



エマージング債券市場、運命の逆転か

2016年7月

エマージング債券は年初来堅調なリターンを獲得しています。さらにポジティブな見通しによって、このトレンドは今後も続くのでしょうか。

エマージング市場での好材料により、エマージング債券のспレッドは年初来で縮小しており、リターンは押し上げられました。主要先進国の国債金利は過去最低水準を記録し、マイナス利回りとなっているものも見られていることから、今年後半のエマージング債に対しても前向きな見通しを持っています。投資家にとってはポートフォリオ分散のために十分な魅力があると考えています。



ポリナ・クルドヤコ

パートナー

エマージング債チーム(コ・ヘッド、社債)
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

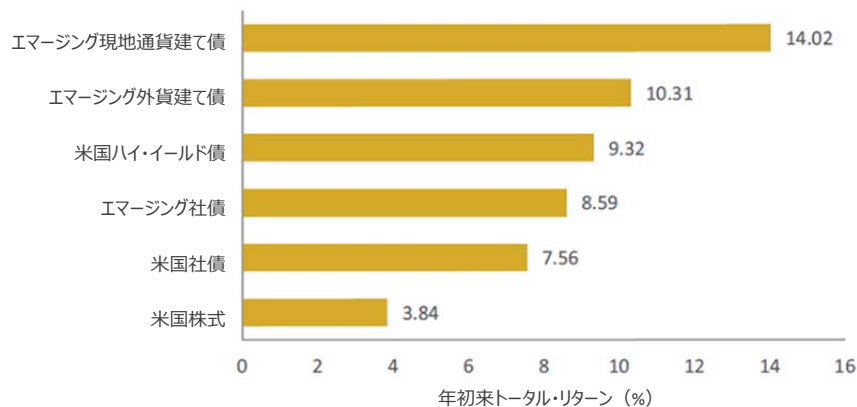


デビッド・ダウセツト

パートナー

エマージング債チーム(コ・ヘッド、国債)
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

図 1. 先進国債券のリターンを上回ったエマージング債券



出所：JP Morgan, MSCI, BAML, S&P, Bloomberg, 2016年6月30日

注：エマージング現地通貨建て債：JPM GBI-EM Global Diversified USD unhedged; エマージング外貨建て債：JPM EMBI Global Diversified USD unhedged; エマージング社債：JPM CEMBI Diversified USD unhedged; 米国社債：BAML US Corporate Master (COA0) USD unhedged; 米国ハイ・イールド債：BAML US High Yield Master II (H0A0) USD unhedged; 米国株式：S&P 500 (TR)

エマージング債券の今年前半のリターンは非常に堅調なものとなりました。思い返して見ると、今年初めのエマージング債券に対しては懐疑的な見方が広まっており、多くの投資家はここ最近の弱気市場が続くと予想していたことを考えると、この見通しからは対照的な結果となりました。

堅調なリターンの背景には次の4つの要因が挙げられると考えています。

1. 米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げ観測の後退と、利上げを決定するプロセスにおいてグローバルな側面が考慮されるといふ明白な認識がありました。
2. 中国の見通しが安定したこと；中国当局は、資本流出を食い止めるために人民元の将来の方向性を明確にした政策を出すことに成功し、経済成長を押し上げるための政策も実施しました。

3. エマージング諸国で政治的進展が見られたこと；ブラジルをはじめとして、いくつかの国で進展が見られ、将来の構造改革への期待が高まりました。
4. エマージング企業がバランス・シートの修復段階に入ったこと；商品価格の反発と財務レバレッジ解消に目が向けられたことにより、負債の管理、経費削減、設備投資の削減、一部のケースでは資産売却などを通じて、経営陣が積極的にバランス・シートの修復に着手しました。

