

Emerging Markets Watch P I M C O

カーティス
ミューボーン



2007年1月

エマージング市場 - 市場動向と今後の見通し

2006年、米ドル建てエマージング債券市場および現地通貨建てエマージング債券市場はそれぞれ9.9%、15.2%の上昇となりました¹。ここ数年で見られた同市場における構造面での改善が米ドル建てエマージング債券市場における対米国債上乗せ金利（スプレッド）の縮小とエマージング諸国内における国内金利水準の低下をもたらしたといえます。ただし、過去数年で構造面において大幅な改善が見られたにもかかわらず、同じく2006年には同市場には依然として重大なリスクがあることが露呈されました。今回のレポートでは、2006年のエマージング債券市場を振り返ると共に、2007年の見通しについてご説明したいと思います。

2006年に見られたエマージング債券市場のリスクとして第1に挙げられるのは波及リスクです。5月および6月にみられたG3諸国における金利上昇懸念は米ドル建てエマージング債券市場および現地通貨建てエマージング債券市場双方の全面的な売りに繋がりました。実際、この影響はエマージング債券市場のみならず、多くの先進国およびエマージング諸国の株式および債券市場双方に波及しました。PIMCOでは、エマージング市場全体の経済、金融面でのファンダメンタルズは依然として良好なものとみているため²、外部要因による市場の下落は一時的なものであり、同市場に悪影響を与え続ける可能性は低いと判断しました³。

PIMCOではエマージング債券市場に対して中長期的に積極的な見通しとしており、同見通

しに基づくと、外部要因による価格の下落は、スーパーの店頭に「全商品10%引き」と書かれた札が掲げられているようなものです。だからといってすぐに買い漁る必要はありませんが、良好な投資機会であることは間違いありません。2007年の5月および6月に再び同じような現象が起きると予想しているわけではありませんが、興味深いことに、こういった現象は2005年の5、6月（フォードおよびGMの格下げ）、2004年（FRB（連邦準備制度理事会）による利上げ）、2003年（米国金利の変動）、2002年（ブラジル大統領選挙に関わる懸念）にも発生しており、そのいずれもが良好な投資機会であったことが証明されています。

2006年に浮上した第2のリスクは政治リスクです。9月にはタイで軍事クーデターが発生し、10月にはエクアドルの大統領選挙で左派候補が有力であることが明らかになりました。市場参加者は当初、こうした動きを重要視しませんでした。おそらくそれは2006年に予定されていた数多くの政治的イベントが市場参加者にとって好感できる結果となったためでしょう。

しかし、残念なことに12月に入ると、こうした政治リスクは金融リスクへと姿を変えました。タイの軍事政権は外為取引規制を導入し、これによりタイ株式市場は約15%下落、政府はその後同規制に対する追加措置を余儀なくされました。また、エクアドルにおいて

は大統領に選出されたコレア氏と彼が指名した次期財務相がエクアドル政府債務の「再編」を行う意向を示しました⁴。

エクアドルの事例は興味深い内容であるといえます。産油国であるエクアドルは2004年から2005年にかけて同産業から莫大な利益⁵を挙げたことから大規模な債務の返済が可能となり、エクアドル債自体、同期間に良好なリターンを挙げました⁶。しかし、2006年3月にエクアドル政府がオクシデンタル石油の管理する油田施設を事実上国有化したことから、PIMCOではエクアドル政府の債務返済「能力」ではなく、債務返済という「行為」に対して疑念を抱きました。さらに、ポートフォリオ・マネージャーが同国を訪問したところ、多くの大統領候補とその支持基盤の質に対する懸念も新たに浮上しました。また、エクアドル債の大半は額面での繰上げ償還条項が付与されているにもかかわらず、この時の市場価格は額面を上回っており、市場はエクアドルのリスクに対する危機感を失っているものと思われました。リスクが高まっていることとさらなる上昇余地がわずかであることから、PIMCOでは大統領選の第1回投票が始まる前に約8億ドルのエクアドル債⁷を売却したのです⁸。

今思うと、この慎重な運用判断は不測の事態（クーデター、選挙結果など）を予測できたからではなく、適切な運用判断には厳格なリスク管理の下、潜在的なリスク・リターンを評価することが常に必要であるという、PIMCOの投資哲学があればこそ可能となったものといえます。

2007年の市場見通し

金融市場における波及リスク、政治リスク、そして債務の返済意欲というリスクは依然として市場参加者が直面している問題であるといえるでしょう。上記を踏まえた上で、PIMCOがエマージング債券市場を考える上で

