

RBC BlueBay
Asset Management

エマージング市場における プライベート・クレジット投資のメリット



ミハイ・フロリアン
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

2026年11月

「EM投資は、これまで多くの誤解の対象となってきましたが、適切なリサーチを行えば、先進国市場よりも魅力的な投資機会を見出すことも可能であると考えています」

これまで見過ごされてきたエマージング市場のプライベート・クレジットへの投資機会を、今こそ投資家が検討すべきであると考える理由を説明します。

ポイント:

- プライベート・クレジットの急速な成長は、これまでのところ米国や欧州など、先進国のオルタナティブ資産市場に限定されてきました。
- しかし、現在、投資家は見過ごされてきた新たな投資機会を活用するため、エマージング市場（EM）に注目しています。
- EM投資は、これまで多くの誤解の対象となってきましたが、適切なリサーチを行えば、先進国市場（DM）よりも魅力的な投資機会を見出すことも可能であると考えています。

プライベート・クレジットにおいて先進国対比でEM市場に着目する理由は？

EMプライベート・クレジットのドライバーは、その大部分が、先進国で見られてきたものと非常に似ています。異なる点は、EM企業の銀行セクターへの過度な依存です。米国では、中堅～大企業の資金調達のうち銀行セクターからの調達は約20～40%です。一方、EMでは、資金調達の80～90%を銀行セクターに依存しています。歴史的に、EM諸国は債券資本市場の発展が遅れ、米国企業と同様の選択肢が存在していませんでした。

プライベート・クレジット市場の一部（または特定のビークル）に関しては、ここ最近ネガティブな報道もありますが、RBCブルーベイにおけるEMプライベート・クレジット戦略と先進国のプライベート・クレジット戦略には、いくつかのテーマにおいて重要な違いがあります。

1. ソフトウェアと人工知能（AI）： 本稿執筆時点において、RBCブルーベイの戦略においてはソフトウェアやAI関連のエクスポージャーはありません。ポートフォリオを構成する企業は所謂「オールド・エコノミー」であり、インフラや公益、産業、原油・ガス、通信・メディア・テクノロジーセクターなどが中心です。

2. シニア債: ポートフォリオの約70%がシニア担保付きローン、また27%がシニア無担保ローンで、劣後/第2順位担保付きはわずか4%程度に留まります。

3. 低レバレッジ: 借り手は平均して約3倍のネット・レバレッジ（純有利子負債/EBITDAとして定義）となっています。DMダイレクト・レンディングの借り手は一般的にシニアで約5倍、劣後/メザニン債では最大7倍のレバレッジとなっています。

4. デュレーション: ローンはほとんどがアモチ型（分割返済）で、平均期間は3年です。

5. エグジット: 元本の分割返済があるため、通常、借り換えや他者による買い取りに出口を依存しません。ローンの返済は主に借り手のキャッシュフローを通じて行われます。

6. インカム収入: 低レバレッジのため、借り手は現金で利息を支払っています。ベース金利が上昇していた期間でさえ、先進国の借り手に見られたような現物払い（PIK）への切り替えの必要はありませんでした。

7. 投資資金投下: RBCブルーベイの戦略には、新規投資における健全なパイプラインが存在しています。

誤解と現実の違いは？

EMプライベート・クレジットには多くの誤解があります。

- 最も明白なものは、法の支配が存在しないという誤解です。もちろん、EM諸国の立法および法的環境が米国や英国ほど発達し、洗練されていないという現実を受け入れる必要があります。しかし、ブラジルやポーランド、トルコなどの比較的大きな市場は、過去数十年にわたりこれらの分野を発展させてきました。
  例えば、ブラジルの破産法は米国のものとかなり類似しています。チャプター11（米連邦破産法11条）に相当する制度があり、裁判所によってスーパー・シニア・レベルとして認められた、DIPファイナンスを提供する能力があります。過去15年間で、ブラジルの裁判所の手続きを経た多くの事例が、今後判例として活用可能です。裁判所での手続きに少し時間がかかることもありますが、プロセスは整っています。

