

エマージング債券投資へのアプローチを再考する： 静的な資産配分と動的な資産配分

PERSPECTIVES | 2024年7月

著者

Cathy Hepworth, CFA
エマージング債券部門責任者

Denis Cole
エマージング債券部門
ポートフォリオ・スペシャリスト

- エマージング債券市場は、数十カ国の多様な資産クラスから構成される広範でグローバルなセクターである。各新興国がそれぞれ固有のガバナンス構造、財政政策、金融政策を持ち、ソブリン債のイールド・カーブの形状も異なっている。こうした多様性は魅力的な投資機会と投資テーマを提供する一方で、エマージング債券への最適な資産配分を検討している投資家を混乱させる可能性もある。
- エマージング市場の多様性が、投資機会と同時に混乱をもたらす可能性もあるという特質は、本稿で取り上げる最も重要なテーマである。本稿では、エマージング債券の最適なエクスポージャーを実現するために必要だと我々が考える視点について、順を追って解説する。まず、個々のエマージング資産クラスのパフォーマンス特性について詳しく検証し、次にそれぞれの資産クラスの特徴を踏まえた上で、各資産クラスの資産配分を変更するための根拠を示す。
- さらに、各資産クラスの特徴と資産配分変更の根拠を理解した上で、特定の市場サイクルにおける各資産クラスおよび複数の資産クラスを組み合わせたブレンド戦略のパフォーマンスを評価する。同時に、今後の見通しを予測するために、「ベンチマーク」となる過去の期間を特定することによって、最適なリスク調整後リターンの実現を目指す戦略についての知見にも触れる。

資産クラスの特徴

過去の市場サイクルを振り返ると、エマージング債券の中で、ある特定の資産クラスが最も良好なパフォーマンスを上げてきたという事実は見いだせない。図 1 が示す通り、ハードカレンシー（先進国通貨）建ソブリン債、ハードカレンシー（先進国通貨）建社債、現地通貨建エマージング債券、エマージング通貨のパフォーマンスには、年によって大きなばらつきがある。さらに、投資適格エマージング債とハイイールド・エマージング債のパフォーマンスの間にも、過去には大きなばらつきが見られる。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

図 1 : 年間リターン（グロス） - エマージング債券は、分散投資と超過収益獲得のための幅広い投資機会を提供する（%）

2003 - 2010										2011 - 2020										2021 - 現在			
'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'23	YTD '24		
55.8	26.0	34.3	32.5	39.7	5.4	78.9	19.2	7.3	18.6	-0.6	7.4	1.3	11.8	37.8	0.7	18.8	18.8	0.9	-7.1	12.7	2.3*		
22.2	23.0	10.2	15.2	18.1	-3.8	34.9	15.7	4.5	17.4	-2.0	5.0	1.2	10.2	15.2	-1.7	15.0	7.1	-1.8	-8.8	11.1	2.1		
16.9	14.8	7.3	12.3	16.0	-5.2	29.8	13.1	2.3	16.8	-2.3	3.1	-2.2	9.9	11.5	-3.3	13.5	6.1	-2.3	-11.7	10.2	2.1**		
16.2	11.6	6.3	9.9	6.2	-12.0	22.0	12.2	-1.8	15.0	-4.2	-2.0	-7.6	9.7	10.3	-4.3	13.1	5.3	-3.1	-12.3	9.1	0.2		
15.8	10.3	6.1	7.2	5.0	-15.9	11.7	8.6	-5.2	8.9	-5.3	-5.7	-14.6	4.7	8.0	-6.2	9.1	2.7	-5.5	-17.8	8.4	-1.1		
5.5	7.7	3.2	6.5	3.9	-53.2	5.2	5.7	-18.2	7.5	-9.0	-7.0	-14.9	3.5	4.6	-14.3	5.2	1.7	-8.7	-19.8	7.5	-2.1		

- ELMI+
(JPM ELMI プラス・コンポジット・インデックス)
- ハードカレンシー建ソブリン債
(JPM EMBI グローバル・ディバースファイド・インデックス)
- ハードカレンシー建社債
(JPM CEMBI ブロード・ディバースファイド)
- 現地通貨建エマージング債（ヘッジあり）
(JPM GBI-EM グローバル・ディバースファイド・インデックス ミドルヘッジあり)
- エマージング通貨（ヘッジなし）
(JPM GBI-EM グローバル・ディバースファイド・インデックス ミドルヘッジなし)
- 新興国株式
(MSCI 新興国株式インデックス)

出所：J.P. モルガン、PGIM フィクスト・インカム、2024 年 4 月現在。* スプレッドリターン=2.73%。** スプレッドリターン=3.23%。

とは言え、エマージング債券のそれぞれの資産クラスには、いくつかの特性が存在している。

- **ハードカレンシー建ソブリン債/準ソブリン債**：同資産クラスの先進国国債対比のスプレッドは長期平均に回帰する傾向があり、また市場のリスク選好が高まっている局面、金利が横ばい、ないし上昇する局面において良好なパフォーマンスを示す。投資ユニバースは広く分散されており、ボラティリティの高い環境では、高格付の発行体がアウトパフォームする傾向がある。
- **ハードカレンシー建社債**：デュレーションがソブリン債/準ソブリン債より短いため、金利ボラティリティが高い局面でアウトパフォームする可能性が高い。社債は発行体固有の投資機会とリスクを持ち、魅力的なレティブバリューの機会を提供する一方、債務再編が起きた際は、多くの場合において回収価値がソブリン債を大きく下回る。
- **現地通貨建エマージング債券**：現地通貨建エマージング債（為替リスクをヘッジ）の利回り曲線はスティーブであり、魅力的な実質利回りを提供する。世界経済の成長が鈍化する局面で良好なパフォーマンスを示す傾向がある。
- **エマージング通貨**：新興国間の成長率の違いの影響を強く受ける。経済と金融政策のサイクルが国ごとに異なることにより、レティブバリューと魅力的なキャリーによる投資機会を提供する可能性がある。

