



# エマージング債とは？

エマージング市場チーム

2026年2月

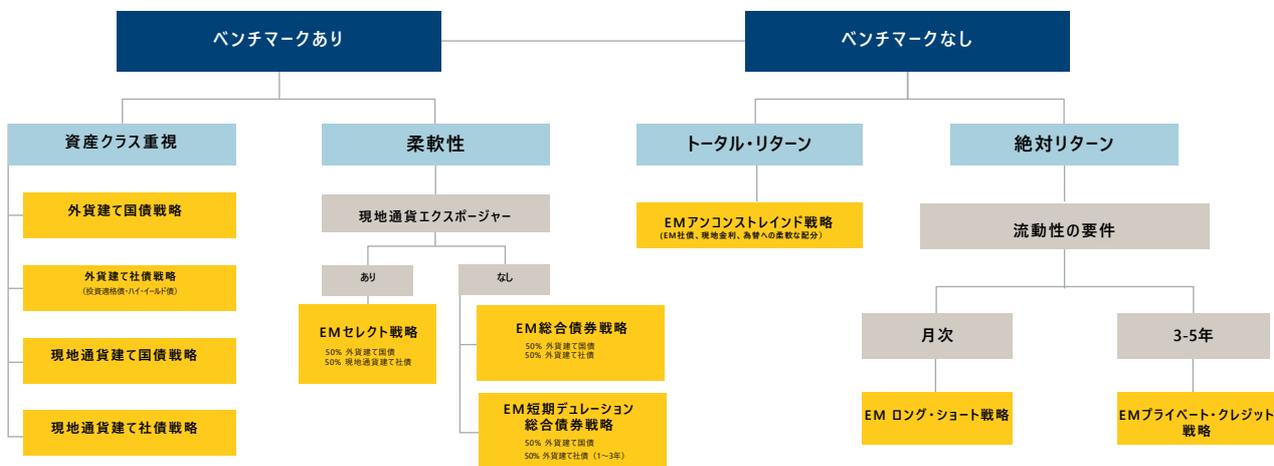
「新興市場国経済は世界の国内総生産（GDP）の50%超を占めています。」

エマージング債（EMD）は、29兆米ドル<sup>1</sup>という世界最大規模のクレジット市場であるにもかかわらず、投資家の間で最も誤解されている市場の一つです。私たちは、EMDの概要を提供し、投資家がこの資産クラスへの投資を実務面から検討できるよう支援します。

エマージング債とは、新興国またはそれらの国に拠点を置く企業が発行した取引可能な債券を指します。現在、世界にはおよそ200の国があり、うち41カ国は国際通貨基金（IMF）によって「先進国」経済と分類され、残りは「新興国および発展途上国」に分類されています。

新興国経済は合計で、世界の国内総生産（GDP）の50%超、世界の個人消費の約45%、世界人口の約87%を占めています<sup>2</sup>。EMD（エマージング債）のユニバースは、主に4つのサブクラスで構成されています：外貨建て（米ドルやユーロなど、グローバルに取引される先進国の通貨建て）と現地通貨建てで、ソブリン債と社債の両方があります。

図表1: EM債エクスポージャーの最適解を探る



出所: RBC GAM、2024年12月時点

<sup>1</sup> JPMorgan, RBCブルーベイアセットマネジメント、2024年12月時点  
<sup>2</sup> IMF、2024年第3四半期時点

## はじめに

世界最大のクレジット市場であるにもかかわらず、29兆米ドルの規模を持つEMDは、資産クラスの構成だけでなく、原資産のリスク・リターン特性の面でも、投資家の間で最も誤解されている市場の一つです。実際、アセット・アロケータも投資家も、この資産クラスがポートフォリオに提供できる幅広さ、多様性、リターン機会、さらには様々なサブアセットクラスのファンダメンタルズと流動性の特性を知って驚くことがよくあります。

本稿では、EMDの概要を提供し、ポートフォリオの成果を向上させる可能性がある差別化されたリスク・リターン特性を提供する、それぞれに特徴のあるサブアセットクラスについて簡潔にまとめます。

