



世界を先行するエマージング社債



アンソニー・ケトル

エマージング債チーム
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

2023年10月

多くのEM諸国は早期に積極的な利上げを行って来ました。この姿勢は評価できると考えています。

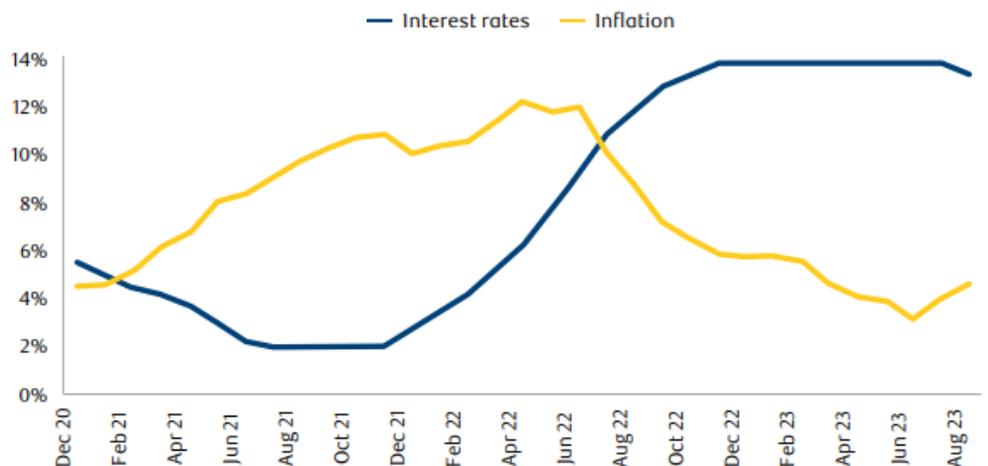
今年に入りエマージング（EM）社債へのエクスポージャーを増やす投資家の動きが見られています。その背景にはEM諸国が先行して利上げを進めてきたことや、金利及びデフォルト、成長の見通しが前向きであることが挙げられると考えています。

イニシアティブをとる

多くのEM諸国は早期に積極的な利上げを行って来ました。この姿勢は評価できると考えています。これらの地域における過去のインフレの経験から、多くの政策当局者が断固たる行動が必要という姿勢を示してきました。

ブラジルが良い例です。2021年3月に2%という非常に低い水準から利上げが始まり、2022年8月に政策金利は13.75%¹に達しました。それに伴い、インフレ率は2022年5月の12.1%から今年8月の3.2%²までに低下しました。

ブラジルの政策金利及びインフレ率



¹ブラジル政策金利決定、2023年9月

²ブラジル消費者物価指数（CPI）前年比、2023年9月

利上げ期間中は痛みが伴うものの、その高水準の金利及び利回りは、債券投資家にとって魅力的な投資先として注目を集めました。

現状を見渡すと、多くの新興国が実際に利下げを始めています。例えば、ブラジルは二会合連続で50bpsの利下げを実施し、チリは100bps、その後に75bpsの利下げを実施しました。債券価値が上昇し、保有者がキャピタルゲインの恩恵を受けることから、利下げは追い風になるとみえています。

デフォルト率

その他の重要指標をみると、ピークを迎えたという意味から、企業のデフォルト率においてもEM市場が先行している可能性があります。

EMハイ・イールド社債の近年のデフォルト率は、2021年に7%、2022年に14%、2023年初来で7%で推移しており、先進国市場と比較してはるかに高い水準にあります。その理由は、ファンダメンタルズの深刻な弱さというよりは、中国の不動産不況やロシアとウクライナの地政学リスクによる影響が大きく、大部分の優良企業がそれに当てはまらないとみえています。最もレバレッジが高く、リスクの高い企業はすでにデフォルトに陥っています。

企業の資金調達コストの高さも影響しているとみえています。再びブラジルを例にとると、ダブルA格企業の資金調達利回りは3年前の3%から15-16%までに上昇しています。同時に消費者は金利上昇による制約を受けて、物・サービスへの需要に影響がみられています。足元で金利の低下が始まれば、資金調達コストの下落が予想されます。

また、慎重な発行体ほど、コロナ禍の間に債務借り換えの機会を活用したという事実からも安心が得られます。1年、2年、3年後に償還を迎える債券を長期債に借り換えたことで、結果的に比較的低い利回り水準で発行した形となりました。

ソフト・ランディングという神話は達成された？

経済成長面では、先進国で話題になっている「ソフト・ランディング」に近いものが見られています。マイナス成長に転じる国は少なく、EM市場全体で今年は3.8%、来年は3.6%程度の成長が見込まれています。

例えば、南米地域のチリやペルー、アルゼンチン、コロンビアなど今年の成長率が低調だった国をみると、アルゼンチン以外で2024年にかけて徐々に改善していくことが予想されています。

より困難なデフォルトの状況に直面している国に目を向けると、ロシア・ウクライナ戦争の見通しについては慎重ながらも建設的にみえています。何らかの形でオフランプ戦略や戦争凍結となる可能性があり、復興のフェーズは経済成長に恩恵をもたらすと考えています。

ダウンサイドとして、中国への懸念を強めています。経済成長が低迷するなか、政府が実施した刺激策は極めて部分的であり、対GDP比の債務残高をコントロールする目的からデレバレッジ・プログラムを続けている同国経済の助けにはならないとみえています。

中国ではデフレの兆しがみられており、成長が予想よりも弱いことも考慮すると、投資家は米国へのエクスポージャーが高い社債及びソブリン債を選好し、中国以外のグローバルの成長サイクルに目を向ける選択をするかもしれません。

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