

重要性を増す新興国市場債券

執筆者：
ロハン・レディ
リサーチアナリスト

日付：2020年6月30日
トピック：債券、世界



2008年の世界金融危機以降、経済成長を促す努力の一環として、金利を過去に例のない低水準で維持する政策が世界各国で実施されています。しかし、このような政策の副作用として、インカム志向の投資家は十分な利回りを得られる投資先を探すのに苦労してきました。国債、地方債、そして社債は、これまでインカム志向のポートフォリオの主要な部分を占めてきましたが、これらの利回りは現在では、退職後の収入ニーズを維持するために多くのポートフォリオ・マネジャーが目標とする水準である4%を大幅に下回るケースが珍しくなくなっています。そのため、投資家は代替となるインカム源を広く探し続けています。本稿では、新興国市場(EM)債券が、投資家のポートフォリオにインカムゲインや分散効果をもたらす重要な役割を果たす可能性がある点について分析します。

本稿に含まれるトピックス:

- EM債券資産クラスの概観
- EM債券のポートフォリオにおける役割: 高利回りと分散の追求
- EM債券分野でアクティブ運用アプローチが有効と考える理由
- 当社の見通しと、新興国経済に影響を与える主な要因および現在のマクロ経済環境について

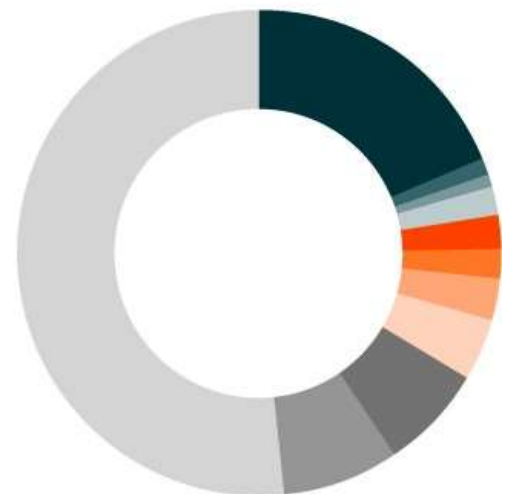
グローバル債券市場で大きな割合を占めるEM債券

グローバル債券市場の総額は約117兆ドルで、EM債券の発行額はその22%、金額にして26兆ドルとなっています¹。割合で見るとこの数字は株式分野と同程度で、株式市場では2018年末のグローバル上場株式の時価総額は約75兆、EM株式はその24%を占めています²。2009年以降、EM債券は他のグローバル債券市場に比べて3倍に拡大しました。これは、中国、ブラジル、そしてインドといった国々が経済活動を活性化させ、その好景気を支える資金調達面で債券が重要な役割を果たしてきたことによるものです³。

国別 EM 債券発行残高(兆ドル)

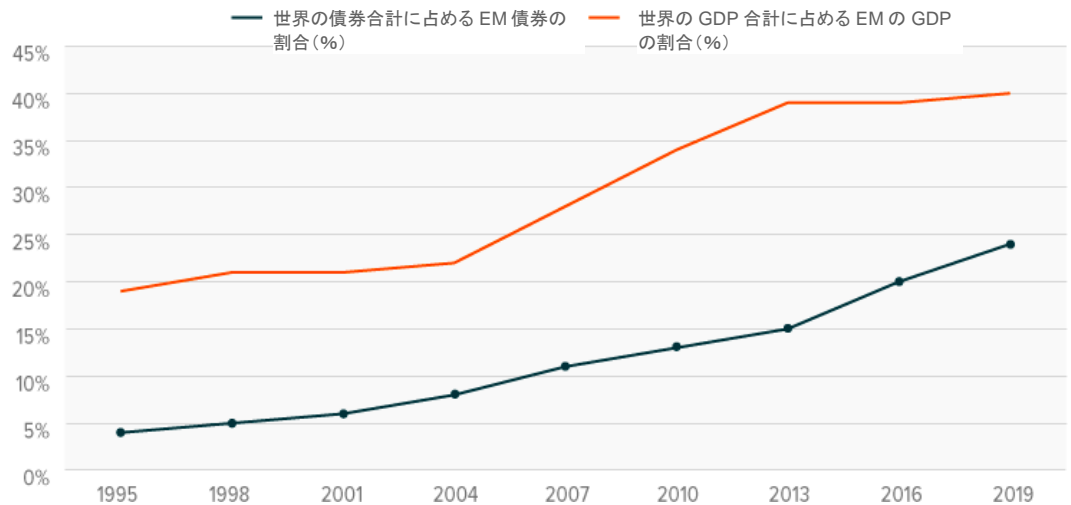
出所: Global X ETF、国際決済銀行。2019年9月30日現在のデータ。

