RBC BlueBay
Asset Management

米ドルの終焉・・・そしてエマージング現地通貨建て債市場の台頭

ガウタム・カラニ
エマージング通貨ストラテジスト/
ポートフォリオ・マネジャー

2025年5月

「エマージング現地通貨建て債市場は、米ドルの構造的な下落から投資家が恩恵を受けられるグローバル債券市場の中でも最も魅力的な資産クラスとして際立っています。」

まとめ

- 最近の米国政権による関税の発表は市場を動揺させています。進行中の貿易交渉、起こりうる新たな政策措置、そして最終的な経済的結果の如何にかかわらず、このインプリケーションは明らかであり、15年間の米ドルの強気相場の終焉を意味すると考えています。

- 過去20年間の多くの期間にわたって、グローバルの投資ポートフォリオは並外れた水準の米国資産を蓄積してきましたが、米ドルの見通しが構造的に変化した転換点にあることを考えると、市場はこれらの保有資産の大幅な削減に備えるすべきかもしれません。資金環流の動きは、最初の関税発表後にすでに幾らかみられており、米ドル安となる一方で、ユーロ、円、スイスフランなどの安全資産に対して需要が集まりました。しかし、これは極端に過大評価された水準からの米ドルの広範な下落トレンドの始まりにすぎないと考えています。

- 投資家はこの先、単にポートフォリオを予期出来ぬ影響から守るだけでなく、実際にプラスのリターンをもたらすために、資金配分の代替先を検討するようになるでしょう。エマージング（EM）現地金利は、すでにインフレ率が抑制されていながらも政策金利が高水準にある国における、利回りの低下を通じて魅力的なリターンを創出する機会があると考えています。関税が成長にネガティブな影響をもたらし始める中で、これらの国では中央銀行が金利を引き下げる余地があるとみています。同様に、EM通貨は、歴史的にグローバルなリスクオフ・シナリオに脆弱であったものの、成長懸念を背景に米ドル安が進む環境から恩恵を受ける可能性があります。

- **EM現地通貨建て債市場は、分散と魅力的なリターンをもたらす資産として、米ドルの構造的な下落から投資家が恩恵を受けられるグローバル債券市場の中でも、最も魅力的な資産クラスであると考えています。**

米ドルのロング取引は過去15年間でかなりの利益を上げています

世界金融危機（GFC）以来、投資家の間で、米国資産をヘッジなしでロングするという、ひとつの「ビッグ・トレード」が行われてきました。配当を考慮すると、欧州の資産運用会社は、2009年以降、S&P500種指数（SPX）をヘッジなしでロングすることで、+859%のリターンを生み出したことになります。つまり、ユーロ建てのSPXは、大幅なドローダウン（すぐに回復しました）はわずか4回に限られる中、15年間で年率+16.3%という驚異的なリターンをもたらしたことになります。

資本流入はコロナ禍以降、一段と加速しました

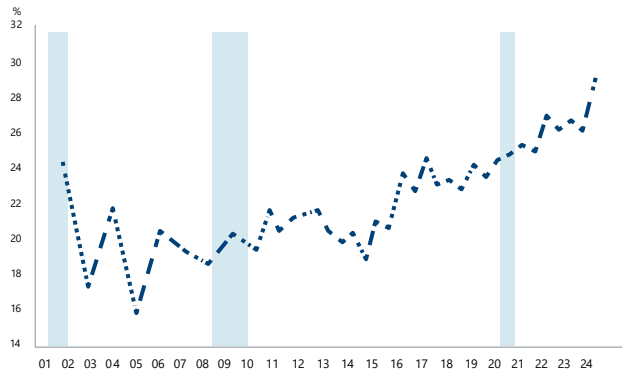
米国への資金流入は、拡張的な財政政策に支えられ、ここ2年間でさらに加速しました（図表1）。その結果、海外投資家は現在、米国資産を26兆米ドルも保有しており、そのうち米国株式は18兆米ドルとなっています。グローバル・ポートフォリオにおけるエクスポージャーの割合は30%に近づき、25年ぶりの高水準です（図表2）。

「海外投資家は現在、米国資産を26兆米ドルも保有しており、そのうち米国株式は18兆米ドルとなっています。」

これらの資産の為替ヘッジ比率に関するデータは十分に出回っていないものの、ほとんどの推計によると、株式については過去のレンジの下限である 30%程度となっており、米ドル相場の動きに対する脆弱性を改めて浮き彫りにしています。

