

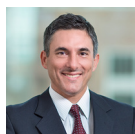
# BARINGS

FIXED INCOME

# 新興国債券： 1月に「春」を迎える 可能性

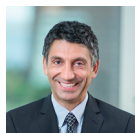
INSIGHTS

世界中に蔓延するインフレ問題や地政学的懸念が払拭され、金融政策の転換が見込まれる中、2023年は新興国債券投資にとって期待できる年になりそうです。



Dr. Ricardo Adrogué  
(Dr. リカルド・アドロゲ)

グローバル・ソブリン債券&為替責任者



Cem Karacadag  
(ジェム・カラジャダ)

新興国ソブリン債券責任者



Omotunde Lawal, CFA  
(オモチュンデ・ラワル)

新興国社債責任者



直近数年間の投資リターンは難しい局面が続きましたが、2023年は新興国債券にとって回復が期待できそうです。2022年12月初の時点で、現地通貨建て債券およびハードカレンシー建てソブリン債券指数は、それぞれ2020年12月および2021年9月につけた最高値から5分の1下落<sup>1</sup>、また、新興国社債は2021年6月の最高値から31%下落しました<sup>2</sup>。新型コロナウイルス感染拡大が落ち着き、世界で経済活動が徐々に再開されるにつれ、その影響に対処するための金融・財政緩和により世界的なインフレの急拡大が助長されました。2022年2月のロシア・ウクライナ紛争およびそれに対する制裁により、インフレがさらに加速しました。世界の中央銀行は積極的な対応を見せたものの、経済的混乱の状況把握を優先させたことで、対応の遅れへとつながりました。

2023年を見据えると、特に世界の中央銀行が意図した状況になり始めていると思われる。インフレ率は2022年第1四半期以降に実施された金融引き締めによりようやく反応し始め、グローバルの経済活動は冷え込み、ロシア・ウクライナ紛争は収束したかのように見え、中国は「ゼロコロナ」政策について再検討しています。つまり、金融政策が転換する可能性が高まっています。緩和的なマクロ経済政策はまだ先かもしれませんが、主要な中央銀行は利上げペースの減速について言及し始めており、新興国の中央銀行は利上げをほぼ完了させました。金融市場は、引き締めサイクルの終焉を正しく予測し始めたと思われる。ベアリングスのソブリン債券チームの分析に基づくと、中央銀行にとって次のサプライズは、2023年後半にインフレ率が現在の予想よりも大幅に低下することであり、緩和的な政策がそれに続くものと思料されます。

## 2分される1年

2023年は、2分されることになると思われます。今後6ヶ月間は、過去の金融政策決定のモメンタムにより経済活動が執拗に圧迫されるため、世界経済は減速を続けると思われます。これは、新興国を含む世界の金利に強い追い風となるはずで、世界的な経済成長の鈍化と金融引き締めサイクルの終焉に対する期待により、米ドルの上値も限定的となるでしょう。その結果、2023年上半期は、世界的な景気減速の影響を受けるクレジット戦略にとってはそれほど有利ではないものの、現地通貨建て債券は特に有利になると思われます。過去および現在も進行中の利上げに伴う資金調達コストの上昇によるクレジットへの逆風により、デフォルトがある程度増加する可能性があります。しかし、新興国の満期プロファイルを詳しく見ると、一部の現地市場が米ドル市場に代替的な資金調達源を提供していることから、新興国市場全体としては管理可能であると確信しています。

1. 出所: J.P. Morgan。EM local debt index、J.P. Morgan GBI-EMGD、EM sovereign debt index、J.P. Morgan EMBIGD

2. 出所: J.P. Morgan CEMBI Index

また、世界の景気減速は一律ではないと見ています。例えば、中国は経済活動の再開により加速することが予想される一方、先進国の経済は減速すると予想されます。世界の貿易は軟調に推移すると予想される一方、世界の旅行業は引き続き加速するものと思われます。代替エネルギーの開発や地政学的な混乱に対応するための再軍備に積極的であるため、世界の投資活動は、過去の景気サイクルと比較すると好調な状態が持続すると思われるため、コモディティ価格は引き続き下支えされると予想されます。貿易依存度の高い国は回復に時間を要する可能性があるものの、観光地は景気後退を回避できる可能性があります。また、金利は世界的に低下すると思われませんが、その速度は一律ではないと思料されます。