全般的に市場はポジティブな進展を見せましたが、それと同時にパフォーマンス差の広がりも見られました。

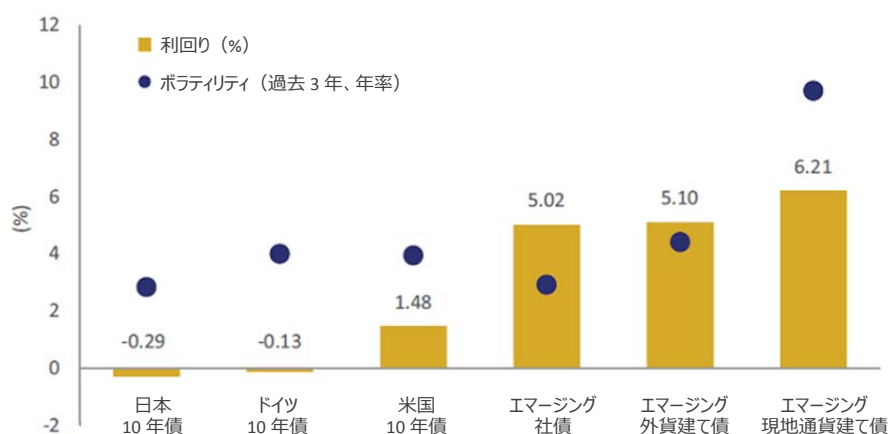
- 外貨建て債では、年初来最も上昇したエクアドルは24%のリターンとなっているのに対して、最も下落したペルーはマイナス17%のリターンとなっています。
- 主要なエマージング国では、ブラジルは21%上昇したのに対して、ハンガリーは4.5%の上昇に留まっています。
- 現地通貨建て債では、さらにパフォーマンスに大きな差が見られました。ブラジルは47%上昇したのに対して、メキシコは2%下落しました。
- エマージング社債では、最も上昇した金属・鉱業セクターは22.5%のリターンとなりましたが、銀行、TMT（テクノロジー・メディア・通信）、不動産セクターのリターンは6%程度となっています。
- 個別銘柄ごとのリターン差にも広がりが見られました。最も堅調だった10銘柄と軟調だった10銘柄のリターン差は60%となっています。

重なる強み

今年前半に非常に堅調なリターンとなったエマージング債券ですが、この反発が今年後半も続くか、ということが疑問点として上がります。ブルーベイではこの良好な環境は今年後半も続くと考えていますが、差別化も広がると見ており、この選別がさらに良好なパフォーマンスを得るために重要な点になると考えています。

1. エマージング債の利回りは低金利環境下で引き続き魅力的

図 2. 先進国債と比較して魅力的なエマージング債の利回り



出所：JP Morgan, Bloomberg 2016年6月30日

注：

1 JP Morgan EMBI Global Diversified, 2016年6月30日

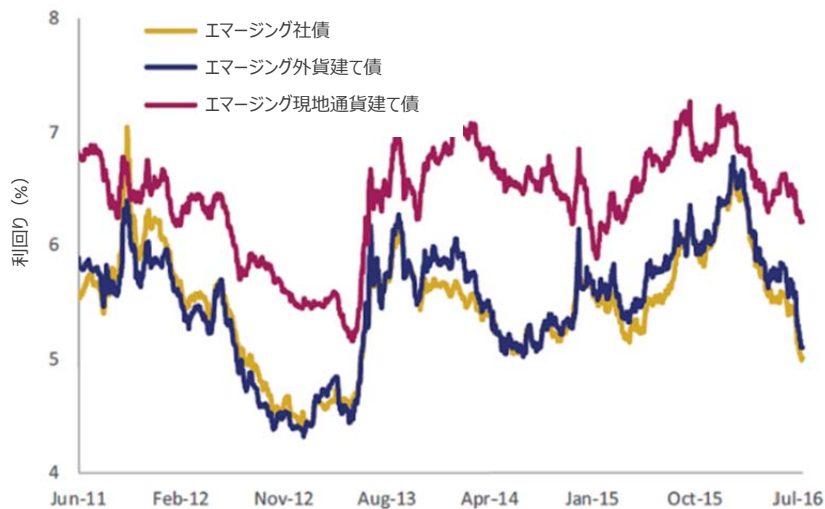
2 Ibid

3 JP Morgan GBI-EM Global Diversified, 2016年6月30日

4 JP Morgan CEMBI Diversified, 2016年6月30日

エマージング市場のファンダメンタルズの安定によって、低金利に直面する最終投資家がエマージング市場に回帰する可能性があります。外貨建て債、現地通貨建て債共に過去の利回り水準から見ると割高ではなく、利回り低下余地はまだあると見ています。

