

## フロンティア市場を占う



ポリナ・クルドヤフォ  
エマージング市場チーム・  
ヘッド

2022年10月11日

占いに行ったことはありますか。私は、一度だけ試したことがあります。相応の疑念を抱きました。振り返ってみれば、コメントの多くは一般論でしたが、一部の予言は予想外に正確なものでした。しかし、重要なポイントはそのタイミングです。市場の下落を予想することになると、それを目の当たりにするまで、投資家が危機を見極められることは滅多にないと思います。しかし、バックミラーを見れば、警告サインはかなり明白に出ているものです。最近では、英ポンドと英金利の急激なボラティリティによって、英国の年金システムが崩壊寸前となりましたが、ほとんどの人がこれを予見することは出来ませんでした。

エマージング市場について言えば、とりわけ不透明感が強い時期には、将来に希望が持てないシナリオを描く材料には事欠きません。コメンテーターは多くの潜在的なトリガーを指摘しています；財政危機、流動性の引き締めによる影響（各国の外貨建て債市場への依存度の高さによる）、急激な通貨の下落、地政学的リスク、などです。資産クラスとしては、過去最低のリターンを記録し、外貨建て債市場は年初来の9カ月間で25%近く下落しました。売りは無差別的なものとなりました。しかし、エマージングのベータ環境を下支えする数少ない追い風による恩恵を受ける、より安定したポジションにあるグループの国と、今後危機に直面しそうなグループの国での差が広がっていると考えています。

エマージング投資への前向きなケースを支える主たる追い風は、商品価格の上昇と伝統的な金融政策です。商品価格の上昇は、投資ユニバースの三分の二が商品輸出国であることから、大半のエマージング国の経常収支の大幅な改善につながりました。ほとんどのエマージング国での伝統的なタカ派的金融政策からの、二年間におよぶ利上げの結果、政策金利は二桁に近い水準となっており、インフレへの対応に関しては先手に回っています。また流動性については、国内市場も同等に重要です。23兆米ドルのエマージング債券市場において、外貨建て債の発行は4兆米ドルにすぎません。この20年間で、一部のエマージング国は現地通貨建て債市場の発展に積極的に取り組み、外貨建て債市場で資金調達ができない際には、現地通貨建て債市場を活用することが可能となっています。そのため、エマージング市場において80年代のような債務危機に陥るといった議論は、既述のような政策の変遷を踏まえれば、やや悲観的過ぎると考えています。

しかし、米国の利上げは、一部のエマージング国にとっては逆風となり、構造的に債務支払い能力を削ぐ可能性があります。外貨建てによる資金調達への依存度が高い、小国を含めたフロンティア市場と呼ばれるエマージング国は、この影響を受けやすい状況にあると思います。この状況に該当する国は取引可能なユニバースの中で、約9%程度となっています。サハラ以南のアフリカ諸国はJPモルガンNEXGEM Frontiers Indexの約半分を占めています。サハラ以南のアフリカ諸国の多くは、ワクチン接種率が20%以下に留まり、新型コロナ禍から完全に回復しておらず、この三年間で28百万人が極度の貧困に陥りました。この間の経済成長の鈍化によって純輸出は落ち込み、高いインフレ率から、消費は下押し圧力を受けています。経済成長見通しはさらに厳しくなっており、投資財源が限定され、政府予算は制約されています。これは構造的な不均衡をさらに悪化させ、インデックスを構成するサハラ以南のアフリカ諸国の60%は、GDP比で10%を超える双子の赤字を抱えています。これらの国は、債務残高が最も急激に増加した国でもあり、2009年に50億米ドルだった債券発行額は、2021年には1,000億米ドルまで膨らみました。この地域の国はこれまでのところ、300億米ドルの開発援助と600億米ドルのIMFの緊急支援を受け取っています。債務比率の高さ（対GDPでの債務比率は二桁台の高いゾーン）と、資金調達の必要性から、上記の問題が解決に至るとの確信が持てるまでは、二国間の貸し手や債券投資家がこれらの国に追加融資をする可能性は低そうです。