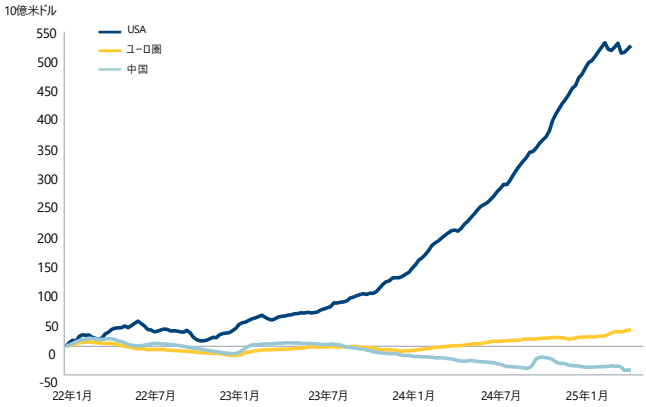
なぜ海外投資家はこのように低いヘッジ比率を維持してきたのでしょうか。その答えは、2008年以降のほとんどの期間において、米ドルとリスク資産との逆相関にあり、米ドルをロングで保有するエクスポージャーは、グローバル・ポートフォリオの「自動安定装置」として機能していることにあります。すなわち、米ドルは、安全資産としての性質や資金調達のストレスにより米ドルへの緊急避難的な需要も多いこともあり、伝統的に主要なリスクオフの局面で上昇してきました。この関係が、割高な米ドルにつながり、40年ぶりの高水準に達した背景となっています（図表3）。

図表2: グローバル・ポートフォリオに占める米国資産の割合



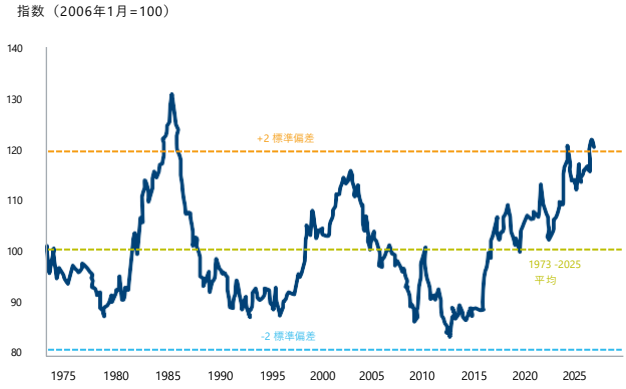
出所: ゴールドマン・サックス、2025年4月時点
青色は米国のリセッション期間を示しています。

図表1: 累積クロスボーダー資金フロー



出所: ゴールドマン・サックス、2025年4月時点

図表3: 実質貿易加重ドルインデックス



出所: ゴールドマン・サックス、2025年4月時点

今後はドル安のトレンドになると予想しています

トランプ2.0下での貿易戦争を巡る最近の進展を背景に、上述した「米国のロング」取引が終わりを迎えたとの見方が広がっています。海外投資家は、米国新政権による政策の不確実性を踏まえ、米国資産を最大限に保有する必要性を疑問視しています。成長への影響は米国が最も大きく受けることから、米国株がアンダーパフォームする懸念があります。また、低成長によってすでに財政赤字が拡大している環境で、米国金利のデュレーション・トレードによるメリットを疑問視する声も多くなっています。特に直近の一連のリスク・オフ期間に米国資産とともに米ドルが下落する中、ポートフォリオの損失を抑制するのではなく、むしろパフォーマンスの悪化要因となっていることから、為替ヘッジ比率は上昇する可能性が高いと考えています。

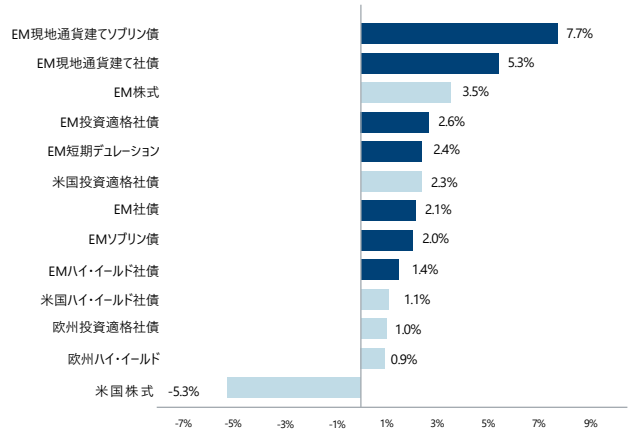
成長への懸念、米国の政策枠組みへの信頼の喪失、あるいは単にパラダイムの転換を認識したことのいずれであっても、投資家は自らの米ドルのポジショニングの適切性を積極的に検証しています。海外投資家による米国資産の保有が多いということは、資産配分やヘッジ比率のわずかな変化がフローや為替レートに大きな影響を与えることを意味すると考えています。