強固なファンダメンタルズのストーリーと債券投資家にとっての利回りの上乘せに加えて、EMDが分散効果を提供できることを説明します。

EMDの投資可能なユニバースの規模が年々拡大する中、投資家がベンチマーク、流動性、資産クラスエクスポージャーと利回りの柔軟性など、個別の要件に応じた様々な投資ソリューションを選択し、最適な市場アクセス方法をどのように決定すべきかみていきます。このユニバースで非常に魅力的なリターンを獲得できる可能性があり、他の投資機会と同様に、メリットとリスクを理解することが重要であると同時に、時としてこの資産クラスに関連する誤解を解くことも必要です。

## エマージング債とは何で構成されているのか？

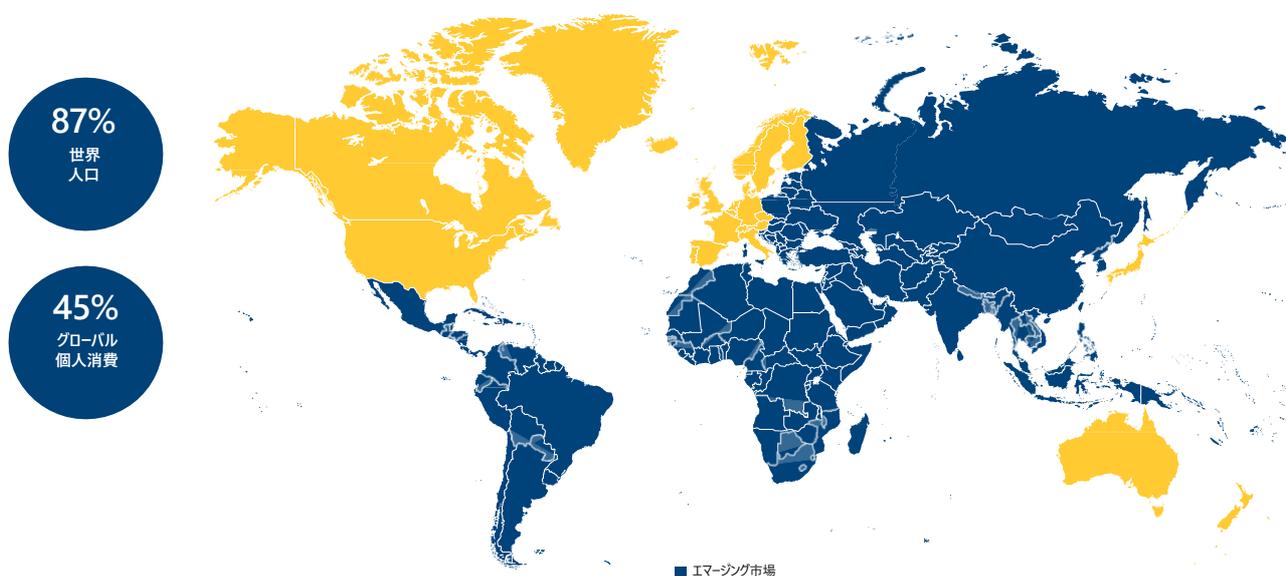
### エマージング債の定義

エマージング債とは、新興国またはそれらの国に拠点を置く企業が発行した取引可能な債券を指します。正式な定義はありませんが、資本市場において「新興市場」という用語は、一般的に1人当たり所得が低く、グローバルな金融システムへの統合が限定的な国々を指します。

金融インフラは確立されているかもしれませんが、これらの新興市場の制度的強度と市場特性は、先進国の効率性、会計基準、または証券規制と同程度ではない可能性があります。

現在、世界にはおよそ200の国があり、うち41カ国は国際通貨基金（IMF）によって「先進国」経済と分類され、残りは「新興国および発展途上国」に分類されています。これらの国々は、中南米、アジア、東欧、中東、アフリカに広く分散しており、中国やインドのような大国から、ベリーズやコートジボワールのような非常に小さな国まで様々な規模があります。新興国経済は合計で、世界のGDPの50%超、世界の個人消費の約45%、世界人口の約87%を占めています。