■ その他 19%	■ メキシコ 3%
■ インドネシア 1%	■ インド 4%
■ 台湾 1%	■ 韓国 7%
■ マレーシア 1%	■ ブラジル 8%
■ タイ 2%	■ 中国 52%
■ ロシア 2%	



世界合計に占める EM 債券と GDP の割合 (%)

出所: MENAFN、IMF、ブルームバーグ。1995年12月31日から2019年12月31日までのデータ。



世界のマクロ経済におけるEM経済の重要性と、世界の資本市場におけるEM債券の重要性がますます高まっていることを考えると、EM債券市場の主要なセグメントを理解することは投資家にとって重要と言えます。主な検討事項は、ハードカレンシー建て債券と現地通貨建て債券の違い、ソブリン債と社債の違いです。

米ドル建て債券 vs. 現地通貨建て債券

EM債券は、ハードカレンシーまたは現地通貨建てで発行される場合があります。ハードカレンシー建て債券とは、米ドルなどの主要通貨で発行されるもので、現地通貨建て債券は債券を発行する国の通貨で発行されるものを指します。現在、EM債券の83%が現地通貨建てで発行されています。但し、この数字は中国の影響を大きく受けています。中国はEM債券の50%以上を占めており、発行額の90%以上が現地通貨である人民元建てとなっているからです⁴。中国を除くEM債券で見ると、現地通貨建てとハードカレンシー建ての割合はおよそ70:30となっています。

投資家が、米ドル建て債券に投資するか、現地通貨建て債券に投資するかを判断を下すうえで最終的な材料となるのは、リスクエクスポージャーです。米ドル建て債券の場合、利息と元本の支払いは米ドルになるため、為替リスクが米国の貸し手(債券の買い手)から現地の借り手(債券の発行者)に移転します。発展途上国の通貨の多くがボラティリティとは無縁ではないことを考慮すると、EM債券にとってこの点は特に重要と言えます。しかし、ある国の通貨が米ドルに対して大幅に弱くなった場合、その国の発行者が債務履行のために米ドルを購入することが割高になり、クレジットイベントが発生する可能性があります。

これとは対照的に、現地通貨建て債券の場合は利息と元本の支払いは現地通貨で行われます。つまりこれは、米国を拠点とする貸し手(債券の買い手)がその国の通貨リスクを負うことを意味し、発展途上国の通貨が米ドルに対して高くなったり低くなったりした場合は、米国を拠点とする投資家のリターンに影響を受けることになります。そのため、現地通貨建ての債券はボラティリティが高く、投資家のポートフォリオの他のインカム志向のポジションとの相関性が低くなる可能性があります。



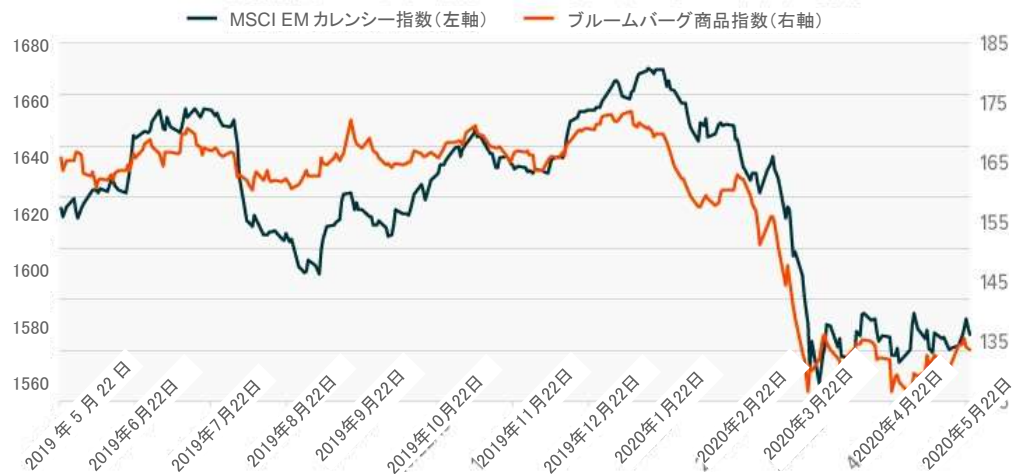
	10年間のボラティリティ	7-10年物米国債利回りに対する相関
米ドル建て EM 債券	8.04%	0.23
現地通貨建て EM 債券	10.29%	0.08

