



# エマージング債券：2025年の見通し

エマージング債チーム

2025年1月

## 目次

- [エマージング債 - 2025年は最高の年になる可能性](#)
- [複雑な地政学的道のりを乗り切る](#)
- [政策が分岐する中での現地通貨建て債の投資機会](#)
- [エマージング通貨は過小評価されているものの、米ドルが堅調に推移](#)
- [財政規律と安定：エマージングソブリン債の新たな時代](#)
- [堅固なファンダメンタルズと低いデフォルト率：エマージング社債ストーリー](#)
- [セクター別の洞察](#)
- [EM発行体は、高まる国際的な支援に資金調達を選択肢を拡大しています](#)
- [EM低流動性市場：2025年のテーマ](#)
- [2025年のEMD投資に関する戦略的提言](#)

## エマージング債-2025年は最高の年になる可能性

ポリーナ・クルドヤフコ、エマージング債チームヘッド、  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー



2024年は新興国市場にとって、記録的な選挙イヤーであったことや、経済・金融政策の方針転換や地政学的緊張が市場に大きな影響をもたらしたことを踏まえると、変化の年と定義することができるでしょう。ボラティリティが高まる中、エマージング債（EMD）は総じて堅調に推移しています。ドル高により現地通貨建て資産が逆風に直面した一方で、外貨建て債ソブリン債および社債市場は、年間で8%近くのインデックスリターンを記録し、様々な資産クラスのパフォーマンスにおいて上位に付けました。

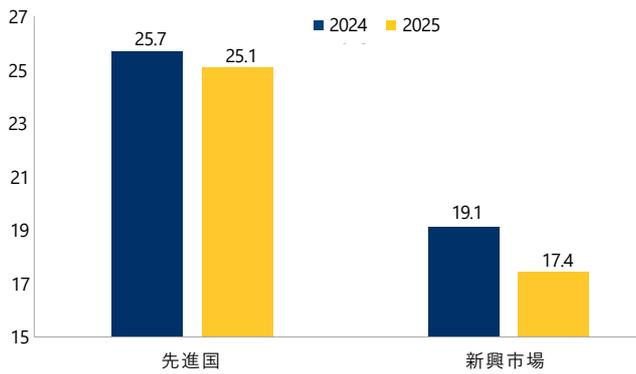
2025年を展望すると、地政学的環境は、一部のエマージング発行体に対する新たな懸念を生むものの、他の発行体にとっては投資機会となる可能性があります。短期的には、市場は米大統領選挙の影響を見極めようとしており、トランプ次期大統領による閣僚人事が重要な焦点となっています。貿易動向、財政の優先順位、地政学的戦略の変化は、EMDなどのグローバルのリスク資産にボラティリティをもたらす可能性があります。しかし、長期的にみれば、利回りの高さやファンダメンタルズの強さ、相対的に魅力的なバリュエーションなどの構造的なテーマがこの先のEMDのアウトパフォーマンスの下支えになると考えています。

今年は、4つの主要テーマがエマージング（EM）資産クラスの見通しを形成すると予測しています：

### 1. EMクレジット・スプレッドを牽引する強力なファンダメンタルズ

サプライチェーンの劇的な変化、インフレ圧力、地政学的不確実性など、近年の世界的な課題にもかかわらず、新興国経済は健全な回復力を示しています。多くの新興国は、過去数年間、健全な財政・金融政策を実施し、総資金調達ニーズの低下を可能にする強固なマクロ経済基盤を構築してきました（図表1）。その結果、2024年のEMソブリン債の格付けは明確にプラス基調が見られ、2025年にもその傾向が続く可能性があります（図表2）。

図表1: 2024年の総資金調達額（対GDP比）



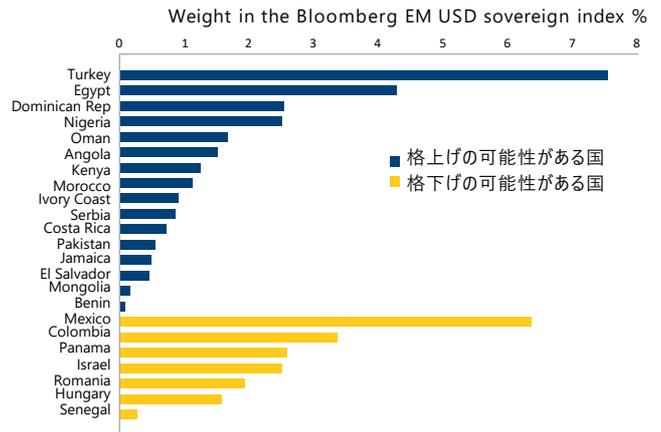
出所：IMF projections, 2024年12月時点。先進国と新興国の加重平均GFN。GFNは、プライマリー財政赤字、債務返済額、および前期末の短期債務残高と、その他の債務関連資金フローの合計として定義されます。

同様に、2022年から2023年にかけてデフォルト・サイクルが加速した後、EM社債ユニバースのネット・レバレッジ比率は過去最低に近い水準となり（図表3）、総負債に対する現金比率は先進国社債市場よりもかなり高い水準となっています。このような環境においては、ソブリン債市場のデフォルト率は、今年もゼロとなり、JPモルガンCEMBI指数のハイ・イールド債部分のデフォルト率は、米欧のハイ・イールド債セクターを下回ると予想しており、この見通しがスプレッドの下支えとなると考えています。さらに、不確実な環境となる中でも2024年に力強く推移したアルゼンチン、トルコ、エジプトといったボトムアップの再生ストーリーの選別にも焦点が置かれるでしょう。

## 2. 現地通貨建て債は好調、為替は差別化

EM現地通貨建て債市場は、米選挙前後で、米ドル高による調整の影響を受けています。全体として、トランプ氏の財政及び経済政策により、米政策金利が長期にわたり高い水準に留まると見込まれる中、広範なEM通貨に圧力がかかる可能性があります。EM通貨に対しては慎重になっており、より選択的なアプローチを好んでいます。

図表2: エマージング・ソブリン債格付けのプラス基調



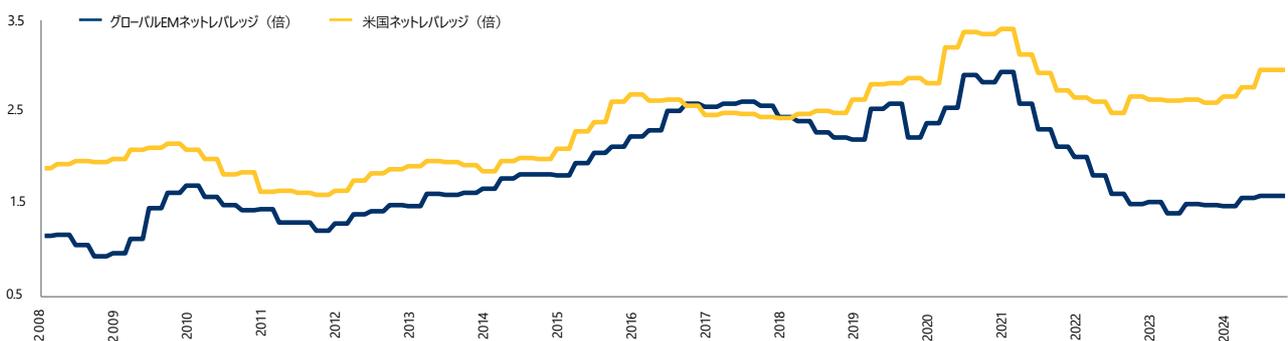
出所：Barclays Research。この図表は、2025年末までに大手格付け機関3社のいずれかにより少なくとも1段階の格上げ・格下げが見込まれる国を示しています。デフォルト/直近の再編状況は除外されています。エルサルバドルは2025年1月7日時点のデータとなります。同国の外貨建て債の格付けは、フィッチのB-への格上げにより全ての主要格付け機関においてB-相当となりました。

減税や規制緩和に明確な焦点が当てられることになれば、ユーロなど相対的にベータ値の低い通貨に対して、ベータ値の高いEM通貨がアウトパフォームすることになると考えています。一方、貿易保護主義により焦点が当てられた場合には、その反対も然りとなると考えています。いずれの場合においても、米ドルは現在の環境において最良の資金調達通貨ではないようにみられることから、投資家が米ドル以外の資金調達通貨を通じて現地通貨建て債市場にアプローチする可能性が高いとみています。

## 現地金利に対しては前向きな見方を維持しています。

2024年にEM現地金利は健闘したパフォーマンスとなりました。この基調は今後も続く予想しています。EM金利（特に中南米）は、実質金利の平均水準という点で先進国と比較して大幅に高くなっており、（図表4）、中期的にはより良いリスク調整後リターンをもたらすと思われる。中央・東欧州（CEE）は、もう一つの魅力的な地域であり、厳格な財政政策や力強い成長見通しに支えられながら、魅力的な相対価値を提供するポーランドや、市場の織り込みより大幅な利下げが予想されるハンガリーなどの国に注目しています。

図表3: 過去最低水準のエマージング・ネットレバレッジ



出所：BAML、JPMorgan 2024年10月時点

一方、アジアについては、より慎重な見通しを持っています。関税が課せられる可能性に加えて、広範な地域で、多くの逆風に直面しており、特に中国は低成長とデフレが引き続き懸念されています。しかしながら、中国に対する関税の引き上げは、中国の景気刺激策実施を後押しし、中国の消費者需要に関連する他のアジア諸国にとってはプラスになる可能性があることに注意しています。

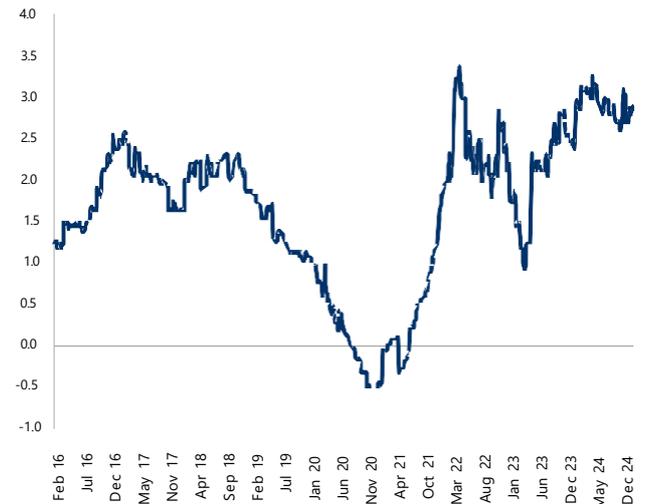
### 3. 商品-見通しはまちまち

中国の厳しい成長見通しは、世界のコモディティ需要と物価動向を形成する上で引き続き大きな影響をもたらしています。加えて、米国では既に過去最高水準の生産を行っているものの、トランプ氏は石油・天然ガスの増産を表明しています。また、ロシアとの問題解決、あるいは正常化、制裁緩和が実施されれば、石油価格に更なる圧力がかかる可能性に留意しています。中東での再度の深刻な緊張激化を防ぐことが出来れば、原油価格は弱含むことが予想されます。一方で、トランプ氏の貿易とインフラ投資に対する姿勢が工業用金属の需要を左右する可能性があり、これが中南米やアフリカの一次商品輸出国の追い風になるかもしれません。

### 4. 不確実な地政学

2025年の地政学的環境は、東欧や中東、東アジアにおいて緊張が続く中、不確実な状況が続くものと予想されます。これはボラティリティの要因となり、EM債券全体に影響が及ぶ可能性があります。しかし、このボラティリティは、特に政治的シフトが緊張緩和や紛争解決につながる場合には、投資機会となるでしょう。グローバルの緊張緩和につながると考えられる米国の外交政策の転換は、地政学的な火種の安定や投資家心理の改善など、プラスの意味合いを持つ可能性があります。

図表4: エマージングと先進国の実質政策金利差



出所： Bloomberg, RBC GAM, 2024年12月時点。実質金利差は、選択されたEM国の5年金利の平均からインフレ率を引いたものと、G3（米国、欧州、日本）5年金利の平均からインフレ率を引いたものをスプレッドとして計算。EM国には南アフリカ、ロシア、トルコ、ブラジル、メキシコ、コロンビア、インドネシア、インド、マレーシアが含まれる。例示目的のみ。

