、資産クラス内の分散にもつながりました。



新しいエマージング債市場が世界中で現れています



■エマージング外貨建て債 ■エマージング現地通貨建て債 ■エマージング現地通貨建て社債 ■エマージング外貨建て社債

出所：ブルーベアセットマネジメント、2017年9月

新規の国はポートフォリオ運用の観点からは興味深い投資機会となり得ます。ウルグアイなどは堅調な経済成長が魅力的と考える一方、ナイジェリアやエジプトなどの高い利回りは魅力的です。下表では魅力的と考える投資例を挙げています。

しかし、最も注意を引くのは中国での進展でしょう。現地通貨建て債市場の開放は、極めて大きな影響をもつ可能性があります。

新たなエマージング現地通貨建て債のリスクを取ることで得られる報酬

国	現地通貨建て債利回り (2017年10月時点)	流動性	コメント
中国	3.6%	高	低利回り、低流動性のアジア資産に対する流動性の高い代替資産となる
エジプト	15%	低	IMFプログラムによって構造改革路線が維持される
ナイジェリア	15%	中	政府が資本の自由化を目指す
アルゼンチン	16%	中～高	構造改革路線を維持
ウルグアイ	8%	中	BBB格としては高利回り
ペルー（社債）	6%	低	準ソブリン債の磐石な信用力
チェコ	0.1%	中～高	格付けは良いものの低利回り

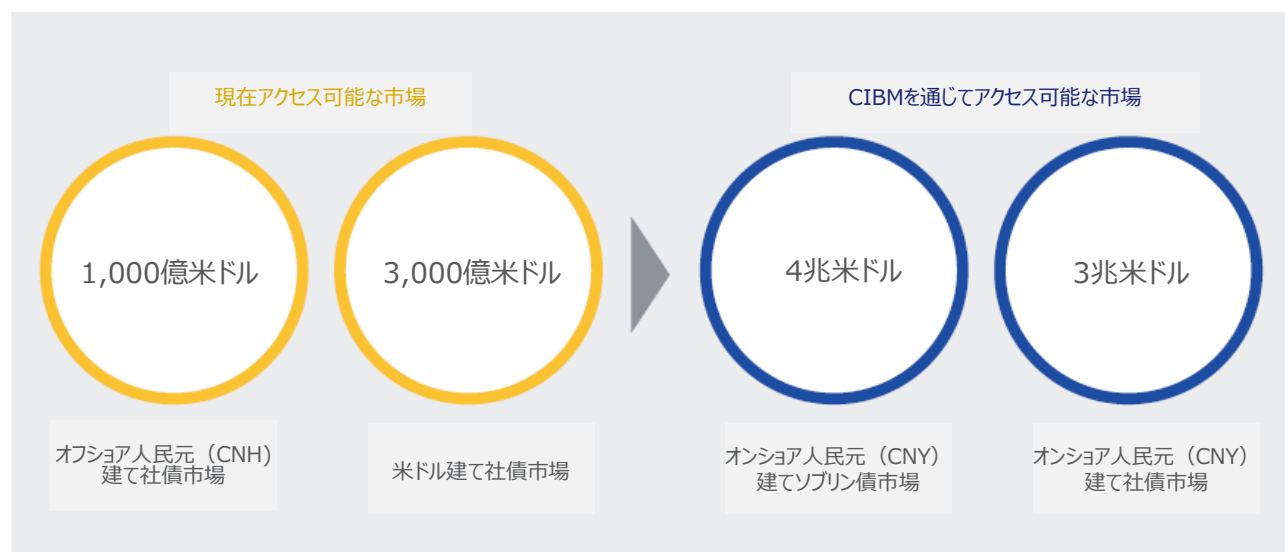
出所：ブルーベアセットマネジメント、2017年10月

ブルーベイではCIBMを通じた投資を選好しています。

中国の現地通貨建て債市場；大きな影響を持つ変化の可能性

30年前の自由化から、中国は名目GDPで世界第二位の経済大国へと成長し、名目GDPはこの10年で二倍になりました。しかし、海外投資家の投資は厳しく制限され、市場規模が400億米ドル程度のオフショア債券市場への投資しか行うことができませんでした。ソブリン債と社債市場を合算して市場規模が7兆米ドルに上るオンショア市場での投資は国内投資家に限定され、海外投資家がアクセス可能な投資機会は非常に限られたものでした。

