



Global Asset Management
BlueBay Asset Management

エマージング債 チャンスは見え隠れ



Som Bhattacharya
ポートフォリオ・マネジャー

2022年6月

エマージング市場（EM）は年初から軟調な動きとなっています。金融政策の引き締め及びロシアのウクライナ侵攻による地政学的ショックを受け、グローバル市場は揺さぶられるなかで、2022年1月～4月にEM市場が急落したことは不思議ではないでしょう。

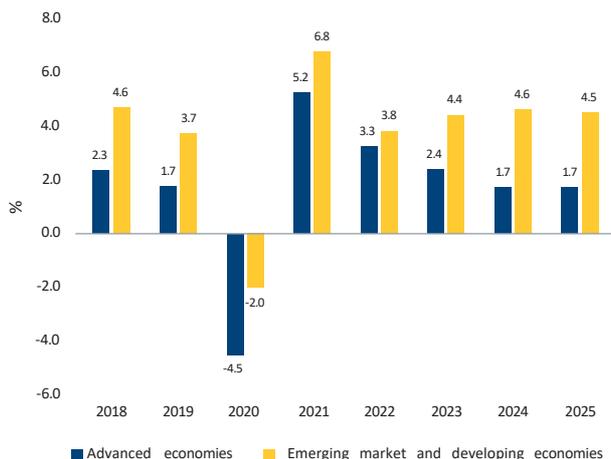
EMソブリン債指数は顕著に下落した資産であり、前年比約15%下落しました¹が、現地通貨建て社債やEM株式も程度の差こそあれ、年初来では全てアンダーパフォームしています。

最近の市場環境や緊迫感のある数々のニュースから、投資家は、当然ながらEM資産クラスに対して慎重な姿勢を見せています。しかし、厳しい市場環境だからこそチャンスがあり、大幅な調整を受けて、最も魅力的なチャンスが見え隠れしている可能性があると考えています。

“アップサイドの可能性を捉えるには、現在の市場環境に適した運用者と適切な戦略を選択することが必要です。”

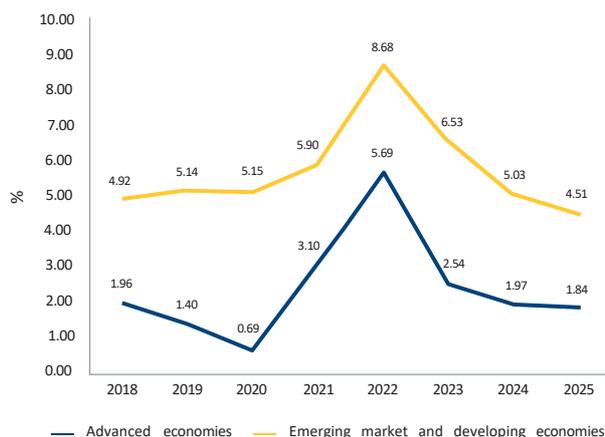
¹JPMorgan EMBI Global Diversifiedインデックス、2022年4月30日時点

図1：EMはDMより高い経済成長率を予想



出所: JPMorgan, Goldman Sachs Research, IMF WEO, 2022年4月時点

図2: EMとDMのインフレは今年ピークを迎える可能性が高い



出所: JPMorgan, Goldman Sachs Research, IMF WEO, 2022年4月時点

ポジショニングの背景

1. 経済成長

厳しいマクロ環境においてもEM国の経済成長率はDM国（先進国）の経済成長率を、今年も上回る可能性が高いでしょう（図1参照）。

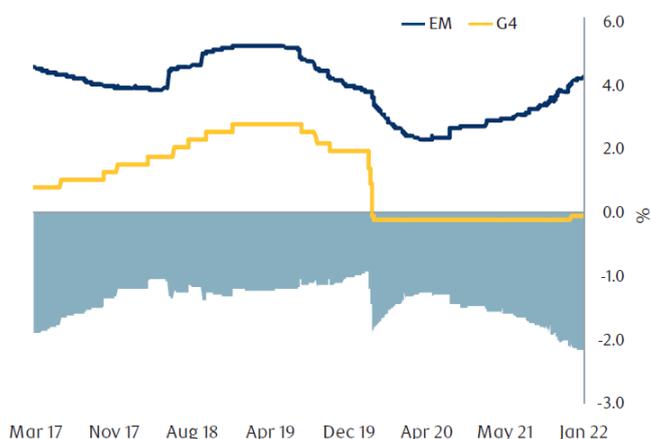
「成長アルファ」つまりEM国とDM国の経済成長率の差は、EM諸国が優位な形で拡大する可能性があります。しかし、EM諸国内における差別化も重要です。特に、中国の経済成長は、非常に厳格なゼロコロナ政策により、2020年よりも今年はさらに悪化する可能性が高いでしょう。

