



ポリーナの視点

ワシントンが熱を帯びる中でも、市場は冷静さを保つ



ポリーナ・クルドヤフォ
エマージング債チームヘッド

2026年4月

IMF総会のために先日ワシントンD.C.を訪問しましたが、印象的だったのは以下の点です。

- ▶ 年次IMF総会では、強気な投資家センチメントと新興国が直面しているファンダメンタルズの課題との間のはっきりとした乖離が浮き彫りになりました。
- ▶ ウクライナと中東で続く戦争がもたらす構造的および政策的影響の可能性を考慮すると、戦時経済が常態化している状況は特に印象的でした。
- ▶ 中南米の政治・政策の方向性は、この地域がより安定性と市場友好的なポリシーミックスを提供できる可能性を示唆している一方で、中部アフリカ経済通貨共同体（CEMAC）地域は二桁利回りの新たなフロンティアとして台頭しています。

私は暑さが苦手です。ワシントンの気温が記録的な水準に近づき、市場が不可解なほど冷静を保っているという状況で、IMF総会を乗り切ろうとしたことはありますか？ IMF総会のために先日ワシントンD.C.を訪問した際、屋外はうだるような暑さで気温が摂氏33度と過去50年間で最高を記録しましたが、これはおそらく同期間における投資家センチメントが最も強気であったことの適切な比喻となりました。

重苦しい暑さから冷房の効きすぎた会議室に足を踏み入れるように、私たちが議論していた深刻なファンダメンタルズ上のリスクと、依然として驚くほど冷静な市場センチメントの間には、はっきりとした乖離がありました。市場は多くの課題にもかかわらず、比較的穏やかなシナリオを織り込み続けています。レバノンの銀行システム改革の進展の遅れやヒズボラの武装解除の停滞、ウクライナ戦争継続への見通し、原油供給の脆弱性による経済的影響を巡って政策の不確実性が高まっている状況など、10年前であればパニックを引き起こしていたであろう問題ばかりです。

この乖離は、中央銀行関係者との会話で特に顕著でした。南アフリカ準備銀行副総裁は、原油がインフレに10%の影響を与えることについて率直に認めた一方で、供給ショックに対してはあまり手を打てないことも同時に認めました。一方、トルコのメフメト・シムシェキ財務大臣は、比較的楽観的な見通しを示し、資金調達へのアクセスを考慮すれば、600億米ドルの経常収支の赤字でさえも「管理可能」であると示唆しました。ある元米国政府高官は「石油需要は破壊されておらず、戦略備蓄の大幅な再構築が必要」と率直に述べました。供給の脆弱性がこれほど高まったことはないにもかかわらず、市場は完璧なシナリオを織り込んでいるようです。

戦時経済の統合

私が「戦時経済パラダイム」と呼ぶ、つまり市場が持続的な紛争状態下で機能することに根本的に適応していることを認識することで、この乖離をおそらく理解できるかもしれません。ウクライナの中銀副総裁は、GDP比19%の財政赤字と22%の経常収支赤字について淡々と語りました。両方とも、年間450億ユーロと見込まれる対外支援によって賄われる可能性が高いと予想されています。同時に、最近のドローン攻撃についても触れ、軍事能力の進化を考慮すると、キーウは「今や世界で最も防衛された都市に違いない」と強調しました。

この紛争経済の常態化は、構造的な変化を加速させています。IMFのサウジアラビアチームが指摘したように、イランが原油代金を人民元で受け取ることを好む傾向は、より広範な脱ドル化のトレンドを示しています。同時に、紛争の影響は大規模なインフラ支出、特に中東のエネルギー分野での支出を促進し、新たなプロジェクトファイナンスの取り組みが生まれる可能性があります。

中央銀行は、金融政策から地政学的必要性を重視する方向へシフトしつつあります。エジプト中央銀行総裁でさえ、実質金利がすでに非常に高い水準にあることから、短期的には為替調整を容認しつつ、中期的な物価安定を優先する姿勢を示しており、これは新たな現実を反映しています。

「安定の灯台」としての中南米

このようなグローバルな背景の中で、中南米は相対的に安全な避難先として台頭し続けています。この地域は、ある講演者が適切に表現したように、市場友好的な結果をもたらす「選挙のスーパーサイクル」から恩恵を受けています。ジャーナリストのブライアン・ウィンター氏が指摘したように、ブラジルの文化的変容は特に印象的です。福音派の人口比率は7%から30%に急上昇し、その内96%が「神が支配している」ことに同意しており、この動きは、市場友好的な野党が選挙で勝利する可能性があることを示す良い兆候となっています。

