

現地通貨建てエマージング債券 まもなく好条件が出揃う

執筆者



Ward Brown, CFA, Ph.D.
債券ポートフォリオ・マネジャー



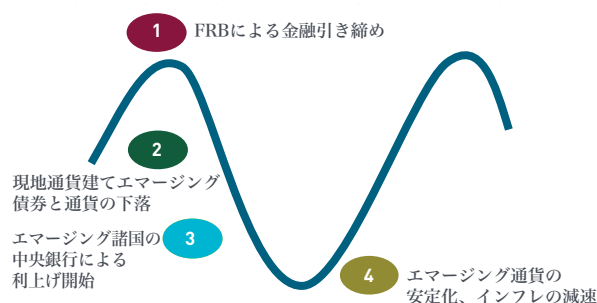
Benoit Anne
マネージング・ディレクター
インベストメント・ソリューション・グループ

現地通貨建てエマージング債券は、過去20年間にいくつかのサイクルを経験してきました。各サイクルには4つの段階があります。サイクルの第4段階では、一般的に、現地通貨建てエマージング債券のパフォーマンスは堅調です。第4段階に近づくにつれ、投資家にとって同債券のエクスポージャーの拡大が魅力的な選択肢になり得ると考えています。

現地通貨建てエマージング債券は景気に敏感な資産クラスです。なぜなら、現地通貨建て債券と通貨のバリュエーションは、当該地域の景気サイクルの状況に応じて継続的に調整される中央銀行の政策金利の影響を受けるためです。また、エマージング諸国の景気サイクルは、米国の景気サイクルに敏感に反応します。ただし、反応する程度はサイクルごとに異なっています。現地通貨建てエマージング債券の典型的なサイクルは、次の4つの段階により特徴付けられます(図表1参照)。

1. 米連邦準備制度理事会(FRB)が利上げサイクルを開始。この段階では、経済成長を支えるためにエマージング諸国の金融政策は緩和的になっていることが多く、経常赤字が拡大する一因となっています。
2. FRBの利上げサイクルが続き、現地通貨建てエマージング債券と通貨は下落。これを受けて、エマージング諸国の中央銀行は通貨の安定とインフレ対策のために利上げを開始します。
3. 成長が鈍化し、FRBは利上げサイクルを停止。経済成長および企業利益が鈍化し、リスク選好は低下する傾向があります。リスク選好の低下はエマージング通貨にさらなる圧力をかけ、エマージング諸国の中央銀行は利上げを余儀なくされます。この段階での経済成長の鈍化は、ソフトランディングかハードランディングどちらの可能性もあります。どちらの結果になるかは、いくつかの要因によって左右されます。その一つはFRBの利上げ停止期間の長さです。2016年にFRBは一度だけ利上げを行った後停止し、2019年には2018年12月の最後の利上げからあまり間を置かず利下げを示唆し始めました。これらのケースはいずれもソフトランディングで収まりましたが、後者については、その後パンデミックに見舞われました。
4. FRBがハト派に転じ、利下げを開始。利下げの開始により、リスク選好が安定し、成長回復の基礎が形成されます。エマージング通貨は上昇し、インフレは低下します。また、現地通貨建てエマージング債券の実質利回りの上昇は資本流入をもたらします。最終的に、エマージング諸国の中央銀行が金融緩和を開始します。この段階では、パフォーマンスは全体的に好調で、現地通貨建てエマージング債券価格は上昇、金利は低下、通貨は上昇します。

