

エマージング債券市場に関する質問に答えます

2021年2月

今年のエマージング債券市場への投資に関する皆さまのご質問に、ブルーベイのエキスパートがお答えします。



成長とインカムが追求される世の中で、エマージング投資家の 2021年の投資機会はどこにあるでしょうか？

ポリナ・クルドヤフコ、エマージング債チームヘッド

世界地図を俯瞰すると、2021年はエマージング市場（EM）の投資家にとって、4つの魅力的な投資機会が存在することがお分かりいただけるでしょう。

1. アジア

中国の不動産市場は引き続き相対価値の観点から魅力的な投資対象として映ります。同市場のバリュエーションは、他の市場では見られないものです。その主な要因は、透明性の欠如です。ファンダメンタルズ面では、同市場は安定しているとみています。

2. トルコ

過去数年に亘る非常に脆弱な政策ミックスにより、同国の外貨準備高の多くが失われましたが、多くの企業や金融機関は底堅さを維持しています。結果としてトルコには、今後リターンの余地があるとみています。

3. アルゼンチン

昨年債務再編が実施されましたが、極端に脆弱な政策ミックスは継続しています。しかし、年末には中間選挙が予定されており、現状の体制が揺さぶられる可能性もあります。アルゼンチン国債には割安感があり、利回り面でも魅力的であるとみています。

4. アンゴラ

去年は、原油価格の下落によって深刻な打撃を受けました。しかし、足元で原油価格が回復する中、国際機関からもある程度救済を得ており、利回りは高水準です。したがって、アップサイドの恩恵を受ける可能性はありと期待しています。

トルコでは、過去数年に亘る非常に脆弱な政策ミックスにより、同国の外貨準備高の多くが失われましたが、多くの企業や金融機関は底堅さを維持しています。



2021年にEMが直面する主要なマクロ及び地政学リスクは何でしょうか？

ブレント・デービット、シニア・ポートフォリオ・マネジャー

2021年にEMが直面するマクロの課題は、主に2つあるとみています。現在でも継続する新型コロナウイルスのパンデミック、そして主要中央銀行主導のグローバルな市場流動性の急速な引き揚げの可能性です。

1. 新型コロナウイルス

新型コロナウイルスのパンデミックは、世界的にワクチンが普及し始めたことにより終息の兆しが見え始めたものの、未だ過去のものではありません。多くのEM国が今、直面している課題は、一般市民に十分なワクチンを確保することを見据え、経済回復と感染拡大とのバランスを取ることでありとみています。より厳格なロックダウンによる成長や歳入見通しのダウンサイド・サプライズは、既に困難であった財政見直しを更なるリスクに晒すことになるでしょう。

2. 流動性

2020年に主要中央銀行が提供した流動性は前例を見ない規模で、多くのEM中央銀行もこれに続きました。



そのような流動性に何らかの転換が見られれば、2021年のEM資産にとって大きな試練となるでしょう。

新型コロナウイルスのパンデミックは、世界的にワクチンが普及し始めたことにより終息の兆しが見え始めたものの、未だ過去のものではありません。



バイデン新大統領はEM国にどのような影響を与えるのでしょうか？

アンソニー・ケトル、シニア・ポートフォリオ・マネジャー



バイデン大統領は、グローバリゼーションというテーマに新たな刺激をもたらす可能性があるという点で、EMにとっては概ねポジティブに捉えられています。米国は世界のリーダーとしての役割を再び担い、国際的な情勢に対してより多国間協調アプローチを採用する可能性が高いとみています。結果として、グローバル貿易は活性化され、地政学リスクの大幅な低減につながる可能性があるでしょう。

中でもアジアは、その恩恵を最も受けやすいと考えています。貿易関連の追加リスクが抑制されることや、グローバル成長が回復が始めることがその理由です。しかし、中国に関しては、米国が比較的タカ派寄りの姿勢を維持し、グローバル企業が中国から他のアジア諸国へとサプライチェーンを分散させようと試みるのが想定され、その恩恵は受けにくい可能性があるでしょう。

中国の人権問題に対してもより一層注目が集まるとみています。結果として、確立した民主主義国としてインドがその恩恵を受けやすく、中国の野心を抑制しようとする米国にとって、有用な軍事同盟国となる可能性があるかとみています。

米国は世界のリーダーとしての役割を再び担い、国際的な情勢に対してより多国間協調アプローチを採用する可能性が高いとみています。



EM発行体がグリーン・ボンドやソーシャル・ボンドの発行で資金調達をするトレンドは続くでしょうか？

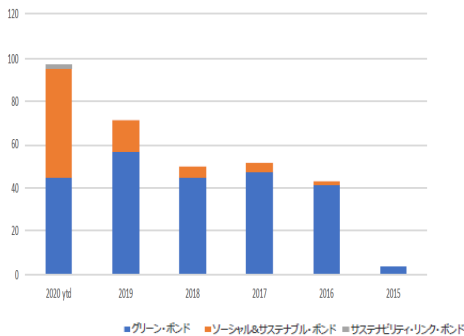
ヤナ・ベレボバ、シニア・ポートフォリオ・マネジャー

EMサステナブル債券市場の成長ペースは、2021年に加速するとみています。世界的な環境及び社会持続性の課題のための切迫した資金需要や、投資家からの需要の増大がその背景にあります。ここ最近新たに登場したサステナビリティ・リンク債券 (SLBs)を通じて、より一層資金調達コストを「持続可能」目標の達成に関連付けていくことも予想されます。