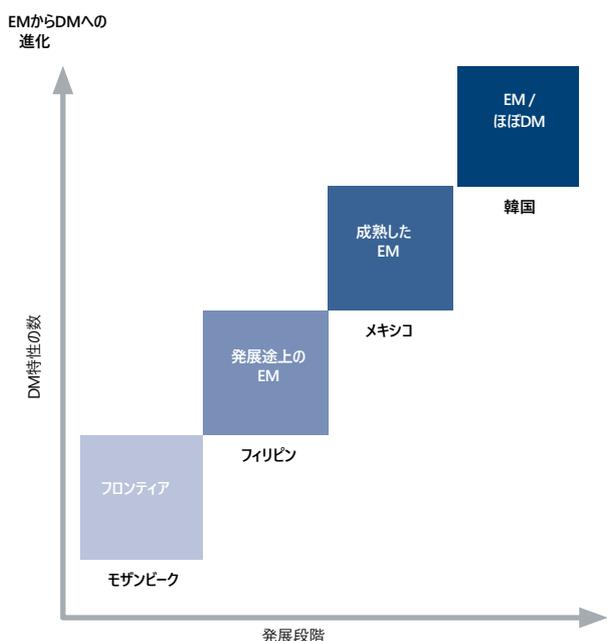
図表2: エマージング債は幅広い国々に及んでいます



市場の流動性とガバナンス要因は、歴史的に分類を定義する上で重要な要素でした。韓国などの一部の国は、IMFでは先進国とされていますが、一部の市場参加者からは新興国とみなされています。同様に、ブラジル、中国、インドなどの一部のEM諸国は、世界最大の経済大国にランクされていますが、ほとんどの人から新興国経済とみなされています。範囲の反対側には、モザンビークなどのフロンティア市場（発展途上国経済）があり、通常は規模が小さく、資本市場の流動性が低い傾向にあります。

明らかに、これらの市場は今日の先進国市場（DM）ほど進んでおらず、そのため、これらの経済で発行される債券は先進国の債券よりも高いリスクプレミアムが要求され、投資家はより高い利回りの報酬を受け取ることになります。図表3は、新興国が先進国市場のステータスに移行する際の発展段階を示しています。

図表3: エマージング市場 - すべての国が同じ発展段階にあるわけではありません



**DM（先進国市場）の特徴**

- よく確立され、流動性の高い現地通貨建て債券市場を有する。
- 確立された現地の保険/年金基金業界。
- 経済内での競争力を生み出すための構造改革。
- 確立された地域および国際的な銀行システム。
- 自由変動通貨/自由化された為替相場制。
- 開放経済（厳しい参入障壁や関税がないこと）。
- 明確に定義され施行された制度的枠組み（法律/規制など）。
- 伝統的で独立したインフレ・ターゲットを設ける中央銀行。
- 市場取引および規制の枠組み。

出所: BlueBay Asset Management



## 投資可能なユニバース

新興国で発行された債券の投資可能なユニバースの規模と洗練度は、過去30年間で大幅に改善しました。EM債はかつて散発的に米ドル建てでのみ発行されていましたが、今日ではG7諸国からの資金調達支援を必要とするEM政府ははるかに少なくなり、国際資本市場に直接アクセスできるようになっています。さらに、力強い内需成長、経済発展、良好なマクロ経済要因により、多くのEMソブリン債は国内資本市場も深化させています。これは多くの場合、現地通貨建て債の発行への大幅な転換につながっています。

EMDのユニバースは4つの主要なサブクラスで構成され、約29兆米ドル<sup>3</sup>に達します。これは、外貨建て（米ドルやユーロなど、グローバルに取引される先進国の通貨建て）と現地通貨建ての両方で発行され、ソブリン債と社債の両方を含む、大規模で異なる特性の資産クラスです。

4つの主要なサブアセットクラスの主な特徴は以下のとおりです：

### 外貨建てソブリン債

- EMDで最も歴史の長いサブアセットクラス。
- 80カ国以上による大幅な分散。
- 総債務残高は約1.5兆米ドル<sup>4</sup>。
- 比較的流動性のある債券ユニバース。
- 最も一般的に使用されるベンチマーク：JP Morgan Emerging Market Bond Index Global Diversified。
- 直接的な通貨リスクなし。
- デフォルトまたは債務再編リスクの可能性。
- デュレーションリスク - インデックスのデュレーション約7年。
- インデックスには準ソブリン発行体を含む<sup>5</sup>。
- サステナビリティ・リンク債の発行増加。

