

エマージング債券の復活

2014年上期の振り返りと下期の見通し

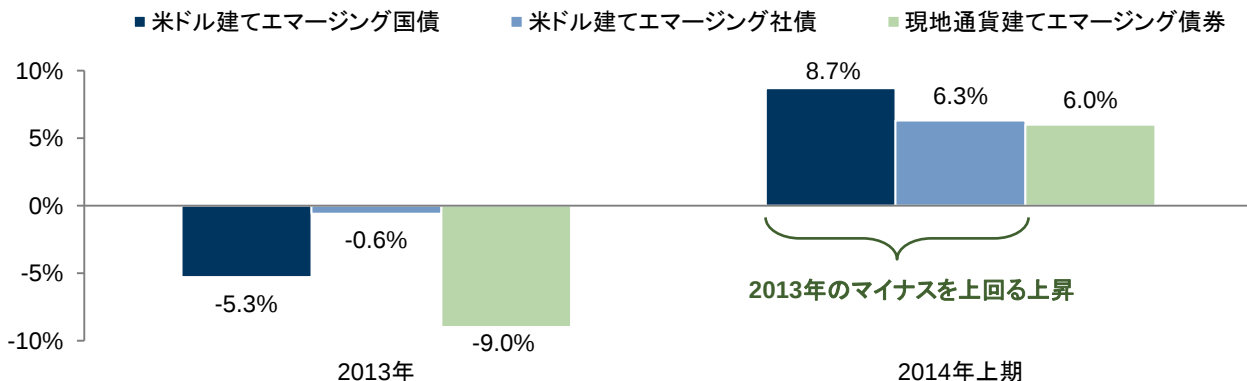
2014年7月

情報提供資料

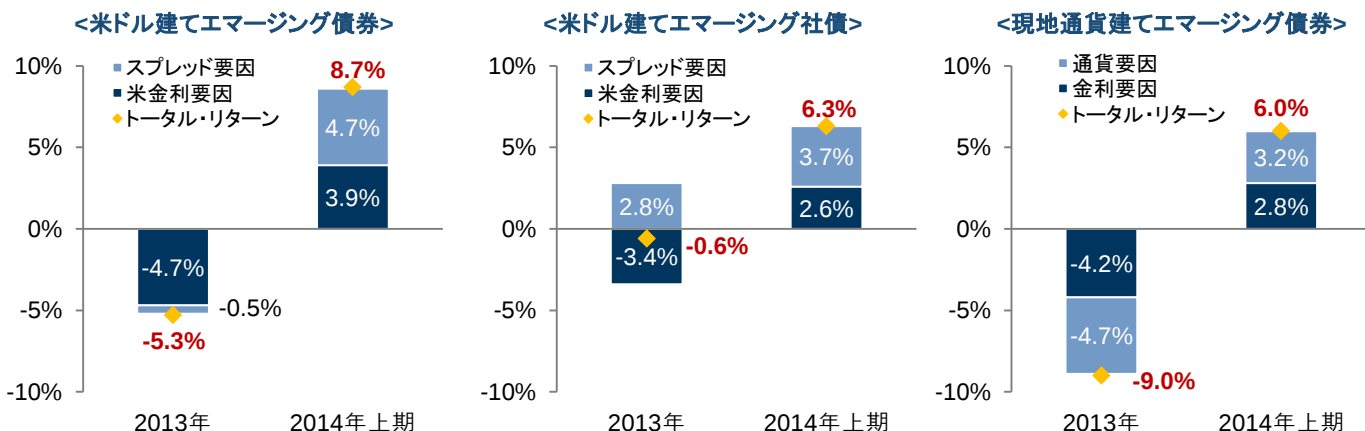
2014年上期 エマージング債券の復活

- 2014年上期の6ヵ月間、エマージング債券は総じて好調な結果となりました。第1四半期に一時逆風が吹き、エマージング市場に対する懸念(中国経済の減速、ロシア／ウクライナ情勢に絡む地政学リスクの高まり、タイにおける軍のクーデター、各国の選挙(コロンビア、インド、南アフリカ等)、アルゼンチンのテクニカル・デフォルトの可能性)が数多く見られましたが、エマージング債券はそれら不透明要因を乗り越える形で第2四半期に大きく上昇する展開を見せました。
- エマージング債券を、①米ドル建て国債、②米ドル建て社債、③現地通貨建て債券、と3つに区分してみると、2013年はマイナスの年となっています。対して2014年のリターンを見るといずれも上昇に転じており、①米ドル建て国債および②米ドル建て社債に関しては、2014年上期のリターンが2013年の下落幅を上回っています。2014年上期の上昇の背景は、米金利の低下並びにスプレッドの縮小の両方から恩恵を受けており、米金利の低下による寄与はトータル・リターンの40~45%ほどを占めています。一方、③現地通貨建て国債に関しては2014年に上昇しているものの、2013年の下落幅を打ち消すほどの回復はなく、2014年下期に期待が持ち越されています。

