

エマージング現地通貨建て社債 ポートフォリオ・マネジャー ; Q&A 2017年2月



ブレント・デービット
ポートフォリオ・マネジャー

主要先進国債金利の上昇により、金利感応度の高い債券はその影響を受けるということが、市場のコンセンサスとなる中、債券の投資家は利回りを得ながら、どのように金利リスクを抑制していけばよいのでしょうか。

エマージング現地通貨建て社債の専門家であるブレント・デービットが、エマージング資産の中でも比較的新しい資産クラスであるエマージング現地通貨建て社債市場の見通しについて語ります。信用リスクを高めることなく、高い利回りを得られる投資対象となるかもしれません。

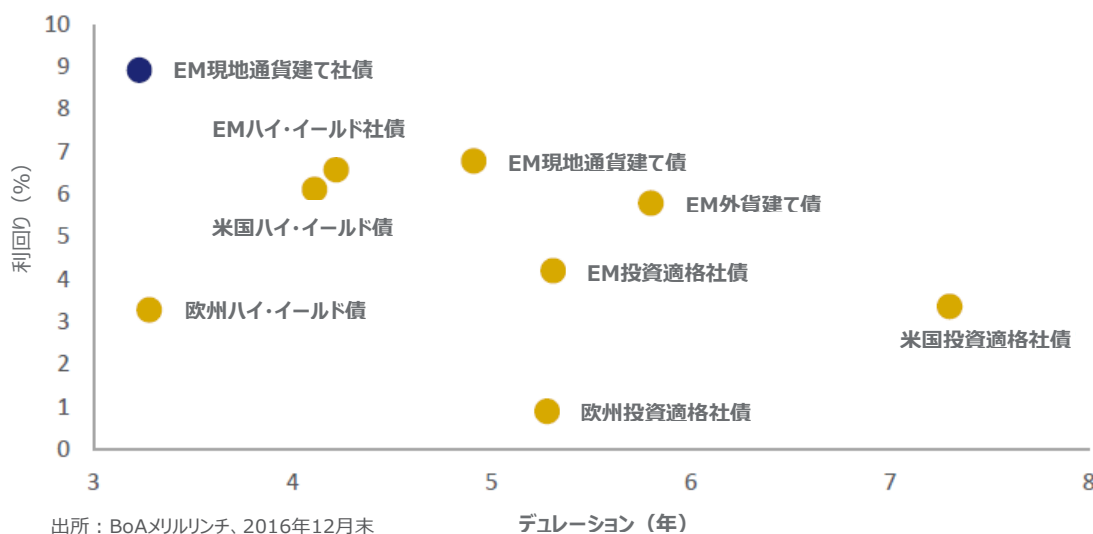
エマージング現地通貨建て社債の投資によって、投資家はどのような利益を享受することができるのでしょうか。

この資産クラスには4つの強みがあると考えています。金利デュレーションが短いこと、利回りが高いこと、高格付けであること、そして価格評価が魅力的なことです。

価格評価は特に魅力的なポイントであると考えています。ブルーベイによる分析では、約75%のエマージング通貨は過小評価されています。2013年のテーパー・タントラム(バーナンキ・ショック)を受けて、エマージング通貨はここ数年に亘って大幅に下落しており、2013年以前の状況とは異なると考えています。

通貨の評価を決めるのは難しいことですが、ファンダメンタルズ面からみて過小評価されているのであれば、中期的には、これまでのケースでは修正されてきています。そのため、エマージング通貨には投資妙味があるとみています。