EM債に対するアクティブなアプローチは、地政学的ダイナミクスの変化に柔軟に適應できるものであり、リスク調整後リターンを高める魅力的な選択肢になると考えているものの、そのためには、根底にあるボトムアップのファンダメンタルズを注意深く分析し、投資成果に影響を与える様々な要因をしっかりと把握する必要があります。投資家の皆さまには、EM債券にアクティブに投資を行う戦略をお勧めしていますが、こうした戦略ではボラティリティによる影響がいくらか緩和されると考えています。

「中国に対する関税の引き上げは、中国の景気刺激策実施を後押しし、中国の消費者需要に関連する他のアジア諸国にとってはプラスになる可能性があることに注意しています。」



# 複雑な地政学的道のりを乗り切る

グラハム・ストック、シニア・ソブリン・ストラテジスト  
 ティモシー・アッシュ、シニア・ソブリン・ストラテジスト  
 ジェンボ・ホウ、ポートフォリオ・マネジャー



## 地政学的背景は2025年のエマージング市場に新たな疑問を投げかけています

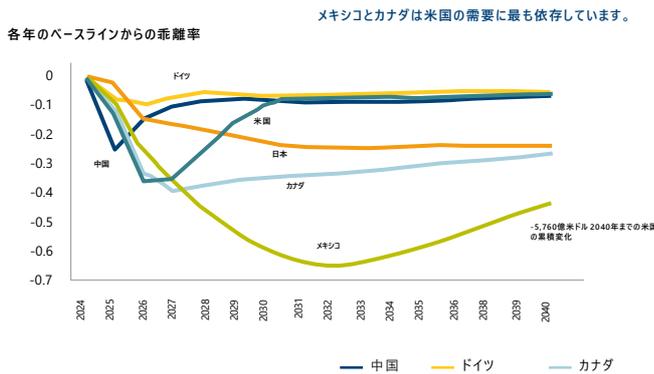
潜在的な問題のほとんどは、第2次トランプ政権の、特に中国との既存の貿易戦争、ウクライナと中東における軍事面における予測不可能な姿勢から生じています。

トランプ大統領は、昨年11月の選挙で勝利を収めてからすでに、就任初日にUSMCAのパートナー国であるメキシコとカナダに25%の関税を課し、中国に追加で10%の関税を課すことを公約としているほか、BRICS加盟国が国際貿易における米ドルの覇権を縮小するような取り組みを断念しない場合には100%の関税を課すと脅しています。選挙運動の間、中国には60%、他のすべての貿易相手国に10%の関税を課すことを約束しました。

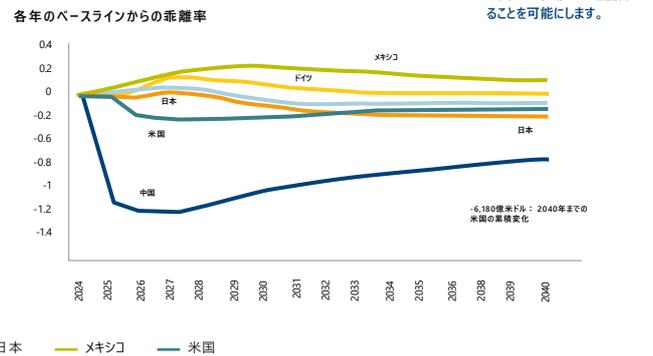
ピーターソン国際経済研究所は、これらの措置が米国と主要な貿易相手国に与える影響をモデル化しています（図表5-8）。第1の結論は、広範囲の関税は、損害を与え、その結果、米国やその他の地域で経済成長の鈍化と、インフレ率の上昇をもたらす、ということです。2つ目は、ターゲットを中国として、それがゴールでもあると考えられることから、より勝者と敗者の差別化を生み出すだろうということです。

その他の政策提案としては、不法移民の大量送還、ロシア・ウクライナ紛争の終結、NATOパートナー国に対する財政負担増の要求、などがあります。以下では、これらの広範な政策目標と貿易摩擦の高まりが中南米、中東欧・中東・アフリカ（CEEMEA）、アジアにどのような影響を与えるかを述べていきます。

図表5: 予想実質GDP 変化率-全関税10%増の場合

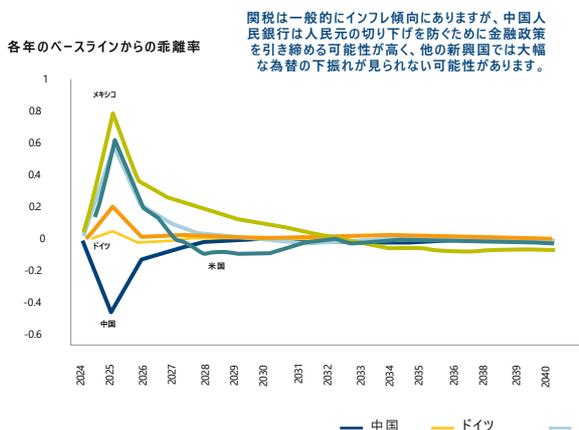


図表6: 中国の予想実質GDP変化率-中国へ60%の関税を課した場合

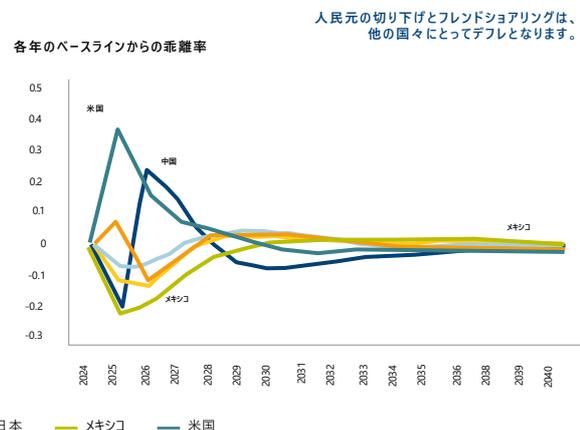


出所:ピーターソン国際経済研究所（2024年9月時点）

図表7: 予想インフレ率の変化率-全関税10%増の場合



図表8: 予想インフレ率の変化率-中国へ60%の関税を課した場合



出所:ピーターソン国際経済研究所（2024年9月時点）

## トランプ大統領から中南米へ「私に従うか、さもなければ出ていけ!」

米国政府は長い間、中南米を自国の裏庭と見なし、政策の結果を形作ることを模索してきました。冷戦中、米国は、左翼の反乱や民主主義運動に抵抗する政権を支援することで、ソ連の影響力を食い止めようとしたことで有名です。21世紀のより細分化された権力政治とグローバル化された貿易構造において、その力は弱くなっています。それでも、私たちは、政策の主要なプリズムがトランプ大統領の「アメリカ・ファースト」であると予想しています。

### リスクの高いメキシコ

米国の貿易赤字の削減が主な優先事項になるでしょう。図表5-8に示されているように、メキシコはこの点で最も高いリスクにさらされています。2023年、メキシコの輸出の75%が米国向けでした<sup>1</sup>。自動車や電化製品を中心とした製造業は、米国と密接に結びついています。USMCA貿易協定は2026年中に改正される予定ですが、トランプ大統領はすでにそうした正式な手続きを超えて行動する意向を示しています。

メキシコ政府がトランプ政権1.0のプレイブックを再実行し、貿易統合の両国経済への利点を強調し、利益を得る米国企業と強力し、優遇条件での継続的な市場アクセスを目指してロビー活動を展開することを予想しています。トランプ大統領の当初の動きは、シェインバウム政権が、不法移民、麻薬密売、中国製品の域内貿易地域への参入に対抗するためのさらなる支援を提供しなければならないことを示唆しています。

私たちは、少なくともUSMCAにおける原産地規則が大幅に厳格化されるとみています。これらの外交的措置が順調に遂行されれば、損失は軽減され、メキシコは製造業活動のニアショリングの強化から恩恵を受けることさえできるかもしれませんが、それは険しい道のりとなるでしょう。

## 「メキシコ政府がトランプ政権1.0のプレイブックを再実行し、貿易統合の両国経済への利点を強調し、利益を得る米国企業と強力し、優遇条件での継続的な市場アクセスを目指してロビー活動を展開することを予想しています。」

さらに南下すると、中南米の米国への依存度はより弱まっています

米国の大規模な景気後退（ベースケースとして考えていません）がない限り、中米やカリブ海への観光客の流れが変わる可能性は低いでしょう。送金は、この地域のいくつかの国にとって重要な外貨源であり、米国でより厳しい強制送還のシナリオが実行されれば、リスクにさらされる可能性があります。実施するには時間がかかるでしょう。



南米から輸出される商品には、既存の保護主義的措置に加えて、さらに追加的な関税が課せられることは想像しにくいです。例えば、ブラジルのオレンジジュースはアンチダンピング措置の適用を受けてきましたが、フロリダ州での国内生産が病気や気候変動によって影響を受けているため、輸入が増加しています。銅やリチウムのように米国内で生産される代替品がほとんどない鉱物については、米国の関税は製造業者や消費者の価格を押し上げるだけであり、それゆえ、非現実的で逆効果となる政策手段のように思われます。

### 中国の影響力の鈍化

むしろ、米国の政策の焦点は、同地域における中国の影響力の拡大を引き続き遅らせることでしょう。BRICS諸国が米ドル離れをし分散させようとしていることに対する警告は、その話の流れで理解されるべきであると考えています。同様に、ペルーのチャンカイ港やアルゼンチンのパタゴニアの中国深宇宙研究ステーションなどの二重用途施設についても、引き続き警戒が続くものと予想されます。このような米国の懸念は、アルゼンチンのレイ政権は耳を傾けるでしょうが、ブラジルのルーラ・ダ・シルヴァ大統領のような左派政党ではより多くの抵抗に直面するでしょう。いずれにせよ、両国は、自国の支配的な輸出市場である中国を敵に回さないよう慎重になるでしょう。

### 欧州

欧州の見通しは、必然的にウクライナでの戦争の進展と、それに伴う和平交渉の見通しによるところが大きいです。トランプ大統領が選挙運動中に戦争の迅速な終結を提案することを言及してきたなかで、交渉に対する期待が高まっています。

### 和平交渉の可能性は高い

実際には、米国の大統領選挙でどちらが勝とうとも、交渉は行われる可能性が高かったでしょう。ウクライナとロシアは共に長い戦争を戦うことができますが、双方が交渉のテーブルに着く準備ができていると考える十分な理由があります。ウクライナは、1,000日以上にわたる勇敢な防衛を経て疲弊してきており、さらに西側諸国からの支援姿勢に対する懸念が高まっています。ロシアは、長期戦争がリスクをもたらすためです。つまり、プーチン大統領にとって、第二のプリゴジン氏のような反乱のリスクや、ここ最近示されているようなロシア・ルーブルの急激な下落とともに、経済見通しが悪化するリスクを抱えています。

しかし、どんな和平交渉においても神は細部に宿ります。ここ数週間でこの和平交渉の輪郭は明らかになり始めており、ゼレンスキー大統領は将来の外交的解決までの間、占領地域に対する事実上のロシアの支配権を容認しているように見えます。

両者にとっての重要な争点は、キーウの支配下に残る領土の安全保障設定になるでしょう。ウクライナは、NATOの加盟、あるいは西側の同盟国からの二国間保障といった、鉄壁の安全保障を求めます。プーチン大統領は、将来のロシアの軍事的または政治的介入の選択肢を残すために、ウクライナが保障を得られない状況を求め、これらの要求を否定しようとするでしょう。

## 「ロシアに将来ウクライナ占領の選択肢を残せば、数千万人のウクライナ人が西側へ移動し、欧州に大きな経済的、社会的、政治的な課題がもたらされる可能性があります。」

これらの問題についてトランプ大統領がどう考えようとも、欧州は、不安定なウクライナが欧州の他の地域にとって壊滅的なリスクをもたらすことに留意する必要があります。ロシアに将来ウクライナ占領の選択肢を残せば、数千万人のウクライナ人が西側へ移動し、欧州に大きな経済的、社会的、政治的な課題がもたらされる可能性があります。さらに、ウクライナの現在の大規模な軍事産業複合体が加わった場合、ロシアの存在は欧州にとって重大な安全保障リスクをもたらすでしょう。

