

年前半の急落後、緩やかながらも回復を見せる 米ドル建新興国社債市場

2020年の足下までの米ドル建新興国社債市場は、新型コロナウイルス感染拡大に伴い、世界各国で経済活動の停滞が懸念され、リスク回避の動きが強まったことなどから、軟調な推移となっています。特に、3月に見られた原油価格の急落は、ブラジルやメキシコなどの産油国に対する懸念を強め、米ドル建新興国社債市場の下落に繋がりました。

しかし、4月以降は、世界各国の金融緩和策等が奏功したことや原油相場が回復したことなどから、緩やかながらもパフォーマンスの改善が見られています。投資家の不安心理の高まりを表すVIX指数を見ると、足下においては、米大統領選挙やワクチン開発の動向などによりボラティリティ（価格の変動性）の一時的な高まりが見られていますが、3月の頃と比べると比較的落ち着いた市場となっています。

年初来の新興国社債（米ドル建）と新興国株式の推移

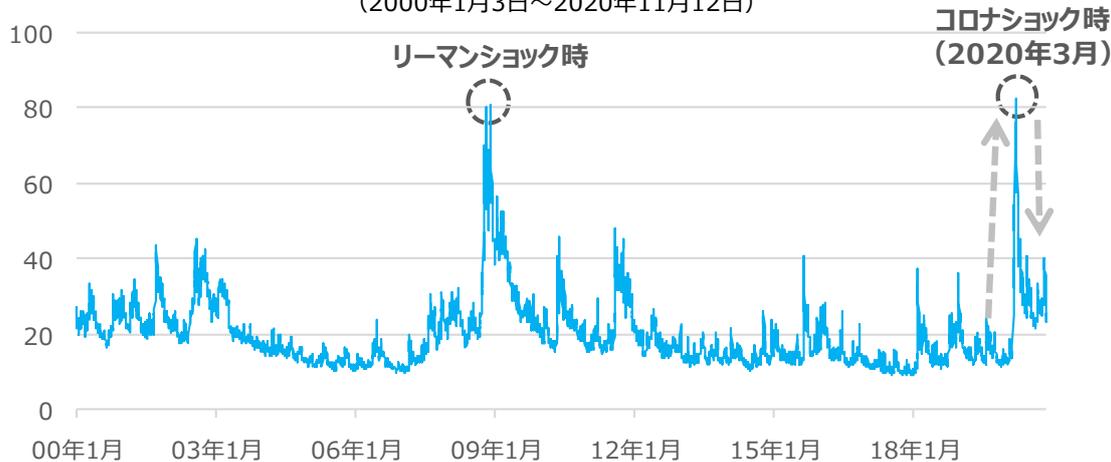
(2019年12月31日～2020年11月12日、米ドルベース)



新興国社債（米ドル建）：JPモルガンCEMBIブロード・デバースィファイド・ハイールド指数
新興国株式：MSCIIマージング株式指数

2000年以降のVIX指数の推移

(2000年1月3日～2020年11月12日)



VIX指数：CBOE SPXボラティリティ指数

出所：ブルームバーグのデータを基にBNY Mellon・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社が作成



米大統領選はバイデン候補が当選確実との観測 新興国社債市場へはプラスと見る



足下の市場の注目点である米大統領選挙の行方について、当資料作成時点ではバイデン氏が当選確実との見方が強まっています。仮にバイデン候補が当選した際のマクロ経済・金利へのインパクト、新興国社債市場へのインパクトについて、BNY Mellonグループの見方を解説いたします。

マクロ経済・金利へのインパクト

- ✓ 貿易問題や外交政策に関しては、バイデン氏の「メイド・イン・アメリカ」キャンペーンなどから明らかなように、現行の保護主義的な動きがある程度維持される可能性があります。但し、トランプ現政権と比べ、**より協調的なスタンスをとると予想されます**。また、対中国においても、強硬な姿勢はある程度維持されるとみるものの、トランプ政権時と比べ、**より予想が可能で、安定性のある政策がとられると見えています**。
- ✓ 追加財政政策の資金を調達するため、今後米国債の発行が増加し、**米国の長期金利が上昇する可能性**があります。一方で、**足下の観測通りのねじれ議会（上下両院で多数党が異なる状態）となれば、財政政策の大幅な拡大は牽制され、米国債利回りの上昇圧力が弱まるとみられます**。また、**経済の安定的な回復を重視するFRB（米連邦準備制度理事会）が極端な米国金利の上昇を抑制するとみられます**。

