

エマージング債券市場全般：現地通貨建て市場がより魅力的

各国中央銀行の流動性供給、およびリスク性資産の価格上昇によって、エマージング債券市場ではこれまで堅調なパフォーマンスを創出してきた米ドル建てエマージング債券市場よりも、現地通貨建てエマージング債券市場のほうが今後の投資妙味が高くなっていると考えます。現地通貨建てエマージング債券はエマージング通貨リスクを内包しますが、エマージング通貨は現在過度に割安な水準となっており、米ドル建てエマージング債券市場が抱えるソプリン・スプレッド（米国債に対する上乗せ金利）よりも投資妙味があると考えます。

米ドル建てエマージング債券市場：投資適格級（IG）市場の期待リターンは低い

2008年以降続いた非伝統的金融緩和策によって、当市場ではエマージング国のファンダメンタルズと乖離する堅調なパフォーマンスが継続しています。そして、この脆弱なファンダメンタルズと堅調なパフォーマンスの格差が今後、当市場の投資機会が限定的であることを際立たせるものとなっています。今後は、過度に積みあがった米ドル建て債務の拡大が嫌気され、中長期的そして構造的な期待リターンの低下が、特に投資適格級（IG）の市場において顕著となると考えます。

現地通貨建てエマージング債券市場：通貨の期待リターンが高い

投資家がエマージング通貨に対して過小評価を継続する構図が続いています。しかし、現地通貨建てエマージング債券市場においても利回りは低水準であるものの、エマージング各国が利下げサイクル最終局面におけるもう一段の利下げを行う可能性があるため、緩やかながら債券価格の上昇余地があると考えます。そして、経済成長率が世界的に低水準である現在の状況では、エマージング各国も即座に利上げサイクルを開始することが難しいと考えます。エマージング通貨については、今後は過度な割安な水準から適性水準へと回帰する動きが期待されます。そのため、現地通貨建てエマージング債券市場は米ドル建て市場対比で魅力的な投資機会を提供しているとの見方をしています。

米ドルの動向：米ドル高トレンドは発生確率が低い

エマージング債券投資において米ドルの動向は重要なカギを握ります。米国をはじめとする先進国では、将来にわたる負債比率の高止まりと、新型コロナウイルスの感染拡大懸念を抱えながらも経済回復を達成しなければならない中央当局の思惑が重なり、今後数年間は金融市場における流動性は高水準で維持されることが予想されます。このような環境において、米ドルが過度に強含むシナリオの出現確率は、現在の金利環境、そして過去15年に亘り続いた米ドルの相対的割高感も考慮すると、低いと考えられるでしょう。

新型コロナウイルス感染拡大を受けた債務の急拡大により世界的に国および企業の信用力（クレジット・ファンダメンタルズ）が悪化しており、当面この影響は継続すると考えられます。本レポートでは、さまざまなシナリオに基づき、今後1年間のエマージング債券市場のバリュエーション評価を実施したいと思います。

シュローダー・グローバル・マーケット・ビュー

エマージング債券市場における今後12カ月の投資機会

ファンダメンタルズの悪化と、流動性供給によってストレッチされた市場価格

まずは、エマージング債券市場の現在の水準を簡単に確認するために、3つの図表をご紹介します。

図表① 米ドル建てエマージング債券指数 ソブリン・スプレッド
(ベースポイント)



出所：JPモルガン、シュローダー、2020年8月24日時点

図表② 米ドル建てエマージング債券指数（投資適格級） ソブリン・スプレッド
(ベースポイント)



出所：JPモルガン、シュローダー、2020年8月24日時点

図表③ 現地通貨建てエマージング債券指数 通貨リターン
(指数値)



出所：JPモルガン、シュローダー、2020年8月24日時点

2020年3月以降、米ドル建てエマージング国債市場ではスプレッド縮小が急速に進みました。7月末時点で、EMBIグローバル・ダイバーシファイド指数のスプレッド（図表①）は、2020年3月に発生したスプレッドの拡大幅のおおよそ3分の2程度を戻すに至り、足元のスプレッドは422.23ベースポイントです。

