

寄稿者

Rob Waldner

Head of IFI Strategy and Macro Research

THIS ISSUE :

1. **マクロ:** 力強い成長、目標を上回るインフレ率、中央銀行の政策は金利に何をもたらすのか？
Page 01
2. **金利見直し**
Page 03
3. **為替見直し**
Page 04
4. **EM債権者としての中国の役割が進化**
Page 05

力強い成長、目標を上回るインフレ率、中央銀行の政策は金利に何をもたらすのか？

米国の第3四半期GDPは上方修正され、ほとんどのデータは経済成長に予想以上の勢いがあることを示しています。労働市場は堅調で、インフレ率の低下とともに実質所得も改善しています。これらの要因が直近四半期の米国の成長を支えています。

ここからの成長鈍化は債券にプラスに働くはず

しかし、この急成長が続くとは考えておらず、米国経済は「バンピーランディング（でこぼこした着陸）」を続けると予想しています。金利上昇が経済活動の重荷となるため、今後は成長が鈍化するという見方です。景気を劇的に悪化させ景気後退に追い込むような不均衡はほとんど見られませんが、インフレ率が低下しても金利が高止まりすれば、より広範な景気減速と景気後退の可能性が高まります。

市場に関しては、第3四半期の力強い成長が金利上昇の一因であることは明らかなです。成長率は鈍化するものの、依然としてプラス成長基調が続くと予想されるなら、金利上昇圧力は緩和され、中央銀行は傍観を決め込み、金利ボラティリティは低下し、債券市場全体は比較的堅調に推移するはずで、11月の連邦公開市場委員会（FOMC）後の記者会見でパウエル議長は、進展があったこと、政策が抑制的であること、リスクが双方向にあることを認めました。デysinフレが続けば、FRBは再利上げを見送り、最終的には抑制的なスタンスから脱却するはずで。

インフレも鈍化

強いインフレ圧力が数年間続いた後、全体的な物価水準は依然高止まりしています。しかし、インフレ率のトレンドはIFIの予想に近い形で推移しています。IFIは、パンデミック後の景気回復で景気が押し上げられたときに広く見られた価格圧力が緩和され、全体的なインフレ水準がより低い長期トレンドに向かって緩やかになるデysinフレ環境にあると考えられています。インフレ率はまだ中央銀行が目標とする水準に戻っておらず、その時期も非常に不透明です。このため市場には不確実性の余地がありますが、インフレ率の低下傾向は明らかなです。

金利は成長率に左右される可能性が高い

ここから2つのリスクシナリオを考えてみます：

- 経済成長がトレンドを上回るペースで続けば、金利上昇圧力は継続し、FRBは利上げを継続する可能性が高いと考えます。米国経済が第3四半期に経験したGDP成長率の水準は、FRBがインフレ目標を達成することと矛盾しています。債券利回りは上昇し、ボラティリティは高止まりするでしょう。
- 現在の高水準の金利が経済により広く重くのしかかるようになれば、インフレ率は中央銀行の目標値に向かって低下し、中央銀行はどハインド・サ・カーブ（金融政策が後手に回る）に陥る可能性があります。このようなシナリオでは、インフレが緩和を続け、成長率が頭打ちになる中でも、中央銀行は意図的に「より高い金利をより長く」維持することになるでしょう。

この場合、全体的な利回り水準には低下余地があるため、債券利回りにはプラスのシナリオとなる可能性が高くなります。リスク資産にとってはマイナスとなる可能性が高いですが、利回りの低下と全体的な資金調達コストの低下により、質の高い資産が堅調なトータル・リターンを生み出すと予想されます。このようなシナリオは、デフレーションと質の高い資産が選好することにつながると考えられます。

リスクテイクのスタンス

低成長とデフレーションというIFIの基本的な見方は、市場にとってポジティブな背景を示唆しています。最近の市場のボラティリティは、主に政策と中央銀行の行動をめぐる不確実性に起因しています。この不確実性が金利変動を高水準に保ち、リスク資産に逆風となっています。デフレーション傾向が続けば、中央銀行はインフレリスクが後退したと判断し、よりハト派的な政策に転じることができるはずです。そうなれば、リスク資産全体にとって追い風となるでしょう。

