

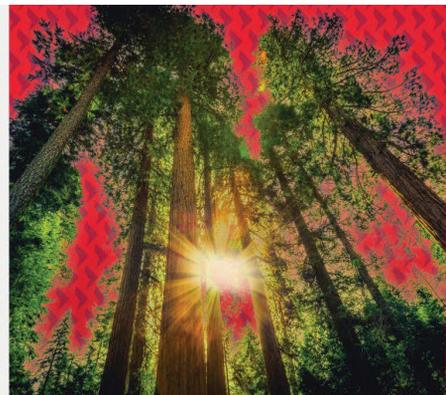
invested in insights.

eastspring  
investments

A Prudential plc (UK) company



# 新興国債券の 魅力的な上昇ポテンシャル

**Eric Fang**ポートフォリオ・マネジャー、債券運用部門  
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

## ポイント

- 新興国経済のファンダメンタルズは改善傾向にあり、一部の国では信用格付けの引き上げが予想され、これは新興国債券にとってはプラス材料となっています。
- 新興国債券の利回りは10年ぶりの高水準にまで上昇しており、この高い利回りは地政学的リスクから生じる同市場のボラティリティに対して投資家に十分なバッファを提供しています。
- 新興国債券の信用力の向上と今後予想される米連邦準備制度理事会(FRB)の利下げは、先進国から新興国への資金フローの反転を引き起こすことでしょう。米国の6兆米ドルのマネー・マーケット・ファンド(MMF)のごく一部が新興国債券に流れたとしても、それは同パフォーマンスにとってテクニカル上の大きなポジティブ要因になることでしょう。

2022年3月から2023年7月にかけて、米連邦準備制度理事会(FRB)はインフレを抑え込むために計11回の利上げを行いました。2023年7月を最後に利上げを休止しました。市場はこれを金利のピークアウトの兆候と受け取り、2023年最終四半期に債券価格は上昇(利回りは低下)し、米10年物国債利回りは69ベースポイント(bp、1bp=0.01%)低下しました。

しかし、そのユーフォリア(陶酔感)も今は過ぎ去りました。直近データによると、米国のインフレ率は緩やかに鈍化しているとはいえ、依然として高止まりしており、市場ではFRBの利下げは早くても6月に後ずれするのではないかと観測が高まっています。一方、債券は2023年12月以降の価格上昇分はその後の金利上昇によってほぼ帳消しとなり、10年物国債利回りは4.1%まで上昇しています(2024年3月11日時点)。長期金利の上昇を背景に、債券は再び波乱含みの展開になるかもしれません。

とはいえ、債券の一部の市場では昨年、強力なトータル・リターン(高いクーポン収入+キャピタルゲイン)がもたらされたことは注目に値します。総じて、投資適格債よりも高リスク債の方が高い恩恵を受ける結果となりました。

特に新興国債券は、その力強いトータル・リターンが魅力のようです。2023年には、新興国のソブリンおよび準ソブリンが発行する米ドル建て債券のトータル・リターンにトラックするインデックスであるJP Morgan EMBI Global Diversified Index<sup>1</sup>は11.1%の上昇を記録しました。新興国債券は、米FRBが利下げに踏み切れば、2桁のリターンを実現する可能性を持ち続けます。私たちの新興国債券への投資をポジティブに捉えている理由はいくつかありますが、以下解説していきます。

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。

最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

## invested in insights.

**政策金利サイクルは一樣ではなく、地域間でまちまち**

インフレ抑制のため、ラテンアメリカ諸国は米国より1年早い2021年3月に金融引き締めサイクルに入りました。政策金利はチリとメキシコで11.25%、ブラジルで13.75%に上昇し、債券のクーポン金利は上昇しました。米国より早く利上げに動いたことで、チリとブラジルはインフレを減速させることができ、それぞれの中央銀行は2023年後半からは相次いで利下げに転じることができました。その結果、金利が引き下げられたことでもたらされたキャピタルゲインが債券のトータル・リターンを押し上げることとなりました。しかし、同地域のインフレとの戦いは終わったわけではありませんが、FRBが金融緩和に転じれば、ラテンアメリカ諸国の利下げのペースは加速することでしょう。さらに、同地域の中央銀行は、過去2年間に積極的な金融引き締めを行ってきたため、金利を正常化したいと考えることが想定されます(図表1参照)。

