

インサイト

シナジー効果；エマージング外貨建て債投資への総合的アプローチ

2017年5月

エマージング外貨建て債市場の社債と国債の投資をひとつのポートフォリオのなかで行うことで、投資地域及びテーマを多様化することが出来、ダウンサイド・リスクを軽減できると考えています。

この10年間で、エマージング外貨建て債市場の投資ユニバースは成長進展し、市場の構成も変わりました。実は国債よりも社債のほうが発行額は多くなっています(図1参照)。

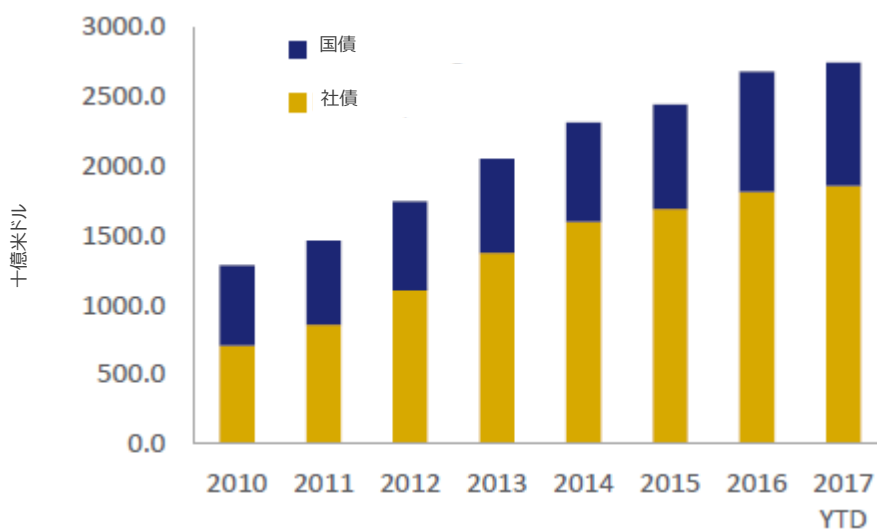
外貨建て債市場は、投資家がエマージング市場に投資をしようとする際に取っ掛かりとなる資産クラスでしたが、社債市場の成長によって、より多くの投資機会が提供されてきています。しかし、社債市場の市場規模は1.8兆米ドルに上るにもかかわらず、国際的にエマージング社債専門の投資家層の伸びは市場の成長に遅れをとっています。

ここでは、エマージング外貨建て債市場全体に投資を行うアプローチが、それぞれの資産クラスが提供する投資機会を活用することに役立ち、ポートフォリオの投資地域及びテーマの分散をしながら、流動性、格付け、ボラティリティにも改善が期待できるという点について触れていきたいと考えています。