EMBIグローバル・ダイバーシファイド指数の投資適格級サブインデックスは、スプレッドの縮小がより顕著となりました（図表②）。上記と同様の方法で算出すると、2020年3月に発生したスプレッドの拡大幅のおおよそ90%をすでに戻しており、足元のスプレッド水準は2019年後半の水準とおおよそ同水準、185.37ベースポイントまで縮小しています。

GBI-EMグローバル・ダイバーシファイド指数の通貨リターンは、2020年3月に13%程度下落しましたが、7月時点でも下値からの反発が5%程度となっており、コロナ前の水準に戻るに至っていません（図表③）。

米ドル建てエマージング債券市場のスプレッド急縮小に代表される今回の急速な市場回復は、各国当局の前例のない金融緩和と財政出動に支えられたものとなりました。結果として投資家は、今後の投資において、当局のサポートがあることも考慮に入れた上での“新たなフェアバリュ―”を算出することを強いられており、今後は負債比率上昇による発行体のファンダメンタルズ悪化に定性的な重みづけをする必要が発生しています。

本レポートは、その定性的な重みづけを実施する上での運用チームの見解を紹介するものであり、米ドル建てエマージング債券市場、現地通貨建てエマージング債券市場における今後1年間見通しを以下のシナリオを想定して実施します：

1. 当局の流動性供給と経済下支え策が維持され、経済成長が1年以内にコロナ前の水準にまで回復
2. 当局の流動性供給と経済下支え策が維持されるも、経済成長は期待を下回る
3. 当局が流動性供給と経済下支え策の出口戦略を模索し、同時に市場予想に近い経済回復が発生

シュローダー・エマージング債券チーム（以下、運用チーム）では、上記シナリオの中のうち2. の発生確率が高いと予想しており、当予想をベースとし、エマージング債券各市場の投資機会を模索したいと思えます。

米ドル建てエマージング債券市場

エマージング市場は、公衆衛生、経済成長率、財政、国外投資家からの投資フローなどから、様々な影響を受ける市場です。2020年は、新型コロナウイルスが急速に世界に拡大した2020年2月19日から3月23日までのおおよそ1カ月で、米ドル建て市場の代表的な指数であるEMBIグローバル・ダイバーシファイド指数は21%の下落となりました（図表④）。その後、同市場は急速に回復し、3月の下値から7月末までに25%近い上昇を達成し、年初来パフォーマンスをプラス圏に戻すに至りました。

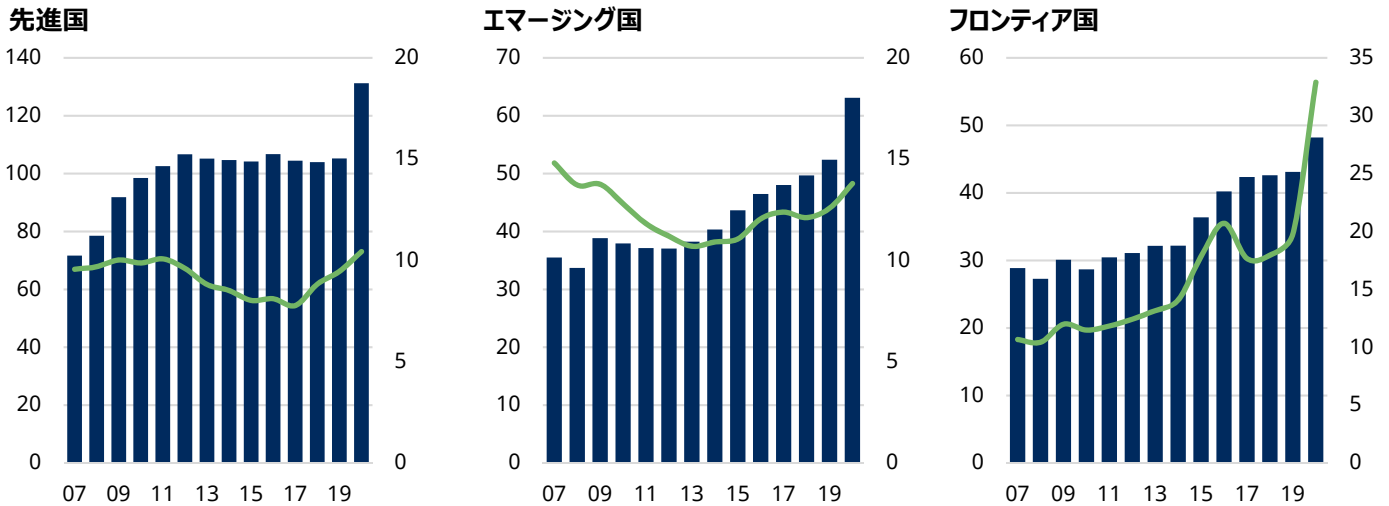
図表④ 米ドル建てエマージング債券指数 2020年のトータルリターン
(年初来、%)