図 3. エマージング債のバリュエーション

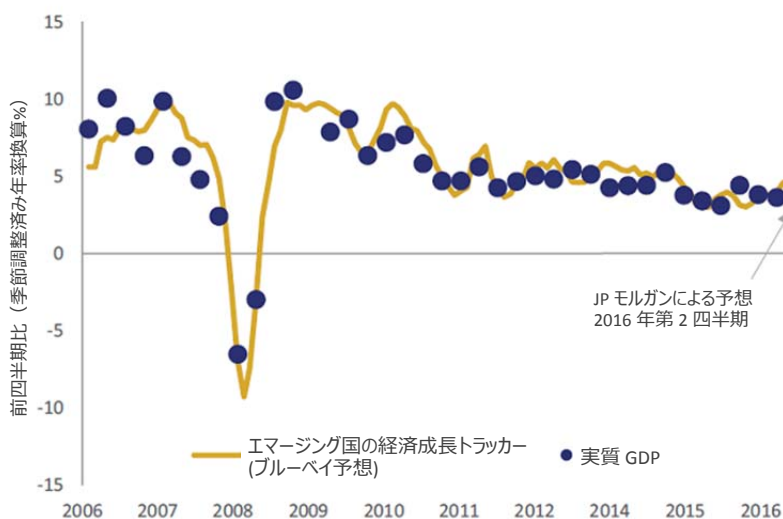


出所：JP Morgan, 2016年6月30日

2. ファンダメンタルズの改善によるキャピタル上昇の余地もあります

投資対象としてのローンの中長期的なメリットは理解できるものの、投資タイミングとして今が適切であるのかという疑問が生じます。ブルーベイでは以下で挙げる理由を背景に、ローンに対する前向きな見方を投資行動に表すにあたって絶好の機会が訪れていると考えています。

図 4. エマージング国の経済成長は安定してきているように見える



出所：ブルーベイの自社モデルに基づく予想。各種指標に基づいて、エマージング国全体の経済成長を予想、Macrobond、JP Morgan, 2016年6月30日

これまでの通貨の下落により、国際競争力が高まってきており、また利下げによって内需の見通しも改善し始めています。良好な経済成長は、信用力の安定と通貨上昇の必要条件であると考えています。このことから、今年後半にさらなるスプレッド縮小と通貨上昇があると考えています。

企業レベルでは、財務レバレッジの削減とバランス・シートの修復が進み、企業は債券の期限前償還や買戻しを行いながら、コスト管理を積極的に実施し、信用力改善のために資産売却をしてキャッシュを増やすことが予想されます。

3. エマージング社債市場の需給面は引き続き良好

エマージング社債の需給面は非常に良好であると考えています。供給側では、新規発行の減少が見られます。2014年は3,700億米ドルに上る発行が見られ、過去最高額を記録した1年になりましたが、2015年は前年から比較して35%減となり、今年さらには新規発行が減少しています。これには様々な理由があると考えています。ロシアでは欧米からの経済制裁を受けていることから、新規発行を行うことができません。また、ブラジルでは政情不安により企業が新規発行を行うことをためらいました。中国では、米ドル建てによる国際的な発行ではなく、国内市場での発行が目立っています。その他の国では、企業の流動性が改善していることにより、発行の必要性が低下しています。

需要側では、投資家の利回り追及の姿勢と、年末にかけて償還及びクーポン支払いが増えるとの予想により、高利回り資産であるエマージング社債への需要が高まっています。こうした点からエマージング社債は堅調な歩みを今後数カ月に亘って続けると予想しています。