2023年後半には、インフレ率の大幅な低下が中央銀行や市場参加者にとってサプライズとなり、世界の経済活動は底を打ち始めると予想しています。量的引き締めは、これまでも述べてきたように、ほとんど研究されておらず、さらに理解もされていません。その結果、2023年末にかけてインフレ率が急低下し、中央銀行は再び緩和策に舵を切らなければならない可能性があります。2024年には景気回復の可能性が高く、2023年中旬が一部のハードカレンシー建てソブリン債券および社債への最適な投資のエントリーポイントになると思料されます。

## ハードカレンシー建てソブリン債券：回復の兆し

世界に蔓延するインフレ問題や地政学的懸念が払拭されつつあり、2023年の見通しは明瞭になってきているように見えますが、多くの国は2022年のエネルギー価格ショックに適応するための対応に追われており、それは永久に続くと思われます。これには、金融引き締め政策の維持や財政政策の引き締め、為替レートの柔軟性の拡大、負債コストの上昇による市場からのファイナンスに対する依存度低減などが含まれます。プラス面では、ほとんどの新興国は社会的弾力性と政策的枠組みを有しており、必要な政策調整の実行や、財政および対外収支は持続可能な状態であると見ています。

最も大きな被害を受けた**東欧**では、クロアチアやハンガリー、ポーランド、ルーマニアなどの投資適格国が、EU結束・復興基金によるサポートにより、エネルギーおよび食糧価格ショックへの適応を順調に進めていると思われます。マケドニアやセルビアといったBB格の新興国も、国際通貨基金（IMF）の新たな救済プログラムにより、物価および成長ショックに十分に対応しています。アルメニアやアゼルバイジャン、ジョージア、ウズベキスタンなどの**旧独立国家共同体**の国は、ロシア・ウクライナ紛争による恩恵を受け、紛争地域から逃れた人的・金融資本を受け入れています。**中南米**では、ブラジルとメキシコが2020年の新型コロナウイルス感染拡大以降、堅固な財政政策を維持しています。その結果、両国の国際収支は持続可能な水準にあり、海外貯蓄への依存は最小限に抑えられています。**中米**では、コスタリカとドミニカ共和国が2022年に非常に堅固な財政政策を実施し、貿易や送金、観光を通じた米国経済との結びつきから恩恵を受けました。インドやインドネシア、フィリピン、タイなど**アジア**のエネルギー輸入国は大打撃を受けましたが、実際は、国内およびグローバル双方の金融市場への十分なアクセスの調整と維持する能力を有しており、投資適格級を安定的に維持しています。さらに、これらの国々は、中国の経済活動再開に伴い、中国人の海外旅行などによる恩恵を受けています。



## “2024年には景気回復の可能性が高く、2023年中旬が一部のハードカレンシー建てソブリン債券および社債への最適な投資のエントリーポイントになると思料されます。”

B格など、より弱い立場にある新興国の多くは困難に直面しており、これらの国のエクスポージャーを有するためには、その国の制度や社会的強靱性、政策的枠組みを深く理解し、物価や成長のショックに対処するだけでなく、時間をかけて改善することが可能であるかどうかを確信することが必要です。確かに、エチオピアやエルサルバドル、ガーナ、レバノン、パキスタン、スリランカ、ウクライナ、ザンビアなどの新興国は、債務危機に陥ったり、現在債務再編を進めています。しかし、新興国ソブリン・ユニバースのうち、これらの国が占める時価総額の割合は2.8%<sup>3</sup>とごく一部に過ぎないため、新興国ソブリン全体を誤解させるようなイメージを与えることは間違いです。

