

2014年6月にエマージング債券運用のスペシャリストが新興国経済とエマージング債券市場の今後の見通しについて語りました。



オウイ・S・ルイヴィヴァー  
 グローバル債券・通貨運用グループ エマージング市場債券チーム／在シンガポール  
 マネージング・ディレクター、ポートフォリオ・マネジャー

ポイント

- エマージング債券は2014年に入り、先進国の主要資産クラスのリターンを上回る
- 欧米の投資信託からの資金流入はプラスに転じている
- 先進国に比べ現地通貨建て債券の金利リスクは低い見通し。各国のファンダメンタルズの変化に注意が必要
- 国ごとに差別化が進むエマージング市場。依然として、割安な銘柄が散見されており投資機会は豊富

第一部  
 新興国経済とエマージング債券市場の見通し

主要資産を上回る成績、投資家の下支え強く

エマージング債券市場について、「現在の市場動向」、「主要なリスク」、「いま、エマージング債券市場に注目する理由」をテーマにお話ししたいと思います。

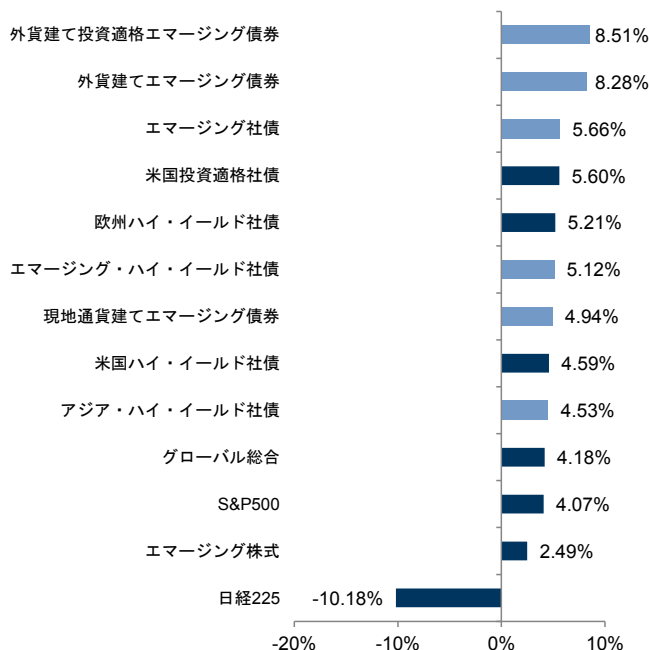
現在の市場動向についてですが、主要資産クラスの2014年初来リターンをご覧ください(図1)。

年初来のエマージング債券市場の環境は良好です。特に外貨建て投資適格エマージング債券や外貨建てエマージング債券は2013年のパフォーマンスと逆転しており、年初来では多くの主要資産クラスを上回るリターンを記録しています。

2013年はエマージング債券市場にとって厳しい環境でした。米国の量的金融緩和政策(QE3)の出口戦略に起因する資金流出が懸念されたことから、エマージング市場全体のバリュエーションの低下の可能性がさやかれました。また、中国経済の不透明感の高まりによって、経済成長の先行きに対する悲観論が台頭しました。一方、米国経済の回復が堅調との見方が広がったことで先進国に対する期待感も生まれ、新興国から先進国へ

