

BARINGS

2025 OUTLOOK

NAVIGATING A SHIFTING LANDSCAPE

グローバル 債券

CONVERSATIONS

マクロ環境や、政治、地政学が変化する中、ベアリングスの債券ポートフォリオ・マネジャーが、ハイイールド社債、新興国債券および投資適格社債の今後の展望について議論します。



RICARDO ADROGUÉ
(リカルド・アドロゲ)

グローバル・ソブリン債券&
為替責任者



OMOTUNDE LAWAL
(オモチュンデ・ラワル)

EMEA&新興国社債責任者



BRIAN PACHECO
(ブライアン・パチェコ)

グローバル・ハイイールド
ポートフォリオ・マネジャー



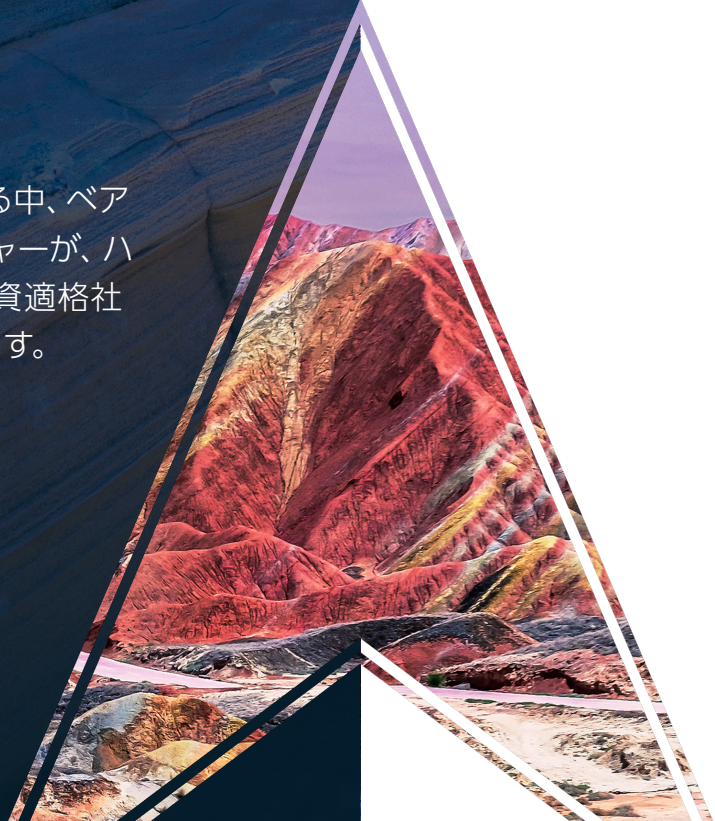
CHARLES SANFORD
(チャールズ・サンフォード)

投資適格社債責任者



COLIN GORDON
(コリン・ゴードン)

ポートフォリオ・ソリューションズ&アナリティクス
モデレーター



コリン・ゴードン（モデレーター）： 2025年の見通しを考える上で、米大統領選挙でのドナルド・トランプ氏の勝利は、多くの投資家にとって重要な要素となっています。第2次トランプ政権が誕生したとき、各市場に対してどのような影響が考えられますか？

ブライアン・パチェコ： 第2次トランプ政権は概してより成長の加速と規制の緩和を促進する可能性があると思われる、米国ハイイールド市場においては、選挙後に同シナリオを早急に織り込んだ動きを見せました。セクターの観点においては、トランプ氏の政策がエネルギーに与える影響について注視しています。選挙後にエネルギー相場は上昇したものの、いわゆる「ドリル・ベイビー・ドリル（掘って掘って掘りまくれ）」というトランプ氏のシナリオが、エネルギー・セクターにとって必ずしも良い結果をもたらすのかは不透明であり、供給が大幅に増大するかについても同様です。特に近年のエネルギー供給は、規制よりも価格が主な決定要因となっています。もちろん、需要や地政学的要素についても、影響を及ぼす要因となり得ます。

リカルド・アドロゲ： 地政学的な観点においては、米大統領選挙が終結した今、リスクは低下しているという見方があります。特にロシア・ウクライナや中東における紛争に関して、ある程度その通りになる可能性があります。それぞれの地政学的な危機を取り巻く複雑な要因を考慮した場合、市場が過度に楽観的になっているという懸念を常に抱いています。

