



Global Asset Management  
BlueBay Asset Management

## 従来のパターンが失われた時、投資機会は出現する

なぜ厳しい投資環境こそが良い投資タイミングとなるのか



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3月

何も起きない数十年もあれば、数十年の出来事が数週間のうちに起きることもあります。ロシア・ウクライナ紛争がまだ解決しないなか、新しい地政学的リスクの波がグローバル経済に打撃を与えています。同時に、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げサイクルに突入する中で、投資家は増幅するインフレ圧力と戦っています。エマージング債の投資家は、過去一年に亘るパンデミック主導の不安モードのなかで、こうした状況を迎えることとなり、ほとんどのエマージング資産がマイナス・リターンとなっています。

足元の逆風要因によって、この先一年間も様子見を続ける必要があるのでしょうか。

## エマージング市場の投資環境；不安モードはまだ適切なのか

ニュースでは想定外もしくは可能性の低いリスク、いわゆるテイル・リスクと呼ばれるイベントが複数起きています。投資家として感覚的な反応をすることは当然かもしれませんが、パニック・ボタンを押すのではなく、一步後ろに引いて事実を捉えるアプローチを取るようにしています。

- リスク資産のバリュエーションには何が織り込まれているのか
- こうしたイベントによるダウンサイド及びアップサイドをどう考えることができるのか
- すでに価格に織り込まれる要因について、そのような客観的評価をすることができるのか
- 投資家が織り込んでいない潜在的な投資機会はないのか
- 本当のリスクがどこかにあり、その結果、投資家は様子見姿勢を続けるべきなのか



### 地域的な逆風要因

地政学的リスクの加速は、あらゆる側面での課題を生み出しています。ウクライナへのロシアによる侵攻は、1989年のベルリンの壁崩壊以来の欧州における最も大きな地政学的状況の転換になると言える中で、戦争という現実が欧州への打撃となっています。現時点でも、グローバル市場に大きなボラティリティをもたらしています。

その他に、中東欧・中東・アジア（CEEMEA）地域では、トルコの非伝統的な政策アプローチが危機寸前の状態に陥っている一方、南アフリカなどの国は経済成長面での課題を抱えています。

中南米では、ペルーやチリなどでは左派勢力の台頭が見られています。また、コロンビアやブラジルでは大統領選挙を控え、左派に傾倒する可能性があるなか、今年の選挙カレンダーも不透明感が強く、市場の調整を招くかもしれません。

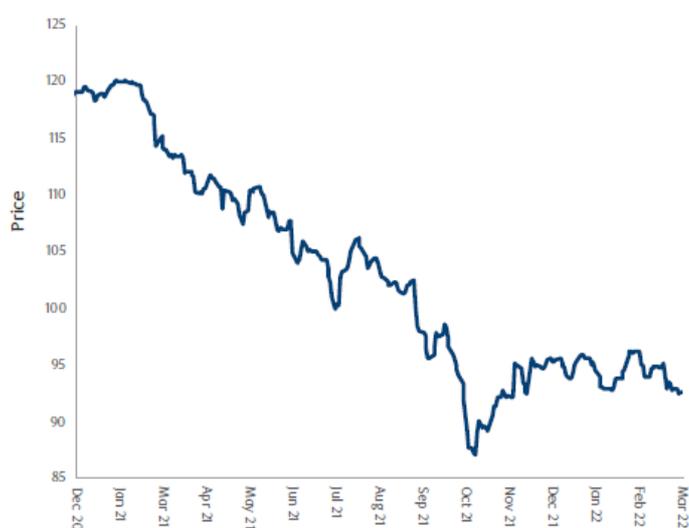
アジアでは、ゼロ・コロナ政策がサプライ・チェーンの混乱を引き続き招いており、中国では不動産セクターに対する当局による政策対応は不透明なままです。ほとんどの不動産銘柄はディストレスト水準で取引されています。

