



PUBLIC FIXED INCOME

エマージング債券： ノイズの中を進む

BARINGS INSIGHTS

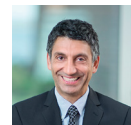
米FRBによる利上げの可能性やオミクロン株、中国などの懸念材料はあるものの、ハードカレンシー建てソブリン債券、社債、現地通貨建て債券には選別された投資機会が存在します。



Omotunde Lawal, CFA
(オモチュンデ・ラワル)
エマージング社債責任者



Dr. Ricardo Adrogué
(Dr. リカルド・アドロゲ)
グローバル・ソブリン債券&通貨責任者



Cem Karacadag
(ジェム・カラジャダ)
新興国ソブリン債券責任者

2021年10-12月期は、エマージング債券投資家にとってリスクが大幅に拡大しました。中国では、大手不動産デベロッパー2社が債務不履行に陥りました。ロシアがウクライナとの国境における軍備増強を継続したため、地政学的緊張が高まりました。また、多くのエマージング諸国で金利が上昇し、ブラジルでは金利が急上昇したほか、すでに金利が上昇途上にあった中東欧諸国では金利上昇のペースが加速しました。同時に、米連邦準備制度理事会（FRB）は、高まるインフレ率に対してタカ派色を強め、2022年初までに資産買い入れプログラムを縮小し、直後に利上げを行う可能性があると発表しました。このような状況から、ハードカレンシー建てソブリン債券、社債、現地通貨建て債券の当期のリターンは、それぞれ-0.44%、-0.61%、-2.53%と軟調な結果となり、スプレッドは全体的に拡大しました¹。

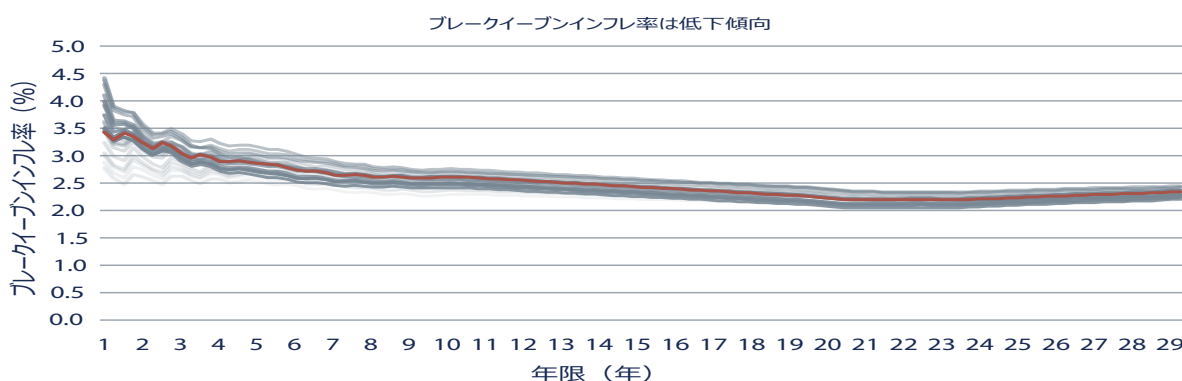
数多くあるリスク

中国：エマージング市場全体における投資家にとって最大の関心事は、中国の動向と思われます。具体的には、中国の経済成長が鈍化している可能性を示唆する指標が公表されていますが、より大きな問題は、投資家にとって中国の方向性を理解することが難しくなっていることです。また、中国では、情報技術や私立教育、不動産といった特定の業種に厳しい規制を課しており、不動産に対する規制は、すでに減速している重工業などの業種にも影響を及ぼし始めています。GDPが13.4兆米ドルの世界第2位の経済大国である中国が、新興国および先進国の両市場の需要に重大な影響を与えていることを考えると、この傾向には不安を感じます。

タカ派色を強めるFRB：FRBは積極的にインフレに対処することをコミットしているため、今後の利上げの方向性や流動性の縮小について疑問が生じています。よりタカ派的なスタンスは特に新興国通貨にとっては困難な状況であり、特定の国では通貨安につながる可能性があります。固定もしくは硬直的為替相場の国が最も困難に直面する可能性が高いものの、ブラジルやペルー、インドネシアのように変動為替相場の国は有利な立場にあると見ています。

2022年の利上げ回数は3回以上と予想されていますが、金融引き締めに向けてより積極的な道を歩むことを示唆する兆候が見られました。ブレイクイーブン・インフレ率（米国国債とインフレ連動国債の名目利回りの差）が第4四半期に低下したのです。図1に示すように、米国10年物ブレイクイーブン・インフレ率は、12月末時点で2.61%に低下しました。直近のデータを示す赤色の線は過去12ヶ月の最低値には達してはいないものの、数ヶ月前のピーク時に比べて大幅に低下しています。

図1: FRBがより積極的でないスタンスを取る理由となり得るか？



線グラフは週次での計測結果を示しており、赤色は直近の計測結果を示す

出所: Bloomberg 2021年12月末現在

1. 出所: J.P. Morgan 2021年12月末現在

当チームの見解として、これは投資家がインフレ率をどう見積もっているかを示すため考慮すべき重要な指標であると考えており、ブレイクイーブン・レートの継続的な低下は、FRBがより積極的でないスタンスを取る理由としては十分であると思われます。

政治・地政学：ロシアがウクライナとの国境に集結させた軍隊の数により、多くの人々が侵略を恐れています。しかし、ロシアが未だ行動を起こしていないことを考えると、今後12ヶ月の間に侵攻が起こる可能性はかなり低いと考えられ、現在市場はこのリスクを過大評価している可能性があります。直近では、カザフスタンにおいて、社会的な不満が抗議活動や軍事的反応となって現れています。他にも、トルコにおける中央銀行の非常に異例な金融政策への取り組みを理解するのが難しい状況にあります。例えば、トルコのインフレ率が20%を超えているにもかかわらず、中央銀行は成長を促進するために金利を引き下げ、その結果トルコ・リラの変動は大きくなっています。