EM外貨建てソブリン債のサブクラスは、1990年代初頭のブレイク時代には遡る最も古く、最も確立されたものです。市場はその後大きく進化し、投資家に幅広い投資機会を提供しています。当然のことながら、最も多くの運用者がおり、多くの投資家にとってより馴染みがあります。

これらの債券はグローバルな投資家基盤を持ち、米国債に対するスプレッドで取引される傾向があるため、米国金利に対する感応度ははるかに高いです。現地通貨建て債券と比較して、外貨建て債券は満期が長く、発行規模も大きい傾向があり、セカンダリーマーケットでの取引が容易です。国内および海外投資家を含む市場の厚みと多様な参加者により、取引量が多く、流動性が高くなっています。

### 外貨建て社債

- 約2.5兆米ドル<sup>6</sup>の規模で、これは最も急成長している資産クラスの一つであり、特化した運用資産残高が不釣り合いに少ない。
- その結果生じる非効率性は、セクター、地域、ポートフォリオ戦略全体でアルファを創出する余地を提供。
- 最も一般的に使用されるベンチマーク：JP Morgan Corporate Emerging Market Bond Index (CEMBI) Diversified。
- 44カ国から約500の発行体による、非常に多様なユニバース。
- 直接的な通貨リスクなし。
- 企業のデフォルトリスク。
- インドの再生可能エネルギーセクターなど、環境・社会・コーポレートガバナンス (ESG) トレンドの改善に参加する機会。

外貨建てEM社債市場は、多様で非常に確立された資産クラスであり、堅固な投資家需要、急速な長期のEM経済成長、およびグローバル資本市場への統合の進展に牽引され、過去10年間で力強い成長を遂げています。投資適格 (IG) 格付けが大半を占める資産クラスであるにもかかわらず、EM社債は同等格付けのDM社債よりも高い利回りを提供しており、これは投資家がEMに投資する際に通常要求する高いリスクプレミアムを反映しています。しかし、コーポレートガバナンスや透明性が引き続き改善し、EMユニバース全体のマクロ政策がより伝統的になるにつれ、新興市場のリスクに対する投資家の認識は変化しています。

企業レベルでは、ファンダメンタルズはここ数年で大幅に改善しています。EM社債は一貫して、米国社債と比較してレバレッジが低く、総債務に対する現金比率が高いと報告しています。現在、EM対DM（米国社債を代理として使用）のネットレバレッジと債務に対する現金比率の差は、10年来の高水準にあります（図表4）。

<sup>3</sup> JPMorgan, 2024年12月31日時点

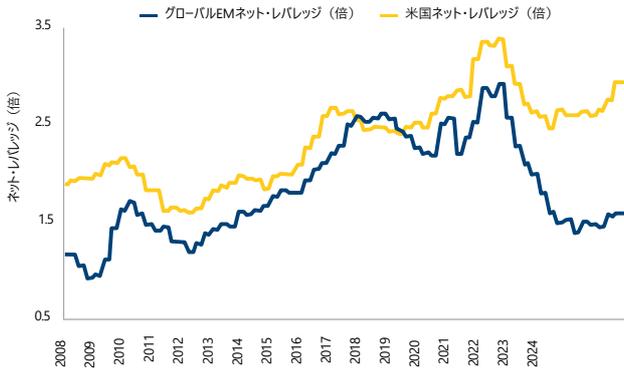
<sup>4</sup> RBCグローバルアセットマネジメント, 2024年12月31日時点