こうした特性を理解した上で、各資産クラスを対外資産（海外からの借り入れ：ハードカレンシー建ソブリン債および社債）と国内資産（自国内からの借り入れ：現地通貨建エマージング債券とエマージング通貨）の属性によって分類する。

ハードカレンシー建のソブリン債と社債

ハードカレンシー建のソブリン債と社債は、ソブリン債スプレッドが社債スプレッドの最大の決定要因であることから、高い相関関係（過去 10 年間の相関係数が 0.92）がある。一方、いくつかの注目すべき相違点も存在する。大部分の新興国企業（最も高格付の企業を除く）が満期 10 年未満の債券を発行する傾

エマージング債券は、多様な資産クラスによる分散投資と超過収益獲得のための幅広い投資機会を提供する。

向があるため、エマージング社債のデュレーション（J.P. モルガン CEMBI ブロード・ディバースィファイド・インデックスで 4.2 年）はエマージング・ソブリン債（J.P. モルガン EMBI グローバル・ディバースィファイド・インデックスで 6.5 年）よりも大幅に短い。このデュレーションの違いを主因として、過去 4 年間にわたりエマージング社債はエマージング・ソブリン債をアウトパフォームしてきた。このように、両者のデュレーションが異なるため、主要先進国金利が上昇局面にあるか低下局面にあるかにより、両者の間に大きなパフォーマンスの違いが生まれる。

ファンダメンタルズも同様に重要であるが、過去 4 年間ではエマージング・ソブリン債のファンダメンタルズの改善/悪化サイクルとエマージング社債のファンダメンタルズの改善/悪化サイクルの間の相関性が低下している。2020 年と 21 年に、エマージング・ソブリン債は債務の増加と税収の減少により大きな打撃を受けた一方、エマージング社債は、企業のレバレッジが過去最低水準に近づき、高い利益率水準が維持されたことから、ファンダメンタルズが改善した（その後は、インフレ高進により若干悪化した）。ただし、エマージング・ソブリン債対比でエマージング社債の信用力が改善していることから、今後のサイクルでは相関性がより高まると予想している。エマージング社債指数の平均格付はエマージング・ソブリン債指数よりもやや高い（社債指数の J.P. モルガン CEMBI ブロード・ディバースィファイド・インデックスで BBB-、ソブリン債・準ソブリン債の指数である J.P. モルガン EMBI グローバル・ディバースィファイド・インデックスで BB+）が、これは主に 2 つの指数の構成国が異なることに起因している。社債指数である J.P. モルガン CEMBI ブロード・ディバースィファイド・インデックスには非常に信用力の高い国が数か国含まれている一方で、いくつかの信用力の低い国が、社債の発行体がないという理由で指数には含まれていない。

現地通貨建エマージング債券およびエマージング通貨

各セクターの異なる特性を考慮すると、特定のセクターへの静的な資産配分は、動的な資産配分よりもアンダーパフォームする可能性がある。

現地通貨建資産には、現地通貨建エマージング債とエマージング通貨という 2 つの異なる収益源がある。現地通貨建エマージング債は、他のエマージング資産クラスよりもボラティリティが低い一方、インフレーション・レシオとシャープ・レシオは相応に高い。対照的に、エマージング通貨のインフレーション・レシオとシャープ・レシオは過去 10 年間にわたり相対的に最も劣後し、ボラティリティは中程度だった。現地通貨建エマージング債とエマージング通貨との間にも、このように大きなリターンのばらつきがあり、またリターンの源泉としても互いに異なることから、我々は両者を全く異なる資産クラスと見なしており、それぞれを独立して管理している。

現地通貨建エマージング市場は、オーバーウェイト/ロング・ポジション、アンダーウェイト/ショート・ポジションの両方から大きな超過収益を生み出す投資機会を提供している。現地通貨建市場への静的な資産配分を行った場合は、歴史的にはアンダーパフォームと高いボラティリティという結果に終わっているが、同市場のパフォーマンスがエマージング資産の中で最も良好だった時期も何度かある。そのため、現地通貨建市場の中では、戦術的な投資行動を取ることが最善の方法であることが示されている。以上から、全てのエマージング債運用（例えば、現地通貨建エマージング債がオフベンチマークとして扱われるハードカレンシー建エマージング債戦略、ハードカレンシー建と現地通貨建のブレンド戦略（以下、ブレンド戦略）、現地通貨建エマージング債戦略など）において、現地通貨建エマージング債とエマージング通貨の両方に投資できる柔軟性を持つことが望ましいと考えている。

過去の実績とトップダウンの視点に基づいた今後の見通し

過去の実績と今後の見通しを踏まえると、ハードカレンシー建エマージング債への投資は「戦略的」に行い、現地通貨建エマージング債・エマージング通貨への投資はより「戦術的」に行うべきであると考え。ハードカレンシー建エマージング債のスプレッドは長期平均に回帰する傾向があることに加え、今後、新興国経済が先進国経済に追いつくとともに、先進国国債対比のスプレッドが縮小していくと考えられる。我々は、今後

10年でハードカレンシー建エマーシング債（ソブリン債および社債）のスプレッドの平均とレンジ幅は、現在よりも縮小すると考えている。

現地通貨建エマーシング債はこれとは異なり、スプレッドは平均回帰することなく、パフォーマンスもより循環的に変動する傾向がある。インフレ動向が現地通貨建エマーシング債の方向性を決定する一方、エマーシング通貨は長期にわたって方向感のない推移を見せる可能性がある。とは言え、2012年から現在までの極端な米ドル高トレンドを踏まえると、今後数年間はエマーシング通貨に魅力があると考えられる。ただし、長期的には、エマーシング通貨に対する確信度は、ハードカレンシー建エマーシング債券よりも低い。

