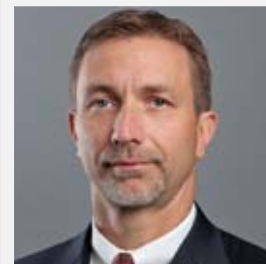


新興国債券： 新時代を迎えるハイイールド債特化型戦略

マルコ・サンタマリア

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 ポートフォリオ・マネジャー



投資家は新興国債券をセクター(ソブリン債または社債)ではなく、信用力(投資適格債またはハイイールド債)の観点から考えるべきである。新興国のハイイールド債に特化した戦略は、一部の投資家にとって非常に大きなメリットがあると考えられる。

前回のブログ(4月4日付「新興国債券: 投資適格債特化型戦略の人气が高まる」)で述べたように、新興国債券が先進国債券と似た動きをするようになってきたため、新興国債券はセクターより信用力の区別が一段と重要になってきた。今回は一部の投資家には投資適格債に特化した新興国債券戦略が適していることを紹介したが、今回はハイイールド債に特化した新興国債券戦略の魅力について検証してみたい。

少し前まで新興国ハイイールド債戦略は、ソブリンと企業の発行体が混在することによる地域や業種別の集中度の高さが問題視された。しかし、図表1に示したように、現在は適度に分散したポートフォリオが組めるほど市場のすそ野が広がってきた。新興国ハイイールド債の投資ユニバース(JPモルガンEMBIグローバル・ハイイールド債指数と同CEMBIブロード・ダイバーシファイド・ハイイールド債指数の構成銘柄)のセクター別内訳はソブリン債56%、準ソブリン債7%、社債37%となっている。地域別の内訳はアジア、欧州、中南米がほぼ同じ割合で、残りをアフリカと中東が占める。業種別でも構成比が7.5%

を超える業種は一つもなく、分散されている。難点を挙げるとすれば、この市場は推定発行残高がまだ約2,000億米ドルと米ハイイールド債市場の約1.1兆米ドルに比べると規模が格段に小さい点である。

【図表1】新興国ハイイールド債ユニバースの内訳

セクター	地域	構成比(%)
ソブリン債	欧州	20
	中南米	13
	アジア	12
	中東	7
	アフリカ	4
準ソブリン債	中南米	3
	欧州	2
	アジア	2
	アフリカ	0
社債	アジア	14
	中南米	11
	欧州	9
	アフリカ	2
	中東	1

2012年12月31日現在
新興国ハイイールド債は、JPモルガンEMBIグローバル・ハイイールド債指数と同CEMBIブロード・ダイバーシファイド・ハイイールド債指数の構成銘柄。
出所: JPモルガン、アライアンス・バーンスタイン

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。

<http://blog.alliancebernstein.com/index.php/2013/04/09/emerging-market-debt-pure-high-yield-strategies-come-of-age/>

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・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、2013年4月9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。

新興国ハイイールド債戦略は検討する価値があると考えるのは、世界的な超低金利環境においては利回りが強い誘因となるからだ。2013年2月末時点で新興国ハイイールド債の利回りは約5.9%と米ハイイールド債とほぼ同じだった。しかし、注目すべきは、信用力は新興国ハイイールド債の方が高い点である。例えば、BB格債が全体に占める割合は新興国ハイイールド債の49%に対し米ハイイールド債は37%にとどまり、この点からも新興国ハイイールド債は明らかに相対的な魅力が高まっている。

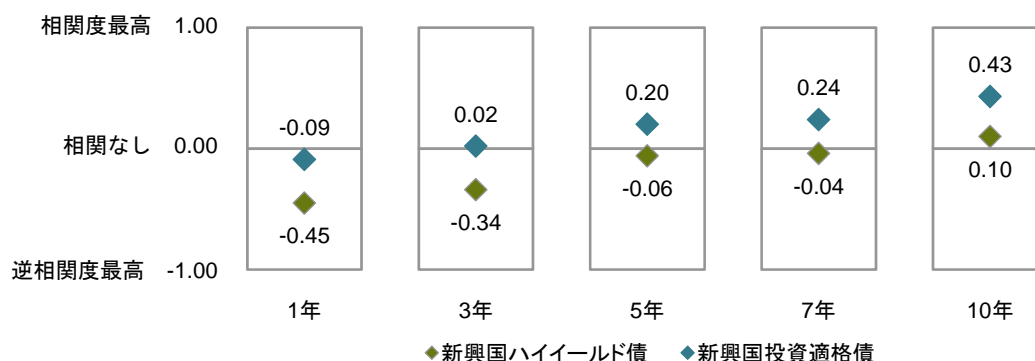
一部の投資家にとっては、米ドル金利の変化に対する感応度の低さが新興国ハイイールド債のさらに大きな潜在的な魅力となる。金利上昇は通常、債券にはマイナス材料であり、現在は先進国の金利が異例なほど低いため、投資家は金利が最終的に上昇する事態を警戒して、利回り追求型の債券戦略には二の足を踏むかもしれない。しかし、図表2に示したように、新興国ハイイールド債のトータルリターンは米国債の相関度が低