ハイ・イールド債市場では、スリランカとエチオピアが2022年に債務再編となる可能性があります。

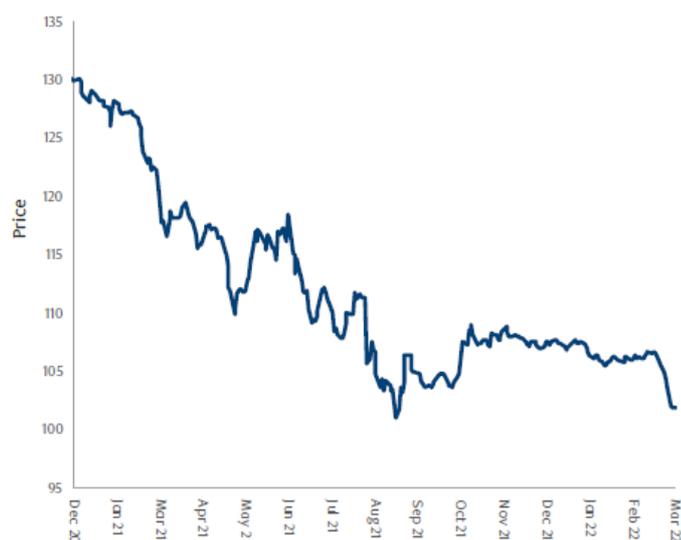
こうした逆風要因を踏まえると、投資家は今年もエマージング資産への投資を避けるべきなのでしょう。

いえ、むしろエマージング資産に積極的に投資をする好機であると捉えています。その理由についてご紹介したいと思います。

チリ：11月に接戦状態の選挙を控え、市場は下落



ペルー：カスティージョ氏の勝利によって左派政権が誕生



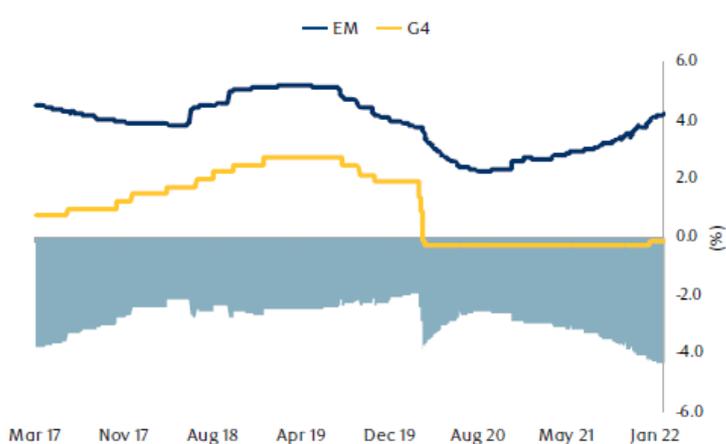
## なぜ投資をするのか

米国では利上げサイクルが始まったばかりですが、ほとんどのエマージング市場が2021年を通して利上げを実施してきています。そのため、現地通貨建て債市場では、ほとんどのエマージング国で米金利上昇による影響はほぼ織り込まれていました。エマージングの現地短期金利はすでに300~400bpsの金利上昇が見られています。現在、エマージング現地通貨建て債市場の実質金利はプラスとなっており、先進国市場と比較した実質金利の差は、過去最も拡大した水準となっています。エマージング国の大半が商品輸出国であることによる経常収支の改善によっても、エマージング通貨は下支えられるだろうと考えています。

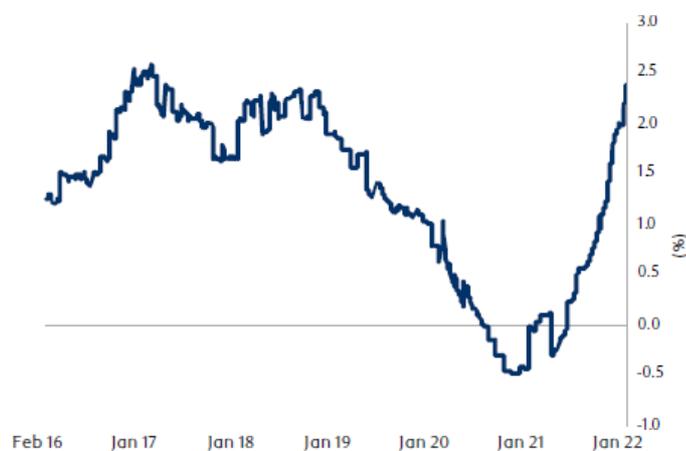
一方で、資金調達コストの上昇によって、エマージング市場の債務持続性にはどのような影響があるのでしょうか。

全体として、債務コストの上昇が現状の債務持続性に問題をもたらすことはないかとみていますが、政策ミックスの重要性は増すでしょう。全体の分析の中で、地域間の差は考慮すべき重要な点です。