- もう一つの誤解は、現地通貨に左右されるEM諸国の企業のクレジット・リスクが、通貨切り下げの影響を受けやすいというものです。通貨が切り下げられる可能性はありますが、EM企業は非常に長い間、現地通貨の切り下げと共存してきたという事実を多くの人が見落としています。これは、EM企業がこのような現実に適応しており、多くの場合、外貨に基づく契約を有している場合が多いことを意味します。

- 特筆すべき最後の誤解は、EM企業に関する情報の不足です。これらの企業の大多数はプライベート（未上場）または家族経営の会社であり、国際市場で借り入れを行おうとする場合、情報開示や取締役会の構成などの面で、求められる基準がはるかに高いことを理解しています。

先進国企業と比較してEM企業が魅力的な投資機会を提供する理由

まず、先進国のプライベート・クレジット市場では過去15年間にわたり膨大な資金が調達され、活況を呈してきました。広範なシンジケート市場（バンクローン市場）はより制度化が進んでおり、ローンの契約書面に影響を与えています。先進国では、コベナンツ・ライトや4～5倍のレバレッジの案件が多く見られ、ユニトランシェまで含めればレバレッジは6～7倍にまで上昇します。

EMに目を向ければ、基礎となるローン契約書面に大きな変化は見られていません。これらはプライベート・エクイティ（PE）主導の案件ではないため、株主への支払いに制限を設けている場合もあります。株主やプライベート・エクイティ会社が駆け引きをし、既存の債権者を「劣後化」出来る余地は少ないと言えます。

数年前に金利が上昇した際、DMはEMよりも大きな影響を受け、複数の案件において企業は土壇場でPIKへの切り替えを決断せざるを得ませんでした。対照的に、EM企業のレバレッジが低いことは、たとえ金利が大幅に上昇しても、依然として現金で利息を支払える可能性が高いことを示唆しています。

EMプライベート・クレジットの魅力的な投資対象地域は？

EMには独自のストーリーが数多くあります。例えば、ポーランドはA格付けの国であるため、EMではないと主張する人もいるかもしれませんが、国境を越えたドイツとはリスク特性やリターン目線が大きく異なります。

各国にはそれぞれ特有の原動力があります。例えば中南米では、コモディティ主導の資金調達が多く見られます。ブラジルには大規模なリチウム鉱山の拠点があり、電気自動車がこのトレンドの大きな原動力となっています。結論として、これらの国々の多くは大幅なマクロ成長を遂げており、それが資金調達の需要を牽引しています。

アジアは他のEM諸国とは極めて異なる投資機会を提供していることも注目に値します。アジアのプライベート市場は一般的に、中国、インド、その他のアジア地域の3つに分けられます。中国は地政学的な問題や言語の壁から参入が非常に困難な市場である一方、インドはその巨大な規模ゆえに非常に競争の激しい市場です。これらの市場で活動するには、相応の現地におけるプレゼンスが必要です。

どのようにEMにおける投資機会にアクセス可能か？

先進国におけるPE主導の取引では、貸し手には企業の情報がパッケージで提供され、すぐにプロセスを開始できる準備が整っています。デュー・デリジェンス資料は自由に入手可能であり、そのように機能する市場となっています。残念ながら、EM諸国はまだそのような状況ではなく、それはRBCブルーベイにおける投資完了率（ヒット率）に表れています。当社が見出す投資機会と最終的に実行する機会を比較すると、その比率はDMで見られるものよりも低くなっています。

EMで成功するにはより多くの作業が必要であり、現地とグローバルの両方の視点を持つ、より多くの人材が現場に必要です。この巨大な投資ユニバースを活用するためには、オフィスにわずかな人員を有するのみでは不十分ですが、最終的には投資機会を活かすための追加的な努力には十分な報いがあると考えています。

ディスクレーマー

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のようになります。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になります。

（年率、税抜き）	債券戦略				株式戦略
	ﾍﾞﾝﾁﾏｰｸ戦略	ﾄｰﾀﾙ・ﾘﾀｰﾝ戦略	絶対ﾘﾀｰﾝ戦略	ﾌﾟﾗｲﾍﾞｰﾄ戦略	
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ございませんのでご注意下さい。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