さらに、エマーシング債券の今後のリターンは、近年の中では最も平常的な期間と考えられる2012年～2019年（2013年のバーナンキ・ショック、2014年/2015年のコモディティの暴落、2016年の米国大統領選挙、2018年の米連邦準備制度理事会（FRB）の過度な金融引き締めといった障害がなかったわけではないが）に最も類似したものになると我々は考える（図2）¹。

図2：過去のリターン、ボラティリティ、シャープ・レシオ

	年率換算リターン (%)						ボラティリティ (%)						シャープ・レシオ					
	1-year	3-year	5-year	10-year	End 2011- end 2019	Since end of 2011	1-year	3-year	5-year	10-year	End 2011- end 2019	Since end of 2011	1-year	3-year	5-year	10-year	End 2011- end 2019	Since end of 2011
ハードカレンシー建ソブリン債																		
EMBI Global Diversified	9.2	-2.6	0.0	2.6	6.1	3.6	9.0	10.9	11.8	9.2	8.2	8.9	0.39	-0.52	-0.18	0.12	0.72	0.27
EMBI GD Investment Grade	3.0	-4.9	-0.8	2.0	5.8	2.7	9.6	10.4	10.0	7.9	6.7	7.8	-0.24	-0.78	-0.30	0.06	0.84	0.19
EMBI GD High Yield	15.8	-0.2	0.7	3.0	6.5	4.7	9.0	12.4	15.7	12.1	11.3	11.4	1.04	-0.26	-0.10	0.12	0.56	0.30
ハードカレンシー建社債																		
CEMBI Broad Diversified	9.3	-0.3	2.2	3.5	6.2	4.4	5.1	7.0	8.5	6.5	6.0	6.2	0.69	-0.48	0.01	0.30	0.99	0.51
CEMBI BD Investment Grade	6.5	-1.9	1.0	2.7	5.6	3.5	5.5	6.7	7.1	5.5	4.8	5.3	0.17	-0.74	-0.16	0.21	1.15	0.43
CEMBI BD High Yield	13.5	1.8	3.9	4.6	7.2	5.9	4.8	8.0	11.1	8.8	8.6	8.3	1.53	-0.16	0.15	0.34	0.81	0.54
現地通貨建ソブリン債																		
GBI-EM Global Diversified	0.7	-3.3	-1.3	-0.9	1.9	0.3	9.0	10.5	11.4	11.2	11.8	11.4	-0.52	-0.61	-0.30	-0.21	0.16	-0.08
Local rates GBI-EM GD—USD Hedged	3.8	-1.3	0.5	1.6	3.3	1.8	3.7	5.1	4.7	4.2	3.9	4.2	-0.43	-0.86	-0.35	0.02	0.85	0.15
EM currencies EML+*	2.9	-1.1	-0.1	-0.4	0.9	0.3	5.3	6.6	6.7	6.6	6.7	6.6	-0.47	-0.63	-0.34	-0.28	0.13	-0.14
ブレンド債インデックス																		
50% EMBI GD / 50% GBI-EM GD	4.9	-2.9	-0.6	0.9	4.0	2.0	8.9	10.4	11.3	9.7	9.5	9.6	-0.07	-0.58	-0.25	-0.06	0.42	0.08
75% EMBI GD / 25% GBI-EM GD	7.0	-2.7	-0.3	1.8	5.1	2.8	8.9	10.6	11.4	9.3	8.7	9.1	0.16	-0.55	-0.22	0.03	0.57	0.17
33% EMBI GD / GBI-EM GD / CEMBI BD	6.4	-2.0	0.3	1.8	4.8	2.8	7.5	9.1	10.2	8.5	8.1	8.3	0.11	-0.56	-0.18	0.04	0.57	0.19
50% EMBI GD / 50% CEMBI BD	9.3	-1.4	1.1	3.1	6.1	4.1	7.0	8.8	10.0	7.7	7.0	7.4	0.50	-0.51	-0.10	0.20	0.85	0.37
PGIM フィクスト・インカム・ポートフォリオ（コンボジット）																		
Hard Currency Sovereign	11.0	-1.7	0.6	3.5	7.6	4.9	8.7	11.1	13.8	10.8	10.8	10.8	0.62	-0.38	-0.05	0.23	0.68	0.34
Local Currency Sovereign	1.1	-2.0	-0.4	-0.1	2.6	1.0	8.3	9.4	11.9	11.8	13.1	12.2	-0.49	-0.50	-0.16	-0.07	0.19	-0.01
Blended 50% HC / 50% LC	6.7	-1.1	0.7	2.1	5.5	3.5	8.5	10.2	13.0	11.1	11.8	11.3	0.16	-0.36	-0.05	0.11	0.45	0.20

出所：J.P. モルガン、PGIM フィクスト・インカム、2024年6月30日現在。

長期的に見ると、EMBI グローバル・ディバーシファイド・インデックス（ハードカレンシー建エマーシング債）が、GBI-EM グローバル・ディバーシファイド・インデックス（現地通貨建エマーシング債）を上回るトータル・リターンとインフォメーション・レシオを実現しているが、これは2012年～2015年の期間が大きく影響している（図3）。

¹ 2020年、2021年、2022年は、世界各国の中央銀行が一齐に利上げを実施したことから、特異な年だったと我々は見ている。2022年には、エマーシング債のトータル・リターンが過去最悪となった。

図 3 : 異なる市場サイクルにおけるエマージング債券のリターンとボラティリティ (%)

	EMBI グローバル・ ディバースファイド		CEMBI ブロード・ ディバースファイド		GBI-EM グローバル・ ディバースファイド	
	年率換算 リターン	ボラティリティ	年率換算 リターン	ボラティリティ	年率換算 リターン	ボラティリティ
2003-2007	11.9	6.3	8.5	4.7	15.8	8.2
2008-2011	8.3	11.9	7.0	12.7	7.1	15.3
2012-2015	4.9	6.6	5.0	4.5	-3.9	11.5
2016-2019	7.5	5.5	7.1	3.3	7.8	10.8
2020-現在	-0.8	12.1	-2.4	11.6	1.6	8.7