## エマージング国と先進国の名目金利差



## エマージング国と先進国の実質金利差



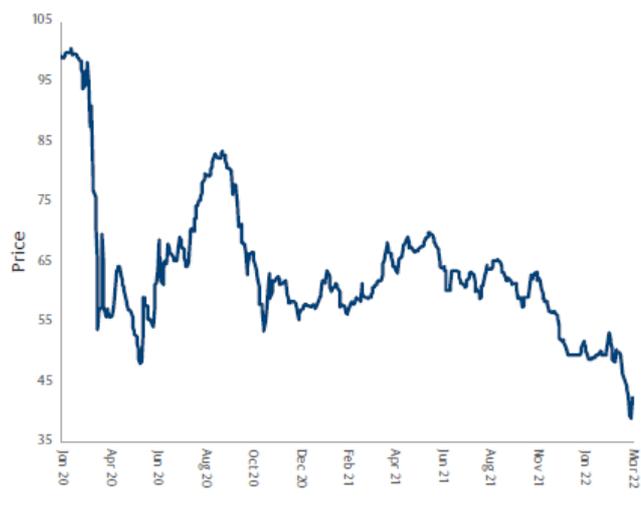
出所：Bloomberg, BlueBay Asset Management 2022年1月

## 80ヶ国に上る投資ユニバース；地域間の差を考慮する

### アジア

アジアの国はグローバルな金融環境の引き締めりと主要金利の上昇による影響を免れないでしょう。しかし、アジアはソブリンのデフォルト率が非常に低いという点でも突出しています。

### スリランカ；政府が回復計画を打ち出せないなか、債券価格は苦戦を続ける



出所：Bloomberg, BlueBay Asset Management 2022年3月10日

グローバル経済が不透明な時期に、韓国、マレーシア、タイ、台湾は経常黒字、低インフレ、安定した実質金利、良好な貿易収支、盤石な国内投資家層を背景に、恩恵を受ける傾向が見られます。

中国も米金利上昇による影響を免れません。しかし、パンデミック及び、それに伴うゼロ・コロナという政策アプローチによって、輸出が超過となりながらも、過去10年間減少してきた経常黒字が増えることとなりました。海外旅行が出来ないことも中国の貿易収支の改善につながっています。レバレッジ解消政策が中国の不動産セクターに影響を及ぼし、秋に開催予定の第20回党大会が重要であるという中であっては、経済成長にとってはプラスとなる、緩和サイクルの入り口に中国はいると思われます。

この地域で、債務支払問題を抱えているのはスリランカで、債務再編の必要性が高まっていると見られます。しかし、過去の回収価格近辺である50ポイント前後で取引されていることを考えれば、このことはすでに織り込まれていると考えられます。

## 中南米のソブリン債

米国の利上げが、中南米のソブリン債の財政状況に対する恒久的な脅威になるとは考えていません。歴史的に見て、中南米経済は、財政及び経常収支が赤字であり、資金フローに左右されやすいことから、米国金融政策の転換で影響を受けやすい傾向があります。しかし、20年前と比較してかなり防衛がされており、ほとんどの通貨は変動為替制となり、外貨準備は安心出来る水準まで積み上がっており、国内資本市場がより大きな資金調達源となっています。

より大きな課題は政策ミックスによる影響です。これまでのところ、チリなどの左派政権であっても、異なる結果をもたらすような政策を議論しても、オーソドックスな政策を選んできています。最も大きな懸念を抱えるのは、FRBが引き締めサイクルに入る前から債務持続性に問題を抱え、伝統的な政策ミックスからは逸れている国です。こうした国としては、アルゼンチンやエクアドルが挙げられ、両国は2020年に債務の見直しを行い、今後3年間は債務の支払いが猶予されています。

しかし、中期的に見れば、持続可能な債務支払のためには、より伝統的な政策を取ることが必要となります。その他、非伝統的な政策ミックスに向かっているのがエルサルバドルです。国際通貨基金（IMF）による支援が、政策ミックスの持続性において必須となります。資金調達の代替先としてビットコインに依存することは、信用力の高いソリューションでは到底ありません。

