

エマージング債： アンコンストレインド 投資を称える

Anthony Kettle
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

Som Bhattacharya
ポートフォリオ・マネジャー

2020年9月

目次

イントロダクション: アンコンストレインド戦略の増加	3
パートⅠ: なぜアンコンストレインド型のアプローチがエマージング債投資で有効なのか	4
1. バリューストックとボラティリティ	4
2. アセットアロケーション	6
3. オフベンチマークの投資機会	7
4. ヘッジによる下落リスク抑制	8
5. まとめ	8
パートⅡ: アンコンストレインド戦略の例	9
パートⅢ: 投資の実行による差別化	11
1. 運用の柔軟性	12
2. ベンチマークにこだわらず、ベストの投資アイデアの実行	14
3. 下落リスクの管理	15
パートⅣ: まとめ	17



イントロダクション

アンコンストレインド戦略の増加

グローバル経済が新型コロナウイルスの影響によって大幅な成長鈍化から緩やかな成長の時代にゆっくりと移行するなかで、利回りの高さやポートフォリオの分散が図れるというメリットから、エマージング債に対する投資家の関心は高まっています。

しかしながら、エマージング債に特有な周期的に起こるボラティリティのために、投資家はエマージング債に投資するタイミングや、サブアセットクラスのベータに見られる特徴などを注意深く調査してきました。その中で特に関心を集めてきたのは、資産アロケーションを通じて高ボラティリティ環境のかじ取りをしながら、リターンを確保できる戦略でした。

こうした状況に応える形で、エマージング債ユニバースにおいて新たなアンコンストレインド、トータル・リターン、絶対リターン、といった戦略が続々と登場してきています。そのどれもが独自の運用方針とポートフォリオ構築の方法を持っていて、もっと安定したリターンを得ることを標榜しています。しかし、伝統的な投資戦略に対する優位性は、かなり議論の対象となってきました。

この議論は2018年や2019年に加えて、2020年にも主に次の二つの理由から、急展開したと考えています。一つ目は、市場のボラティリティが高まったことで、目の当たりにしている投資機会を活かしたいと投資家が考えたことです。二つ目は、アンコンストレインド戦略の多くがプラスにもマイナスにもリターンを出しており、こうした投資アプローチの有効性を精査するためには、何度かマーケットサイクルを経る必要がある、という昔からの考えに行き着いたことです。

レフ・トルストイは著書の「アンナ・カレーニナ」のなかで、「幸せな家族は皆似ている、しかし不幸な家族はそれぞれに不幸である」と書いています。奇しくも、この箴言は現在の状況と、但し正反対の形で符合しています。多くのベンチマーク型の運用戦略は類似しており、違いを見付けることが難しいケースもありますが、いくつかの景気サイクルの中でリターンは上下に振れながら、似たようなパフォーマンスになりがちです。

対照的に、エマージング債アンコンストレインド戦略はおおむね良好な結果をもたらしていますが、それぞれに独自のアプローチが取られていることから、綿密な調査が必要となります。

ブルーベイでは、エマージング債アンコンストレインド戦略の成功には三つの要素が重要だと考えています。資産のボラティリティの高さに応じてポジションのサイズを変えること、ヘッジツールとしてのデリバティブの活用、機動的にポートフォリオ全体を構築することです。

ポジション・サイズについての規律は、かなり個別の理由でボラティリティが高まるという性質の資産クラスであるということから、重要な点となります。全体的なキャパシティ管理は、多岐に亘る銘柄分析（ファンダメンタルズ、バリュエーション、テクニカル要因）と共に非常に重要です。これらを軽視すると、戦略の成功が損なわれる場合もあります。

この資料では、エマージング債投資におけるアンコンストレインド戦略のアプローチに注目し、下記について議論をしていきます；

- なぜアンコンストレインド戦略のアプローチが、エマージング債という資産クラスに有効だと考えるのか
- 市場に出回るアンコンストレインド戦略にはどのようなものがあるのか
- アンコンストレインド戦略における投資の実行において、重要な4要素とは何か
- 確信度の高い投資アイデアでのトータルリターン型アプローチが、エマージング債のアンコンストレインド戦略でなぜ優位だと考えるのか

*エマージング債には4つのサブアセットクラスがあります。

- a. 外貨建て国債 (JPMorgan EMBI Global Diversified Indexで示されている)
- b. 外貨建て社債 (JPMorgan CEMBI Diversified Indexで示されている)
- c. 現地通貨建て国債 (JPMorgan GBI-EM Global Diversified Indexで示されている)
- d. 現地通貨建て社債 (BofA ML Emerging Market Non-Sovereign Debt Indexで示されている)

パート I

なぜアンコンストレインド戦略のアプローチが、エマージング債という資産クラスに有効だと考えるのか

これまで、ほとんどの投資家はベンチマーク型の運用を通じて、特定のエマージング資産、あるいはもっと分散された投資アプローチによって、エマージング資産に投資をしてきました。こうしたアプローチは景気サイクルのある特定の時期に、それぞれ長所を持っていますが、ベンチマークにこだわらない、つまりアンコンストレインド型の運用は、より広範な投資機会があり、さらに価値を高める投資ができるかもしれません。

1. バリューとボラティリティ

エマージング債は投資家に多くの利益をもたらしますが、同時に潜在的なリスクも伴っています。例えば、中国のインターネット企業からナイジェリアの現地通貨建て国債まで、個別材料からの幅広いリターン獲得機会に溢れた、分散されたポートフォリオを持つ一方で、多くのバリューも備わっています。代表的な指標で見ると現在の利回りの範囲は4%~7%であり、B格以下の銘柄に目を向けると、利回りは8%程度まで上昇します。エマージング債の利回りプレミアムでの魅力は、先進国の同程度の格付けとデュレーションの債券と比較すると明らかです（図1と図2参照）。



図1: 代表的なクレジット資産の信用格付けと利回り

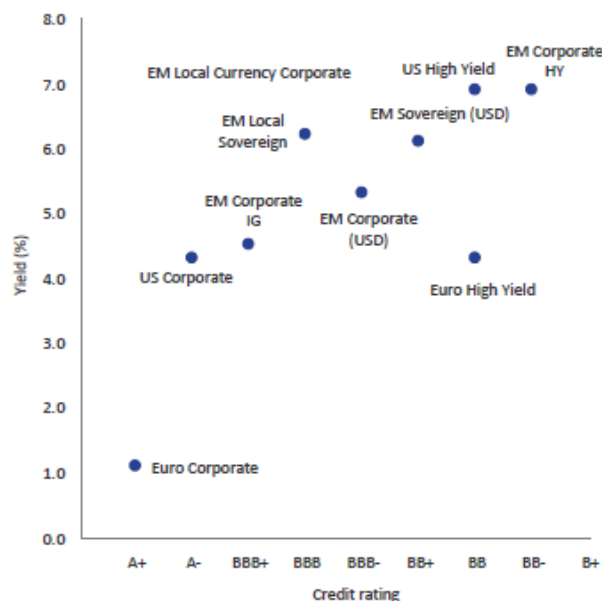
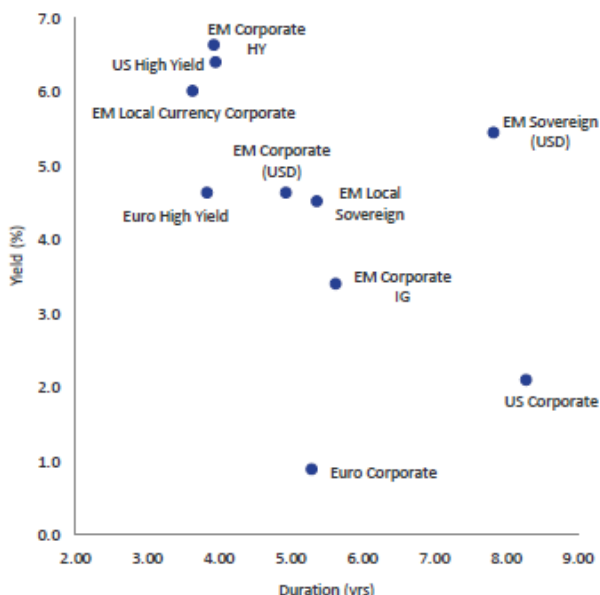


