

新興市場債券戦略の見通し

変わらないこと、変わったこと

2024年9月

MB

Magda Branet
エマージング&アジア債券ヘッド
アクサ IM 英国

キーポイント

- 新興国債券市場は、一時市場変動があったもののプラスのリターンとなった夏を経て、米国大統領選への懸念に影響を受け始めています
- トランプ氏の勝利は、貿易保護主義をもたらし、米ドル高、アジアとの通貨戦争、新興国市場を傷つける米国金利の上昇につながる可能性が高いため、一般的に新興国市場の債券にとっては悪いニュースと市場では受け止められています。ハリス氏が勝てば、そのような問題を回避できると見られているので、状況はトランプ氏勝利時よりはプラスと見ています
- しかし、トランプ大統領の誕生の可能性は市場にとって目新しい想定ではなく、ハリス副大統領も現政権における立場から、関連する戦略を提示しています
- トランプ氏が再選された場合の、新興国債券（EMD）戦略の見通しについて、トランプ氏の第一回目の大統領期間は有益な指針となるのでしょうか

新興国市場（EM）の現在の環境を見ると、2016年の米国大統領選挙の直前と類似する点が多々見られます。

2015年11月、ウクライナは前年のロシアの侵攻とそれに続く国家債務不履行（デフォルト）を受けて、債務再編を完了したばかりでした。2024年8月、ウクライナは対外債務の支払いを2年間猶予した後、再び自国債の再編を行いました。

2016年、アルゼンチンは、過去の体制からの脱却を約束したマウリシオ・マクリ改革派政権の時代を迎えていました。そして執筆時現在、ハビエル・ミレイ政権が積極的な財政安定化プログラムに着手し、新たな転換を試みています。

現在と同様に、中国は当時、低成長や過剰生産能力、デフレ懸念に直面し、不動産市場は低迷していました。

さらに、当時ブラジルは財政および政治の両方の危機に直面していました。ジルマ・ルセフ政権は財政赤字を国内総生産（GDP）の2桁パーセントの規模（2015年にはGDPの-10.2%）にまで押し上げ、最終的には議会による弾劾へと発展しました。ルラ・ダ・シルヴァ大統領の市場との蜜月関係（2022年10月の再選後）は、2024年の赤字予算が再びGDPの10%に達する見通しであることから、終わりを迎えたと思われる。

トランプ1.0におけるEMD:実害よりも恐怖

全体として、ドナルド・トランプ氏の一回目の大統領任期中、EMD市場は堅調なリターンを記録し、ハードカレンシー建て債券および現地通貨建て債券市場は、

2017年1月(トランプ大統領就任)から2021年1月(ジョー・バイデン氏が米国大統領に就任)までの間に、それぞれ約23%上昇しました。¹

選挙前の2016年9月には、EMDのハードカレンシー指数のスプレッド²は米国債に対して新興国債で340ベースポイント(bp)、新興国社債で330bpでした。トランプ氏の予想外の勝利が発表されると、新興国債のスプレッドは直ちに40bp拡大しました。一方、より流動性が低く反応の鈍い資産クラスである新興国社債については、ほとんど変動がありませんでした。

その後、EMスプレッドは縮小し、2017年末には国債が268bps、社債が247bpsまで縮小しました。米国政権の最初の1年において、EMDは国債と社債の資産クラスを合わせたリターンを9%に押し上げました。

当時、市場で最も注目されていたアルゼンチン(2015年のマクリ大統領就任後の債券市場への再参入と、債券保有者との対立解消後)は、15%のパフォーマンスを達成しました。ウクライナは債務再編後の熱狂感に支えられたまま、17%の増加となりました。

2018年には、米連邦準備制度(FRB)が暫定的な金融引き締め政策を開始しました。これにより、EMスプレッドは拡大し、国外資金調達のリスクに最もさらされている国々(トルコとアルゼンチン)は、金融情勢の緊迫化による圧力に耐えられず、ついに破綻しました。アルゼンチンは、マクリ氏が再選を逃した後の2019年10月に最終的に債務不履行に陥り、トルコは2018年8月にリラ(TRY)が1日で30%下落するなど、国際収支危機を経験しました。

まとめると、トランプ氏の前回大統領就任初年度には、EM諸国がいくつかの特異なストーリー(ウクライナ、アルゼンチン)から恩恵を受け、米国の金融・財政政策が容易であったこと、そして世界的な成長回復が同時進行したことなど、いくつかの要因が重なりました。

2018年以降、トランプ大統領のリフレ政策(デフレ状態を脱却し、過度なインフレにならない程度の水準まで物価を引き上げるために、金融政策や財政政策を実施すること)により金融政策が引き締められ、最も脆弱な新興国(比較的高水準の経常収支赤字を抱えるトルコやアルゼンチン、及びエクアドルなどの一部のフロンティア市場(発展途上国の中で、その金融市場規

模が新興諸国よりも小さく、流動性が低い市場))に打撃を与えました。

また貿易戦争になるか?