しかし、中国インターバンク債券市場（CIBM）と中国・香港債券相互取引制度の導入によって、ようやくこの状況は変わろうとしています。ブルーベイでは、CIBMを通じた投資を選好しており、すでに一部の取引執行と決済を実施しています。



出所：HSBC、2017年9月

投資家は2013年のことを覚えているでしょう。中国の適格外国機関投資家（QFII）割当方式によってオンショア市場へのアクセスが可能となり、ロンドンが中国本土の投資におけるハブとなる可能性があります。しかし、QFIIシステムは限定的な割当や投資のロックアップ期間があるなど、非常に自由度の低いものでした。

CIBMではQFIIで約束されながらも果たされなかったことが実現されています。2016年に創設され、金融機関が世界第三位の債券市場にアクセス可能となることで、オンショア市場の開放に向けた重要な役割を担っています。厳しい投資額の制限や長いロックアップ期間などは取り払われました。中国の現地通貨建て市場はCIBMへのアクセスがある投資家にとっては、開放された市場となりました。

ブルーベイはCIBMの進展において先陣を切り、この市場アクセスの免許を取得できた最初の金融機関のひとつです。

CIBM – アクセスしやすくなる

ブルーベイはHSBCを現地決済機関とし、CIBMを通じて取引を行うことができます

QFIIとは違い、割当制限、ロックアップ期間、本国送金に関する制限はありません

数多くの投資機会と分散がもたらされます

CIBMによって海外投資家はBond Connectと比較してかなり広範な債券に投資可能となります

市場規模は7兆米ドルに及ぶものの、海外投資家の保有比率はまだ5%程度であることから、今後魅力的な投資機会がもたらされると期待しています。

政治体制の転換によって、投資家は非常に魅力的な利回りによる恩恵を受けることができます。



中国の現地通貨建て債の魅力は、流動性の高さと相応に魅力的な利回りです。過去には、海外投資家はアジアの経済成長ストーリーに対する投資としてタイやマレーシアといった低利回りのアジア債券に投資をしてきました。この結果、流動性は高くないながらもアジア債券の利回りは大幅に低下しました。ポートフォリオ運用の観点からは、中国の現地通貨建て債市場にアクセス可能になることで、その代替としての低利回りであるアジア債券に投資をする必要がなくなるかもしれません。

その結果、CIBMによってアジア全体の利回りの状況が変わる可能性があります。

論理的な次のステップは、JPモルガンGBI-EM Globalに中国が含まれることになることでしょう。状況を注視しながら、中国の投資配分を変更していく方針です。

エマージング現地通貨建て債の投資対象の拡大；アルゼンチンの場合

発展の初期段階にあるエマージング諸国は初めに米ドル建て債を発行し、米ドル建て債のベンチマークの構成国となり、米ドルによる資金調達を通じて発行体としての枠組みを整えます。国内に投資家層（年金基金や保険会社が主となる）が確立された段階で、ソブリンにとってより好ましい資金調達方法として現地通貨建てでの発行を行います。このプロセスは発行体としての進展、法律及び政治の状況が変化を遂げる中で、10年以上の時間を要します。

アルゼンチンは、このプロセスを早急に進め、2016年に外貨建て債を発行後、その一年後には現地通貨建て債の発行を行いました。政治面での体制転換によって、投資家は非常に魅力的な利回りによる恩恵を受けることが出来き、インデックスのアルゼンチンの利回りは16%となっています（2017年12月末時点）。2017年にJPモルガンGBI-EM Global Diversifiedへの仲間入りを果たし、つい最近起債を行った国にとっては非常に喜ばしいことでしょう。