図表1: 現地通貨建てエマージング債券のサイクル

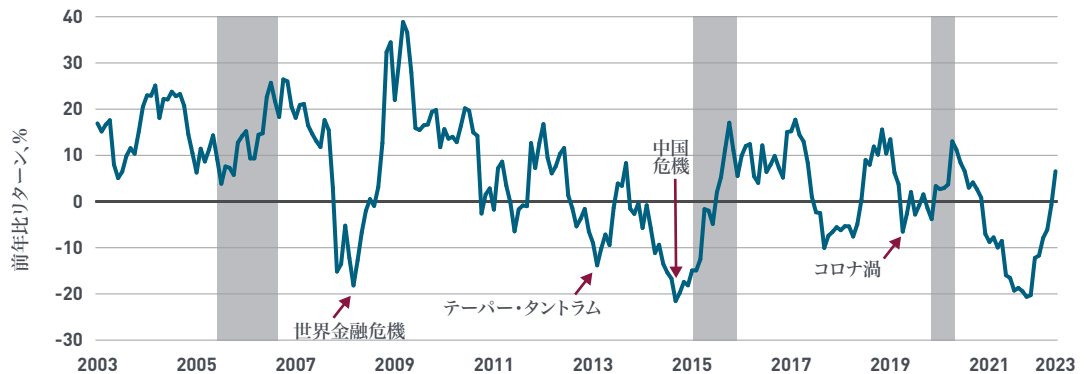


上記は例示のみを目的としています。

過去、現地通貨建てエマージング債券は4つのサイクルを経験しました(補足1参照)。

図表2:FRBの利上げ停止と現地通貨建てエマージング債券のパフォーマンス

■ 現地通貨建てエマージング債券のリターン ■ FRBの利上げ停止



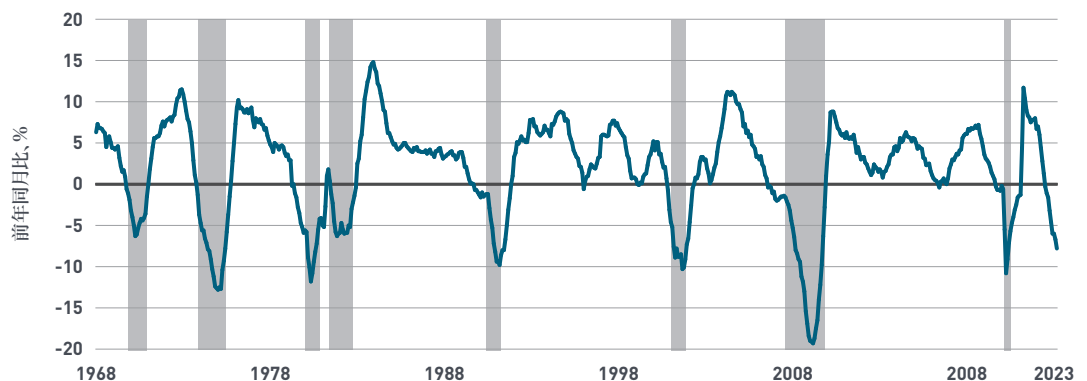
出所: Bloomberg。2023年4月までの月次データ。現地通貨建てエマージング債券のリターン=J.P. Morgan GBI-EM Diversified Composite USD Unhedged, JGENVUUG index。網掛けの部分は、(景気抑制的な水準まで金融引き締めを行った後の)FRBの利上げ停止期間を示しています。過去の運用実績は将来の結果を保証するものではありません。

現在、現地通貨建てエマージング債券のサイクルの第何段階にいるのか？現在、第3段階であると考えています。FRBは利上げ停止に近づいています。現時点で、市場は2023年7月までに25ベースポイントの利上げがもう1回あることを織り込んでいます。加えて、景気先行指数は経済成長の鈍化を示唆しています。図表3は、米国の景気先行指数の推移を示したものです。この指数は、1年以内に景気後退入りすることを示唆しています。米国のイールドカーブなど他の指標も同様の兆候を示しています。また、企業利益の伸びも鈍化しています。

しかし、通常第3段階の終了の特徴となるリスク選好の低下を市場はまだ示していません。社債スプレッド、株式ボラティリティ、株式リスクプレミアムなどのリスク指標は、リスク選好が相対的に低下したことを示唆するほど高い水準に達していません。