図2: 代表的なクレジット資産のデュレーションと利回り



エマージング債：アンコンストレインド投資を称える

エマージング債の潜在的な価値は、投資家心理が良好な時にもっとはつきりと現れ、5%～16%といった範囲でリターンを得ることができています（図4の2012年や2017年、2019年がその例）。

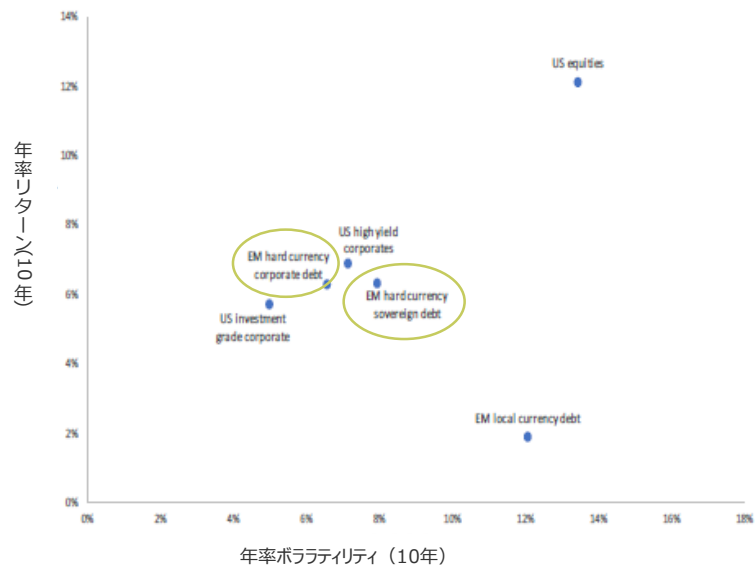
しかし、ボラティリティの高い資産クラスに共通することですが、エマージング債もまた大幅な下落に見舞われる期間があり、利回りが上昇して、大きな損失を被る可能性があります。年率ボラティリティに現れるこの浮き沈みは、キャリア収入によって常にプラス・リターンを得られる資産クラスではないとの警告を発しています。図3ではエマージング債の各資産クラスのボラティリティと先進国の様々な資産クラスのボラティリティを比較しています。

エマージング債は、その他のコアな債券資産と比較して需給面（投資家のポジションや流動性）に左右されやすいと考えられます。なぜなら、一般的に機関投資家の中長期的な（戦略的な）資産配分に占めるエマージング債の割合が小さいためです。その結果、機関投資家によるオフベンチマークとしての短期的な（戦術的な）資産配分（「ツurisト・マネー」とも呼ばれる）によって、価格変動はプラスとマイナスのいずれの方向においても誇張されることとなり、資産クラスによっても影響の大きさは違ってきますが、全体のボラティリティが高まってしまいます。

ここから導き出せる一つの結論は、エマージング債を対象としたロングオンリーのベンチマーク型戦略は、ある特定の景気サイクルでは良好なリターンを期待できますが、この投資戦略が最終的に成功を収めるためには、投資のタイミングやマネジャーのスキル、ベータの選択も非常に大事になってきます。

後述しますが、アンコンストレインド戦略は、市場の上昇からの利益の大部分を得ながら、下落に対して安全網を設けて、長期的なボラティリティをなだらかにすることができると考えています。

図3：エマージング債はリスク/リターンからみても魅力的



出所: JPMorgan, Bloomberg. 2020年7月31日時点

図4：エマージングのサブアセットクラスのリターン（2011年から2020年）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 YTD
EM Sov IG	9.2%	EM Corp HY 23.0%	EM Corp HY -0.2%	EM Sov IG 9.7%	EM Sov HY 4.3%	EM Corp HY 17.6%	EM Sov HY 11.4%	EM Corp IG -0.7%	EM Sov IG 16.6%	EM Sov IG 3.1%
EM Corp IG	5.4%	EM Sov HY 21.5%	EM Sov HY -0.8%	EM Corp IG 8.2%	EM Corp IG 1.3%	EM Sov HY 13.7%	EM Corp HY 10.4%	EM Sov IG -2.4%	EM Corp HY 14.8%	EM Corp IG 1.9%
EM Sov HY	4.9%	EM Corp IG 15.1%	EM Corp IG -2.4%	EM Sov HY 3.4%	EM Corp HY 1.0%	EM Sov IG 7.0%	EM Sov IG 9.2%	EM Corp HY -3.1%	EM Sov HY 13.5%	EM Corp HY -2.4%
EM Corp HY	-2.6%	EM Sov IG 14.8%	EM Sov IG -7.6%	EM Corp HY 0.3%	EM Sov IG -1.1%	EM Corp IG 6.4%	EM Corp IG 6.3%	EM Sov HY -6.2%	EM Corp IG 12.7%	EM Sov HY -9.6%

エマージング債の資産クラスでベストとワーストのもののパフォーマンス差

11.8%	8.2%	7.5%	9.4%	5.5%	11.2%	5.1%	5.5%	3.9%	12.7%
-------	------	------	------	------	-------	------	------	------	-------

■ EM国債IG ■ EM社債IG ■ EM国債HY ■ EM社債HY

出所: Bloomberg, 2020年7月31日時点

2. アセットアロケーション

エマージング債には主に4つの資産クラスがあります。

- **外貨建て国債** (JPMorgan EMBI Global Diversified Indexが代表インデックス)
- **外貨建て社債** (JPMorgan CEMBI Diversified Indexが代表インデックス)
- **現地通貨建て国債** (JPMorgan GBI-EM Global Diversified Indexが代表インデックス)
- **現地通貨建て社債** (BofA ML Emerging Market Non-Sovereign Debt Indexが代表インデックス)

これらの資産クラスは長期的には全体として高い相関ですが、下落時にはこの相関が低下することがあります。

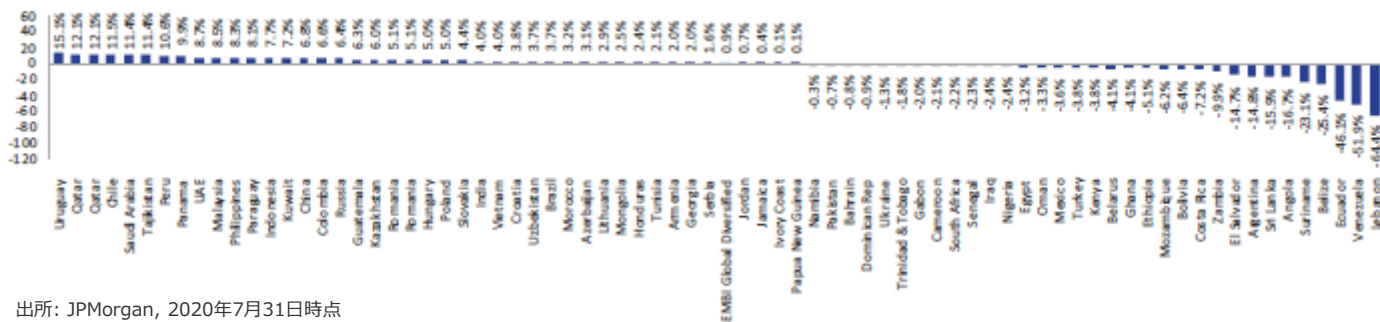
加えて、エマージング債の世界では外貨建てと現地通貨建ての社債は、それぞれの国債と比較して一般的にボラティリティは低くなっています。個々のファンダメンタルズと需給要因によって影響される、それぞれの資産クラスのリターン源泉が異なることが一因として考えられます（外貨建て債では金利とスプレッド、現地通貨建て債は現地金利と通貨など）。