出所：JPモルガン、シュローダー、2020年8月24日時点

この期間における同市場の急反発には目を見張るものがあったものの、発行体であるエマージング各国のファンダメンタルズは悪化を続けています。IMFの予想に基づくと、世界各国のGDPに対する負債比率は2019年は82.8%だったものの、2020年末には101.5%にまで上昇すると考えられ、エマージング国に限ると63.1%（+10.7%）、フロンティア国に限ると48.2%（+5.1%）になると考えられています。これだけ見るとエマージング国の数値は先進国対比で良好であるように見えますが、利払いコストを歳入で除して算出されるエマージング各国の財政健全性は大きく悪化しています。フロンティア国に至っては、2020年に歳入の32.9%を利払いコストが食いつぶすような状況になることが予想されています。この数値は2019年は19.8%であり、急激な上昇と言えます。

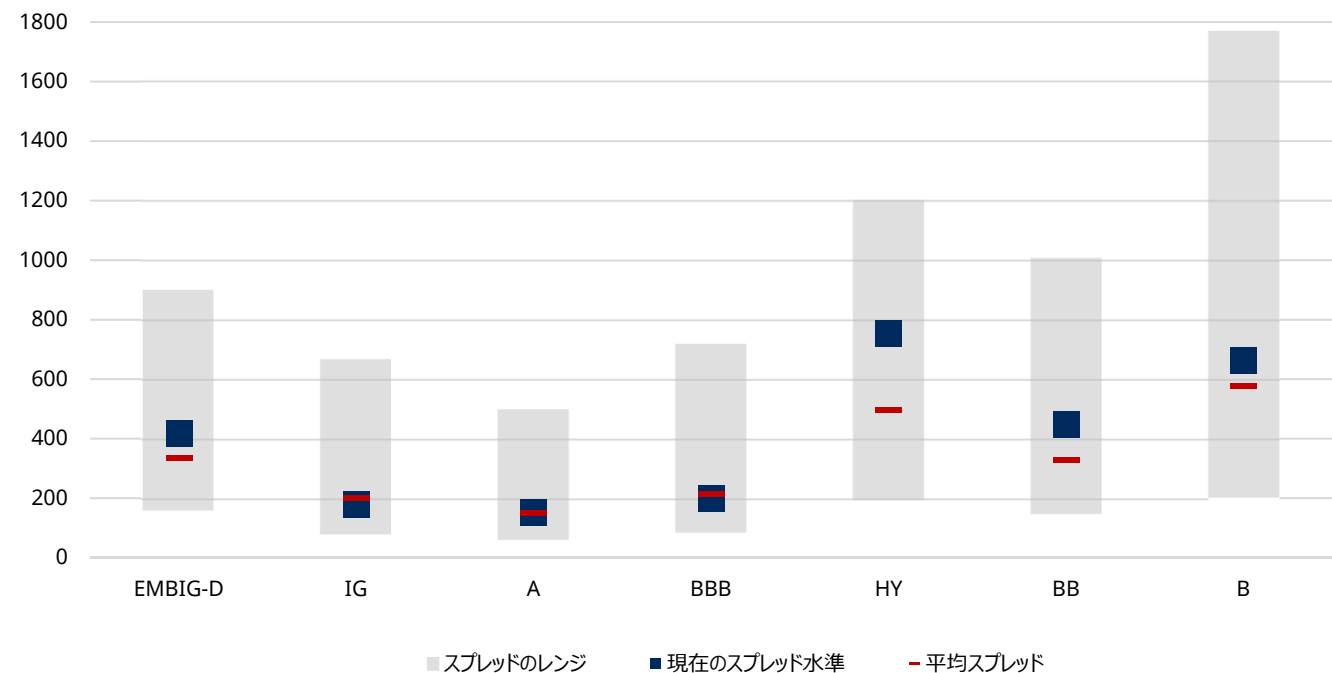
図表⑤ 先進国、エマージング国、フロンティア国の財政悪化状況
■ GDP対比での負債比率（左軸、%）と、■ 歳入に対する利払いコスト（右軸、%）