エマージング債券 トータル・リターン比較



エマージング債券 リターン内訳



出所: JPモルガン 期間: 2013年12月末~2014年6月末(米ドルベース)

米ドル建てエマージング国債: JPモルガンEMBIグローバル・ダイバーシファイド、米ドル建てエマージング社債: JPモルガンCEMBIブロード・ダイバーシファイド、現地通貨建てエマージング債券: GBI-EMグローバル・ダイバーシファイド



Asset
Management

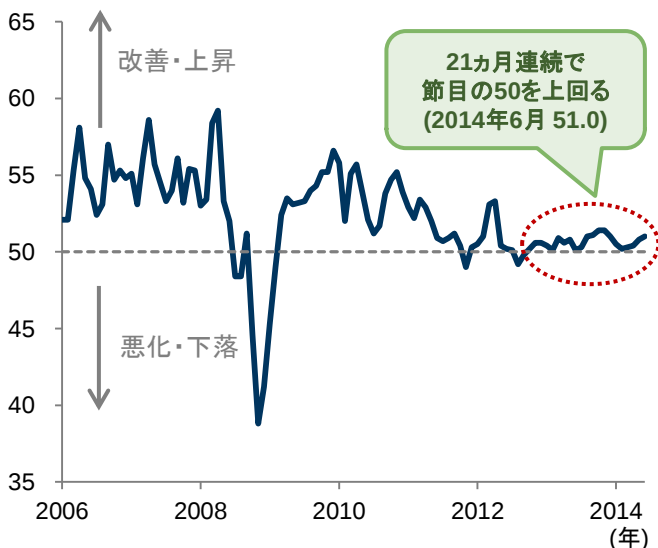
本資料は、情報提供を目的としてゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社(以下「弊社」といいます。)(が作成した資料であり、特定の金融商品の推奨(有価証券の取得の勧誘)を目的とするものではありません。上記は経済や市場等の過去のデータであり、将来の動向を示唆あるいは保証するものではありません。本資料は、弊社が信頼できると判断した情報等に基づいて作成されていますが、弊社がその正確性・完全性を保証するものではありません。本資料に記載された市況や見通し等は、本資料作成時点での弊社の見解であり、将来の動向や結果を示唆あるいは保証するものではありません。また、将来予告なしに変更する場合もあります。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)複写、写真複写、あるいはその他の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. <134424.OTHER.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

