



魅力的な利回りを提供するハイグレード新興国債券への投資機会



2020年6月11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

コロナショックの拡大に伴い、投資適格級の新興国債券の価格が下落し、利回りが過去最高を更新した。しかし、このセクターは、実際には健全な信用ファンダメンタルズを誇り、デフォルト・リスクが低いと考えられている。

新興国企業と米国企業との利回り格差が拡大

過去10年ほど、投資適格級の新興国企業と同じく投資適格級の米国企業の社債の利回り差は着実に縮小してきた。これは両者の信用力が似たような水準に近づいてきたことを反映した動きだが、このタイミングで新型コロナウイルスのパンデミックが発生した。

このパンデミックにより投資家が現金化のニーズを急速に高めた結果、市場は大きく混乱した。無差別な売りの対象には、低格付けの債券だけではなく投資適格級の新興国債券も含まれていたため、新興国債券の米国国債との利回り格差は価格の下落に伴い急拡大した。

一時的な市場の混乱ののち、投資適格級の新興国債券セクターは、4月、5月と反発を続けた。しかし過去の水準そして米国の投資適格企業のスプレッドと比較しても、同セクターのスプレッドは依然として魅力的な水準にある(次ページの図表1)。

なぜ、これらのセクター間のギャップが急激に拡大しているのか？

このような新興国企業と米国企業の利回り格差の拡大をもたらしているのは、信用力動向の違いではなく、短期的なテクニカル要因が大きく反映されているからと考えている。実際、市場が混乱した初期段階では、投資適格級の新興国企業と米国企業の債券のパフォーマンスに違いはなかった。

しかし、米連邦準備制度理事会(FRB)が米国企業の社債の買い入れ枠の拡大を発表したことで(以前の記事

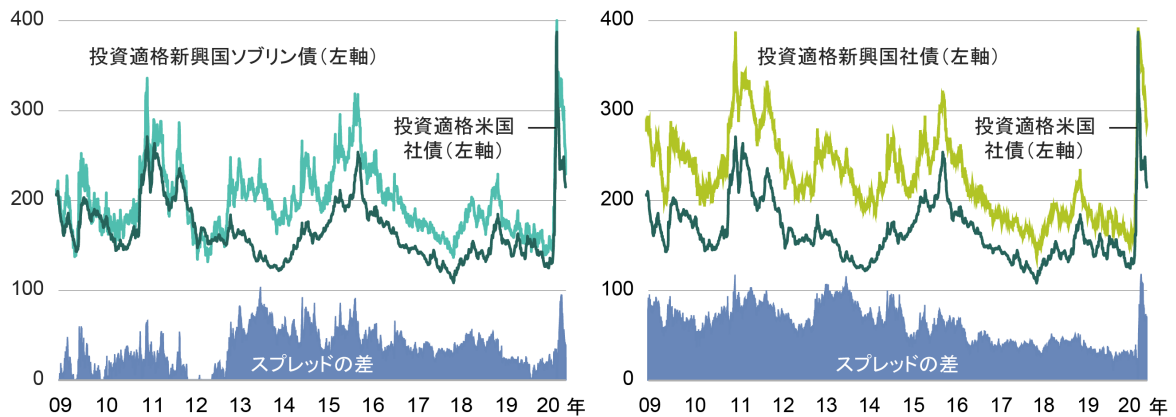
当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<https://blog.alliancebernstein.com/library/emerging-market-debt-higher-quality-higher-yield.htm>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「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、2020年6月1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。

【図表1】 コロナショックに伴い、新興国債券の利回りは米国社債よりも大きく上昇した
米国国債に対する利回りスプレッド：投資適格債券（ベース・ポイント）



過去の一定期間の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
投資適格新興国サブリン債はJPモルガンEMBI グローバル・ダイバーシファイド投資適格債券指数、投資適格新興国社債はJPモルガンCEMBI ブロード・ダイバーシファイド投資適格指数、投資適格米国社債はJULI
2020年5月31日まで。出所：JPモルガン、AB

『FRBの流動性供給はグローバル社債市場に落ち着きをもたらそう』ご参照)、米国企業のクレジット投資を巡るセンチメントの回復が加速し、新興国債券は全般に後れを取った。投資適格債券の中では、新興国のサブリン債は相対的に回復しているが、社債はまだ回復の余地を顕著に残している。