アルゼンチンの現地通貨建て債発行までの道のり



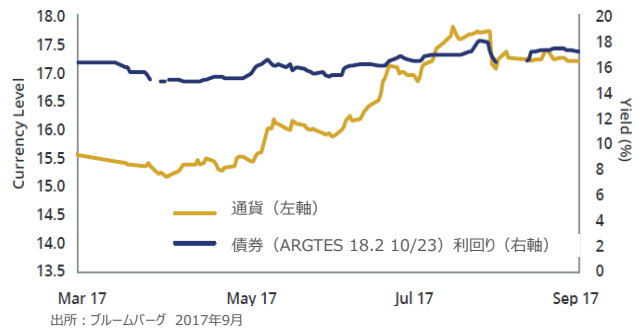
どうして、そしてどのようにアルゼンチンはこれを達成したのか

- 一つ目に、アルゼンチン政府は積極的な構造改革に取り組む姿勢を見せています。2015年に政権が発足してから、マクリ政権は国際資本市場へのアクセスを阻害していた、為替管理を廃止しました。さらに、エマージング諸国で最高額となる165億米ドルの発行を行い、輸出関税を引き下げ、正確な国家統計の発表を行い、実務的な改革プログラムとして多額の補助金によって賄われてきた公共料金の引き上げを行いました。アルゼンチンは、投資家を惹きつけるような構造改革によって、開放されたビジネスマインドを持った経済であることを世界に示しました。
- 二つ目に、マクリ政権のメンバーは非常に洗練された市場友好的な人物で構成されています。実務者内閣であり、金融市場に精通し、どのように物事が機能するかをよく理解していると思われます。例えば、ルイス・カブート金融大臣は、JPモルガン及びドイツ銀行で中南米のトレーディングのヘッドを務めていたことがあります。

この洗練されたチームとインフレを和らげるために徐々に利上げを行うという伝統的な中央銀行の政策によって、通貨の下落は非常にコントロールされた形になっているとみています。

魅力的な国にデザインされ直されたことで、アルゼンチンはグローバルな金融市場において大きな前進を見せました。最近の大型の発行とデフォルトの歴史（過去100年間で5回）から、注視は必要な国です。しかし、アクセスのしやすさと高い利回り水準はエマージング債市場全体の中で、最も魅力的な投資対象のひとつになっているでしょう。

アルゼンチン2023年債の利回りと通貨の推移



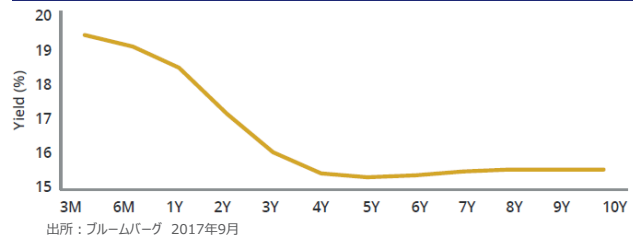
エジプトでの投資機会

大西洋を挟んでおよそ12,000キロ離れたエジプトも、興味深い投資機会を提供していると考えています。2010年12月にチュニジアから始まった「アラブの春」は、北アフリカに瞬く間に広まり、その後リビア、エジプト、イエメン、シリア、パレチンにも波及しました。2014年の軍事クーデターを経て、エジプトはアブドルファッターフ・アッ・シーシー新大統領の下で、IMFからの支援を受けながら構造改革に取り組んでおり、過去の茨の道は徐々にならされつつあるとみています。

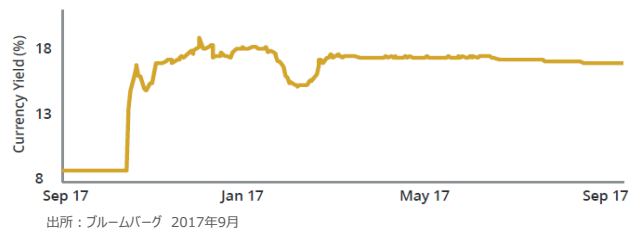
2016年に120億米ドルに上る3年間の融資をIMFから得たことは、エジプトにとって緩衝材として働き、暴動は落ち着くとともに、基本的な経済の転換に向かうことが出来ました。市場はこの合意にポジティブに反応し、国内及び海外投資家の心理改善により、海外からの資金流入が回復しました。