オモチュンデ・ラワル： 新興国と欧州の企業にとっては、関税がトランプ2.0（次期政権）における主要な不確実性の要因であり、私たちもこれを注視しています。新興国市場において、中国は最大の未知数であり、世界経済にとって最も重要な存在です。第1次トランプ政権下においては、中国から世界の他の地域への貿易構造の再編成が確認されました。今後、世界的な関税の引き上げ合戦において、新興国において勝者と敗者が生まれると予想しています。コモディティ輸出国や国内経済が堅調な国はある程度の耐性を示すと思われる一方、市場は中国が経済的に反撃できる余力、および実際に反撃するであろう程度の大きさについて、過小評価している可能性があります。

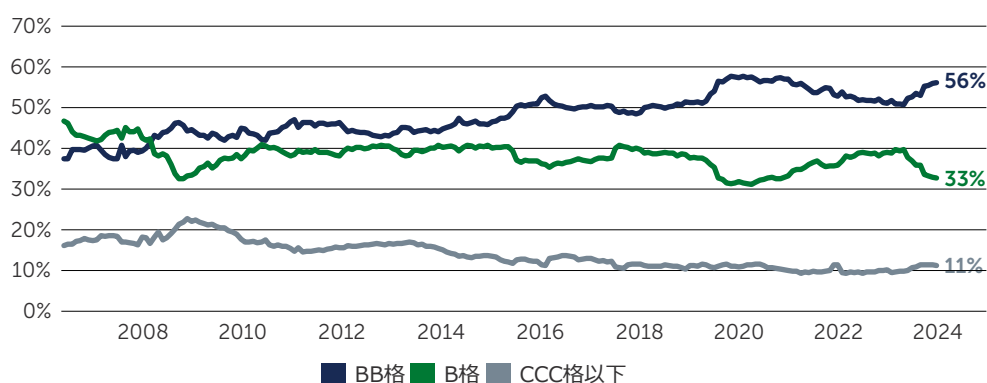
コリン・ゴードン： 不確実性が存在する環境にもかかわらず、クレジット・スプレッドは引き続き縮小しています。トップダウンとボトムアップの観点から見た場合の違いについて教えてください。

ブライアン・パチェコ： ハイイールド社債のスプレッドは歴史的に見て縮小した水準にありますが、これには理由があります。マクロの観点においては、景気後退や政治的リスクは依然として存在するものの、低下傾向にあると思われる、クレジットはこの状況を選好する傾向があります。ファンダメンタルズの観点においては、ハイイールド社債の発行体は、小売りやその他消費者向けセクターにおいて弱さが見られるものの、全体的に健全な財務状況にあります。旺盛な需要と低水準の供給というテクニカル要因がさらなる下支え要因となっています。

“今後、世界的な関税の引き上げ合戦において、新興国において勝者と敗者が生まれると予想しています。”

ハイイールド社債市場の構造も変遷を辿りました。グローバル・ハイイールド社債インデックスに占めるBB格発行体の比率は56%とほぼ過去最高水準にある一方、同CCC格発行体の比率は11%程度であり、おそらく今までで最も質の高い市場となっています(図1)。また、市場のデュレーションは3年程度であることから、スプレッドの拡大に対する価格感応度が低い状況となっています。特に市場全体における質の向上はデフォルト率を低く維持することに寄与しています。デフォルトは通常、CCC格の発行体から発生するものであり、CCC格の占める割合が非常に小さいことを考慮した場合、今後1年間にデフォルトがある程度増加しても、過去の水準の範囲内に留まると予想されます。