米中貿易戦争の始まりは、おそらく2018年3月にトランプ大統領が鉄鋼とアルミニウムを対象にまず関税を課す意向をツイートしたことに遡ると思われます。合計4回の関税が課され、中国のテクノロジー産業(ファーウェイとZTE)と軍需産業に対する制裁措置が取られ、それに続いて、多数の主要製品と分野に対する輸出規制が実施されました。

中国の人民元(CNY)は米ドルに対して、米国大統領選挙に向けて下落圧力を受け、トランプ大統領就任前の12カ月間で6%下落しました。しかし、トランプ大統領就任後、人民元は2018年3月以降一度14%下落した後、反転し、退任までの4年でみると4%ほど上昇しました。

さまざまな調査が示すように、投資家は米ドルに対し人民元安を見込んだショートポジションを選好していますが、人民元は今年、奇妙と思われるほど安定した状態を保っています。差し迫った人民元の下落に先立ち、海外投資家によるオフショア人民元(CNH)の投機的なショートポジションを反映して、CNHとオンショア人民元(CNY)の価格差が拡大しているようです。これと同じ状況が、例えば2015年8月に2.7%の人民元の大切り下げが実施された際に発生しました。今年に入ってからこの価格差は広がったままで、人民元ショートが市場での共通認識の取引となっています。しかし、最近の為替相場の乱高下では、人民元は日本円に追随して急速に上昇し、CNY/CNHスプレッドは0に収束しました。これは、投機的なショートポジションが解消されたことを示す兆候と見ています。

人民元安に対する米ドルの買いのポジションを取るのには、外国投資家だけではありません。累積した中国の貿易収支(大幅な黒字)と輸出業者による米ドルから人民元への転換額の差を測定すると、中国の黒字の多くが米ドルで保有されていることがわかります(企業および家計による米ドル保有額は3000億ドル~6000億ドルとの推定)。

米国とアジアの間の金利差が大きかったため、近年、アジア全域でドル化が進みました。中国の10年物国債利回りは、米国債の10年物利回りより低い2.1%前後で推移しています(スプレッドは1.7%まで拡大)。

アジア通貨を米ドルに対してヘッジすることは、米国との金利差がマイナスであるため、キャリー収益³をも

¹ 出所: Bloomberg、JPM新興国債券各指数。特に記載がない限り、この記事の他の市場データにも適用されます。

² 満期、信用格付け、発行体などが異なる債券の利回りの差。

³ 投資収益が投資の資金調達コストを上回る場合

たらしめます。3か月フォワードによる年率ヘッジコストは現在、タイバーツ（THB）で-2.6%、韓国ウォン（KRW）で-2.5%、マレーシアリングギット（MYR）で-2%となっています。

これは、アジア通貨の為替はすでに過剰に売られており、人民元安が実現しなかった場合、特に米国金利が低下傾向にあるため（キャリー・トレードの観点から人民元ショートが魅力的でなくなる）、米ドルのロングポジションが解消されて、現地通貨に再転換されるリスクに注目すべきであることを意味していると考えています。これによって、関税への懸念が高まる中でも、人民元安圧力が抑えられる可能性があると思います。

ウクライナに何が起こり得るだろうか？

前述の通り、トランプ氏が前回大統領に就任した際、ウクライナは2015年8月に対外債務の再編を完了し、2015年11月に新たな債券を発行していました。

2024年8月、ウクライナは債券保有者と合意に達し、それらの債務の再編案を提示し、8月末から新たな金融商品が取引されています。

2015年の再編は比較的単純なもので、元本の20%削減、2019年までの支払い免除、4年間の満期延長が含まれていました。2024年の再編案は、2種類の債券（ステップアップクーポン付きの新債券Aと、ウクライナのGDPのレベルと成長率が2029年までに一定の条件を満たした場合に元本が増額される可能性がある条件付支払スケジュール付きの新債券B）と古い債券の交換を伴う、より複雑な内容となっています。