IMFの支援はエジプト経済の下支えとなりましたが、国が抱える問題をすべて解決するわけではありません。インフレ率は30%から2018年末には18%に低下するといわれており、短期債のキャリーは魅力的ですが、一般的に行われている取引でもあります。エジプトについては実地調査によるデューデリジェンスが重要になると考えています。

エジプト債のイールドカーブ (%)



エジプト・ボンドの切り下げ



エジプトへの投資が興味深いと考える背景には二つの理由があります。一つはIMFが経済回復においてお目付け役となっていることと、実地調査を通じて感じたことです。エジプト・ボンドの米ドルペッグを廃止するためには、IMFの支援が必要でしたが、この廃止によって、逼迫していた外貨準備の圧力が大きく和らぎました。

過去の教訓から学ぶ；ナイジェリア

ナイジェリアもまた比較的若い市場で、経済及び企業のガバナンスが直面する問題を見極めるために厳格なデューデリジェンスが必要になる国であると考えています。しかし、国は過去の間違いを改める意思を示しており、かなり魅力的な投資機会があるとみています。

ナイジェリアは、2011年に現地通貨建て債インデックスに組み入れられ、経済改革を進め海外からの資金調達を得るためには重要な一歩となりました。しかし、2015年に国の将来が危ぶまれることとなります。主要輸出品である原油が下落するなか、主力の産油地域であるニジェール・デルタにおいて軍事暴動が起こったことで生産量が落ち込みました。中央銀行は通貨の交換性を制限し、これにより公式と非公式の為替レート間に大きな差異が生まれ、インデックスから外れることとなりました。

利回りは数週間で8%から20%に上昇し、インフレ率は20%まで上昇するという打撃を経済は受けました。政府が安定をもたらそうと尽力した政策は裏目に出ました。

国際社会の大方が予想していたことですが、ナイジェリアはこの状況を打開するために重大な手段を取りました。ムハンマド・ブハリ大統領が、病気療養のためオフィスを離れている間、代理チームによる努力で、公式と非公式の為替レートをひとつにして利回りが低下し、国全体の状況が改善しました。原油価格の反発と反対勢力からの協力も助けとなりました。

ナイジェリアはメキシコなどの安定したエマージング諸国と比べると多くの政策で遅れを取っていますが、エジプトのように現地での調査と厳格な銘柄分析によって、魅力的な短期の投資機会がある国と考えています。

エマージング現地通貨建て社債市場

国ごとの投資機会の他に、もうひとつ興味を引かれるのは、ゆっくりながらも着実に成長をしているエマージング現地通貨建て社債市場です。エマージング主要国において、現地通貨建てソブリン債市場が確立され、ベンチマークとなるような国債のイールドカーブが出来てから時間が経っているエマージング主要国では、投資家の社債への機動的なアロケーションを活用しようとする現地企業の数が増えています。強固なクレジットの準ソブリンが、ペルー・ソル建ての海外投資家向けの発行の口火を切りましたが、同時に成熟した発行体による起債も続いています。また、オフショアのトルコ・リラ建て社債市場の再開もみられ、南アフリカの銀行からは南ア・ランド建ての追加的Tier1債の起債が増えています。

インドでもインド・ルピー建てのいわゆるマサラ・ボンド市場で新規発行が続きました。最後に、ソブリン債の発行が成功したことを受けて、アルゼンチンでもエネルギーや銀行セクターで現地通貨建て社債の発行がみられました。多くの発行体は、アルゼンチン・ペソ建ての変動金利のストラクチャーも活用しています。現地通貨建て社債市場は、ますます活況になってきており、2017年11月と12月には、インドネシアのジャサ・マルガがルピア建てのコモド・ボンドを利回り7.5%で発行し、その後カザフスタン開発銀行はテング建て3年債を利回り9.625%で発行しました。これらの債券は共にセカンダリー市場でも堅調に推移しました。