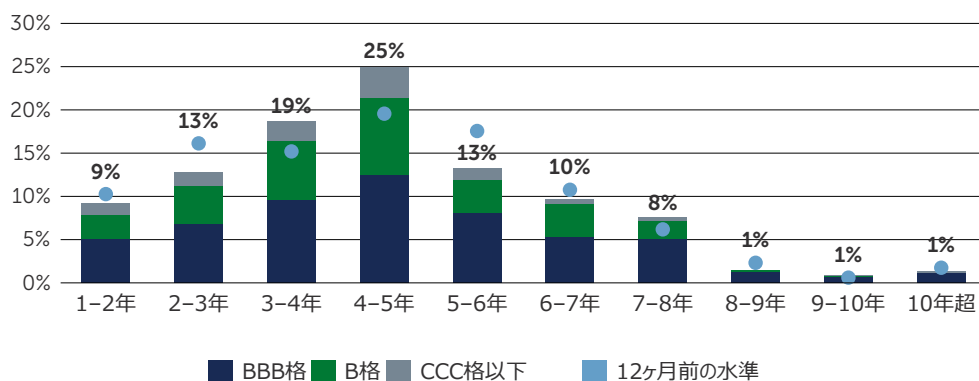
図1: 質の高いグローバル・ハイイールド市場



出所: ICE BofA 2024年9月30日現在

市場の質が高く、デュレーションが短期であることから、もう一つのリスクである「満期の壁」は、市場参加者が考えているほど懸念すべきものではなく、「短所」というよりもむしろ「長所」となる可能性さえあるということも言及に値します。ハイイールド社債の発行体は通常、満期より12~18ヶ月前にリファイナンスを行うことから、早期にリファイナンスされ、かつ足元で額面を下回る価格で取引されている債券は、多くの場合、最低利回りが示唆するよりも高いリターンを獲得しています。市場の大部分においてこの状況は観測されており、結果として足元の市場はかなり魅力的な水準にあるものと思われます。

図2: ハイイールドの満期の壁に対する懸念は薄れる



出所: JP Morgan 2024年9月30日現在

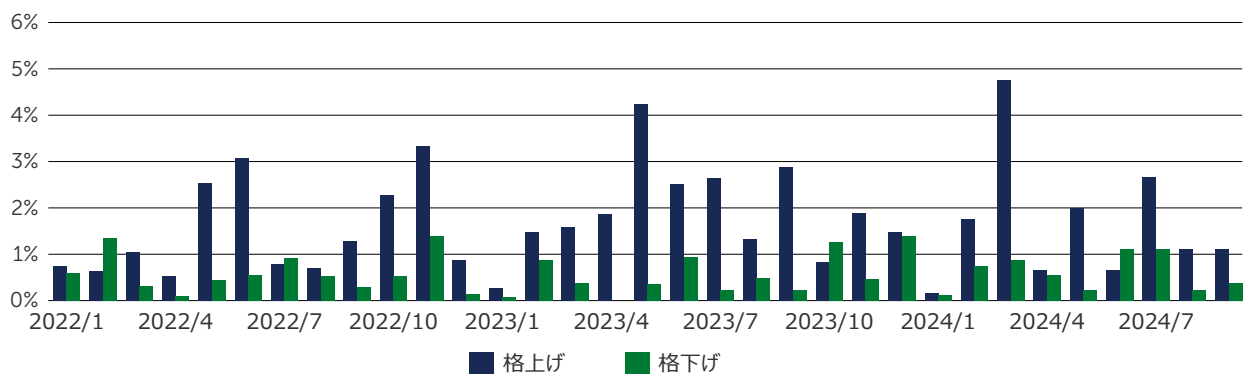
チャールズ・サンフォード： ボトムアップの観点においても、投資適格社債は同様にポジティブな状況となっています。テクニカル面は非常に堅調であり、定額年金の需要急増に伴う負債対応のため、特に利回り重視の保険会社からの需要が依然として旺盛となっています。ファンダメンタルズも欧米において堅調に推移しており、企業収益はパンデミック以前の水準までほぼ回復しています。とはいえ、レバレッジは上昇を続け、スプレッドの縮小はファンダメンタルズの状況を十分に反映していない可能性があります。特に今後、ボラティリティが高まる可能性を考慮した場合、この点には注意が必要であると考えます。

コリン・ゴードン： マクロ経済の状況を見た場合、米国と欧州の経済は異なる様相を呈していると思われます。それについての見解と、各資産クラスに対する影響について教えてください。

リカルド・アドロゲ： 米国経済は欧州経済よりも明るい方向に向かっているように見えますが、一概に単純化して論じることができる状況にはありません。欧州は近年、複数のネガティブなイベントに見舞われており、ロシアがウクライナに侵攻した際、欧州はロシアからの石油やガスの購入量を制限し、その代替として米国からより高い価格で購入することを選択しました。その結果、エネルギーに関するコストが大幅に上昇しました。この時期、欧州は軍事費も増加しましたが、国内の供給源が不足していたため、再び米国に頼る選択肢しかありませんでした。そのため、米国経済は確かに堅調に推移しているものの、複数の困難を引き起こしている欧州独自の要因を考慮した場合、欧州経済の生産性そのものが低下したわけではないことを示唆しています。むしろ、循環的な景気後退に陥っている可能性が高く、いずれは好転すると考えられます。とはいえ、こうした背景から欧州の金利が低下し、米国においては金利が高止まりしていることを前提とすれば、金利差は拡大し、米ドルは対ユーロでさらに上昇する可能性があります。