### いかなるシナリオでも、地域の成長に足かせとなりますが、投資機会はあります

いずれにせよ、欧州での防衛支出が大幅に増加し、財政赤字の拡大、借入金の増加、増税、金利の上昇が、最終的には地域の成長の足を引っ張る要因となると予想されます。それはすべて、過去30年間に欧州が享受してきた、振り返ってみれば無駄とも思える、平和の配当の急激な反転を意味しているでしょう。

ロシアからの継続的な脅威、30年に亘る欧州の安全保障の考え方の逆戻り、さらに悪いことに、米国の安全保障という後ろ盾を失うことは、欧州における構造的な危機感がさらに増すだけです。この地域は、安価なロシアのエネルギーモデルの終焉に慣れる必要があり、さらに脱炭素への移行、貿易・関税戦争といった課題とともに、過去30年間に中国とグローバリゼーション貿易で繁栄してきた欧州大陸は反転を迎えていると考えています。

欧州の新興国は、小規模で開かれた経済が特徴であり、グローバルな製造業のサプライチェーンにかなり統合されています。欧州の基本的なモデルは今や疑問視されています。根本的なリセットは大幅に遅れていますが、リーダーが人材不足となっています。

もし、ウクライナがいかなる和平交渉においても自国の安全を確保できれば、復旧・復興の取引から利益を得るはずであり、その資産（ワラントや最近再編されたユーロ債）は低い水準から復興支出の大幅な増加によって回復が見られるでしょう。ウクライナのワラント債は、経済成長にリンクした金融商品です。財政赤字の増加と経済成長率の低下は、この地域全体のイールドカーブのスティープ化と、少なくとも対米ドルでの通貨安につながるでしょう。

### 中東

中東の見通しは、それほど良くも悪くもありません。最近合意されたレバノンでのイスラエルとヒズボラ間の停戦は脆弱に見え、ガザでは戦争が続いています。イランの代理勢力（最近ではシリアのアサド政権を含みます）に勝利したばかりで、自信づいているイスラエルは、イランからの死活問題となりうる脅威を取り払う絶好のタイミングだと感じているかもしれません。このような攻撃が成功するためには、イスラエルは米国の黙認、さらには直接的な関与を必要とするでしょう。

トランプ大統領は、米国を戦争に巻き込まないことを公約に掲げて選挙運動を行いました。共和党内の多くは、イランのような古くからの敵に対する勝利に抗うことができないかもしれません。トランプ大統領は、イランに譲歩を強いるよう最大限の圧力をかけることを約束しています。これにより、イランの石油輸出にさらなる制裁が課される可能性があります。救いは、これが世界的な成長が石油需要を低下させている時期に来ることであり、トランプ大統領は「ドリル・ベイビー・ドリル(掘って、掘って、掘りまくれ)」と公約しています。イランの現在の弱さを考えれば、イランとの取引はあり得るかもしれませんが、慎重な外交が必要であり、それはトランプ大統領を越えた話かもしれません。

中東のリスクが高止まりすると仮定すると、エジプト、ヨルダン、チュニジアなどの戦略的 중요性は維持されるでしょう。

レバノンはここ数カ月、ヒズボラの弱体化が大統領選挙と新政権という政治改革を支援するとの前提でアウトパフォームしており、そうなった場合には回復と再建に弾みがつきます。レバノンは、特にシリアにとって頼りになる国となっているトルコと並んで、この地域で引き続きアウトパフォームする可能性があります。トルコはシムシェキ財務相らの下での政策正常化によって信用状況を改善しており、それは、シリアの和平がトルコ国内のクルド人和平プロセスに役立ち、トルコの信用状況をさらに前進させる可能性があります。

## アジア

マサチューセッツ工科大学のチャールズ・キンドルバーガー教授は、1973年に「大不況下の世界：1929-1939」と題する覇権安定論を発表した際、世界大恐慌を引き起こした第一次世界大戦と第二次世界大戦の間の経済的混乱は、経済を支配する世界のリーダーの欠如が一因であると主張しました。キンドルバーガー教授の理論は、政治や国際法などにおけるグローバルシステムの安定性は、覇権国がそのルールを開発し実行することに左右されることを提唱しています。なぜならばそれが覇権国の利益となるためです。もしそうでなかった場合、覇権国は単にシステムを崩壊させることになります。

今日の米国と世界は、キンドルバーガー教授が述べたような状態にますます近づいており、トランプ大統領の人気は、原因ではなく兆候であると捉えています。アジアは、米国と中国の間でのこのような大国間競争の構造的断層線のど真ん中にいます。トランプ大統領の経済政策を予測することはほぼ不可能ですが、指標からは、アジア経済全体は、強固で改善傾向にあるファンダメンタルズに下支えられ、より高いバリューチェーンへと移行し続けることを示しています。一方、その鍵は、中国と米国が同盟国を獲得しようとする際に、どのように最善の裁定を図れるかにかかっています。

まず、中国がデフレと戦う必要性を公に認めていることは明らかですが、財政スタンスは依然として非常に保守的であり、実際、少し期待外れです。市場は、中国に60%の関税が課されることをほぼベースケースとしており、それに対して報復ではなくとも対応として対米ドルの人民元の切り下げが続くと考えられ、その対応を支持出来る根拠はほぼありません。通貨の切り下げを利用して関税に対抗することは、最終的にコストが利益を上回る諸刃の剣です。より可能性が高いのは、米国は、インフレ率を高める可能性のあるサプライチェーンの混乱が起きることから、自国または同盟国が生産できるものに関税をかけ、生産できないものにはかけないことだと思われます。



これは、決して中国に対する姿勢をより緩和するということをお願いしたいわけではなく、たとえ関税がよりの絞ったもので、徐々に引き上げられる形だったとしても、米国のアプローチは外国直接投資（FDI）の流出を引き起こす可能性が高いからです。もっとも、その多くは、米国に戻るのではなく、より安価な生産コストの韓国、ベトナム、フィリピンといった米国の同盟国に向かう可能性があります。

同時に、シンガポール、インドネシア、マレーシアといった「より賢明な」国々が、引き続き中国と米国の双方との強力なパートナーシップを構築していくでしょう。インドは、常に自らの道を模索し、中国からのFDIを獲得したいと考えているため、独自の役割を果たすでしょう。

要するに、アジア経済は、近い将来は比較的lowインフレと高成長という歴史的な道をたどり続けると結論付けるのは妥当ですが、最終的には、大国間競争の時代に、誰が新しいサプライチェーンの一部を手に入れることが出来るかということが重要になるでしょう。

**「通貨の切下げを利用して関税に対抗することは、最終的にコストが利益を上回る諸刃の剣です。」**

# 政策が分岐する中での現地通貨建て債の投資機会

ブレント・デービッド、シニア・ポートフォリオ・マネジャー



エマージングの金利市場は、グローバルな中央銀行の動きとは一線を画した金融政策に左右されそうです。2024年を考えると、ほとんどの先進国と新興国の中央銀行は、ヘッドラインとコアの両方のインフレ圧力が落ち着き始めたこともあり、非常に引き締まった金融政策から脱却し、緩和サイクルに入ることが出来ました。

しかし、中央銀行が早期に利下げを開始できた多くの市場で見られるのは、インフレがインフレ目標を上回って安定し、インフレ期待はやや不安定になり、場合によっては、財政政策によって完全に安定を維持できなくなっているということです。

関税の可能性に対する懸念と、予想よりも早く緩和サイクルを終わらせなければならないかもしれないFRBの状況によって、私たちも新興国の中央銀行も、通貨安の可能性とこれが更なるインフレ予想の不安定化につながるかもしれないことを一度立ち止まって考える時間が与えられています。

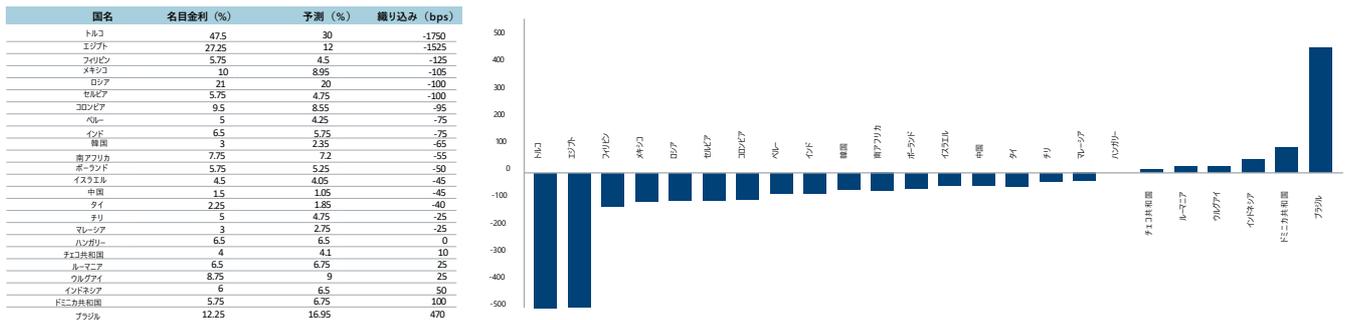
これまで見てきたことは、例えばブラジルの極端な例では、複数の市場が、12ヶ月の予測期間において、名目政策金利の引き上げを価格に織り込むようにシフトしていることです（図表9）。

しかし、私たちが懸念しているのは、名目金利の利上げが織り込まれていることよりも、むしろ、新興国のイールドカーブに織り込まれた実質金利予想を見ると（図表10）、ほとんどの市場は、同じ12ヶ月の予測期間において実質金利の低下が織り込まれているということです。しかし、通貨安や財政拡大によるインフレ圧力の上振れリスクを考えると、期待インフレの上昇スピードに追いつくため、または、期待インフレを押し下げるために期待実質利回りを拡大させるために、より多くの市場が利下げ期待の剥落、あるいは利上げを織り込むようになる可能性があります。

**「幅広いマクロ・テーマを探すのではなく、ボトムアップの個別ストーリーに焦点を当てようとしています。」**

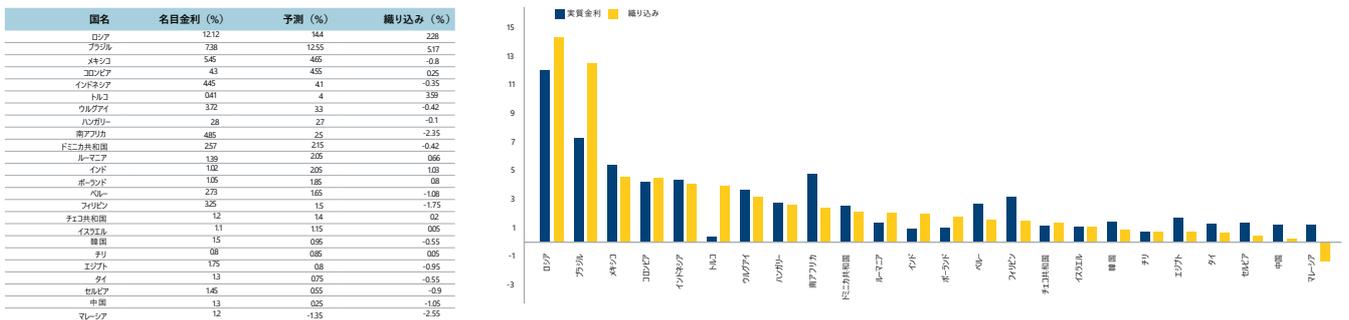
中国やアジア地域でのインフレと予想は非常に緩やかなままですが、このような政策の方向性の相違は、金利市場だけでなく、為替市場においても、アルファ創出の大きなチャンスとなり得ます。このように政策の方向性が多様化する世界では幅広いマクロ・テーマを探すのではなく、ボトムアップの個別ストーリーに焦点を当てようとしており、グローバルな貿易政策が個々のストーリーの見通しに重大な影響を与える世界での勝者と敗者を見極めたいと考えています。

図表9: 名目政策金利と市場予測



出所: ブルームバーグ、2024年12月31日時点

図表10: 実質金利と市場予測



出所: ブルームバーグ、2024年12月31日時点

# エマージング通貨は過小評価されているものの、米ドルが堅調に推移

ガウタム・カラニ、エマージング通貨ストラテジスト/ポートフォリオ・マネジャー



エマージング通貨は依然としてきわめて割安な資産クラスであり、ドルの強い割高感の裏側にあります。これは特に、インフレ、交易条件、生産性を考慮した長期のバリュエーション指標を評価したときに顕著です。ほとんどのエマージング通貨は、資本が米国に流出しているため、過去数年間、過小評価されています。