## 中東欧・中東・アフリカ（CEEMEA）

マクロ経済ファンダメンタルズと債務比率に基づいてCEEMEAのデフォルト・リスクをみると、米金利及びグローバル金利が上昇する時期を上手く乗り切ることが出来そうです。ペルシャ湾岸地域に位置するアラブ諸国は、金利上昇というタイミングが、原油やエネルギー価格の上昇と、これまでにない財政改革という時期と重なっていることから、最も安定したポジションに位置していると見ています。

中東欧地域は、相対的に低いレバレッジ、高い名目GDP成長率、資金調達の必要性を大きく下げるEUからのパンデミック関連の支援プログラムを通じた強固な支援、といった点から恩恵を受けやすいでしょう。より東側の国では、旧ソ連地域（カザフスタン、アゼルバイジャン、ウズベキスタン）は、概してGDPに対する公共セクターの債務比率が低く、ソブリン・ウェルスによるバッファーが大きくなっています。

中南米と同様に、一部のCEEMEA国の課題は米金利の上昇による影響ではなく、非伝統的な政策選択でしょう。その中でトルコはわかりやすいケース・スタディとなっています。

理論上、トルコはGDPに対する公共セクターの債務比率は40%以下となっており、良好な公的財政状況から恩恵を受けられるはずですが、年間の外貨の資金調達ニーズ（グロスベース）が2,000億米ドルに上る中で、外貨資金調達の面では苦しい状況にあります。現行の非伝統的な政策（実質金利がマイナス22%）は、さらなる資金流出リスクを高めています。外貨準備が多くないことから、トルコのシステムは非常に脆弱となっています。

グローバルな金融環境の引き締めによって、1,800億米ドル相当の短期債務の借り換え比率は低下する可能性があり、通貨の下落がより広いシステム危機に転じ、銀行セクターに対する追加的ストレスといったリスクを高める可能性があります。グローバル金利の上昇はすでに厳しい状況を、さらに悪化させるだけでしょう。主要金利の上昇がシステム危機を引き起こす訳ではないかもしれませんが、最後の決定的な一打となる可能性は十分にあります。

## サハラ砂漠以南のアフリカ（SSA）

ほとんどのSSAの発行体がデフォルトすることなく、2022年の借入コストの上昇を乗り切ることが出来ると見ていますが、一部の国にとってはこれが当然の結果とはならないかもしれません。数ある問題の中で債務持続性は大きな課題の1つです。債務負担が最も高く、政策対応が見られない国は、困難な政策手段と外貨流動性圧力の高まりの間で難しい選択を迫られることになるでしょう。個別国及びIMFからの支援はチュニジアとエジプトにおいては、鍵を握るでしょう。



一部のCEEMEA国の困難は、米金利の上昇によるものではなく、非伝統的な政策が原因でしょう。その中でトルコはわかりやすいケース・スタディとなっています。

## なぜエマージング外貨建てソブリン債に投資をするのか

一つ目に、発行体の90%以上が米金利上昇に対応し、債務持続性に関する問題を抱えることなく、先進国のクレジット債と比較して高いキャリーを提供することが出来るからと考えています。

二つ目に、債務持続性に関する懸念や非伝統的な政策ミックスを取っている国は、すでに平均価格で50~70ポイントの水準で取引されており、これは過去の回収価格に近い水準にあります。インデックスのハイ・イールド銘柄については、10%超の利回り、もしくは800bps以上のスプレッドになっています。これはエマージング・ハイ・イールド・ソブリン債における、一桁台後半のデフォルト率を織り込んだ水準で、ベースケースではこれほど高いデフォルト率になる可能性は低いと考えています。スプレッド水準は、リターンのブレーク・イブンという点で利回りが二桁まで上昇することを織り込んでおり、この水準には過去20年間で二度しか到達したことがなく、その際も数ヶ月しか持続しなかった水準となっています。

## なぜエマージング外貨建て社債に投資をするのか

50ポイント以下で取引されている中国の不動産セクターを除き、社債の予想デフォルト率は一桁台前半を維持しています。

### セクターごとの見通し

**金融**：金利上昇はエマージングの金融機関にとってポジティブに働きます。利鞘が大きくなることによる、収益の改善が見込めるためです。

**ユーティリティ**：米金利上昇に対して多くの企業が安定したポジションにあると見ています。ユーティリティ銘柄は投資適格であることが多く、投資家のリスク選好の変化による影響を受けにくく、市場アクセスが困難になるという可能性も低いと考えています。潜在的な逆風要因としてひとつ考えられるのは、エマージング通貨の継続的な下落ですが、外貨建ての契約によって、その影響も軽減されているケースが多くなります。

