

エマージング市場：高クーポンへのよろめき、それとも真実の愛？



ポリナ・クドヤフコ
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

2023年5月

投資家は、確かにエマージング（EM）債券投資から得られる利回りに魅了されています。

恋に落ちたことはありますか？人は幸福感や高揚感を感じると、楽観的になり、長期的な計画を立てようとします。しかし、この感情が高まった状態から、長く続く愛へと転じていくことは難しいものです。忍耐、妥協、コミュニケーション、そしてコミットメントが重要です。

投資家は、エマージング（EM）債券投資から得られる利回りに確かに魅了されています。EM外貨建ておよび現地通貨建て債券指数の利回りは、いずれも20年来の高水準で推移しており、二桁台に到達している銘柄も多く見られます。EM市場への選好が強まっているのは、年初の資金フローの反転からも明らかであり、EM株式や米国投資適格（IG）債市場を下回るものの、年初来で20億米ドルの資金流入がみられました。しかし、このトレンドが一時的なのか、それとも構造的な変化を起こしているのか、ということは非常に重要です。

構造的な長期的変化に向かっている要素もいくつかあり、伝統的な金融政策やコモディティ価格上昇といったことに加えて、地政学面で興味がない世界の変動を私たちは今、目の当たりにしています。米国と中国の冷めた関係は、短期的あるいは中期的にも改善される可能性は低いものの、二国間の結び付きを考慮すると、両経済大国間での経済活動が大きく落ち込む可能性も同様に低いとみています。このことはEM市場にとって何を意味するのでしょうか？我々の見方では、足元の地政学的状況は、インドやインドネシア、ブラジル、メキシコ、チリなどのEM市場の経済大国にポジティブに働くかとみています。

新たな地政学的秩序において、これらの国々との同盟を持つことの戦略的な重要性は高まっています。現在も続くロシア・ウクライナ戦争や米中間の緊張を考えると、欧米はできるだけ多くのEM国と同盟を組むことが必要だと思えます。またこれは、特定の国/地域との貿易条約、有価証券投資、その許容水準などで一対一の政治的交渉となる時には、EM国がゲームのルールを変えて、自分たちの条件を要求する機会になると考えています。地政学的立場でのEM国の位置付けが構造的に変わったことで、有価証券投資における資金フローも影響を受けるのでしょうか？数カ月前に「[フロンティア市場を占う](#)」というコメントで、足元の環境で苦戦が想定されるEM国について紹介しましたが、より立場が確立されたEM国では前向きな状況にあるのでしょうか。

政策の信頼性がもたらす結果とその代償を確認するのは興味深いことです。EM市場は、利上げサイクルに関して先手を取りました。例えば、中南米の多くの国では政策金利は二桁水準でありましたが、インフレ率が既に一桁台となり、低下基調も続いています。伝統的な金融政策を実施した結果、国内の資金フローや通貨の安定が得られています。年初来でみたEM現地通貨建て債市場への資金フローは外貨建て債市場を上回るなど、現地通貨市場への関心が高まりました。JPモルガン・エマージング市場グローバル・ボンド指数（GBI-EM）は、年初来で7%以上のトータル・リターンを記録し、良好なパフォーマンスとなっています（2023年5月8日時点、米ドル）。

投資家に魅力的であることは良いものの、金融政策の引き締めによる代償もあります。例えば、ブラジルの政策金利は13.75%ですが、2022年12月時点の名目GDP成長率である8.5%を大幅に上回っています。ブラジルの中央銀行総裁は、インフレや財政規律の見直しに対する不透明感や、比較的経済が健全な状態にあることを挙げて、政策金利が適当な水準にあるとして断固とした態度を取っています。しかし、EMの経済大国の中で、ブラジルのGDPに対する公的債務の比率は73%と最も高いことから、投資家は債務の持続性や成長への影響を懸念し始める可能性があります。実際に、ブラジルで現在の政策金利を維持すると、年間で債務比率が1%~2%上昇し、成長にマイナスの影響をもたらすとみられます。このような状況では、政策への信頼性と持続可能性との間で微妙な均衡を取る必要があります。一方、コロンビアは相反する状態に陥っており、政府が財政規律と伝統的な金融政策を維持しようとする中で、左派の大統領が国民の支持と票の獲得を目的に、市場友好的な財務大臣を交代する内閣改造を進めたことで、市場でのボラティリティ上昇を招きました。

二桁台の利回りは魅力的ですが、そこには注意が必要です。長期的にみて、二桁台の債務コストは国や企業にとって一般的に持続可能ではありません。この状態が続けば、債務再編に携わる業者が得をするだけでしょう。EM市場の政策当局は利上げを先行したことで、信頼を十分に得られたと考えています。今後は、景気抑制的な金融政策と、コロナ禍とロシア・ウクライナ戦争からの影響を和らげるための比較的拡張的な財政政策といったスタンスから、緩和的な金融政策と保守的な財政政策への移行が課題となります。

「今後は、景気抑制的な金融政策と、コロナ禍とロシア・ウクライナ戦争からの影響を和らげるための比較的拡張的な財政政策といったスタンスから、緩和的な金融政策と保守的な財政政策への移行が課題となります。」

このシナリオでは、投資家は一部の先進国社債市場よりもEM債券から大きなリターンを得られる可能性があります。一部の先進国社債市場では、タイトな流動性が企業の収益マージンに重石となり、プライバード・エクイティが保有する一部先進国企業において債務の持続性が困難になる可能性があります。一方で、投資家のポートフォリオにおいて、短期的なアロケーション（「高いクーポン狙い」）から中長期的なアロケーション（「真実の愛」）への移行を多くのEM国ができる状況にあると考えています。しかし、いつもそうですが、実行することが重要です。

現在の状況では、プライベート・デット市場を通じた代替的な資金調達手段もEM市場にはあります。特に資金の乏しいEM国では、政府支援のインフラ・プロジェクトに資金が必要ですが、公募市場が機能していない中で生じた資金ギャップを埋め合わせる革新的なソリューションが、市場参加者により生み出される可能性もあります。このような動きは、10年以上前に欧州のプライベート・デット市場が形成された時と類似しています。しかし、当資産クラスのボラティリティの高い性格から、投資家は流動性の高いEM債券資産を好む傾向があります。

資金の期間を延ばすのなら、長期的な関係で多くの投資家から信用を勝ち取ることが必要でしょうし、あるいは多くの国が参加する開発金融機関やその先進国政府から保証やバックアップを受けて、リスクを取り去ったエクスポージャーにする必要があるでしょう。これによって、最近の国際会議において、気候変動による「損失とダメージ」に対して、豊かな北半球から貧しい南半球に資産を移転するという誓約を果たすことにも繋がるだろうと考えています。

これに対して、EM国は制度改善への努力を続けるべきだと思います。特に、破綻手続きなどの法制面に力を入れ、債務再編における債権者の立場を改善するため、この数年で進捗を見せた一部欧州国に遜色ないようにするべきだと思います。今後、ザンビアやガーナといった国と進行中の債務再編交渉を通じて、財政危機に陥っている借り手とどのような新しいパートナーシップが期待できるかが明らかになってくると思います。もし、成功に導くことができれば、新しい、よりオープンで建設的なパートナーシップの枠組みへの道が開かれると考えています。

EM市場は現在、投資家のポートフォリオに中長期的なアロケーションとして加えられるかどうかの岐路に立っており、高いクーポンに魅了された状態から長期的なパートナーシップと真の愛に移行できるかの分かれ目にあります。

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	エマーゼンゲ債	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