出所 : J.P. モルガン、PGIM フィクスト・インカム、2024 年 6 月 30 日現在。

我々のパフォーマンス特性を検証する

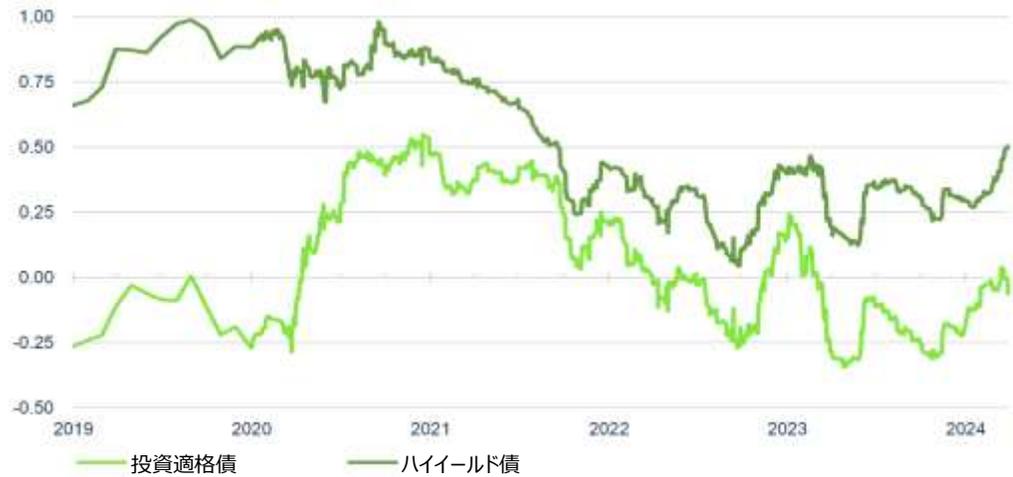
エマージング債券の資産クラスには多様な特性があることを踏まえると、静的な資産配分は動的な資産配分よりもアンダーパフォームする可能性がある。異なる資産クラスの間で資産配分を変更することの利点を明らかにするために、2020 年～現在までの期間を例にとりて検証する。

この期間中、我々は超過収益の獲得を目指し、市場変動、市場価格の非効率、その他セクターをまたいだ投資機会を活用するため、ハードカレンシー建債と現地通貨建債を組み合わせたブレンド戦略の資産配分を何度も変更した。同一セクター内、あるいは異なるセクター間でのポジション変更は、トップダウンの見通しを踏まえつつ、各セクターにおけるボトムアップ分析に基づいて行われた。具体的には、発行体の信用力、ファンダメンタルズの見通し、ハードカレンシー建ソブリン債および社債のデレージョンに関する判断など、様々なリターンの源泉を動的にポートフォリオに取り込んだ。現地通貨建エマージング債とエマージング通貨では、各新興国の金融政策のサイクルのほか、最近の中国/アジアのアンダーパフォーム、ロシア・ウクライナ紛争、世界的なインフレ高進などをはじめとした地域、ファンダメンタルズ、投資テーマの動向などを含み、レバティバリューに基づいた投資機会の考察がリターンの源泉となる。

2020 年 3 月の新型コロナウイルス感染拡大による最初の市場ショックの後、我々は高格付のハードカレンシー建エマージング債のスプレッドが大幅に拡大する中、スプレッドは長期平均に回帰する傾向があることを踏まえ、大きなトータル・リターンを得られる可能性があるかと判断した。こうした中、ハードカレンシー建債と現地通貨建債を組み合わせたブレンド・ポートフォリオ（以下、ブレンド・ポートフォリオ）において、デレージョンの長い高格付のハードカレンシー建銘柄を購入した。他方、経済成長と財政が圧力に晒され、こうした逆風が当面継続するという見方から、資金調達に支障を来す可能性のある低格付の発行体のポジションを削減した。このように、我々は底値から回復する可能性のある銘柄を売却しないよう注意する一方で、確信度が低下したポジションを削減または全売却した。

図 4 は、2020 年の早い時期から投資適格債のエクスポージャーが大幅に増加すると同時に、ハイイールド債のエクスポージャーが減少したことを示している。ハイイールド債のエクスポージャーの減少は、B 格のエクスポージャーを削減する一方で、BB 格発行体は堅調なファンダメンタルズが維持されるとの見方からエクスポージャーを積み増すという戦術的なポジション変更を行ったことにより、この図からはやや読み取りづらくなっている（図 5）。その後、保有を続けていた高ベータのハードカレンシー建エマージング債のバリュエーションが回復するにつれ、2020 年半ばからは行き過ぎた水準まで反発した銘柄のエクスポージャーを削減した。

図 4：コロナ禍の期間中における投資適格債とハイールド債のエクスポージャーの増減（各年のアクティブ・デュレーションへの寄与）



出所：PGIM フィクスト・インカム、2024 年 3 月 31 日現在。

図 5：コロナ禍の期間中における BB 格と B 格のエクスポージャーの増減（各年の格付別のアクティブ・スプレッド・デュレーション）



出所：PGIM フィクスト・インカム、2024 年 3 月 31 日現在。

現地通貨建エマージング債に関しては、コロナ禍が新興国にデイスインフレの効果をもたらし、中央銀行は積極的な利下げを開始するとの予想に沿ったポジションを構築した。ボラティリティの高まった期間を通じて現地通貨建エマージング債は相対的に良好なパフォーマンスを示し、その後、新興国の利下げサイクルが終わり近づいたと思われる時点で、現地通貨建エマージング債のエクスポージャーを縮小した（図 6）。