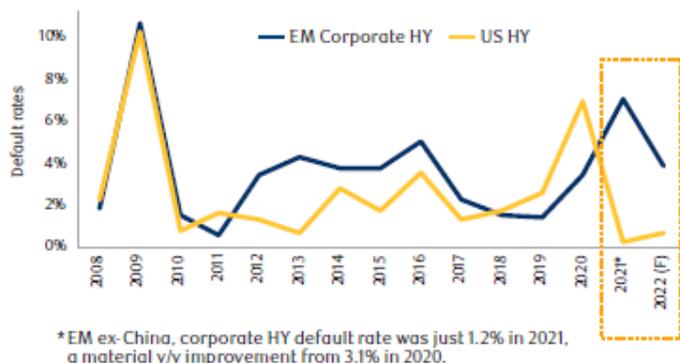
**工業**：ほとんどの企業が低金利環境を利用して、資金の借り換えを実施してきたことから、金利上昇が主要リスクとはなり難いでしょう。しかし、金利上昇の背景がこのセクターの悪化要因となる可能性があります。つまり、一般的なインフレ圧力です。商品価格及び投入原価コストの上昇、労働コストの上昇、サプライ・チェーンの混乱といった要素は全て収益に影響します。



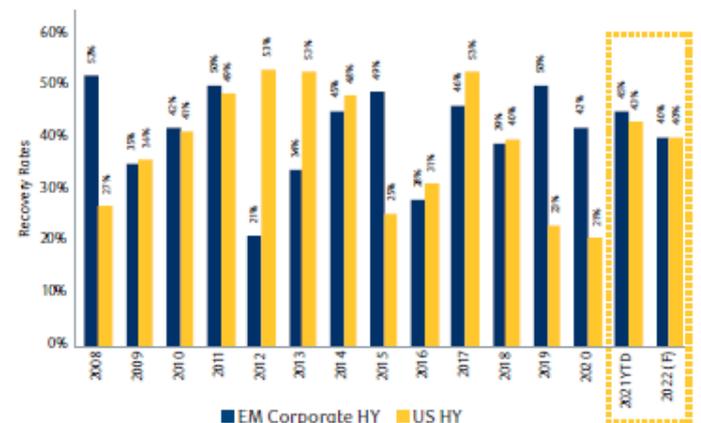
**商品（コモディティ）**：理論的には、米金利の上昇は商品にマイナスに作用します。在庫コストの増大と米ドルが他通貨に対して上昇する可能性が高まるためです。しかし、ロシア・ウクライナ紛争による原油価格の上昇によって、今のところはこの前提は覆されており、米国の利上げはインフレ率の上昇への対応として実施されます。そのため、インフレ率はすでに高い水準にあるものの、商品市場を下支えすると考えられ、在庫不足は消費価格の上昇につながるでしょう。

エマージング社債のユニバースで見ると、商品セクターのほとんどの企業は、米国及びグローバルの金利上昇による直接的な影響を安定的に乗り越えることが出来ると見ています。燃料を輸送する企業は、契約交渉及び現金化サイクルがより短期であるため、金利上昇の影響は受け難いでしょう。