エマージング現地通貨建て市場の構造

投資機会の拡大と現地通貨建て債市場の大幅な反発によって、一部の投資家は、今後のパフォーマンス見通しについて注意深く分析しています。

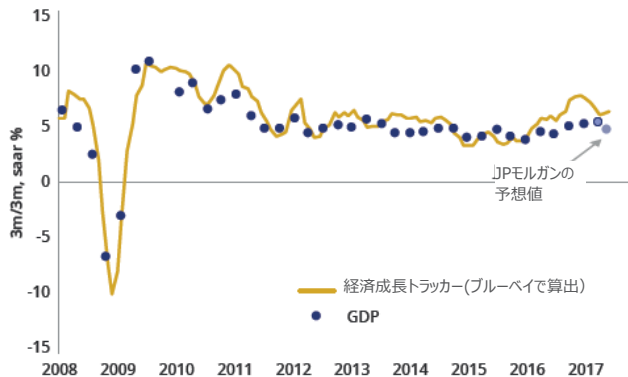
この20ヶ月に亘る現地通貨建て債市場の反発は、ファンダメンタルズの改善とエマージング市場に対する全体的なリスク・オンという投資家心理からもたらされました。G3諸国が金融引き締めへと向かう環境下で、ファンダメンタルズに焦点を充てるのが特に重要になると考えています。

米国での金融引き締めは、いわゆる「テーパー・タントラム」と「フラジャイル5」のきっかけとなりましたが、エマージング諸国自体のファンダメンタルズも脆弱だったことが影響しました。

足元では、エマージング諸国のファンダメンタルズは大きく改善しました。エマージング現地通貨建て債市場の足場が固まった要因はいくつかあり、今後数年間に亘る回復が期待できると考えています。

先進国とエマージング諸国で足並みの揃った経済成長から前向きな見通しを持っています。

エマージング市場での堅調な経済成長モメンタム（季節調整済み3ヶ月移動平均、%）



出所：Macrobond、ブルームバーグ、ブルーベイアセットマネジメント、2017年9月

1. 高い経済成長と低いインフレ率

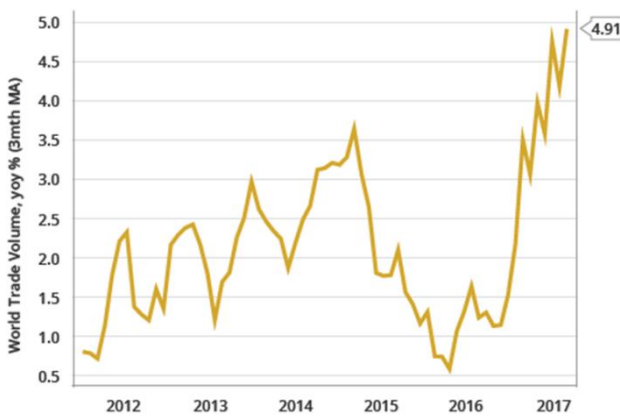
エマージング現地通貨建て債は、経済成長への感応度が高い資産クラスです。先進国とエマージング諸国で足並みの揃った経済成長から前向きな見通しを持っています。同時に、グローバルなインフレは比較的落ち着いた状況が続いています。この組み合わせは、エマージング現地通貨建て債市場が上昇しやすい環境を作り出すと考えています。当初グローバル貿易は高成長が見込まれていませんでしたが、実際は急拡大がみられ、グローバル貿易の成長率は7年ぶりの高水準となっています。多くの先進国の政治家や政策当局者から保護貿易主義論が聞かれたにもかかわらず、このグローバル貿易成長の回復は、エマージングの経済成長が次第に強固なものになってきており、この10年間で内需主導に移行したという現れであると考えています。12月に可決された米国の税制改革は、経済成長をますます押し上げることになるとみています。