米国で共和党が圧勝したことで、この過小評価は短期的には持続する可能性が高く、トランプ大統領のもとでのインフレを引き上げるような財政政策と同様に関税リスクが依然として高いことから、2025年年初には米ドルは比較的堅調に推移すると予想しています。しかし、2025年前半にこれらの要因を背景に、エマージング通貨が大幅に下落した場合は、それを買うのチャンスと捉えていきたいと考えています。

幅広いエマージング通貨の基本的な構図は極めて魅力的です。すなわち、経常収支が圧縮され、インフレはおおむね抑制され、実質金利は過去の水準からみて極めて高い水準にとどまっています。ブラジル・リアルはそのような通貨の代表的な例です。これらの要因が来年後半のエマージング通貨のパフォーマンスをけん引すると見込んでいます。特に、関税が最終目標ではなく交渉の手段として主に使用される場合です。

**「幅広いエマージング通貨の基本的な構図は極めて魅力的です。すなわち、経常収支が圧縮され、インフレはおおむね抑制され、実質金利は過去の水準からみて極めて高い水準にとどまっています。」**



# 財政規律と安定:エマージングソブリン債の新たな時代

ギャリー・セジウィック、ポートフォリオ・マネジャー  
クリスチャン・リブララート、ストラテジスト/ポートフォリオ・マネジャー



エマージング諸国は全体的にファンダメンタルズの改善を示しており、ソブリンデフォルトの見通しは良くなっています

EM国は、特にDMと比較した場合、リスクの高い借り手として表現されることが多くあります。実際には、多くのEM国は財政規律に対する強いコミットメントを示しており、予算管理の改善、赤字の削減、債務の持続可能性の向上が図られています。慎重かつ効果的な金融政策の採用と相まって、これらの経済は今や、以前よりもファンダメンタルズは強化されており、2024年に見られたポジティブな信用格付けの傾向を反映されたように、2025年もこの傾向は継続すると予想されています。EM国は、一般的に総資金調達ニーズを減らし、対外借入への依存を大きく減らし、今後の経済的圧力に耐えられるようになっています。

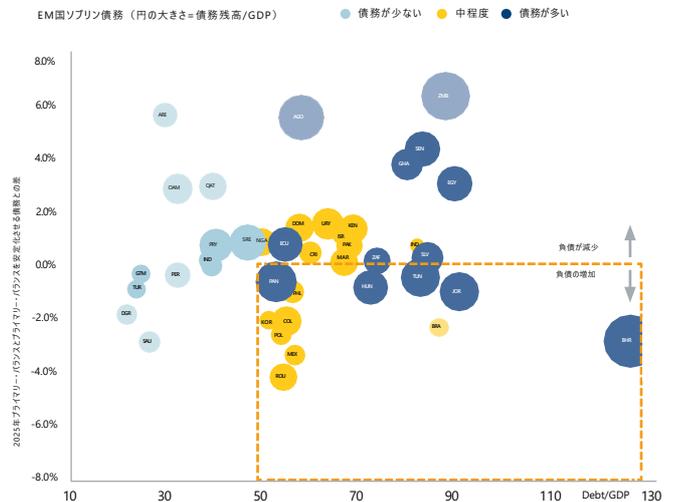
2024年にソブリンの債務再編の大半が終了し、レバノンとベネズエラだけが残る中、2025年の見通しは、債務再編を終えたその先に向けられています（図表11）。過去数年間のショックを乗り越え、多くのソブリンは、市場アクセスの回復や二国間・多国間の支援により、外貨準備金のバッファを積み上げ、短期的な流動性ストレスを軽減してきました。

**「実際には、多くのEM国は財政規律に対する強いコミットメントを示しており、予算管理の改善、赤字の削減、債務の持続可能性の向上が図られています。」**

しかし、高利回り国の発行体にとっては、債務残高や金利コストは高止まりしており、脆弱性を軽減するために、債務を持続可能とする財政政策の実施に焦点を当てる必要があります。ユーロ債市場への復帰は流動性リスクの軽減に役立ちますが、国際金融機関（IFI）は多くのEMハイ・イールド債の発行体にとって引き続き重要な外部の貸し手です。

2025年には、ソブリンデフォルトは発生しないことが当社のベースケースですが、ボリビアとモルディブは、政府債務不履行や債務再編を防ぐために政策の是正や追加の外部支援が必要な不安定な財政状態が続いています。前年の債務再編に続き、ソブリンデフォルトの良好な見通しは、主にハイ・イールド・ソブリン債に牽引されているファンダメンタルズ全体の改善と相まって、今年のEMソブリンクレジットの見通しにプラスとなっています。

図表11: 2025年を展望した財政/債務概況



出所: Haver Analytics、IMF、Morgan Stanley Research  
注: 予測はMorgan Stanley Economicsがカバーしている国、それ以外はIMFによる。セネガルは、最近の財政・債務の数字の修正がここに含まれていません。

## 2025年度の財政見通しは、2024年度比で全体的に改善する見通し

財政は、多くの国々にとって重要なリスクとなり、EMユニバースの各国間のパフォーマンス格差の主要な要因となり続けるでしょう。多くの国では、過去数年間のマクロ・ショックの後、債務水準が上昇し、資金調達コストが上昇しました。また、調整の余地と軌道修正するための時間がなくなりつつあり、市場は、脆弱な国々の持続不可能な財政政策を速やかに処罰し、当局が行動を起こすよう追い込もうとしています。

2024年は、特にブラジル、コロンビア、パナマ、ポーランド、ルーマニアなどの一部の国で、財政ストレスと市場の注目が見られました。

## 中南米では、2025年の財政見通しが厳しい国としてブラジル、パナマ、コロンビアが挙げられます

ブラジルのケースは特殊で、債務残高の対GDP比率と名目赤字が最も高く、それぞれ85%と9%ですが、資金調達は主に国内資本市場に依存しているため、財政規律に対する政府のコミットメントへの懸念は現地通貨建て債市場に大きく影響しています<sup>2</sup>。ルーラ政権が目標通りに均衡のとれた基礎的財政収支を実施することを期待していますが、これは、債務の動きを安定化させるために必要な水準には事足りていません。

<sup>2</sup> ブルームバーグ

一方、パナマとコロンビアでは、債務比率が依然として60%を下回っているため<sup>3</sup>、債務状況はそれほど厳しくありません。しかし、依然として両国政府は大幅な財政調整を実施する政治的意思に欠けています。

コロンビアのパトロ政権は、イデオロギー的な意向はほぼ見られませんが、堅固な制度によって財政ルールを守ることが余儀なくされており、財政赤字はGDPの5.1%程度に抑制されています。

パナマのムリノ政権は、イデオロギー的には財政調整に積極的ですが、国会での支持が得られず、すでに予算案や社会保障制度の改革案を撤回し、議論を呼んだミネラ・パナマ銅鉱山を再開する提案も躊躇しています。2025年の赤字はGDPの5%を上回る可能性が高く、パナマの歴史的な経済成長のペースへ戻ることだけが、債務比率の60%を超えることと、投資適格格付けの喪失を引き起こすことの防衛となるでしょう。

### 中東欧では、主にポーランドとルーマニアの財政リスクに焦点が当たっています

ポーランドの財政状況は、ロシアとウクライナの戦争の勃発後とその後の持続的な影響による防衛費の増加のため、近年悪化しています。同国の強力なバランスシートと発達した国内市場、ならびにEUおよび外部市場からの譲許的助成金および資金供与を当面容易に利用できることから、財政赤字の増加と波及効果は比較的十分に抑制された状態が続いています。しかし、これが今後も続くとするれば、赤字全体を抑制する計画がない限り、投資家にとっては引き続き重要な焦点となるでしょう。

ルーマニアでは、継続的な財政の低迷と管理不足の歳出、および近年のロシア・ウクライナ戦争による防衛費の増加により、ユーロボンド残高が大幅に増加しました。これは、財政ギャップを一段と拡大したスプレッドの水準での発行で埋め合わせることとなるため、市場に重くのしかかっています。

2025年5月に実施することで再調整されましたが、無効となった昨年の大統領選挙後の国内政治の混乱は、新たな議会と連立政権が財政赤字を抑制し、年間1%削減することを目指す「過剰財政赤字手続き」のもとで財務省がEUと合意した比較的緩やかな7カ年計画を遂行することができるかどうかの懸念を高めています。

もしルーマニアが現在フィッチ、ムーディーズ、S&Pによって与えられている投資適格格付けを維持することを目指すならば、5月の大統領選挙再実施に向けた政治情勢の展開と並行して、市場は、軌道修正のサインと、ルーマニア国民に対して痛みを伴う調整策を推進する意思と能力に関して、12月の議会選挙後の新連立政権の当初の財政政策の段階に鋭目を光らせるでしょう。この格付けリスクは市場の変動を生んでおり、無効となった第1回目の大統領選挙後の政治的影響が最高潮であった12月中旬に、フィッチは見通しをネガティブとしています。

### 2025年に注目されるアフリカの国では、セネガル、ガボン、エジプト、ナイジェリアが挙げられます

セネガルとガボンでは、債務と歳出の増加が、IMFプログラムの停止を引き起こしています。政策を調整しプログラムを再開することが出来るかどうか、債務の道筋と債券パフォーマンスを左右するでしょう。セネガルは最近、困難な政策を打開することを目指す形で、選挙が終わりましたが、ガボンは現在、2025年8月に選挙を実施する予定であり、これにより政策転換が遅れる可能性があります。

エジプトは、2024年に大規模なFDIを確保し、IMFプログラムを再開した結果、外部流動性の危機を乗り越えました。しかし、民間セクターの経済成長への貢献度を高める構造的な政策を堅持することと為替の変動相場制はまだ初期段階にあり、今後数年間にわたって債務を削減するための積極的な財政調整と並行して、着目しています。

2025年には、インフレと借入コストの低下が一助となるはずですが、準備金は増加していますが、国内のガス生産量が減少し、スエズ運河からの収入が低迷したままだった場合、外部資金調達への依存度は高い状態が続くでしょう。

ナイジェリアは、2024年に改善の道を歩んでおり、為替市場とエネルギー補助金の改革、準備金の増加によって政策立案者に対して前向きな見通しが持たれています。それでも、ナイジェリアは依然として石油の収入に大きく依存しており、原油価格に対する脆弱性を減らすために、非常に低い水準から石油以外からの歳入を増やす必要があります。低水準の対外債務返済と準備金の増加、魅力的な利回りと相まって、ナイジェリアは2025年のはじめから選好する見通しであるものの、石油の見通しに注意を払っています。

**「2024年に改善の道を歩んでおり、為替市場とエネルギー補助金の改革、準備金の増加によって政策立案者に対して前向きな見通しが持たれています。」**

<sup>3</sup> フルームバーグ

# 堅固なファンダメンタルズと低いデフォルト率： エマージング社債ストーリー

アンソニー・ケトル, シニア・ポートフォリオ・マネジャー



EM社債は、2024年にはすべての格付けで先進国社債を上回るパフォーマンスとなり、強い状況から2025年に入りました。コロナ禍以降の高いデフォルト率は、中国の不動産危機と次々と起こるネガティブな地政学的イベントに影響されてきましたが、これは過去のものとなり、その結果、EM社債は急激にレバレッジが解消されてきています。

## 企業のデフォルト率は米国市場と同水準となり、欧州よりも明らかに低くなると予想しています

2025年を展望すると、当社のベースケースとしては、CEMBIブロード・ダイバーシファイド・ハイールド社債インデックスのユニバースのデフォルト予測は1.2%と、過去の平均を下回り、市場コンセンサス（1.7%に近い水準）をわずかに下回ると見えています。これは、米国の社債市場とほぼ一致しており、欧州の社債市場と比較すると、明らかに低い水準です。実際、リスクにさらされている社債のほとんどは、ここしばらくの間苦戦を続けており、したがって、その悪化は驚くべきことではありません。

トレンドとしては、中国、特に不動産の低迷、ウクライナの償還期限の延長が、市場が十分に認識しているリスクとして残っています。

一方、予期せぬ資金調達コストの上昇や原油安の長期化は、コンセンサスを伴わないデフォルト要因となり得ます。しかし、2025年には石油・ガス・セクターのデフォルトは増加する可能性があるものの、バランスシートは総じて堅調に推移しており、借り換えリスクも管理可能であることから、これらの潜在的な問題はラグを持って顕在化するでしょう。

