



持続的な回復に向かう新興国債券市場

現地通貨建て新興国債券市場は過去数年に渡る困難な局面を経て、ファンダメンタルズの改善に伴う持続的な回復局面を迎えている。

現地通貨建て新興国債券市場は過去数年に渡り困難な時期が続いていましたが、ここにきて見通しが著しく改善してきました。新興国債券市場は米連邦準備制度理事会（FRB）による金融引き締めや米ドル高、そしてコモディティ価格下落の影響を受け、2013年5月から2016年1月までに米ドル建て換算で33%下落しました。

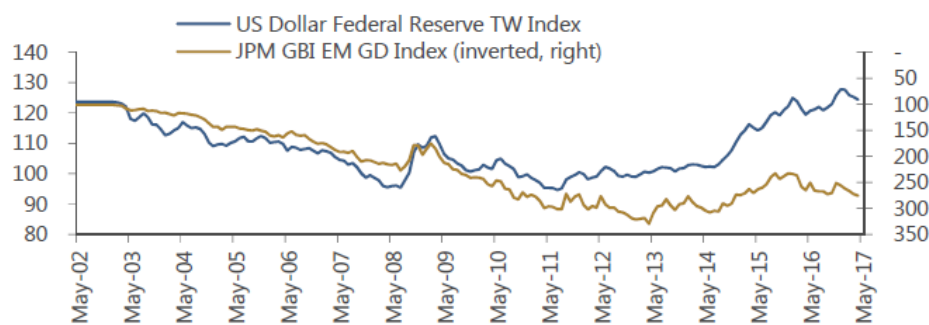
しかしながら、それ以降はFRBの金融引き締めが市場に十分織り込まれたほか、米ドルの上昇は一巡し、コモディティ価格も安定したことで、多くの新興国で経済環境が改善しました。現地通貨建て新興国債券市場の力強い回復につながったこうした動きは今後も持続するとみられます。こうした好ましい外部要因や国内のファンダメンタルズ改善を背景に、新興国債券市場は今年、そしておそらく2018年も高水準のトータルリターンを創出する見込みです。

トータルリターンを左右する外部要因-世界の金利動向、米ドル相場、コモディティ価格-については、当社が2016年11月に公表したホワイトペーパー「現地通貨建て新興国債券のリスクとリターンに関する理解」で詳細に説明しています。

為替相場の逆風が一服

2013年から2016年まで極めて強い米ドル相場となったことが、この資産クラスにとって激しい逆風となってきました。しかしながら、歴史を振り返れば、米ドルは長期的な景気サイクルを通じて実質ベースで

Chart 1: USD Trade Weighted Index vs EMDLC



Source: Bloomberg as of May 31, 2017

本稿では、これらの外部要因が昨年において新興国債券市場を支える要因へと変化した理由について説明したいと考えます。

中間回帰の動きを示してきました¹。私たちは、現在の米ドル上昇サイクルは終わりに近い段階にあると考えており、米ドルは現在、世界で最も割高な通貨の一つとなっています。

¹ この背景にはしっかりしたマクロ面の理由がありますが、本稿ではそれについて触れておりません。

米ドル相場が下落すれば現地通貨建て新興国債券にとって非常に強力な追い風となりますが、この資産クラスが1桁後半のリターンを創出するには、米ドルが安定するだけで十分です。例えば、グラフ1を見れば分かるように、米ドルは2010年半ばから2013年4月まで比較的安定した動きが続きましたが、新興国債券はこの期間に米ドル建て換算の累積リターンが36%に達しました。

FRBの政策変更は織り込み済み

FRBによる金融引き締めは現地通貨建て新興国債券市場にとってもう一つの逆風となってきました。FRBが2013年5月に「量的緩和」と表現される債券買い入れプログラムの縮小に着手すると発表したことで、新興国債券市場は投資家による突然の売りを浴びて急落し、経済活動に必要な資金を賄う上で海外からの投資に依存していた多額の経常赤字を抱える新興国の経済は痛みを伴う改革を強いられました。しかし、それから4年経った今、FRBは利上げや非伝統的な金融政策の解除を極めて緩やかなペースで進めているに過ぎませんし、このプロセスはすでに資産価格に織り込まれていることから、市場に大きな混乱を引き起こすことはなさそうです。

