



安心できるものから利益は得にくい

2022年2月14日

ポリナ・クルドヤフコ

パートナー、エマージング債チームヘッド、シニア・ポートフォリオ・マネジャー



課題は山積しているものの、パニック・ボタンを押して問題が落ち着くまで静観していると、エマージング債では投資機会を失うことが良くあります。

パニック・モードを引き起こすトリガー

私の場合は在庫不足のニュースですが、それは私の旧ソ連時代の経験に基づいている可能性が高いです。2020年に新型コロナウイルスがパンデミックとして発表された際、咄嗟に取った行動はお店に行き買いだめをすることでした。

昨年の11月にも似たようなことがあり、北京のある企業の重役から、在庫がなくなる可能性があるのでクリスマス・プレゼントの買い置きをしておいたほうが良い、というアドバイスを受けたとき、私のパニック・ボタンが再び発動しました。インフレ圧力がさらに高まり、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げサイクルに向かう中、エマージング市場の投資家はこの一年間、警戒モードを続けてきており、このことはエマージング資産のマイナス・リターンという結果に表れていると言えるでしょう。

今年はこのままパニック・モードが続くのか

エマージング資産が直面する逆風を考えれば、警戒するのは当然かもしれません。

中南米では、ペルーやチリを筆頭にいくつかの国で左派リーダーが誕生しました。今年も選挙イヤーとなっており、なかでもコロンビアやブラジルの大統領選挙は中南米地域の左派勢力の強化につながる可能性があり、市場を不安定にするかもしれません。

アジアでは、ゼロ・コロナ政策によってサプライチェーンの混乱が続いています。中国政府の不動産セクターに対する政策対応も不透明で、ほとんどの債券は引き続きディストレスト水準で取引されています。

中東欧、中東、アフリカ（CEEMEA）では、ロシア・ウクライナ情勢がこれらの国の資産価格を不安定にしているだけでなく、天然ガス供給への影響から、より広範なリスク資産にも影響が波及しています。一方、トルコは非伝統的な政策アプローチによって、危機の瀬戸際にあります。

南アフリカなどの多くの国が経済成長面で苦境に立たされており、スリランカやエチオピアなど一部のハイ・イールド国は、債務の再編を実施する可能性を抱えています。



ともすると投資家は来年まで静観しておくことが賢明な判断なのか

決してそうとは考えていません。こんな時こそ、アクティブな運用をするべきだと考えています。

世間一般の通念では、エマージング現地通貨建て債は金利上昇環境下ではアンダーパフォームするはずである、とされています。しかし、すでに多くの痛みを被っており、資金フローとファンダメンタルズ面が当資産クラスの下支えとなるかもしれません。米国は利上げサイクルに突入しようとしている段階ですが、多くのエマージング国は昨年うちに利上げのほとんどを実施しており、エマージング現地金利の短期部分はすでに 300~400bps もの金利の調整が見られています。

足元で見ると、ほとんどのエマージング現地金利市場は 1 年フォワードでみた場合、実質金利はプラスとなっており、過去比較では、先進国金利と最も金利差が大きくなっています。これはつまり、エマージング通貨をショートするコストが非常に高くなっていることを意味します。メキシコ、南アフリカ、チリでは 5~6%、ブラジルでは 11%ものコストがかかります。さらに、現地通貨建てで発行を行っている大半のエマージング国の経常収支は安定した状態にあります。

資金調達コストの上昇による債務の持続可能性への影響

概して、資金調達コストの上昇によって、債務の持続性が問題になることはないでしょうが、政策ミックスの重要性は増すでしょう。当社の分析では、エマージング債の発行体の 90%以上が米金利の上昇に上手く対処でき、債務の持続性という問題を抱えることなく、先進国のクレジット資産よりも高いキャリーを得られるという結果になっています。

すでに債務の持続性が懸念される国や非伝統的な政策ミックスを取っている国は、額面に対して平均 50-70%の水準で取引されており、過去の回収率に近い水準にあります。ソプリンのハイ・イールド債は 8.5%近い利回りを提供しており、スプレッドは 650bps 程度となっています。この水準はエマージング・ハイ・イールド・ソプリン債の一桁台後半のデフォルトを織り込んだ水準で、それほど多くのデフォルトが実際に起こることは、ベース・ケースでは考えていません。

エマージング債のスプレッド水準は、利回りが 2 桁台まで上昇しないとリターンはマイナスにならないレベルにあります。20 年間で二度しか達していない水準であり、いずれも数ヶ月も継続しませんでした。