2014年上期 — 各国における懸念点は後退

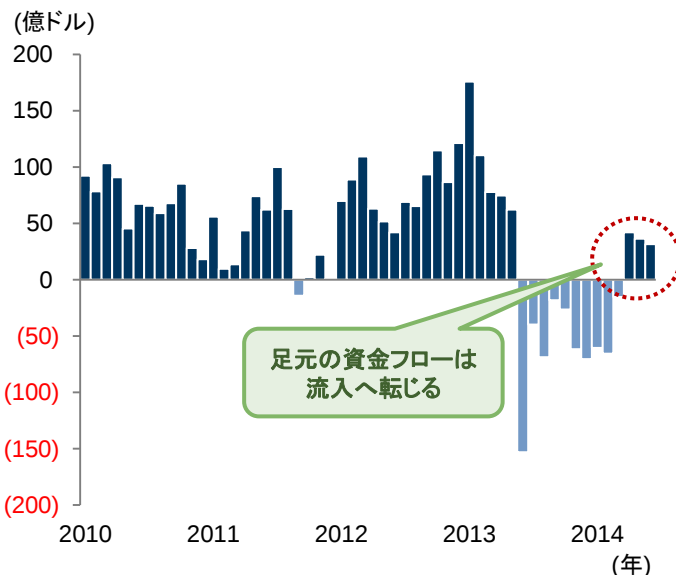
- **中国**: 中国経済減速の懸念点として、シャドーバンキングに対する不安や不動産市場の落ち込み等に焦点が当たりました。しかしながら、PMI(製造業購買担当者指数)や政策当局者による刺激策が、幾ばくか過度な悲観論を後退させています。
- **ロシア／ウクライナ**: 情勢が深刻化する中において、市場参加者はこの2カ国への投資を避け、カザフスタンやガボンなど他コモディティ産出国へ切り替えるなどの投資行動が見られました。その後、緊張が緩和方向へ向かい、ロシアによる軍事介入の可能性が低下したことで、ロシアおよびウクライナ債券のリスク・プレミアムも低下しています。
- **フラジャイル5**: 2013年、「フラジャイル5」という経常赤字の5カ国(ブラジル、インド、インドネシア、トルコ、南アフリカ)の脆弱性が話題となりましたが、通貨安や各国中銀による利上げが収支の改善につながり、フラジャイル5の脆弱性は現在では過去のものとなりつつあります(経常赤字は完全には改善されていません)。
- **アルゼンチン**: アルゼンチンの債務問題は、目下ジャーナリストの注目の的となっています。同国は支払い能力を有しており、同時に支払う意思も示しており、実際にバンク・オブ・ニューヨーク・メロンに利払いの原資を送金していましたが、米裁判所の判決により、差し戻しされています。アルゼンチンの使節団は米国に赴き、ホールドアウト債権者との協議を行っておりますが、当資料作成時点で重要な進展は見られていない状況です。
- **エマージング全体**: 最後に一番重要な点として、グローバルではエマージング債券ファンドへ資金回帰の動きが見られています。先進国国債、投資適格社債、ハイ・イールド債券等の利回りが低下する中、相対的に高いエマージング債券の利回り水準が際立っています。各国中銀の緩和策等も支援材料となり、上記の懸念点が後退していくにつれ、エマージング債券を魅力的と捉える投資家が増えつつあります。