一方、中央銀行が低インフレを何よりも優先して金利を高止まりさせ続ければ、市場が悪い結果を招くリスクが高まります。現在、市場のコンセンサスはソフトランディングに近いものを求めており、クレジットバリュエーションもそのような結果を想定しているようです。しかし、中央銀行が過度にタカ派的であれば、景気後退につながる可能性があります。

Rob Waldner
Chief Strategist and Head
of Macro Research

Gareth Isaac
Head of Multi-Sector
Portfolio Management

Yi Hu
Head of Asia Credit Research

Michael Siviter
Senior Portfolio Manager

金利見通し

米国：オーバーウェイト。米国債利回りはこの1か月の間に大きく上昇し、10年物国債の利回りは心理的に重要な節目となる5%台に接近しました。現在の市場動向は、テクニカル要因と米国経済成長の潜在的な加速に対する懸念の高まりに影響されています。こうした傾向が見られるものの、IFIの見通しでは、インフレ率が高水準から低下し続ける低成長環境を予想しています。この見通しに基づけば、FRBは利上げサイクルを終了した可能性が高いと考えます。このため、利回りのさらなる上昇は抑制され、国債のパフォーマンスにとって有利な環境となるだろうと見ています。そのため、IFIは現在の利回り水準においてはオーバーウェイト・ポジションを維持することを推奨します。

欧州：オーバーウェイト。最近のボラティリティを考慮しても、欧州のデフレーションについては引き続きポジティブに見ています。この1か月間、欧州の金利は米国債利回りに押され上昇しましたが、短期的にはこの傾向が続く可能性はあるものの、長期的なバリュエーションは魅力的であると考えます。欧州中央銀行（ECB）は現在の利上げサイクルのピークに達した可能性が高いと見ており、インフレ率は依然としてターゲットを上回っているものの、今後数か月で低下し、ECBは2024年前半に利下げに踏み切ると予想します。ユーロ圏の経済成長は、借入コストの上昇と消費者信頼感の低下を背景に急減速しており、こうした逆風は今後も続く予想されます。また、冬に近づくにつれ、エネルギー供給が供給ショックの影響を受けやすくなることも念頭に置いています。このように不透明な要素が多い中、ECBは今後数四半期は慎重な姿勢で臨み、「higher-for-longer（より高く、より長く）」を口にしながらも、インフレ率が目標値に向かって明確に低下してくれば最終的には利下げに踏み切るでしょう。

中国：オーバーウェイト。中国は米国や欧州とは異なる経済サイクルの局面にあるため、中国国債は欧米をはじめとした他国をアウトパフォームすると予想します。最近発表された財政赤字の拡大が示すように、中国の財政緩和策はより積極的になる可能性が高いものの、金融政策は比較的堅調に推移し、国内の流動性を十分に保ち、資金調達状況を安定させると予想されます。最近のインターバンク市場のボラティリティ、特にイールドカーブのフロントエンドのボラティリティは、一部の投資家のポジションを揺るがしたと思いますが、これは魅力的なエントリー・ポイントを提供したと考えます。第4四半期には、米国が利上げサイクルを終了させると予想される一方で、中国はより柔軟な緩和姿勢を示すと予想しています。

日本：アンダーウェイト。日銀は10月の金融政策決定会合でイールドカーブ・コントロールを事実上廃止し、10年物利回りを1%に抑制することにコミットする体制から、利回りの投機的な動きを相殺するために「機敏に」オペを実施する体制に移行しました。日銀は現在、コア・インフレ率（生鮮食品とエネルギーを除く）を2023年度に3.8%、2024年度と2025年度に1.9%と予想しており、これらの予想が2%の目標水準に近いことを考えると、10月のインフレデータが予想を上回ったことから想定される、インフレ率のさらなる上方サプライズは、マイナス金利を終了させる可能性についての憶測を増大させるでしょう。これは2024年1月の会合ですぐにでも起こる可能性はありますが、より可能性が高いのは4月の年次賃金交渉（春闘）終了後と見ています。日銀の植田総裁は、持続可能なインフレ動向を生み出す上で賃金上昇が果たす役割に特に注目しています。したがって、日本最大の労働組合である連合が5%の賃金要求を掲げて交渉を開始したことは重要なことです。さらに、円安が続けば、日銀の金融政策正常化圧力が高まり、債券利回りに一段の上昇圧力がかかるでしょう。