出所:ブルームバーグ。2010年5月28日から2020年5月28日までのデータ。米ドル建てEM債券はJPモルガンEMBIグローバルコア・インデックス、現地通貨建てEM債券はJPモルガン・ガバメントボンド・インデックス-エマージングマーケット・グローバルコアで表される。

EM通貨の価値は、コモディティ価格、政治的安定性、経済の強さ、インフレ、そして米国の金融政策など、様々な要因によって左右されます。歴史的に、多くのEMが一次産品の輸出国で、その経済と社会が原材

EM 通貨とコモディティ価格の関係

出所:ブルームバーグ。2019年5月22日から2020年5月22日までのデータ。



料の販売による収入に大きく依存していたことから、コモディティ価格が最大の要因の一つでした。下のグラフは、EM通貨とコモディティ価格の関係を示しています⁵。2009年から2019年の期間、EMカレンシー指数とコモディティ価格の相関関係は0.58でした。従って、現地通貨建て債券は、米ドル建て債券よりもコモディティとの相関関係が高い場合が多いと言えます。

ソブリン vs. 社債の発行状況

EM債券は、ソブリン債と社債がほぼ半々となっており、それぞれ48%と52%を占めています⁶。ソブリン債は、コロンビア共和国などの政府機関、または完全な国営企業などの準政府機関が発行しています。社債の発行は民間企業によるもので、これには現地の金融機関、エネルギー会社、通信事業者その他が含まれます。先進国市場と同様に、EMソブリン債は同じ国の社債よりも信用格付けが高い場合が多く、従って利回りは相対的に低くなります。

つまりEM社債は、利回りの向上に役立ち、様々なセクターや発行体からのユニークなエクスポージャーを提供するものの、同時に追加のリスクをもたらす可能性があると言えます。



ソブリン vs. 社債の発行状況

EM債券は、ソブリン債と社債がほぼ半々となっており、それぞれ48%と52%を占めています⁶。ソブリン債は、コロンビア共和国などの政府機関、または完全な国営企業などの準政府機関が発行しています。社債の発行は民間企業によるもので、これには現地の金融機関、エネルギー会社、通信事業者その他が含まれます。先進国市場と同様に、EMソブリン債は同じ国の社債よりも信用格付けが高い場合が多く、従って利回りは相対的に低くなります。

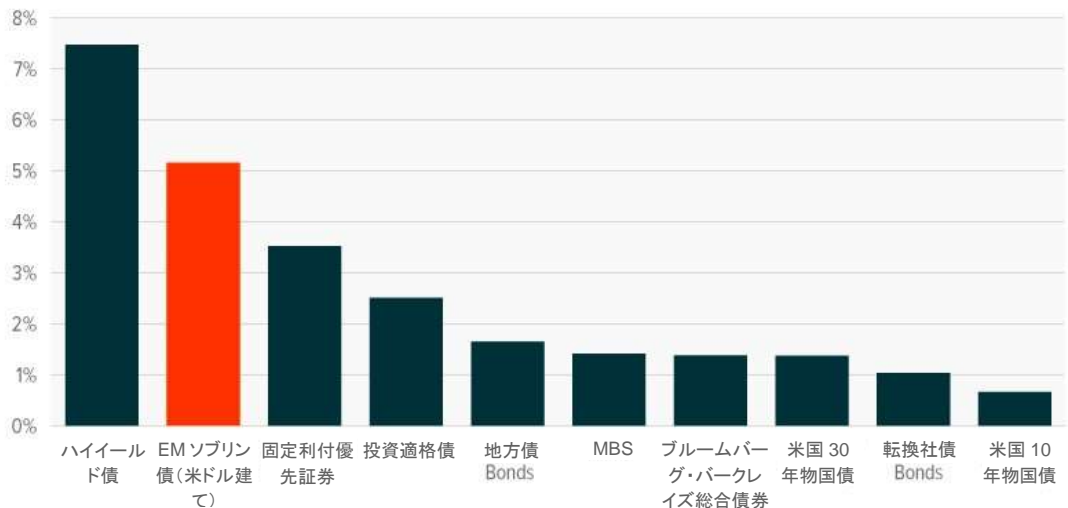
つまりEM社債は、利回りの向上に役立ち、様々なセクターや発行体からのユニークなエクスポージャーを提供するものの、同時に追加のリスクをもたらす可能性があると言えます。