ヤナ・ベレボバ アンソニー・ケトル
エマージング債チーム
ポートフォリオ・マネジャー

図 1. 発行額



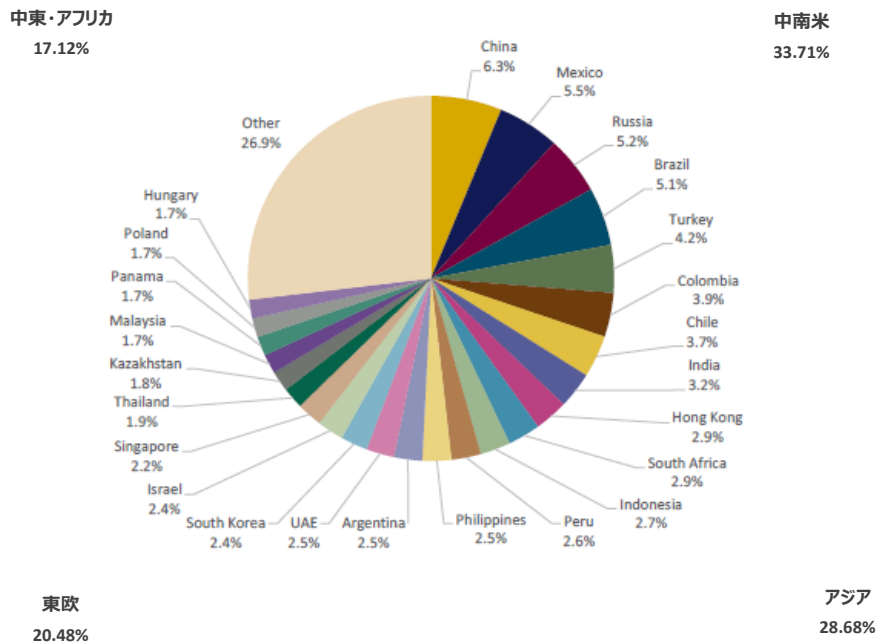
出所：JPモルガン、2017年3月末

総合的アプローチを選択する理由

1.分散効果

総合的アプローチによって、投資地域及びテーマの分散を図ることが出来ます。国債の投資ユニバースは60カ国以上で構成されていますが、中南米が占める割合が大きく、アジア及び中東の国は限定されています。しかし、社債はこの反対となります。そのため、国債及び社債の両方に投資を行うことで、それぞれの資産クラスの極端な特徴を緩和することが出来、よりバランスの取れた投資ユニバースを実現することが出来ます。

図 2. 国債及び社債を組み合わせることで投資ユニバースを分散



出所：JP モルガン、2016 年 9 月末

2.より高い流動性、より低いボラティリティ

社債市場は、特定の国内投資家の「パイ・アンド・ホールド」という投資手法によって一部の市場では流動性が低くなっていますが、これは同時にボラティリティも低いということを示しています。国際市場での国債への投資では流動性を高めることができませんが、同時にボラティリティも高まります。両方の市場に投資を行うことで、ボラティリティを低減しながら、ポートフォリオの流動性も高い水準を維持出来ると見えています。

3.格付けの向上

国債のポートフォリオに社債を取り入れることで、格付けを高めることが可能です。企業が国際的な発行を行うには、より高い信用力が求められる一方、信用力の高い国債は国内市場が発達していることから国際市場で発行する傾向が弱まります。例えば、インドのマクロ経済ストーリーは魅力的ですが、すべての国債の発行は現地通貨建てで行われているため、海外投資家は外貨建て国債への投資を行うことが出来ません。そのため、海外投資家がインドの外貨建て債に投資したいと考えた場合、投資できる資産は原則、社債となります。

4.デュレーションの短期化

先進国の中央銀行が異次元の緩和策を解消しつつある中、いくら上手く行ったとして

も、米国債をベース金利とすることから資産クラスに与える影響は相応にあり、エマージング債券は金利上昇による影響を受けるとみています。しかし、堅調な経済回復がみられるなか、社債の高利回りで景気に敏感な石油及びガスや金属及び鉱業セクターなどのパフォーマンスのほうが、国債よりも良くなる可能性が高いと考えています。さらに、30年債ひいては100年債まで発行が出来るしまう国債と比較して社債のほうがデュレーションは短くなっています。そのため、デュレーションが短く、高利回りの社債で、米国債への感応度が低いものへの投資を通じてポートフォリオ全体のデュレーションを短期化することが可能となります。

良好なエントリー・ポイント

エマージング市場への投資が好機と考える理由はいくつもあります。

トランプ政権からの影響は限定的

トランプ政権がエマージング市場にマイナスの影響を与えるのではないかという当初の懸念は、これまでのところ根拠のないものと映ります。選挙キャンペーン中にしてきた過激な発言や貿易保護主義政策を実行に移すという動きは今のところほとんどみられません。そのため政策の実現にはより漸進的なアプローチがとられ、これにより米国債金利の上昇は、エマージング資産が十分に対処することの出来るより緩やかなものになるとみています。

エマージング諸国の地政学リスクは後退

この一年間を振り返ると、2016年のブレグジットや米大統領選挙、2017年の欧州の選挙など、政治及び地政学的リスクについてエマージング諸国から先進国へのシフトがみられます。南アフリカやトルコなどエマージング諸国でも政治リスクは存続していますが、ブラジルやアルゼンチンなどの比較的大きな国での大規模な政治的混乱は解消しつつあります。