出所：JPモルガン、シュローダー、2020年8月24日時点

このような中でも、米ドル建てエマージング債券市場のバリュエーションは極めて割高な水準に到達していると考えられます。米ドル建て市場の中でも投資適格級、中でもBBB格の市場は、エマージング債券市場が急速に発達した2005年以降で見ても割高な水準にあります。ハイイールド市場においては、未だに利回り妙味が残るものの、上述のような利払いコストの高止まりが発生している中では、各国のファンダメンタルズの悪化がどこまで進んでいるかに関して国毎に精査が必要でしょう（図表⑥）。

図表⑥ 直近のスプレッド水準と、過去のスプレッド推移
2005年以降のスプレッドのレンジ、現在のスプレッド水準、平均スプレッド（ベースポイント）



出所：JPモルガン、シュローダー、2020年7月31日時点

最終ページの「本資料に関するご留意事項」を必ずご覧ください。

シュローダー・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90号

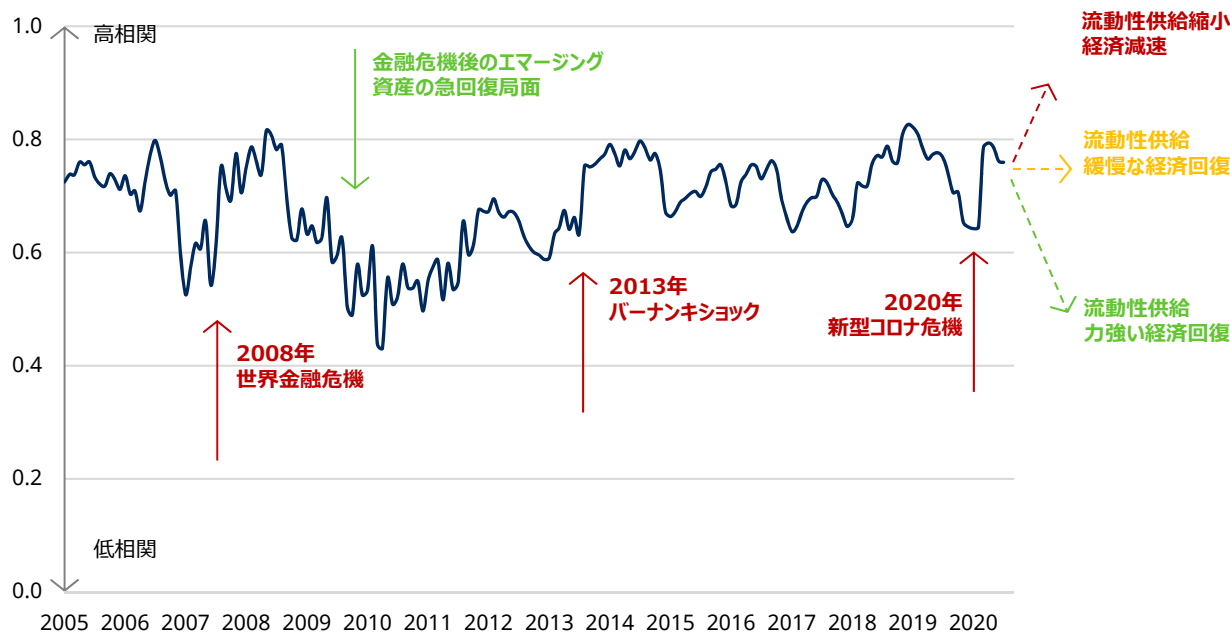
加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