図1：利回りとデュレーション

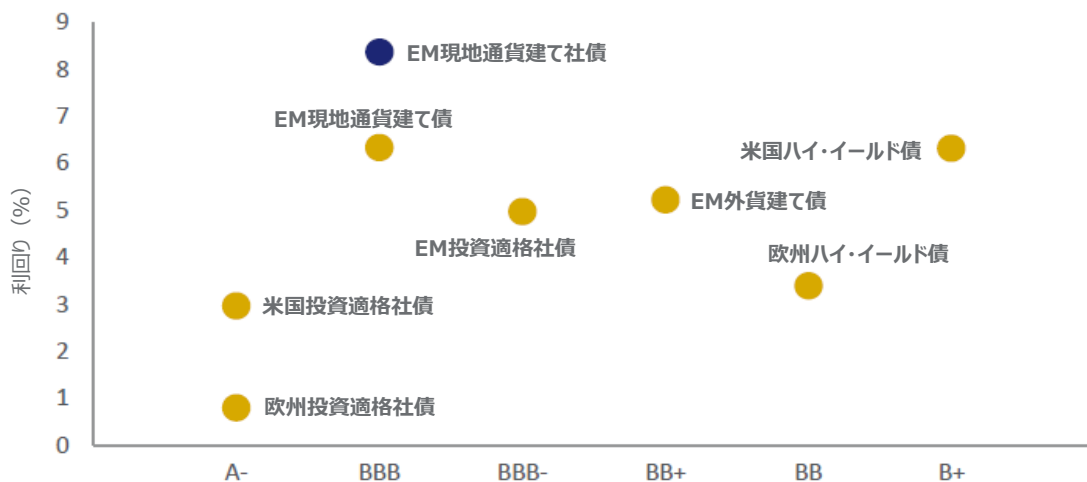


米連邦準備制度理事会 (FRB) が市場の予想よりも積極的な利上げを実施した場合、デュレーションにとってはマイナスに作用することから、投資家はデュレーションの短い商品を求めることになります。債券の中で、この資産クラスのデュレーションは約3年と短い一方で、9%程度という高い利回りを提供しています。比較として見ると、エマージング市場及び先進国の

債券のデュレーションは5年から10年前後で、利回りは5%から6%程度となっています。

しかし、利回りを得るために信用力を大きく引き下げているわけではありません。エマージング現地通貨建て社債のおよそ75%は投資適格銘柄で構成されており、平均格付けはBBBです。

図2：利回りと格付け



出所：BoAメリルリンチ、2016年10月末

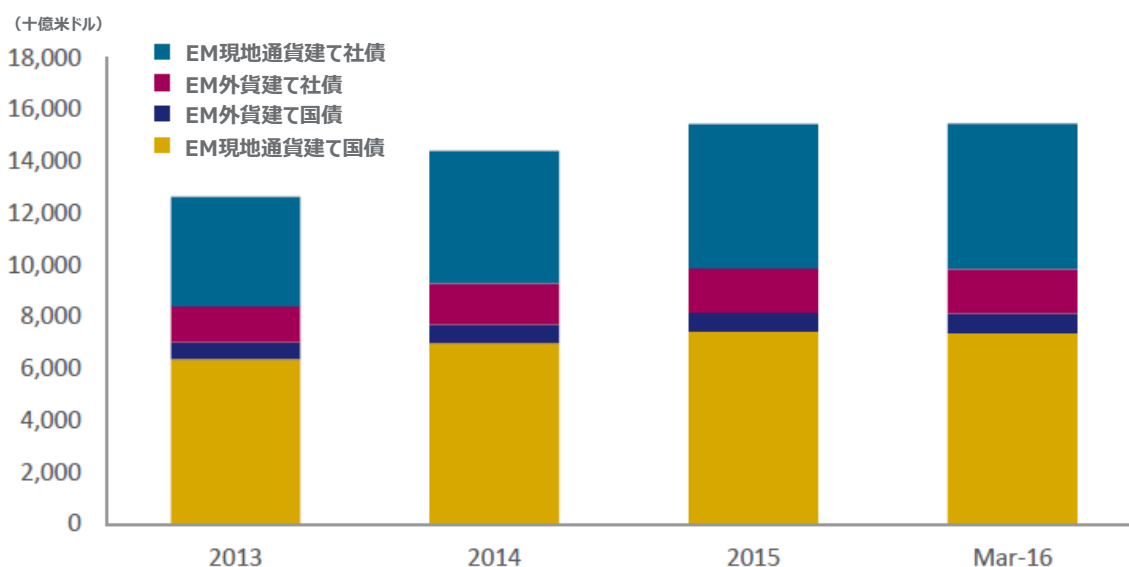
そのため、金利が大幅に上昇するような環境下においては、この資産クラスは利回りというバッファーを提供するとともに、過小評価されているエマージング通貨の上昇による恩恵を受けられる可能性もあります。

