

ポリーナの視点： ブラジル3-0スコットランド、逆境を覆すエマージング企業



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7月

私は最近マイアミでエマージング（EM）クレジット・カンファレンスに参加し、企業経営陣と面談し、主要なマクロ変数がEM企業のバランスシートに与える影響を探りました。以下の点に強い印象を受けました：

- ▶ **ブラジルの戦術的かつ個人的な卓越性を映すEMのマスタークラス**：歴史的に高い実質金利とソブリン・リスクの不確実性という環境にもかかわらず、一部の厳選されたEM企業は単に生き残るだけでなく着実な成長を遂げています。
- ▶ **企業の成熟度と洗練された運営体制**：ESGフレームワーク、業務効率、および先進国市場の一部の同業者が羨むほどの精度を伴う戦略的な資本配分について、流暢に語るCFOたちに出会いました。
- ▶ **EM企業はもはやソブリンというバスの乗客ではありません**：EM企業は従来のソブリン・リスクの制約を超越する独自の競争力とレジリエンスを備えています。
- ▶ **マクロのストーリーは、従来想定されてきたソブリンと企業の相関ダイナミクスを超えて評価する必要があります**：私たちは、ソブリンのボラティリティに直面しても、持続的なパフォーマンスを提供できる、制度的に成熟した企業セクターの台頭を目の当たりにしています。

あなたはサッカーファンですか？私は4年に一度の世界カップ期間中、1、2試合を観戦します。その規模、感情的な盛り上がり、そして素晴らしい雰囲気が、私たちのほつんどを熱狂的なサッカーファンに変えてしまいます。

私は6月後半に、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ（BofAML）がマイアミで主催する素晴らしいEMクレジット・カンファレンスに参加していましたが、ちょうどブラジル対スコットランドの試合と重なりました。ブラジルがスコットランドに対して3-0という圧倒的な勝利を収め、戦術的な素晴らしさと個人の卓越性の調和を示したように、EM市場の企業もまた、独自のマスタークラスを示しました。ブラジルのゴールは、ヴィニシウス・ジュニオール選手の傑出したパフォーマンスだけでなく、規律あるポジショニングとプレッシャー下での確実な実行力から生まれました。これらは、歴史的に高い実質金利とソブリン・リスクの不確実性という環境での運営にもかかわらず、単に生き残るだけでなく成長を遂げている厳選されたEM企業の中で私が見出した資質です。

ミーティングを通じて私が印象を受けたのは、企業の成熟度と洗練された運営体制でした。ESGフレームワーク、業務効率、および先進国市場の一部の同業者が羨むほどの精度を伴う戦略的な資本配分について、流暢に語るCFOたちに出会いました。

企業が成熟するにつれて、市場も成熟し、現地通貨建て債の割合が増加しています。例えばブラジルでは、私が面談したアドバイザー会社の一社によると、「ブラジル企業の債務残高に占める現地資本市場からの調達比率は、銀行融資と比較して、初めて50対50に近づいている」とのことです。この1,500億米ドルの現地発行は、マクロのストーリーを根本的に変える企業の自立への構造的シフトを示しています。

また、成長見通し、インフレ、コモディティ価格のボラティリティ、さらに高い現地金利と現地通貨のボラティリティなど、主要なマクロ変数がEM企業のバランスシートに与える影響を探り、レジリエンスを強化するための企業戦略について学ぶことも興味深いものでした。以下は私の調査結果です：

成長について：野心的な計画が資金調達の現実に直面する

EM企業の成長ストーリーは一様ではありません。企業の野心は明白ですが、資金調達と格付けの制約は戦術的な方向転換を余儀なくさせています。アルゼンチンの準ソブリン・エネルギー会社、YPFは良い例です。同社の200億米ドル超のLNGプロジェクトは変革の可能性を示しており、「2031年までにEBITDAは120億米ドルに達し、そのうち30億米ドルはこのプロジェクト単独による寄与」と見込まれていますが、サプライヤーが同社の成長意欲を支えるために必要とされるペースで資金調達にアクセスできるかどうかは明らかではありません。

これはパラドックスを生み出しています：企業は前例のない規模で投資する準備ができていますが、ソブリン・レベルの資金調達面でのボトルネックは残っています。同社の経営陣は「45億米ドル、つまり年間15億米ドル」が必要だと述べていますが、現地金利の高さと銀行セクターからの融資が限られていることを考えると、コントラクター・ファイナンスの活用も難しい中で債券による資金調達に頼らざるを得ない状況となっています。

コロンビアなど他の国では、消費財セクターの大手コングロメリット、Nutresaが資金調達コストを削減するために、メキシコや米国などより高格付けの国での買収による拡大に注力しています。

インフレについて：より健全な価格転嫁の進化

注目すべきは、過去のサイクルとは対照的に、より脆弱なソブリン国家、特にアフリカ全域において、現在のサイクルでは支払い規律が大幅に改善していることです。幅広いEM諸国で事業を展開するグローバル多国籍エネルギー企業、Puma Energyの経営幹部は、2026年4-6月期の原油価格高騰にもかかわらず、多くの政府が燃料供給に対する支払いを迅速に行ったほか、ソブリンのバランスシートに負担をかけるのではなく、国内のガソリン価格を調整したと強調しました。その結果、企業は過去のパターンと比較してより健全なキャッシュフロー・プロファイルを維持することができています。