ポートフォリオにおけるEM債券の役割: 高利回りと分散の追求

新興国市場は先進国市場に比べてリスクが高い傾向にあるため、投資家は通常、これらの有価証券に投資することで高い利回りを得ることができます。下のグラフは、EM債券が現在最も利回りの高い債券資産クラスの一つであることを示しています。そのため、特に低金利環境下で先進国市場債券が歴史的な低利回りにある現在、EM債券戦略はインカム志向のポートフォリオの重要な構成要素となり得ます。

EM 債券利回り VS. 米国債券利回りセグメント

出所: ブルームバーグ。データは2020年5月22日現在。ハイイールド債はブルームバーグ・パークレイズ米国コーポレート・ハイイールド・インデックスで計測。EMソブリン債(米ドル建て)はブルームバーグ・パークレイズ EM 総合インデックス(米ドル建て)で計測。優先証券はICE 固定利付優先証券インデックスで計測。投資適格債はブルームバーグ・パークレイズ米国社債インデックスで計測。地方債はブルームバーグ・パークレイズ地方債インデックスで計測。MBSはブルームバーグ・パークレイズ米国 MBS インデックスで計測。転換社債はブルームバーグ・パークレイズ米国転換社債インデックスで計測。米国債は入札利回り。利回りは最低利回りで計測。



表示されたデータは過去のパフォーマンスを表しています。過去の運用成績は、将来の成果を保証するものではありません。



EM債券は、高利回りを得られる可能性があるだけでなく、分散効果も期待できます。また、過去の実績から、米国債やその他の高利回り資産クラスとの相関性が低いことが明らかになっています。多くの高利回り資産クラスは互いに正の相関を示し、かつ米国の金利動向に大きく影響されます。EM債券がこれらの他のインカム志向の資産クラスと低い相関を示していることは、EM債券がポートフォリオのリスクソースを分散する上で重要な役割を果たす可能性があることを示唆しています。

資産クラスの相関性(1年)

出所:ブルームバーグ。2020年3月31日現在のデータ。

資産クラス	ハイイールド債	固定金利優先証券	新興国市場債	REIT	社債	米国株	高配当株	MLP
ハイイールド債	1.00	-0.54	0.71	-0.61	-0.35	-0.62	-0.62	-0.59
固定利付優先証券	-0.54	1.00	-0.72	0.73	0.47	0.63	0.60	0.70
新興国市場債	0.71	-0.72	1.00	-0.63	-0.58	-0.55	-0.56	-0.65
REIT	-0.61	0.73	-0.63	1.00	0.28	0.88	0.88	0.61
社債	-0.35	0.47	-0.58	0.28	1.00	0.08	0.11	0.13
米国株	-0.62	0.63	-0.55	0.88	0.08	1.00	0.98	0.64
高配当株	-0.62	0.60	-0.56	0.88	0.11	0.98	1.00	0.57
MLP	-0.59	0.70	-0.65	0.61	0.13	0.64	0.57	1.00