最後に、通信・メディア・テクノロジー（TMT）には、経営陣のベースケース通りに進まなかった場合、デフォルト・リスクが高い固有のストーリーが多くあります。

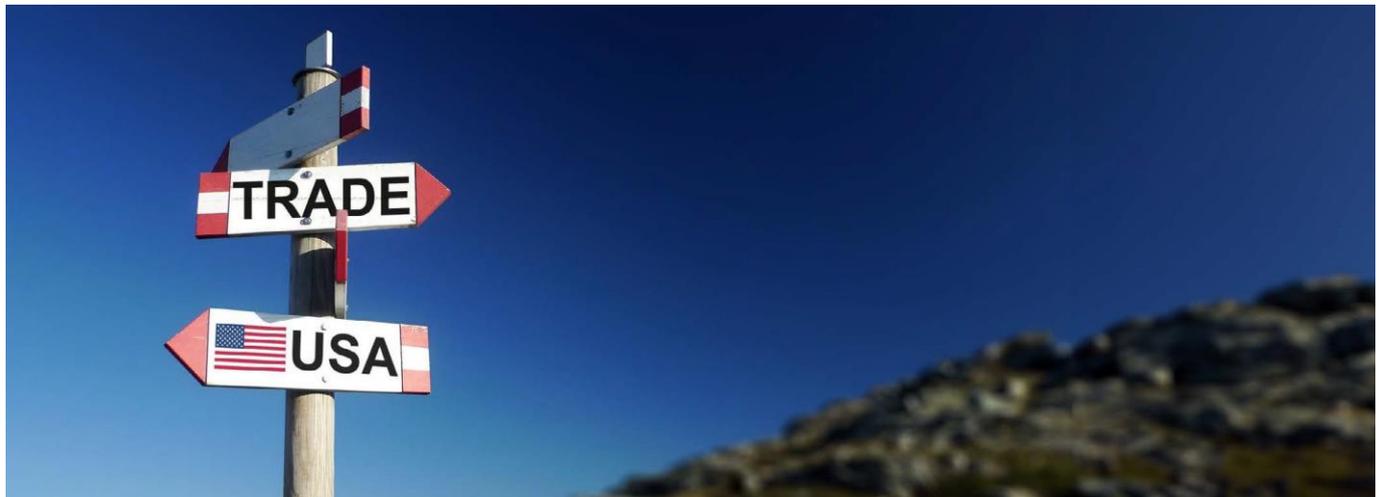
しかし、全体的に落ち着いたデフォルト見通しは、多くの場合、シャープ・レシオが1以上となった、コロナ以前の低デフォルト環境により近い水準になると見えています。

## 企業のダイナミクスは好意的にみえていますが、米国の政策アジェンダが逆風となるかもしれません

企業のダイナミクスは良好ですが、逆風は米国の政策アジェンダからもたらされる可能性があり、主な懸念は貿易政策、特に関税でしょう。これは、地域的及びセクターに跨いだ影響を及ぼし、また、トランプ大統領が1月下旬に就任するまで、これらの問題に対するトランプ大統領の真意を知ることができませんが、アジアが最も影響を受ける地域であるという推測は合理的といえるでしょうが、メキシコのような既に自由貿易協定を締結している国が、どの程度、関税措置を低減出来るのかという問題は残ります。

## 「企業のダイナミクスは良好ですが、逆風は米国の政策アジェンダからもたらされる可能性があり、主な懸念は貿易政策、特に関税でしょう。」

地理的な多様性ゆえに、新興国でのセクター別のテーマは見極めがより難しいですが、2025年のポートフォリオのポジションに影響を与える要因としては、原油価格のダウンサイドリスクが考えられます。外部環境はいくつかの課題をもたらすと思われませんが、全体的に見て、資産クラスのパフォーマンスの最も強い原動力は、年初に歴史的な高水準で始まる利回り、堅固なファンダメンタルズであると考えており、2025年は良好なトータル・リターンを見込めると考えています。



## セクター別の洞察

### 通信

スベン・ショルツ、社債シニア・アナリスト

通信セクターはディフェンシブな性質であり、所得に対して非弾力的な需要と高い収益性を提供し、よりボラティルな2025年においても安定性をもたらすはずですが、リスクがないというわけではありません。特に、現地通貨でのキャッシュ創出、競争力のダイナミクス、借り換えの懸念を踏まえ、為替のミスマッチに着目しています。その結果、より強固なバランスシートと、これらのリスクに耐えうるレバレッジ水準で、資金調達コストが高まったとしても、生き残ることが出来る可能性が高い企業を選好します。

さらに、年が進むにつれて、活用したいと考える数多くの固有のストーリーがあります。現時点で、鉄塔会社やアフリカの通信会社に最も価値を見出していますが、中南米やアジアでもポジションを保有しています。関連するテクノロジー・セクターは比較的小規模で、地政学、関税措置の可能性、貿易制限に関する懸念があり不透明ですが、バリュエーションも比較的割高となっています。しかし、アジアの生成AIやeコマース関連の社債に厳選した投資を行っており、前述の逆風はあるものの、2025年は良好なパフォーマンスを期待しています。



### 運輸

スベン・ショルツ、社債シニア・アナリスト

運輸セクターは、下落すると予想している原油価格から恩恵を受け、運営コストの削減と、収益性とキャッシュ・フローの改善が見込まれます。同時に、消費者の旅行需要は引き続き堅調に推移すると見込んでいます。

特に航空会社は、メーカーによる納入問題で航空機の供給が抑制されたままであり、良好な価格設定力を提供し、競争圧力を軽減することで、この恩恵を受けるでしょう。これらの追い風は、一部の企業にとっては通貨安によって弱まりますが、全体としては、債権者に有利な債券構造を持つ中南米のいくつかの航空会社には投資妙味があると見ています。

また、二次的な派生として、EM各地の空港や航空機リース会社にも投資しています。空港は、港湾と有料道路を含むインフラセクターに分類されます。

**「特に航空会社は、メーカーによる納入問題で航空機の供給が抑制されたままであり、良好な価格設定力を提供し、競争圧力を減らすことで、この恩恵を受けるでしょう。」**

通信セクターと同様に、同セクターは安定し予測可能なキャッシュ・フローにより、ディフェンシブで債権者に有利なセクターであるため、アジアと中東でポジションを保有しています。

港湾については、高関税の世界での貿易フローの変化からいくらかのボラティリティが見られる可能性がありますが、バランスシートは一般的に一時的な輸送量の減少に対しては耐性があるため、これは投資の機会になると考えています。





## 公益

マティアス・ヴァマーユ、シニア社債アナリスト

2025年には、公益セクターは、従来のディフェンシブな特性と、貿易や地政学を起因とするボラティリティの高まりによる影響は相対的に受けにくいことによる恩恵を受けると見えています。化石燃料（原油、石炭、ガス）での正常化が続いていることは、再生可能エネルギーの浸透が進み、企業が資源（太陽光、風力、水力）を探ることが求められているときに、セクターの下支えになると考えています。全体的に見て、多様な発電源を持ち、コストのパススルー契約を結んでいる企業は、こうした課題に上手く立ち回ることが出来るでしょう。また、公益セクターは通常、現地通貨で収益を得ることから、為替リスクのエクスポージャーが管理出来ている企業を探っていきます。

このことを念頭に置き、メキシコのような規制の不確実性が高まる国に留意しながらも、厳選した中南米の企業に価値を見出しています。中東では、野心的な移行計画がある国営の大企業は、さらなる債券発行の可能性が高く、金利のボラティリティにさらされやすいため、魅力が薄いです。大規模な投資は、多くのアジアの社債のレバレッジ解消の制約となる可能性が高いという特徴ともなりますが、現地通貨建て債市場のような代替的な資金調達によって、外貨建ての発行は抑えられるかもしれません。

## 工業

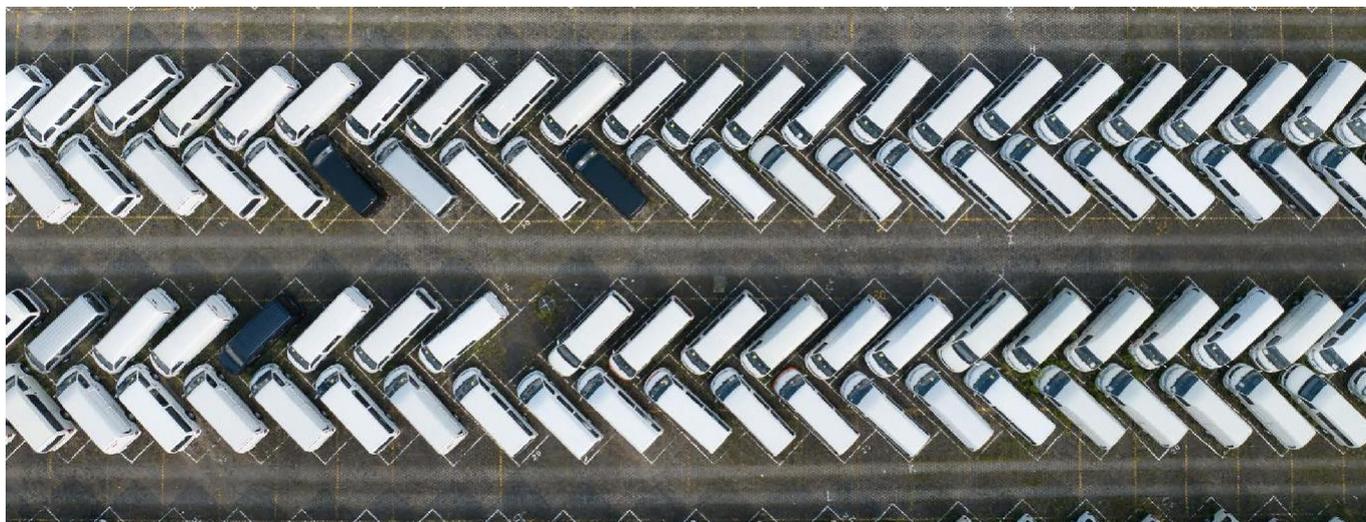
マティアス・ヴァマーユ、シニア社債アナリスト

工業セクターにおけるポストコロナの正常化は依然として非常にばらつきがあり、様々なダイナミクスがサブ産業に異なる影響を与えています。石油化学製品は、主に中国での構造的な過剰設備と、プラスチックから農作物保護にいたる幅広い製品に影響を及ぼしている低迷する需要により、長期的なダウンサイクルに直面しています。同様に、自動車関連の製造業は、中国メーカーとの価格競争が激化する一方で、EV（電気自動車）の需要が伸び悩むなど、依然として厳しい見通しです。

素材産業の中でも、企業ごとにまったく異なる現実直面しています。中国の建材・セメント市場は、不動産セクターの落ち込みを受けて依然として低迷していますが、他の地域で先進国へのエクスポージャーが高い企業は価格の上昇と売上高の伸びによる恩恵を受け、中南米市場は安定しています。

2025年は、個別材料に注目することで投資価値を探していきます。これは、航空機メーカーや一部のセメントメーカーのように好調なトレンドを享受できる企業、および競争力のあるコスト構造、強い市場ポジション、あるいは潤沢な流動性を保有していることによって逆風に耐えることができる企業を特定することを意味します。低い可視性と常に変化する状況は、綿密なモニタリングと柔軟な取引アプローチを必要とするでしょう。

**「自動車関連の製造業は、中国メーカーとの価格競争が激化する一方で、EV（電気自動車）の需要が伸び悩むなど、依然として厳しい見通しです。」**



## 金融

ヴィジュアル・アイヤ、社債アナリスト



EM国の銀行は、純金利マージンの上昇に寄与する金利環境と、サイクルの中央値かそれ以下の水準にあるリスクの低コストが相まって、過去最高水準の収益性となっています。慎重な引受方針と、数多くの危機を乗り越える経験を積んだおかげで、十分な資本と健全な資産の質を保っています。

私たちは引き続き、CEEMEAと中南米の高ベータ国のAT1とTier 2債を選好します。例えば、トルコの銀行は、幾度か経済的課題に直面しながらも強い耐性を示し、2018年の初めての通貨ショック以降、バランスシートを大幅に強化してきました。