このような割高感が残る中でも、今後市場は上昇余地が残っているのでしょうか？運用チームでは、「ソブリン・クレジット・モデル（Sovereign Credit Model: SCM）」と呼ばれる自社開発システムを用いて、発行体のクレジット・ファンダメンタルズに対するスコアリングを実施し、市場のスプレッド水準がファンダメンタルズを正しく反映しているか分析しています。このモデルに基づくと、2020年3月以降、SCMのスコアとスプレッドの間の関連性は、グローバルに流動性が供給されるに伴い低下が続いている、つまりファンダメンタルズの悪化が続いているにもかかわらずスプレッドが縮小していることが確認されています。

このファンダメンタルズと市場価格の関連性の低下に、大規模な政策当局による景気刺激策が大きく影響していることは容易に想像できるでしょう。過去を振り返ってもこのような事象は確認されており、例えば2008年の金融危機時においても同様の事象が確認されました。その後、外部ファクター（中央銀行による流動性供給、大国による大規模な財政出動、米ドル安、低金利環境）等によって、エマージング債券市場はV字回復を達成したほか、リスク性資産全体にとって追い風の吹く市場環境となりました（図表⑦）。

図表⑦ エマージング国のファンダメンタルズとスプレッドの関連性

シュローダーのソブリン・クレジット・モデル（SCM）のスコアと、EMBIグローバル・ダイバーシファイド指数のスプレッドの月次データに基づく相関係数推移



出所：JPモルガン、シュローダー、2020年7月31日時点

この分析に基づくと、2008年の金融危機後の相関係数低下時と比較すると、今回は相関係数がいまだ低下しておらず、米ドル建てエマージング債券市場には価格上昇余地が残っているように見受けられます。しかし、その際の価格上昇のドライバーとして、1) 主要先進国における金融・財政政策によるサポート継続を受けた良好な外部環境の維持、2) エマージング国自身の力強い経済回復、3) 世界的なリスク資産の価格回復の流れにエマージング資産が乗り続けることが求められるでしょう。これは、冒頭にご紹介したシナリオ分析の1つ目「1. 当局の流動性供給と経済下支え策が維持され、経済成長が1年以内にコロナ前の水準にまで回復」と整合的なシナリオと言え、運用チームのメインシナリオではありません。

翻って現在の経済環境、市場環境を分析すると、見通し策定を妨げる様々な不確実性が存在し、今後の経済環境がエマージング各国経済の成長を支持するものではない可能性が高いと考えます。2008年の金融危機後に発生した米ドル建てエマージング債券市場のV字回復、特に中国の固定資産投資拡大に併せて輸出を拡大することが出来たエマージング主要国の当時のV字回復と同様の回復を期待することは、今回は難しいと考えます。加えて、現在エマージング国には財政出動余地が限られており、中長期的

に企業の破綻や、収益回収が見込めない事業投資の増加、そして失業率の上昇が発生する可能性があることも、エマージング国に対する逆風と言えるでしょう。そして最後に、新型コロナウイルス自体も今後1年にわたる米ドル建てエマージング債券市場の見通しを悪くする要因となってくると考えられます。2020年末までにワクチンが開発されたとしても、エマージング国で実際に広く活用されるにはそれ相応の時間がかかると想定されるため、2021年の経済回復へのサポート材料としてワクチン開発を考慮することは難しいのではないのでしょうか。

このような状況において、米ドル建てエマージング債券市場に対する今後12カ月の見通しは、力強い経済回復が見込めない中では保守的にならざるを得ないと考えます。

運用チームが想定するメインシナリオ「2. 当局の流動性供給と経済下支え策が維持されるも、経済成長は期待を下回る」においては、米ドル建てエマージング債券市場の期待リターンは低いものになると考えます。エマージング投資適格債券の足元のスプレッドは2005年以降の平均を下回る水準まで縮小が進んでいることから、更なる縮小は見込みにくいと考えます。エマージングハイイールド債券については、大規模な流動性供給により短期的な資金調達リスクが抑えられている一方、ファンダメンタルズの悪化や新型コロナ危機後の債務支払い能力の低下懸念が存在していることから、イールドカーブの長期部分が上昇する可能性があると考えられ、このような環境においては、スプレッド水準はじりじりと下げる展開が継続すると見込まれる一方、全体としての大幅な低下は考えにくいとみています。

