



BASE Vol.12

マーケットの見方 新興国投資編(12)

2020/11/05

そもそも債券投資のポイントは？

新興国の債券投資においても、債券投資の基本は同じです。低金利環境の長期化ということを踏まえ、債券投資のポイントを確認しておきましょう。

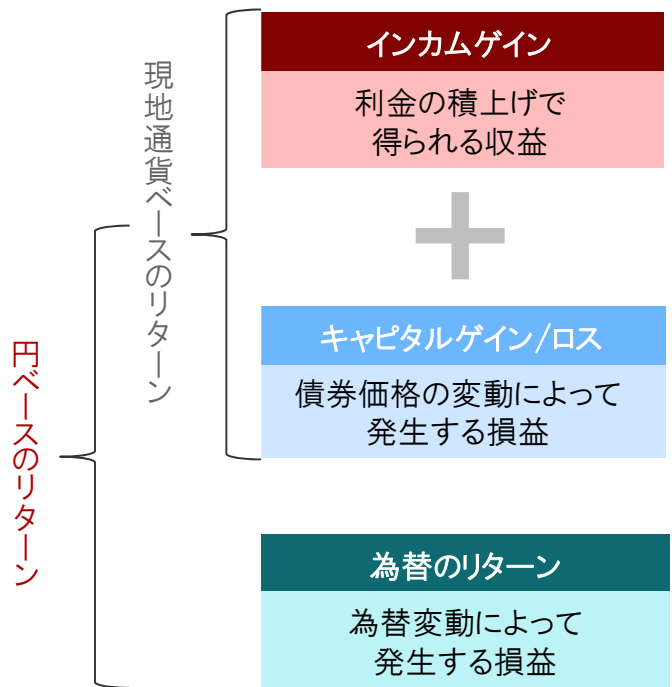
債券投資のリターンの分解

まずは新興国を含めた海外への債券投資から得られるリターンを分解してみましょう。

債券投資はお金を貸すという性格を持ち、時間をかけて利金を積上げる投資です。利金を積上げて得られるリターンをインカムゲインと呼びます。

債券に投資した後、景気動向、物価動向、債券に対する需給関係等により債券利回りは変化します。債券は、発行日、額面、利率、償還日が決められていることから、債券利回りは債券価格の変動によって上下し、債券価格の値下がり時に売却することで発生する損失をキャピタルロスと言い、債券価格の上昇によって得られるリターンをキャピタルゲインと呼びます。このように債券投資から得られるリターンはインカムゲインとキャピタルゲインですが、海外の債券に投資する場合は為替レートが変動することで得られるリターンが加わります(図表1)。もちろん、為替が逆方向に動いた場合にはマイナスのリターンとなりますので注意が必要です。

図表1: 債券投資のリターン



$$\text{現地通貨ベースのリターン} = (\text{インカムゲイン} + \text{キャピタルゲイン/ロス})$$

$$\text{円ベースのリターン} = (1 + \text{現地通貨ベースのリターン}) \times (1 + \text{為替のリターン})$$

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保護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。

時間をかけてインカムゲインを積上げる投資

債券投資から得られるリターンは、インカムゲインとキャピタルゲインということを説明しましたが、償還まで保有していれば、当該発行体にデフォルトが生じないかぎり、保有期間中の利金が得られ、償還時には額面が戻ってきます。債券投資は時間をかけて利金を積上げる投資で、図表2の例を用いて保有(償還)年限毎の利金の積上がり状況を確認してみます。ここでは、利率5%で1年後、5年後、10年後を比較してみましょう。わかりやすくするために、債券価格は変動せず、コストもかからないものとして計算します。

例を見ておわかりのように、1年後では5%ですが、5年後25%、10年後では50%の累積リターンとなっています。当然のことなのですが、つい「時間をかけて」ということが忘れがちになりますが、時間が大切なのです。

リスクと利回りのバランスが大事(その1)