国際通貨基金(IMF)の推計によると、アジアの平均インフレ率は2022年の3.8%から2023年には2.6%に低下しました。そもそもアジアのインフレ圧力はもともとそれほど高くなかったため、アジアの中央銀行は他地域の中央銀行ほど積極的な金融引き締めを行う必要はありませんでした。実際、2023年後半には米国の政策金利は新興国アジアの平均的な政策金利を上回る水準にありました。穏やかなインフレはみられるものの、アジア諸国にとっては為替市場の安定が重要課題であることから、アジアの中央銀行がFRBに先んじて利下げを開始する可能性は低いでしょう。しかしFRBが利下げを開始すれば、アジアの中央銀行が利下げに踏み切る余地は広がることでしょう。

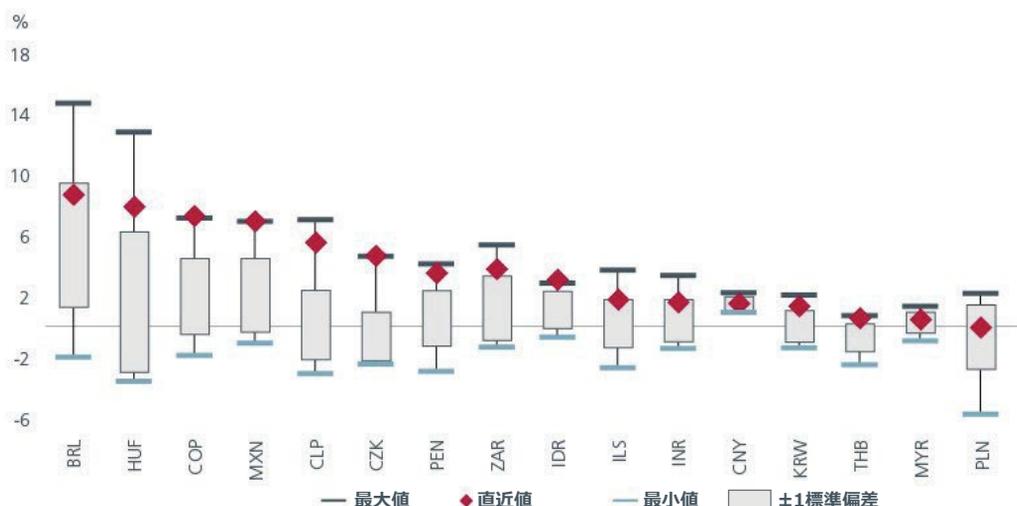
一方、中欧・東欧・中東・アフリカ(CEEMEA)諸国はこれまで積極的に利上げを進めていなかったため、インフレが依然として問題であり、利下げに動くことが厳しい状況にあります。

これとは別に、市場は2024年の利下げ幅について米国は計75ベースポイント、欧州は計70ベースポイントを織り込んでいる模様です。これまでの米国の平均的な利下げサイクルは計24ヵ月間で利下げ幅は計200~300ベースポイントとなっています。このような歴史的な観点に立てば、より長期的な視野を持つことが債券投資家により大きなリターンをもたらすカギとなることでしょう。

**新興国市場はファンダメンタルズもテクニカルも良好**

世界経済の成長率は2023年の3.1%から2024年は横ばいに推移し、2025年には3.2%へと緩やかに上昇すると予測されています。先進国経済の成長率は2024年に1.5%に若干低下し、その後2025年に上昇すると予測されますが、新興国経済は2024年が4.1%、2025年は4.2%と安定した高成長が見込まれています<sup>2</sup>。この成長率の差と今年の財政政策の慎重さは、新興国のラテンアメリカとCEEMEA諸国の信用格付けの引き上げの可能性を示唆しています(図表2参照)。

最終的には、これらの国々の信用力の向上が引き金となり、先進国から新興国への資金流入がみられることでしょう。先進国市場の中央銀行が政策金利を引き下げれば、投資家はマネー・マーケット・ファンド(MMF)などの短期資産から他の資産クラスへ、より良いリターンを求めて資金を移動させることでしょう。

**図表 1: 新興国のほとんどの国で実質政策金利は高止まり**

出所：Bloomberg L.P.、Barclays Research のデータ(2023年11月)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。  
 ※実質政策金利は政策金利から12ヵ月先のインフレ予想率を差し引いたもの。国名は3文字の通貨コードで表示しています。