元本カットは、最初の再編よりも若干高く、37%から25%（債券Bのオプションが満たされるかどうかによって異なる）となっています。今後4年間の対外債務の支払いは、国際通貨基金（IMF）の基準では「わずか」であり、ウクライナにとって大幅なキャッシュフローの改善に繋がります。

最初の再編成が行われた当時、ウクライナの経済および政治状況は深刻でしたが、今日の状況と大差はありませんでした。ウクライナの一部の領土が占領され、2014年と2015年のミンスク合意にもかかわらず、完全な停戦は達成されていませんでした。紛争は凍結されたように見えたが、再燃は繰り返される可能性が残されました。当時のウクライナのGDPは、侵攻後に大幅に下落し、現地通貨の切り下げ（ウクライナのフリヴニャ（UAH）は、2014年の10UAH/USDから2015年には22UAH/USDへと、価値が半分以上下落した）も一因と

なり、2015年には米ドル建てで前年比50%減となりました。前回終結時点でウクライナの債務対GDP比は90%で、175億ドルのIMF支援策を確保していました。

今日、ウクライナはIMFから同程度の支援を確保しており、4年間のEFF（拡大信用供与）の総額は156億米ドルで、そのうち最新の22億米ドルが2024年5月に支払われました。GDPは2014年から2015年にかけてよりも減少幅が小さかったようです（米ドル建てで20%減）。これは、UAHが比較的安定していたことによるもので、侵攻開始以来「わずか」45%下落したに過ぎません。

今後のウクライナ国債の価値を決定する上で最も重要な要素は、出口利回り、つまり新規債券が発行された後に取引される利回りです。2015年の再編後、クーポン7.75%の新債は、発行・決済時の利回りが8%前後で、2015年11月から2022年2月まで8%から10%の間で推移し、比較的順調に取引されていました。しかし、ロシアがウクライナに侵攻し、利回りが40%から60%の領域に急騰しました。

トランプ氏とハリス氏、それぞれのシナリオでは国債価格はどのように変化するか？

トランプ氏は、ウクライナ紛争を「数日」で終わらせると繰り返し発言しており、ウクライナ紛争だけでなく、北大西洋条約機構（NATO）全体に対する支援を削減すると警告しました。2014年のウクライナ侵攻以来、米国は582億米ドルの軍事支援を提供しており、その大半（554億米ドル）は2022年2月以降となっています⁴。もし支援が完全に打ち切られることになれば、ウクライナは、欧米からの軍事支援がはるかに少なかった最初の侵攻時と非常に似た状況に陥るだろうと想定されます。これは、ウクライナへ公約された援助と割り当てられた援助の間に大きな隔たりがあるため、欧州が援助を増やすことが期待できない場合です。

2015年と同様の対GDP比の債務、同様のIMF支援額、そして欧州からの支援の確約が依然として存在していることから、ウクライナ債は最初の再編成の結果と同様のパターンをたどる可能性が考えられます。すなわち、スプレッドが800~1000bpの取引が行われ、利回りは12~14%の水準になると考えられます。

大幅な支援削減が行われた場合、市場がどのような反応を示すかについては、かなりの不確実性があることを認めざるを得ません。当初はセンチメントに打撃を与える可能性が高いでしょう。しかし、IMFプログラムの下で社債の利払いは安全であるとみており、今後4年

⁴ 出所：米国国務省ウェブサイト - <https://www.state.gov/u-s-security-cooperation-with-ukraine/>、2024年8月。

間に戦争が予期せぬ形で悪化しない限り、再編成が行われる可能性は低いと考えています。

アルゼンチン：ミレイ氏対マクリ氏- 今回は違うのか？

2015年11月、10年にわたる「キルチネル主義（キルチネル元大統領が掲げた新自由主義）」の統治を経て、経済と政治の変革を公約に掲げたアウトサイダーのビジネスマン、マウリシオ・マクリ氏が選出されました。マクリ氏は大統領就任から1年以内に、またトランプ氏が当選した時点で、資本規制を撤廃し、通貨を切り上げ、前回の再編時に残留した債権者との間で数十億ドルの和解に合意した後、記録的な規模の国債発行を行いました。

現在、苦境に立たされているこの南米の国は、再び高インフレと経済不況、債務不履行のリスクに直面しています。ハビエル・ミレイ大統領は、通貨発行による財政支出の浪費がアルゼンチンの経済停滞の根本原因であると述べました。2022年に上院議員に、2023年に大統領に就任した政治のアウトサイダーである経済学者のミレイ氏は、ハイパーインフレの瀬戸際にあり、価格と資本管理の網の目の中で貧困レベルが上昇していた経済を安定化させるという使命を帯びて選出されました。持続的な経済衰退を逆転させ、再び債務不履行に陥るのを回避するために、ミレイ氏は大規模な財政調整を実施することを公約し、前任者とは異なり、すでにその公約を実行に移しています。