結果として、各資産クラス間でアクティブに資産配分をすることが重要な役割を担うと考えられます。図4では資産クラスごとのワースト及びベスト・リターンの差を示しています。

一つの資産クラスの中でさえ、構成銘柄が幅広いことから、リターンに大きな差が生まれることがあります。図5、6、7では外貨建てと現地通貨建てのインデックスで、構成銘柄によって、2020年にどれだけリターンに差が生まれたかを示しています。

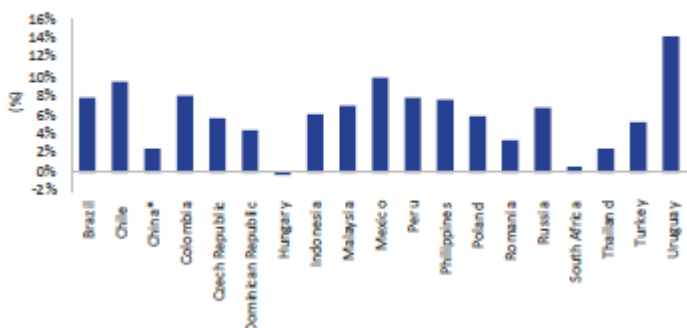
投資家がアクティブな資産配分と資産選択を通して、このリターン差を活用出来るのならば、更に良好なパフォーマンスを得られるはずで。ブルーベイでは、アンコンストレインド戦略以外では、あらゆる投資機会を継続的に活用し、より高いリターンを求める投資家に最善の解決策を提供することは難しいのではないかと考えています。

図5: 外貨通貨建て - 国別トータルリターン, 2020年初末 (%)



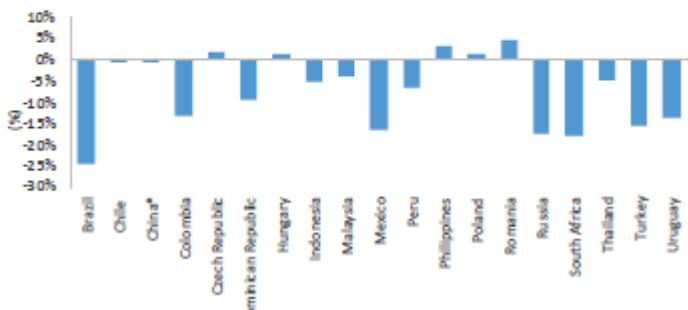
出所: JPMorgan, 2020年7月31日時点

図6: 現地通貨建て - 金利部分のリターン, 2020年初末 (%)



出所: Bloomberg, JPMorgan, 2020年7月31日時点。インデックス: JPM GBI-EM Global Diversified Index, unhedged in USD。*中国は2020年2月28日からGBI-EM Global Diversified Indexに採用され、現在段階的な組み入れ期間にあります。

図7: 現地通貨建て - 通貨部分のリターン, 2020年初末 (%)



出所: Bloomberg, JPMorgan, 2020年7月31日時点。インデックス: JPM GBI-EM Global Diversified Index, unhedged in USD。*中国は2020年2月28日からGBI-EM Global Diversified Indexに採用され、現在段階的な組み入れ期間にあります。

3. オフベンチマークの投資機会

エマージング債の投資ユニバースの中で、インデックスは一般的にしっかり作られており、適切に分散されていますが、インデックス外のオフベンチマーク銘柄に大きな投資価値を見付けることもよくあります。下記がその例です；

1. **現地通貨建て社債**は、投資家の投資ユニバースに通常含まれませんが、経験上、非常に厳選して投資を行えば、流動性のある、こうした資産への投資によって、さらにリターンを高めることが出来ます。
2. **インデックスへの組み入れ**による需給面での材料は、リターンの大きな源泉となるケースが多くあります。カタールやサウジアラビアのような中東国は格付けに対してスプレッドは魅力的でしたが、JPMorgan EMBI Global Diversified Indexに2019年2月まで含まれていませんでした。インデックスへの参入が予定されたことから、2018年を通して、需給面からの要因による恩恵を強く受けました。

3. エマージング債の幅広い投資機会には、ベンチマーク・インデックスの基準を厳密には満たさないながらも、**リターン特性が魅力的な投資機会**が多くあります。例えば、デュレーションが極めて短いながらも高利回りであるエジプト国債やウクライナのGDP連動のワラント債、オフベンチマークの投資適格資産（投資例は下記を参照）などが挙げられます。

伝統的なベンチマーク型のポートフォリオでも、これらをオフベンチマーク銘柄として保有することが出来るかもしれませんが、アンコンストレインド戦略では、もっと大きなポジションを取ることが出来るために、目に見える効果を得られると考えています。

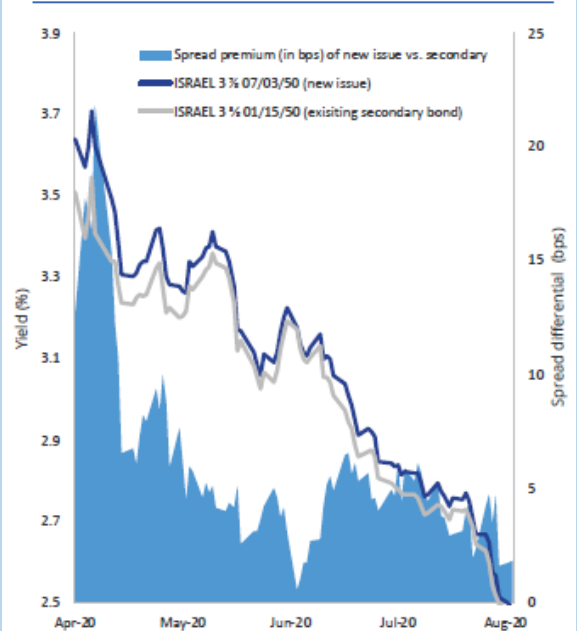
オフベンチマーク銘柄への投資例：イスラエル

イスラエル（A/A1格）は新型コロナウイルスに起因する成長減速懸念によって、市場が大幅な調整に見舞われた後の早い段階で起債を実施しました。投資に至った背景として次のポイントが挙げられます；

- イスラエルはウイルス・ショックに対して強固な支援政策を打ち出しており、グローバル成長への打撃を切り抜け、V字型回復を実現できると考えました。
- イスラエル外貨建て債の下落の行き過ぎは顕著でした。
- 成長見通しは高くないものの、過去の危機局面ではイスラエルの先端技術や高付加価値なニッチ産業が耐性を発揮しました。
- 中央銀行が発表した緩和的な金融政策は市場予想を上回る内容でした。財政面では、財務省がGDPの6%に相当するおよそ220億米ドルの追加支援を実施しました。

