



## 新興国債券市場の見通し：回復トレンドは持続するか



2019年7月2日



シャマイラ・カーン

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
エマージング・マーケット債券 ディレクター

新興国債券市場は、2018年には厳しい局面となったものの、2019年に入り堅調に推移している。今後もさらなる上昇が期待できるだろうか？ アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では、期待できると考えている。貿易を巡る米国と中国の間の緊張の高まりを受けてボラティリティが跳ね上がれば、選別的な投資を行う投資家にとっては、投資機会が訪れる可能性がある。

2018年は新興国債券にとって厳しい1年だった。金利上昇や米ドル高に加え、関税引き上げなど世界的に広がった保護主義的な傾向を背景に、幅広く下落した。

その後、当時の主要なリスクの一部は徐々に薄れている。米連邦準備制度理事会(FRB)は、2019年と2020年は追加利上げを見送り、また利下げも視野に入れていることを示唆している。中国政府が景気刺激策を強化したことから、世界第2位の規模を持つ中国経済が急激に鈍化するとの懸念は後退している。その結果、2019年

1-3月期の新興国債券市場は、すべてのセクターが上昇し、特に米ドル建てソブリン債は7%近いリターンを上げた。

しかし、ここに来て米中の貿易戦争が激化しているため、ボラティリティが再び高まっており、こうした状況はしばらく続く可能性がある。ABは依然として両国が合意に達すると予測しているが、交渉が長期化するリスクも高まっている。

朗報もある。現在の新興国債券市場には魅力的な要素がまだまだ沢山あることだ。投資家はボラティリティが高まった局面を、新興国債券へのエクスポージャーを引き上げる機会として利用できる。特に1-3月期の上昇相場に乗り遅れたと懸念している投資家にとっては、割安な価格でエクスポージャーを増やす好機となるかもしれない。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。  
<https://blog.alliancebernstein.com/library/where-next-our-post-recovery-outlook-for-emerging-market-debt>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもABポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンス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。

当資料は、2019年5月14日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタインおよびABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

## ファンダメンタルズの強さ: 明るい成長見通し

2018年は荒波にもまれたが、新興国は依然として世界経済にとって最も強力な成長エンジンであり、新興国と先進国の成長率格差は拡大している。そして、成長率格差が拡大すれば、先進国から新興国への資金フローが増す傾向がある。米国とユーロ圏の経済が縮小までは行かない範囲で減速するトレンドが続けば、そうした資金フローも続くと予想される。

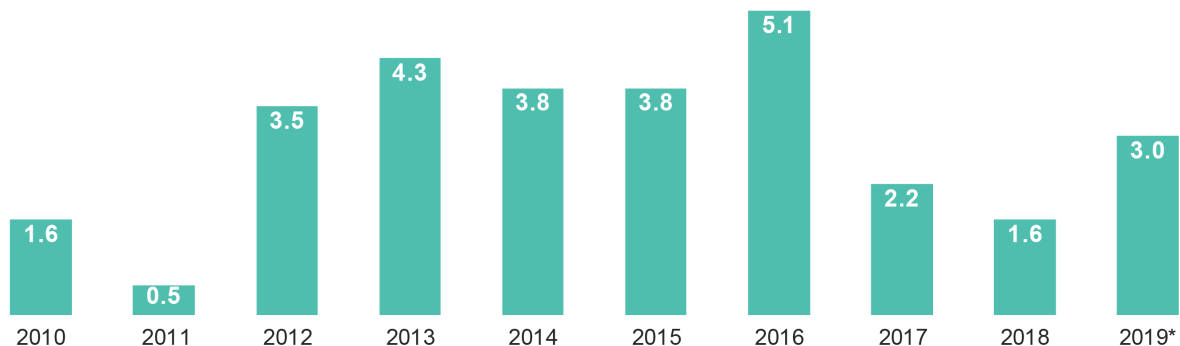
しかも、新興国はかつてと比べ短期資金の調達に関し海外への依存度が全般的に低下しており、そのため急激な資金流出に対する脆弱性も薄れている。少数の例外を除けば、各国の経常赤字も減少しており、これは多くの国で海外からの直接投資でカバーできる赤字の比率が高まっていることを意味している。直接投資は長期的な性質を持っているため、安定した資金調達源となる。