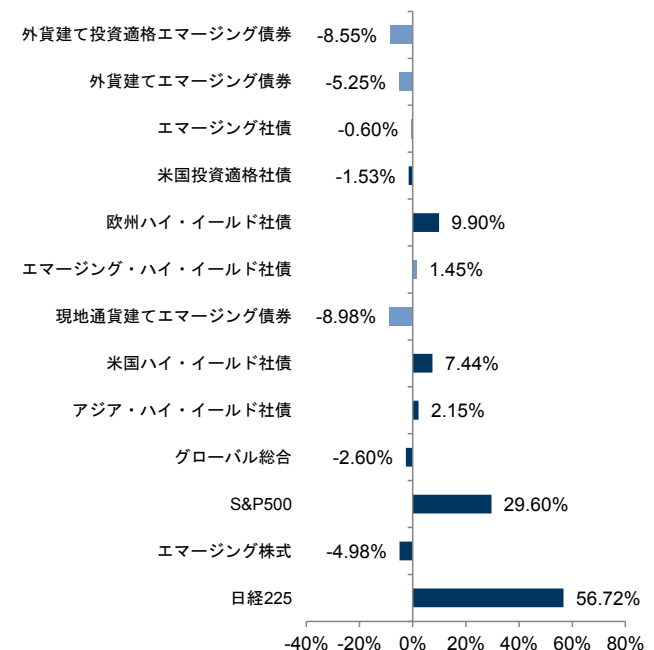
図1 エマージング債券の年初来リターン

主要資産クラスの2014年初来リターン



出所:ブルームバーグ、JPモルガン、パークレイズ 2014年5月末時点

主要資産クラスの2013年通年リターン



出所:ブルームバーグ、JPモルガン、パークレイズ 2013年12月末時点

# Goldman Sachs Asset Management

## セミナー・レポート

### 新興国の経済見通しと債券市場

情報提供資料 2014年7月

の資金のシフトが見られました。2013年に見られた資金シフトの理由はさまざまですが、投資家がリスクを過剰に意識するあまり、エマージング市場そのものに対して弱気になっていたことがあげられます。現在、2014年は妥当な形でリスクが評価され始めています。

エマージング債券市場について、データを参照しながらもう少し詳しく見ていきましょう。米国10年債金利のボラティリティが低水準に留まる中、外貨建てエマージング国債のスプレッドは縮小傾向にあります。投資家のリスク選好ムードが高まり、エマージング債券が買われているのです。パフォーマンスの改善もさることながら、投資家による強い下支えがあるというのも、現在のエマージング債券市場の特徴と言えます(図2)。

個人投資家からの資金も少しずつ流入し始めています。米国

と欧州の投資信託からの資金流入と、日本からの資金流入状況を見てみると、2014年の3月以降、米欧のファンドは資金流入が見られていますが、日本からは流出が継続している展開となっています。日本ではいまだにエマージング市場に対して弱気の心理が広がっているのではないかと我々はみています(図3)。

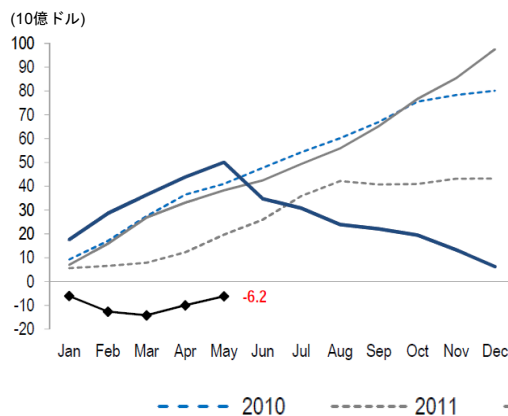
主要なエマージング債券は、魅力的な利回りと相対的に高い格付けを有しているのですが、米国・欧州の投資適格社債やハイ・イールド社債と比べて、投資家からの評価が遅れていると見えています。新興国の成長率はいまだに高く、対GDPの政府債務比率も低いです。経常収支もプラスとなっています。量的金融緩和の縮小のような外的な要因による流動性の低下に対しても、抵抗力を備えてきているため、あらためてエマージング市場を見直す時期に来ていると思います。

図2 米国10年債金利ボラティリティと外貨建てエマージング国債のスプレッド

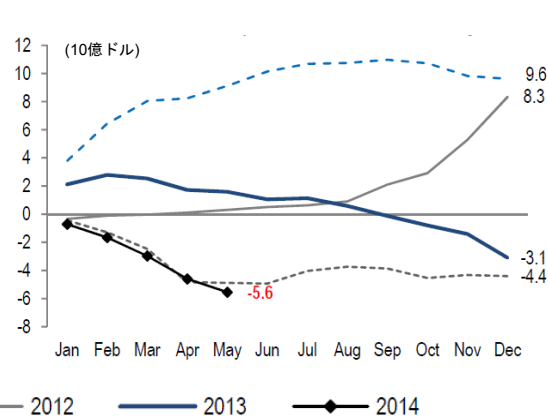


図3 資金フローの状況

欧米からエマージング諸国への資金流入  
(投資および機関投資家)