英国：オーバーウェイト。英国債は先月、米国債をアウトパフォームしましたが、世界的なデフレーション売り圧力の影響を免れたわけではありません。最近の利回りの上昇は長期金利の上昇に牽引されたもので、2年物利回りは先月からほぼ横ばいとなっています。インフレの見通しは依然不透明ですが、最近のデータはデイスインフレの傾向を示しており、労働市場は緩和の兆しを見せています。イングランド銀行（BOE）が9月会合で利上げの一時停止を決定したことは、目先の利上げのハードルが比較的高いことを示唆しています。したがって、マクロ・ファンダメンタルズが相対的に弱く、金融情勢が引き締まっている状況では、短期金利は上限にとどまると考えられます。しかし、供給が多く、負債主導の投資（LDI）需要がないため、ターム・プレミアには引き続き上昇圧力がかかり、イールドカーブはスティープ化するでしょう。ただ、長期国債のフォワード金利が5.5%を超えていることから、スティープ化のペースは鈍化すると予想されます¹。

豪州：オーバーウェイト。豪10年国債利回りは、米国債のイールド・カーブスティープ化に追随する形で、この1か月で50ベースポイント以上上昇しました²。豪州の短期金利は世界の他の国よりも低い水準からスタートしており、豪準備銀行（RBA）は利上げバイアスを維持しているため、インフレ率や成長率が予想を上回った場合、将来の利上げのハードルは比較的低いです。豪州のイールド・カーブは米国や欧州のイールド・カーブよりもスティープな水準から出発しており、国債の供給が増加する見込みもないことから、豪州のイールド・カーブがスティープ化する幅も限定的であると見ています。

1. 出所: Bloomberg L.P. Data as of Oct. 19, 2023.

2. 出所: Bloomberg L.P. Data as of Oct. 19, 2023.

Rob Waldner

Chief Strategist and Head
of Macro Research

Gareth Isaac

Head of Multi-Sector
Portfolio Management

Yi Hu

Head of Asia Credit Research

Michael Siviter

Senior Portfolio Manager

為替見通し

米ドル：ニュートラル。米ドルの最近の強さは衰えつつあるように見えます。成長率のアウトパフォームと金利上昇という追い風は、この1か月で米ドル高の影響力を弱めました。特に2024年に向けて景気が減速し始めると予想される場合、米ドルの追随性の欠如が懸念されます。現在のところ、米ドルの見通しはバランスを保っていますが、逆風が吹いていると見ています。

ユーロ：ニュートラル。ユーロについては、このところの弱含みから中立スタンスに転じています。米国経済が引き続きアウトパフォームしているにもかかわらず、ユーロはほとんど動いていません。欧州経済の成長は鈍いものの、少なくとも当面は安定しているように見えます。そのため、ユーロに対する下落圧力は和らいでいると判断し、中立スタンスに変更しました。

人民元：ニュートラル。米ドル/人民元相場の主な変動要因は、主要通貨に対する米ドル高にあると思われる。中国の成長軌道と金利差は人民元のパフォーマンスの重石となっていますが、最近の政策当局者の発言と一連の固定レートの乖離は、米ドル/人民元の動きが過度であると見なされた場合にそれを抑制する傾向を示しています。政策立案者の最近の行動目的は、トレンドを反転させるというよりも、投機的なポジショニングの加速を抑制することにあつたと考えられます。人民元が対米ドル通貨バスケットに対して上昇したのは、中央銀行が最近の米ドル高の動きの中で米ドルに対する人民元安を食い止めるためにさまざまな手段を使った後であるということには留意する必要があります。

日本円：ニュートラル。日銀がイールドカーブ・コントロールの枠組みの緩和を決定した後、日本国債の利回りが急上昇したにもかかわらず、円は対米ドル、対ユーロで下落を続け、日銀会合直後に心理的に重要な節目である150円台を突破しました。日銀の政策変更に対する円の鈍感さは、短期金利差が特に実質ベースではまだ非常に大きいという事実で説明できます。日銀が利上げに踏み切るまで、そしておそらくより重要なのはFRBとECBが利下げに踏み切るまで、大幅な円高が進行することはないでしょう。最近の米国の一連の予想より強いデータは、FRBが短期的に利下げを実施する可能性を低くしています。実際、FRBが利上げを続ける可能性すらあります。その結果、対米ドルで円高が進む余地は比較的限られているように見えます。しかし、欧州やアジアの景気低迷の兆しが見えてくれば、円ロング・ポジションを保有することによるマイナス・キャリーが少ないこれらの地域の通貨に対して円高が進む可能性はあります。