以上を踏まえて、良好なパフォーマンスを期待し、イスラエル国債の新発債に投資をしました。投資後の4か月間でスプレッド・プレミアム（既発債と新発債のスプレッド差）は18bps縮小し、イスラエル債全体のスプレッドも110bps近く縮小しました。

図8: イスラエル - 新発債 VS 既発債



出所: Bloomberg, 2020年8月11日時点

4. ヘッジによる下落リスク抑制

エマージング債投資家にとって幸いなことに、エマージング債市場では下落リスクを抑制できるヘッジ手段があります。エマージング債の非効率性から、一般に認識されているリスクであっても、市場が大きく過小評価していることがあり、そのリスクを一部ヘッジする効果的な方法があります。

ブルーベイでは下落リスクを適切にヘッジするために、個別国のCDSやエマージング通貨、またはオプションや先物といったデリバティブを活用しています。

直近の例としてロシアが挙げられます。2018年10月時点で原油価格が3年来の高値水準にあり、同時に米国からロシアに対する追加制裁リスクも高いなか、ロシアのCDSはスプレッドがかなりタイトな水準で取引され、制裁リスクを適切に反映していないように見えました。ブルーベイは追加制裁が下されることを予想していたため、幾らかの下落リスクをヘッジしようと、ロシアのCDSプロテクションを購入しました。

石油輸出国として、ロシアのCDSは原油価格への感応度が高く、このショート・ポジションによって、他の石油輸出国のロング・ポジションのリスクを一部調整する役割を果たしました。

地政学リスクがその後により高まり、原油価格は40%近く下落したことで、CDSスプレッドは拡大し、保有していたヘッジ・ポジションが機能しました。

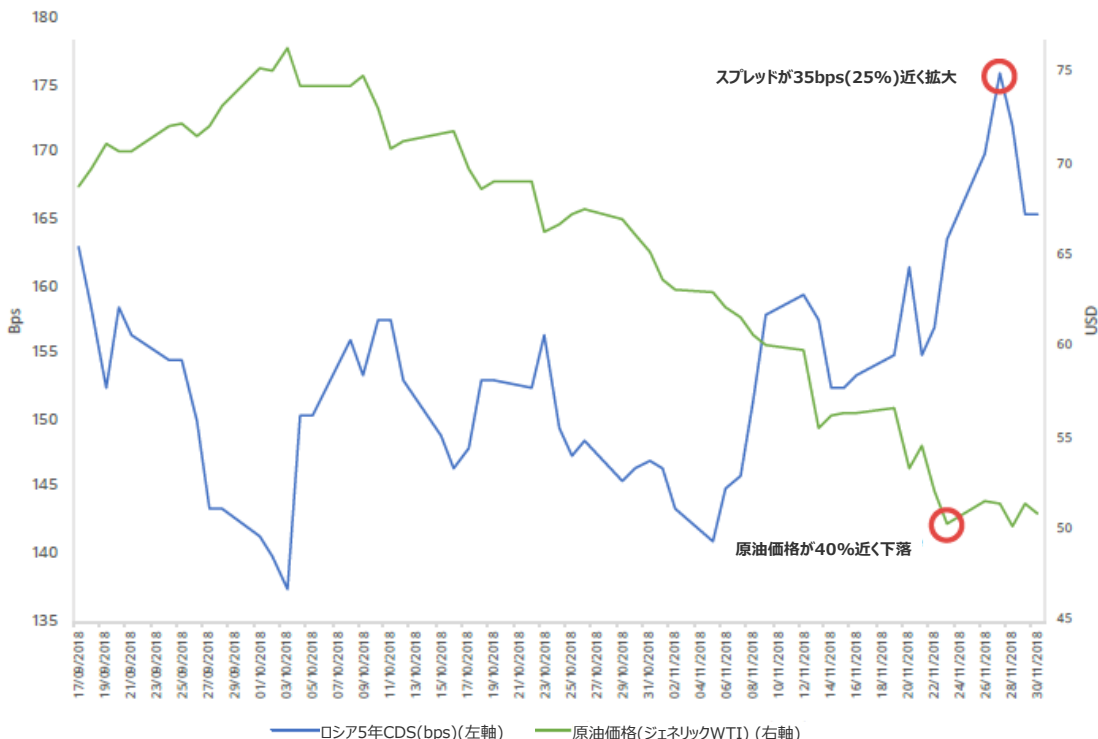
こうしたヘッジ戦略は全体に組み入れた際に、下落リスクの抑制手段となり、市場の下落局面でのリターン保全の一助になると考えています。

5. 結論

単一の資産クラスあるいは複数の資産クラスであるかを問わず、ベンチマーク型の戦略は、厳格なリスク量とガイドラインを通して規律を持っているという誤解を与えていますが、市場サイクルを通して高いリターンを生み出し、それを保全するという機会を制約してしまう可能性があります。

エマージング債には思わぬ展開がよく起きること、需給面の特性、幅広い投資機会、非効率性がリターンの魅力を生み出すということなどを考えると、リスク調整後の最適なリターンを求める顧客のニーズを満たすためには、アンコンストレインド戦略が最も適していると考えています。

図9: 過去のケース・スタディ - ロシアのCDS(5年)と原油価格の推移



パート II

アンコンストレインド戦略の例

一般的にエマーシング債のアンコンストレインド戦略には、3種類の戦略があります。各戦略の特徴を紹介します。

絶対リターン：低ベータ・バイアス*（「絶対リターン型アプローチ」）

- いかなる市場環境においてもプラスリターンを生み出すことを目指す絶対リターン型
- 姿勢として慎重なポートフォリオが構築される傾向がみられる

この姿勢はベアな市場では良好なパフォーマンスを期待できますが、市場の上昇局面では大きく出遅れてしまう可能性があります。アップサイドを逃してしまうことは、高いリターンを獲得する可能性を秘めたエマーシング債に投資する上で、基本的な前提に合致しないことになるため、この戦略は適していないと考えています。

トータルリターン：分散して複数の資産クラスに投資するアプローチ（「マルチ・スリープ型アプローチ」）

- 各々の資産クラスで、トータルリターンの構造が組み入れられている
- 各資産クラスは概ねベンチマークに沿って運用されている
- 追加的に下落リスクのヘッジ用の戦略を持つ
- 分散され過ぎる傾向がみられる

この戦略が困難に直面するケースはいくつかあります。最も困難なのは、資産クラス間で国とリスクファクターが重なってしまうことで、投資アイデアが似たものになってしまうことです。それに加え、アップサイド/ダウンサイドの中でボラティリティがあまり回避されない点です。

トータルリターン：統合型の高い確信度に基づくアプローチ（「高確信度トータルリターン型アプローチ」）

- 高い確信度と集中度でのアロケーション（ベンチマーク型のアプローチではない）
- 主要なリスク・パラメータに柔軟性を持って対応できる
- 姿勢として慎重なアプローチは取らない