中国PMI



出所: ブルームバーグ
期間: 2006年1月末~2014年6月末

エマージング債券ファンド 資金純流出入

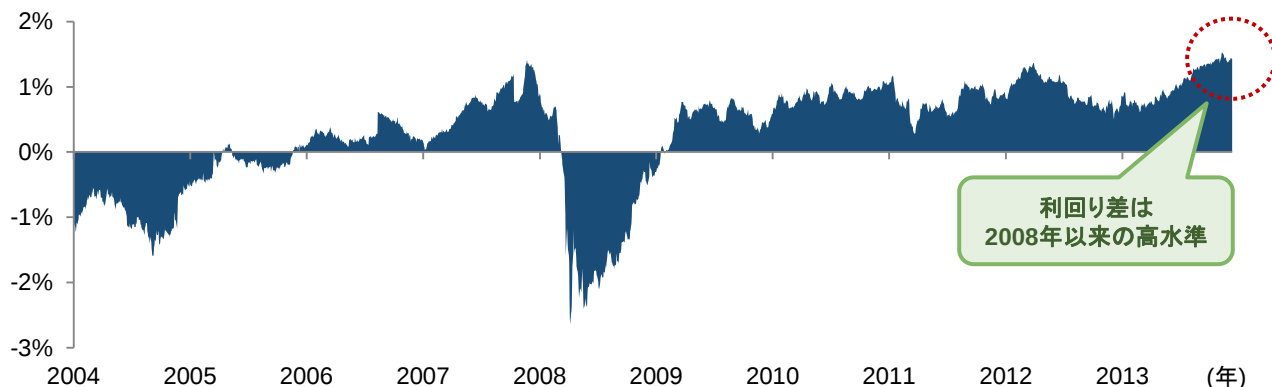


出所: JPモルガン
期間: 2010年1月~2014年6月

2014年下期 — GSAMの見通し

- **より銘柄選択が重要に:** 2014年の年初、弊社では「本年のエマージング市場は“多様化”と“バリュエーション”がテーマとなる」との見解を示しました。年の半分が終わったところで振り返ると、一時ボラティリティの高まりがマーケットで見られましたが、概ね弊社の予測通りの動きとなっています。エマージング通貨・債券における国別パフォーマンス格差は顕著であり、まさに多様化とバリュエーションがテーマとなりました。2014年下期においても、60カ国以上にのぼるインデックス構成国各国の見通しは様々であり、銘柄選択は今まで以上にその重要性を増していくと見ています。
- **米金利上昇への備え:** 2013年に見られたエマージング債券の下落は、米国の量的緩和縮小懸念に端を発したものであり、「米金利上昇＝エマージング債券の下落」といったイメージが投資家に焼き付いてしまったかもしれません。しかしながら、足元の市場環境は変化しており、米金利が上昇したとしても、エマージング債券は2013年と同等の影響を受ける可能性は低くなっていると考えられます。市場において、米金利上昇の可能性は既に幅広く議論されており、直近のスプレッド動向も過去に比べて米金利との相関を弱めています。また、成長期待に基づく米金利の上昇は、エマージング債券を含むリスク資産全般に追い風となる可能性が高いと見ています。加えて、米金利の上昇に備え、弊社では米ドル建てエマージング債券の投資の際はデュレーションの短期化が有効であると見ています。
- **中国はハードランディングではなくソフトランディングを予想:** 中国経済成長の減速やシャドーバンキング問題、不動産市場の落ち込み等は市場に動揺を与えてきました。弊社では、中国が少なからず問題を抱えていると認識する一方、弱点を防御し得る多くの策を有しているとも見ています。今後、ネガティブ・サプライズの可能性を全て排除することは出来ないものの、ハードランディングに陥る危険性は依然として低いと見ています。
- **中東問題:** 2014年、シリア／イラク情勢、イスラエル／パレスチナ情勢の緊迫化等の問題が散見されます。原油価格はこれらのヘッドラインに反応しており、さらに情勢が激化した際にはリスク資産全般も影響を受ける可能性があります。しかしながら、過去のこのようなイベントに対する市場の反応は短期的に終わる傾向があります。
- **投資家の利回り追求は継続:** 足元、ほぼ全てのリスク資産は一様に上昇していますが、エマージング債券は(2013年の下落を挟んでいることで)、未だ相対的に魅力的なバリュエーションを有していると見ています。ボラティリティの高さを認識する必要がありますが、エマージング債券の中でも特に現地通貨建てエマージング債券の利回り6.5%は際立っており、更なるアップサイドを期待出来ると見ています。エマージング諸国の金利は先進国よりも高く、為替水準も含めて、投資家の利回りを追求する現在の環境に適していると考えられます。

利回り差推移 (現地通貨建てエマージング債券－米ドル建てエマージング債券)