英ポンド：アンダーウェイト。低成長と、よりハト派的なBOEに対する反応を見ると、これらが今後も英ポンドの重荷となりそうです。英国と世界の成長期待が上向かない限り、英ポンドが持続的に上昇することは難しいと考えます。M&A関連の株式流入やショート・スクイーズが多少の反発につながる可能性はありますが、全般的なモメンタムは依然として英ポンドにとって弱気であるとIFIは見ています。

豪ドル：ニュートラル。中国の成長期待が底を打ちつつあり、RBAが最近他の中央銀行よりもタカ派的な発言をしたとはいえ、米国とのマイナス金利差と脆弱な世界的リスク心理が引き続き豪ドルの重しとなっています。豪ドルの対米ドル相場が持続的に上昇するには、RBAの利上げ、FRBのハト派的姿勢、そして予想を上回る世界経済の成長が重なることが必要でしょう。豪州の成長率が改善し、豪州の利上げ余地が拡大すれば、豪ドルがニュージーランド・ドルや欧州通貨をアウトパフォームする可能性はありますし、特に後者の場合、コモディティ価格が加速し続ければなおさら可能性があると考えます。

Daniel Phillips
Senior Emerging Market
Strategist

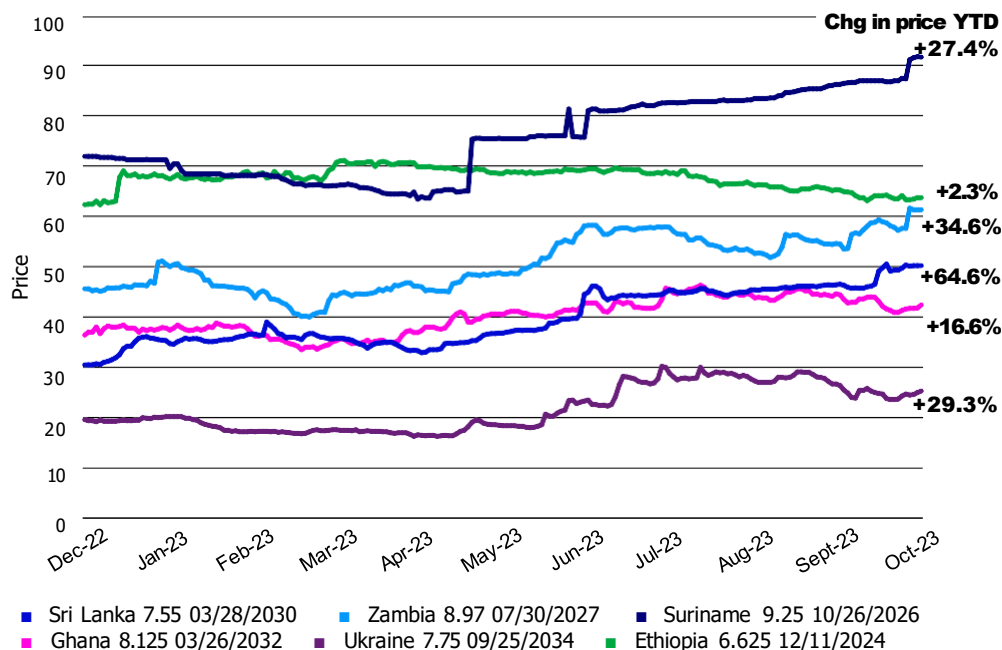
Jason Trujillo
Head of Emerging Market
Credit

EM債権者としての中国の役割が進化

2023年6月、ザンビアと債権国との間で合意された包括的な債務再編は、新興市場（EM）ソブリン債の転換点となりました。中国、欧州連合（EU）、米国、国際的な債券保有者、つまり様々な貸し手と過去10年間に中国から多額の借金をした債務国などの行き詰まりを打開する流れを確固たるものにしました。決して万能薬ではありませんが、ザンビアの中国への債務再編は、スリランカも間もなくこれに続くと思われますが、JPモルガンの新興市場債券インデックス（EMBI）のうち、中国に債務を負い、金融市場へのアクセス能力が限られている低所得国で構成される部分にとって重要な進展でした。