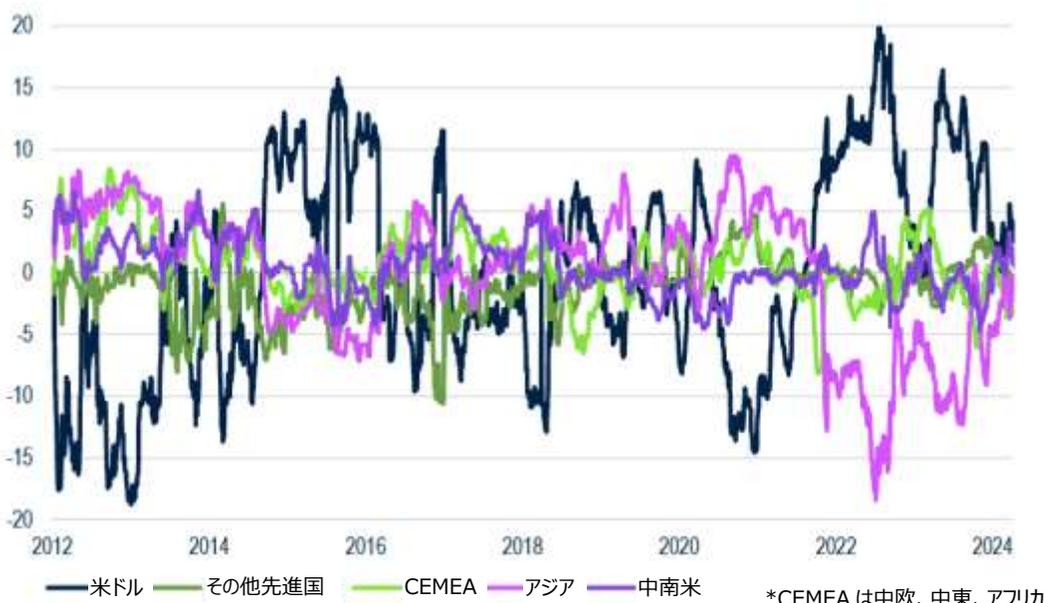
図 6：金融政策が変更されるとの見通しに基づく現地通貨建エマーシング債のエクスポージャーの変化
(各年のアクティブ・デュレーションへの寄与)



出所：PGIM フィクスト・インカム、2024年3月31日現在。

2020年後半になると状況が変化し、米国の実質利回りの優位性が失われるとの見込みを踏まえ、G10通貨や信用力の高いアジアおよび欧州通貨がアウトパフォームすると考え、我々はエマーシング通貨の積み増しを始めた（図7）。

図 7：2020年後半における米ドルのアンダーウェイトは、エマーシング通貨のエクスポージャーの戦術的性格を示している（代表ポートフォリオにおけるアンダーウェイトの割合、%）



出所：PGIM フィクスト・インカム、2024年3月31日現在。代表ポートフォリオ。

2021年と22年に、市場環境が再び変化した。新興国のインフレ率は既に先進国の水準を上回っていた（図8）が、ロシアのウクライナ侵攻を受けて、新興国の消費者物価指数（CPI）で大きな比重を占める食料品とエネルギー価格が急騰した（図9）。その結果、新興国の中央銀行は、インフレ高進、為替レ

資産配分を行うに当たっては、全ての投資機会の期待リターンを評価し、最も良好なリスク調整後リターンを獲得することを目標に、最適な組み合わせによってポートフォリオを構築している。

トへの悪影響など、いくつかの要因に対処するために正統的な金融政策の実施を決定し、FRB よりも 1 年（場合によってはそれ以上）早く利上げサイクルを開始した。

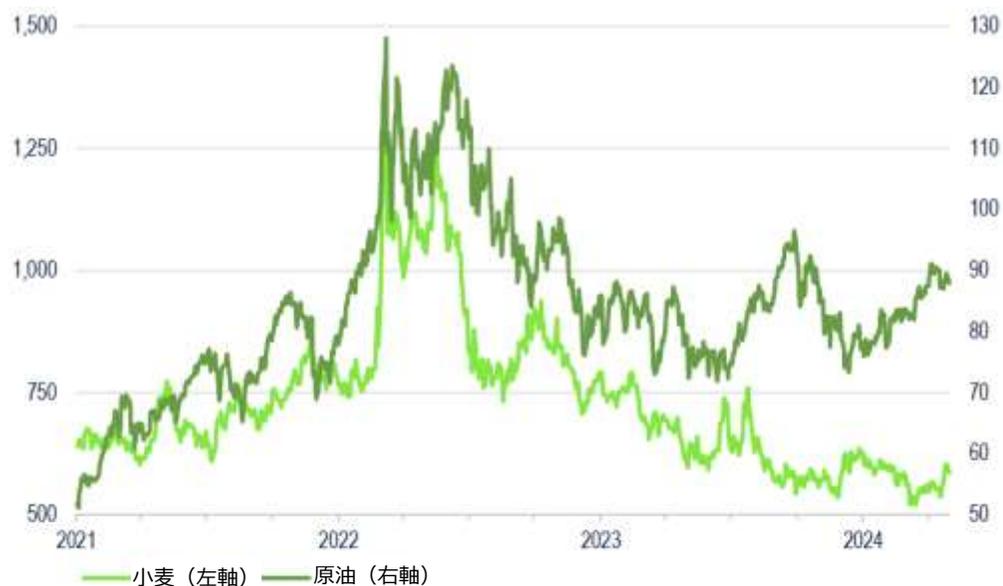
このような環境下では、ハードカレンシー建債が提供する高いキャリーは明らかに魅力的であり、想定されるマクロ経済見通しの下で、今後好ましいリターンが期待できる。