オモチュンデ・ラワル： 欧州が近い将来から中期的に、欧州経済と欧州企業にネガティブな影響を及ぼす可能性のある圧力に直面しているというリカルドの意見に同意します。しかし、私は欧州企業を完全に除外するつもりはありません。興味深いことに、直近数ヶ月に亘り欧州においては二極化が進行しています。欧州の中核国は周縁国よりも大きな課題に直面しており、ユーロ圏購買担当者景気指数 (PMI) が下降傾向であるにもかかわらず、多くの企業は実際には底堅く推移しています。特にグローバルに事業を展開する大型の投資適格級の企業等において、そのような兆候が顕著となっています。加えて、チャールズが前述したように、ファンダメンタルズおよびテクニカル面の双方において、全体的に堅調となっています。企業の格付けもポジティブな傾向にあり、近年は格下げよりも格上げの数が格段に多い状況となっています (図3)。つまり、両地域の経済格差は大きく見えるものの、ボトムアップの観点においてはより複雑な様相を呈しており、それが今後のアロケーションを決定する際の最終的な要素になると思われます。

図3: 欧州企業：格上げが格下げを上回る



出所: JP Morgan, Bloomberg 2024年9月30日現在

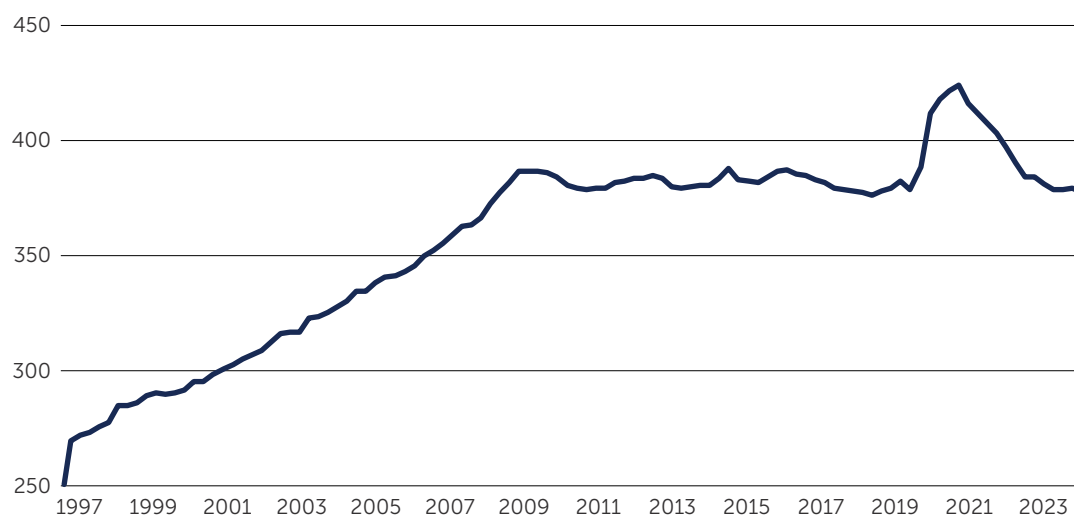


コリン・ゴードン: みなさんは、これまで数多くのクレジット・サイクルを通じて投資を行ってきましたが、今回のサイクルはこれまでと何が違うと思いますか？

チャールズ・サンフォード: 必ずしも現在がサイクルの後期に位置しているとは考えていません。その主な理由は、金融システム内において蓄積された大きな不均衡がないためです。例えば、世界金融危機以前は金融システム内においてレバレッジが高い状況となっていました。2015年から2016年にかけて発生したエネルギー危機の際においても、同様に企業のレバレッジはかなり高い状況となっていました。また、M&Aが大幅に増加した時期もあり、投資適格級の企業は他社を買収するためにより多くのレバレッジを活用しました。従って、スプレッドは縮小した水準にあり、当面その状態が続いていますが、このサイクルがしばらく継続すると考える理由が存在しています。