同時に、大半の新興国ではインフレ率が低く、今後もさらに低下すると予想されている。その結果、各国の中央銀行には、金利を引き下げて成長を刺激する余地が生じる。2018年は、多くの中央銀行が自国通貨を支え、資金流出を食い止めるために、政策の引き締めを強いられた。

企業のファンダメンタルズも力強い。足元の市場の混乱や多くの新興国通貨の急落にもかかわらず、デフォルト率は低水準で推移している。図表1は新興国の発行済み債券のデフォルト率を表しているが、2018年は1.6%に低下した。もっとも、JPモルガンは2019年のデフォルト率が3%に上昇すると予想しており、これは選別的な投資が依然として重要であることを示唆している。しかし、それでもデフォルト率は過去の平均水準を下回っている。構成銘柄がより絞り込まれているJPモルガン・エマージング・マーケット社債指数の銘柄のデフォルト率はさらに低く、2018年は1.2%、2019年は1.9%が見込まれている。

【図表1】 2018年の市場混乱をよそに、社債のデフォルト率は低水準

JPモルガン・エマージング・マーケット社債指数構成銘柄のデフォルト率(%)



過去の分析は例示のみを目的としています。過去の分析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。  
2019年2月28日現在  
\*予測  
出所: JPモルガン

## 上昇相場に乗り遅れたという心配は不要

新興国市場の一部では、バリュエーションが引き続き魅力的な水準にあり、今後貿易を巡る懸念から債券価格が下落すれば、さらに魅力が増す可能性がある。それは、2019年に入ってから様子見を続けていた投資家にもまだ投資機会があることを意味している。次ページの図表2が示すように、新興国の現地通貨建て債券の利回りをインフレ調整後の実質ベースで見ると、同様の基準で見ても0%近辺で推移している先進国の利回りに比べ、大幅に高い水準にある。

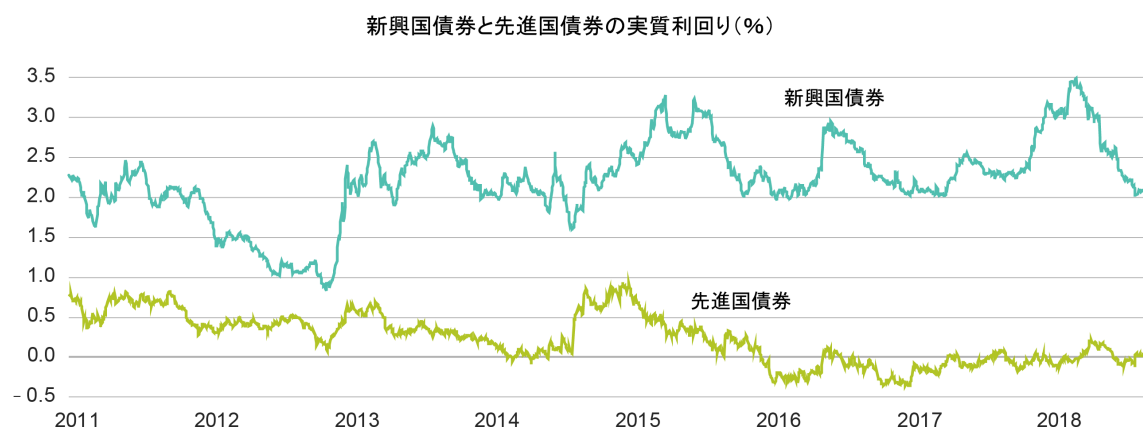
一方、投資家は格付が同等の米国債券よりも、投資適格級の米ドル建て新興国債券(ソブリン債と社債の双