<sup>5</sup> 準ソブリン: ソブリンによって100%保証されているか、ソブリンが過半数を所有または支配している事業体

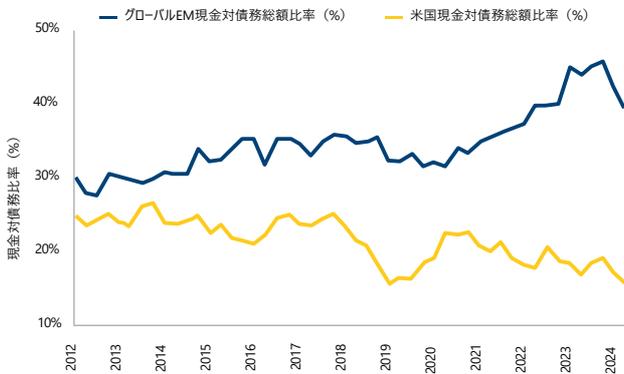
<sup>6</sup> RBCグローバルアセットマネジメント, 2024年12月31日時点

図表4：EMのネット・レバレッジは米国の同業他社と比較して歴史的な低水準に近い

EMのネット・レバレッジは歴史的な低水準



EMの現金対債務総額比率は米国発行体と比較して改善



出所：バンク・オブ・アメリカ、メリルリンチ、2024年12月31日時点

現地通貨建てソブリン債

- 約12兆米ドル<sup>7</sup>で最大のEMDサブセクター。
- 通貨および金利リスク。
- 最も一般的に使用されるベンチマーク:  
JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index Unhedged。
- 集中インデックス - 20カ国で構成。
- 成長中の資産クラス。
- デフォルトリスクが大幅に低い。
- 潤沢な流動性。

EM現地通貨建て債市場は、膨大かつ急速に成長している領域です。その範囲は、流動性のある現金および派生商品のあらゆる手段を備えた成熟度の高い国々から、長く困難なプロセスに着手したばかりで、現地市場を深化させるために外国資本を取り込もうとする「フロンティア」と見なされる市場まで多岐にわたります。

分散の機会是非常に大きく、多数のソブリンおよび社債の発行体、インフレ連動型および名目債、自由変動から管理またはペッグ通貨まであります。EM現地通貨建て債は通常、デュレーションが短く、現地のインフレ期待と中央銀行の政策により影響を受けます。EM現地通貨建て債の投資家は、国内市場参加者およびEMファンドに特化している傾向があります。

投資機会の幅広さにもかかわらず、最も広く使用されているインデックス - JPM GBI-EM Global Diversified Index Unhedged - は、より大きく流動性の高い市場に限定されたユニバースの、非常に特定された市場のみを反映しています。しかし、ベンチマークがこうした市場に限定されることの代償は、市場にとって非常に集中的で変動の激しい参考値になっていることです。実際、これは投資家をこの資産クラスに引き付ける非常に特有の分散効果を損なっています。

現地通貨建て社債

- 約10.7兆米ドル<sup>8</sup>の大規模なサブアセットクラス。
- 資産クラスは比較的新しく、急成長中。
- 最も一般的に使用されるベンチマーク:  
BofA Diversified Local Emerging Markets Non-Sovereign Index。
- デュレーションリスクが低く、非常に魅力的な利回り。
- 通貨リスク。
- 企業のデフォルトリスク。
- 専用ファンドが少ないことから、需給面の下支えは限定的。

EM現地通貨建て社債市場は、最も幅広い形で、グローバルのEM債ユニバースの80%超をカバーしており、現地の資本市場は様々な発展段階にあります。これは、ブラジルやメキシコなどのより成熟したEM諸国から、カザフスタンなどのフロンティアとみなされる市場まで様々であり、独自の投資機会を提供することができます。現地通貨建て社債は追加的な信用リスクがあるため、現地通貨建てソブリン債と比較して通常より高い利回りを提供しますが、発行が国や規制の枠組みによって様々であることから、流動性が低いことが多くあります。

さらに、各国政府は現地通貨建てソブリン債への海外投資を積極的に誘致していますが、社債は海外投資家の参加に対する制限がより厳しい傾向にあります。これらの課題が重なり、全体的に信用格付けが高くデュレーションリスクが低いにもかかわらず、EM現地通貨建て社債のサブアセットクラスへの海外投資家の参加は限定的なものとなっています。

7,8 RBCグローバル・アセット・マネジメント、2024年12月31日時点

## ディスクレーム

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となります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ヘッジ戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
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ありませんのでご注意ください。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、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay  
Asset Management