2015年のマクリ氏も2023年のミレイ氏も、困難な状況を引き継ぎました。おそらく、ミレイ氏の引き継いだ状況はマクリ氏よりもさらに深刻でした。前者の3桁のインフレ率と後者の2桁のインフレ率、2桁（十億ドル単位）のマイナス外貨準備高と1桁のマイナス外貨準備高、2桁の双子の赤字（中央銀行の赤字を含む）と1桁の双子の赤字などです⁵。楽観的な見通しや世界的な関心、そして当初の成功にもかかわらず、マクリ大統領の試みは、財政優位性が優勢となり、資本規制の再導入、引き継いだよりも高い水準のインフレ、そして最

終的な債務再編につながったため、失敗に終わりました。

ミレイ氏と彼のチーム（マクリ氏の主要閣僚数名を含む）は、今回は異なる戦略を追求しています。新政権は、年初来のGDP比で0.3%という驚くべき財政黒字を達成しており⁶、2008年以来初の通年での基礎的財政収支の黒字化に向けて順調に推移しています。金融政策の要に頼り、通貨発行の「蛇口」を閉めることで、ミレイ氏は自らの戦略が持続可能なデフレ、財政の健全性の改善、そして経済成長への回帰につながることを期待しています。マクリ大統領の試みが示したように、有権者も投資家も、結果によってその政策を判断するでしょう。

債券投資家としては、マクリ氏の政策よりもミレイ氏の政策の方が信頼できると見ています。予算と対外黒字、準備金の蓄積、インフレ率の低下は、この政権の戦略の具体的な成果と言えるでしょう。当社グループは引き続きこの状況を好意的に受け止めており、進捗状況を注視しながら、アルゼンチン国債に対する前向きな見方を維持します。

歴史は繰り返すのか？

2016年には、資産クラスや一部の新興国がいくつかの課題に直面していたにもかかわらず、米国大統領選後のEMDは好調に推移しました。当時、株式市場の活況や世界的な堅調な成長、そしていくつかの特異な好転の兆しが、トランプ大統領就任後の1年間のリターンを後押ししました。

今回は、米国大統領選の結果に関わらず、EMDがこのパターンを繰り返す可能性があると考えています。新興国市場のハイ・イールド債券、特にフロンティア市場には依然として上昇余地があると考えており、特にウクライナとアルゼンチンが有望であると見ています。貿易戦争や保護主義は、米ドル高をもたらす可能性があります。米国の金利引き下げによるドル離れは、強力な相殺要因として作用する可能性があると考えています。

⁵ IMF

⁶ IMF

過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

(オリジナル記事は9月27日に掲載されました。[こちら](#)をご覧ください。)

本資料で使用している指数について

JPM新興国各債券指数：米JPモルガン社が提供している、新興諸国の発行する米ドル建又は現地通貨建ての国債や政府機関債の値動きを示す各指数です。

※本資料中の指数等の著作権、知的財産権、その他一切の権利はその発行者に帰属します。

ご留意事項

本資料は情報提供のみを目的としており、特定の有価証券やアクサ・インベストメント・マネージャーズまたはその関連会社による投資、商品またはサービスを購入または売却するオファーを構成するものではなく、またこれらは勧誘、投資、法的または税務アドバイスとして考慮すべきではありません。本資料で説明された戦略は、管轄区域または特定のタイプの投資家によってはご利用できない可能性があります。本資料で提示された意見、推計および予測は掲載時の主観的なものであり、予告なしに変更される可能性があります。予測が現実になるという保証はありません。本資料に記載されている情報に依存するか否かについては、読者の独自の判断に委ねられています。本資料には投資判断に必要な十分な情報は含まれていません。

投資リスクおよび費用について

当社が提供する戦略は、主に有価証券への投資を行います。当該有価証券の価格の下落により、投資元本を割り込む恐れがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動によっては投資元本を割り込む恐れがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。

また、当社の投資運用業務に係る報酬額およびその他費用は、お客様の運用資産の額や運用戦略（方針）等によって異なりますので、その合計額を表示することはできません。また、運用資産において行う有価証券等の取引に伴う売買手数料等はおお客様の負担となります。

アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号: 関東財務局長（金商）第16号

加入協会: 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、日本証券業協会