4. パフォーマンス差は今後も続く

エマージング国のパフォーマンス差の拡大は今後も続くと考えており、アクティブ運用を行うマネジャーにとって投資機会となり、柔軟な運用が報われる環境になると考えています。今年前半は、政治的進展によりブラジルが主要国の中では最も堅調な国となりました。一方で、最も通貨が軟調だったのはメキシコで、経済成長及び経常収支の悪化により苦戦しました。今年後半もこうした例は見られると考えており、個別国の話題によって大きくパフォーマンスが揺さぶられることになると見ています。以下は今年後半にかけて注目している材料です。

- 南アフリカでの地方選挙；ズマ大統領退任のきっかけになるかもしれません。
- インドの中銀総裁の交代；ラジャン総裁の後任がこれまでと同様に市場にとってポジティブな政策を続けるか注目されます。
- ブラジルの金融政策；予想外の利下げを実施するかもしれません。
- ベネズエラでの政権交代の可能性。
- ガーナ、ザンビアといったサハラ以南のアフリカ諸国へのIMFによる支援に向けた進捗。
- アルゼンチンでのインフレ低下と経済成長上昇の進捗。
- 準ソブリン債のスプレッド縮小の有無；ブラジル石油公社（ペトロプラス）やコロンビア石油公社（エコベトル）といった準ソブリン企業の継続的な経費削減と資産売却が期待できる一方で、南アフリカ電力公社（エスコム）などの他の準ソブリン企業の見通しは不透明です。
- 社債のデフォルト率；年初来のデフォルト率は約3.75%となっており、1年間のデフォルト率は5～7%になると予想しています。これは2009年以来で最も高いデフォルト率となります。
- 今年後半のデフォルトの増加；ディストレスト水準で取引される銘柄の多くが今年後半にデフォルトすることが予想される一方で、キャピタルの大きな上昇を見込める銘柄もあります。個別銘柄選択が非常に重要な環境になってくると考えています。
- エマージング現地通貨建て社債市場で投資機会が再び増加；インドのマサラ債や、ブラジル及びアルゼンチンで現地通貨建て社債市場が再開していることを考えると、投資機会の増加を期待できます。

エマージング市場の上昇を上手く捕らえる最善の策

エマージング債券市場は、60以上の国と約1,000の企業から成っており、超過収益を獲得するために幅広い市場と投資手法があります。資産クラスとして幅広いことから、エマージング債券市場へのアクセスには数多くの手段がありますが、投資目的と制約によってそれは変わってきます。

例えば、地域、資産タイプ、格付け、デリバティブなどに制約がない場合は、アンコンストレインド型の運用が魅力的かもしれません。こうした戦略においては、エマージング債券市場内の異なる資産や商品にオポチュニスティックに投資をすることで市場の上昇局面を捉える一方で、市場のストレス時にはダウンサイド・リスクを最小化することができますと考えています。また、エマージング社債市場の非効率性に着目し、ロングサイドとショートサイドの両方でミスプライシングによる利益を享受するといった戦略も良いかもしれません。

より伝統的なロング・オンリー型の戦略を選好しながらも、利回りを高めることが主目的である投資家にとっても、多くの選択肢があります。

エマージング通貨のリスクを取れる投資家にとっては、現地通貨建て債の国債や社債に投資をすることを検討できます。より成熟したエマージング諸国に集中して、投資適格の格付けを維持しながら、エマージング現地通貨建て債への投資を行うこともできます。

また、エマージング通貨のボラティリティの高さには抵抗があるものの、高い利回りを得たい投資家にとっては、外貨建てのハイ・イールド社債への投資が良いかもしれません。銘柄選択と元本毀損を防ぐことに注力することで、エマージング社債のデフォルト・サイクルによる投資機会を活用しながら、ニーズを満たすことが可能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
金融商品取引業者 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（2016年7月22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るようお願いいたします。