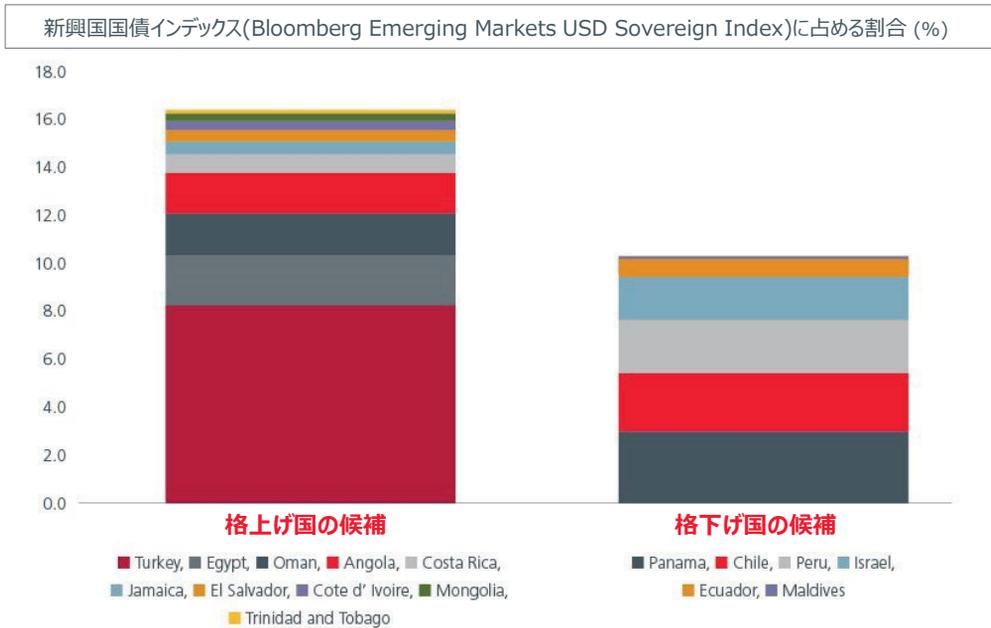
## invested in insights.

特に債券セグメントの中では、新興国債券がこうした資金フローの恩恵を受けるのに最も適したポジションにあります。既に大きく積み上がっている資金の一部(図表3参照)が新興国債券市場にシフトし流入するだけでも、テクニカル的にパフォーマンスを大きく押し上げる要因になることでしょう。

### 高水準の利回りは十分なリスクバッファーとなり得る

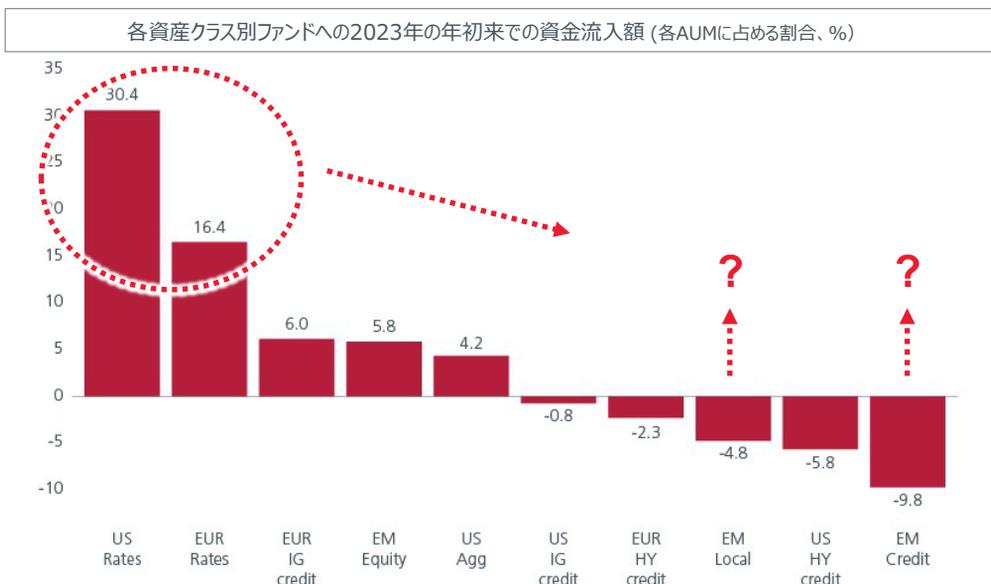
新興国市場の債券利回りは、新型コロナウイルスのパンデミック(世界的大流行)に起因するインフレ圧力、ロシア・ウクライナ戦争、一部の国によるデフォルト(債務不履行)を経て、10年ぶりの高水準にまで上昇しています。

