

## 資源国ソブリン債券の中長期的視点

資源の産出、生産、輸出を主力産業とする資源国の経済動向は、資源に対する需要に左右される傾向があります。資源に対する需要は主に、世界の景気動向、主要国の金利により左右されます。したがって、当面の世界経済の動向と、注意点についての注目点を以下に最初に述べます。最後に、資源国ソブリン債券市場の中長期的視点を述べます。

### 世界経済の成長は、基本的には回復傾向が見込まれる

世界の景気動向については、基本的に底堅い推移を予想しています。例えば、国際通貨基金(IMF)の世界経済見通しによると、2018年、2019年の世界経済全体の成長率は3.9%と比較的高水準が見込まれています(図表1参照)。

世界全体では、世界の景気動向に影響力のある米国が減税など積極的な財政政策により高い成長率となっており、世界経済の成長を当面下支えすることが期待されます(図表2参照)。

先進国では、雇用市場の改善の継続が個人消費の下支え要因になるとともに、設備投資が景気回復の下支え要因になると見えています。例えば、雇用市場については、足元の失業率が米国は3%台、日本は2%台と低水準で、雇用が順調であることがうかがえます。ユーロ圏は8%台と水準は高いですが、過去のユーロ圏の失業率の水準に比べれば低い水準です。賃金の回復は緩やかですが、堅調な雇用市場を背景に、賃金の回復も見込まれます。堅調な雇用を背景に、先進国の個人消費は底堅い動きを想定しています。

なお、米国は減税効果により、経済成長率が来年にかけ底堅く推移することも見込まれます。ただ、減税効果は来年にはピークを迎える可能性がある点に注意が必要です。

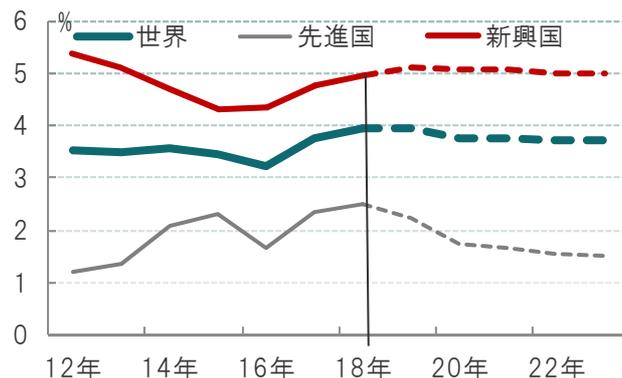
新興国では、トルコのような例外はあるものの、全般にはインフレ率は低下傾向となっています(図表3参照)。インフレ率の低下は新興国経済に次の点でプラスが期待されます。1点目は金融緩和の余地が生まれることです。

2点目は、インフレ率の低下により、実質賃金が改善、個人消費の回復が期待されることです。過去、新興国のインフレ率低下局面で個人消費の拡大が多く見られました。

なお、IMFの経済成長予想にもあるように、新興国の景気が当面堅調と期待される背景として、世界景気の回復に伴う交易条件の改善が挙げられます。

図表1: 世界経済の成長率実績と予想

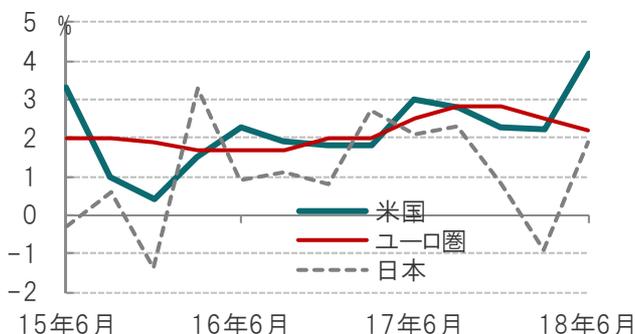
期間: 2012年~2023年、18年以降はIMF予想値



出所: IMF World Economic Outlook Database, April 2018を基にピクテ投信投資顧問作成

図表2: 主な先進国のGDP(国内総生産)成長率

期間: 2015年4-6月期~2018年4-6月期、GDPは前期比年率

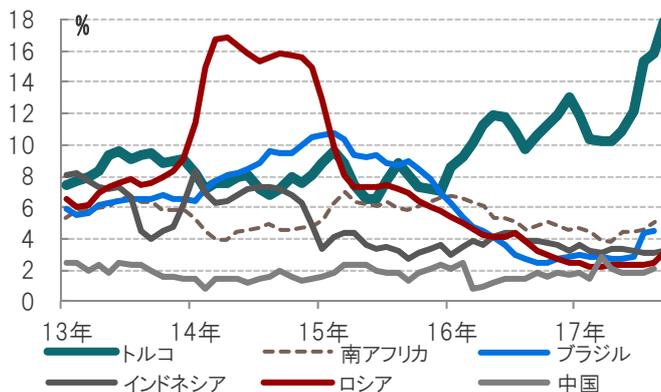


※ユーロ圏のGDP成長率は前年同期比

出所: ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表3: 主な新興国のインフレ率の推移

月次、期間: 13年12月~18年7月、トルコ、インドネシア、ロシアは8月まで



出所: ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

## 米中貿易戦争や、米国の政策金利の引き上げ等を背景に新興国は変動の大きい展開

以下のように、短期的には、世界景気の下押し要因にも注意を払う必要があります。主な下押し要因としては、貿易戦争懸念と米国などの政策金利引き上げの影響があげられます。