仮に流動性供給が力強く継続され経済回復も急速に進むシナリオ「1. 当局の流動性供給と経済下支え策が維持され、経済成長が1年以内にコロナ前の水準にまで回復」の場合、ハイイールド格付けのエマージング国に選別的な投資機会があると考えます。現在BB格、B格ともに過去平均を上回るスプレッド水準を提供しており、スプレッド縮小余地は残っていると考えます。

最後に、我々が想定する最悪のシナリオである、「3. 当局が流動性供給と経済下支え策の出口戦略を模索し、同時に市場予想に近い経済回復が発生」に近いシナリオが発生した場合、米ドル建てエマージング債券市場のスプレッドは2020年3-4月につけた水準近辺まで上昇するか、それを上回る水準までスプレッドが急拡大するリスクがあると考えます。

上記を総合的に考慮すると、現在市場が提供する5%程度の利回り水準を超えるような期待リターンを米ドル建てエマージング債券市場が達成する可能性は高くないと考えます。

現地通貨建てエマージング債券市場

現地通貨建てエマージング債券投資は、米ドル建てエマージング債券市場対比で見るとシンプルな構造だと言えます。現地通貨建て市場は通貨リスクを内包するため、米ドルの動向にリターンが左右される傾向があります。先進主要国がいずれもゼロ金利政策を含む非常に緩和的な金融緩和策を実施する現在、金利差のみを論拠として米ドルの今後の方向性を予想することは難しく状況にあります。今後12カ月の投資期間においては、過去の状況に照らしてみた場合、金利差以外の米ドル固有の上昇材料が現れない限り、米ドル安が発生する可能性が高いと考えています。

図表⑧ 米ドル指数
(指数値)



出所：ブルームバーグ、シュローダー、2020年8月24日時点

最終ページの「本資料に関するご留意事項」を必ずご覧ください。

シュローダー・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90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

シュローダー・グローバル・マーケット・ビュー

エマージング債券市場における今後12カ月の投資機会

市場
レポート

運用チームでは、エマージング通貨の期待リターン算出にあたって、フェアバリュー(適正価格)の算出を実施します。最もシンプルな方法は、各通貨の実質実効為替レートが過去対比で現在どのような水準にあるかを確認することです。運用チームでは、エマージング指数の主要構成国の通貨がフェアバリューに到達するためには、為替レートが対米ドルで8%上昇する必要があると分析しています。もちろん、各国固有の理由により通貨に割安感が発生している国は存在しますが、多くの国においては通貨の上昇余地が大きいと考えられます(以下、図表⑨)。

図表⑨ 現地通貨建てエマージング債券指数構成国の実質実効為替レートに基づくフェアバリュー

	実質実効為替レート (現在)	実質実効為替レート (フェアバリュー)	割高/割安度
チェコ	102.59	95.7	-6.7%
ポーランド	95.25	92.7	-2.7%
タイ	108.53	適性水準	N/A
インドネシア	92.34	適性水準	N/A
ロシア	80.45	適性水準	N/A
マレーシア	84.53	87.3	3.3%
メキシコ	76.5	82	7.2%
コロンビア	65.67	74.1	12.8%
ブラジル	54.55	67.1	23.0%
南アフリカ	63.93	77	20.4%
		平均	8.7%