図表3:米国の景気先行指数と景気後退

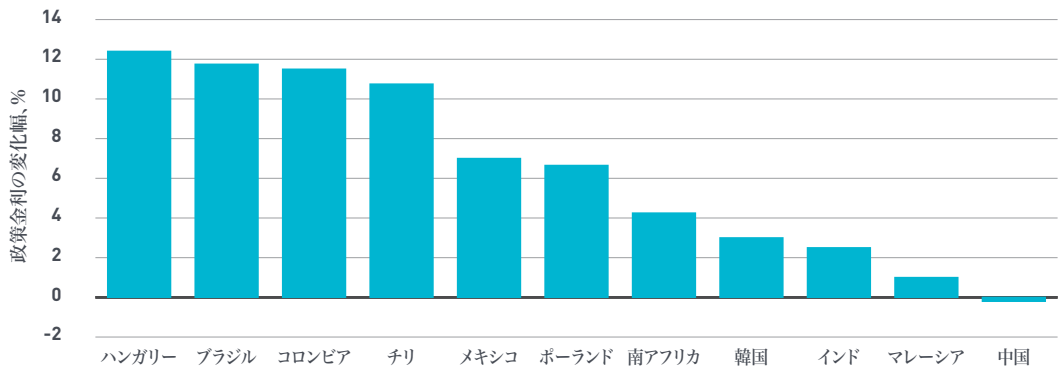
■ 景気先行指数 ■ 景気後退



出所: Bloomberg、コンファレンス・ボード、全米経済研究所(NBER)。1968年1月～2023年3月の月次データ。網掛けの部分は、NBERが定義する米国の景気後退を表しています。コンファレンス・ボードの米国景気先行指数は、10の景気先行指標を集計したものです。

この資産クラスは、FRBが利下げを行っている第4段階の初期に投資妙味があり、その段階になって初めて現地通貨建てエマージング債券のオーバーウェイトを検討すべきと考えます。その理由は、第3段階でのリスク選好の低下により、通常、エマージング通貨と現地通貨建てエマージング債券がともに一段と下落し、投資家にとって長期的に魅力的なバリュエーションとなる可能性があるためです。

図表4:2020年末以降のエマージング諸国の中央銀行による金融引き締め



出所: Bloomberg, 2023年5月2日現在。2020年末以降の金融引き締めにおける政策金利の変化幅です。

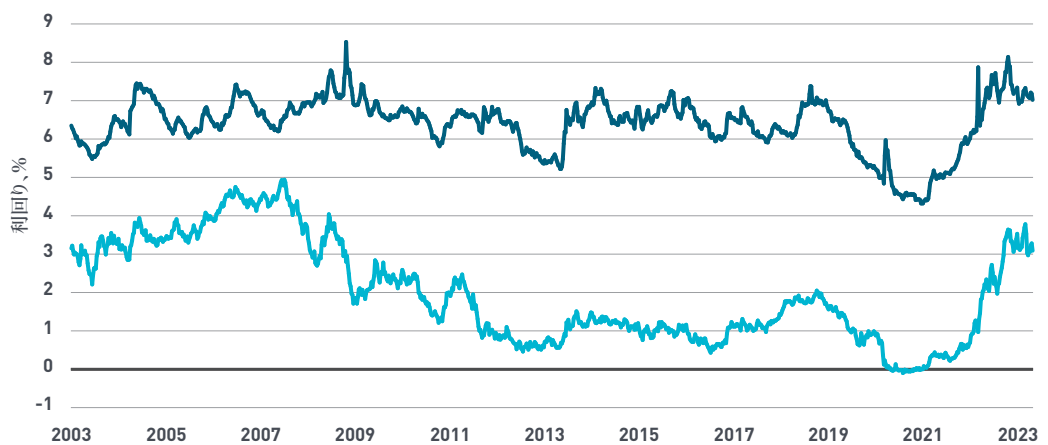
第4段階は、現地通貨建てエマージング債券への配分を進める時期として相対的に魅力的であると思われます。しかし、現段階で現地通貨建てエマージング債券への配分を一部増やすことも魅力的な選択肢になり得ると考えています。

1. 今回のサイクルの重要な特徴は、エマージング諸国の中央銀行が先行して利上げを行ったことです。通常、エマージング諸国の中央銀行はFRBの後に利上げを開始します。しかし、今回のサイクルでは、エマージング諸国の中央銀行はFRBよりも先に利上げを開始し、すでに金融政策を大幅に引き締めています(図表4参照)。その結果、多くのエマージング通貨のキャリー水準は非常に高く、第3段階での通貨安を抑制するのに寄与するとみられます。
2. ソフトランディング。MFSの基本シナリオではないですが、FRBの利上げサイクルがソフトランディングという結果に繋がる可能性があります。程度の差こそあれ、ハードランディングの場合と同様にこのシナリオでもFRBは利下げを行う可能性があると考えられます。しかし、ハードランディングのシナリオとは異なり、FRBの利下げにかなり先行して、エマージング通貨を含むリスク資産が上昇し始める可能性があると考えています。
3. ハードランディングでの米ドルの強さは限定的。いくつかの指標によれば、米ドルは2022年に大幅に上昇した結果、すでに割高となっているとみられます。
4. 現地通貨建てエマージング債券のバリュエーションは魅力的。これは先進国債券対比で特に明らかで、先進国市場で大幅に利回りが上昇したにもかかわらず、エマージング債券の利回りは依然として先進国債券よりも約3%高くなっています(図表5参照)。アジアを除く大半のエマージング諸国の中央銀行は、政策金利を非常に高い水準まで引き上げ、現在は利上げを停止しています。現地通貨建てエマージング債券市場のベンチマークとして広く使用されているJ.P. Morgan GBI-EM GD指数の利回りは現在、約7%です¹。インフレと成長率はともに鈍化しており、ハードランディングのシナリオでもエマージング諸国の中央銀行が利上げの再開を余儀なくされる可能性は低いと考えられます(図表6参照)。