国内金利よりも高い利回りを得ようとして、海外の債券に投資する場合、日本円を投じて外貨で投資しますので為替変動リスクを伴います。

日本の現状の金利水準では1%の金利でも高いと思いますが、図表3の例で、利回り1%と5%の豪ドル建ての債券に投資する場合を考えてみましょう。期間5年で債券価格は変動せず、コストもかからないものとして計算します。

利回りが1%の場合、利金収入が5年間積上がったとしても豪\$5にしかならず、スタート時点よりも5円の円高豪ドル安になっただけでも、スタート時点よりもマイナスになってしまいます。一方、利回りが5%ですと、5年間の利金収入の積上がりが豪\$25となり、スタート時点よりも10円の円高豪ドル安となってもプラスとなります。

したがって、海外債券に投資する場合、為替変動の大きさ(リスク)を考慮し相応の利回りを得られるか、リスクと利回りのバランスはとれているか検討することがとても大切です。

図表2: 年限毎の利金積上がり状況(例)

| 利率5% | スタート時点 | 1年後 | 5年後 | 10年後 |
|--------|--------|------|------|------|
| 債券価格 | 100円 | 100円 | 100円 | 100円 |
| 利息累計 | | 5円 | 25円 | 50円 |
| 合計 | 100円 | 105円 | 125円 | 150円 |
| 累積リターン | | 5% | 25% | 50% |

図表3: 利回りが異なる豪ドル建て債券へ投資した場合(例)

◇利回り1%の豪ドル債券投資

| | スタート時点 | 5年後 | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 債券価格(現地通貨) | 豪\$100 | 豪\$100 | | |
| 利息(現地通貨) | | 豪\$5 | | |
| 合計(現地通貨) | 豪\$100 | 豪\$105 | | |
| | × | × | × | × |
| 豪\$1 = | ¥75 | ¥65 | ¥70 | ¥75 |
| | = | = | = | = |
| 日本円で | ¥7,500 | ¥6,825 | ¥7,350 | ¥7,875 |

◇利回り5%の豪ドル債券投資

| | スタート時点 | 5年後 | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 債券価格(現地通貨) | 豪\$100 | 豪\$100 | | |
| 利息(現地通貨) | | 豪\$25 | | |
| 合計(現地通貨) | 豪\$100 | 豪\$125 | | |
| | × | × | × | × |
| 豪\$1 = | ¥75 | ¥65 | ¥70 | ¥75 |
| | = | = | = | = |
| 日本円で | ¥7,500 | ¥8,125 | ¥8,750 | ¥9,375 |

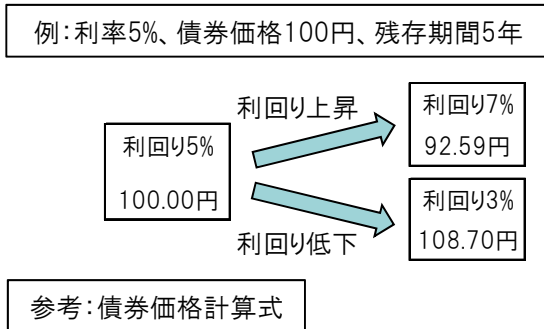
リスクと利回りのバランスが大事(その2)

キャピタルゲインについても確認しておきましょう。債券投資から得られるリターンの分解で、キャピタルゲインは利回り変化によって債券価格が変動することで生じることを説明しましたが、ここでは例を用いて確認します(図表4)。
 残存期間5年の利回り5%、債券価格100円の債券が、利回り7%まで上昇して買い手と売買が成立する場合と、利回り3%で売買が成立する場合を例として見てみます。利率5%の債券を7%の利回りで購入するためには価格を100円以下にしなくてはなりません。価格の計算式は図表4の通りです。また、3%の利回りをする場合には100円よりも高い価格で購入することになります。このように、利回りが上昇すれば価格が下がり、利回りが低下すれば価格が上がる、という関係にあります。
 したがって、債券利回りの低い水準のところでは投資を開始するとその後の利回り上昇でキャピタルロスを超えることも想定できますので注意が必要です。