比較的新しい資産クラスですが、どのような成長を遂げてきたのでしょうか。

その他のエマージング債券と同様に、投資家が様々なエマージング市場のリスクを取ることに安心感を得ていく中で、投資家層は自然と広まってきました。

最初は米ドル建ての国債市場からスタートし、その後に通貨リスクを取ることに投資家が安心感を持ち始めたことから、現地通貨建て国債へと広まってきました。次に発行が増えたのが準ソブリン債で、さらに米ドル建て社債へと広まっています、今では米ドル建て社債は単独の資産クラスとして認知されるまで成長しました。

図3：発行額



出所：JPモルガン、2016年3月末

エマージング現地通貨建て社債の成長は自然の流れのなかで起きており、エマージング債券の投資ユニバースを締めくくるものになると考えています。

現在の投資環境はどのようなものなのでしょうか。

つい最近までは、年金などの現地の投資家が投資家層の中心となっていました。しかし、足元では海外投資家からの需要の高まりもみられます。また、オフショアでの発行の増加によって当市場へのアクセスがより簡単になってきています。

海外の投資家は、エマージング通貨やエマージング社債のリスクを取るようになってきていることから、エマージング現地通貨建て社債への投資だけを躊躇することはないと思います。

自然な成り行きの結果として、オフショアの現地通貨建て社債の発行が増えています。これらの銘柄に最も投資妙味があると考えており、中期的に成長が見込めると期待しています。

2014年と2015年はエマージング通貨の下落によって、投資家が社債を通じてさらに通貨リスクを取るようなことを手控えたため、市場は枯渇しました。しかし、2016年は市場も通貨も安定感を取り戻し始め、通貨の価格評価が割安ではないかという議論が再燃したことから、投資家はこうした市場に投資することに安心感を得たと思われます。

これまでに初ケースのことがいくつか見られました。例えば、インドのオフショア(マサラ債)社債市場での初起債、アルゼンチンが外貨建て国債市場に復活したことによるオフショアのアルゼンチン・ペソ建て社債の発行、ロシア、チェコ、トルコなどで一年半ぶりのオフショア通貨市場での社債の発行などです。

2017年は、政治及び構造改革の進展から、ブラジル現地通貨建て社債市場が再開すると予想しています。

これらは大きな進展であり、今後もこうした状況は続くと考えていることから、資産クラスの成長に対しては前向きにみています。

専門の投資家層はどのようになっているのでしょうか。誰が市場に参加可能で、現在アクセスしているのでしょうか。

発行残高は5.6兆米ドルあり、エマージング現地通貨建て国債市場に匹敵する規模で、投資ユニバースは非常に大きいものの、専門の投資家は限定的で、市場にアクセスできるファンド及び投資家はいくつかしか存在しません。

しかし、その他のエマージング債資産で見られたとおり、投資家が資産クラスとその特性に安心感を覚え始めると、投資家層は急速に拡大する可能性があります。

エマージング現地通貨建て債への投資を通じて、投資家が通貨リスクを取ることに慣れるまでに約10年の期間を要しました。エマージング社債が米ドルで発行され、バランス・シート上で通貨リスクの埋め合わせをしなければならないという問題から、企業からは自国通貨建てでの債券の発行のニーズが高まっています。そのためにオフショア市場への参入がみられ始めています。

どこに最もアルファ獲得機会があると考えていますか。

エマージング社債市場についてはボトム・アップの観点から前向きな見通しをもっています。バランス・シートの改善、設備投資の削減、資産売却など債券投資家にとっては多くのポジティブ材料が見られています。その結果、2016年は5%だったデフォルト率が2017年には2%まで低下すると考えています。

セクター別に見ていくと、商品関連銘柄に投資妙味があると考えています。昨年末に、石油輸出国機構(OPEC)の加盟国及び非加盟国が減産合意に至ったことから、需給バランスの改善が期待され、原油価格の上昇による恩恵を受けやすいとみています。