リカルド・アドロゲ: 今回のサイクルはもう少し継続する可能性があるという点に同意します。図4が示すように、世界の債務残高は、急増した2020年を除き、2008年以降非常に安定的に推移してきた状況にあります。これは、GDP対比の政府債務が上昇した一方、GDP対比の家計と企業の債務が全体として低下していることが主な理由となります。GDP対比の総合的な債務は、2008年の金融危機時よりも低い水準にあります。

図4: 先進国債務合計は安定的に推移（％、対GDP）



出所: Institute of International Finance, Bloomberg 2024年6月現在

“特にボトムアップの観点から、ハイイールド社債市場に対して強気に見ていますが、市場における流動性が豊富であることから、クレジット・サイクルのどの段階にあるのかを正確に特定するのは困難であると考えます。”

オモチュンデ・ラフル： まだサイクルの後期に突入していないという考えは、発行体の状況にも反映されています。欧州や新興国における企業のバランスシートは歴史的に見ても健全な状況にあり、レバレッジ水準はチャールズが前述した通り一部では上昇し始めているものの、過去10年間においては、全体的に改善傾向にあります。このため、テクニカルの観点から、特に欧州において利下げが進行するにつれて、収益拡大の余地があるセクターおよび企業においてスプレッドがやや縮小する可能性があることを示唆しています。新興国においては、多くの中央銀行が米連邦準備制度理事会（FRB）に先んじて利下げを実施したことから、主に国内市場で事業を展開する企業が恩恵を享受できる環境にあります。

グローバルにおける金融セクターの健全性も、10年前と比較するとかなり改善しています。欧州においては、クレディ・スイスの経営危機後、銀行システムはかなり迅速に回復しました。格上げについて前述しましたが、興味深いことに、欧州における格上げ銘柄の一部は実際に銀行セクターに集中しており、イタリアとスペインの複数の銀行が最近格上げされました。新興国も同様に銀行システム全体が改善しています。メキシコなどの銀行システムは、かつてないほど資本が充実している状況にあります。

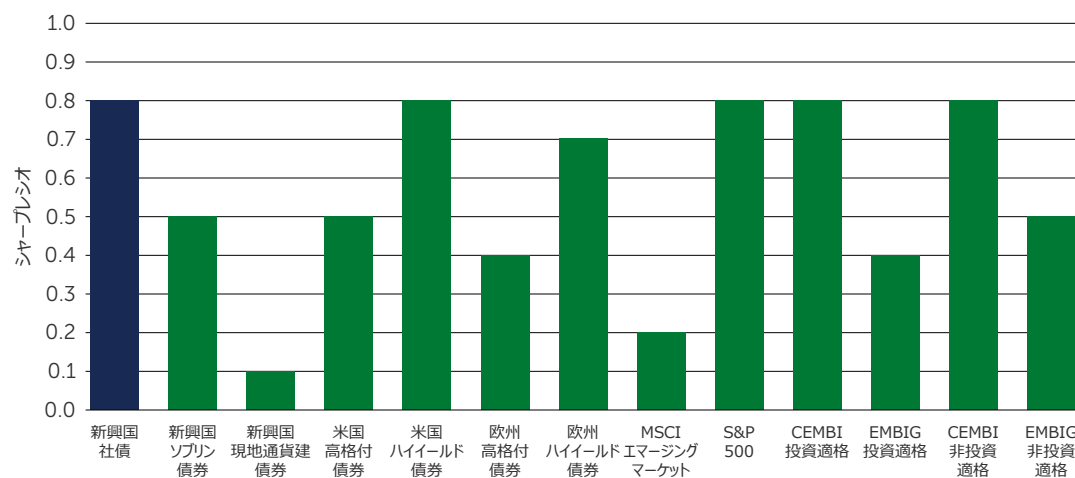
ブライアン・パチェコ： 特にボトムアップの観点から、ハイイールド社債市場に対して強気に見ていますが、市場における流動性が豊富であることから、クレジット・サイクルのどの段階にあるのかを正確に特定するのは困難であると考えます。市場における流動性は、主に新型コロナウイルス感染症対策として打ち出された財政および金融刺激策によるものですが、この流動性により、従来の景気後退を示唆する指標（逆イールドカーブ、景気先行指標および製造業購買担当者景気指数など）の信頼性が低下しています。今後、市場における過剰流動性がある程度落ち着けば、これらの指標は再度機能し始めると見ていますが、それまでは、トップダウンに基づき市場全体の方向性を見極めるのはやや困難であると思われる。