同様に、関税の賦課はメキシコの銀行にとって依然としてリスクですが少なくとも部分的にはこれはすでに織り込まれ、自己資本比率の優位性と収益性を考慮すると、欧州の銀行と比べて相対的に割安であると考えています。

### 「トルコの銀行は、幾度かの経済的課題に直面しながらも強い耐性を示しています。」

アジアでは、IL&FS（2018年に債務不履行となった金融会社）ショックと新型コロナウイルスの両方を乗り越え、ファンダメンタルズが盤石ながらも、短期債で高キャリアを提供するインドのノンバンク金融セクターを選好しています。

## 石油・ガス

ヴィジュアル・アイヤ、社債アナリスト

石油・ガスセクターは、今後数年間、広く予想される余剰を乗り切ることができる銘柄に注目しています。複数の要因の組合せによってリスクはダウンサイドに傾いていますが、その要因としては、米国の新政権の増産への意欲（ペッセント新財務長官は日量300万バレルの増産を示唆）と、OPECの生産余力が非常に高いレベル（日量400万バレル以上）であることなどが含まれます。

### 「石油・ガスセクターは、今後数年間、広く予想される余剰を乗り切ることができる銘柄に注目しています。」

しかし、在庫水準の低さ、イランの生産に対するよりタカ派な姿勢、増産が与える経済への影響を米国の石油メジャーが無視する可能性の低さなど、上振れリスクも認識しています。実際に、シェブロンは最近、設備投資を削減し、株主還元 に注力していくと述べています。

これらを考慮して、原油価格が一バレル60米ドルという水準でもレバレッジ解消を進めることが出来るE&P（探鉱・開発）銘柄を選好します。また、非常に逼迫し続けている市場で、石油生産プロセスに不可欠であり、長いリードタイムを伴う受注生産ベースの、FPSO（浮体式海洋石油・ガス生産貯蔵積出設備）も選好しています。



## 金属・鉱業

マーク・アゲイビー、社債アナリスト



2025年は、金属および鉱業の社債にとってボラティリティの高い環境になると予想しています。金属の中長期的な構造的ダイナミクスは、短期的には影を潜め、米国の新政権の関税に対する姿勢、そして大多数の金属会社にとって最も重要なのは、中国に対する姿勢に注目が集まるでしょう。社債スプレッドに関しては、価値を見つけ出すためには、深く掘り下げなければなりません。良質で低コストな企業と、低コストで堅実な営業という下支えがありながらも、魅力的なスプレッドを提供する個別材料に基づく投資を行っています。

銅の供給サイドの制約とグリーン需要は、構造的ダイナミクスが価格にとってはポジティブに働きますが、中国が銅需要の50%を占めることを考えると<sup>4</sup>、短期的な見通しは、米国の関税と中国の景気刺激策との綱引きにかかっています。テーマとして銅に注目し、短期的なボラティリティには耐え、現在提供される純粋な銅業者のバリュエーションの妙味はやや薄いことから、むしろそれをポジションを積み増すタイミングとして活用したいと考えています。

鉄鉱石のようなバルク金属は、中国の鉄鋼の過剰生産能力と需要の減少を考慮すると、構造的な見通しを下支えするものではなく、貿易紛争の状況において痛みも感じるでしょう。短期的には若干の改善がみられ、中国の鋼材マージンは持ち直し、在庫は減少傾向にあります。

しかし、私たちは、1) 低コストの生産者、2) 鉄鉱石ペレット生産者にのみ注力することを選好しています。これらは、相対的な環境上の優位性を考慮すると、よりよい構造的見通しとプレミアムを提供しています。

貴金属においては、いつもそうであるように、金は幅広い要因によって動かされます。地政学的ノイズ、米国の財政政策、FRBの政策/金利、米ドルです。最終的には金に対しては前向きにみており、投資ユニバースには投資機会を提供する低コストの生産者が十分に存在しています。銀は、金への明らかな需要と並んで、産業需要のダイナミクスと結びついています。構造的要素は支えとなりますが、短期的には、ここでも米中貿易関係に左右されます。

白金族（PGM）では、特にパラジウムで触媒コンバーターの需要が減少を続けていることから、構造的な逆風にさらされています。プラチナの見通しは、近い将来需給の差が予想されることを考えると、それほど暗いものではありません。それでも、過大なPGMへのエクスポージャーをもつ企業に対しては慎重であり、個別のポジションにのみ焦点を当てています。

**「テーマとして銅に注目し、短期的なボラティリティには耐え、現在提供される純粋な銅業者のバリュエーションの妙味はやや薄いことから、むしろそれをポジションを積み増すタイミングとして活用したいと考えています。」**



<sup>4</sup> 銅供給の確保:中国なしではエネルギー移行もなし| Wood Mackenzie (Link)

## 消費関連

マーク・アゲイビー、社債アナリスト

セクターの多様性を考慮すると、2025年の動向を注視するダイナミクスは広範囲に及ぶでしょう。ファンダメンタルズとバリュエーションの観点から、最も興味深い投資機会を提供するサブセクターはいくつかあります。

アジアでは、マカオのゲーム業界の回復というテーマは、過去12～18ヶ月にわたって十分に実証されています。それでも、アジア全体やEM国全体を見渡してみると、マカオのゲームのように、明確なレバレッジ解消の道筋と魅力的なバリュエーションを提供し続けているサブセクターはほとんどありません。2025年には、EBITDAの増加幅は正常化し（まだプラスであるものの）、配当が復活するため、レバレッジ解消のスピードは鈍化するでしょう。

## 食肉

マーク・アゲイビー、社債アナリスト

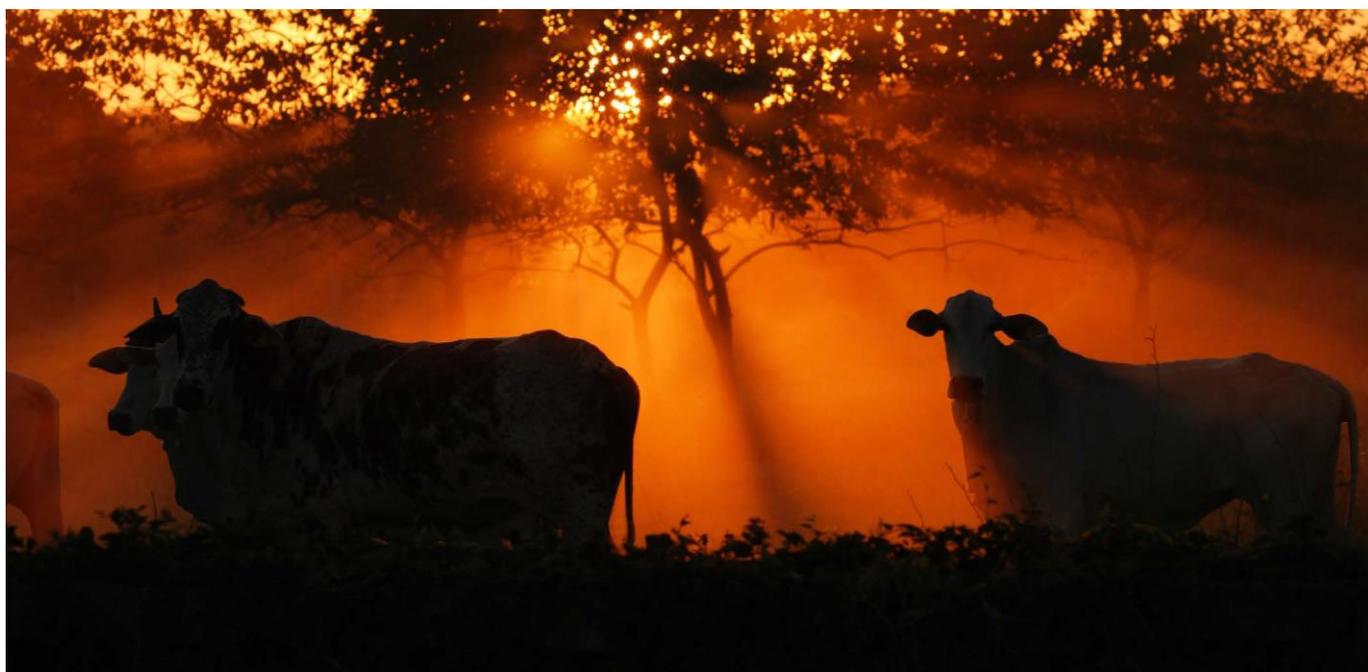
中南米が中心となる食肉業界は、複数の角度から見ると、興味深いサブセクターです。発行体は、米国とブラジルにおけるさまざまなキャトル・サイクル（飼育牛の自然増減）に対して異なるエクスポージャーを持ち、セクター全体で対照的なダイナミクスを提供しています。また、業界ではM&Aも行われており、特定の銘柄のスプレッドにとっては重要な要因となります。最近、ブラジルの牛の価格（食肉業者のコスト）に対して果敢な動きがあったものの、米国よりも中南米にエクスポージャーを持つ発行体を継続して選好しているのは、中南米のキャトル・サイクルの最悪期は、米国ほどは悪くなく、長くもないと考えられるからです。

しかし、レバレッジ解消自体は進むと見ており、2025/2026年に多くの償還を迎えます。しかし、現金での支払いとオンショアでの再資金調達によって、新規発行は純減となる可能性があり、過去の債券供給の懸念が軽減されると見えています。

**「アジアとEM国全体を見てみると、マカオのゲームのように、明確なレバレッジ解消の道筋と魅力的なバリュエーションを提供し続けているサブセクターはほとんどありません。」**

この食肉業界は、ESGの観点からも重要であり、森林破壊、牛の生産地の追跡、労働条件が、当社のエンゲージメントにおいて重要なテーマとなっています。

**「発行体は、米国とブラジルにおけるさまざまなキャトル・サイクル（飼育牛の自然増減）に対して異なるエクスポージャーを持ち、セクター全体で対照的なダイナミクスを提供しています。」**



# 不動産

マルコム・ケイン、ポートフォリオ・マネジャー



中国では、不動産危機が2024年で4年目に入り、見通しが厳しい状況が続きました。2024年9月は新築住宅販売が過去最低となり、政府が同セクターを安定させるための財政刺激策を発表して市場を驚かせました。政策の実施、規模、スピードが鍵となり、詳細はまだ開示されていませんが、一方で、政府は、地方政府を関与させた債務危機に焦点を当て続けています。

政府にとって重要なデータは、不動産の売上高と価格であり、不動産市場に中国の家計資産の70%があてられているため<sup>5</sup>、この危機は、家計のバランスシートにとって痛みを伴う経験であり、経済のより広範な問題を解決するための鍵となっています。しかし、長年にわたる開発業者の痛みやデフォルトの後、国民が不動産市場に再び戻るためにはかなりの努力が必要であり、したがって2025年の売上高は、2026年に底を打つ前に、1桁台(%)の減少が予想されます。

政府はこれまで、価格の下落を食い止めるために、市場の在庫調整を狙った多くの政策を発表してきました。これらは地方政府や銀行を巻き込んでいますが、現在の構造下ではプレイヤーが受け取るべき十分な財務的インセンティブが欠けており、政策立案におけるさらなる革新が必要であることを示唆しています。

デベロッパーのデフォルト率はピークから低下してきましたが、現在でも事業を続けている企業はかなり少なくなっており、脆弱なデベロッパーは、流動性に課題が残るため、債務残高のリストラまたはリプロファイリングを通じて、債務内容を修正しようとして考えています。

さらなる景気刺激策が発表される可能性があり、特に2025年初めにトランプ大統領が再び就任することで、政府はデータや貿易戦争の脅威に対して政策発表で反応すると予想されます。財政の扉が開かれて以来、不動産売上は緩やかな回復を見せており、一般的に上位ティア都市でプロジェクトを有する国営のデベロッパーを選好していますが、脆弱な都市でプロジェクトを持つ民間デベロッパーにはほとんど改善が見られない場合もあります。この差別化は、2025年に継続すると予想するもう一つのテーマです。

中国以外では、中東の不動産がドバイを中心に2024年は好調な一年となりました。これは、イスラエル・ハマス戦争による地政学的リスクの高まりにもかかわらずです。歴史的に見て、ドバイ市場は非常にシクリカル（景気敏感）であり、好景気と不景気のサイクルが大きくなりがちです。この好景気のサイクルが不動産のバリュエーションを高めており、今日の市場の根底にある構造は、以前の危機に比べて脆弱ではないという議論があり、例えば、多くの住宅の購入は、投資ではなく居住用となっています。