### 社債：強固な投資機会

新興国社債に関しては、新型コロナウイルス感染拡大やロシアのウクライナ侵攻に伴うコスト上昇圧力にもかかわらず、企業のバランスシートは堅固な状態を維持しています。2023年に向けて高インフレがさらなるコスト上昇圧力となり、利益率の低下やレバレッジ指標の若干の悪化につながる可能性はありますが、多くの企業は健全な状態が出発点となっています。特に、売上高とEBITDAは、新型コロナウイルス感染拡大以前の水準まで回復した発行体がほとんどで、レバレッジは、ハイイールド発行体で1.8倍、投資適格発行体で1.0倍程度と、適切な水準を維持しています<sup>4</sup>。新興国企業は、低金利だった直近2～3年間に於いて債務の借り換えを積極的に行ってきたことから恩恵を受けており<sup>5</sup>、2020年と2021年のグロスの供給額は5,000億米ドルを超えています。その結果、新興国企業の債務償還の壁は短期的にはかなり管理可能であり、多くの企業が安定したインタレスト・カバレッジ指標と良好な流動性を有していると思われる。

このような環境では、市場が回復し発行体の差別化が進むまで、短期的にはボラティリティのある状況を乗り切り、魅力的な投資水準を見極めることに重点を置くことには変わりはありません。投資適格社債の中では、特に中南米や中国を除くアジア、湾岸協力会議国の長期のデフレーションを有するBBB格が魅力的であると考えています。これらの国の企業の多くはコモディティ生産者であり、特にメキシコやブラジル、チリにおける低コスト生産者は、供給網の混乱から引き続き恩恵を受けています。ハイイールド社債の分野では、中南米や、新興国の中でも傑出した存在となりつつあるインドのBB格に投資価値があると見ています。