5. エマージング通貨の価値も魅力的であるとみています。現在、米ドル/ユーロバスケットに対してエマージング通貨バスケットは実質ベース、すなわち、エマージング諸国と米国・ユーロ圏とのインフレ格差を考慮したベースで、数年ぶりの安値付近で取引されています(図表7参照)¹。また、エマージング通貨のバリュエーションは歴史的にコモディティ価格と正の相関を示していますが、足元エマージング通貨は昨年のコモディティ価格の上昇に対し出遅れています。このため、成長率の鈍化に伴いコモディティ価格が下落した場合でも、エマージング通貨の下落は限定的となる可能性があります(図表8参照)。

図表5: 現地通貨建てエマージング債券利回りと先進国債券利回りの比較

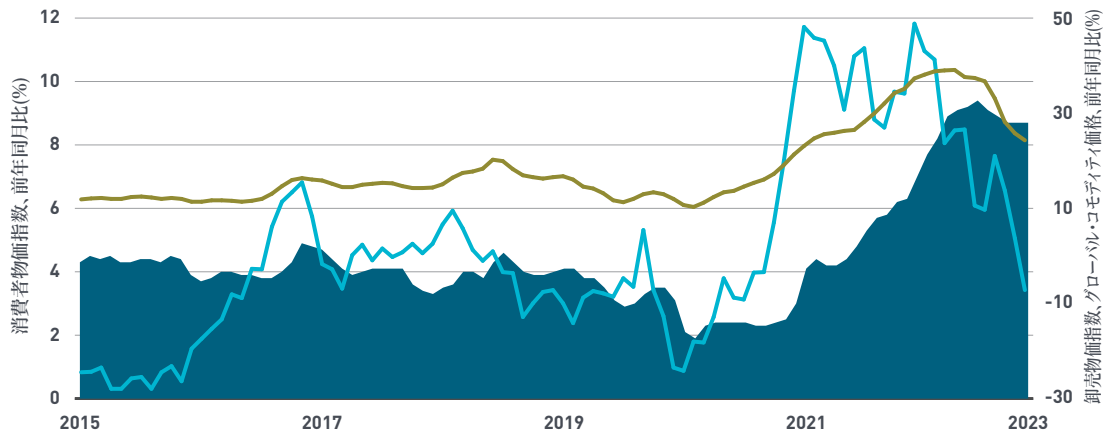
■ 現地通貨建てエマージング債券利回り ■ 先進国債券利回り



出所: Bloomberg, 2003年1月3日~2023年5月2日の週次データ。現地通貨建てエマージング債券利回りは、J.P. Morgan GBI-EM Diversifiedの最終利回り。先進国債券名目利回りは米国5年国債を67%、ドイツ5年国債を33%の比率で算出。

図表6: エマージング諸国のインフレ率は低下しつつある

■ GBI-EM消費者物価指数(左軸) ■ GBI-EM卸売物価指数(右軸) ■ グローバル・コモディティ価格(右軸)