ザンビアの公的債権者との合意は、ザンビアのユーロ債の保有者を含む商業債権者とのその後の取引への道を開くことによって、すでに実を結んでいます。10月末、ザンビアはユーロ債の再建で基本合意に達し、予想以上のスピードで取引が成立しました。注目すべきは、ザンビアとスリランカのユーロ債が、年初来でデフォルトに陥ったEMBIの比較対象発行体を上回るパフォーマンスを示したことです（図表1）。以下では、今回の件に至る経緯と、今後EM債の再編がより有利に進む見通しについて議論していきます。

図表1：中国との債務問題を解決したEMBIの債務不履行国は、年初来で最高のパフォーマンスを示した



出所：Bloomberg L.P. Data from Dec. 30, 2022 to Oct. 31, 2023.

ザンビアの合意：EM債務再編の転換点

2000年、高債務貧困国（HIPC）の長期債務負担を軽減するイニシアティブにより、ザンビアの対外債務が正味現在価値で63%削減されました。力強い成長と低債務の時期を経て、ザンビアは再び借り入れを開始しました。2011年から2019年にかけて、中国からの融資は10億米ドル未満から60億米ドル近くまで増加しました。ザンビアの国債が（債務不履行に対する市場の懸念を示す）窮迫した価格水準に達した後も、中国は融資の実行と新規契約の締結を続けました。

コロナウィルスパンデミックの後、ザンビアは最終的に国際通貨基金（IMF）の債務持続可能性制限を突破し、対外債務を支払うことができなくなりました。これは次のような理由からでした。IMFがザンビアの債務は持続不可能であると判断したため、IMFからの緊急資金提供には、ザンビアのユーロ債のリストラを含む全面的な債務再編が必要となったからです。

図2：2021年12月時点のザンビアの公的債務（百万米ドル）

Total Debt	32,466
External Debt	15,442
Multilateral	2,655
IMF	-
WB	1,405
Other	1,250
Bilateral	7,952
Paris Club	1,332
Non-Paris Club	6,620
China	5,935
India	685
Commercial	4,835
Eurobonds	3,280
Other	1,555
Various Arrears	1,231
Domestic Debt	17,024

出所：IMF. Data as of Dec. 31, 2021.

債務不履行後、二国間債権者は、IMFがザンビアが今後どの程度の債務を維持できるかを評価する中で、融資の再編成方法を共同で決定するのに苦労しました。この二国間債権者グループは二つに分かれました。一方は、裕福な先進国で構成されるパリクラブ（PC）であり、彼らは歴史的に発展途上国への唯一の重要な二国間融資国でした³。このプロセスは長く険悪なものでしたが、今夏の合意によって2年半にわたる行き詰まりがようやく解消されました。中国は最終的にいくつかの重要な点を譲歩しました：ザンビア政府と一対一で交渉するという要求を暗黙のうちに取り下げ、中国の各融資機関の地位をPCが受け入れられる形で明確にし、世界銀行のような多国間融資機関がヘアカット（債務元本の一部または全部の免除）を受けるといった要求を取り下げたのです。しかし中国は、ザンビアの地方債務市場における外国からの参加に上限を設けることや、多国間融資機関が既存の債務を単にロールオーバーするのではなく、ザンビアの資金不足を補うために純然たる新規資金を拠出することを約束することなど、いくつかの譲歩を勝ち取りました。

市場の反応は？

この展開に対する市場の反応は落ち着いてました。しかし、中国に多額の債務を負い、リストラが必要な国々にとって、この新たな手続き上の明確化は重要な転換点であるとIFIは考えています。今年前半は、不安定な米金利、地政学、各国の内政力学など、多くの要因が高利回りのEMソブリン債の重荷となりました。しかし、中国の金融機関が既存のソブリン債再編の前例や規範と整合しているかどうかという不確実性も大きな役割を果たしました。スリランカとザンビアの動向は、より円滑で予見可能なEM諸国の債務再編に向けた傾向であるとIFIは考えています。EMBIの約4分の1は、対中債務残高があり、返済にばらつきがあり、複雑なリストラはおろか、債務を管理する制度的能力も限られているフロンティア市場で構成されています。デストレスト水準（利回り10%超）で取引されているEMBIの15%のうち、大半は最近のある時点で中国から借入れを行っています。このような個々の債務再編の進展は、時間の経過とともに、このデストレスト債に含まれる全体的なリスク・プレミアムを低下させるはずですが、EMBIのこのデストレスト・セグメントに暗示されるリスク・プレミアムは時間の経過とともに低下するはずですが。

3. The Paris Club members include Australia, Austria, Belgium, Brazil, Canada, Denmark, Finland, France, Germany, Ireland, Israel, Italy, Japan, the Netherlands, Norway, Russia, South Korea, Spain, Sweden, Switzerland, the United Kingdom and the United States.