米中の貿易戦争はお互いに報復関税の措置をとる状況となっており、貿易戦争の継続による世界貿易への影響が懸念されます。また、投資や新規ビジネスの抑制などセンチメントの悪化を通じた、実体経済への悪影響も懸念されます。

例えば、国際通貨基金(IMF)は7月に、米国発の貿易戦争の世界経済への影響を試算し、主にセンチメントの悪化を背景に、世界経済の成長率が0.5%下振れする可能性に言及しています。

次に、米国の金利上昇も景気下押し要因として注意が必要です。米国は15年12月から政策金利を段階的に引き上げています(図表4参照)。年内の利上げ(9月と12月)が見込まれていますが、2019年の利上げについては見方が分かれています。米国のインフレ率が2%を上回る状況が続く場合、米当局が利上げ姿勢を維持する可能性も考えられます。過去見られたように、米国の金融政策が引き締めめに転じる場合、他の先進国・新興国への様々な影響が想定されます。

資源国を含む新興国は米国の金利上昇に伴い、変動が大きくなる傾向があり、通貨下落、債券利回り上昇(価格は下落)などが引き起こされる場合があります。

この背景には様々な要因がありますが、新興国はドル建て債務の比率の高い国が多いため、米国金利が上昇すると新興国の返済能力へ不安が高まるということが考えられます。

トルコやアルゼンチンなど、新興国通貨が大幅に下落しています。大幅に売られる通貨の特色のひとつに、経常赤字の規模が重視されるのは、返済能力の目安と見られているからです。他に重視された指標として短期対外債務の規模が重視されました。同様に、返済能力を示す指標が重視されています。もっとも、現局面では、貿易問題が投資家の心理を表すセンチメントも悪化しています。このような状況では、政治動向や経済まで幅広く悪材料に過剰に反応しやすい傾向が見られます。

図表4: 米国政策金利(FFレート)の推移

日次、期間: 2015年6月30日~2018年9月5日

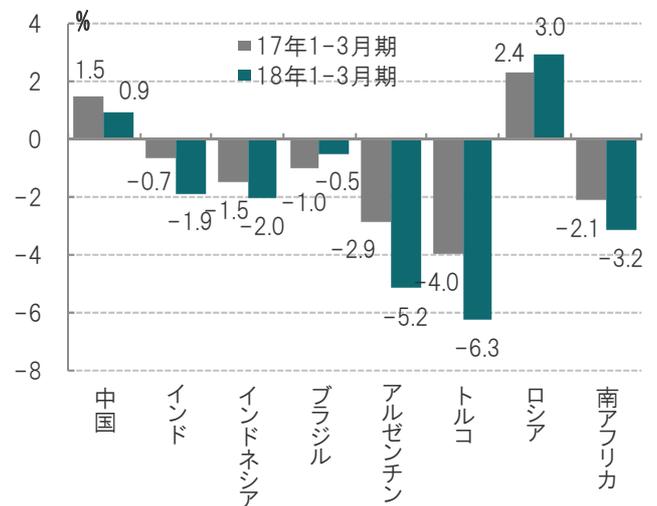


※フェデラルファンド(FF)金利は上限で表示

出所: ブルームバーグのデータを使用してピクテ投信投資顧問作成

図表5: 主な新興国の経常収支対GDP比率の推移

時点: 2017年1-3月期(左)、2018年1-3月期(右)



出所: ブルームバーグのデータを使用してピクテ投信投資顧問作成

## 資源国ソブリン債券の今後のポイント:短期的な懸念はあるも、中長期的には下支え

このような環境下、資源国ソブリン債券市場は、利回り追求の動きが根強い中で相対的に高い利回り水準が支援材料になると見られます。一方で、米中貿易戦争や米国の金融政策などが市場心理を悪化させる可能性があること、短期的には原油をはじめとした商品市況の動向や新興国の政情不安などに左右されることも想定されます。ただし、中長期的には、新興国における人口増加や経済成長を背景とした資源需要の高まりの恩恵を受け、堅調に推移するものと考えられます。

上述したとおり、当面は注視の必要な要因があるものの、中長期的には世界経済の成長が見込まれます。

中でも、情報通信技術(ICT)の発達は第4次産業革命とも呼ばれ、一過性のブームというより、特に通信分野で新たな産業を先進国と新興国に生み出しています。こうした新たな産業は道路、鉄道など物流の整備、エネルギー使用の増大に伴う電力需要の拡大をもたらすと考えられます。このほか、都市化の進展に伴う基盤整備など、インフラ投資需要の拡大も見込まれます。

経済の構造転換を進める中国や、新たな世界経済のけん引役としての役割が期待されるインド、製造拠点としての地位を確立しているアジア諸国に加え、潜在的な成長力がアフリカなどの新興国にはあると見ており、中長期的な世界経済の回復とともに、資源への需要を支えていくものになると見えています。

### 当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えら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、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。●当資料で使用したMSCI指数は、MSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCIに帰属します。また、MSCIは、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。