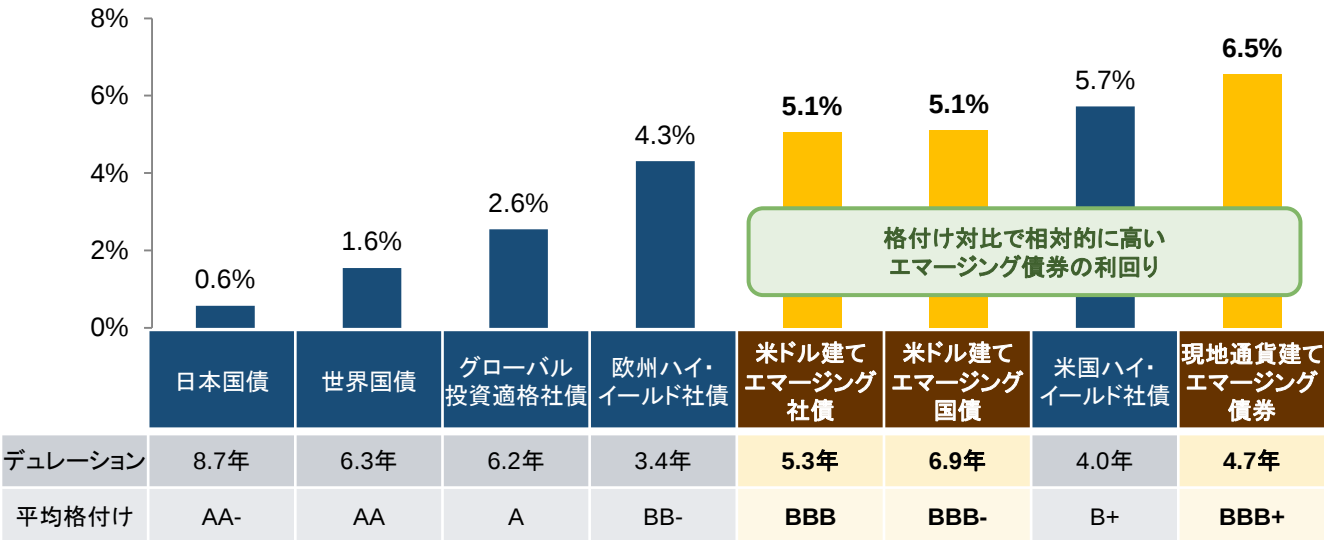


出所: JPモルガン 期間: 2004年6月末-2014年6月末 米ドル建てエマージング国債: JPモルガンEMBIグローバル・ダイバーシファイド、現地通貨建てエマージング債券: GBI-EMグローバル・ダイバーシファイド

エマージング債券の復活

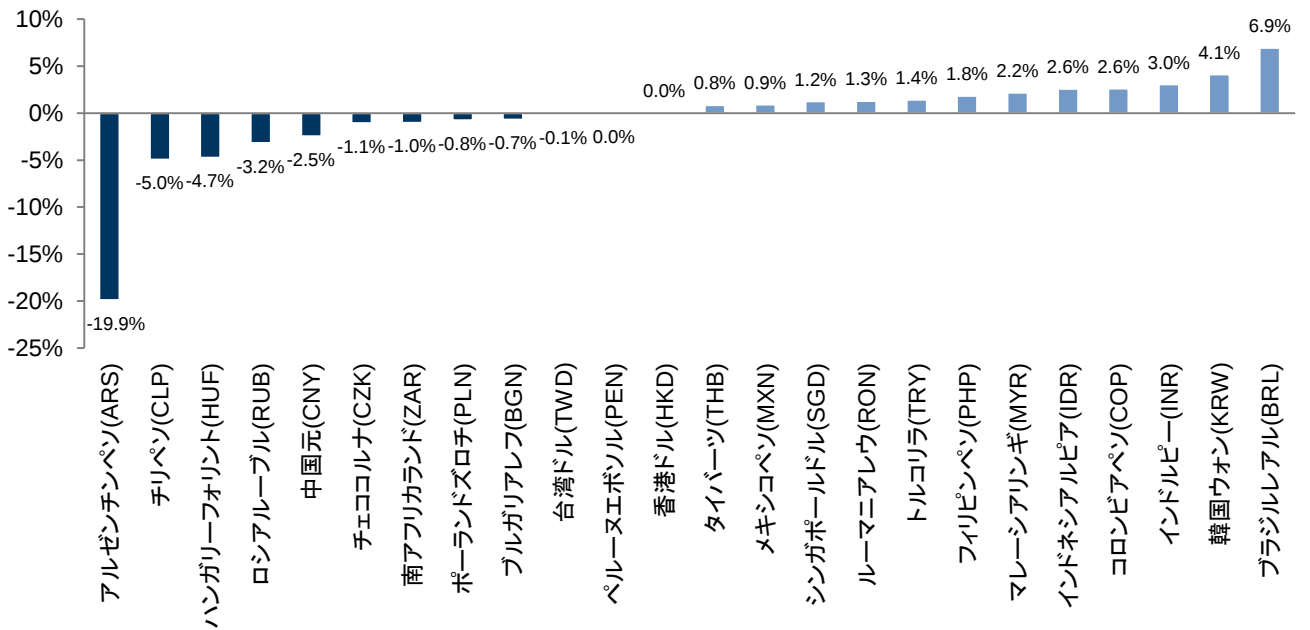
2014年上期の振り返りと下期の見通し

主要債券セクター利回り比較



出所: シティ、パークレイズ、JPモルガン 時点: 2014年6月末
 日本国債: シティ日本国債インデックス、世界国債: シティ世界国債(除く日本)インデックス、グローバル投資適格社債: パークレイズ・グローバル・アグリゲート・コーポレート・インデックス、欧州ハイ・イールド社債: パークレイズ 汎欧州ハイ・イールド社債、米ドル建てエマージング社債: JPモルガン CEMBIブロード・ダイバーシファイド、米ドル建てエマージング国債: JPモルガン EMBI グローバル・ダイバーシファイド、米国ハイ・イールド社債: パークレイズ 米国ハイ・イールド社債、現地通貨建てエマージング債券: GBI-EM グローバル・ダイバーシファイド

各通貨年初来リターン(対米ドル)



出所: ブルームバーグ 期間: 2013年12月末-2014年6月末