歴史的なソブリン再編のプロセス

ソブリン債のリストラは目新しいものではありません。そのプロセスは数十年の間に大きく変化してきましたが、2000年代までには、ユーロ債を含む国債のリストラチャリングについて、世界は大まかではあるものの明確なシステムを確立していました。対外債務不履行に陥った国は、ほとんどの場合、3つの異なるタイプの主体に対して債務を負っており、先例と規範の一般的なシステムがそれらの相互関係を支配していました。IMFや世界銀行のような多国間融資機関、他国（「二国間」債務）、そしてユーロ債やシンジケートローンを含む「市場」です。債務再編プロセスは通常、上記の順序で債権者から次の債権者へと移っていきました。

ある国が危機に陥った場合、最終的にはIMFと世界銀行に助けを求めることになります。これらの組織は、他の債権者よりも上位に位置し、評価損を計上することがないため、低い資本コストを維持し、危機に陥った国に対して譲許的な金利で重要な融資を続けることができました。IMFと世界銀行は伝統的に救済プログラムを策定し、危機後に必要となる債務救済の規模や範囲、さらに債務免除と引き換えにその国が実施すべきマクロ経済政策と金融政策の組み合わせについて最終的な判断を下します。PCはIMFの勧告に従い、元本割れ（ヘアカット）、満期延長、金利引き下げ、新規融資などを組み合わせた「融資保証」を借り手政府に提示することになります。将来の利子と元本の支払いに関するこの新しい地図があれば、IMFは経済の長期計画に自信を持ち、商業債務の保有者に支払うべき資金がどれだけ残っているかを把握することができます。最後に、銀行と債券保有者はPCと「同等の待遇」を受けることになります（この用語が正式に定義されたことはありませんでしたが）。債券保有者は通常、過度に手厚くすることなく、国に余裕を与えるような取引を受けることになります。IMFとPCは、これらの国々が将来的に債券を発行し、国際資本市場を通じて自国を支援することを望んでいました。

その後、分類が難しい債権者である中国が登場しました。当初、中国による途上国政府への融資の増加（主に一帯一路構想“BRI”を通じて）は、IMFや世界銀行の融資に比べ、低改革または無改革の融資条件と、中国が資金を迅速に調達できることを好んだ借り手政府を中心に、歓迎されました。中国は、世界的な開発を支援すること、中国のエンジニアリング会社や建設会社にとってビジネスの拡大を意味するプロジェクトの資金調達に融資を利用すること、そして重要な二国間融資国であることの威信と影響力を気に入っていました。

時が経つにつれ、中国の融資を詳細に精査した結果、国が困窮状態に陥ったり、デフォルトに陥った場合に生じる問題の曖昧さが明らかになりました。融資は分類が難しく、中国政府自身、譲許的な金利での政府系銀行、市場金利での政府系銀行、民間銀行、保険会社など、多くの中国企業によって行われていました。- そして、そのすべてがリストラの可能性の中でどのような位置づけになるのかは、誰にもわからなかったのです。二国間銀行なのか、商業銀行なのか、それとも新しいカテゴリーなのか。中国の役割が複数の異なる利益集団にまたがっていることが明らかになると、伝統的な債務再編プロセスの第二段階は停滞しました。ユーロ債はデフォルトのまま、解決を待つことになりました。

多国間協議の段階を通過できないことで、残りのプロセスが遅れ、IMFプログラムの最終承認に通常の約5倍の時間がかかることになりました。過去10年間に締結されたIMFプログラムをロイターが分析したところ、スタッフ・レベルの合意（IMFの技術者が債務国と実行可能な合意について交渉すること）から理事会の承認（IMF加盟国がスタッフによって策定されたプログラムを承認し、緊急資金を支出すること）までの時間が測定されました。スタッフから理事会の承認に至るプロセスを可能にする重要な要素は、「融資保証」のステップです。

図3：IMFスタッフの承認から理事会承認までの日数

Chad	317
Suriname	237
Zambia	271
Sri Lanka	200
Average	256
Median 2013-2023	55

出所：Reuters, IMF. Data as of March 31, 2023.