コリン・ゴードン：2025年を見据えて、債券投資家にとってのベスト・アイデアについて教えてください。

オモチュンデ・ラワル：新興国社債はここ数年、確かに厳しい状況にありましたが、同資産クラスに対して既に資産配分を行い、リスク対比リターンについて疑問視している投資家に対して、幾つか考慮すべき点を挙げたいと思います。まず、新興国社債のシャープレシオは0.8倍であり、市場で認識されているネガティブな見方にもかかわらず、過去の実績や他の債券資産クラスと比較しても、現在のシャープレシオは魅力的な水準にあります（図5）。また、堅調なファンダメンタルズを背景に、デフォルト率も過去平均とほぼ同水準にあります。新興国社債におけるユニバースの多様性や他の債券資産クラスとの低い相関関係を考慮した場合、新興国社債は広範な債券へのアロケーションにおいて、効果的な分散投資の対象になり得ると考えています。

とはいえ、2025年は不確実性の高い一年となる可能性が高いと見ています。つまり、厳密なボトムアップに基づくクレジット分析が、優れたストーリーを有する投資機会（所謂「勝ち組」）を発見する鍵になると見ています。例えば、米国を拠点に事業展開する新興国企業は、近い将来において予想外の事象が発生した際においても、比較的優位な状況にあると思われます。また、米ドル高が予想される場合、ハードカレンシーによる収入源を有する新興国の輸出企業はその恩恵を受ける可能性があります。先行き不透明感が強い中、ディフェンシブ・セクターも有望であると考えられます。

図5: 新興国社債は他の資産クラス対比で高いリスク調整後リターンを提供



出所: JP Morgan 2024年9月30日現在

リカルド・アドロゲ：2025年においては、新興国ソブリン債券も魅力のある投資対象になると見ています。FRBの金融政策が、量的緩和から単純な金利政策へと移行した今、世界における商業銀行の貸出残高は過去と同等の水準まで増加すると見ています。新興国市場における潜在的な多様性やその他の魅力的な特徴を考慮した場合、同市場への直接投資の流れも回帰すると予想しています。この点を市場は見逃している可能性があります。

このような背景から、非投資適格級のハードカレンシー・ソブリン債は特に魅力があると見ています。同セグメントのスプレッドは縮小したものの、多くの場合、パンデミック以前と比較して、現在も大幅に拡大した水準に留まっています。その理由は、パンデミック期において、国際通貨基金（IMF）や世界銀行などの国際機関が、一部のソブリン債について債務返済を停止し、代わりにデフォルトして債務再編プロセスを開始すべきであると勧告したためです。実際にそれを実行した国もいくつかあり、その結果、当該各国の国債価格は非常に低い水準で取引されました。当該ソブリン債が市場に回帰するまでには長い時間を要し、現在も債務の再交渉を継続している国もあります。弊社は堅固なファンダメンタルズを有するBB格のソブリン債におけるリスク調整後リターンが特に魅力的であると見ています。

ブライアン・パチエコ： 2025年に向けて、米国バンクローンと米国債先物ロングの組み合わせは有効であると見ています。足元、スプレッドとして獲得可能な超過リターンは限定的であり、むしろキャリアを獲得すべき環境であると思われる、バンクローンはかなりのキャリアを提供しています。金利が大幅に変動し、特に金利が予想以上に低下した場合、米国債先物はある程度のプロテクションを提供すると思われます。デュレーション短期と高クオリティの組み合わせは、様々なシナリオにおいて機能すると見ています。

チャールズ・サンフォード： 投資家のニーズにもよりますが、クレジット市場のあらゆる領域において、魅力的な投資機会が存在すると考えます。特に年金保険事業を運営する保険会社にとっては、金利上昇によりイールドカーブのフロントエンドに魅力的な投資機会がある一方、終身保険を運営する保険会社にとっては、イールドカーブのロングエンドがより魅力的であると思われます。相対価値に基づき投資を行う投資家においては、スプレッドは縮小しているものの、特に金融セクターにおいて、航空機リース会社、ビジネス・ディベロップメント・カンパニー（BDC）および特定のBBB格の保険会社など、注目度が低く、低流動性の発行体において投資妙味があると見ています。