2. 経常赤字の改善

エマージング諸国では経常赤字の大幅な改善がみられています。対GDPでみた場合の経常赤字は、この5年間で半分になり、マイナス2%からマイナス1%へと減少しました（アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー、ハンガリー、ポーランド、ルーマニア、ロシア、トルコ、南アフリカ、インドネシア、マレーシア、フィリピンの平均）。さらに、輸出主導の国は経常黒字を保っています。これらの経済はグローバルな金融引き締めによるショックに対して、上手く立ち回れることを意味していると考えています。

しかし、その例外として顕著な例がトルコです。この半年で経常赤字はさらに膨らみ、資金調達源は脆弱です（およそ70%は海外投資家の足の速い資金とみられます）。もしグローバルに金融引き締めが行われた場合、トルコなどの国は厳しい状況を強いられることになるでしょう。

グローバル貿易の拡大（世界の前年比取引量、3ヶ月移動平均、%）



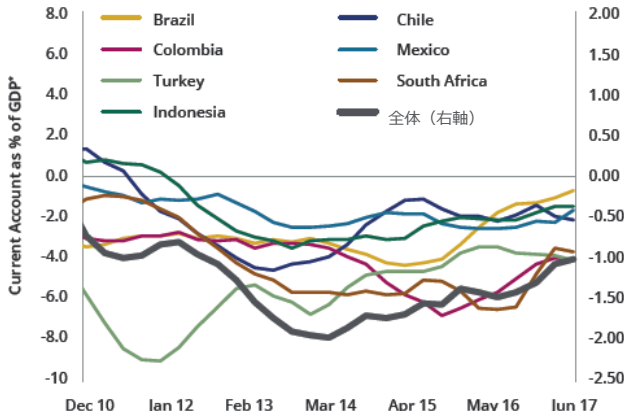
出所：Macrobond、ブルームバーグ、ブルーベイアセットマネジメント、2017年9月

世界の消費者物価指数とG3のコア・インフレ率（前年比、%）



G3のコア・インフレ率は米国、欧州、日本の食品及びエネルギーを除く消費者物価指数
出所：IMF、Macrobond、ブルーベイアセットマネジメントの算出、2017年8月

経常赤字は大幅に改善（GDPに対する経常収支、%）



出所：Macrobond、ブルームバーグ、ブルーベイアセットマネジメントの算出、2017年8月

海外投資家にとって、実質金利の差は非常に魅力的であると考えています。



3. 魅力的な実質及び名目金利

エマージング現地通貨建て債の実質金利はG3に対して約250bps高くなっています。海外投資家にとって、この実質金利の差は非常に魅力的で、金利差が大きく縮小するまでは、投資家が先進国からエマージング諸国に資金の配分を続けるという構造的な要因があると考えています。

同時に、名目金利はさらに魅力的な水準にあるとみています。G10では、ほとんどの国債の利回りはマイナスとなっており、G10の中で最も高い利回りにあるのは米国債となっています。米国及び欧州の投資家にとって、ブラジル、メキシコ、南アフリカ、インドといったエマージング主要国に投資配分を増やす魅力は高いと考えています。