3. 出所: Bloomberg, J.P. Morgan EMBIGD 2022年11月末現在

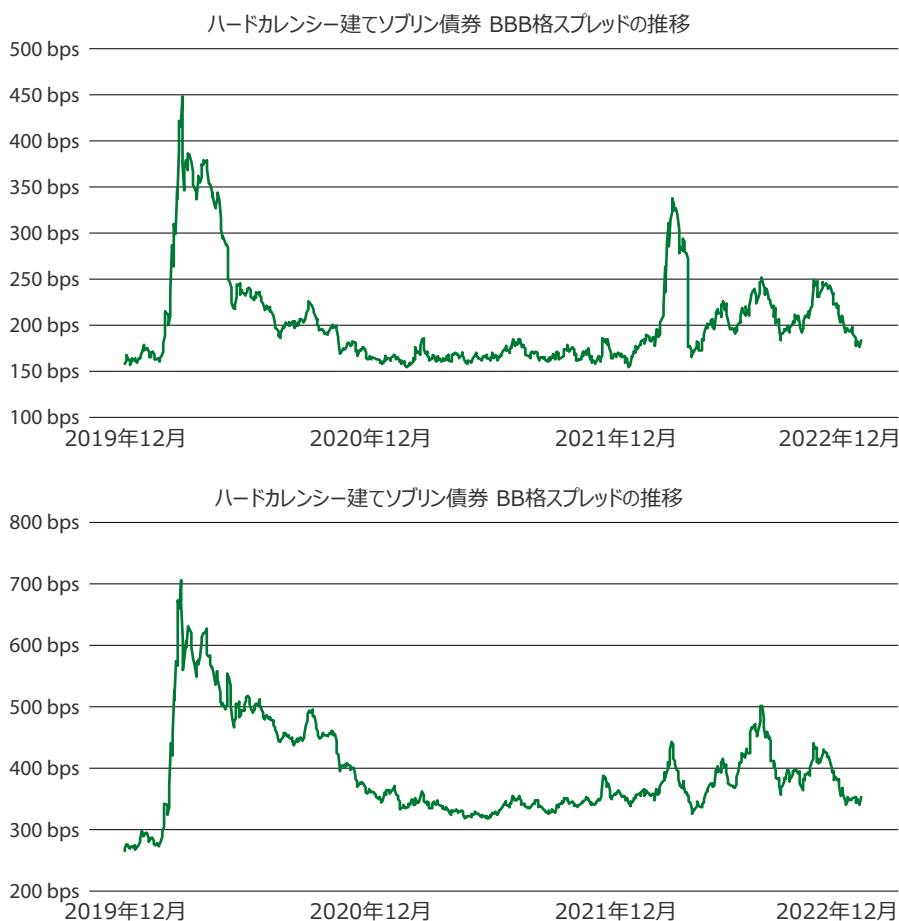
4. 出所: J.P. Morgan 2022年9月末現在

5. 出所: Bloomberg, J.P. Morgan EMBIGD 2022年12月2日現在

## 2022年の流出額は、米国国債の変動が主要因

トップダウンによるリターン統計は、米国国債の急落が2022年の新興国のパフォーマンスを大きく押し下げたことを実証しています。新興国ソブリン・インデックスの年初来のリターンは-17%で、同期間中に米国10年国債利回りは200bps上昇しました<sup>6</sup>。同インデックスのデュレーションが7年であることを考慮すると、米国国債の変動によりインデックス・リターンは-14%となります。言い換えれば、2022年のマイナスリターンの80%以上は、米国国債の変動に起因しています。格付け別スプレッドの年初来の推移を見ると、投資適格からBB格の新興国は2022年末まで比較的横ばいで推移しており、このことを裏付けることができます<sup>7</sup>。米国国債の変動以外の「超過」損失は、足元ではC格のデストレスト債に集中しています。

図1: ソブリンBBB格とBB格のスプレッドは、今年半ばの低水準から20bpsの低下



出所: J.P. Morgan EMBIGD 2022年12月6日現在

6. 出所: Bloomberg, J.P. Morgan EMBIGD 2022年12月2日現在

7. 出所: J.P. Morgan CEMBI 2022年12月5日現在

同様に、社債インデックスの年初来リターンは-12.73%で、米国国債のリターンは-7.49%でした<sup>8</sup>。同インデックスのデュレーションが4.3年であることを踏まえると、2022年のマイナスリターンの59%が米国国債の変動に起因していることとなります。2023年は前途多難と思われませんが、過去において市場の下落がピークに達した後のケースと同様、今後12~24ヶ月は魅力的なリターンが得られる可能性があり、新興国債券には説得力があります（図2）。

図2: 最大ドロウダウン後の過去12ヶ月フォワード・リターン（新興国社債）

期間	最大ドロウダウン	回復に要した月数	最大ドロウダウン後の12ヶ月トータル・リターン
新型コロナウイルス感染拡大 (2020年2月-2020年10月)	-17.0%	9	+27.1%
コモディティ危機 (2015年6月-2016年3月)	-6.8%	10	+19.7%
欧州債務危機 (2011年5月-2012年3月)	-13.8%	11	+22.7%

出所: J.P. Morgan CEMBI Index

## 結論

私たちの基本シナリオには確かにリスクがありますが、多くはアップサイドに関連するリスクです。世界的な金融引き締めサイクルは、最近の歴史の中で最も大規模かつ同時期に生じたものでした。現金を含むほとんどの金融資産クラスで2桁のマイナスリターンを計上した金融資産の崩壊により、経済の減速が加速し、世界的な金利上昇の追い風となり、米ドル安が誘発される結果になりかねません。地政学的な事象が予想と異なれば、経済活動は更に悪化し、金利の魅力度は増大し、世界的な金融政策の緩和が前倒しとなる可能性があります。現時点におけるベアリングスの基本シナリオではありませんが、ロシアや中国などの地政学的な面で予想外のポジティブ・サプライズが発生すれば、リスクプレミアは急速に低下し、新興国債券の魅力はさらに高まると思料されます。

ダウンサイド・リスクが存在することには間違いありませんが、新興国資産クラスが過去1年間に被った顕著な資金流出は、テクニカル面でも比較的ポジティブな印象を与えています。同資産クラスは総じて大幅な資金流出となりましたが、現在同資産クラスにポジションを有する投資家はそのリスクに対する理解が深まったと思料されます。このことは、2023年に過去3年間よりもさらに劇的な事象が生じない限り、今後重大な資金流出が起こる可能性は低く、ひいては、それほどネガティブではない展開がポジティブに受け止められる可能性が高いことを示唆しています。

8. 出所: J.P. Morgan CEMBI 2022年12月5日現在

Barings is a \$338+ billion\* global investment manager sourcing differentiated opportunities and building long-term portfolios across public and private fixed income, real estate and specialist equity markets. With investment professionals based in North America, Europe and Asia Pacific, the firm, a subsidiary of MassMutual, aims to serve its clients, communities and employees, and is committed to sustainable practices and responsible investment.