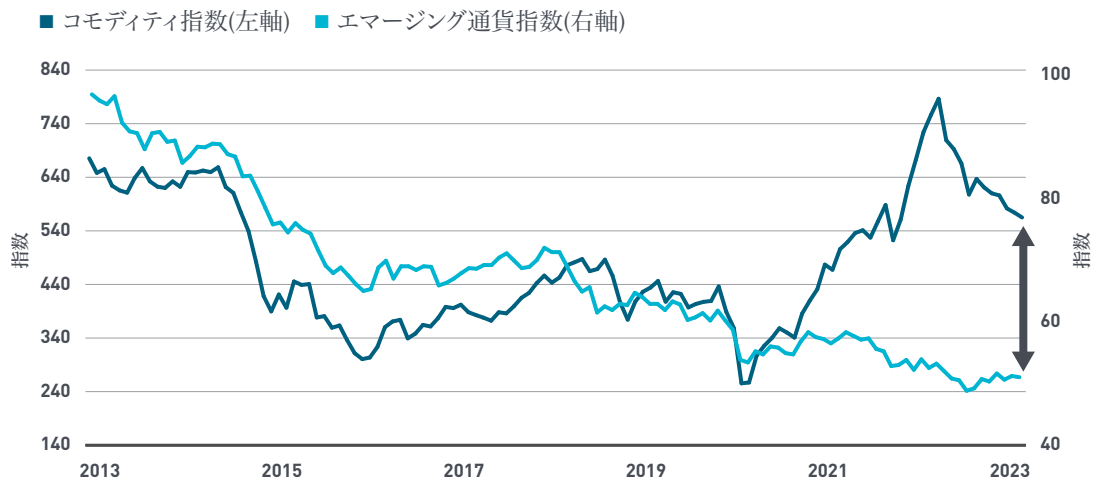
出所: 左軸 - J.P. Morgan, Bloomberg, MFSリサーチ。グローバル・コモディティ価格、EM消費者物価指数、EM卸売物価指数に関する2015年4月~2023年2月の月次データ。EM卸売物価指数は、J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Index構成国の卸売物価指数および産物物価を使用して集計され、国別の卸売物価指数をIndexの国別ウェイトで加重。2022年12月31日現在の静的ウェイトを使用。データの制限によりエジプトとドミニカ共和国は除外、フィリピンのデータは2019年1月以降のみ。グローバル・コモディティ価格はBloomberg Commodities Indexを使用。

図表7:米ドル/ユーロバスケットに対するエマージング通貨の実質為替レート・バスケット



出所: Bloomberg。2023年3月までの月次データ。2001年1月を100として指数化。各通貨の実質為替レートは、各エマージング諸国と米国・ユーロ圏との間のインフレ格差を用いて推定。参照バスケットは米ドル50%/ユーロ50%。集計されたインデックスは、16か国(フィリピン、ウルグアイ、ドミニカ共和国、セルビア、エジプトは除外)のバスケットでGBI-EMの国別ウェイトを使用。

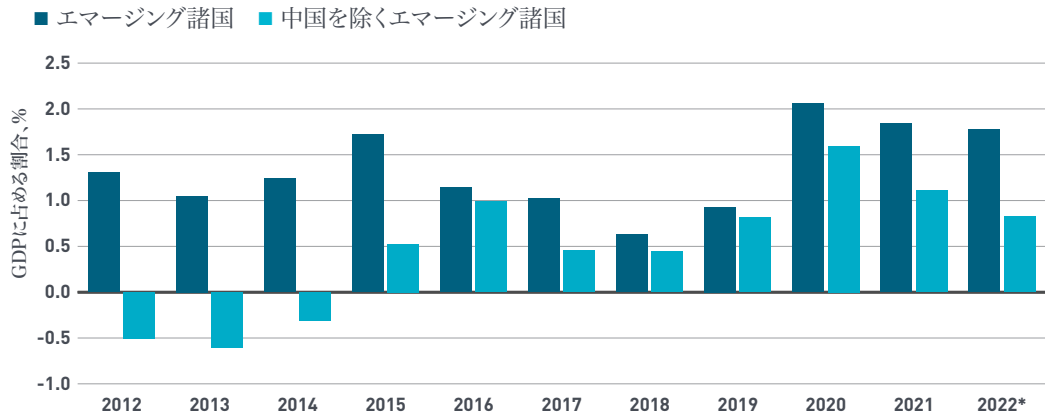
図表8:エマージング通貨およびコモディティ



出所: Bloomberg。2013年2月～2023年4月の月次データ。コモディティ指数はBloomberg Commodity Indexを使用。エマージング通貨指数はFXJPEMCS index, J.P. Morgan Emerging Market Currency Index (EMCI)を使用。

現地通貨建てエマージング債券市場は、依然として堅調なファンダメンタルズにより支えられています。経常収支と対内債券投資の純流入を合計した基礎収支がかなりの黒字になっていることからわかるように(図表9参照)、エマージング諸国の対外純資産は堅調を維持しています。世界経済の成長鈍化に直面した場合に、潤沢な対外純資産は特にエマージング諸国の外貨準備を強靱にします。