日本からエマージング諸国への資金流入  
(投資信託のみ、通貨選択型を除く)



出所:EPFRグローバル、JPモルガン、ブルームバーグ 2014年5月28日

出所:JPモルガン、ブルームバーグ 2014年5月28日

経済や市場等についての過去データあるいは一時点における予測値は、将来の動向を示唆あるいは保証するものではありません。本資料は、一般的な市場動向や、産業およびセクター動向、あるいは広範囲にわたる経済、市場および政治状況について説明したものであり、いかなる投資アドバイスを推奨するものではありません。本資料に記載された市況や見通し等は、本資料作成時点での弊社の見解であり、将来の動向や結果を示唆あるいは保証するものではありません。また、将来予告なしに変更する場合があります。



Asset Management



#### 金利リスクに抵抗力、ファンダメンタルズの変化に注意

次に主要なリスク要因について考えます。前提として、インフレ率の正常化と雇用市場の回復に伴い、米国金利は上昇するとの観測が広がっています。外貨建て国債(ドル建て)、現地通貨建て債券、通貨、外貨建て社債(ドル建て)を比較した場合、債券にとっては金利リスクが最大のリスク要因です。

外貨建てエマーシング国債および社債のデフォルトリスクは低いでしょう。ただし、量的金融緩和の縮小をある程度織り込んではいらぬものの、米国債金利高騰に伴う金利リスクは依然として高いままです。通貨も一定のボラティリティリスクを常に含んでいます。一方で、現地通貨建て債券は金利リスクのほか、資本規制の可能性も現状は低いいため、妥当なリスク水準の中でリターンが得られると考えます。

リスクとリターンについて、トータルリターンの観点から見てみます。2014年1月1日時点の米国10年物国債利回りと外貨建てエマーシング債券インデックスの спреッド水準を元にした、外貨建てエマーシング債券の2014年通年の期待リターンは5.7%となっています。5.7%という数値は、中長期の投資を前提にすれば、金利上昇に対して非常に大きなクッション(金利上昇への耐性)になります。特に注目していただきたいのは、金利またはスプレッドが相当大きく変化しない限り、通年でのリターンがマイナスにはならないということです(図4)。

その他のリスク要因としては、5月に行われたインドの総選挙に代表されるよう、2014年は新興国で選挙が多く予定されています。選挙の動向次第では、ファンダメンタルズに大きな影響を与えることとなりますし、「対外債務リスク」や「対外債権者リスク」など各国によって注目すべきファンダメンタルズが異なる点にも注意が必要です。

図4 2014年通年の期待リターンと米国債/スプレッドの関係

EMBIグローバル スプレッド水準 (bps)	米国10年物国債利回り(%)								
	2.50	2.75	3.00	3.25	3.40	3.50	3.75	4.00	
250	14.4%	12.6%	10.8%	9.1%	8.0%	7.3%	5.5%	3.7%	
275	12.7%	10.9%	9.1%	7.3%	6.3%	5.6%	3.8%	2.0%	
300	11.0%	9.2%	7.4%	5.6%	4.6%	3.8%	2.1%	0.3%	
325	9.2%	7.5%	5.7%	3.9%	2.8%	2.1%	0.4%	-1.4%	
350	7.5%	5.8%	4.0%	2.2%	1.1%	0.4%	-1.4%	-3.1%	
375	5.8%	4.0%	2.3%	0.5%	-0.6%	-1.3%	-3.1%	-4.9%	
400	4.1%	2.3%	0.5%	-1.2%	-2.3%	-3.0%	-4.8%	-6.6%	
450	0.7%	-1.1%	-4.7%	-4.7%	-5.7%	-6.4%	-8.2%	-10.0%	

出所: JP モルガン、GSAM 2014年5月7日時点  
 緑の円は2014年1月1日時点のJPモルガンEMBIグローバル・インデックスの спреッド水準と米国10年物国債水準を基にした期待リターンを示します。