く、新興国の投資適格債と比べてもそれは際立っている。

「信用リスクのない」米国金利の部分が新興国ハイイールド債の利回り全体に占める割合はごくわずかで、信用スプレッドが利回りの大半を占める。このように信用スプレッドがクッションとなるため、米国金利の変化を全体の利回りに反映する必要がない。例えば、米国金利が上昇しても、ハイイールド債は信用スプレッドの縮小がそれを吸収し、全体の利回りや証券価格はあまり変わらない。これに対し、投資適格債は信用スプレッドのクッションが小さいため、信用リスクのない米国金利の変化に左右されやすい。

以上の点から、世界的な低金利環境で利回りを追求したいが米国金利の先行きが気になる投資家には、新興国ハイイールド債は十分魅力的な選択となるかもしれない。

【図表2】 新興国債券と米国債の相関度



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。

2012年12月31日現在

相関度は月次リターンを使って計算。新興国ハイイールド債は、JPモルガンEMBIグローバル・ハイイールド債指数と同CEMBIブロード・ダイバーシファイド・ハイイールド債指数の構成銘柄。新興国投資適格債は、JPモルガンEMBIグローバル投資適格債指数と同CEMBIブロード・ダイバーシファイド投資適格債指数の構成銘柄。米国債は、パークレイズ米国債指数の構成銘柄。

出所：パークレイズ、JPモルガン、アライアンス・パースタイン

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨および登録の意義等をお客様に告知しなければならないこととされております。

登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成および公表・説明書類の公開縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴収、立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

	スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービシズ	ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク
格付会社グループの呼称等について	■格付会社グループの呼称:スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービシズ(以下「S&P」と称します。) ■グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号:スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第5号)及び日本スタンダード&プアーズ株式会社(金融庁長官(格付)第8号)	■格付会社グループの呼称:ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク(以下「ムーディーズ」と称します。) ■グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号:ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)、ムーディーズSFジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第3号)
無登録格付について	格付会社グループ「S&P」の付与した信用格付のうち「スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社」及び「日本スタンダード&プアーズ株式会社」以外の者が付与した信用格付が、金融商品取引法上の「無登録格付」になります。	格付会社グループ「ムーディーズ」の付与した信用格付のうち「ムーディーズ・ジャパン株式会社」及び「ムーディーズSFジャパン株式会社」以外の者が付与した信用格付が、金融商品取引法上の「無登録格付」になります。
信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について	スタンダード & プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(http://www.standardandpoors.co.jp)の「ライブ러리・規制関連」の「無登録格付け情報」(http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered)に掲載されております。	ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ(http://www.moodys.co.jp))の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ)にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。
信用格付の前提、意義および限界について	S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。 信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。 S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デュエリジェンスまたは独自の検証を行っており、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。	ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債券類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行いません。 ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

当情報は、2013年3月29日にアライアンス・バーンスタイン株式会社が信頼できると考えられる情報源から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。詳しくはスタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社およびムーディーズ・ジャパン株式会社の各ホームページをご覧ください。

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

<http://www.alliancebernstein.com>

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。特定ファンドの取得をご希望の場合には当該ファンドの目論見書をご覧ください。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。下記の内容は、ファンド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。

■ ファンドのリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用するファンドは株式・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。ファンドが投資した資産の価値の減少を含むリスクは、ファンドの受益者に帰属します。リスクの要因については、各ファンド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、各ファンドの目論見書をご覧ください。

■ お客様にご負担いただく費用:ファンド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:申込み手数料 上限3.15%(税込)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1.974%(税込)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。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、一般的なファンドを想定しています。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すべてのファンドのうち、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。