この状況は今後数年のうちに、アドホックな債務再編という形で終わるのでしょうか。それとも、地域全体に大きな広がりを見せ、経済成長見通しや投資家のリスク選好を悪化させてしまうのでしょうか。後者となるリスクも排除できないと考えています。債務支払いと正しい政策ミックスを遂行しようという意思があったとしても、パンデミックと原材料価格の圧力、すでに高い水準の債務と資金調達コストの上昇によって、サハラ以南のアフリカ諸国の債務プロファイルは持続不可能な所に追い込まれてしまうかもしれません。

債務再編に近づいた場合、適切な枠組みを採用する上で課題となるのは、ソブリンのバランスシート修復のために必要な債務削減への合意ではありません。実際の課題は、直接投資と資金フローをもたらす、経済成長見通しを改善させる将来の政策ミックスと持続可能な債務の道筋という枠組みを構築することだと思います。

サハラ以南のアフリカ諸国のケースにおいては、包括的なアプローチが最も効果的だと考えていますが、市場にとっては新しいことを要求される可能性があります。それは、KPIといった主な持続可能な開発目標にリンクする、新たな債務への組み替えが可能な既存の債務に注目するだけでなく、厳しくモニタリングが行われ、特定の戦略的に重要なプロジェクトにリンクさせることができるような、ESGに関連した「新規資金」を得るソリューションを通じて、新たな流動性を獲得する可能性にも注目することだと思います。もし広範な投資家層を対象とするのであれば、この新規資金ソリューションには高格付けの担保がさらなる安心材料として求められる可能性もあります。この1つの例が、融資への安全網としてIMFによる特別引き出し権（SDR）といった国際的な準備資産を利用することだと思います。サハラ以南のアフリカ諸国は、総額6,600億米ドルのSDRの内、200億米ドルを受け取っています。多くの先進国は、配分されたSDRを使用していません。条件の付与と厳しいモニタリングを付けて、フロンティア市場にこのSDRの再配分を行える枠組みが構築できれば、投資家と資金を必要とする国の双方にとってwin-winの関係を生むことが出来ると考えられます。過去を振り返ると、こうしたタイプの枠組みは1980年代のブレイディ・ボンド計画とおおよそ同じであると言えます。これによって、多くのエマージング国は民間債務のほとんどを借り換えることが出来、エマージング・ソブリン債が資産クラスとして誕生しました。

避けようと思えば避けられるのに、なぜ投資家はこの地域を気に掛ける必要があるのでしょうか。アフリカ大陸には10億人が住み、鉱物埋蔵量は世界の30%、石油埋蔵量は世界の12%を占め、天然ガスは世界の8%を供給しています。経済と人道的な動機に加えて、ESGにリンクする資本を提供するという環境面での議論もあります。グローバルに見て、アフリカ大陸からの二酸化炭素排出量はわずかな割合でしかありませんが、モイブラヒム財団の研究によれば、アフリカ大陸には天候に最も脆弱な国の上位10か国があります。IMFとアフリカ開発銀行の試算では、気候変動に対応するための「国が決定する貢献（Nationally determined contribution）」を満たすために、2022年から2030年にかけて、アフリカ大陸全体で1.6兆米ドルの資金が必要とされています。しかし、現状のペースではその10%にも満たない金額しか積み上がりません。大規模な貧困という財政負担と財源不足によって、ネットゼロを達成し、パリ協定を遵守することが、政治家の優先事項と考えることは楽観的過ぎるでしょう。

占い師は、将来を見通すことには苦勞するかもしれませんが、人生の苦難の時に役立つヒントを与えてくれます。フロンティア経済は数々の構造的な課題に直面しています。こうしたヒントを手掛かりとして、目前に迫る危機を回避するために積極的な行動を取りたいと考えています。確かなことは、危機に陥る方が脱却するよりもずっと簡単であるということです。

## 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