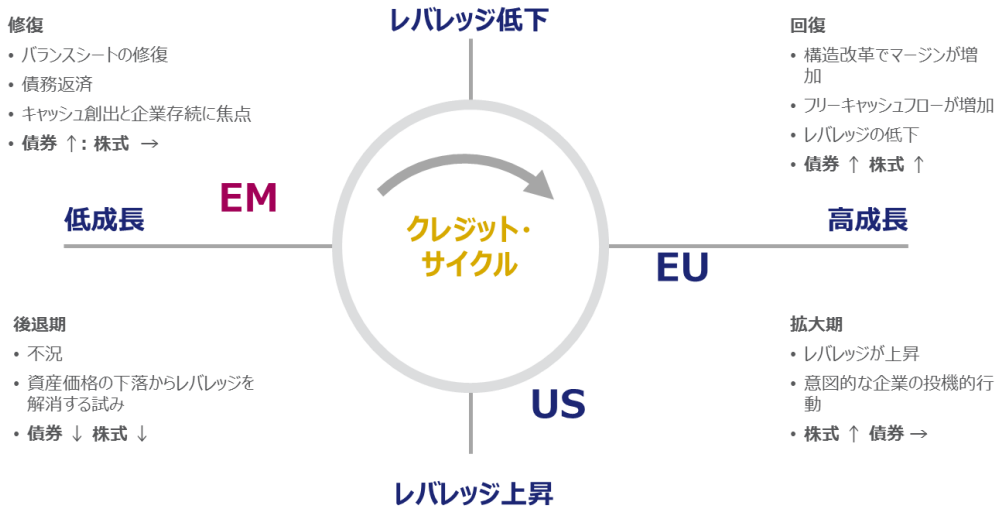
相対的に魅力的な価格水準

先進国のリスクは増したものの、価格水準は割高なままです。先進国資産と比較するとエマージング国資産の価格水準は相対的に割安な水準にあり、利回りを高め先進国のリスクを分散しようとする投資家にとっては魅力的な投資対象になっていると考えています。

企業のファンダメンタルズは改善傾向

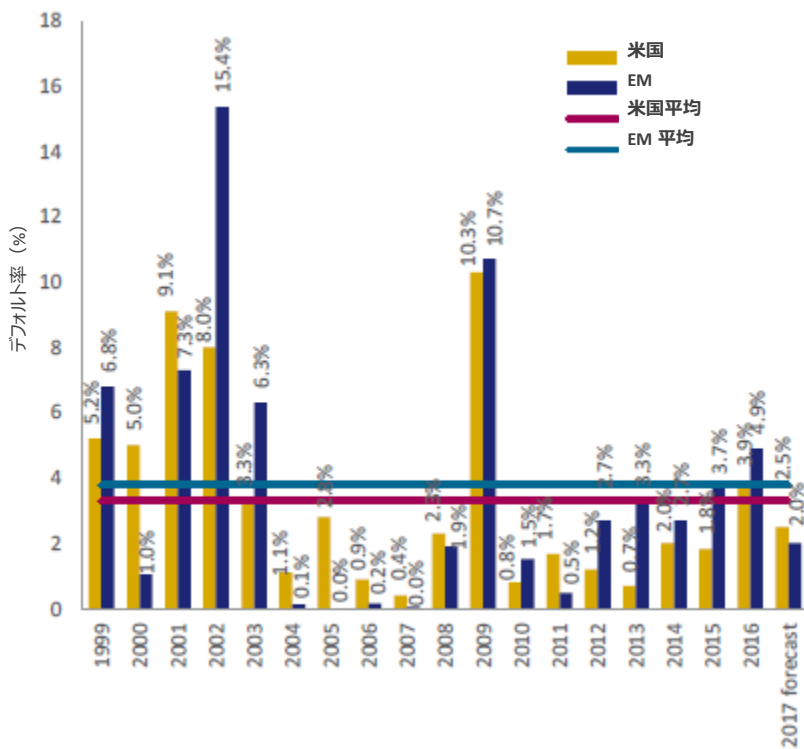
エマージング社債はデフォルト・サイクルを抜けたとされており、ベース・ケースに基づけば、2016年に5%超だったデフォルト率は2017年に2%以下まで低下すると予想しています。バランス・シートの修復は進み、ファンダメンタルズは改善傾向にあります。デフォルト率の低下と経済回復は、スプレッド資産にとってポジティブ材料です。