中国が大口債権者であった場合、迅速に対応できたケースもありました。しかし、ほとんどのケースでは、より困難であることが判明しました。ロイターの分析によると、中国が関与した4件の複雑な債務再編（チャド、スリナム、ザンビア、スリランカ）では、スタッフが取締役会の承認を得るまでの平均期間は256日でした。

他の債権者が整理され、IMFのプログラムが軌道に乗らなければ、ユーロ債のリストラは通常不可能です。モルガン・スタンレーが2022年10月に行った分析によると、1999年以降、ユーロ債のリストラチャリングは、デフォルトの発表から完全なリストラチャリングまで平均して18か月かかっています。中国が関与するほとんどの事例では、より長い期間がかかっています（あるいはかかると予想されています）（図4）。

図4：デフォルトから最終再建合意までの月数

		Default
Zambia (ongoing)	35	Nov-20
Sri Lanka (ongoing)	18	Apr-22
Suriname	25	Apr-21
Average	26	
Average 1999-Present	18	
Median 1999-Present	10	

出所：Morgan Stanley. Data as of October 31, 2022.

返済がない期間は、既存投資家のキャッシュフローに悪影響を及ぼし、これらの国や企業の資本コストを上昇させます。同様に重要なのは、返済がない期間が長引くことで、いわゆる「クロスオーバー」投資家（グローバルな投資マンデートを持つ投資家とEM専門投資家）がEMをアロケーション先として検討する意欲を失い、EMの発行体にとって資金が不足することです。

マーケットへの影響

ザンビアとスリランカの公的債務再編プロセスが一段落したことで、ソブリン債の再編に関する大まかな雛形が登場し、破綻したかに見えたシステムに取って代わりました。この新たな明確化は、2つの点でディストレスト・ソブリン債を支援するはずですが：第一に、このディストレスト・ソブリン債に対するEM専本投資家の関与と安心感が向上すれば、流動性の向上と価格効率の改善が促進され、好循環が生まれると思われます。

第二に、債務再編のタイミングと条件を見極める能力が高まれば、洗練された非専門のEM投資家は、より自信を持ってこの分野に関与できるようになるはずですが。

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、弊社グループが作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも金融商品取引契約の締結の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

受託資産の運用に係るリスクについて

受託資産の運用にはリスクが伴い、場合によっては元本に損失が生じる可能性があります。各受託資産へご投資された場合、各受託資産は価格変動を伴う有価証券に投資するため、投資リスク（株価の変動リスク、株価指数先物の価格変動リスク、公社債にかかるリスク、債券先物の価格変動リスク、コモディティにかかるリスク、信用リスク、デフォルト・リスク、流動性リスク、カントリー・リスク、為替変動リスク、中小型株式への投資リスク、デリバティブ（金融派生商品）に関するリスク等）による損失が生じるおそれがあります。ご投資の際には、各受託資産の契約締結前書面、信託約款、商品説明書、目論見書等を必ずご確認ください。

受託資産の運用に係る費用等について

投資一任契約に関しては、次の事項にご留意ください。【投資一任契約に係る報酬】直接投資の場合の投資一任契約に係る報酬は契約資産額に対して年率0.88%（税込）を上限とする料率を乗じた金額、投資先ファンドを組み入れる場合の投資一任契約に係る報酬は契約資産額に対して年率0.605%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてそれぞれかかります。また、投資先外国籍ファンドの運用報酬については契約資産額に対して年率1.30%を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。一部の受託資産では投資一任契約に加えて成功報酬がかかる場合があります。成功報酬については、運用戦略および運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。【特定(金銭)信託の管理報酬】当該信託口座の受託銀行である信託銀行に管理報酬をお支払いいただく必要があります。具体的料率については信託銀行にご確認ください。【組入有価証券の売買時に発生する売買委託手数料等】当該費用については、運用状況や取引量等により変動するものであり、事前に具体的な料率、金額、上限または計算方法等を示すことができません。【費用合計額】上記の費用の合計額については、運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306号

加入協会

一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会