#### IMPORTANT INFORMATION

Any forecasts in this document are based upon Barings opinion of the market at the date of preparation and are subject to change without notice, dependent upon many factors. Any prediction, projection or forecast is not necessarily indicative of the future or likely performance. Investment involves risk. The value of any investments and any income generated may go down as well as up and is not guaranteed by Barings or any other person. PAST PERFORMANCE IS NOT NECESSARILY INDICATIVE OF FUTURE RESULTS. Any investment results, portfolio compositions and or examples set forth in this document are provided for illustrative purposes only and are not indicative of any future investment results, future portfolio composition or investments. The composition, size of, and risks associated with an investment may differ substantially from any examples set forth in this document. No representation is made that an investment will be profitable or will not incur losses. Where appropriate, changes in the currency exchange rates may affect the value of investments. Prospective investors should read the offering documents, if applicable, for the details and specific risk factors of any Fund/Strategy discussed in this document.

Barings is the brand name for the worldwide asset management and associated businesses of Barings LLC and its global affiliates. Barings Securities LLC, Barings (U.K.) Limited, Barings Global Advisers Limited, Barings Australia Pty Ltd, Barings Japan Limited, Baring Asset Management Limited, Baring International Investment Limited, Baring Fund Managers Limited, Baring International Fund Managers (Ireland) Limited, Baring Asset Management (Asia) Limited, Baring SICE (Taiwan) Limited, Baring Asset Management Switzerland Sarl, Baring Asset Management Korea Limited, and Barings Singapore Pte. Ltd. each are affiliated financial service companies owned by Barings LLC (each, individually, an "Affiliate"). Some Affiliates may act as an introducer or distributor of the products and services of some others and may be paid a fee for doing so.

NO OFFER: The document is for informational purposes only and is not an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument or service in any jurisdiction. The material herein was prepared without any consideration of the investment objectives, financial situation or particular needs of anyone who may receive it. This document is not, and must not be treated as, investment advice, an investment recommendation, investment research, or a recommendation about the suitability or appropriateness of any security, commodity, investment, or particular investment strategy, and must not be construed as a projection or prediction.

Unless otherwise mentioned, the views contained in this document are those of Barings. These views are made in good faith in relation to the facts known at the time of preparation and are subject to change without notice. Individual portfolio management teams may hold different views than the views expressed herein and may make different investment decisions for different clients. Parts of this document may be based on information received from sources we believe to be reliable. Although every effort is taken to ensure that the information contained in this document is accurate, Barings makes no representation or warranty, express or implied, regarding the accuracy, completeness or adequacy of the information.

Any service, security, investment or product outlined in this document may not be suitable for a prospective investor or available in their jurisdiction.

#### Copyright and Trademark

Copyright © 2022 Barings. Information in this document may be used for your own personal use, but may not be altered, reproduced or distributed without Barings' consent.

The BARINGS name and logo design are trademarks of Barings and are registered in U.S. Patent and Trademark Office and in other countries around the world. All rights are reserved.

当資料は、ヘアリングスLLCが作成した資料をヘアリングス・ジャパン株式会社(金融商品取引業者:関東財務局長(金商)第396号、一般社団法人日本投資顧問業協会会員、一般社団法人投資信託協会会員)が翻訳したもので、金融商品取引法に基づく開示書類あるいは勧誘または販売を目的としたものではありません。翻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なく、原文と翻訳の間に齟齬がある場合には原文が優先されます。当資料は、信頼できる情報源から得た情報等に基づき作成されていますが、内容の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。また、当資料には、現在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、事前の通知なくこれらに変更されたり修正されたりすることがあります。2693715

[LEARN MORE AT BARINGS.COM](https://www.baring.com)

\*As of September 30, 2022

22-2627945