代表的な資産クラスは以下の通り。MLP: S&P MLP 指数、ハイイールド債: ブルームバーグ・バークレイズ米国コーポレート・ハイイールド債インデックス、EM債券: JP モルガン EMBI グローバルコア・インデックス、社債: ブルームバーグ・バークレイズ米国社債インデックス、REIT: FTSE NAREIT オールエクイティ REIT インデックス、高配当株: MSCI 米国高配当利回りインデックス、米国株: S&P500 指数、10年物物レジャリーノート: 10年物国債、優先証券: BofA メリルリンチ・固定金利優先証券インデックス。

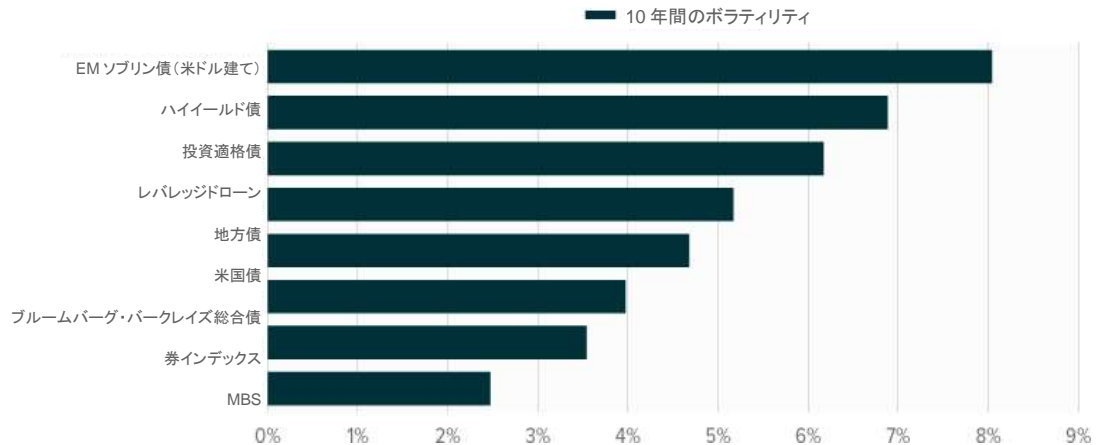
分散投資は利益を確約するものではなく、損失に対する保証でもありません。

高利回りと分散効果を得られる可能性があるにもかかわらず、ポートフォリオに組み入れた資産クラスの規模で見ると、投資家は相対的にEM債券をアンダーウェイトにしがちです。上述のように、EM債券は26兆ドル規模の市場でありグローバル債券市場の22%を占めていますが、ハイイールド債(1.6兆ドル)やシニアローン(1.3兆ドル)などといったはるかに市場規模の小さい資産クラスと同程度の配分となっていることが多いようです⁷。

EM債券へのアンダーウェイトの理由としては、この資産クラスが債券の他のセグメントよりもリスクが高い傾向にあるという点が考えられます。確かに、EM債券は歴史的に他の多くの債券セグメントよりも高いボラティリティを示してきましたが、他の主要な債券セグメントとの相関性が低いため、ポートフォリオにおいてはこのボラティリティの影響はより低く抑えられる可能性があります。

資産クラスのボラティリティ

出所:ブルームバーグ。データは2020年5月28日現在。長期的なボラティリティを週次計測したデータ。ハイイールド債はブルームバーグ・パークレイズ米国コーポレート・ハイイールド・インデックスで計測。レバレッジドローンはS&P/LSTAレバレッジドローン・インデックスで計測。EMソブリン債(米ドル建て)はJPモルガンEMBIコア・インデックスで計測。投資適格債はブルームバーグ・パークレイズ米国社債インデックスで計測。地方債はブルームバーグ・パークレイズ地方債インデックスで計測。MBSはブルームバーグ・パークレイズ米国MBSインデックスで計測。米国債はブルームバーグ・パークレイズ米国債インデックスで表される。



EM債券分野ではアクティブ運用アプローチが有効と考える理由

EM債券が資産クラスとして持つユニークな特性は、経験豊富なポートフォリオ・マネジャーに対し、投資プロセスに次のような潜在的価値を付加する機会を提供すると考えます。