図4 : OPECの生産量と生産目標



出所 : Macrobond, 2016年11月

最も不安視しているのは、トランプ氏の貿易政策による影響を受けやすい市場です。米国を大きな輸出先とするメキシコ及び韓国の大手製造業会社や、米国市場へのエクスポートが多く財務レバレッジの高い企業です。エマージング市場以外のセクターにも目を向けています。米国企業でエマージング市場へのエクスポートが多く、エマージング市場へのエクスポートを減らすように国内からの圧力がかかっている企業です。どのような影響が各企業やセクターに見られるのかを注視していきます。

2016年にエマージング資産は反発しました。ブレグジットやトランプ政権といった要因は見通しにどのような影響を与えますか。

中期的には、トランプ氏の大統領就任によって大きく二つのリスクがあると考えています。

ひとつは、金融政策から緩和的な財政政策への移行です。通常、金融引き締めによって米ドル以外の多くの通貨が下落するのに対して、米ドルが上昇するという影響をもたらします。その他の中央銀行が引き締めサイクルにない中、米国だけが引き締めを行った場合により顕著となります。

しかし傾向として、通貨の下落は米国の引き締めサイクルが始まるまで続き、引き締めサイクルの最初の6ヶ月間は軟調な状況が続きますが、その後、特に経済成長が期待できる環境下においては、エマージング通貨のパフォーマンスは良好となります。これは、FRBが前回利上げサイクルにあった際に見られました。

この観点からすると、エマージング通貨がさらに弱含む可能性もあるのではないかとこの声も聞こえてきます。しかし、中長期的には、もし緩和的な財政政策が米国の経済成長を促し、それがエマージング国の経済成長につながれば、特にエマージング通貨が割安な水準にある中では、エマージング通貨は恩恵を受けるでしょう。

もうひとつは、トランプ氏の貿易政策を巡る不透明感です。例えば、中国やその他のエマージング諸国との間で貿易戦争は見られるのでしょうか。市場の中で差異は進むと見ており、メキシコや韓国などの製造業主導の経済は貿易が圧力下に置かれた場合、アンダーパフォームするでしょう。

反対に、ロシア、南アフリカ、ブラジルなどの商品輸出国は、商品価格の上昇が経済成長につながり、それが通貨を押し上げる可能性があることから、恩恵を受ける可能性があります。

そのため、今後の市場環境は全く悪いものではないと考えています。しかし、投資機会はより厳選されていくとみています。そしてトップ・ダウンによるマクロ・ビューだけが機能するような市場環境ではなくなっています。環境は変化し、差異は広まっていくと考えています。しかし、アクティブ運用を行うマネジャーにとっては好機となるでしょう。アクティブ運用が機能するのは市場の差異が拡大するときであり、エマージング市場ではその差が広まりやすいです。

どういった投資家がこの資産クラスへのアロケーションを考えるべきでしょうか。

短期的には、デュレーションの短さや高利回りであることから、ファミリー・オフィスや富裕層の投資家がこの資産クラスに適していると思います。

しかし、長期的には機関投資家の資産配分の中の1つとして、4つ目のエマージング資産へのアロケーションとして組入れることが出来るのではないかと考えています。特にエマージング通貨のベータ値の高さに慣れているエマージング現地通貨建て債の投資家にとっては、投資の分散先として考えることが出来るのではないかと思います。国債への投資と同次元のものとして捉えることが出来るのではないのでしょうか。エマージング現地通貨建て社債は国債よりもアジアが占める割合が高いことから、ベータ値の低い資産となっています。

全体として、信用リスクを高めることなく、魅力的な利回りを得ながらもデュレーション・リスクを抑えたい債券の投資家にとって、さらに当資産クラスの重要な要素となる通貨が割安となっている環境においては、エマージング現地通貨建て社債は魅力的な投資対象ではないかと考えています。

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
関東財務局長（金商）第 1029 号
加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会

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、資料作成時点（2017年2月15日）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、当社による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れるようお願いいたします。