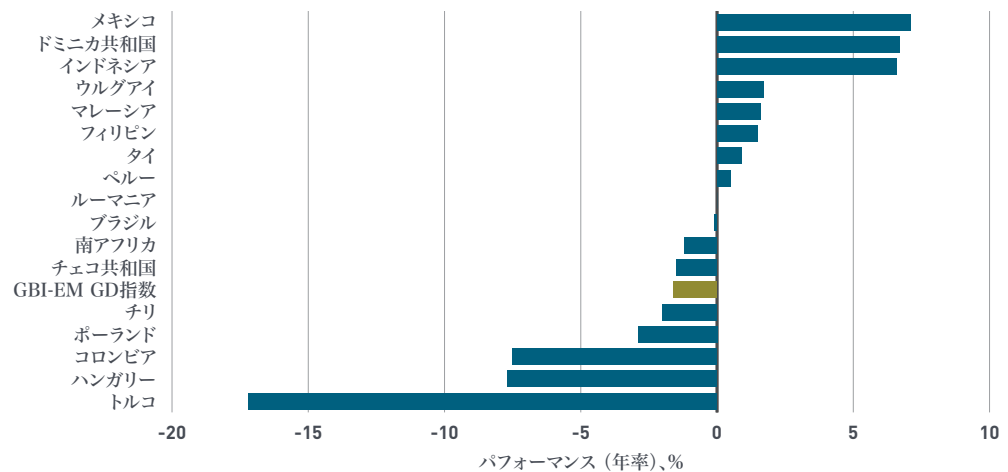
図表9:エマージング諸国の基礎収支(経常収支+対内直接投資)



出所:EIU、MFSリサーチ。2012年~2022年までの年次データ。*2022年は2022年12月31日現在のMFS予測値。基礎収支=経常収支+対内直接投資。エマージング諸国は、中国、インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ロシア、チェコ、ハンガリー、ポーランド、ルーマニア、南アフリカ、トルコ、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー、ウルグアイ。

サイクルからみた投資タイミングは、現地通貨建てエマージング債券投資の一要素にすぎないことが重要と考えます。現地通貨建てエマージング債券戦略において最も重要なのは、適切な国の選択を中心とした投資プロセスであると考えています。投資家は、グローバルのマクロ経済に基づくトップダウンの視点から現地通貨建てエマージング債券のサイクルを理解する必要があるだけでなく、同債券の投資プロセスに、確固としたソブリン・クレジット分析の枠組みを組み込む必要があります。これは、現地通貨建てエマージング債券が、エマージング通貨へのエクスポージャーを主因として、ボラティリティの高い資産クラスとなる傾向があるためです。さらに、通常、ファンダメンタルズの強さの点でエマージング諸国の中に顕著な違いがみられます。また、国別のリターンでも同様に顕著な違いがみられます(図表10参照)。そのため、強固なファンダメンタルズに支えられ、通貨価値の魅力的な上昇を見込める現地通貨建て市場に焦点を当てる必要があると考えます。現地の金融政策の動向だけでなく、デューレーション・リスクに影響を与える可能性のある現地市場のテクニカル要因を理解することも投資家にとって重要です。

図表10:現地通貨建てエマージング債券:国別指数レベルでの5年間のパフォーマンス(年率)



出所:Bloomberg、J.P. Morgan。GBI-EM GD指数は、J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Composite Unhedged USD。2018年4月~2023年4月までの5年間のリターン(年率、米ドルベース)。国別指数のパフォーマンスは、J.P. Morgan GBI-EM GD指数の構成国に基づく。

現在、現地通貨建てエマージング債券のサイクルは第4段階に近づいていると考えられます。第4段階では、一般的に、同債券のパフォーマンスは堅調です。今回のサイクルも、それに当てはまると考えています。しかし、今回のサイクルが過去のサイクルといくらか違いがあることを踏まえると、現地通貨建てエマージング債券のエクスポージャーをサイクルの第4段階に先立って拡大することは魅力的な選択肢になり得ると考えています。▲

