

米国選挙結果がエマージング債券へ 及ぼす影響

ドナルド・トランプ次期米大統領の政権復帰は、米ドル高、米国債利回りの上昇、関税引き上げのリスクなど、新たな不確実性と逆風をエマージング市場にもたらします。しかし、共和党が議会を席巻し、エマージング諸国の経済にとって支援材料となる成長政策が打ち出されることへの期待感から、経済のソフトランディングの可能性も高まっています。さらに、米連邦準備制度理事会（FRB）は直近2回の連邦公開市場委員会（FOMC）で利下げに動いており、またエマージング諸国の中央銀行の緩和サイクルも概ね進行中です。また、中国経済が幾分安定化すると予想しており、これもエマージング市場にとって追い風となります。

選挙結果は米国のインフレとFRBにどのような影響を及ぼすか？

選挙後の不透明感はあるものの、減税、関税、入国制限の厳格化などを盛り込んだトランプ次期大統領の政策は、米インフレの上昇環境につながる可能性があります。まず初めに関税が導入される可能性が高く、中国製品に60%、その他の輸入品に10%から20%の関税を課す計画は、インフレが抑制されつつあるように見えるこの時期において物価上昇圧力となるでしょう。2017年に成立した税制改革法の延長は実施に時間がかかる可能性がありますが、追加減税が実施されれば、すでに拡張的な米国の財政政策をさらに拡張させることとなります。税制改革によって可処分所得が増えれば、消費も増加するでしょう。さらに、トランプ次期大統領は移民を削減し、不法移民を国外退去させる計画です。一斉に国外退去させると労働力の供給が縮小するためインフレにつながりかねないとの向きも多いものの、強制送還は全体的な需要も減少させるため、インフレ圧力を相殺する可能性もあります。

FRBは、米国のインフレ率が持続的に目標水準に戻りつつあるとの確信を強めています。FRBは9月に市場の予想を上回る50ベースポイント（bp）の利下げに踏み切ったのに続き、11月に25bpの利下げを行いました。FRBはトランプ氏が提案する政策が実施されるのを待って見通しに反映させられると思われませんが、投資家はインフレが再上昇することを懸念しており、その懸念が米国債利回りの上昇を招く可能性があります。FRBは利下げを継続するものと予想しますが、インフレ再燃を避けるために緩和のペースは鈍化する可能性があります。

中国とユーロ圏では、米国による追加関税は成長を鈍化させ、デフレ要因となることが考えられます。中央銀行はそれに対して追加緩和で対応する可能性が高く、通貨安につながることを予想されます。鍵となる不確定要素は、中国とユーロ圏が米国に対してどのような対抗関税を課すかということです。どのような関税を課すにせよインフレにつながる可能性はありますが、成長鈍化の方が影響は大きいと思われる。



エマージング債券ユニバースにとって何を意味するか？

追加関税は、米国に多くの製造品を輸出しているエマージング諸国の成長を減速させるでしょう。中国はすでに経済が低迷しているところへ60%の関税を課される可能性があり、最大の懸念対象です。一般的に、関税は貿易の縮小を招き、成長を下押しするため、アジアのように製造業や貿易への依存度の高い経済は、より大きな負の影響を受けると考えられます。逆に、インドのような規模が大きく国内に重点を置く経済は、貿易への感応度が低いいため、大きな影響は及ばないかもしれません。ラテンアメリカ諸国は負の影響を受ける可能性はありますが、アジア諸国ほどではないでしょう。多くのラテンアメリカ諸国はコモディティの輸出国であるため、関税の影響を受けにくい構造となっています。

中国に対して予告していた60%の関税が実際に課されるかどうかはまだわかりません。そこまで高い関税を課することについて米国企業界から広く支持を得られないと思われるためです。加えて、中国はすでに大規模な財政刺激策を発表していますが、米国の関税引き上げが大幅となった場合、さらなる刺激策を導入する可能性があります。第1期トランプ政権で関税措置を実施した結果、中国の対米輸出が減少したことは特筆に値します。ただし、エマージング市場全体の成長への影響は大きくなく、当時の債券スプレッドは好調を維持しました。

貿易関税は、エマージング債券のスプレッドよりもエマージング諸国の通貨に大きな影響を与える可能性が高いと考えられます。貿易関税を課す国の通貨は課される国の通貨に対して上昇するのが通常です。そのため、一部のエマージング諸国通貨は米新政権の発足後に下落する可能性があります。例えば欧州は関税賦課の対象となるため、エマージング債券の中では中東欧市場に影響が及ぶ可能性があります。より広義には、米ドル高がエマージング通貨安を招き、その結果、エマージング諸国の当局が通貨防衛のために金融緩和サイクルを減速または停止する圧力を受ける可能性があります。