先進国市場：各国の利回り

	マイナス		0-1%		1%-2%		2%-5%		5%+				
	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y	15Y	20Y	30Y
ドイツ	-0.72	-0.68	-0.61	-0.47	-0.31	-0.19	-0.05	0.07	0.21	0.37	0.59	0.88	1.19
オーストリア	-0.57	-0.60	-0.52	-0.44	-0.25	-0.09	0.09	0.25	0.42	0.51	1.02		1.46
オランダ	-0.75	-0.70	-0.61	-0.48	-0.37	-0.14	-0.01	0.17	0.31	0.46			1.19
スロバキア	-0.41	-0.51	-0.64	-0.53	-0.23	-0.17	0.34			0.86	1.46	1.61	
フィンランド	-0.60	-0.67	-0.54	-0.45	-0.23	-0.03	0.05	0.24	0.46	0.53	0.79		1.27
フランス	-0.64	-0.56	-0.40	-0.25	-0.10	0.03	0.20	0.36	-0.53	0.68	0.94	1.26	1.65
ベルギー	-0.64	-0.58	-0.53	-0.42	-0.26	-0.04	0.14	0.25	0.40	0.57	0.95	1.06	1.61
アイルランド	-0.52	-0.54	-0.50	-0.21	-0.07	0.01	0.19	0.39	0.55	0.59	1.05		1.74
イタリア	-0.41	-0.34	-0.11	0.11	0.49	0.66	1.04	1.32	1.53	1.75	2.35	2.50	2.91
スペイン	-0.38	-0.33	-0.04	0.02	0.35	-0.56	0.80	1.06	1.23	1.45	2.11		2.71
ポルトガル	-0.35	-0.24	-0.07	0.11	0.50	0.89	1.07	1.55	1.71	1.87	2.40		3.22
ギリシャ		2.79	7.77							5.45	6.03	6.07	
スイス	-0.82	-0.87	-0.75	-0.63	-0.51	-0.45	-0.35	-0.27	-0.24	-0.12	0.20	0.32	0.44
スウェーデン		-0.83		-0.30	-0.21		0.28	0.54		0.74	1.12	1.44	
オーストラリア	1.67	1.74	1.90	2.03	2.08	2.27	2.35	2.42	2.46	2.50	2.78	3.01	
日本	-0.17	-0.16	-0.13	-0.12	-0.11	-0.09	-0.06	-0.03	0.01	0.04	0.27	0.57	0.83
英国	0.47	0.52	0.56	0.63	0.81	0.96	1.03	1.13		1.33	1.64	1.86	1.88
米国	1.61	1.78	1.89		2.14		2.31			2.41			2.83

エマージング市場：各国の利回り

	マイナス		0-1%		1%-2%		2%-5%		5%+				
	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y	15Y	20Y	30Y
ブラジル	6.87	8.13	8.96	9.65	9.97		10.27			10.36			
チリ	2.68	2.83		3.56	3.77		3.95			4.59			
中国	3.83	3.99	4.02	4.06	4.13		4.11			4.12	4.35	4.43	4.53
コロンビア		4.80	5.22	6.02	5.62			6.06		6.55	6.72		
ハンガリー	-0.01		0.57		1.09					2.13	2.82		
インド	6.20	6.36	6.58		6.90	6.97	7.06	7.13	7.14	7.06		7.51	7.46
インドネシア	5.36	5.72	5.99	6.04	6.08	6.32	6.53	6.60	6.61	6.52	7.06	7.20	7.27
マレーシア	2.65	3.17	3.41	3.54	3.63	3.82	3.91	3.95	3.97	3.91	4.46	4.61	
メキシコ	7.27	7.07	7.07	7.11	7.13	7.17	7.17	7.00	7.22	7.28	7.39	7.54	7.59
ペルー	3.75				4.60					5.28	5.51	5.88	
フィリピン	3.41	3.97	4.62	4.93	5.09		5.21			5.56		5.79	
ポーランド	1.28	1.61	1.97	2.33	2.76		3.06			3.35			
ルーマニア	2.35	2.97	3.47	3.68	3.80		4.18			4.51	4.68		
ロシア	7.24	7.23	7.28		7.43					7.67	7.94	8.15	
南アフリカ		7.61	8.09		8.34		8.66			9.34	9.88	10.08	
タイ	1.44	1.49	1.53	1.72	1.92		2.15			2.36	2.77	2.92	3.08
トルコ	13.82	13.73	13.81	13.38	13.23					12.36			

