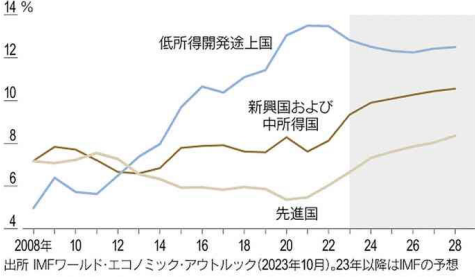


プロの羅針盤

新興国債券、高利回りで魅力的に

花井ゆき子 ティー・ロウ・プライス・ジャパン 債券運用戦略部長

(図1) 増加する財政負担(政府の一般歳入に対する金利負担)



2023年は債券市場の復活を期待しました。しかし予想外に堅調な米国経済が、米連邦準備理事会(FRB)のタカ派姿勢を長引かせ、利上げ終了時期の見極めにほぼ一年を費やす結果となりました。米地銀の破綻やしつついインフレ、債務上限問題、地政学リスクなどもあり、金利のボラティリティは高く、デュレーション(元利金の平均回収期間)管理の難しい年でした。

市場はFRBの動向に注目し、先進国金利は同調した動きをみせました。夏場からは米国債の発行増が意識されて長期利回りは上昇し、イールドカーブ(利回り曲線)はスティープ化(傾きが急になる)しました。

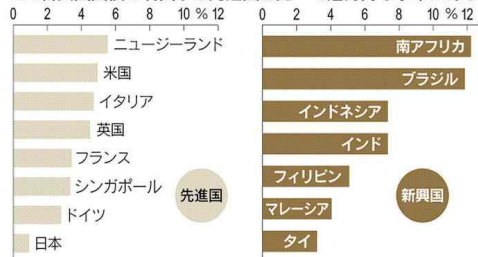
欧米先進国ではコロナ禍に実施した財政支援で負債が増加しました。プライマリーバランス(基礎的財政収支)はマイナスとなっており、利回りの上昇によって利払い負担の増加が見込まれます(図1)。今後も高水準の国債発行が予定されており、これまで買い手だった中央銀行が不在の中で、投資家の需要が市場に直接的な影響を与えるようになってきました。中銀の緊急時の資金プログラム提供などで流動性に大きな不安はないものの、国の財政状況が注目される局面も出てくるでしょう。

一方、市場では、FRBの利下げ観測が急速に強まりました。足元では米連邦公開市場委員会(FOMC)の予想水準を大きく下回る利下げが予想されています。利上げは一旦ピークを打ったとはいえ、今後の金融政策はやはりインフレなどの経済データ次第でしょう。金利レジームの転換期の中で、投資家は金融・財政両方の政策をにらんだ姿勢が求められそうです。

■**現地通貨建て新興国債の魅力**
先進国の大幅な利上げは、世界経済の成長鈍化や米ドル高を連想させ、新興国債券市場にはマイナスの影響となりました。加えてロシア・ウクライナ紛争や中東での地政学リスクの影響もあり、新興国債券市場は22年に続き23年も資金がアウトフローとなりそうです。一方、その結果として利回りは稀(まれ)に見る高水準となっています。現地通貨建て新興国債は各国の裁量で発行できるため、デフォルト(債務不履行)に陥るケースは稀です。むしろ警戒するのは自国のインフレで、沈静化のための利上げによって利回りが上昇すれば、マイナス要因となります。

先進国では最近の利上げにより債券利回りが上昇しました。一方、新興国では元々のインフ

(図2) 新興国債の利回りは先進国と比べて魅力的な水準にある



出所 ブルームバーグ・ファイナンスLP、2023年10月末時点の現地通貨建て10年国債利回り

レ水準が高かったこともあり、コロナ後早くから積極的に利上げが進み、利回りは高く魅力的な水準となりました(図2)。また、国ごとの利回り格差も大きいことから、アルファ(超過収益)の獲得機会が豊富です。現地通貨建て新興国債券インデックスの収益の源泉を分解し累積すると、長期的には利回りからのインカムの高さが際立ちます。これに価格変動と通貨リターンが若干の影響をあてえます。

一方で、リスク面では、新興国通貨のボラティリティの高さが懸念されます。ただし分散した新興国通貨のリスク寄与は短期的には高いながらも、長期的に保有した場合には低下する傾向にあります。