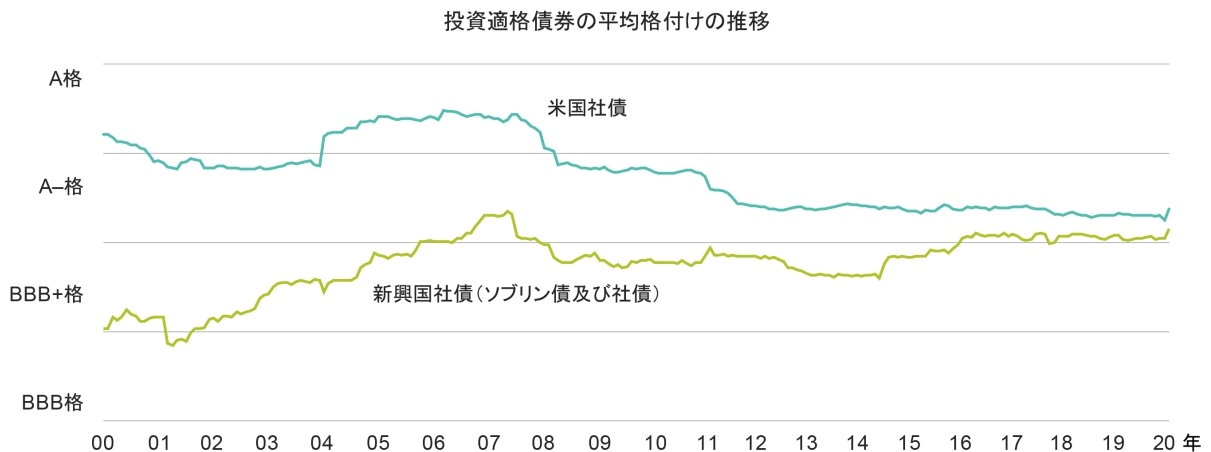
投資適格級の新興国債券発行体のファンダメンタルズは改善している

アライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）では、投資適格級の新興国債券と米国社債の利回り格差は時間の

経過とともに縮小していくと予想している。これは、長期的にみると債券のリターンにとって最も重要なのは信用力のファンダメンタルズであり、投資適格級の新興国債券のファンダメンタルズが堅調で、かつ改善しているからだ。

実際、過去20年間にわたり、米国の投資適格企業の信用格付けが低下する一方で、投資適格級の新興国債券の信用格付けは上昇した。その結果、投資適格ユニバースにあつては、新興国債券と米国の社債の平均格付けはほぼ収れんしている（図表2）。

【図表2】 投資適格級の新興国債券と米国社債の平均格付けは時間をかけて収れんに向かってきた

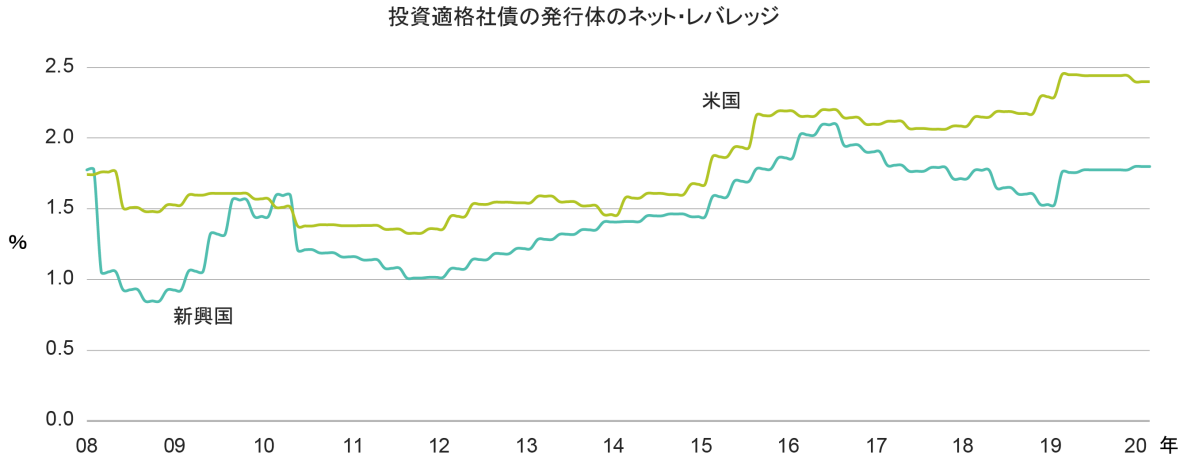


過去の一定期間の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
格付けはバンクオブアメリカの定義に基づきます。
2020年4月30日まで。出所：バンクオブアメリカ、AB