## ヒストリカル・デフォルト率；エマージング及び米国ハイ・イールド企業の比較



## エマージング及び米国ハイ・イールド債の回収率



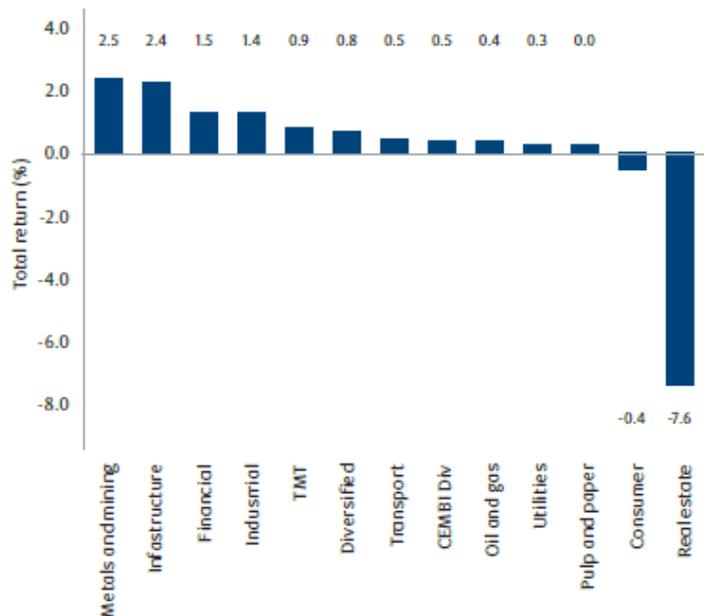
**消費財**：業種が多岐に亘るセクターであり、業種によってコロナ以降の回復に差が見られます。一般的な見方においては、金利上昇はこのセクターの大きな障害とはならないものの、一部の内需主導の企業にとっては、エマージング経済の成長鈍化とインフレ率上昇によって、消費者需要が抑制されることによる購買意欲の減退が、収益見通しの悪化につながる可能性があります。

負債面では、多くの企業が低金利環境を積極的に利用して短期債務を延長しており、資金調達コストが高まる中でも、概して健全なバランス・シートを保持しています。

**TMT**：資金調達の面から見ると、非常に高いレバレッジ水準となっていない限りは、TMT企業は安定した収益によって、金利上昇による影響をそれほど受けません。

**インフラ**：インフラ企業は収益、コスト構造、非弾力的需要の面からTMT企業と類似しており、さらに債務償還が長いという特性を備えています。

## 2021年のセクター別リターン



出所：JP Morgan 2021年12月末

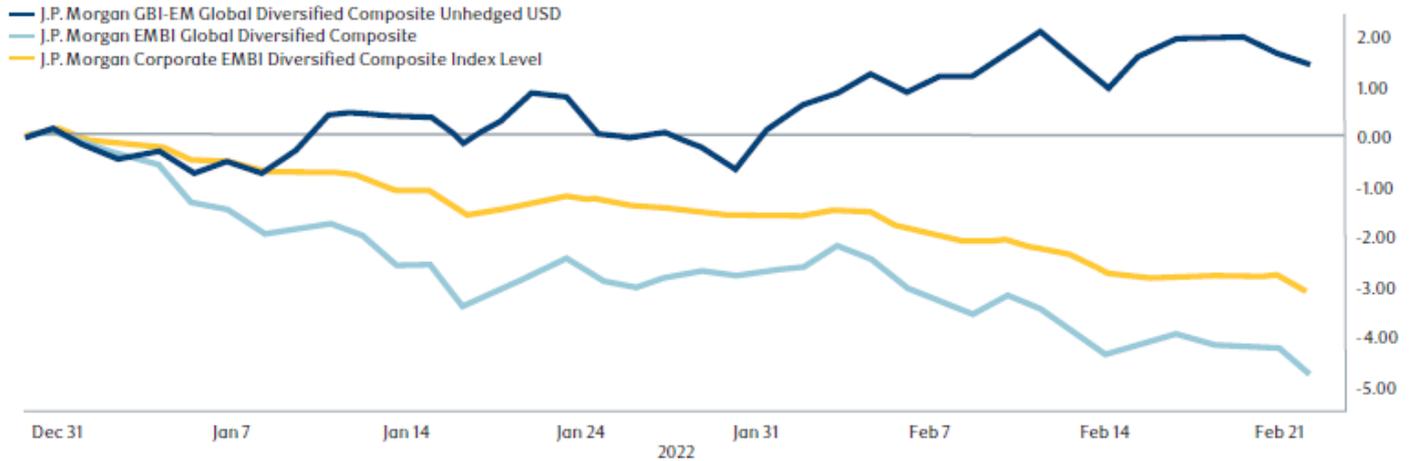
負債面では、多くの企業が低金利環境を積極的に利用して短期債務を延長しており、資金調達コストが高まる中でも、概して健全なバランス・シートを保持しています。



## なぜエマージング現地通貨建て債に投資をするのか

現地通貨建て債市場はエマージング資産の中でも、最も敬遠されている資産クラスです。過去12年間のベータ・リターンはマイナスとなっており、投資家から不人気なことも理解が出来ます。しかし幾分皮肉なことに、2022年は年初来でグローバル債券市場の中で唯一プラス・リターンとなっている資産クラスであり、2%の上昇が見られています。米国債はマイナス4%、米国投資適格債はマイナス4.6%、エマージング外貨建て債はマイナス5%超、エマージング外貨建て社債はマイナス3%程度のリターンとなっています（2022年2月時点）。