この保守的なシフトは、治安を重視する右派候補者に有利に働いています。過去10年間でコカイン生産量が3倍に増加したことで治安危機が生じ、逆説的に強力な指導者を求める国内の需要が高まりました。世界で最も不平等な経済の一つであるコロンビアでさえ、ペトロ大統領が最低賃金を23%引き上げたにもかかわらず、市場友好的な候補者が優位を維持しています。

アルゼンチンやエクアドルのような「常習的なデフォルト国」に関しては、両国ともここ数十年で最良の政策ミックスを示しています。エクアドルのサリア・モヤ財務大臣のプレゼンテーションは心強いもので、伝統的な政策ミックスがいかに機能するかを示しました。ここでは、付加価値税（VAT）徴収の取り組み改善と鉱業セクター改革を通じてGDP比1.5%の財政健全化に加え、輸出量の40%をカバーする原油ヘッジプログラムを行う、この地域の新たに備わった洗練さを示しています。

新たな高利回りフロンティアとしてのCEMAC地域

コンゴ共和国とカメルーンが主導する中部アフリカ経済通貨共同体（CEMAC）地域は、新たな「二桁利回りの新顔」として台頭しています。コンゴの新財務大臣であるクリスチャン・ヨカ氏は、財政黒字を維持しながら、GDP成長率5%を目標とする意欲的なプログラムを示すと同時に、GDP比12%を占める国内未払い債務の解消にも注力する方針を示しました。成功は、IMFの改革プログラムに建設的に取り組む各地域の意欲にかかっています。

これらの地域的な課題を無視することはできません。カメルーンのIMFとの協力姿勢や、ガボンの高まる流動性圧力は、地域全体のスプレッドに影響が及ぶ可能性がある重要な要因です。

投資家は、高利回り発行体が提示する金融商品の仕組みにも細心の注意を払うべきだと警告したいと思います。一部の発行における最近の私募の仕組みには特有のリスクがあります。限定されたドキュメンテーションや開示要件は、投資家がやや手探りで進めていることとなります。適切な透明性と完全な投資覚書が伴う法的デュー・デリジェンスがなければ、財政および流動性圧力が高まる場面で、これらの仕組みは問題となる可能性があります。

「どちらに転んでも恩恵がある」環境

私たちは「どちらに転んでも恩恵がある」環境に向かっているのでしょうか？現在の市場環境は、政策の方向性に関係なく、一部のトレーダーにとって、魅力的なキャリア機会を生み出しているようにみえます。高い名目利回りは、当面のリターンを提供する一方で、経済成長が期待を下回った場合には、利下げによる債券価格の上昇余地も依然あります。これが、根底にある脆弱性を覆い隠す一時的な「ゴルディロックス」シナリオを生み出していると考えています。

現在、多くの新興国経済には、大規模な外貨準備によるバッファ、低い債務対GDP水準、国内機関の強固な制度、国内市場の継続的な成長など、多くの構造的な下支え要因が存在しています。とはいえ、経験豊富な投資家は、特に制度的枠組みが試されるとき、魅力的な利回りがいかに早くバリュートラップになり得るかを熟知しています。当社では、中南米の発行体に対して選択的なオーバーウェイトを通じて慎重ながらも楽観的なスタンスを維持しつつ、ポートフォリオのベータはベンチマークに近い水準に保ち、わずかなハイイールド偏重と低コストのスプレッド・ヘッジで下振れリスクに備えています。私たちのアプローチは、エマージング市場の中期的なファンダメンタルズが依然として魅力的であるものの、足元の逆風を考慮すると短期的には市場がやや楽観的すぎる可能性があるという見方を反映しています。週を通じて厳しさが増していったワシントンD.C.のうだるような暑さのように、市場の混乱も徐々に広がり、その後一気に加速することがあります。極端な気候は冷房の効いた快適な場所に入ることによって逃れられますが、過熱した資産価格がついに経済的重力と出会うとき、備えが出来ていない人々にはそのような避難場所はありません。気温はやがて正常に戻りますが、市場調整による犠牲は、残念ながらも長く残る傾向があります。

ディスクレマー

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 資産運用業協会会員、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るようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay
Asset Management