- 流動性の確保:** 発行体が政府であれ企業であれ、EM債券の多くは投資家が満期保有を予定しているため、取引の頻度は高くありません。また、EM債券は、取引所で売買されるのではなく「店頭」で取引が交渉されます。したがって、ポートフォリオ・マネジャーは、魅力的な価格でポジションを売買するために、このような流動性の制約を注意深く乗り越える必要があります。
- 下振れリスクの軽減:** 通常であれば、EM債券はスケジュール通りにクーポンを支払い、満期時には元本返済が期待されます。一方、悪条件の下では、EM債券はデフォルトする場合があります。そうすると投資家は投資額のかなりの部分を失う可能性があります。このようなリスクとリターンとの関係の偏りから、ポートフォリオ・マネジャーは、マクロおよびマイクロレベルの広範な分析を駆使してクレジットイベントの回避を図り、リスクを軽減することが非常に重要となります。
- 独自性の理解:** EM債券には、ハードカレンシー建てか現地通貨建てか、ソブリン債か準ソブリン債か、或いは社債か、クーポンや満期日、最近発行されたもの(オンザラン)か発行期日が古いもの(オフザラン)かなど、それぞれ独自の特徴があり、注意が必要です。これらの特性はそれぞれのリスク/リターンプロファイルに影響を与える可能性があり、マネジャーはこれを考慮する必要があります。

EM債券: 主な要因とカタリスト

新型コロナウイルスのパンデミックとそれによる影響(コモディティ価格の下落や世界貿易の低迷など)により、EM全体のボラティリティが悪化し、経済見通しが困難になりました。EMは外需の変化やグローバル市場の変動により敏感な傾向がありますが、**各国が独自の政治的、経済的、人口動態的な特徴を持っているため、すべてのEMが等しく影響を受けるわけではありません**。一方で、国によってリスク/リターンが大きく異なることから、このようなボラティリティの高さと独特のリスクは、EM債券の資産クラスにアクティブ運用のアプローチを適用することでもたらされる可能性のある価値を浮き彫りにしていると言えます。当社では、以下の要因がEM債券のリスク/リターンを高める上で大きな役割を果たすと考えています。新型コロナウイルスのパンデミックにより、グローバル経済と新興国市場の見通しに不確実性が生じたことは重要な点です。

長期的な成長可能性: 長期的には、人口構成の若さ、中間層の増加、豊富な天然資源など、EMは引き続き魅力です。さらに、多くのEMは、輸出主導型の経済から、より消費者志向やサービス主導型の経済へと移行しつつあります。また、世界の人口の約85%がEMに居住しており、EMは世界のGDPの40%を占めています。テクノロジー、都市化、消費のトレンドにより、停滞している先進国市場からよりダイナミックな新興国市場へと成長の機会がシフトしているため、投資家のポートフォリオにおけるEMへのエクスポージャーの重要性は低く見積もられるべきではありません。但し、持続的な成長に向けて各国がそれぞれの機会と課題に直面しているため、EMの成長率は国によって大きく異なります。

金融政策: EMの中央銀行の中には、対外債務が大きいことから、為替変動に敏感で、金融と経済の安定性を確保する手段に乏しいところもあります。利下げを検討しているEMの中央銀行は、通貨安の影響と地域経済への景気浮揚を考慮しなければなりません。このトレードオフにより、これらの中央銀行は過ちを犯す余裕がなくなり、場合によっては最後の貸し手としてIMFなどの国際機関に頼らざるを得なくなります。但し、EMの金融政策には限界があるものの、中央銀行のフットワークは軽く、往々にして構造改革や政策改善に積極的に取り組みます。アジアのいくつかの国では、アジア金融危機の後、このような弱点を克服するため、全体的な負債を圧縮し、将来の危機に備えて外貨準備をしっかりと積み上げています。

先進国の金融政策がEMにも影響を与える可能性があることを考慮することが重要です。
例えば、米ドル高誘導政策は、コモディティの輸出に頼るEMや、米ドル建ての債務が大きい国を弱体化させる可能性があります。