2007年に重要だと思われる要因についてご紹介しましょう。

まず、短期的な要因に左右されない大局的な展望からお話致します。これまで数年にわたって持続してきた世界的に良好な経済・金融環境は今後も続くものと思われれます。2007年における世界の経済成長率は5%程度と予想され、これは近年にみられる高水準の経済成長が持続するとの見方を反映したものです（チャート1）。主要先進国の経済成長は減速するものの、世界的には高水準の成長が維持されるでしょう。また、近年エマージング諸国が世界経済にとって重要な原動力となってきたことから、主要先進国の景気動向と世界全体の景気動向の間にみられた相関は低下を続けています。（チャート2）⁹。この現象は世界経済の安定要因となり、エマージング市場にとって好ましい環境であるといえます¹⁰。

世界の 실질GDP成長率

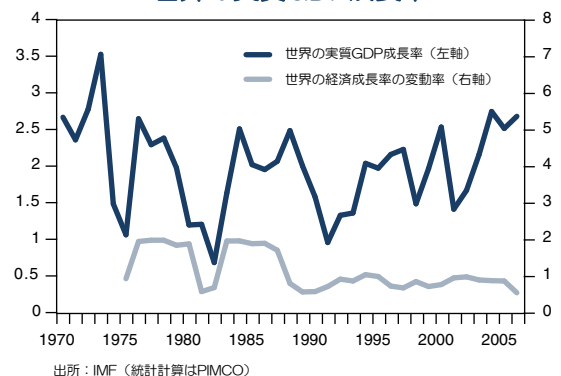


チャート1

G7の経済成長率と世界の経済成長率の相関

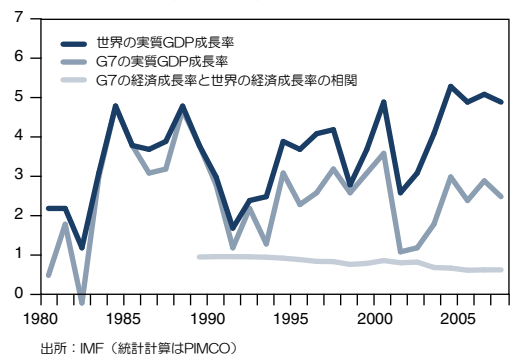
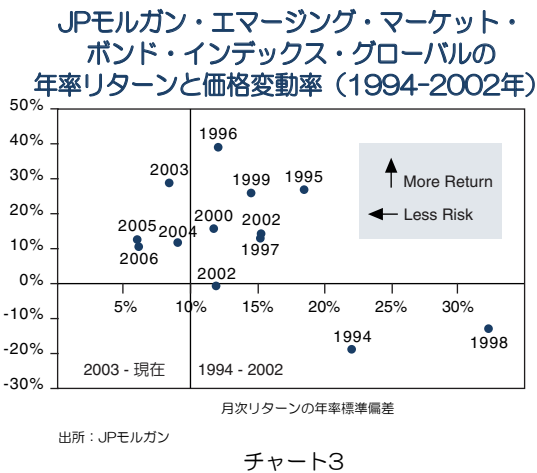


チャート2

次に、良好なマクロ要因がどの程度エマージング債券のリスク・リターンに反映されているかをみてみましょう。米ドル建てエマージング債券市場の過去におけるリスク/リターンを検証すると、リスク調整後のリターンは明らかな改善傾向を示しています。エマージング諸国におけるファンダメンタルズの改善と世界的に良好な経済環境を背景にリスクが大きく低下する一方で、リターンは堅調な水準を維持しています(チャート3)。PIMCOでは2007年もこうした要因がエマージング債券市場の支援材料になるものと予想しています。



また、今後さらに魅力を増す可能性が高い投資対象は、依然として利回り水準が先進国に比べて大幅に高い現地通貨建てエマージング債券市場であるといえます(チャート4)。PIMCOでは、この現地通貨建てエマージング債券市場こそ次に大きな発展がみられる市場になると考えています。良好な経済ファンダメンタルズと、財政・金融政策改革の下に進む市場の整備は、エマージング諸国の国内金利が先進国の水準に近づいていく上での基盤となるでしょう。

最後に、焦点をさらに絞り込み、2006年にみられたリスク要因がエマージング市場全体やエマージング各国にどのような影響を与えるかをみてみましょう。金融市場における波及リスクに関しては、PIMCOでは金融市場の大きな変