出所：ブルームバーグ、シュローダー、2020年8月24日時点

投資家は、これらの数字を額面通りに捉えて通貨の上昇を見込んで良いのでしょうか？この疑問に対する回答に当たって重要となるのは、2020年前半に通貨の下落幅が大きかった国における、今後のインフレの動向であると考えます。通貨安による輸入物価の上昇および経済全体のインフレ上昇はエマージング通貨につまとう懸念事項と言えます。一方、今回におけるポジティブ要因としては、コロナ禍で急落したエマージング通貨は、その下落は短期間で収束し、既に反発局面に入りつつあるということが挙げられるでしょう。そのため、2014-16年にエマージング各国が経験したような、通貨安の後6-12か月経過してからインフレが発生するようなシナリオは、今回想定しにくいと考えられます。そのため、今後想定される実質実効為替レートの反発は、各エマージング通貨の名目為替レートの上昇にダイレクトに繋がると考えられ、エマージング通貨には投資機会が存在していると考えます。

図表⑩ 現地通貨建てエマージング債券市場のトータルリターン
(指数値)

出所：ブルームバーグ、シュローダー、2020年8月24日時点

最終ページの「本資料に関するご留意事項」を必ずご覧ください。

シュローダー・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90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

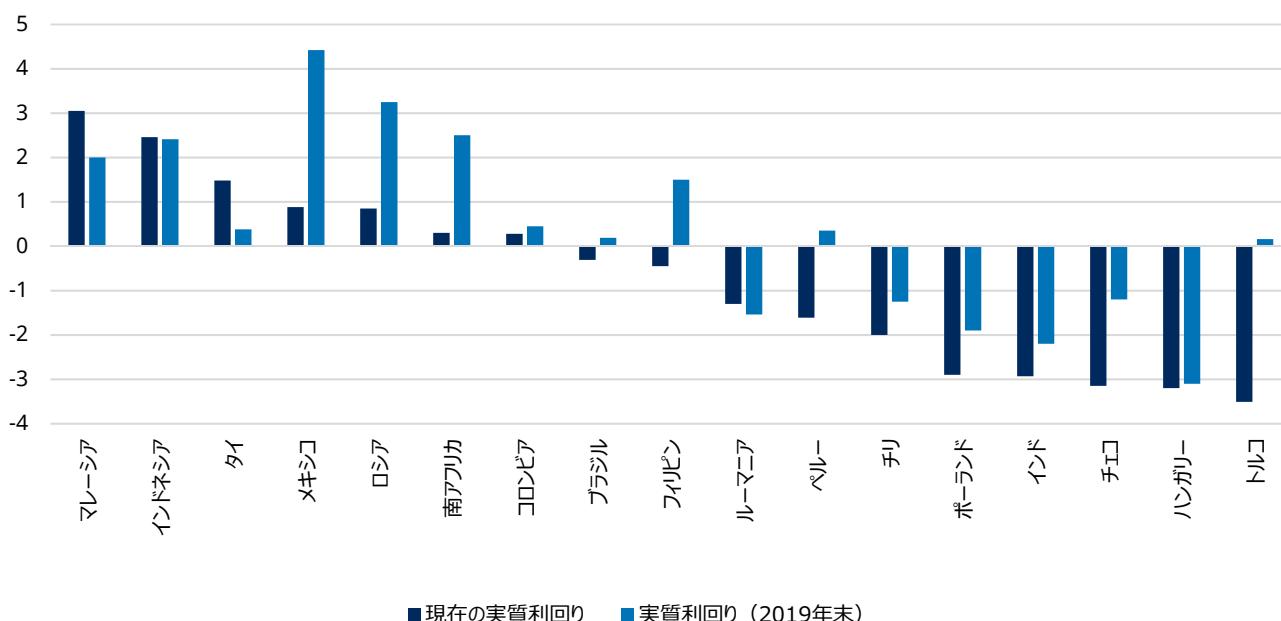
シュロダー・グローバル・マーケット・ビュー

エマージング債券市場における今後12カ月の投資機会

市場
レポート

エマージング通貨の上昇余地以外にもう一つ注目すべき点として挙げられるのは、現地通貨建てエマージング市場の利回り水準です。現在、同市場の代表的な指数であるGBI-EMグローバル・ダイバーシファイド指数の利回りは4.4%であり、低水準となっています。しかしながら、先進国においてゼロ金利政策が採用される中、エマージング各国は未だに若干の利下げ余地を残しており、先進国に比べて高いインカムゲインだけではなく、キャピタルゲインも獲得する可能性がある市場であると言えるでしょう。実質利回りがプラスの国が多いことも、投資家に対して同市場が魅力的である材料の1つと言えます（図表①）。