社債では、額面に対して 50%以下で取引されている中国の不動産銘柄を除けば、予想デフォルト率は一桁台前半となっています。金利上昇に耐える高い収益率（通信銘柄など）、投資適格で債務の年限が長く、料金がインフレに連動する（ユーティリティ）、商品価格の上昇による恩恵を受ける（石油・ガス、金属・鉱業）、金利上昇自体による恩恵を受ける（金融）などの有利な点をほとんどのセクターが持っています。

資金フローについて

現地通貨建て債市場では、この数年間のアンダーパフォーマンスの原因となっていた資金の流れに、安定が見られ始めています。

この数年間、グローバルな資金フローの中で米国株がシェアのほとんどを占め、先進国とエマージング・インデックスの一部に中国が加わったことによって、人民元（CNY）資産への需要が高まったものの、その他のエマージング現地通貨建て資産にとっては一定の需要減退につながりました。

米国の政策金利は上限が 0.25%である一方、インフレ率は 7%に達しています。インフレ・リスクは上方に傾き、経済成長リスクは下方に傾いています。このことは米国株の資金フローの圧力となる可能性があり、実際に年初来でナスダックは 15%下落しています。エマージング固有の危機が見られない中で、こうした資金が再びエマージング現地通貨建て債に流れる可



可能性があります。エマージング外貨建て債の資金フローはデフォルト予想、リターンがブレークイーブンとなる利回り（つまり追い風）、資産クラスのボラティリティに左右される可能性が高いとみています。

そのため、エマージング国及び企業の固有リスクを切り離して考えれば、ボラティリティは高い状態が続く可能性はあるものの、逆風要因と少なくとも同じくらいの追い風要因があると見ています。投資家が辛抱強さを見せ、市場ボラティリティに耐えることが出来れば、魅力的な価格になっている資産を厳選して、上昇を享受することが出来ると考えています。

しかし、もしボラティリティとリターンの潜在的な利点を極力得たいのであれば、絶対リターン型の戦略が最適であると考えています。

エマージング資産で 10 年ぶりにヘッジ・ファンドが戻ってくるかもしれません！

ロングと共に現物債のショートを取れる戦略であれば、金利リスクやデフレーションへの懸念を抑制することが可能となります。

同様に、伝統的な債券プロダクトに加えて、新たに低流動性のローンに焦点をあてたエマージング戦略もこうした環境下で良好なパフォーマンスをもたらすかもしれません。この分野では、パー以下でローンを購入し、投資家は非流動性プレミアム（追加のクレジット・リスクを取る結果ではなく）として 2 桁のリターンを獲得することが可能です。これらのローンの大半は変動金利での発行であることから、金利上昇に対するプロテクションも持っています。さらに、ロックアップという特性によって、解約リスクから投資家を保全することも出来ます。強制的な損失の実現やデフレーション・リスクを排除することが可能と言えます。

より高い絶対リターンを求める投資家には、クレジット・リスクを見極めて、企業やソブリン債の回収率分析に集中するような戦略が良さそうです。これには経験と高いクレジット・スキルを必要としますが、正しいアプローチを取ることが出来れば、デイトレスト資産への投資は、リスク対比でかなり高いリターンを提供するかもしれません。

エマージング外貨建て債市場を見てみると、チュニジアやエルサルバドルなどは一年間で 30-40%のリターンをもたらす可能性があり、中国の不動産銘柄も投資資金が二倍となる潜在性を有しています。クレジット分析を行うことで、リスク・リターンが非対称な特性を持つ資産クラスで、二桁のリターンを獲得出来る投資機会が得られると考えています。

投資家の振り子は、欲求と恐怖の間で比較的早く動くものでしょう。課題は間違いなくありますが、パニック・ボタンを押して問題が落ち着くまで静観していると、投資機会を失うことにつながる事が良くあります。実際、投資家センチメントが慎重で、トンネルの出口の光を見い出せないような時ほど、エマージング市場での投資機会の魅力は高まっていることが通例だと思います。

物理的な脅威に直面した時に戦うか逃げるかの判断をすることは重要ですが、エマージング債投資においてはパニック・モードに陥ることは、より高いリターンを得ることではなく、より高い取引コストを支払うことにつながってしまいます。昔こんなことを言った投資家がありました。「投資において、安心できるものから利益は得にくい」と。



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

(年率、税抜き)

投資対象	投資適格債	マーキング債	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。

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