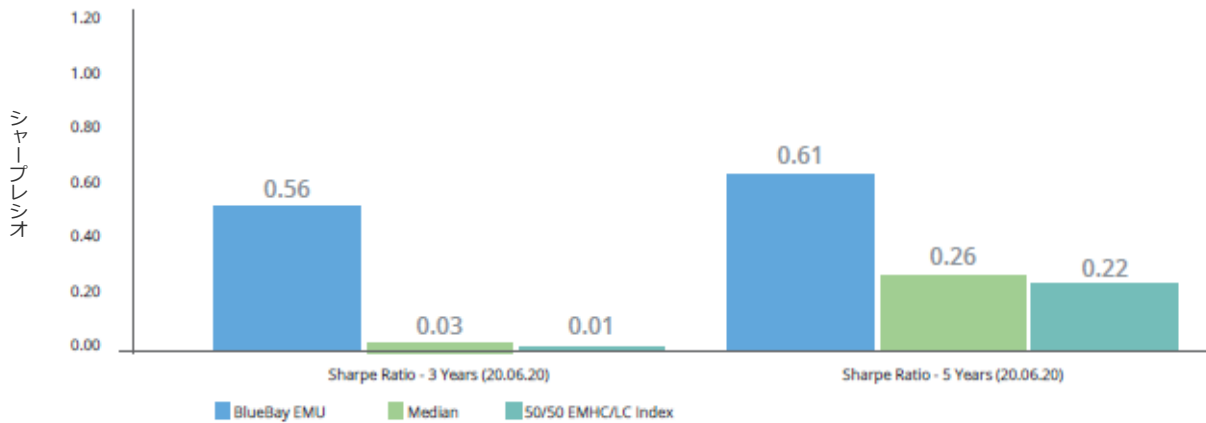
このアプローチは、エマーシング債のアンコンストレインド戦略のなかで、最も良好な結果をもたらすと考えています。ブルーベイのアンコンストレインド型エマーシング債戦略はこの投資方針を踏襲し、8年のトラック・レコードという様々な市場サイクルのなかでテストしてきました。堅調なリスク調整後での長期リターンと、ピア比較でも良好な順位が、この戦略の有効性を証明していると考えています。

ブルーベイエマージング債アンコンストレインド戦略（EMU）：高い確信度に基づくトータルリターン戦略

2010年以降、幾度かブルとベアな市場を経験しましたが、アンコンストレインド戦略のパフォーマンスは長期にわたって良好なリスク調整後リターンを獲得出来ていると考えています。過去3年間を見ると、当戦略のシャープ・レシオは1.00を超えています。これを年率ボラティリティ約5.7%のなかで達成しており、コア債券資産のボラティリティと大差はありません。

これらのデータで証明されているとおり、高い確信度に基づくアプローチが、パート2で述べた3つの戦略のうち、最も優れていると考えています。

図10: EMU – 3年と5年の堅調なリスク調整後のリターン（グロス値）



出所: eVestment, 2020年6月30日時点

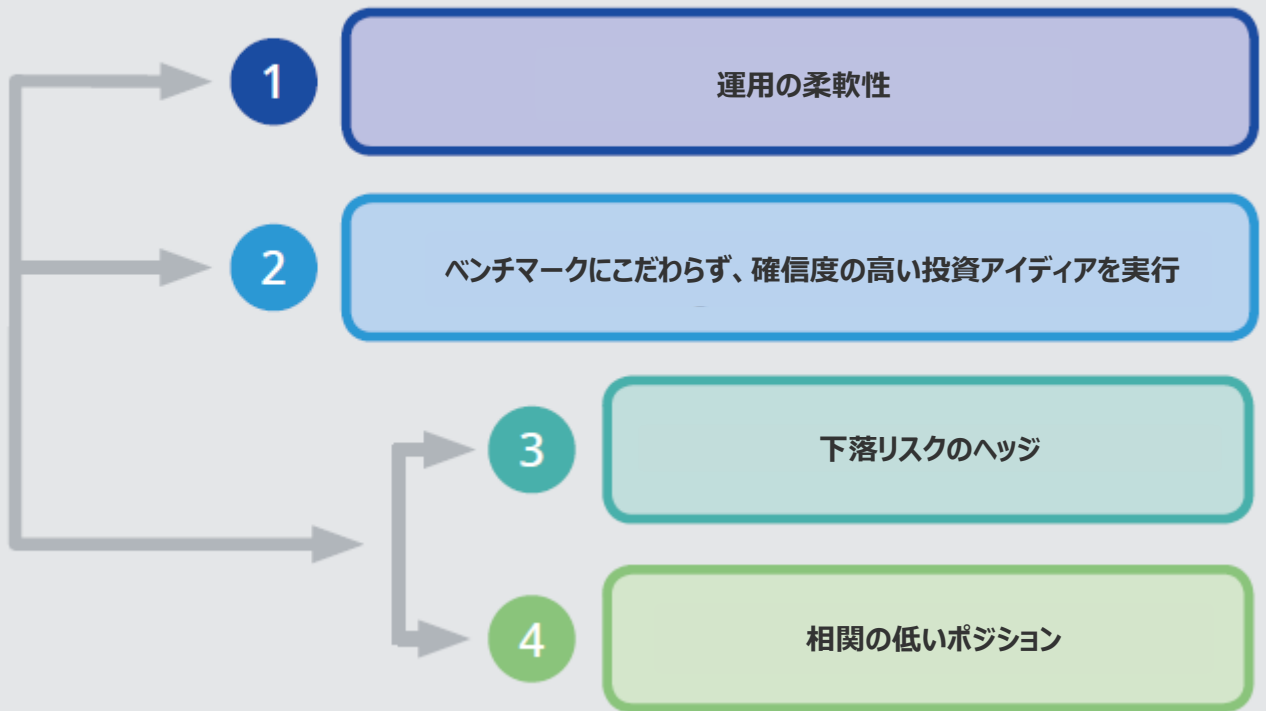


パート III

投資の実行による差別化

アンコンストレインド戦略の成否は、あらゆる投資機会を活用できるか、そしてそこに着実に投資を行えるか、という点が鍵になってきます。そしてエマージング債アンコンストレインド戦略のポートフォリオを構築する上では、4本の柱があるとブルーベイでは考えています。

エマージング債アンコンストレインド戦略 - 投資の実行での4本の柱



9ページで触れている通り、エマージング債アンコンストレインド戦略は主に3種類あります。その中で、「絶対リターン型」と「マルチ・スリープ型」でも、この4本柱を組み合わせた運用は出来ます。しかし、これら全てをバランス良く含めて運用できるのは「高い確信度に基づくトータル・リターン型」だけであるとブルーベイでは考えており、投資家にとって最善の選択ではないかと思っています。

ブルーベイのエマージング債アンコンストレインド戦略を実例として用いて、リターンを最適化するためにこの4本柱を組み合わせることが、なぜ有効であるかを一つ一つ見てみたいと思います。

ブルーベイのエマージング債アンコンストレインド戦略に取り入れられている4本柱

1. 高い柔軟性

運用戦略として、ブルーベイのエマージング債アンコンストレインド戦略は相当な柔軟性を有しており、外貨建て債及び現地通貨建てソブリン債を純資産額の最大100%組入れることが出来る一方、エマージング社債への投資は純資産額の最大50%という制約にしています。

流動性は日次で、キャッシュ上限は純資産額の50%に制限しており、借入れを通じたレバレッジは行いません。しかし、デリバティブの活用を通じたシンセティックなレバレッジは可能です。

ポートフォリオは機動性が高く、リスク感応度の調整を素速く行っています。図11で確認できる通り、当戦略は市場テーマの変化に比較的早く対応し、ポートフォリオにとって有効であると判断した場合には、ネット・ショートのポジションを機動的に取ることもあります。

投資例 – 柔軟なリスク管理

2016年11月にドナルド・トランプ氏が米大統領選挙に勝利した後、非常にディフェンシブなポートフォリオへと動かしました。これは、米国債利回りの上昇、米ドルの上昇、アジア通貨への強い圧力といった、いわゆる「トランプ・トレード」が盛んになるという市場の想定に対応するためのものでした。

