



## 変化を続けるエマージング市場



アンソニー・ケトル

エマージング債  
シニア・ポートフォリオ・  
マネジャー  
RBCブルーベイ・アセット・  
マネジメント

2024年5月

「人口動態、経済成長の潜在性、バリュエーション、多様性といったことによって、EMは魅力的な立ち位置にあります。」

エマージング市場で常に見られることは変化です。アジアでの投資機会、人口動態のトレンド、ESGの道のりをどのように歩んでいるかについて触れていきます。

多くのエマージング市場（以下「EM」）はダイナミックな経済成長の最中にあります。さらにエマージング株式は割安な水準にあると考えています。こうした状況が生まれる主因のいくつかについて考えていきます。

人口動態、経済成長の潜在性、バリュエーション、多様性といったことによって、EMは魅力的な立ち位置にあります。人口動態に関して言えば、先進国市場（以下「DM」）と比較して若年層が多くなっています。とりわけアフリカ、それに続いてアジアでこの傾向が見られますが、EM全体に言えることでもあります。

また中国経済はこの数年でやや落ち着きを見せつつあるものの、経済成長の潜在性もDMよりも高くなっています。

バリュエーションの観点では、債券と株式の両方でEMはDMよりも割安な水準となっています。

最後に、EMは非常に多くの国で構成され、グローバルGDPの半分を占めています。明白に多様性による恩恵があると考えています。

今はEM投資の好機であると捉えています。その理由は3つあります。一つ目に、DMと比較して早くから積極的な利上げを行ってきた結果、足元のインフレはDMよりもかなり抑制的となっています。同時に、EM社債のデフォルト率が低下していること。最後に、格付けとファンダメンタルズに基づくバリュエーションがDM比で魅力的であることが挙げられます。

## 人口動態についてももう少し詳しく見ていきます。このトレンドの変化はどのようにEMに影響しているのでしょうか

人口動態、都市化、経済的な発展はEMに変化をもたらす主要テーマとなっています。こうしたトレンドは資産クラスにとってポジティブに働いており、前向きな投資機会を作り出しています。しかし、こうした過渡期を上手く乗り切るには複雑なところもあり、例えば、人口が増えて経済発展が進むなかで、資源枯渇に対処しながら、よりクリーンなエネルギーに移行すること、などが挙げられます。

## 「人口動態、都市化、経済的な発展はEMに変化をもたらす主要テーマとなっています。」

債券投資においては、こうした過渡期の資金の調達を支援するために、新たな手段で国や企業と協働する機会があります。また、ESG面でのエンゲージメントによって、こうした動きに伴う困難を緩和する手助けもできます。

## 国や地域でみた場合、債券投資家にとって魅力的であると考えるのはどこの地域でしょうか

アジアはこの資産クラスのなかで比較的低ベータとなっています。これは、多くのアジア諸国で現地通貨建て債市場が発達しているということと、EM全体でみた場合に相対的に利回りが低いからです。クレジット債では、アジアは投資適格の発行体が多くなっています。

現段階では、アジア以外の中南米、中東欧、一部のアフリカの国が最も魅力的なリスク・リターンを提供していると見ています。

あまり注目を集めていない国でのボトムアップの投資機会では、市場でのリサーチが十分に行き届いていない所に最も魅力的な投資機会があると考えています。それは当然ながら、より非効率な市場であるからです。昨年、ベストな投資機会の1つとなったのは、B格以下の低格付けのクレジット市場でした。

## 中国はこの数年でヘッドラインをにぎわせており、不透明な見通しが続いています。中国に対しては楽観的に見えますか、それとも悲観的に見えますか

経済成長は回復基調にあるものの、不動産セクターに対する救済があるとは考えておらず、大規模な刺激策や支援策が同セクターに向けられるとも考えていません。数年間に亘って超過在庫を整理し、セクター内で統合を進めるプロセスが取られると見ています。もっと全体的なところでは、共同富裕などの一般的な目標を達成するために、政府は相応の経済面での苦痛を想定していることを明白にしています。

## ホットトピックであり続けるESGですが、EM国はどのようにこの道のりを辿っているのでしょうか

投資業界の複雑さによって、ESGの標準化がまだまだこれからであると考えていますが、ネガティブなESGプロファイルを持つ国がデフォルトや甚大な損失を投資家に与えた例が、この数年で見られています。これは、投資家が投資決定プロセスの中核にESGインテグレーションを取り入れることを促すことにつながっています。このトレンドが続く可能性が極めて高いと考えています。さらに、EMの発行体に対するエンゲージメントや可能な限り高いレベルのESGの標準化を通じて、ポジティブな影響が見られる機会にもなると考えています。

## 長期的にEMでは上昇基調が続くと見えますか

長期的には、上昇基調は続くと考えています。しかし、そこに辿りつくまでにはこれまでに触れた課題の中で、どこぼこ道を歩むことになるでしょう。

## EM投資における潜在的なリスクは何でしょうか

リスクの観点では、EM国はそれぞれの規制を持っており、これが時にはマイナスに働く場合があるということです。しかし、深いファンダメンタルズ・リサーチを行えるスキルと経験を持つ運用チームでは、このリスクを軽減できると考えています。

フロンティア市場では、流動性という課題があるかもしれませんが、より伝統的なEM国にはあまり関係のない問題です。さらに、EMクレジット債では、ユーロボンドという標準的なストラクチャは流動リスクを軽減しています。通貨リスクやより高い水準のボラティリティは考慮すべき点だと思えます。

しかし、これらのリスクによって、高いリターンがもたらされる可能性があることは念頭に置きたいと思えます。通貨リスクに関しては、このリスクを管理する能力が重要で、これを助けてくれる多くの手段が存在しています。EM資産は高ベータとして見られていますが（しかし、ボラティリティが常に高いわけではありません）、高いボラティリティによって、大きなリターンが得られる大幅な調整や投資機会が生まれると考えています。

## EM株式とEM債券のどちらのほうが魅力的な投資対象になると考えていますか

債券の投資家としては、現在の利回り水準はヒストリカルに見て魅力的であると考えていますが、一部の地域は他と比べて際立った魅力があると考えています。既述の通り、中南米、中東欧、一部のアフリカの国が最も魅力的なリスク・リターンを提供していると考えています。

EM株式とEM債券では投資ユニバースに大きな違いがあることを認識しておく必要があります。そのため、相互排他的な投資ではなく補完的なものであると捉えることができると思えます。

## 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。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

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れるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay  
Asset Management