方)から、はるかに高い利回りを得ることができる。高水準のインカム収入を求める投資家は、高利回りの新興国ソブリン債の米国ハイイールド社債に対するプレミアムがこれほど高水準になったケースは過去にはほとんどないことに留意すべきである。

多くの新興国通貨も依然として魅力的な水準にある。FRBが年内の追加利上げはないと示唆したことを受けて、長期的に見れば過大評価されている米ドル相場が下落し始めれば、新興国通貨が恩恵を受ける可能性がある。

さらに、需給バランスも引き続き投資家の追い風となっている。2019年は、新興国のソブリン債や社債の純発行

【図表2】 新興国の債券は先進国の債券と比べ実質利回りが高い



過去の分析は例示のみを目的としています。過去の分析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。  
2019年3月13日まで  
FCF利回りと売上成長率の3年平均  
出所:ブルームバーグ、JPモルガン、AB

額が低水準で推移しているのに対し、新興国債券市場の上昇の恩恵を受けようとする投資家の需要は高まっている。これはパフォーマンスを支える要因となりそうだ。

### アクティブなアプローチが不可欠

もちろん、2019年に入って債券価格が大幅かつ急ピッチに上昇してきたことを踏まえれば、高水準のアルファを創出する機会を捉えるためには、投資家は選別的なスタンスで臨まなくてはならない。新興国市場諸国の間には依然として、マクロ経済の安定性、ガバナンス、財政政策などの面で格差がある。

例えば、保守的な財政政策の維持と社会政策への支出拡大という相反する目標の間で綱渡りをしているメキシコ政府の能力については懸念がある。特に、国営石油会社ペメックスのファンダメンタルズが脆弱で、政府の支援が必要になると見られることから、こうした政策スタンスは懸念を要する。

一方、ブラジルについてはもっと楽観視している。ブラジルでは新政権が民営化と年金制度改革という野心的な政策課題を推進し、膨れあがった公的セクターの債務を縮小しようとしている。しかし、政治的な抗争も起きており、こうした計画を実現することがいかに難しいかを物語っている。ブラジル議会は何らかの改革を承認する見込みだが、その中身は希薄化される可能性がある。

ABは、2019年の年初時点では、アルゼンチンに投資する投資家は政治リスクに寛容すぎると考えていた。だ

が、足元における米ドル建て債券のスプレッド急拡大は行き過ぎだと見ており、投資家にとっては投資機会が生まれていると判断している。経済指標は年初来失望を招く内容が続いているが、10月に行われる大統領選挙では現職のマウリシオ・マクリ氏、あるいは他の中道派候補が勝利を収める可能性が高く、そうなれば市場に好ましい政策が維持されると見られるほか、国際通貨基金(IMF)から多額の融資を受けられる可能性も高まりそうだ。

トルコでは、2018年の通貨リラの大幅な下落などが寄与し、経常収支が赤字から黒字に転じた。しかし、インフレ抑制に関する中央銀行のコミットメントや、政府の不明瞭な経済計画に対する懸念は依然として残っている。イスタンブール市長選の結果を無効とした決定も、不透明感を一段と強める要因となった。当局が市場の信頼感を取り戻すには、まだやるべきことがありそうだ。

他に2019年に投資家にとって障害となり得る問題としては、資産価格の変動を招く可能性のある重要な国政選挙や、ベネズエラやロシアに対する追加制裁の可能性を含む地政学的リスクが挙げられる。

結論として、ファンダメンタルズが強固で適切な政策上の優先課題を掲げている国であっても、投資家は入念なりサーチを行う必要がある。しかし、健全な経済成長や緩和的な金融政策といった世界的なマクロ経済環境は新興国債券の追い風となっており、貿易戦争によって再びボラティリティが上昇する場面があれば、それは選別眼を持つ投資家にとっては魅力的な価格でリスクを積み増す好機となるだろう。

## アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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／日本証券業協会／  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

### 当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

#### ＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

#### ＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.24%(税抜3.00%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.0304%(税抜1.8800%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

### ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。