図 8：新興国と先進国のインフレ率（新興国は中国を除く GBI-EM、先進国は GBI グローバル、それぞれ加重平均、%）



出所：マクロボンド、2024年5月現在。

図 9：ロシア・ウクライナ紛争による食料品およびエネルギー価格の影響（左軸：米ドル/Bu、右軸：米ドル/Bbl）



出所：ブルームバーグ、PGIM フィクスト・インカム、2024年5月現在。

我々は2021年には現地通貨建エマーシング債のエクスポージャーを削減し、2022年には大幅なアンダーウエイトとした。また、FRB のタカ派的な姿勢によって米ドルは他の通貨に対してアウトパフォーマンスするとの見方から、我々はエマーシング通貨のショート/米ドルのロング・ポジションを通貨選択のリスクバジェットの上限まで積み上げた（図7を参照）。

例として取り上げた 2020 年以降の期間は、我々のブレンド・ポートフォリオにおいて、ハードカレンシー建債/現地通貨建債、および投資適格債/ハイイールド債の配分が、主として国別配分と銘柄選択（ボトムアップ分析に基づく銘柄選択）に基づくものであることを示している。資産配分を行うに当たって、全ての投資機会の期待リターンを評価し、最も良好なリスク調整後リターンを獲得することを目標に、ハードカレンシー建債と現地通貨建債の最適な組み合わせによってポートフォリオを構築している。ハードカレンシー建債において、多くの場合、期待リターンは各国のファンダメンタルの見通しと現在のバリュエーションによって決まる。現地通貨建債において、期待リターンは金融状況がインフレ率や産出ギャップとともにどのように動いているか（すなわち、中央銀行による実質政策金利の引き上げ/引き下げの必要性を示す指標）の比較に加え、これらが現在のバリュエーションにどの程度反映されているかによって決まる。

今後の見通し

我々自身の実際の資産配分に関する検証を踏まえ、次にエマージング債券市場の各資産クラスの現時点でのリターン見通しに目を向けてみたい。経済成長に対する懸念があることから、短期的な市場環境は依然として不透明であるが、足元でハードカレンシー建エマージング債が提供しているクッションの大きさと、高いキャリーによる投資機会はより明白になる。

ハードカレンシー建ソブリン債指数の現在の利回り（実際に生み出されるキャッシュフロー）は約 6.25%となっている。これは、短期的なスプレッド変化や米国債の利回り上昇の可能性に対する大きなクッションとなる。指数全体のデュレーションが約 6.5 年であることを踏まえると、スプレッド/国債利回りが今後 100bps 以上も拡大/上昇しない限り、キャリーに由来するプラスのリターンがすべて失われ、年間のトータル・リターンがマイナスになることはない。逆に、スプレッドの縮小や国債利回りの低下が起こる可能性の方がより大きく、その場合、ハードカレンシー建エマージング債は年率 10%以上のリターンを上げると我々は考えている。

重要なのは、我々が想定しているマクロ経済見通しは、今後のハードカレンシー建債の期待リターンにとって良い前兆を示しているということである。新興国については、米国（35%）、欧州（35%）、中国（30%）を加重平均して「世界経済の成長シナリオ」を推定し、市場が今後 12 ヶ月に想定し得る経済見通しを導き出した。我々は、新興国の経済見通しについて、堅調な成長が続き、インフレは緩やかに減速し、労働市場が徐々に緩和するという「ソフトランディング（経済成長の鈍化）」を引き続き基本シナリオとしている。その他のシナリオには大きなばらつきがあるが、我々が想定している経済見通しのうち、ごく一部のシナリオを除き、ハードカレンシー建ソブリン債は大きなプラスのリターンを記録すると予想している（図 10、下半期の金利予想と経済見通しについては、「[グローバル債券 2024 年第 3 四半期見通し](#)」を参照）。

図 10：ハードカレンシー建債の予想年間リターンの分析（%）



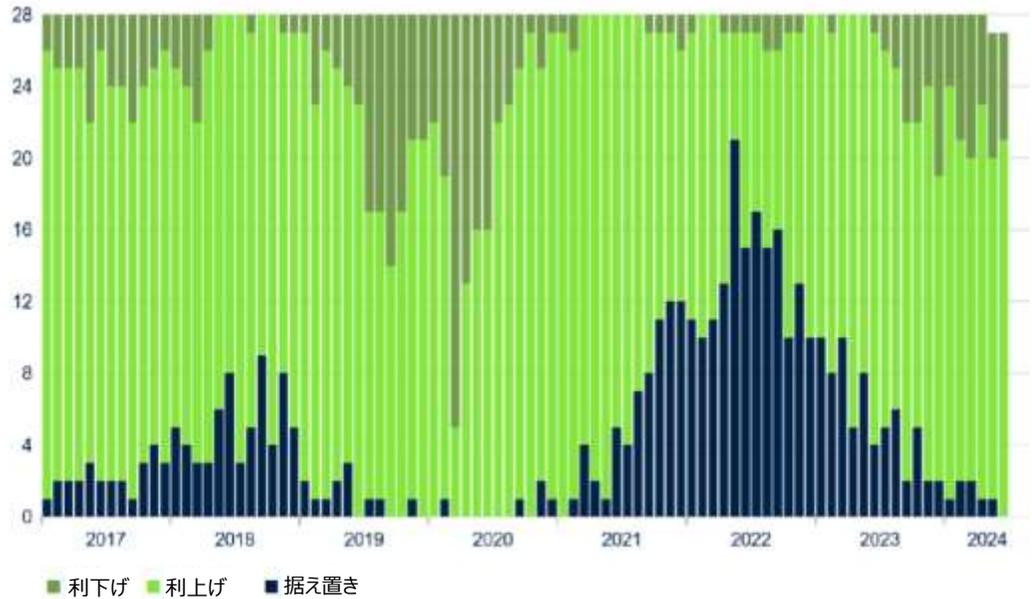
出所：PGIM フィクスト・インカム、2024 年 6 月時点。

新興国金利に関しては、2024 年後半にはより多くの新興国中央銀行が利下げを実施するとの見方を強めている。

新興国金利に関しては、2024 年後半にはより多くの新興国で利下げが実施されるとの見方を強めている（図 11）。新興国では先進国よりもデフインフレが進みつつあり、2023 年の早い時期からインフレ率は予想を下回っている（図 12）。