### エマージング現地通貨建て債は外貨建て債を年初来でアウトパフォーム



出所：Bloomberg 2022年2月18日

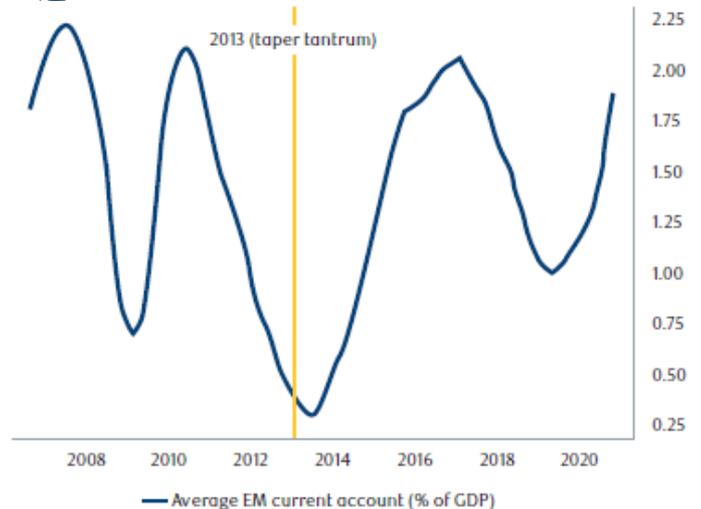
一般常識では、エマージング現地通貨建て債は金利上昇環境ではアンダーパフォームするはずですが、何がプラス・リターンをもたらし、そしてこの状態は続くのでしょうか。

すでに痛みの大部分を被っていることを示唆する要素が3つあり、資金フローの流れと良好なファンダメンタルズによって、資産クラスの堅調なパフォーマンスは維持される可能性があると考えています。

1. インフレ懸念に対して、エマージング国の中央銀行は先手を打った引き締めスタンスを昨年取りました。エマージングの現地短期金利（2年金利）はその結果、300~400bps上昇しました。利上げサイクルが折り返し地点にある国もあれば、すでに完了した国もあります。こうした先手を打った対応は、通貨のバッファとなりました。主要なエマージングの高ベータ通貨では、ショートすることによるコストが膨れ上がり、過去10年で最も高い水準となりました。メキシコ、南アフリカ、チリでは5~6%、ブラジルに至っては11%のコストが必要になっています。つまり、ブラジル・レアルをショートすると11%のコストがかかるため、ブラジル・レアルに対するネガティブ・ビューを反映したい場合、国内での危機といった極端なイベントがない限りは、ショート・ポジションを取ることで収益を得ることは難しくなります。

2. 現地通貨での発行がある大半のエマージング国の経常収支は良好な状態にあります。右図では、エマージング諸国の経常収支が過去15年間で最も高い水準に近く、テーパー・タントラム時（バーナンキ・ショック時）の最低水準と比較すると、かなり改善した水準にあることがわかります。2013年と比較して金利及び経常収支にはかなりの余力があることから、エマージング通貨はFRBの正常化に対して良好な立ち位置にあると言えるでしょう。

### エマージング諸国の経常収支は15年間の最高水準に近い



出所：JP Morgan 2021年12月31日

3. エマージング現地通貨建て債市場の下押し圧力となってきた資金フローにも、いくらか安定の兆しが見られます。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る一方で、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りました。このことが、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、足元で上限が0.50%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へ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なければ、こうした資金が再びエマージング現地通貨建て債に向く可能性があります。