図11及び12で分かる通り、ポートフォリオのリスク感応度は2016年10月から12月にかけて、過去最も低い水準となっています。

この期間に米国債利回りが大幅に上昇するとともに、エマージング通貨は予想通り下落したことから、このディフェンシブなポジションは、ポートフォリオのパフォーマンスを助ける役割を果たしました。結果として、2017年のリターンは10%（報酬等控除前のグロス値）を上回る結果となりました。

図11: 現地金利デューレーションの推移



出所: Bluebay Asset Management, 2019年3月1日時点

図12: スプレッド・デューレーションの推移

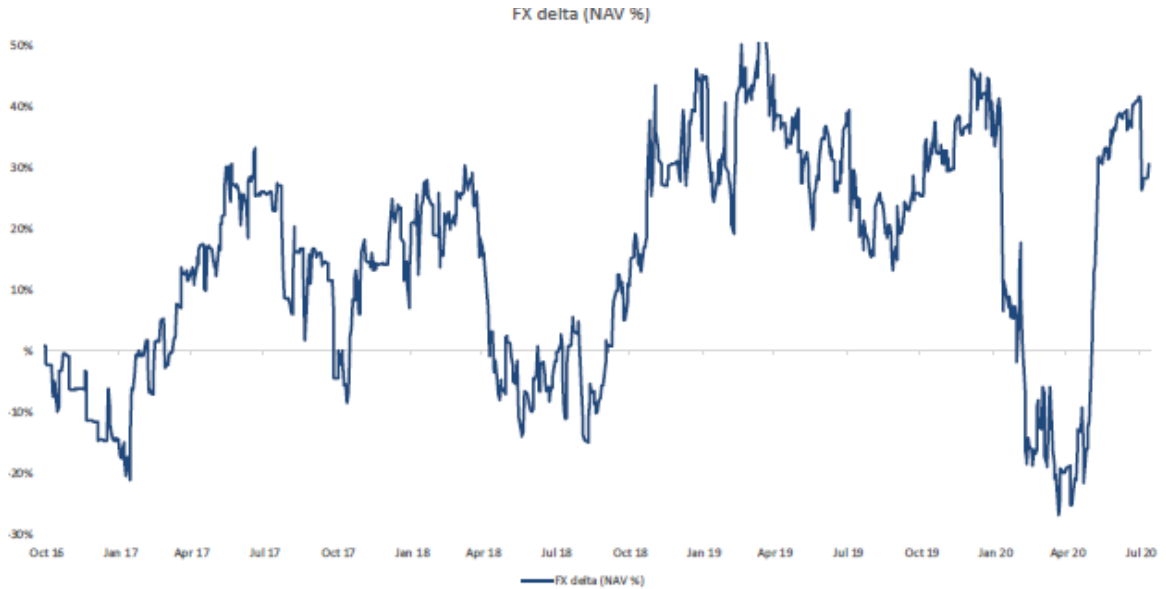


出所: Bluebay Asset Management, 2019年3月1日時点

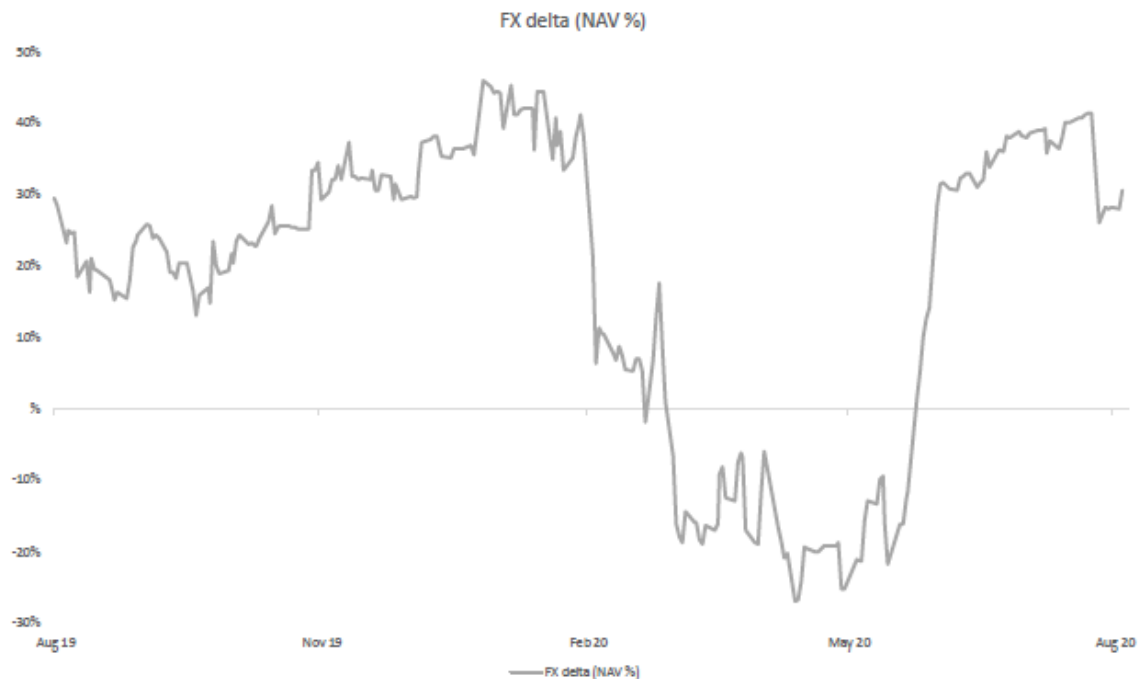
エマージング債：アンコンストレインド投資を称える

こうした柔軟性は、図13で示している通貨のエクスポージャーにおいても確認できます。エマージング通貨に対して構造的なロングまたはショート・バイアスのポジションを取るのではなく、エマージング通貨の市場環境を慎重に予想し、そうした見通しに従ってポートフォリオのポジションを調整します。例えば、コロナ危機の間に積極的にエマージング通貨のリスクを削減し、市場が安定した際に、リスクを増やすということを行っています。

図13: 通貨の柔軟性 - ブルーベイエマージング債アンコンストレインド戦略のFXエクスポージャー（デルタ）の推移



出所: Bluebay Asset Management, 2020年8月



出所: Bluebay Asset Management, 2020年8月

2.ベンチマークにこだわらず、ベストの投資アイデアの実行

ポートフォリオでは、ベストの投資アイデアのみを用いて、通常40～50のポジションを取ります。確信度の高い一部の投資アイデアについては、個別のポジション量が大きくなることもあり、10%超のポジション・サイズとなることもあります。

こうした高い確信度を持つ投資アイデアに集中して投資を実行する目的は主に2つあります。

一つは、ポジション数が少ないことで、市場が予想と反した動きになっても、ポートフォリオを素速く変えることができます。もう一つは、リターンが過度に分散され、鳴かず飛ばずになることが避けることができます。投資の実行についてこうした考えを持っていることから、通常はベンチマークに捉われないこととなります。

投資例 – ナイジェリアの現地通貨建て債

2018年にエマージング現地通貨建て債のベータが苦戦したことは周知の通りです。しかし、すべての現地通貨建て債資産が苦戦したわけではありません。特にナイジェリアの現地通貨建て債は、高いキャリーと2018年4月から9月にかけての原油価格の上昇が下支えとなり、市場ベータを大幅に上回るパフォーマンスとなりました。

ブルーベイのアナリストはこの間、ナイジェリアの現地通貨建て債に対して高い確信度を維持し、現地通貨建て債でいくつかの国に分散したロング・ポジションを取るのではなく、ナイジェリアの現地通貨建て債に集中した投資を行い、その結果、2018年に最も良好なパフォーマンスをもたらしたポジションのひとつとなりました。投資の選別に際して、このようにベンチマークに捉われないことで、市場が下落する局面でプラスのリターンを獲得することが出来ました。