新興国社債市場へのインパクト

- ✓ **トランプ氏が当選する場合に比べ、全般的にプラスと見えています**。米国の財政刺激策の拡大などを背景に景気が回復し、新興国を含むグローバル経済にとってプラスとなると考えます。また、現トランプ政権よりも安定性のある政策が期待されることから、それに伴う市場心理の改善なども期待されます。一方、米国金利の上昇には警戒が必要となりますが、上述の通り、ねじれ議会やFRBによるコントロールにより、極端な金利上昇は避けられると考えます。
- ✓ **南米諸国やメキシコなど、米国に友好的な国を中心に恩恵を受けると考えますが、ロシアやトルコは制裁が発動されるリスクが上昇する可能性もあるため、注視する必要があると考えます**。

短期的にはトルコのデフォルトは見込まず 社債についてはセクターなどにより玉石混交



短期的なデフォルト発生や 他国経済への大きな波及は見込まない

今年に入り、格付け会社による格下げや地政学リスクの高まりなどから、トルコ・リラは史上最安値水準で推移し、通貨防衛による外貨準備の急減なども不安視されることから、市場ではトルコの国際収支危機によるデフォルト懸念が高まっています。

しかしながら、トルコ中銀はこうした国際収支危機に対する憂慮に対応するため、政策金利の引き上げを決定し、トルコリラの下支え姿勢を明確にしています。加えて、政府債務については差し迫った懸念事項となっていないことから、**BNY Mellon**・

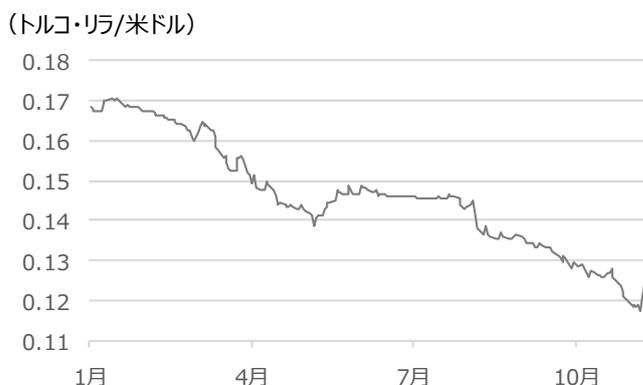
グループでは、少なくとも短期的にはトルコのデフォルト発生を考慮しておりません。なお、今般のトルコの国際収支上の問題が近隣諸国やグローバル経済に波及するとの見方も一部に見られますが、その可能性は低いと考えております。2018年にもトルコ通貨危機がみられましたが、今回のトルコの国際収支問題は2020年に入る前からマーケットでは既に十分認識されていたことであり、現時点では連鎖的な信用危機などのパニックには繋がらないと見えています。

社債については、企業選別を行うことで安定したリターンの獲得が期待

トルコの社債については、玉石混交の状態にあると言えます。例えば、現地通貨建の社債などは前述のトルコ・リラ安の影響を直接受けますが、米ドル建のものについては比較的影響を受けにくいと考えます。また、売上をどの地域でどの通貨で上げているかやバランスシートの健全性などによってクレジットリスクは大きく異なります。例えば、**トルコの金融セクターの米ドル建社債は、今のような状況でも債券価格は高水準を維持しています。**このように、**債券の通貨やセクターによって実態は大きく異なるため、一概にトルコの資産はリスクが高いと敬遠することなく、セクターや企業をしっかりと選別して投資を行うことによって、安定したトータル・リターンの獲得が期待されると考えます。**

年初来のトルコ・リラ（対米ドル）の推移

(2020年1月1日～2020年11月12日)



トルコの主要銀行の米ドル建社債の状況

(2020年11月12日時点)

銘柄名	クーポン (%)	満期	債券価格 (米ドル)
ガランティ銀行	6.125	2027/5/24	94.3
AKBANK	6.8	2026/2/6	102.0
ヤピ・クレディ銀行	8.25	2024/10/15	105.4
TKSB	6	2025/1/23	96.5
ISBANK	7.75	2030/1/22	96.4

今のトルコの状況でも
米ドル建の主要銀行の
債券価格は
90米ドルを超える水準

出所：ブルームバーグのデータを基にBNY Mellon・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社が作成

※上記は過去のデータおよび実績であり、将来を予測もしくは保証するものではありません。また、上記コメントは作成時点のものであり、今後、予告なしに変更される場合があります。