明るい話題としては、ペルーの選挙やコロンビア国債の格下げ、チリの国民投票、ブラジルの新型コロナウイルス・バウチャー・プログラムに対する懸念などが後退し、2021年に入ってからラテンアメリカの地政学的リスクが減少しました。現在、これらのリスクの多くは過ぎ去ったものの、ブラジルとコロンビア両国における選挙などに対する不確実性は残っています。

新型コロナウイルス：オミクロン株は、確かに当四半期にスプレッドの一部拡大へと繋がり、さらに新たなひずみが発生する懸念があることから、新興国ユニバースにさらなるショックを与える可能性があります。しかし、複数の要因から、オミクロン株による経済への影響は過去の感染の波よりも緩やかであることが示唆されています。例えば、ワクチン接種は過去の感染拡大時に比べてはるかに普及しており、新興国全体のワクチン接種率は高く、ブースター接種の展開も先進国に引けを取りません。その結果、新興国政府は無差別にロックダウンする可能性が低く、感染者数に比してより高水準の活動を維持できるはずです（同ウイルスゼロ政策を継続している中国を除く）。

多くの新興国においては、慎重な行動によるセンチメントの低下や、政府による規制というより自己隔離の必要性による労働時間の短縮を通じて、オミクロン株の影響をより強く感じるでしょう。オミクロン株の影響により今年初のサービス需要はさらに低下すると思われるが、直近の購買担当者景気指数（PMI）からもわかるように、供給のボトルネックが緩和されることで、昨年後半に比べてインフレ圧力はさらに低下すると思われる。

ノイズの中を進む

複数の逆風がありボラティリティ上昇の可能性もありますが、長期的な投資家にとっては特に価値創造の機会が生じると見えています。

ハードカレンシー建てソブリン債券、現地通貨建て債券

中国の成長鈍化やタカ派に転じたFRBによるリスクを考慮すると、前述のように、2022年は通貨にとってトップダウンの環境はあまり好ましくないと考えています。しかしながら、現地通貨建て債券は、現地の金利に選別的な投資機会を見出しています。イスラエルや韓国、タイ、マレーシアなど、国内市場が充実しており、低金利の国に最も魅力があると見えています。

上記のようなリスクに対して、ハードカレンシー建てソブリン債券のバリュエーションは、多くの国、特にBB格の国においてリスクをスプレッドで補足しており、より公正であると思われます。例えば、ブラジルやチリ、ペルーは、中国と結びつきが強いものの、デフォルトリスクの観点からは同国内の大幅な景気減速に耐え得るだけの体力と柔軟性を有していると思われます。また、B格の国にも選別的な投資機会を見出していますが、ハードカレンシー建てソブリン債券のパフォーマンスには多様性と分散性があるため、国別選択は非常に重要です。とりわけ、資金調達手段が悪化している国は避け、確信度の高い国に対してのみポジションを構築しています。

社債

上記のような逆風やリスクにもかかわらず、エマージング社債には引き続き投資機会を見出しています。企業ファンダメンタルズは依然として堅調であり、多くの発行体では売上高およびEBITDAが同ウイルス感染拡大前の水準に戻っていることは明るい材料です。また、グローバルの経済回復に伴いさらなる改善が期待されるほか、家計支出の増加や世界的な在庫補充、企業の設備投資の再開など、世界の経済活動を支える複数の明るい話題が期待されます。コモディティ価格の見通しも引き続き良好で、多くの金属が歴史的に高い価格水準にあります。新興国企業は、コスト上昇分の転嫁やコスト削減策の実行などに対する能力を維持しており、これがインフレ上昇分の吸収に役立つと考えられます。

同時に、ハイールド・エマージング社債のデフォルト率は中国を除くと約1.2%と低い水準にあります²。2021年における総資金調達額は5,300億米ドルと記録的な水準に達しており、新興国企業の多くは米国における利上げの可能性に先立ち、低い調達コストで米ドル建て債務の大部分をリファイナンスしました³。

バリュエーションの観点からは、先進国市場や過去の水準に比べてスプレッドが依然として拡大した水準にあることから、エマージング社債は引き続き魅力的であると考えます(図2)。このような環境下、中国やウクライナ、トルコなどで足元見られた特異なカントリー・リスクに対しファンダメンタルズが示唆するよりもスプレッドが拡大した、グローバルに分散された新興国企業に引き続き投資機会があると考えています。また、米国FRBによる利上げが予想される中、エマージング・ハイールド債券市場は投資適格債券に比べて短期のデフレーションと金利変動に対する低相関を有することから特に魅力があると考えています。

規律が重要

今後ボラティリティをもたらす可能性のある複数の要因は存在するものの、エマージング債券クラスにも魅力的な投資機会が生じると見ています。しかし、これまでと変わらず銘柄選択および国別選択がパフォーマンスの大きな差別化要因となると考えています。国別および銘柄別にリスクを綿密に評価するアクティブ・マネジャーが、今後の不確実性に耐え得る発行体を見極め、回復基調の中で最大の利益を得るのに有利であると考えています。

図2: エマージング社債のスプレッドは先進国債券と比較すると依然として拡大した水準に



出所: J.P. Morgan 2021年12月末現在

2. 出所: J.P. Morgan 2021年12月末現在
3. 出所: J.P. Morgan 2021年12月末現在

Barings is a \$391+ 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、ベアリングスLLCが作成した資料をベアリングス・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。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。2015241

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

*As of December 31, 2021

21-1983972