流動性リスク

新興国債券へ投資する場合、流動性リスクについても確認が必要となります。
 流動性リスクとは、市場規模や取引量が小さい場合や市場混乱時などの買い手が少なくなった場合、①換金したい時に換金できない、②換金したい量に対して需要が少なく一部しか換金できない、③買い手が少なく大幅な値引きを余儀なくされるといったリスクです。
 新興国はまだまだ経済規模自体が小さい国が多くあります。新興国国債は先進国国債に比較して相対的に利回り面では魅力的ですが、市場規模は先進国国債と比較すると小さいことに注意する必要があります(図表5)。

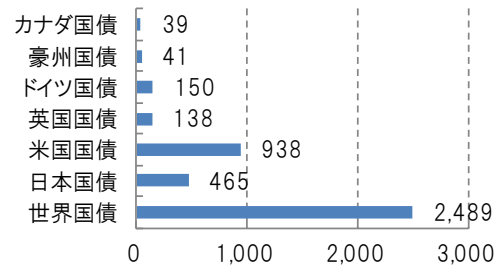
図表4: 利回り変化による債券価格の変化(例)



$$\text{債券価格} = \frac{100 + (\text{表面利率} \times \text{残存期間})}{100 + (\text{利回り} \times \text{残存期間})} \times 100$$

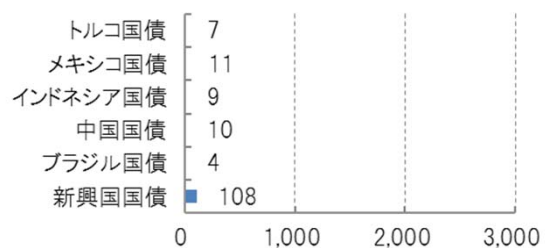
図表5: 各国・地域の国債市場規模(2020年4月末現在:兆円)

<先進国国債>



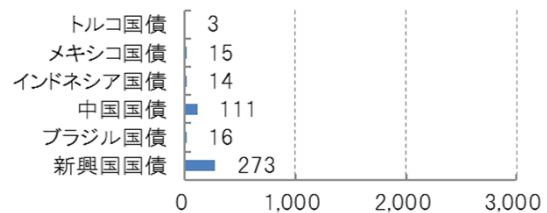
※世界国債指数は23ヶ国の国債市場の代表的な銘柄で構成されています。各国政府債務残高等とは一致しません。※FTSE世界国債指数ベース

<米ドル建て新興国国債>



※JPモルガンEM-BIグローバル指数ベース

<現地通貨建て新興国国債>



※JPモルガンGBI-EMブロード指数ベース

通貨の流動性リスク

現地通貨建て新興国債へ投資する場合、通貨の流動性リスクにも留意することが必要です。新興国各国の通貨取引量は少なく先進国通貨に比べて、相対的に流動性リスクが大きくなります。また、カントリーリスクも忘れてはなりません。カントリーリスクが顕現化しますと当該通貨との交換が容易でなくなったり、日本に資金を戻す回金に時間がかかったり、といったことも起こり得ます(図表6)。

したがって、新興国の国債市場規模や通貨取引量、カントリーリスクを勘案しますと、やはり分散投資が必要になります。

図表6:通貨別取引量シェア(2019年4月、100%表示)

| 通貨 | 取引量 シェア |
|----------|------------|
| 米ドル | 44.0% |
| ユーロ | 16.0% |
| 日本円 | 8.0% |
| 豪ドル | 3.0% |
| 人民元 | 2.0% |
| 香港ドル | 2.0% |
| 韓国ウォン | 1.0% |
| メキシコ・ペソ | 1.0% |
| インド・ルピー | 1.0% |
| トルコ・リラ | 0.5% |
| ブラジル・レアル | 0.5% |
| その他 | 21.0% |
| 合計 | 100.0% |

出所: BIS Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Over-the-Counter Derivatives Markets in 2019