“投資家のニーズにもよりますが、クレジット市場のあらゆる領域において、魅力的な投資機会が存在すると考えます。”

このインサイトは2025年グローバル債券見通しに関するラウンドテーブルを要約したものです。ウェビナーは以下よりご視聴いただけます。

<https://www.baring.com/en-us/institutional/perspectives/viewpoints/2025-outlook-global-fixed-income2>



Barings is a \$431+ billion global asset management firm that partners with institutional, insurance, and intermediary clients, and supports leading businesses with flexible financing solutions. The firm, a subsidiary of MassMutual, seeks to deliver excess returns by leveraging its global scale and capabilities across public and private markets in fixed income, real assets and capital solutions.*

IMPORTANT INFORMATION

Any forecasts in this document are based upon Barings opinion of the market at the date of preparation and are subject to change without notice, dependent upon many factors. Any prediction, projection or forecast is not necessarily indicative of the future or likely performance. Investment involves risk. The value of any investments and any income generated may go down as well as up and is not guaranteed by Barings or any other person. **PAST PERFORMANCE IS NOT NECESSARILY INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.** Any investment results, portfolio compositions and or examples set forth in this document are provided for illustrative purposes only and are not indicative of any future investment results, future portfolio composition or investments. The composition, size of, and risks associated with an investment may differ substantially from any examples set forth in this document. No representation is made that an investment will be profitable or will not incur losses. Where appropriate, changes in the currency exchange rates may affect the value of investments. Prospective investors should read the offering documents, if applicable, for the details and specific risk factors of any Fund/Strategy discussed in this document.

Barings is the brand name for the worldwide asset management and associated businesses of Barings LLC and its global affiliates. Barings Securities LLC, Barings (U.K.) Limited, Barings Global Advisers Limited, Barings Australia Pty Ltd, Barings Japan Limited, Baring Asset Management Limited, Baring International Investment Limited, Baring Fund Managers Limited, Baring International Fund Managers (Ireland) Limited, Baring Asset Management (Asia) Limited, Baring SICE (Taiwan) Limited, Baring Asset Management Switzerland Sarl, Baring Asset Management Korea Limited, and Barings Singapore Pte. Ltd. each are affiliated financial service companies owned by Barings LLC (each, individually, an "Affiliate"). Some Affiliates may act as an introducer or distributor of the products and services of some others and may be paid a fee for doing so.

NO OFFER: The document is for informational purposes only and is not an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument or service in any jurisdiction. The material herein was prepared without any consideration of the investment objectives, financial situation or particular needs of anyone who may receive it. This document is not, and must not be treated as, investment advice, an investment recommendation, investment research, or a recommendation about the suitability or appropriateness of any security, commodity, investment, or particular investment strategy, and must not be construed as a projection or prediction.

Unless otherwise mentioned, the views contained in this document are those of Barings. These views are made in good faith in relation to the facts known at the time of preparation and are subject to change without notice. Individual portfolio management teams may hold different views than the views expressed herein and may make different investment decisions for different clients. Parts of this document may be based on information received from sources we believe to be reliable. Although every effort is taken to ensure that the information contained in this document is accurate, Barings makes no representation or warranty, express or implied, regarding the accuracy, completeness or adequacy of the information.

Any service, security, investment or product outlined in this document may not be suitable for a prospective investor or available in their jurisdiction.

Copyright and Trademark

Copyright © 2024 Barings. Information in this document may be used for your own personal use, but may not be altered, reproduced or distributed without Barings' consent.

The BARINGS name and logo design are trademarks of Barings and are registered in U.S. Patent and Trademark Office and in other countries around the world. All rights are reserved.

当資料は、ベアリングスLLCが作成した資料をベアリングス・ジャパン株式会社(金融商品取引業者: 関東財務局長(金商)第396号、一般社団法人日本投資顧問業協会会員、一般社団法人投資信託協会会員)が翻訳したもので、金融商品取引法に基づく開示書類あるいは勧誘または販売を目的としたものではありません。翻訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではなく、原文と翻訳の間に齟齬がある場合には原文が優先されます。当資料は、信頼できる情報源から得た情報等に基づき作成されていますが、内容の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。また、当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、事前の通知なくこれらに変更されたり修正されたりすることがあります。 4100328

LEARN MORE AT [BARINGS.COM](https://www.baringsglobal.com)

*As of September 30, 2024

24-4049113