サステナブル・ボンド市場の急成長は、市場全体にとっても多くのポジティブな外的影響をもたらす一方で、課題も存在します。ラベルやタクソノミーの標準化や、このような革新的な形態にはありがちな否定的意見（例えば、グリーンやソーシャルの目標を達成できなかった場合の罰則がないなど）に関連した作業が残されています。

投資家としては、銘柄を厳選し、高いスタンダードを満たす発行体に絞り込んで投資をすると同時に、この将来有望で、発展途上にある市場において、標準化を促し、

EMサステナブル・ボンドの市場規模（現地通貨&外貨建て債）



サステナブル・ボンド市場の急成長は、市場全体にとっても多くのポジティブな外的影響をもたらす一方で、課題も存在します。

ルールを改善していくよう業界内で働きかけを行っていく必要があると考えています。



投資家は、過去10年間に亘って高ボラティリティを経験したEM現地通貨を投資先として検討すべきでしょうか？

ガウタム・カラニ、EM通貨ストラテジスト／ポートフォリオ・マネジャー

ボラティリティは歴史的に見ると高水準であるものの、EM現地通貨建て資産は投資家の魅力的な投資対象であると考えています。その主な理由として、以下の3つが挙げられます。

1. EM通貨の割安感 – 名目及び実質ベースの双方で、EM通貨は依然として数年来の割安な水準にあります。購買力平価 (PPP) などの中期的な簡易指標に基づくと、2020年10-12月期の反発を踏まえても、依然としてEM通貨は歴史的に割安な水準にあります (右の図参照)。
2. 複数年に亘る広範な米ドル安トレンドの初期にある可能性 – 米国のマイナス実質金利や双子の赤字の拡大、FRBによる金融緩和の継続、米ドルの根本的な過大評価などがその背景にあります。
3. 現地通貨建ての債券部分が引き続き魅力的な資産クラスであること – 多くの資産の名目及び実質利回りがマイナスとなっている世の中で、EM現地通貨建て債は大幅な上乗せ

EM通貨の不均衡 (misalignment) の推移



現地通貨建ての債券部分が引き続き魅力的な資産クラスであるとみています。

利回りを提供し、一部市場で見られる財政悪化は、ステープル化した利回り曲線が十分に補っているとみています。



2021年に中南米諸国が直面する課題は？

グラハム・ストック、シニア・ソプリン・ストラテジスト

2021年の中南米におけるキーワードは、「リカバリー」になるでしょう。中南米諸国の政府は、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う景気後退から回復する必要があり、それぞれの財政状況の立て直すとともに、パンデミック及びその抑制のための一貫性に欠ける政策に苦しんだ国民からの政府への信頼回復も必要となるでしょう。

債券投資家としては、2021年の予算案承認及びその後の実施の日程を注視し、中でも支出が十分に制御されているかに注目していきます。多くの国において公共財政を持続可能な水準に回復させるためには、コロナが原因となった緊急的な支出をなくすだけでは十分はないと考えています。

ただし、見通しを明るくする好材料も存在します。ブルーベイでは、グローバルの経済回復により、中南米地域の輸出が回復すると予想しています。結果として、直接投資及び



ポートフォリオを通じた間接投資の双方による中南米への資金流入の回復は続くと考えています。

多くの国において公共財政を持続可能な水準に回復させるためには、コロナが原因となった緊急的な支出をなくすだけでは十分はないと考えています。



トルコは峠を越えたのでしょうか？

ティモシー・アッシュ、シニア・ソプリン・ストラテジスト



トルコでは昨年、中央銀行及びより広範な経済政策チームで大きな変化がありました。

中央銀行及び財務相のトップ交代は、同国の経済政策における180度の転換を意味すると捉えています。そのような転換は、長きに亘って必要とされていました。今回の変更は、これまでの政策が根本的に失敗であったことを認めるものであると考えます。

海外投資家はこれらの変化に安心感を抱き、昨年11月には15億米ドルの資金流入が見られました。それまでの10ヶ月間で120億米ドルの資金が流出していました。政策金利の上昇は国内需要、更に輸入品への重要性を抑え、経常赤字の縮小につながるとともに、通貨リラを下支えするとみられます。

これらの改善には勇気づけられる一方で、実際に重要となるのはトルコ国民の動向で、ドル化のトレンドが反転するかどうか重要です。これについては、注視する必要があるでしょう。

中央銀行及び財務相のトップ交代は、同国の経済政策における180度の転換を意味すると捉えています。そのような転換は、長きに亘って必要とされていました。



投資家はポートフォリオにおいてどのようなEM債券のポジションを取るべきでしょうか？

ソム・バッタチャッラ、ポートフォリオ・マネジャー

月間ボラティリティを許容しながら、長期的に良好なリターンを享受出来る可能性があるという点で、EM現地通貨は多くの機関投資家にとって価値ある投資対象になり得るでしょう。

現地資産へのエクスポージャーを検討できない投資家に対しては、外貨建て債の総合アプローチが魅力的な代替案であると考えます。とりわけ2021年は、短期デレーションの総合アプローチを提案します。

約17兆米ドルものグローバルの先進国債券がマイナス利回りとなっている中で、利回りを探すことに苦戦している投資家に対しては、バイ&メンテナンス戦略が有効であると考えます。3兆米ドルのEM外貨建て債ユニバースから、状況や投資ニーズに応じて投資先を選ぶことが可能で、追加のクレジット・リスクを取ることなく、利回りと分散の双方をポートフォリオに加えることが可能になる場合もあります。



現地資産へのエクスポージャーを検討できない投資家に対しては、外貨建て債の総合アプローチが魅力的な代替案であると考えます。

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

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。

■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)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	Emerging 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き、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。