図 11：新興国中央銀行の政策金利決定（それぞれの月に利上げ、利下げ、または金利を据え置いた中央銀行の数：28 カ国の新興国中央銀行を対象）

動的な資産配分によるポートフォリオは、市場サイクルをうまく乗り切ることができる。



出所：マクロボンド、2024 年 4 月現在。

図 12：シティグループによるエコミックサプライズ指数：新興国

現地通貨建エマージング債のベンチマーク指標の利回りは足元で 6.60%の水準にあり、依然として年初来のレンジ（6.10～6.65%）の上限付近で推移している。FRB が年後半に利下げを実施すれば、同資産クラスにとって追い風となる可能性がある。



出所：PGIM フィクスト・インカム、シティ、2024 年 4 月現在。

現地通貨建エマージング債指数の利回りは足元で 6.60%の水準にあり、依然として 2024 年初来のレンジ（6.10～6.65%）の上限付近で推移している。FRB が年後半に利下げを実施すれば、同資産クラスにとって追い風となる可能性がある。

ボトムアップ分析の観点から見ると、多くの新興国において財政赤字が拡大しつつあること、南アフリカ、メキシコ、インドで実施された最近の選挙が予想外の結果となったことなどは、「国の選別」が課題となることを浮

き彫りにするものである。各国のインフレ動向に基づき、それぞれの新興国の金融政策には大きなばらつきが見られる。ブラジル、チリ、チェコ、ハンガリーは金融緩和サイクルが終了に近づいている一方、メキシコ、コロンビア、ペルーは金融緩和を継続する余地がある。アジアと南アフリカは、FRB による利下げを待ってから利下げに踏み切る可能性が高い。

エマージング通貨に関しては、FRB が比較的緩やかに利下げを進められることから、引き続き慎重な見方をしつつ、エマージング通貨のショート・ポジションを取ることが可能なポートフォリオでは、米ドルのロング・ポジションを維持する。一方、2012 年以降、多くのエマージング通貨が米ドルに対して大幅に下落してきたことを踏まえると、中長期的にはエマージング通貨が米ドルに対して力強く上昇する機会があると考えている（図 13）。

図 13 : エマージング通貨の予想年間リターンの分析 (%)

		エマージング通貨のリターン								
		-10	-7	-5	-3	0	3	5	7	10
GPII 利回り の変化	100	-8.4	-5.4	-3.4	-1.4	1.6	4.6	6.6	8.6	11.6
	50	-5.9	-2.9	-0.9	1.1	4.1	7.1	9.1	11.1	14.1
	0	-3.5	-0.5	1.5	3.5	6.5	9.5	11.5	13.5	16.5
	-50	-1.0	2.0	4.0	6.0	9.0	12.0	14.0	16.0	19.0
	-100	1.5	4.5	6.5	8.5	11.5	14.5	16.5	18.5	21.5

出所：PGIM フィクスト・インカム、2024 年 6 月現在。

最適なポートフォリオの構築に向けて

2021～22 年のような特定の時期には、動的な資産配分によって現地通貨建ポートフォリオを構築することで、個別国のマイナスの影響を抑制しつつ、市場サイクルを乗り切り、ハードカレンシー建エマージング債のみで構成されるポートフォリオと同水準のパフォーマンスを実現することができた。その他の期間についても、各国の現地通貨建債のパフォーマンスが好調な時に、その恩恵を十分受けることができるだろう。さらに、現地通貨建市場でショート・ポジションを作ることが可能（例えば、エマージング通貨をショートし、米ドルをロングする）な場合は、現地通貨建市場で新たな超過収益の獲得が可能になる。現地通貨建エマージング債をショートする（金利スワップで固定金利を支払う）ことが可能であれば、これによってもトータル・リターンと超過収益が大幅に押し上げられる可能性がある。

エマージング通貨をショートすることが可能でない場合、あるいはエマージング通貨を大幅にアンダーウェイトにするだけのトラッキング・エラーが許容されない場合は、ブレンド・ポートフォリオでは、ボラティリティを下げ、インフォメーション・レシオを高めるために、現地通貨建債のエクスポージャーを低い水準（15%程度、場合により 25%）にとどめるべきだと我々は考える。

さらに、ハードカレンシー建エマージング社債への投資余地（低格付発行体の保有上限を 1%未満としつつ、社債全体で 10～20%程度）を認めることも、長期的なリターンと分散効果を高めることに貢献すると考える²。

² ハイイールド社債の発行体には上限を設けることを推奨する。なぜなら、ハイイールド社債のインフォメーション・レシオは高いものの、エマージング社債のリカバリー・バリューは他の市場よりも低い傾向がある。よって、ダウンサイド・リスクを抑制するために、ハイイールド社債の発行体には制限を設けることを推奨する。

結論

エマージング債券の多様性と、異なる市場サイクルによるリターンの較差は、多くの投資家に魅力的な機会を提供する。しかし、同セクターへの最適な資産配分を実際に求める際には、こうした多様性とリターンの較差は投資家に混乱をもたらす一因ともなり得る。

こうした疑問が生じる可能性を考慮し、本稿ではエマージング債券への新たな資産配分あるいは既存の資産配分の調整に関する道筋を紹介してきた。我々の、エマージング債券の各資産クラスに関する分析、経済および市場の状況に応じてエクスポージャーを調整した経験、適切な市場サイクルの特定は、エマージング債券に資産配分する際のブレンド戦略によるアプローチに役立つものである。エマージング債券投資の「新たな段階」の幕開けに当たり、ブレンド戦略によるアプローチは、混乱を切り抜けながら、戦術的に好機を狙うために必要な柔軟性を提供するものである。

補足事項

多くの読者がエマージング債券の資産クラスについて精通していると思われる一方で、そうでない読者もいると思われる。そこで、ハードカレンシー建の資産と現地通貨建の資産に関する定義について以下の通り簡単に記す。