原油、フラッキング、そして新興国

エネルギー・セクターにおけるテクノロジー革命により、従来とは異なる原油生産手法の導入が可能になり、原油市場の根本的な構造に変化が生じた結果、2014年から2016年にかけて原油価格が著しく下落しました。

新興国の多くはコモディティ産出国であり、国際収支や財政収支が各国の生産するコモディティの価格動向に大きく左右されるため、現地通貨建て新興国債券市場に重大な影響を及ぼしました。しかしながら、それ以降は伝統的な産油国（OPEC及び非OPEC諸国の双方）が将来の需給バランスを改善させるための努力を強化してきました。今後はそうした努力が原油価格のさらなる安定につながると予想しま

まったため、為替相場が一段と不安定化しました。しかし、現在はインド、トルコ、南アフリカなどの国々で成長鈍化や通貨安によって経常赤字が大幅に縮小したため、外部要因に対する脆弱性も和らいでいます。新興国の中央銀行は通貨安やインフレ期待の上昇を食い止めるため、2014年から2016年にかけて国内金利を大幅に引き上げました。その結果、現在はインフレ率が大幅に低下し、金融政策を緩和する余地が生じており、

Table 1: Current Account Deficits Have Shrunk

Country	Peak Deficit	Year	2017	2018 Forecast
Brazil	-4.2	2014	-1.3	-1.7
Chile	-4.1	2013	-1.4	-1.7
Colombia	-6.4	2015	-3.6	-3.3
Indonesia	-3.2	2013	-1.9	-2.0
Peru	-4.9	2015	-1.9	-2.0
South Africa	-5.9	2013	-3.4	-3.6
Turkey	-8.9	2011	-4.7	-4.6

Source: Standish and IMF as of June 16, 2017

Table 2: Inflation Has Come Down in the Worst Behaved Countries

Country	Peak Inflation	Year	2017	2018 Forecast
Brazil	9.0	2015	4.3	4.5
Chile	4.4	2015	2.9	3.0
Colombia	7.5	2016	4.2	3.5
Indonesia	6.4	2013	4.4	4.2
Peru	4.0	2017	4.0	2.6
South Africa	6.3	2016	5.3	5.0
Turkey	10.0	2017	10.0	8.0

Source: Standish and IMF as of June 16, 2017

新興国ファンダメンタルズの改善

外部環境が改善しているのに加え、当社の投資ユニバースに含まれる新興国のうち、かなりの国々は以前に比べ状況が改善しています。多くの国は過去数年間に経験した痛みを伴う改革を終えて現在は経常赤字が縮小したほか、インフレ率も大幅に低下しています。2013年より前の10年間は多くの新興国通貨が上昇し、他の国にとって新興国の製品や資産価格が割高になったことから、不均衡が蓄積されました。

その結果、新興国では赤字が拡大し、海外から資金を調達する必要性が高

それは成長の回復を後押しする要因となる見込みです。

外的ショックに対する脆弱性の緩和、インフレ率の低下、経済成長見通しの改善も、現地通貨建て新興国債券市場の魅力を高めています。

当社では、外的要因が市場にとってサポート材料となっていることに国内ファンダメンタルズの改善が加わり、今年末そしておそらくは来年まで、現地通貨建て新興国債券市場にとって非常に好ましい環境が続くと考えています。

本情報提供資料は、BNY メロン・グループ（BNY メロンを最終親会社とするグループの総称です）の資産運用会社が提供する情報について、BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が審査の上、掲載したものです。当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社
BNY Mellon Asset Management Japan Limited

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 406 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

一般社団法人 第二種金融商品取引業協会