図表① エマージング各国の実質利回り (%)



出所：JPモルガン、シュロダー、2020年8月24日時点

故に、仮にエマージング通貨の上昇余地を8%と想定し、現地通貨建てエマージング債券市場のインカムゲインを4.4%、そして今後の若干のキャピタルゲインを上乗せすると、現在現地通貨建てエマージング債券は10%を超える期待リターンを提供する資産クラスであると考えられます。

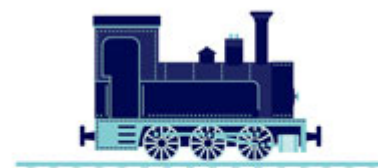
今後、先進国において流動性供給の縮小が示唆されるか、先進国における景気回復の遅れが深刻な場合、投資家のリスク選好姿勢が弱まり、エマージング通貨のフェアバリューへの回帰が遅れる可能性があり、上記の10%超の期待リターンを想定することは難しくなると考えられます。しかし、このような場合でも現在の極端に割安な状況を考慮すると、米ドル建てエマージング債券市場のスプレッドよりもエマージング通貨の方が安全性が高いと考えます。

【本資料に関するご留意事項】

- 本資料は、情報提供を目的として、シュローダー・インベストメント・マネージメント・リミテッド（以下、「作成者」といいます。）が作成した資料を、シュローダー・インベストメント・マネージメント株式会社（以下「弊社」といいます。）が和訳および編集したものであり、いかなる有価証券の売買の申し込み、その他勧誘を目的とするものではありません。英語原文と本資料の内容に相違がある場合には、原文が優先します。
- 本資料に示されている運用実績、データ等は過去のものであり、将来の投資成果等を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産および投資によりもたらされる収益の価値は上方にも下方にも変動し、投資元本を毀損する場合があります。また外貨建て資産の場合は、為替レートの変動により投資価値が変動します。
- 本資料は、作成時点において弊社が信頼できると判断した情報に基づいて作成されておりますが、弊社はその内容の正確性あるいは完全性について、これを保証するものではありません。
- 本資料中に記載されたシュローダーの見解は、策定時点で知りうる範囲内の妥当な前提に基づく所見や展望を示すものであり、将来の動向や予測の実現を保証するものではありません。市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。
- 本資料中に個別銘柄についての言及がある場合は例示を目的とするものであり、当該個別銘柄等の購入、売却などいかなる投資推奨を目的とするものではありません。また当該銘柄の株価の上昇または下落等を示唆するものではありません。
- 本資料に記載された予測値は、様々な仮定を元にした統計モデルにより導出された結果です。予測値は将来の経済や市場の要因に関する高い不確実性により変動し、将来の投資成果に影響を与える可能性があります。これらの予測値は、本資料使用時点における情報提供を目的とするものです。今後、経済や市場の状況が変化するに伴い、予測値の前提となっている仮定が変わり、その結果予測値が大きく変動する場合があります。シュローダーは予測値、前提となる仮定、経済および市場状況の変化、予測モデルその他に関する変更や更新について情報提供を行う義務を有しません。
- 本資料に含まれる第三者機関提供のデータは、データ提供者の同意なく複製、抽出、あるいは使用することが禁じられている場合があります。第三者機関提供データはいかなる保証も提供いたしません。第三者提供データに関して、本資料の作成者あるいは提供者はいかなる責任を負うものではありません。
- シュローダー/Schroders とは、シュローダー plcおよびシュローダー・グループに属する同社の子会社および関連会社等を意味します。
- 本資料を弊社の許諾なく複製、転用、配布することを禁じます。

日本と英国の架け橋を担い続けるシュローダー

1870年（明治3年）、鉄道敷設のために日本政府が初めて発行した国債の主幹事をシュローダーが担いました。それから150年以上たった現在でも、シュローダーは資産運用業務を通じて日本と英国の架け橋を担い続けています。



日本と英国をつなぐ歴史
日本初の国債発行150周年