ハードカレンシー建資産

ハードカレンシー建ソブリン債：主権を有する政府がハードカレンシー（主に米ドル）で発行する債券であり、外国（通常は米国）の法律に準拠する。他のクレジット商品と同様に、リターンは償還期間（または米国債）に関する要素と利払い、および信用リスクの認識に基づいてスプレッドが拡大/縮小することで価格が上昇/下落する可能性によって構成される。ハードカレンシー建ソブリン債の最も一般的なインデックスとして、69カ国のパフォーマンスを追跡する J.P. モルガン EMBI グローバル・ディバーシファイド・インデックスが参照されている。

ハードカレンシー建社債：企業がハードカレンシー（主に米ドル）で発行する債券であり、外国（通常は米国）の法律に準拠する。ハードカレンシー建ソブリン債と同様のクレジット商品であり、リターンは償還期間（または米国債）に関する要素と利払い、および信用リスクの認識に基づいてスプレッドが拡大/縮小することで価格が上昇/下落する可能性によって構成される。ハードカレンシー建社債の最も一般的なインデックスとして、58カ国の企業のパフォーマンスを追跡する J.P. モルガン CEMBI ブロード・ディバーシファイド・インデックスが参照される。

現地通貨建資産

現地通貨建ソブリン債：主権を有する政府が自国通貨で発行する債券であり、通常は自国の法制度に準拠する。米国債やドイツ国債と同様に、現地通貨建ソブリン債は金利と連動した商品であり、発行政府の通貨に係る通貨リスクを伴う。（ただし、通貨リスクはヘッジすることも、しないことも可能。）現地通貨建ソブリン債の最も一般的なインデックスとして、20カ国にわたる現地通貨建ソブリン債のパフォーマンスを追跡する J.P. モルガン GBI-EM グローバル・ディバーシファイド・インデックスが参照される。

エマージング通貨：それぞれの新興国の通貨。これらは、通常は通貨先物を使用して、為替市場で直接取引される。

留意事項 1

データの出所（その他特に断りのない限り）：PGIMフィクスト・インカム、2024年4月現在。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

PGIMフィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、プルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIMインクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点のPGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点のPGIMネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点のPGIMジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点のPGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点のPGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするプルデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするプルデンシャル・アシアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。一般的に、PGIMフィクスト・インカムは、適格機関投資家、金融仲介業者、機関投資家の皆様にサービスを提供しています。特定の投資ニーズに関する情報が必要な投資家のお客様は、金融の専門家にお問い合わせください。

本資料に掲載されている予測、予想および特定の情報は当社独自の調査に基づくものであり、投資アドバイス、投資に関する提案または勧誘、あるいはいかなる金融商品の購入または販売を意図したものではありません。予測や予想自体には限界があり、実際のパフォーマンスを保証するものではなく、実際の取引、流動性の制約、手数料などについても反映されていません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、および意見について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものですが、その情報の正確性、完全性、および情報を変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載された日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示・黙示を問わず何ら保証または表明するものではありません。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

債券市場への投資は、市場リスク、金利リスク、発行体リスク、信用リスク、インフレリスク、流動性リスクなどに晒されています。ほとんどの債券および債券戦略は、金利変動の影響を受けやすくなります。満期までの期間が長い債券および債券戦略は、満期までの期間が短いものに比べてより金利変動の影響を受けやすく、価格が大きく変動する傾向があります。一般的に、金利上昇によって債券価格は下落し、特に低金利環境下で当リスクが高まります。相対取引における取引相手方のカウンターパーティー・リスクが高まることで、市場の流動性低下や債券価格の大きな変動がもたらされる可能性があります。債券投資では、償還時に当初取得価額に損失が生じる可能性があります。モーゲージ証券およびABSは特に金利変動の影響を受けやすく、期限前償還のリスクがあります。また、一般的には、政府、政府機関または民間の保証人によって支援されていますが、保証人がその義務を果たす保証はありません。高利回りの低格付債券は高格付債券よりも大きなリスクを伴い、これらに投資するポートフォリオは、投資しないポートフォリオよりも大きな信用リスクおよび流動性リスクに晒される可能性があります。外国債券に投資する場合には、特に新興国を中心に、為替変動、経済的・政治的リスクに晒される可能性があります。為替レートは短期間で大きく変動する可能性があり、これによってポートフォリオのリターンが減少する可能性があります。商品は、市場リスク、政治リスク、規制リスク、自然条件に関連するリスクなどに晒されており、全ての投資家に適した投資対象ではありません。また、分散投資によって損失が回避される保証はありません。

英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIMリミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) 欧州経済領域 (EEA) では、PGIMネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラント B.V.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、および/または第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II) で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。アジア太平洋地域の一部の国では、シンガポール金融管理局 (MAS) に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されているPGIMインクに委託されることがあります。オーストラリアでは、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、(豪州2001年会社法で定義されている) 販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。（ライセンス番号：49012）カナダでは、情報開示基準であるNI 31-103における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIMインクは次の事項について通知しています。(1) PGIMインクはカナダにおいて登録されておらず、NI 31-103に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIMインクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIMインクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利を行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州におけるPGIMインクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。ケベック州：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、ブリティッシュコロンビア州：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、オンタリオ州：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、ノバスコシア州：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、アルバータ州：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

© 2024 PFI and its related entities. 2024-5082

留意事項 2

本資料に記載の内容は、PGIM フィクスト・インカムが作成した"The Next Chapter in EMD : Static vs. Dynamic Allocations"をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。PGIMフィクスト・インカムは、米国SECの登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

本資料は、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

本資料は、当グループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本案内に記載された内容等については今後変更されることもあります。

本資料に記載されている市場動向等は現時点での見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したものです。その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

PGIMジャパン株式会社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIM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392号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJ111160

3808868-240828