その他のトランプ政策も一部のエマージング諸国に影響を与える可能性があります。例えば、ロシア・ウクライナ紛争が早期終結すれば、ウクライナはその恩恵を受けるかもしれません。一方、メキシコは、移民問題や2026年の米国・メキシコ・カナダ協定の見直しなどにおいて米国と緊密に連携して合意に達する必要があります。その他では、トランプ氏の唱える大量国外退去政策が、国外労働者からの国内送金に大きく依存する中米（エルサルバドルやグアテマラなど）やカリブ海の国々に打撃を与える可能性があります。

こうした懸念はあるものの、エマージング諸国のファンダメンタルズは比較的良好です。経済成長は底堅く、先進国に対してプラスの格差を維持しています。また、実質金利はまだ比較的高く、為替レートは過大評価されておらず、対外バランスシートは比較的強固で、対外資金調達ニーズは低い状況です。中国を除いては、家計と企業のバランスシートも拡大しているようには見受けられません。さらに、国際通貨基金の支援による改革プログラムで、現在、一部の脆弱なエマージング諸国はデフォルトを脱却しています。こうした強さは、エマージング諸国経済が（関税のような）グローバル・ショックを吸収するのに役立つ見込みです。



選挙後の機会と障壁は？

第1期トランプ政権下では、「アメリカ第1主義」政策にもかかわらず、エマーシング債券のリターンは非常に堅調で、エマーシング市場がトランプ政権下でも逆風を乗り越えられることを示す証拠となっています。さらに、FRBの最初の利下げから2年後のエマーシング市場のパフォーマンスを見ると、リターンは比較的好調であり、過去のFRBによる金融緩和がこの資産クラスにプラスの影響を及ぼしてきたことを示しています。これら2つの要因が相まって、エマーシング債券のリターン見通しは堅調であるとMFSはみています。ただし、短期的にはボラティリティが増大すると予想しています。

最大のテール・リスクとみているのは中東です。トランプ氏のイランに対する「最大限の圧力」政策とイスラエルを支持する姿勢は、中東地域の緊張を高めるリスクがあります。大幅にエスカレートした場合は原油価格の上昇と市場の広範なリスクオフを招くと思われます。このリスクを考慮し、2024年10月現在、MFSのハードカレンシー建てエマーシング債券ポートフォリオでは、中東地域を大幅にアンダーウェイトしています。

ポートフォリオの調整を検討しているか？

MFSのハードカレンシー建てエマーシング債券ポートフォリオでは、割高なバリュエーションと前述の貿易関税や中東情勢激化のリスクを考慮し、慎重なリスク姿勢を維持しています。現在、ポートフォリオではスプレッド・デュレーションをアンダーウェイトに維持する一方、質の高いソブリン債に重点を置いています。

現地通貨建て債券に投資するポートフォリオでは、現在米ドルをロングとし、デュレーションを短めとしています。米ドル高環境はしばらく続く予想します。ただし、エマーシング諸国の中央銀行は利下げを継続または再開すると考えているため、一部の国については金利ポジションを維持しています。▲

当レポートの中の意見はMFSのものであり、予告なく変更されることがあります。また意見は情報提供のみを目的としたもので、特定証券の購入、勧誘、投資助言を意図したものではありません。予想は将来の成果を保証するものではありません。

特に記載のない限り、ロゴ、商品名、サービス名はMFS®およびその関連会社の商標であり、一部の国においては登録されています。

当社の事前の許可なく、当レポートの複製、引用、転載、再配布を行うことを禁じます。

当レポートは、情報提供を目的としてマサチューセッツ・ファイナンシャル・サービスズ・カンパニー（MFS）および当社が作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当レポートは、MFSもしくは当社が信頼できると判断したデータ等に基づき作成しましたが、その正確性および完全性を保証するものではありません。当レポートは作成日時点のものであり、市場環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。当レポートのデータ・分析等は過去の一定期間の実績に基づくものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を保証もしくは予想するものではありません。特定の銘柄・有価証券や業種等への言及がある場合は例示目的であり、それらを推奨するものではなく、また、必ずしもMFSの現在の見方を反映しているとは限りません。当レポートは特定の金融商品もしくはファンドの勧誘を目的とするものではありません。当社が提供する金融商品は、市場における価格の変動等により、元本欠損が生じる場合があります。また、お客様にご負担いただく手数料等は、各商品、サービスにより異なり、運用状況等により変動する場合がありますため、予め金額または計算方法等を表示することはできません。当レポートに基づいてとられた投資家の皆様の投資行動の結果については、MFS および当社は一切責任を負いません。詳しくは契約締結前交付書面その他の開示資料等をお読みください。

MFSインベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第312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

当レポートは、機関投資家の利用を目的として作成しており、個人投資家の利用を目的としたものではありません。