補足1: 現地通貨建てエマージング債券の過去のサイクル

- **2004年～2006年のFRBの利上げサイクル:** 2004年の力強い世界経済成長を背景に、現地通貨建てエマージング債券は当初堅調に推移しましたが、実質的に2005年半ばから、FRBの金融引き締め政策が同債券のリターンに影響を及ぼし始めました。FRBは14カ月間利上げを停止した後、2008年に金融緩和を開始し、これが2009年に現地通貨建てエマージング債券が回復するきっかけとなりました。
- **2013年のテーパー・タントラム:** これは実際にはサイクルとはいえませんが、サイクルと類似した効果がみられました。2013年5月、当時のベン・バーナンキFRB議長が、まもなく量的緩和の縮小を始めると示唆し、グローバル市場は不意を突かれました。米国債利回りは急上昇し、現地通貨建てエマージング債券のパフォーマンスも、2014年初めまでに大きく悪化しましたが、緩和縮小の懸念が沈静化すると力強く回復しました。
- **2015年の利上げ:** 2015年から2016年にかけて、市場はFRBの新たな利上げサイクルを織り込み始め、同時期に米国経済は悪化していきました。FRBは2015年12月に最初の利上げを実施しましたが、その後すぐ、2016年1月に政策金利を再び据え置くこととしました。市場は織り込んでいたFRBの利上げを巻き戻すことになり、同年下半期の現地通貨建てエマージング債券のリターンは2桁台のプラスとなりました。
- **2018年のFRBの利上げサイクル:** 2018年までにFRBの政策金利は景気抑制的な水準に達していました。このため、FRBの政策主導による景気後退への懸念が高まったことなどから、市場のボラティリティが上昇しました。その結果、2018年8月までに現地通貨建てエマージング債券のリターンは前年同期比マイナス10%まで落ち込みました²。FRBは2019年に利下げを開始し、これを受けて同債券のリターンは2桁台半ばのプラスまで大きく回復しました。

巻末脚注

¹ 2023年5月2日現在のデータ。

² 出所: Bloomberg, J.P. Morgan。J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Composite Unhedged USD。

出所: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG®は、Bloomberg Finance L.P.およびその関連会社(以下、総称して「ブルームバーグ」)の商標およびサービスマークです。BloombergまたはBloombergのライセンサーは、Bloomberg Indexのすべての所有権を有します。Bloombergは、本資料を承認もしくは保証するものではなく、本資料に記載された情報の正確性または完全性を保証するものでもありません。また、本資料から得られる結果について、明示または黙示を問わず一切の保証を行わず、法律で認められている最大限の範囲において、一切の責任を負わないものとします。

本情報は信頼できるとされる情報源から入手したものです。J.P.モルガンはその完全性及び正確性を保証するものではありません。インデックスは許可を得て使用しています。インデックスは、J.P.モルガンの書面による事前の承認なしに複製、使用、配布することはできません。Copyright 2022, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved

当レポート中の意見は執筆者個人のものであり、予告なく変更されることがあります。また意見は情報提供のみを目的としたもので、特定証券の購入、勧誘、投資助言を意図したものではありません。予想は将来の成果を保証するものではありません。

特に記載のない限り、ロゴ、商品名、サービス名はMFS®およびその関連会社の商標であり、一部の国においては登録されています。

当社の事前の許可なく、当レポートの複製、引用、転載、再配布を行うことを禁じます。

当レポートは、情報提供を目的としてマサチューセッツ・ファイナンシャル・サービスズ・カンパニー(MFS)および当社が作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当レポートは、MFSもしくは当社が信頼できると判断したデータ等に基づき作成しましたが、その正確性および完全性を保証するものではありません。当レポートは作成日時時点のものであり、市場環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。当レポートのデータ・分析等は過去の一定期間の実績に基づくものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を保証もしくは予想するものではありません。特定の銘柄・有価証券や業種等への言及がある場合は例示目的であり、それらを推奨するものではなく、また、必ずしもMFSの現在の見方を反映しているとは限りません。当レポートは特定の金融商品もしくはファンドの勧誘を目的とするものではありません。当社が提供する金融商品は、市場における価格の変動等により、元本欠損が生じる場合があります。また、お客様にご負担いただく手数料等は、各商品、サービスにより異なり、運用状況等により変動する場合がありますため、予め金額または計算方法等を表示することはできません。当レポートに基づいてとられた投資家の皆様の投資行動の結果については、MFSおよび当社は一切責任を負いません。詳しくは契約締結前交付書面その他の開示資料等をお読みください。

MFSインベストメント・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312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