このような背景から、米ドルが今後数年間にわたって下落する可能性が高いとみています。資産の再配分のプロセスは中期的に続くとみており、この動きが逆転する可能性は低いと考えています。歯磨き粉はチューブから出ており、賽は投げられました。たとえトランプ氏のチームが貿易政策の最もタカ派的な要素のいくつかを撤回したとしても、米国資産を大量に保有することを疑問視するには十分な程の不確実性が高まっています。

エマージング現地通貨建て債市場の台頭

4月は、成長ショックと資本環流/ヘッジの増加による恩恵を受けて、資本環流の観点から安全な逃避先として通貨（ユーロ、日本円、スイス・フラン）が堅調に推移しました。しかし、当初の成長懸念が今後数カ月で薄れ始めると、米ドル安はEM通貨に対しても拡大すると予想されます。米ドル安が「すべての船を持ち上げる」ことに加えて、多くのEM国は新しい貿易のパラダイムから直接利益が得られる態勢となっていると考えています。例えば、インドとブラジルは相対的に閉鎖的な経済であり、中国からのリショアリングや中国からの農産物への強い需要から恩恵を受けられるという点で目立っています。メキシコなどの中南米の他の地域は、多極化した世界において、米国との統合強化による恩恵を受けるはずです。中欧諸国、とりわけポーランドとチェコは、ドイツの新たな財政支出による成長への波及効果から恩恵を受ける有利な立場にあります。一方、低利回りのアジア通貨の多く（マレーシア・リンギットなど）は、現地の人々によって大量の米ドルが保有されている状況を踏まえると、資本環流やヘッジ比率の上昇から恩恵を受けると考えています。投資家がハイテク株を中心とした米国株価指数から資金を分散させる中、EM株式市場への流入も通貨を押し上げる要因になると考えています。

図表4: 主な資産クラスのリターン（2025年4月末までの年初来）



出所: RBC GAM、2025年4月時点

このように、次の米ドル安局面は、EM通貨の強い動きが伴う可能性が高いとみています。私たちは、これを中期的な構造的テーマとみなし、今後数ヶ月の潜在的なボラティリティを確信度を構築する機会として検討していきます。

一つの比較対象期間として、ハイテク・バブルの崩壊と海外投資家による米国エクスポージャーの段階的な削減を背景とした、2002年から2008年にかけての米ドル弱気相場があります。この期間、EM通貨は35%上昇しました[1]。当然のことながら、当時のような世界的な成長ブームを目の当たりにする可能性は低い一方で、米国資産の保有ポジションは大幅に拡大した状態にあります（資金環流やヘッジに関連した米ドルのさらなる低下余地が生まれています）。

通常、グローバルな大きな成長ショックが発生する場合、リスクオフに伴う米ドルの上昇により、EM通貨はまず大きく売られる傾向があります。その結果、中央銀行は成長ショックと為替ショックの間で板挟みになり、何もしないか、あるいは利上げを行うことさえあります。しかし、今回はリスクオフ局面で米ドルが下落する中、EM通貨は急激な下落に見舞われておらず、中央銀行は成長の側面に焦点を当てることができます。インフレは十分に抑制されており、商品価格の低迷や中国製品のEM国への流入により、実際にはさらに緩やかなインフレになる可能性があります。また、実質金利が高い水準にあり、政策緩和の余地が大きく残る中、中央銀行は強い立場にあります。その結果、EM現地金利は、現在の環境から恩恵を受けられるユニークな位置にあるとみています。図表4に示すように、EM現地通貨建て市場のアウトパフォームはすでに始まっています。ボラティリティの高い資産クラスではあるものの、現時点ではプラス・リターンを期待できると考えています。

以上をまとめると、米ドル弱気相場の始まりは、EM通貨と現地金利の両方にポジティブな投資環境を作り出します。今後3-5年で、EM現地通貨建て資産クラスでは年率2桁のプラス・リターンを見込んでいます。

1 ブルームバーグ、2025年4月時点

ディスクレーマー

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029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、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等
当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下のようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることになります。

（年率、税抜き）	債券戦略				株式戦略
	ﾍﾞﾝﾁﾏｰｸ戦略	ﾄｰﾀﾙ・ﾘﾀｰﾝ戦略	絶対ﾘﾀｰﾝ戦略	ﾌﾟﾗｲﾍﾞｰﾄ戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。
この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク
投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。
価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク
なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意下さい。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。
本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上

RBC BlueBay
Asset Management