今年もプラス成長が見込まれる中国 成長を大きく支える不動産市場

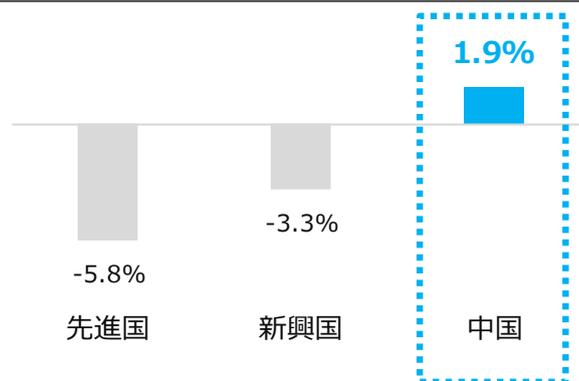


2020年もプラス成長が見込まれる中国

新型コロナウイルスの影響により、**2020年は世界の多くの国でマイナス成長が予想される中、中国経済はプラス成長が予想されています。**

中国では新型コロナウイルスの感染拡大が比較的抑え込まれたことで、工場の再稼働を早期に実現しました。これにより、世界的な需要拡大を取り込み、景気回復が進みました。また、**インフラ投資による下支えのほか、不動産投資の拡大も景気回復を支える一因となりました。**

2020年のGDP成長率（前年比）予想



※IMF予想値

金融緩和策などを背景に 回復を見せる中国不動産市場

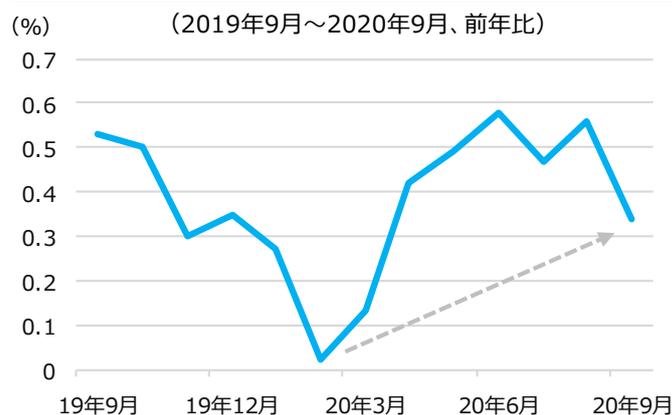
中国の不動産市場は新型コロナウイルスの影響を受けて一時的に落ち込みましたが、その後は大きく回復しています。背景として、以下の2点があげられます。

- ①新型コロナウイルスの経済対策である金融緩和策（金利低下・流動性供給など）により、不動産市場に資金が流入し、不動産価格を押し上げた
- ②都市部の住宅開発規制緩和により、不動産投資の拡大が後押しされた

不動産価格の過度な高騰を懸念する声もありますが、**中国政府は債務水準の高い不動産企業を牽制し、中国不動産市場の過度な高騰を引き締めています。**実際に、住宅価格が高騰している深圳市、南通市、杭州市など一部の地方都市では購入制限等による需要サイドの引き締め政策を通じ、市場の安定化が図られています。また、8月に不動産管理局とディベロッパーの間で行われた北京での会合において、不動産会社の債務に関する「3つのレッドライン*」を提示し、不動産市場の「行き過ぎ」を抑制しています。

*①資産負債比率（前受金控除後）：70%、②純負債資本倍率：100%、③手元資金の短期負債倍率：100%

中国70都市販売用新築住宅価格の推移



依然として不透明感は残るものの、豊富なプラス材料が下支えする見通し

新型コロナウイルス感染拡大の影響を大きく受け、3月の新興国社債のспレッドは大幅に拡大しましたが、足下では縮小傾向にあります。

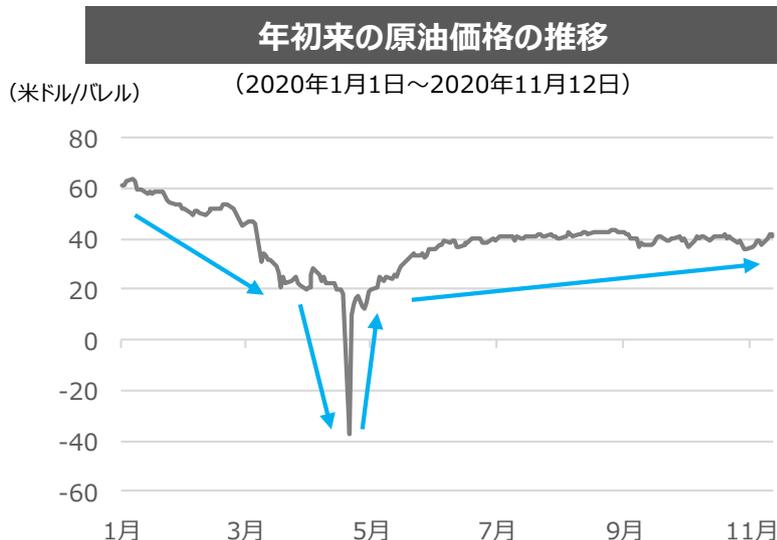
現在も新興国における新規感染者数の増加は顕著ですが、先進国を中心に世界各国で制限措置の解除の動きなどにより経済活動の再開が期待されることや、政府や中央銀行が引き続き積極的に支援策を講じていること、ワクチン開発への期待感などから足下では市場のリスク選好ムードが強まりを見せてつあります。