しかし、私たちは、循環性を考慮すると、利回りは十分な魅力があるとは見ておらず、さらに、市場へ新規参入する発行体が多く、既存の発行体は債券を発行しており、これが今後も続く予想しています。市場をモニタリングし、もし調整があり、ドバイの好不況のサイクルを乗り越えて長い実績を持つより強力なデベロッパーがいれば、はるかに魅力的な利回り水準で投資したいと考えています。

**「歴史的に見て、ドバイ市場は非常にシクリカル（景気敏感）であり、好景気と不景気のサイクルが大きくなりがちです。」**



<sup>5</sup> 貧困感:中国の消費者に損害を与え、回復を曇らせている不動産不況 | ロイター(Link)

## パルプ・紙

マルコム・ケイン、ポートフォリオ・マネジャー

2024年はパルプ・紙セクターの社債は低調であり、パルプ価格の下落、設備投資、M&Aの拡大を背景に、中南米では他セクターに対して出遅れが見られました。2025年は、ブラジルのパルプ・紙メーカーについて、数年にわたる投資サイクルを終えたばかりであることから、ポジティブに見ています。レバレッジがピークに達し、キャッシュ創出が制限されていた状況から、脱しつつあり、新規プロジェクトによって生産量は増加し、それにレバレッジの解消とキャッシュの創出が続くはずで

この逆風となるのは、現在パルプ価格はベアサイクルにあるということです。売上は短期契約で交渉されており、ビジネスの過半数はアジアに向けられています。アジアでは、多くの買い手が、市場にさらなる供給が見込まれていることを知って粘り強く待っています。このパルプ価格の弱気市場は2025年にも続く予想しています。

しかし、最適化された生産プロセスと、木材資産の成長とリサイクルのための最高の環境条件を持つブラジルの生産者にとって、その利益率は高く、生産コストが非常に低いことを考慮すると、いかなるベアサイクルも余力を持っていると考えています。

**「2025年は、ブラジルのパルプ・紙メーカーについて、数年にわたる投資サイクルを終えたばかりであることから、ポジティブに見ています。」**

チリの生産者については、サイクルのこの段階での魅力的な投資先は見られません。債券価格は相対的に割高となっており、生産コストが高いため、パルプ価格のベアサイクルを乗り切ることは難しいと見えています。



# EMの発行体は、高まる国際的な支援に資金調達 の選択肢を拡大しています

ヤナ・ハーベイ、シニア・ポートフォリオ・マネジャー



## 2024年のEM外貨建て債は引き続き堅調な需要でした

EM資産クラスからの流出が続いているにもかかわらず、2024年のEM外貨建て債は、米欧のハイイールド債・投資適格債の投資家からの資産配分に押し上げられ、引き続き堅調な需要が見られました。主要市場はこうしたトレンドを反映しています。すなわち、2024年のグロスの社債供給は増加し、最も多くの発行があったのはアジアとなり、東欧の新規発行は2023年の水準に届きませんでした。

ソブリン債では、グロス（およびネット）供給も増加しました。しかし、ここでは東欧が主要な発行地域となり、新規発行は2023年の水準および2024年の予想を超え、主にルーマニアとポーランドでは、財政政策がアンダーパフォームし、歳出需要（特に軍事）が増加したことによる発行がありました。

## 2025年は外貨建て社債の供給は落ち着くと予想しています

外貨建て社債の供給は落ち着き（2022/23年の低迷水準から正常化）となり、投資適格発行体が依然として中心になるとみえています。ソブリン債は分割償還や買い戻しの増加によって、発行はグロスとネットの両方で前年に比べて減少すると予想されます<sup>6</sup>。

ユーロ（ドイツ）金利のアウトパフォーマンスを踏まえ、発行体は昨年、ユーロ建て発行による資金調達コストの低下という機会を活かしており、この傾向は2025年も続き、ユーロ建て発行の割合が増加すると予想されます。また、発行体は他の通貨 - 例えば、分散化目的のための日本円や英ポンド建てでの資金調達も模索しています。

EM現地通貨建て債市場では、発行トレンドは依然として現地の要因で動いており、外貨と現地通貨の資金調達構成は、それぞれの負債管理における選好によって判断されています。リテール債の発行は、豊富な国内流動性を持つ国々では、引き続き人気のある分散手段です。

## EMのESGラベル付き債券市場は、特に外貨建て市場において成長を続けています

ここ数年、ますます多くのEM発行体がESGラベル付き債券市場に参入しています。昨年は、特にグリーンおよびサステナビリティ債の発行が増加し続けたことから、外貨建てESGラベル付き債券市場にとって、またも活況な年となりました。

現地通貨建てESGラベル付き債券の発行はやや減少した一方、持続可能性に連動した債券の発行は、市場の価格設定能力の向上や重要業績評価指標（KPI）の標準化に努めたにもかかわらず、外貨建てと現地通貨建ての両方で遅れをとりました<sup>7</sup>。しかし、2024年は、タイがウルグアイとチリに続き、アジアで初めての「サステナビリティ・リンク・ボンド（SLB）」を発行するなど、もう一つの飛躍的な進歩が見られました。

社債では、トレンドはまちまちです。しかし、パルプ・紙セクターからのESGラベル付き債発行は、特筆すべき増加があり、2025年に注目すべきトレンドです。

## 「従来型の流動性の高いプライマリー市場以外では、多くの新興国が代替資金源にアクセスしています。」

### EMのESGラベル付き債券全体のグリーンニームは不安定なままです

特に、米ドル建てESG債は、引き続き発行体にとってほとんどバリュエーションの利点をもたらしていないですが、ユーロ建て債は通常、従来の債券と比べて10~20bpsのグリーンニーム（グリーン債に対するプレミアム）のプレミアムで取引されています<sup>8</sup>。この事実は、市場の急速な成長に対する逆風を引き続き示していますが、世界銀行、ADB、UNDP、そして最近ではEUなどの国際金融機関（IFI）がEM国の発行体にテクニカル面の支援を提供し、地域へのプライベートESG志向の資本の流れを加速させることを支援しています。

### 多くのEM国が代替資金源にアクセスしています

従来型の流動性の高いプライマリー市場以外では、多くのEM国が代替資金源にアクセスしています。IMFは、ソブリン債ユニバースにおける様々なハイ・イールドのストーリーの改善の裏で重要なアンカーであり続けています。2024年は、新たな資金供与のコミットメントを、ほんの数例を挙げると、エクアドル、パキスタン、コートジボワールに広げた一方で、政策改革を承認し、EMのなかでも最途上国に対する一部支援を強化しました<sup>9</sup>。

中国、パルシャ湾岸国（GCC）、および商業債権者も資金源としてますます信頼されるようになっており、ここでもこの傾向は今年も続く予想しています。

<sup>6</sup> JPMorgan、2024年12月

<sup>7</sup> HSBC、2024年12月

<sup>8</sup> モルガン・スタンレー、2024年12月

<sup>9</sup> IMF

### 自然保護/開発向け債務の取引は、より勢いを増しています

また、自然保護債務（DFN、Debt-for-Nature）/開発債務（DFD、Debt-for-Development）取引についても、従来よりも意義のある規模で利用する国が増えています（図表12）。この傾向は、より低コストでの資金調達源を必要とし、国際資本市場や商業ローンへの債務能力/アクセスに苦慮している多くのハイ・イールド国に希望を与えています。

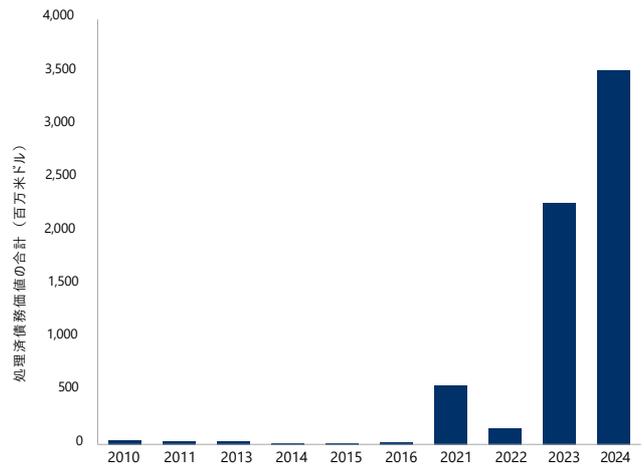
自然保護債務スワップは、多くの面で、資金調達コストの削減、債務の削減、そして、多くの必要とされる保全/開発の原因のための資金提供を行い、一方で、投資家には同程度の格付けの証券と比較して魅力的なキャリーを提供します。

### 「自然保護債務スワップは、資金調達コストの削減、債務の削減、そして、多くの必要とされる保全/開発のための資金源となります。」

最近2回目の取引を完了したエクアドル以外では、バルバドスとバハマが過去数ヶ月間に同様のスワップ取引を行っている一方で、コートジボワールは世界銀行が支援する初の開発債務スワップを完了しました。

この市場は、気候と開発のための資金を解放するという点では、大きな可能性を秘めていると考えており、2025年にはこれらの取引のさらなる拡大を期待しています。

図表12:EM市場では、DFN/DFD スワップの利用が急上昇しています

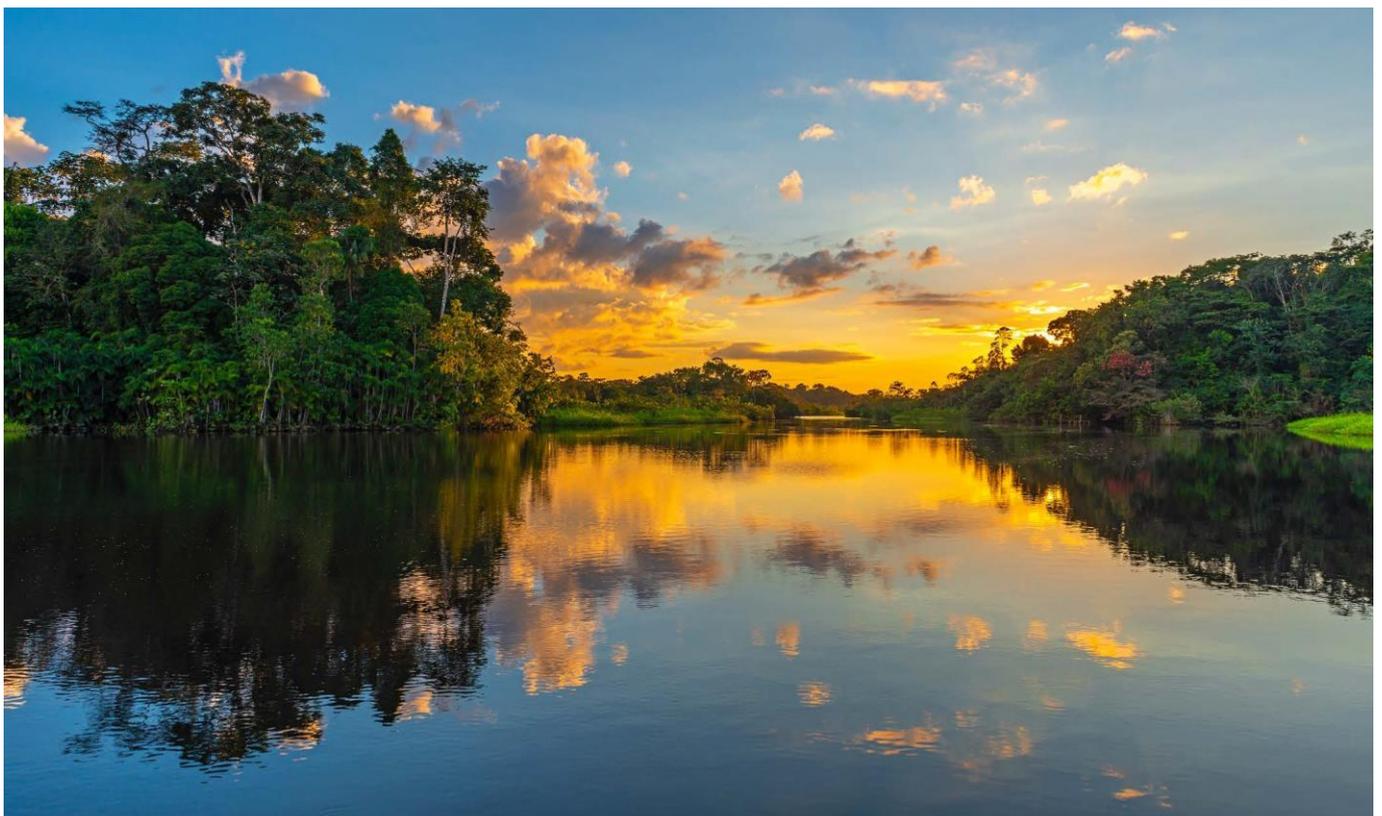


出典: RBC GAM, CarbonBrief, Reuters, 2024年12月時点

### 2025年は、EMトランジション・ファイナンスの新興市場のさらなる進展にとって重要な年となるでしょう

トランジション・ラベル付き債券発行への意欲はこれまでのところ限定的ですが、日本は、業界全体のイニシアティブを主導しており、同様に、英国を含む各国も、この潜在的に非常に影響力のある資金調達チャンネルの利用を促進するためにリソースに着目しています。