#### 投資妙味高まる新興国市場、国ごとの差別化進む

スプレッドの動向という切り口から、なぜ我々がエマーシング債券市場に注目しているのかをご説明します。エマーシング債券のベンチマークとして捉えられるほど、市場において大きな存在であったロシア国債は現在、地政学的リスクに伴いスプレッドが拡大傾向にあります。一方、その他のエマーシング国債のスプレッドは拡大しておらず、エマーシング市場全体への影響は限定的です。各国のセクターごとに差別化が進み、エマーシング市場全体が成熟してきているのです。リターンを得るというだけでなく、リスクを分散するという観点からみても、これは押さえておくべき変化で、今後は各国に対してより細かく分析し投資を行うことが求められるでしょう。

エマーシング社債の動向にも目を向けてみましょう。米国投資適格社債、欧州投資適格社債とのスプレッド格差は拡大傾向にあり、魅力的な水準となっています。ハイ・イールド社債に対しても同様に拡大傾向にあり、エマーシング債券は投資家にとって、とても投資妙味のある資産へと変化してきています。

さまざまな資産クラスと比較して、エマーシング市場はまだまだ割安な水準にあります。コモディティ価格とエマーシング通貨の推移を比較してみると、2011年後半ごろまでは相関関係が見受けられますが、その後エマーシング通貨は大きく下落しているのがわかります(図5)。これは円との比較でも見受けられることで、ファンダメンタルズの好調さを考慮してみても、今後はエマーシング市場の見直しが起こるのではないかと我々は考えています。

図5 コモディティ価格とエマーシング通貨の推移



2004年1月31日を100として指数化。コモディティ価格については、Dow Jones-UBS コモディティ・インデックスを使用。エマーシング通貨については、JPモルガン・エマーシング市場通貨インデックスを使用。インデックスの構成は次の通り: CLP 11.11%, BRL 11.11%, MXN 11.11%, HUF 8.33%, ZAR 8.33%, RUB 8.33%, TRY 8.33%, SGD 11.11%, CNY 11.11%, INR 11.11%。

出所: ブルームバーグ、JPモルガン、S&P、Dow Jones、2014年4月末時点

経済や市場等についての過去データあるいは一時点における予測値は、将来の動向を示唆あるいは保証するものではありません。本資料は、一般的な市場動向や、産業およびセクター動向、あるいは広範囲にわたる経済、市場および政治状況について説明したものであり、いかなる投資アドバイスを推奨するものではありません。本資料に記載された市況や見通し等は、本資料作成時点での弊社の見解であり、将来の動向や結果を示唆あるいは保証するものではありません。また、将来予告なしに変更する場合があります。

## 第二部 ポートフォリオ・マネジャーの視点

——2014年のエマージング債券・通貨のテーマは何だと思えますか？

エマージング債券のテーマとしては「銘柄選択」と「差別化」が重要になってくると思います。第一部でもお話ししたように、新興国では国ごとにトレンドが異なってきており、一括りにできなくなってきています。それぞれの国を個別に見て、ボラティリティやバリューなどを判断する投資方法が重要となっています。

——エマージング市場の中でも、金利が魅力的とのことで日本の投資家はブラジルに投資する傾向があるようです。近年、保有していた投資信託が値下がっていました、やっと元の価格水準に戻ってきたところだと思います。今後のブラジルについては、どのように見えていますか？

2013年頃からブラジル、南アフリカ、トルコ、インド、インドネシアの5カ国を指す「フラジャイル5」という言葉が出てきました。経常収支の赤字が大きいことから、米国の量的金融緩和の縮小などが発生すると資金が流出しやすい脆弱性の高い新興国を指す言葉です。実は、足元ではこのフラジャイル5の中でも差別化が顕著なのです。

各国の政策立案者も、このような弱みを克服するため対応を急いでいます。インド、インドネシア、ブラジルはそういった対応がうまくいっている国で、足元ではブラジルの脆弱性は中程度と見られています。そういった環境では、ボラティリティ調整後の金利も高く見込めるため、ブラジル・リアルは金利も期待できると思います。キャリアの面からもブラジルは魅力的な投資先ではないでしょうか。我々はブラジル・リアルについて戦術的に捉えており、上昇を期待しています。