BNY Mellonグループでは、**今後市場下落の可能性はあるものの、現段階では、上述の政府による経済政策や中央銀行による緩和的な金融政策などに加え、下記の原油価格の回復や需給面での追い風などのプラス材料が新興国社債市場を下支えすると予想**します。

原油価格の回復

今年4月、新型コロナウイルス感染拡大に伴う経済活動停止と原油需要の減少などから、WTI原油先物価格は一時マイナス価格をつけました。これに伴い、ブラジルやメキシコなどの産油国の資産は大きく下落しました。

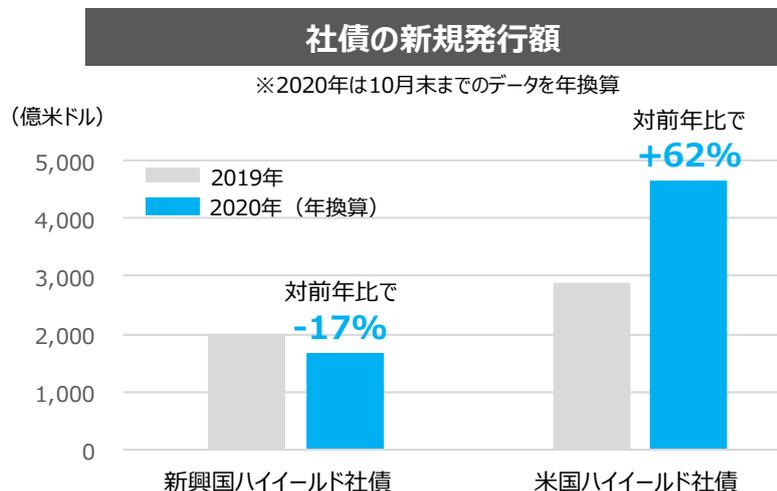
しかし、その後は欧米諸国などでの経済活動の再開による需要回復などを背景に上昇に転じ、**原油価格は40米ドル前後で安定した推移となっており、産油国を中心とする新興国資産の下支えとなっています。**



新興国社債の新規発行減を受けた需給面の追い風

2020年に入り、米国ハイールド社債は発行額が急増しています。これは、米利下げ実施に伴い社債発行時の金利が下がり、信用力の低い企業も低金利で資金調達しやすくなっているためですが、供給が過剰との見方もあります。

一方で、新興国社債（ハイールド）の起債額は昨年よりも少ないペースです。供給が限られる中、新興国資産への資金流入が見られることで、新興国社債の上昇が期待されます。



<投資信託に係るリスクについて>

投資信託は一般的に、株式、債券等様々な有価証券へ投資します。有価証券は市場環境、有価証券の発行会社の業績、金利の変動等により価格が変動するため、投資信託の基準価額も変動し、損失を被ることがあります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。そのため、投資信託は元本が保証されているものではありません。

又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

<投資信託に係る重要な事項について>

- 投資信託によっては、海外の証券取引所の休業日等に、取得、換金の申し込みの受付を行わない場合があります。
- 投資信託によっては、クローズド期間として、原則として換金が行えない期間が設けられていることや、1回の解約金額に制限が設けられている場合があります。
- 分配金の額は、投資信託の運用状況等により委託会社が決定するものであり、将来分配金の額が減額されることや、分配金が支払われないことがあります。

<投資信託に係る費用について>

投資信託では、一般的に以下のような手数料がかかります。手数料率はファンドによって異なり、下記以外の手数料がかかること、または、一部の手数料がかからない場合もあるため、詳細は各ファンドの販売会社へお問い合わせいただくか、各ファンドの投資信託説明書（交付目論見書）等をご覧ください。

- 申込時に直接ご負担いただく費用・・・・・・・・・・ 申込手数料 上限3.5%（税抜）
- 換金時に直接ご負担いただく費用・・・・・・・・・・ 信託財産留保額 上限0.70%
- 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・ 信託報酬 上限 年率1.87%（税抜）
- その他費用・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。

※上記費用の総額につきましては、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

※上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、BNY Mellon・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する夫々の費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、夫々の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に良く投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧ください。

<ご留意事項>

- 当資料は、BNY Mellon・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社が情報提供を目的として作成した資料であり、特定の有価証券の勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性・完全性について保証するものではありません。
- 当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成時点のものであり、事前の連絡なしに今後変更されることがあります。
- 当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等をお約束するものではありません。
- ファンドに生じた損益は、すべて受益者の皆様に帰属します。



BNY Mellon・インベストメント・マネジメント・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