このテーマはまた、2025年の私たちにとって重要な優先事項です。EM国や企業のトランジションを支援するための資金調達を促進し、気候問題の解決策を提供し、主要なEMの発行体と協力して公正に低炭素経済への移行を加速する方法を模索しています。



# EM低流動性市場:2025年のテーマ

ミハイ・フロリアン、シニア・ポートフォリオ・マネジャー  
イリヤ・ジスキンド、シニア・ポートフォリオ・マネジャー



EMのプライベート・クレジットでは、2024年は移行期となり、銀行は新型コロナウイルス収束後、ようやくバランスシートを修復し、その結果、資産売却の必要性が低下しました。同時に、社債では高格付け/リピートの発行体に対しては、公募市場の再開も見られました。ディストレスト価格で売却する銀行は減少したものの、ディスカウントで提供されるセカンダリー・ローンの健全な供給は引き続きみられました。これには、上場社債ユニバースに比べて200~500bpsの流動性プレミアムを提供しながら、構造的かつ一時的な優先度からもさらに利益を享受出来る投資機会がありました。

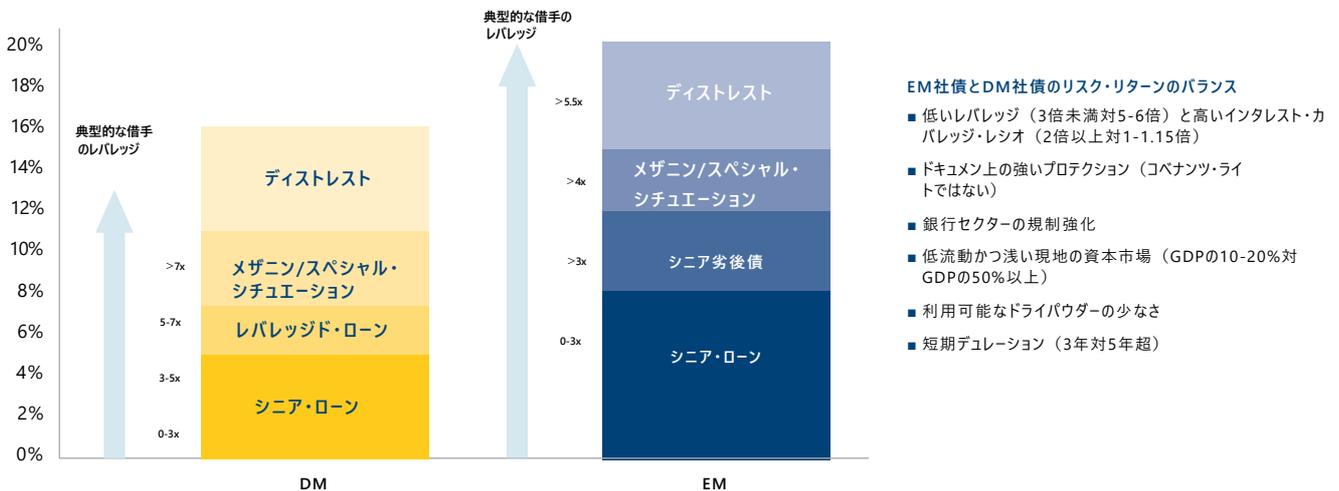
2025年には、市場のボラティリティ（地政学的なイベント、選挙、商品価格によってもたらされる）は、EMクレジットに対する投資家の選好に影響し続けると予想され、これは、低流動性戦略における新規資金のなかで、より多くの投資活動がもたらされる可能性があります。これは、ローンと低流動の分野において、より興味深い投資機会を生み出す可能性があり、パフォーマンスで健全な企業が、たとえプレミアムを支払う必要があるとしても、市場の意欲が完全に回復した後に再資金調達を実施することを視野に入れながら、短期や少額の資金調達のためにプライベートクレジットを選択する可能性があると考えています。

銀行のバランスシートは、2022年、2023年ほど制約されていませんが、十分な規模の企業ローンへの意欲はまだ回復しておらず、社債セクターのかなりの部分が代替的な資金調達手段を必要としています。

**「グローバルにEM社債セクターは継続的なレバレッジ解消が見られ、先進国の同業他社よりもレバレッジ水準は大幅に低く、債務返済能力は高いと見ています。」**

中国のハイ・イールド債ユニバース（これまで一般的に不動産会社を中心とした）を除いて、グローバルにEM社債セクターは継続的なレバレッジ解消が見られ、先進国の同業他社よりもレバレッジ水準は大幅に低く、債務返済能力は高いと見ています（図表13）。これは米国でもせいぜい1~2回の利下げしか織り込まれておらず、金利がより高くより長くなることが予想される環境下においてもこういった傾向が見られています。

図表13: EM社債のリスク・リターンバランス（DMと比較）



出典: RBC GAM、CarbonBrief、Reuters、2024年12月時点

# 2025年のEMD投資に関する戦略的提言

ポリーナ・クルドヤフコ、エマージング債チームヘッド、シニア・ポートフォリオ・マネジャー  
バシル・ファルーク、クライアント担当ポートフォリオ・マネジャー



地政学的不確実性が高まる兆しが見えているにもかかわらず、2024年の堅調なパフォーマンスにつながった根本的な要因は、2025年も維持されています。多くのグローバル投資家は、EM資産クラスを依然としてアンダーウェイトにしており、投資家はその機会を利用し始めた場合、資金流入の大きな余地を残しています。RBCブルーベ이의EM債券デスクでは、他よりも一歩先を行くことを狙った需要をすでに検知しており、こういった投資家は資産クラスの資金流入モメンタムが高まった際に恩恵を受けることが出来るでしょう。しかし、多くの人にとっての課題は、提供されている選択肢のなかで、最適なEM債券戦略を判断することの難しさでしょう。

この問いに対する答えは、もちろん、投資家固有のニーズや選好次第となります。図表14は、ベンチマークや流動性に関する要件、および資産クラスのエクスポージャーに関する柔軟性に基づいて、投資家が最適な解決策を見出す可能性はどこにあるのかをまとめたものです。以下では、2025年の投資機会を十分に活用するのに適していると考えられる3つの具体的な戦略を紹介します。

## 1. エマージング債ロング・ショート戦略（またはエマージング債アンコンストレインド戦略）

ボラティリティが今後数ヶ月で上昇する可能性が高い中で、高い絶対リターンを生み出す機会を利用するのに十分な機敏さがあるロング/ショート・アプローチが理想的な選択です。そのため、月次流動性のロング・ショート戦略への投資は、EMのエクスポージャーを獲得する魅力的な手段であると考えています。このアプローチでは、市場の方向性にかかわらず、運用報酬控除後のリターン10%を目標に運用し、良好なトラック・レコードを獲得しています。

この戦略はボラティリティを活用し、相対価値、イベント・ドリブン、ストレス・トレードを含む、非相関な固有の投資機会を通じて、流動性の高い国債と社債のEMクレジット・ユニバースを通じたりターン獲得を目指していきます。

ロング・ショート戦略に投資できない投資家は、代わりにトータル・リターンのアンコンストレインド戦略を検討しても良いかもしれません。EM債券のサブ資産クラスを横断的に投資する「どこにでも行く」戦略は、EM資産クラスで提供される魅力的なリターン（アップサイド）の獲得を目指す一方で、デリバティブを使って迅速かつ効率的にリスクを管理することで、ボラティリティが高まった際のダウンサイド抑制を目指します。

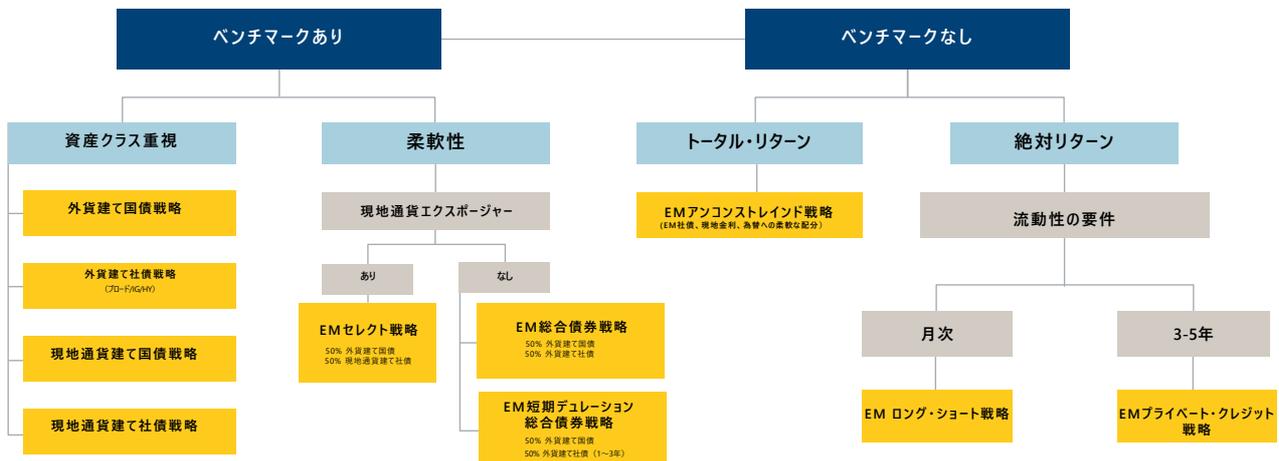
**「多くのグローバル投資家は、EM資産クラスを依然としてアンダーウェイトにしており、投資家はその機会を利用し始めた場合、資金流入の大きな余地を残しています。」**

## 2. エマージング社債戦略

すべての格付けで先進国社債を上回るパフォーマンスのEM社債資産クラスは、2025年も引き続き魅力的な選択肢です。先進国の同業者と比較して、歴史的に見てレバレッジは低い水準にあり、かつ2025年の予想デフォルト率が低いことから、EM社債はより盤石なファンダメンタルズを持ちながら、魅力的な上乗せ利回りを提供しています。

ベンチマーク型のEM債戦略に投資が限定されている投資家にとって、EM社債戦略への投資は、格付（投資適格の資産クラス）を損なうことなく利回りを高め、国/セクター間でポートフォリオを大幅に分散し、ファンダメンタルズが堅固で改善している社債にアクセスする投資機会を提供します。

図表14: EM債エクスポージャーの最適解を探る



### 3. エマージング債プライベート・クレジット戦略

最後に、ロックアップ・ビークルに投資することができる投資家には、EMプライベート・クレジット戦略が大きなリターンをもたらす可能性があります。5年間で、このような戦略は運用報酬控除前で15%以上、運用報酬控除後の内部収益率（IRR）で12%以上を年率換算で目標とすることができます。

予想外のニュースや政策の不確実性の可能性が高まるにつれて、流動性の高い市場では、ボラティリティが高まる期間はEM企業の新発債に対する需要の信頼性が低下する可能性があります。

これは、ローンと低流動性の分野において、より興味深い投資機会を生み出す可能性があり、パフォーマンスで健全な企業が、たとえプレミアムを支払う必要があるとしても、市場の意欲が完全に回復した後に再資金調達を実施することを視野に入れながら、短期や少額の資金調達のためにプライベートクレジットを選択する可能性があると考えています。

こうした調整局面を活用することが出来るクレジットの運用者は、より高い質の銘柄に注力しながらも、魅力的なリターンを生み出すことが出来ると考えています。



## 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
	ヘッジ戦略	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、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay  
Asset Management