原油価格のボラティリティについて：全天候型環境での改革
原油高が改革の努力を阻害していた過去の原油ブームサイクルとは対照的に、いくつかの産油国は良好な環境を活用してエネルギーセクター内で構造改革を実施しています。ナイジェリアはこの変化のよい実例であり、大手独立系石油・ガス探査・生産会社、Seplat Energyなどの民間企業の参加者から、油田開発の合弁パートナーである国営石油会社、NNPCにおいて意義あるコーポレート・ガバナンスの変化が見られているというフィードバックがありました。改善の背景には、政治任用者の代わりに新たなテクノクラートの取締役会の設置や、経営チームの構成において公務員から元Shell/Chevron勤務の専門家へのシフト、およびNNPCのLLP（有限責任会社）への転換と財務情報開示の義務化を求める新たな石油産業法（PIA）の下での透明性向上が含まれます。これらの進展は、国内外の民間企業の参画にとってより魅力的な環境を創出するための意義ある前進を示しています。

新たな投資機会について：ベネズエラのシュガー・ラッシュ

おそらく最も活発に議論されたトピックは、ベネズエラでの投資機会に関する企業からのフィードバックについてでした。同国の変革に対する関心は非常に高く、ある参加者は直接投資の機会の大きさを伝えるために、「巨大なシュガー・ラッシュ（糖分の大量摂取後の急な興奮状態を指す）...崩壊直後のソビエト連邦のような感じ」と表現しました。熱意は明らかですが、慎重さも見られます。一部の発行体は、輸送面のボトルネックが問題になる可能性があり、隣国コロンビアがインフラ・ハブとして役立つ可能性があることと指摘しています。ほかの発行体は、「表面上はインフラが劣悪に見えるが、一つの油田だけで隣国の埋蔵量に匹敵する規模がある」ことを考えると、石油生産を稼働させるための追加コストは比較的限定的で済む可能性があることと指摘する向きもあります。企業はまた、ベネズエラの航空インフラ投資にも関心を示しました。潜在的な投資機会をめぐる熱気は、商業的な見通しが政府の安定性を上回るというパラドックスを浮き彫りにしました。

企業対ソブリン：チーム・ダイナミクス

企業は概してソブリンの脆弱性をうまく乗り越えてきましたが、その戦略と成長モデルは依然としてソブリン・リスクの影響を受けやすい状況にあります。

高い実質金利、通貨のボラティリティ、および政治的变化が続く環境では、企業が大きな課題に直面する可能性があります。

ソプリンの経済的背景を考慮することの重要性は、ブラジルでの過去12ヶ月間がよい実例となりました。10%に近い異常に高い実質金利により、投資適格格付けの企業を含む一部の企業が債務再編を余儀なくされました。しかし、通常のビジネス・ファンダメンタルズの悪化によって引き起こされる過去のデフォルトとは異なり、これらは健全な事業基盤であるにも拘わらず、流動性の制約または法外な債務コストによって債務再編が必要となったケースでした。結果的に、回収率は過去平均の1米ドルあたり40セントに対して、1米ドルあたり60～70セントに達すると予想しています。一方、航空などの他のセクターは引き続き圧力下にあり、事業者は短期的なデレバレッジを必要としています。解決策として株式市場を通じて資金調達をする企業もあれば、政府支援に依存する企業もあり、脆弱性のポイントを生み出しています。

しかし、各国の制度が成熟するにつれて、企業は政治的環境への対応がより容易になっていると感じています。例えば、コロンビア最大の独立系石油・ガス探査・生産会社、SierraCollは、「大統領が実際にはそれほど多くの権限を持たない強力な制度」の恩恵を受けており、同国の多くの財政課題にもかかわらず、事業計画を立てやすい環境となっています。経営陣は、「大統領に対する抑制と均衡がよく機能しているため、極端な政策を実行するのは非常に困難」と述べています。それにもかかわらず、大幅な進展の余地は依然として残っており、株式市場へのアクセス拡大や政策金利の引き下げが企業にさらなる勢いを与える可能性があります。同時に財政再建も必要であり、ハイ・イールド（投資適格未済）に格付けされる民主主義国家にとっては手ごわい課題となっています。

ブラジルの見事な戦術披露

ブラジルの3-0の勝利が、個人の才能（企業の卓越性）と戦術的規律（制度的洗練度）がどんな相手も克服できることを示したように、EM企業は従来のソプリン・リスクの制約を超越する独自の能力とレジリエンスを身につけています。彼らは、どんなピッチでも、どんな天候でも、どんな相手に対しても、プレーすることを学んできました。

投資家として、このことはマクロのストーリーを従来想定されてきたソプリンと企業の相関ダイナミクスを超えて評価しなければならないことを意味します。私たちは、たとえソプリンのボラティリティに直面しても持続的なパフォーマンスを提供できる、制度的に成熟した社債セクターの台頭を目の当たりにしています。マイアミ・スタジアムでのブラジルの体系的な優位性と同様に、このデカップリングへのシフトは運やコモディティ価格の結果ではなく、むしろ、長年にわたる戦術的進化と制度的改革の結果です。

美しいゲームは続いています、ルールは根本的に変わりました。企業のチャンピオンたちはもはやソプリンという「バス」にただ乗っている存在ではありません。持続的な卓越性に向けて独自の戦術的進化をハンドルを握って推進しています。

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