動は今後も発生するものと予想しているものの(今年も5月かもしれません)、こうした変動は一時的なものになると考えています。政治リスクについては、特にブラジル、コロンビア、メキシコ、ペルーでは大統領選が終わり、今後は政策の実行が次の焦点となるでしょうといえます。そして、金融リスクに関しては言うまでもなく巨大な経常赤字を抱えるハンガリー、トルコ、南アフリカといった国々に主に存在しているものと考えています。

2007年も恐らく予想外の事態が発生することでしょう。しかし、PIMCOではこれまで通りお客様の資産を慎重かつ適切と思われる方法で運用する所存であり、2007年も厳格な運用哲学の下、全力で取り組んで参りたいと思います。

カーティス・ミューボーン
エグゼクティブ・バイス・プレジデント

脚注

- 1 JPモルガンエマーシング・マーケット・ボンド・インデックス・グローバルおよびGBI-EMグローバル・ダイバーシファイド
- 2 EMW 2006年3月号『問題は経済なんだ』と2006年9月号『それは安全かい』を参照。
- 3 EMW2006年 6月号『終わりではない』を参照
- 4 「再編」とは、利息支払額を減額し、債券の残存期間を伸ばすことを意味するものと思われ、いずれも投資対象の価値を低下させるものです。
- 5 モルガン・スタンレー社の調査によると、エクアドルが手にした石油輸出入は2005年1年間で22億ドル、2006年上半年で16億ドル。
- 6 JPモルガン・エマーシング・マーケット・ボンド・インデックス・グローバルにおけるエクアドル・サブインデックスは2003年12月31日から2005年12月31日の期間で17%のリターンを達成。
- 7 エクアドルの政府債務発行残高の25%以上
- 8 その後、債務再編の懸念から、債券市場は25ポイントもの下落
- 9 チャートに示した相関は10年間ローリング
- 10 チャートに示した価格変動率は5年間ローリング

ピムコジャパンリミテッドが提供する投資信託商品やサービスは、日本の居住者であり法律により規制のないものに対して提供するものであり、かかる商品やサービスが許可されていない場所の投資家に提供するものではありません。

過去の実績は将来の投資成果を保証するものではありません。 本稿には、本稿著者の現時点での見解が含まれていますが、その見解は必ずしもPIMCOグループ各社の見解ではありません。また本稿は特定の証券、戦略、もしくは投資商品の勧誘を目的としたものではありません。著者の意見は、予告なしに変更される場合があります。本資料に記載されている情報は信頼できると判断した情報源から得たものですが、その信頼性について保証するものではありません。本資料は情報提供を目的として配布されるものであり、投資助言や販売している証券の勧誘を目的としたものではありません。

自国通貨建て債券以外への債券投資には投資対象各国の経済及び政治情勢に起因するリスクが伴うことがあり、新興成長市場への投資にはかかるリスクが増大することがあります。記載されている金融市場動向は現在の市場状態により変動します。これらの投資戦略はすべての市場状況下での効果を保証するものではありません。また、各投資家は特に市場の低迷時に長期投資の能力があることを評価する必要があります。見直しおよび戦略は予告なしに変更される場合があります。各種インデックスと証券の間の相関やインフレに対する相関は長期間のデータを基に算定したものです。こうした相関は将来的に、もしくは短期間で大きく変化する可能性があり、その結果、ボラティリティの上昇を招く可能性があります。

JPモルガンEMBIグローバル・インデックスはエマーシング市場諸国の政府や準政府が発行した米ドル建ての証券、プレイティ債、ローン、ユーロ債、および各国現地市場の金融商品に投資した場合のトータル・リターンを測定するインデックスであり、測定対象は特定の地域や国に限定されます。合成指数に直接投資することはできません。

本資料の一部、もしくは全部について、PIMCOからの書面による明確な許可なくして転載、引用することを禁じます。本資料の著作権はPIMCOに帰属します。2007年

(注) PIMCOはバシフィック・インベストメント・マネジメント・カンパニー・エルエルシーを意味します。

PIMCO

ピムコ ジャパン リミテッド

〒105-0001

東京都港区虎ノ門 4-1-28

虎ノ門タワーズオフィス 18 階

証券投資顧問業登録

関東財務局長第 768 号

投資一任業務認可

金融再生委員会第 5 号

証券投資信託委託業認可

金融再生委員会第 27 号

日本証券投資顧問業協会

会員番号 011-00768 号