——日本の投信業界ではハイ・イールド債券の人気の高いですが、エマージングのハイ・イールド債券や投資適格社債についてはいかがですか？

新興国と先進国の社債には共通点があります。一点目は、バランスシートが健全だということ。二点目は、同水準の格付けの債券を比較してみると、エマージング社債も先進国が発行している社債と同等のパフォーマンスを得られているということです。

それにも関わらず、先進国の社債と同じように関心を持たれないのが不思議です。同じB格の社債でも米国の銘柄よりもエマージングの銘柄の方がパフォーマンスは良いこともあります。グロス・レバレッジなどのファンダメンタルズを見ても、エマージング市場は米国社債市場を下回っています。

——最近、日本の新聞では中国に関する見通しや見解が不透明であったり、マイナスの趣旨のコメントが多かったりします。専門家として、中国をどのように捉えていますか？

今年5月に私のチームが調査を行った不動産セクターについてお話ししたいと思います。現地に到着し、小都市から大都市までショッピングセンターやマンション、建設現場などを調査し、わかったことが二点ありました。

一点目は、中国の不動産セクターには、国全体で抱えているような共通のリスクテーマが無いということです。バブル状態の都市もあれば、インフラが未整備の都市もあるし、需要と供給の条件もそれぞれ異なっており、地区や都市ごとに多様性があるというのが特徴的でした。つまり、中国の不動産市場全体が崩壊してしまうようなリスクはないと考えられます。

二点目は、貯蓄率が高いということです。金融危機によって米国の不動産セクターに大きなダメージが生じた頃の米国家計の貯蓄率は限りなくゼロに近かったのですが、現在中国の貯蓄率は25%や30%と言われています。これは住宅価格の下落、リスクに対して一定のクッションがあることを示しています。

これら二点の側面から、最終的に我々のチームは、選択的に中国の不動産関連債券の買い増しを実施しました。中国に関しては、リスクがやや過大に見られている向きがあるのではないのでしょうか。

経済や市場等についての過去データあるいは一時点における予測値は、将来の動向を示唆あるいは保証するものではありません。本資料は、一般的な市場動向や、産業およびセクター動向、あるいは広範囲にわたる経済、市場および政治状況について説明したものであり、いかなる投資アドバイスを推奨するものではありません。本資料に記載された市況や見通し等は、本資料作成時点での弊社の見解であり、将来の動向や結果を示唆あるいは保証するものではありません。また、将来予告なしに変更する場合があります。

## 追記

本資料は、情報提供を目的としてゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社(以下「弊社」といいます。)が作成した資料であり、特定の金融商品の推奨(有価証券の取得の勧誘)を目的とするものではありません。

本資料は、弊社が信頼できると判断した情報等に基づいて作成されていますが、弊社がその正確性・完全性を保証するものではありません。

本資料に記載された過去のデータは、将来の結果を示唆あるいは保証するものではありません。

新興国市場の有価証券は、流動性が低く、変動性が高い場合があり、為替の変動や政治的な不安定さなどを始めとする追加的なリスクがあります。

本資料に記載された見解は情報提供を目的とするものであり、いかなる投資助言を提供するものではなく、また個別銘柄の購入・売却・保有等を推奨するものでもありません。記載された見解は資料作成時点のものであり、将来予告なしに変更する場合があります。

個別企業あるいは個別銘柄についての言及は、当該個別銘柄の売却、購入または継続保有の推奨を目的とするものではありません。本資料において言及された証券について、将来の投資判断が必ずしも利益をもたらすとは限らず、また言及された証券のパフォーマンスと同様の投資成果を示唆あるいは保証するものでもありません。

本資料の一部または全部を、弊社の書面による事前承諾なく(I)複製、写真複製、あるいはその他いかなる手段において複製すること、あるいは(II)再配布することを禁じます。

© 2014 Goldman Sachs. All rights reserved. <132940.OSF.MED.OTU.>

ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第325号  
日本証券業協会会員  
一般社団法人投資信託協会会員  
一般社団法人日本投資顧問業協会会員