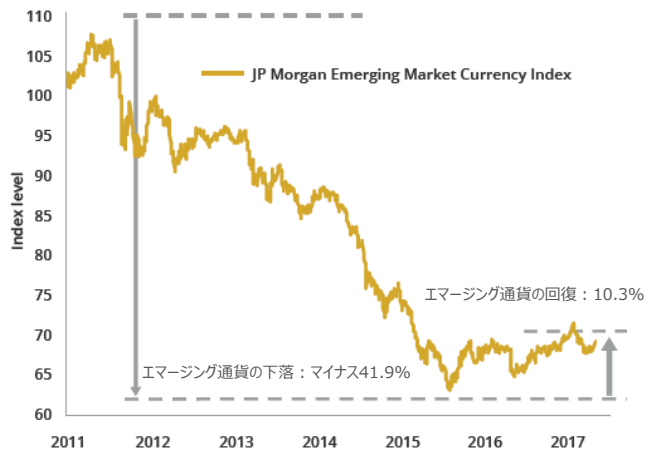
出所：ブルーベアセットマネジメント、ブルームバーグ、2017年11月末

4. 割安なエマージング通貨

エマージング現地通貨建て債市場の良好なパフォーマンスと通貨の反発が足元でみられています。名目ベースでみた時、エマージング通貨は最も高い水準時と比較すると、およそ30%低い水準にあります。この価格評価面は、投資家がエマージング資産に資金を向ける構造的な要因になると考えています。

エマージング現地通貨建て債については、構造的な好材料があるという見通しを持っています。外貨建て債市場と比べて、集中度が高く成熟度は低いですが、多くの発行体がこの市場を活用する準備を整えています。これまでに磐石なマクロ面と堅調なパフォーマンスから、多くの発行体による市場参入がみられました。このトレンドが続いた場合、エマージング現地通貨建て債市場の規模は拡大し、差異はさらに進むとみえています。

割安な水準にあるエマージング通貨



出所：ブルームバーグ、JPモルガン、ブルーベイヤセットマネジメントの算出、2017年12月末

リスク

リスクを認識せずにエマージング債について議論することは出来ません。マクロ面からみて、2017年はエマージング市場にとってプラスに働く要因が多い傾向がみられましたが、資産クラス、特にエマージング現地通貨建て債の調整をもたらすような多くの要因が今後控えていると考えています。中でも、エマージング債の魅力を損ない、少なくともボラティリティの高まりをもたらす可能性のあるリスク要因として以下の三つを考えています。

1. G3中央銀行によるバランスシートの縮小

ほぼ10年間に亘る量的緩和による、世界中で潤沢な資金が供給されている状況は終わりを迎えようとしています。金融引き締めと流動性の縮小によって、一部のエマージング諸国のファンダメンタルズは弱含む可能性があります。

2. 中国のレバレッジの上昇

2017年の経済成長は予想を上回り、グローバル経済に安定化の兆しをもたらしましたが、レバレッジの上昇を懸念しています。それを緩和させる要因はあるものの、中国のレバレッジの上昇は注視しています。

3. 数多くの選挙と地政学的リスクの高まり

- I. ロシア、メキシコ、ブラジルといった多くのエマージング主要国は、2018年に選挙を控えています。これらの選挙結果は、一部の国における構造改革のペースを決定付け、エマージング資産のボラティリティの高まりをもたらす可能性があります。
- II. サウジアラビア、カタール、イランでの緊張など中東情勢、北朝鮮と米国の言葉の応酬、多くの紛争地域など、地政学的リスクは数多くみられます。これらはいずれも現在は落ち着いているように見えますが、将来のリスクについて認識する必要があると考えています。

しかし、これらのリスクを踏まえた上でも、エマージング現地通貨建て債においては一時的な下落や調整よりも構造的にポジティブな側面が勝ると考えています。全体として下落局面を利用して投資を増やす運用を行っていく方針です。

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手数料や費用等は、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。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が、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

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をご覧ください。

■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等の書面の内容を十分にお読み下さい。

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、資料作成時点（2018年1月16日）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、当社による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れるようお願いいたします。