## エマージング市場における投資機会を捉える方法

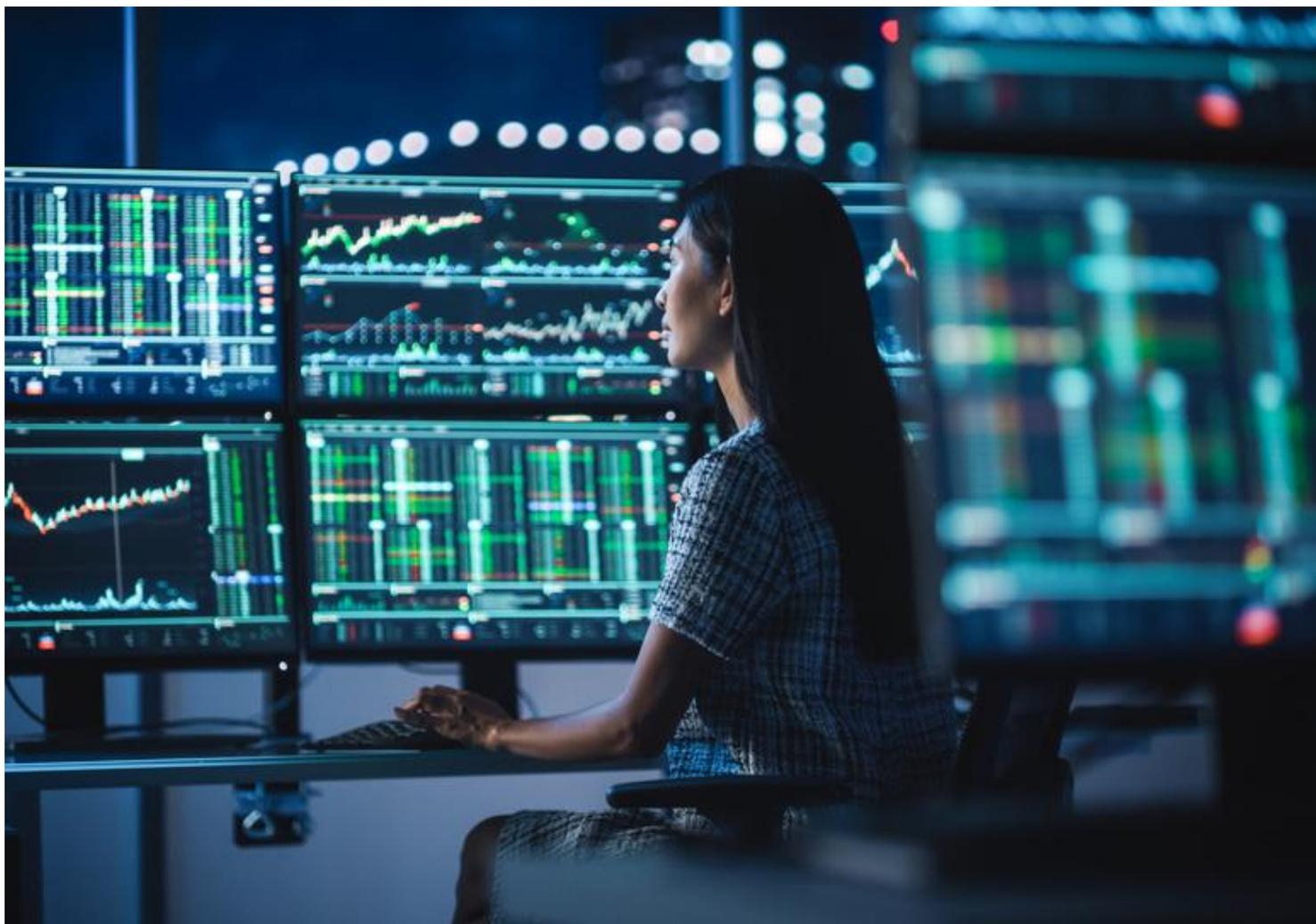
エマージングの国や企業のリスクを分析すると、ボラティリティは高い状態が続く可能性はあるものの、逆風要因と少なくとも同じくらいの追い風要因があると見ています。このような環境では、リターンを得るために市場のボラティリティを利用しようとする投資家のニーズを十分に満たすようなものは、アンコンストレインド型の戦略だと考えています。

アンコンストレインド型の戦略は、外貨建てと現地通貨建てのエマージング市場ユニバースを横断して、有力な投資アイデアを用います。今の環境は、エマージングの4つの資産クラス全てに、投資価値の高い、相関の低い投資機会があると考えています。投資家が辛抱強く、短期的なボラティリティの先を見通せるのならば、リターンの可能性がある魅力的な価格にある資産に投資をすることが出来ると思います。

## 警戒モードから注目モードへ；すっきりした頭で投資をする

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ものが良くあります。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。



## 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



Global Asset Management  
BlueBay Asset Management