図14： 2018年に市場ベータを上回るリターンとなったナイジェリアの現地通貨建て債



出所：ブルームバーグ 2019年1月31日



3.下落リスクの管理

市場はいつも予想だにしない動きとなり得ることを認識しておくことは重要で、ポジションの中には上手く行かないものがあります。アンコンストレインド型のポートフォリオの運用方針においては、ダウンサイドを管理するために2つのアプローチを取っています。

- ① **ヘッジによるプロテクション**： 様々なヘッジ・ツールを使って、下落リスクの管理を効率的に行う。
- ② **相関の低いポジション**： エマージング資産のユニバースの中で、市場全般の下落に対して相関が低い資産を見つけ出す。

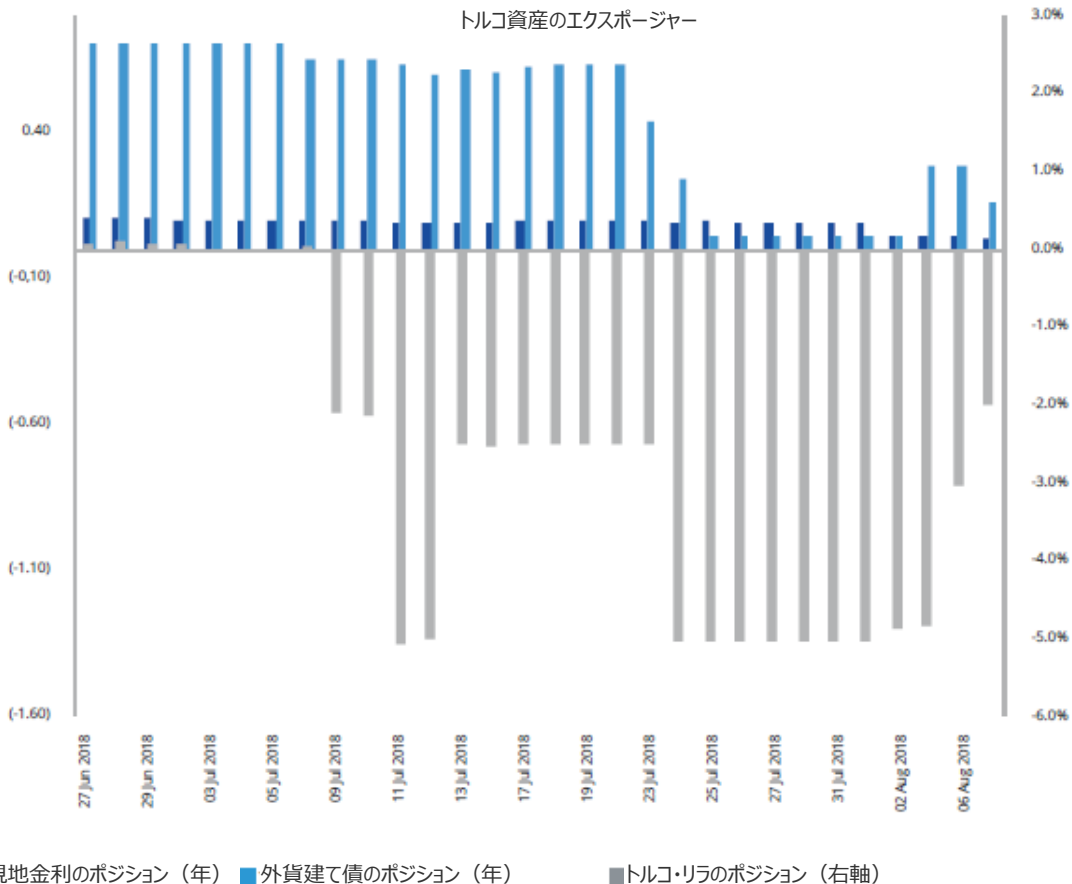
投資例 – ヘッジによる下落リスクの管理

2018年に最も目立ったイベントのひとつに、7月から8月にかけてのトルコ経済の急速な悪化と、その後のトルコリラの急落が挙げられます。この「トルコ危機」時に、トルコの外貨建て債をロング・バイアスにしていたが、後から考えれば、良くないポジションでした。スプレッドが大幅に拡大し、通貨が急落するに連れて、流動性は損なわれ、このポジションを売ることは難しい状況となりました。

しかし、トルコ・リラの流動性はまだ残っていたことから、通貨を使って機動的なヘッジ・ポジションを持ち、ポートフォリオの下落リスクを抑制しました（図15参照）。

トルコの外貨建て債のロング・ポジションはマイナスとなったものの、通貨のヘッジ・ポジションがこのマイナス以上のリターンをもたらしました（図16参照）。

図15: 2018年7-9月期に構築したトルコ・リラの機動的なショート・ポジション



出所：ブルーベアセットマネジメント 2018年9月

注) 上記は過去の実績の分析例であり、予測を示すものではありません。いかなる目標リスクや目標リターン等の達成を保証するものではありません。

図16：2018年7-9月期のトルコ資産の寄与度（bps）



出所：ブルーベアセットマネジメント 2018年9月

他のアンコンストレインド型の戦略でも、似たようなポジションを取るかもしれませんが、リターンを高めるのに十分なだけポジション・サイズを大きくすることができるのは、あくまで確信度が高いもので、ポジションを集中させた場合に限られます。

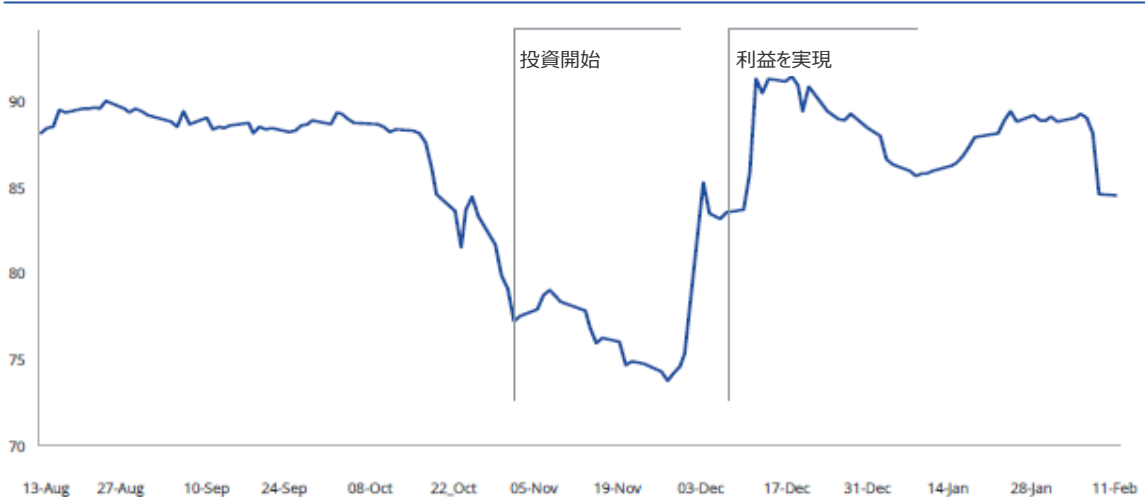
投資例 – 相関の低いポジション

多数のアナリストを抱えて、エマージング資産全体に目を配っているアクティブ運用者であるからこそ、あまりリサーチが行われていないような銘柄、ディストレストにある銘柄、オフベンチマークの銘柄などから投資アイデアを見付け出すことが出来ます。時として、こうしたポジションは市場全体の動きとの相関がないものとなり得ます。