現地通貨建て新興国債券の一部は、世界の金利や通貨、クレジット債などに広く分散して投資する債券マルチ・セクター型戦略で使用される代表的なベンチマークにも組み入れられています。国により異なるマクロ経済や金利の方向性を見極めるためには、投資家として世界的なリサーチ体制を構築し、ユニークな資産特性にあった運用プロセスを持つことが重要です。

米国の利上げがピークを打つ中で、今後は、世界各国の差異に再び注目が集まる局面が増えるかと私たちは見えています(図3)。また、米ドル高をサポートする要因にも変化が見え始め、通貨の面でも現地通貨建て新興国債券に追い風となる可能性があります。

■**中期目線で銘柄選択**
新興国債券市場の投資対象には、この他に主に米ドル建てやユーロ建ての新興国ソブリン

債、新興国社債といったクレジット債があります。国や企業の信用力の変化や安定性を見極めれば、先進国対比で高いスプレッド・プレミアムが享受できる投資対象です。新興国債券の信用力はトリプルAから投資不適格のCやDまで幅広く、マクロ経済の状況や金融・財政政策、政治状況、構造改革などの影響を受けます。

これに加えて、市場で取られているポジションの偏りや需給動向などのテクニカル、バリュエーション(相対的価値)を考慮し、ポジション判断を行います。

新興国においても財政は全体的に悪化傾向で、格付けの低い国のなかには、ファンダメンタルズが脆弱で実質的に破綻しているような国がいくつかあります。しかし、すでに債務のリスク(返済しやすい条件への変更)の話が進んでいる国もあり、債券の取引価格が相当に低いものもあります。ソブリン評価の経験が豊富な専任のアナリストによってこれらの投資価値を特定し、中期的なリスク見通しをベースに選別的に銘柄選択することが鍵となります。

一方で、新興国市場全体のクオリティは、インデックスへの新規採用国や除外国のリバランスによって上昇傾向にあり、ファンダメンタルズは全体としては堅調です。

最近の米国債利回りの低下で、債券資産クラスの多くが年初来でプラスリターン(米ドルベース)となっています。一方、利回り低下が始まる前の10月末時点で、年初からの高い金利ボラティリティを吸収してプラスリターンとなった債券資産ク



はない・ゆきこ 慶大法学。オリックス、三井住友信託銀行ロンドン支店、米アライアンス・バーンスタインを経て2017年米ティ・ロウ・プライス入社。債券部門のスペシャリストとして投資戦略を立案。運用経験は27年を超える。

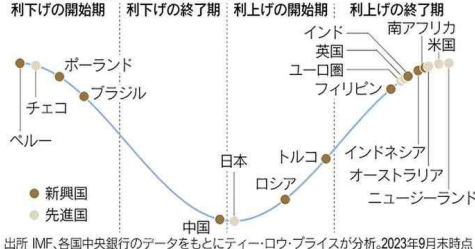
ラスは主にハイイールド債です。スプレッド・プレミアムの高さがクッションとなりました。しばらくは金利のボラティリティが高い見通しの中、国債の増発とは対照的に需給がタイトな社債投資においてキャリアを狙う戦略は有効でしょう。

新興国社債の時価総額は1兆ドル前後で、平均格付けは投資適格ですが、魅力的なハイイールド銘柄も豊富で、国や地域、産業や投資テーマなどを分散させたポートフォリオの構築が可能です。新興国のハイイールド社債市場の規模は、すでに欧州を上回っています。

債券の運用者は、景気減速で金利が低下するとリターンが上昇することから、よく冗談で「我々は悲観論者だ」と言いますが、同時に「コントラリアン(逆張り)型」であると思っています。個別債券の本質的な信用力を見極め、市場評価とのゆがみを捉えることがアルファにつながるからです。徹底した分析を基に、中期的な信用力の見通しをしっかりと持ち、短期的な理由や市場のセンチメントなどで割安となっている銘柄を選択することが成果につながります。

上昇した利回り水準の恩恵を安定的に享受できる市場を「債券市場の復活」として、私たちは期待しています。ただ24年もしばらくは不透明な環境が続くそうです。債券資産クラスのユニークなリターン・リスク特性を生かし、賢く利用していくことが得策でしょう。

(図3) 国ごとに金利サイクルは異なる



出所 IMF、各国中央銀行のデータをもとにティ・ロウ・プライスが分析。2023年9月末時点

※上記は2023年12月26日号日経ヴェリタスで掲載された記事の複写です。日本経済新聞社の許諾を得て掲載しています。

掲載日 2023年12月26日 日経ヴェリタス 52ページ ©日本経済新聞社 無断複製転載を禁じます。