図表 2: 新興国の信用格付けの格上げ国と格下げ国の比較



出所: Bloomberg L.P., Barclays Research のデータ(2023年11月)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。

図表 3: 既に積み上がった資産クラスの資金フローの反転は新興国債券を後押しする可能性



出所: Bloomberg L.P., Barclays Research のデータ(2023年11月)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。※上記は全て予想値。

## invested in insights.

しかし見通しが改善していることを考えると、現在の平均利回り7.9%(図表4参照)は、地政学的リスクから生じる市場のボラティリティに対する十分なバッファとなり得る水準にあります。さらに中東や欧州で進行中の紛争、戦争が収束に向かえば、新興国債券にとって追い風となることでしょう。

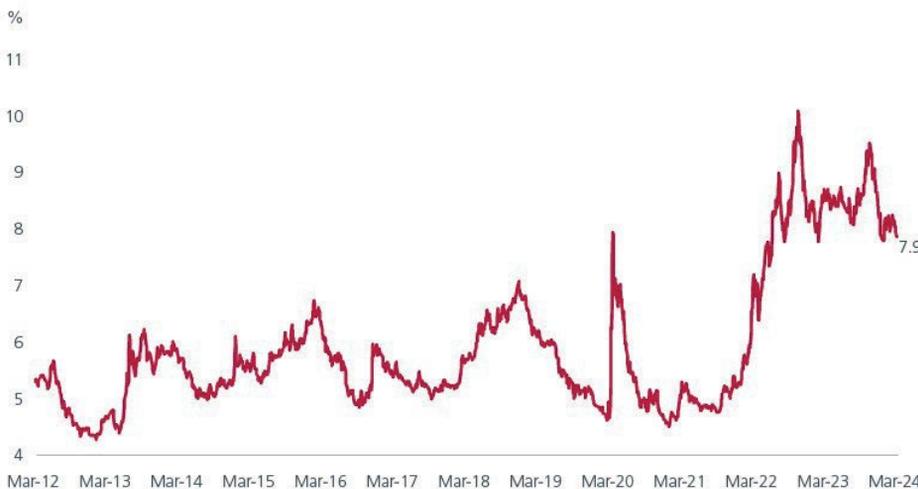
### アクティブ投資マネジャーにとって新興国債券は魅力的な投資機会

新興国債券の投資ユニバースを対象に、投資家はハードカレンシー建て、ローカルカレンシー建て、ソブリン債、社債、各セクター、信用力、満期など、70カ国以上に分散された幅広いさまざまなセグメントの投資機会にアクセスすることが可能です。また政策金利のサイクルは新興国市場は一樣ではなく、それぞれの国・地域によって異なり、投資家は大幅な利回り上昇を享受する投資機会を見つけ出すことが可能です。

世界的な利下げサイクルを背景に、私たちはデフレーション戦略も魅力的な投資対象になり得ると考えています。現在、新興国の国債インデックス<sup>3</sup>のデフレーションは約7年であるのに対し、新興国の社債インデックス<sup>4</sup>のデフレーションは4年と短い水準にあります。現在の新興国国債の高い利回り水準をロックインすることは、より長い期間にわたってより高いキャリー効果から利益を得るための良い戦略といえます。

新興国国債のもう一つの魅力は、この資産クラスの相対的な安全性と流動性にあります。同時に、今後は一部の新興国の信用格付けに“格上げ”が予想されており、これは同資産クラスのトータル・リターンを後押しするはずで、過去10年で新興国債券市場の利回りは上昇しており、投資家はこれらの恩恵の享受を狙い、今は新興国債券への投資を開始する好機と言えるかもしれません。

図表 4: 新興国債券の利回りの推移



出所：上記はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified Index (EMBIGD)を使用。同インデックスはソブリンおよび準ソブリンが発行する、流動性の高い米ドル建ての新興国の固定利付債、変動利付債のパフォーマンスをトラックします。利回りは最終利回りを使用。各種データに基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。

(データ出所)

1. 同インデックスの対象地域はアジア、ラテンアメリカ、中欧・東欧・中東・アフリカ(CEEMEA)が含まれます。
2. IMF(2024年1月)
3. EMBIG index (J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Global)
4. CEMBI index (J.P. Morgan Corporate Emerging Markets Bond Index)

※ JP Morganの各指数はJ.P. Morgan Securities LLCが算出、公表しているインデックスであり、著作権、知的財産権はJ.P. Morgan Securities LLCに帰属します。

#### <当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。