2. インフレと金融政策

米連邦準備制度理事会（FRB）はタカ派的な姿勢のなかで利上げを実施しており、これがEM債の下落の一因となっています。EM国全般ではインフレが大きな焦点となり、EM国の中央銀行の多くは積極的に利上げを行っています（例えばブラジルは2021年初より利上げをしています）。金融政策の引き締めという点では、EM国は先手を打っていると考えられます（図3参照）。積極的な取り組みの結果、DM国に対する実質金利差は明確となっています（図4参照）。

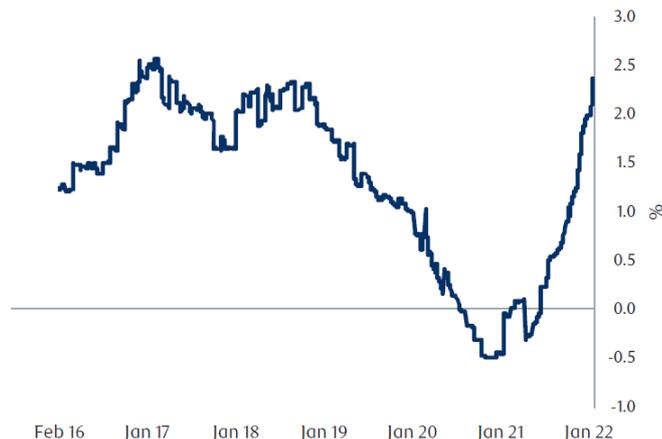
EMの実質金利はDMと比較して高い水準にあり、EM国の通貨（FX）は年初来で3%程度上昇しているものの、相対的に良好なパフォーマンスを示しています。FXには多くの差別化となる要因があり、相対価値による投資機会を生み出す源泉となるでしょう。

図3：名目政策金利の差 EM対DM



出所: Bloomberg, BlueBay Asset Management, 2022年1月時点

図4：実質政策金利の差 EM対DM



出所: Bloomberg, BlueBay Asset Management, 2022年1月時点

3.コモディティ供給の混乱

国際的なエネルギー不足が最近の主なテーマとなっていますが、原油価格の上昇にも関わらず、多くの石油輸出国であるEMクレジットは大幅な下落に見舞われており、魅力的なバリューを提供していることに注目しています。

同時に、ロシア・ウクライナ・ベラルーシからの小麦・肥料輸出の供給不足によって、農産物・食料不足も急速に深刻化する可能性があり、社会不安の広がりやインフレという火に油を注ぐことになるかもしれません。

コモディティ供給の混乱に関連した正確なポジショニングは、アルファ獲得の機会になると考えています。

4.ストレス銘柄

ストレス銘柄は良好なリターンにつながる可能性があります。投資タイミングが鍵となるでしょう。ソブリン債ではスリランカなど、社債では中国の不動産セクターなどで、好転の兆しが見えるかどうかを注視しています。

アップサイドを捉える

最近のEM債券市場における魅力的な投資ソリューション

低流動性及びヘッジ ファンド戦略	高い確信度及びブレンド型 戦略	外貨建て債総合戦略
<ul style="list-style-type: none">EM市場における差別化と調整活用していきます。最大の柔軟性を持ち、ショートや低流動性のポジションでリターンを高めることが出来ます。幅広い国やセクターから、ボトムアップによる銘柄選択を行います。	<ul style="list-style-type: none">EMの金利、通貨、クレジットといった投資テーマを大胆に幅広く活用します。金利上昇サイクル後のEM市場では現地市場が強力なリターンの源泉になる可能性があります。	<ul style="list-style-type: none">米ドル建てを中心とした外貨建てEM債のみに投資します。EM国債と社債のユニバースでの確信度の高い投資アイデアとマクロ・インプットを組み合わせます。
2022年は、オルタナティブや低流動性の投資機会が大きく上昇する可能性がありますとみています。	年初来、現地通貨建てEM債市場は、外貨建てEM債市場を大きくアウトパフォームしており、このテーマはさらに継続する可能性があります。	ベータ・リターンは目立ったものとならないかもしれないものの、地域やセクター全般では多様な差異がみられ投資機会は豊富です。

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き、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