図 3. エマージング社債はバランス・シートの修復期



出所：ブルーベイ・アセット・マネジメント, 2017年3月末

図 4. 2017年のデフォルト率は2%以下になると予想



出所：JPモルガン, 2016年12月末

中国リスクの後退

中国の信用供与面における不均衡というリスクは続いているものの、2017年は政権移行の年であることから、当局は安定を守ることに注力するとみています。2016年末にかけて実施された資本規制によって資本流出は安定し、エマージング市場全体に対する投資家心理にも改善をもたらしました。最後に、昨年の大規模な景気刺激策によって、今年前半は良好な経済成長がもたらされており、直近の経済指標に基づけば、中国はターゲットとする経済成長を達成できる道筋を辿り、可能性は上方に傾いてきていると見えています。

現在の投資機会

エマージング外貨建て債市場では多くのアルファ獲得機会が存在していると考えており、中でも高利回り資産に投資妙味があると考えています。

クレジット	投資機会
国債	<ul style="list-style-type: none"> 個別材料のある高利回り国 リサーチが行き届いていない国 経済成長からの恩恵を受けやすい国
社債	<ul style="list-style-type: none"> 石油及びガス・セクターの準ソブリン債 ディストレスト銘柄

広範な魅力を見せる資産クラス

エマージング外貨建て債への総合的アプローチによる投資によって、地域を分散することができます。また、国債または社債のどちらかに投資をするよりもボラティリティを低くしてデュレーションを短くすることが可能で、流動性を高め、格付けも向上することができますと考えています。さらに、総合型のポートフォリオによって、運用者は資産配分を変えることが可能となり、その時々でポートフォリオの最適化を行うことができます。エマージング資産に投資を行うことを検討している投資家によって、エマージング外貨建て債への総合的アプローチの投資は魅力的なオプションになると考えています。

図 5. 各年のリターン

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	YTD 2017
EM Sovereign 10.6%	EM Sovereign 10.3%	EM Sovereign 6.3%	EM Sovereign -11.9%	EM Corporate 38.6%	EM Corporate 13.5%	EM Sovereign 7.4%	EM Sovereign 17.6%	EM Corporate 1.7%	EM Sovereign 8.6%	EM Quasi Sov 1.4%	EM Quasi Sov 11.1%	EM Sovereign 4.0%
EM Corporate 6.8%	EM Corporate 6.6%	EM Quasi Sov 4.8%	EM Quasi Sov -12.9%	EM Quasi Sov 31.7%	EM Sovereign 12.3%	EM Quasi Sov 7.3%	EM Corporate 17.0%	EM Quasi Sov -5.1%	EM Corporate 5.7%	EM Corporate 1.2%	EM Corporate 10.4%	EM Quasi Sov 3.4%
EM Quasi Sov 5.6%	EM Quasi Sov 4.8%	EM Corporate 3.5%	EM Corporate -15.4%	EM Sovereign 29.5%	EM Quasi Sov 12.1%	EM Corporate 3.2%	EM Quasi Sov 16.9%	EM Sovereign -5.3%	EM Quasi Sov 4.0%	EM Sovereign 1.1%	EM Sovereign 9.9%	EM Corporate 3.1%
Difference between the best and worst performing EM credit sub-asset classes												
5.1%	5.5%	2.9%	3.5%	9.1%	1.4%	4.1%	0.7%	3.6%	4.6%	0.3%	1.2%	0.9%

■ 国債
 ■ 準ソブリン債
 ■ 社債
 ■ 最もパフォーマンスが良かった資産と悪かった資産の差

出所：ブルーベイ・アセット・マネジメント、JPモルガン、2017年3月末

さらに、両方の資産に投資可能にすることで77カ国の500以上の発行体に投資をすることが出来るようになり、魅力的なリスク調整後リターンを得るには不可欠なボトムアップによるファンダメンタルズ分析に基づいた最適なエントリー水準を選ぶことが出来ると考えています。

資産クラスのなかで、最もパフォーマンスが良い銘柄と悪い銘柄の差は広まると考えており、銘柄及び国別選択が非常に重要となる一年になると考えています。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 1029 号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2017年5月9日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途「契約締結前交付書面」等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。