進化する政治的リスク: 政治的リスクは、地域、国、さらには政権によってもそれぞれ異なります。マクロレベルでは、米国と中国の間の二極化が進んでおり、貿易、投資、防衛に影響を与える可能性があるため、多くのEMは同盟関係の慎重な選択を迫られています。
より国内の問題としては、格差の拡大、医療費の増加、単純作業の自動化などにより、政治的な不確実性が高まる可能性があります。少なくとも、これらのセグメントへの適切な分散を維持しつつ選挙や社会の動向をモニタリングすることは、EM債券の資産クラスに対する投資プロセスにおいて重要な役割を果たす可能性があります。

為替の変動: 金利や通貨が変動すると、現地通貨、そして現地通貨建て債券の価値がより敏感に反応し、債券投資家の潜在的な利益が減少する可能性があります。グローバル市場の変動時に、現地通貨建ての債券よりも安定性がある傾向のある米ドル建ての債券を主に利用することで、ボラティリティが高まった時のリスクを軽減することが可能です。同様に、EMでの金利引き下げは、貿易に関連しポジティブな効果をもたらします。利下げによって経済的な問題を解決することはできないかもしれませんが、通貨安によって一部のEMは競争力を高め、経常収支の不均衡を改善することができるかもしれません。このことは、特に小規模なEMに当てはまるでしょう。通貨の下落によって、輸出価格が安くなったり、地域間や小規模な国同士の貿易取引や、貿易に関する協力を拡大するための連合体の組成が促される可能性があります。



結論

EM債券は、重要性が高く成長中の債券資産クラスです。経済成長を続けるEMは、その債務が世界の資本市場でますます重要な役割を果たすようになっています。同時に、EM債券が提供する高利回りと分散投資の特性は、インカム志向の投資家にとって特に有用であると考えられます。

しかし、EM債券にはある種のばらつきがあり、より現場主義のアプローチが必要だと当社では考えています。制約された流動性、非対称なリスク、発行体ごとに大きく異なる特質は、徹底した投資リサーチの重要性を裏打ちすると同時に、アクティブ運用によってリスク調整後リターンを向上させる可能性のある条件を構成しています。この重要な資産クラスにアクセスするうえで優れたアプローチを提供することができるのは、グローバル・マクロに関するテーマ、ファンダメンタルな国別分析、社債とソブリン債の相対評価、ボトムアップ式の銘柄分析、頻繁なポートフォリオレビューをカバーする経験豊富なポートフォリオ・マネジャーであると考えています。



投資には元本が毀損する可能性などのリスクが伴います。ソーシャルコマースに関連する企業は、テクノロジーの急激な変化、激しい競争、製品やサービスの急速な陳腐化、知的所有権保護の喪失、頻度の高い新商品の生産といったリスクにさらされている可能性があります。ソーシャルメディア企業への投資に関連するリスクには、ハードウェアまたはソフトウェア障害を原因とするサービスの中断、第三者が提供するサービスの中断または遅延、ソーシャルメディア関連企業が管理および送信する特定のプライバシー情報、機密情報、占有情報、および秘密情報に関するセキュリティ違反、プライバシーに関する配慮事項および法律、継続的に改訂されるインターネット規制ならびに企業の事業活動に制限等の影響を及ぼす可能性のあるその他の国内外における規制等が含まれます。国際投資には通貨価値の不利な変動、一般に公正妥当と認められる会計原則の相違または他国の社会的、経済的もしくは政治的不安定性を原因とする元本毀損リスクが伴う場合があります。

1. 国際決済銀行。2019年9月30日現在のデータ。
2. 米国証券業金融市場協会(SIFMA) 2018年末現在のデータ。
3. 米国証券業金融市場協会(SIFMA) 2009年12月31日から2018年12月31日までのデータ。
4. Global X ETFs、国際決済銀行、ブルームバーグ。
5. ブルームバーグ。MSCI EMカレンシー指数およびブルームバーグ商品指数で計測。2008年12月31日から2019年12月31日までのデータ。
6. 国際決済銀行。2019年9月30日現在のデータ。
7. PIMCO。同社の2018年年末のファイナンシャル・アドバイザー・サーベイのデータ。「Focused or Fuzzy? The Importance of Defining Objectives in Fixed Income Portfolios.」
8. 未来アセット・グローバル・インベストメンツ、2020年5月現在。
9. 未来アセット・グローバル・インベストメンツ。2019年9月現在のデータ。