こうした投資例の一つとして、メキシコ・シティ空港の資金調達のために発行されたメキシコ・シティ・エアポート・トラスト債が挙げられます。2018年に市場のボラティリティは高まりましたが、この債券はロベス・オブラドール大統領が空港建設計画を巡る住民投票を実施することを発表するまでは、安定した推移を続けていました。住民投票の結果、空港建設計画はキャンセルされることとなり、この債券価格は図17のように急落しましたが、ブルーベイのアナリストは、最終的に政府は債券保有者により好条件を提示する可能性が高いという見方を持っていました。

こうした分析に基づき、メキシコシティ・エアポート・トラストの2046年債と2047年債の購入を進め、10月から11月にかけてポジションを積み増しました。12月の初めに政府が債券保有者に好条件のオファーをしたことで、債券価格は反発し、ポジションの利益を実現しました。

図17：メキシコシティ・エアポート・トラスト2047年債の価格推移



出所：ブルームバーグ、ブルーベアセットマネジメント 2019年2月

リターンそのものも印象的だったのですが、このポジションは市場環境に反してリターンを得られたという点が大きな差異として重要な点だと考えています。これらの債券が25%前後のリターンを出している時に、ほぼすべての先進国市場、エマージング株、エマージング債券のリターンはマイナスとなっていました。こうした点から、このポジションは妙味のある個別材料からリターンを得られただけでなく、市場が下落する中で相関のないポジションでもありました。

パート IV

まとめ

いま、投資家にはベンチマーク型のプロダクトからアンコンストレインド型のプロダクトまで、様々なエマージング債戦略の選択肢があります。

長期的（5年～7年）に魅力的なリスク調整リターンを獲得するという目的であれば、**アクティブな資産配分、機動的なリスク管理、下落リスクのヘッジ、相関の低いポジション**といった点がポートフォリオの構成上、不可欠になると考えています。

経験上、ベンチマーク主導のガイドラインやリスク許容といった制約があると、こうした要素をひとつのポートフォリオに組入れることは難しいと考えています。このことが、アンコンストレインド型戦略のパフォーマンスが長期に亘って、市場全体のベータよりも低ボラティリティながら良好なリターンを獲得できる傾向があることの理由でもあります。図18で示しているように、ブルーベイの戦略においては、運用開始来の年率リターンは市場のベータ・リターンを200bps上回る一方、ボラティリティは15%程度低い水準に抑えられています。

こうしたことから、様々なエマージング債のアンコンストレインド戦略の中でも、「**高い確信度に基づくトータル・リターン型のアプローチ**」が長期的に優良なリターンを得るのには最も適していると考えています。

このアプローチによって、魅力的な投資結果を得るために、高い確信度で制約なく投資を行いながら、投資行動における4つの要素の威力を投資家は常に享受することができるようになると考えています。

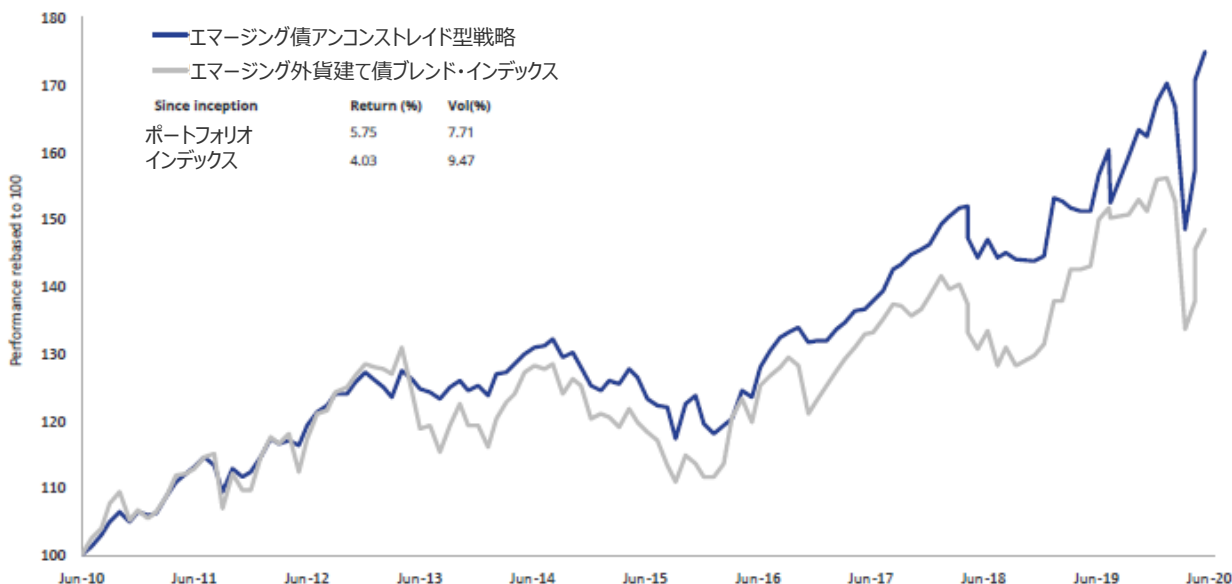
さらに、こうしたポートフォリオが成功をもたらすかどうかは、投資プロセスと投資哲学の堅固さと切っても切り離せない関係にあると思います。例えば、エマージング資産に対して長期的なファンダメンタルズ分析のみに注力することは間違いであり、特にエマージング通貨などのように、需給面に左右されやすい流動性の高い資産においては、こうした分析だけでは事足りません。こうした資産の投資においては、堅固なテクニカル分析も重要となります。

さらに、ボラティリティに合わせた、適切なポジション・サイズも重要となります。エマージング資産のボラティリティは資産によって全く異なることがあります。

最後に、機動的なポートフォリオを維持するためには、エマージング資産全体で運用資産額の上限を管理することも重要となります。

ブルーベイでは、落とし穴に気をつけながら長期的に最善のリターンを獲得できるよう努めています。

図18：ブルーベイのエマージング債アンコンストレインド型戦略（手数料控除前）とエマージング外貨建て債ブレンド・インデックスのリターン推移





Anthony Kettle

パートナー
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

2006年3月にブルーベイに入社し、主にエマーヅング債ロング・ショート、アンコンストレインド、エマーヅング社債（ロング・オンリー）戦略を運用しています。ブルーベイ入社前は、ナショナル・オーストラリア銀行に5年間勤務していました。メルボルン大学商学部卒業。豪州証券投資委員会にて Applied Finance and Investmentを修了。CFA保有。



Som Bhattacharya

クライアント担当ポートフォリオ・マネジャー

2015年7月にブルーベイに入社しました。それ以前は JP Morgan Asset ManagementでEMソブリンチームに所属し、エマーヅング債券プロダクトに特化したクライアント担当のPMとして勤務していました。2008年にJP Morgan Asset Managementに入社する以前は、ドイツ銀行の資本市場組成チームで北欧の金融機関をカバーしていました。またそれ以前には Fidelity Investmentsで債券の定量アナリストをしていた経験もあります。学生時代には機械工学を専攻し、その後カルカッタのインド経営大学院でMBAを取得。CFA及びIMC保有。

エマージング債：アンコンストレインド投資を称える

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

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。

■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になります。

ロング・オンリー戦略

(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
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%

オルタナティブ戦略

(年率、税抜き)

運用戦略	トータルリターン	絶対リターン
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。