ファンダメンタルズにおける最も顕著な改善は、発行体の財務指標にある。米国の投資適格企業は近年、低金利により企業の自社株買いの資金調達が可能となり、

より積極的なバランスシートの利用が進んで、レバレッジが高くなっている(図表3)。

【図表3】 投資適格級の新興国企業の財務レバレッジは米国企業より保守的



過去の一定期間の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
2020年3月31日まで。出所:ブルームバーグ、AB

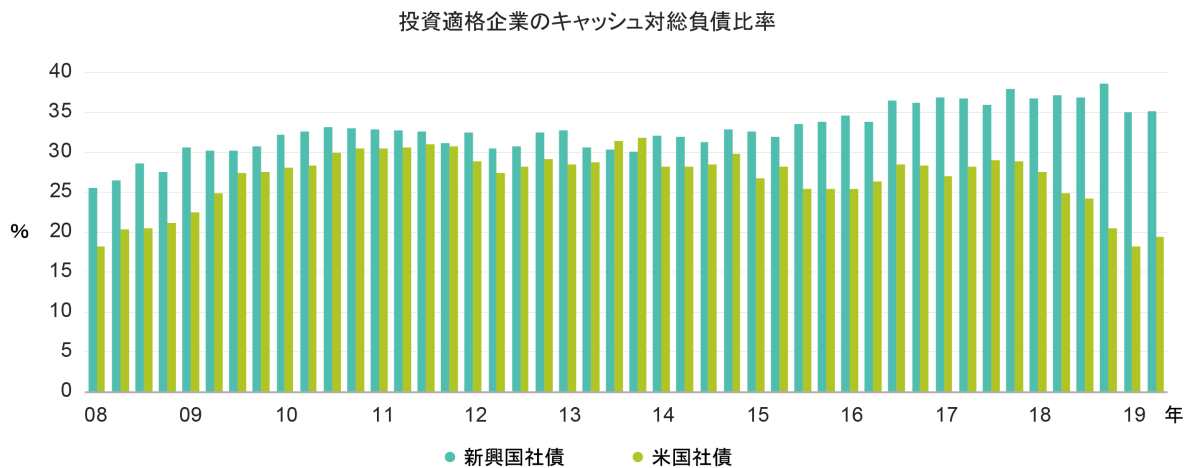
このような財務の特徴を反映して、米国の投資適格社債ユニバースは、投資適格級をぎりぎりです保つ銘柄の割合が高くなっており、投資適格外に格下げされ「フォーリン・エンジェル」に陥るリスクが大幅に高まっている(以前の記事『[社債投資家は格下げの嵐をどう乗り切るべきか](#)』ご参照)。

信用力が裏付けとなり、コロナショック後の新興国債券のフォーリン・エンジェル増加の懸念は大きく上方修正する必要はないと考えている。

対照的に、新興国の投資適格企業のネット・レバレッジは全体的に低く、フォーリン・エンジェルとなるリスクは低い。ABのボトムアップ分析からも、このセクターの堅調な

新興国の企業は、米国の企業よりも負債に対する手元資金の割合が高い(図表4)。これは、市場での資金調達機会が限られている中、流動性の確保が重要な時期を乗り切る上で重要な強みだ。手元資金を多く有する企業は、市場で債券発行に踏み切るタイミングを見計らう余裕がある。

【図表4】 投資適格級の新興国企業の手元資金は米国企業より潤沢



過去の一定期間の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
新興国社債はICE/バンクオブアメリカ新興国社債プラス指数、米国社債はICE/バンクオブアメリカ米国社債マスター指数
2019年6月30日まで。出所:ICE Data Indices、AB

2020年3月初旬の原油価格の暴落は、新興国のエネルギー輸出国の債券価格にショックを与えたが、信用力には大きな影響を与えていない。過去数年の間に、これらの国はソブリン・ウェルス・ファンドや中央銀行の準備金として対外国の資金収支を支える貯金を積み上げており、その規模は現在では政府債務総額の何倍にも及ぶからだ。このため、原油価格が記録的な低水準に落ち込んでも、産油国の信用格付けは安定している。

しかし、新興国債券と米国国債の利回り格差は通常よりも広がったままであり、堅調なファンダメンタルズと割安なバリュエーションが作り出すかい離は、投資のチャンスを示唆している。投資適格債券の投資家にとっては、米国の投資適格企業から新興国の投資適格債券にリスクを一部割り当てるタイミングではないだろうか。また、新興国債券に注目している投資家にとっては、リスクを積み増す魅力的なエントリー・ポイントになるかもしれない。

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3.3%(税抜3.0%)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2.068%(税抜1.880%)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。