

2020年8月19日

横谷 宏史

ステート・ストリート・グローバル・  
アドバイザーズ株式会社  
運用部  
マネージング・ディレクター

# エマージング債券投資を考える

世界的に国債金利が低水準にある中、より高い利回りを享受する投資としてまず思い浮かぶのは、社債投資です。しかしながらコロナショックで一時的に大きく上昇した社債金利も、FRBによる社債買い入れなどの政策にもサポートされる格好で、足下ではコロナショック前を下回る水準まで低下しています。

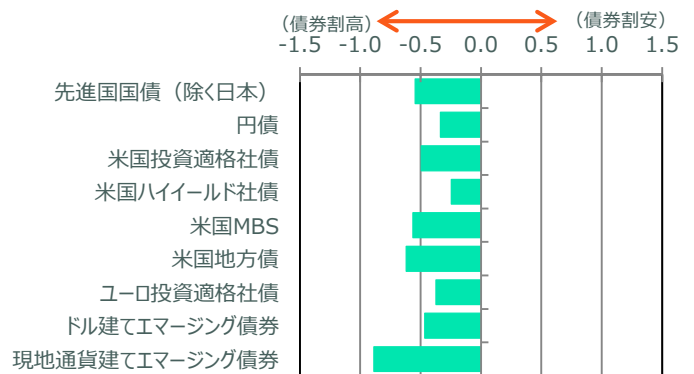
今回は、相対的に高い利回りを確保する投資として、エマージング債券投資（ソブリン債投資）について考えてみたいと思います。図表1は各債券セクターについて、過去水準から見た割高／割安感を比較したものです。足下の低金利環境下、どの債券セクターの利回りも比較的割高となっており、現地通貨建てエマージング債券は特に割高感が強いことが窺われます。一方で米ドル建てエマージング債券は、FRBの買い入れ対象となっている米国投資適格社債や米国MBSなどと比較して、割高感が小さくなっています。

現地通貨建てエマージング債券は、投資を検討するにあたってその為替リスクに留意する必要があります。図表2は現地通貨建てエマージング債券のリスク（リターンの変動性）を円ベース、現地通貨ベース、米ドルベースで比較したものです。現地通貨ベースに対して円ベースと米ドルベースのリスクがかなり高くなっており、為替リスクがリスクを大きく押し上げていることが分かります。

また円ベースのリスクが米ドルベースよりも高くなっていますが、市場でリスクオフになるとエマージング通貨が売られやすくなることも円高が進みやすいため、円ベースの投資家にとってはより為替リスクが大きくなります。

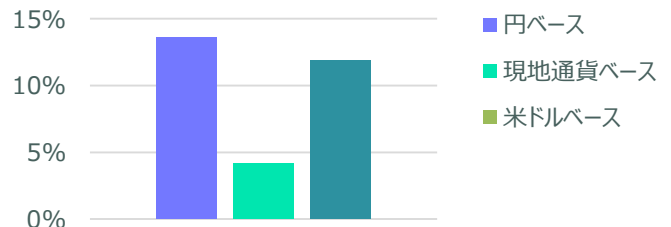
資産運用フォーカス8月5日号「ドル円レートの見方と投資戦略」で筆者は、為替市場で各国の財政拡大と経常収支の問題を為替の変動要因として注目していくべきと述べましたが、財政や国際収支の基盤がより脆弱なエマージング諸国の通貨については当面より警戒しておく必要があります。バリュエーション上の妙味に乏しい上、こうした為替リスクを考えると、現地通貨建て債券の投資は現時点では魅力に乏しいと筆者は考えています。

（図表1）債券セクターの割高/割安：利回り水準のZスコア（計算期間：2003年1月～）



2020年8月14日現在  
（出所） FTSE、野村證券、JPEルガン、MSCI、ブルームバーグのデータよりSSGA作成

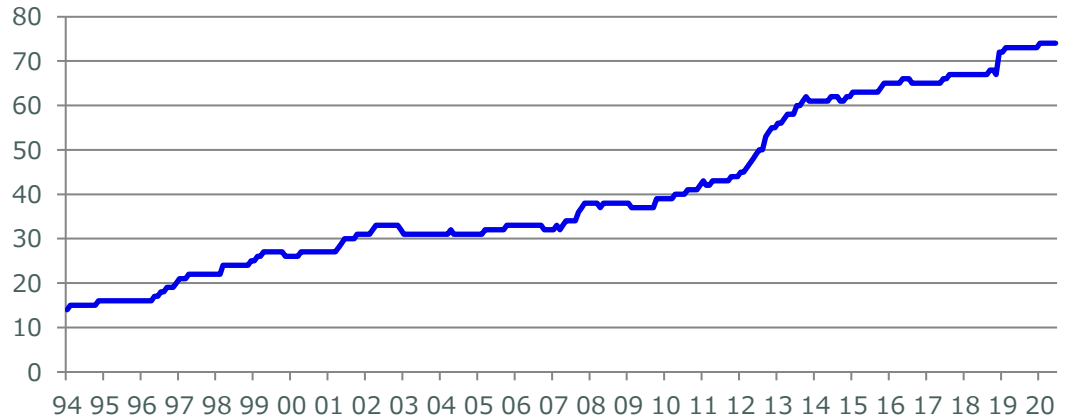
（図表2）現地通貨建てエマージング債券のリターンの変動性



計測期間：2014年1月～2020年7月  
（出所） JPMorgan GBI-EM Globalのデータより筆者作成

一方で米ドル建てエマージング債券は検討に値する投資と言えそうです。バリュエーション上の妙味に加え、米ドル円のヘッジコストが低下していることを考えると、為替ヘッジ付きの投資も面白いのではないのでしょうか。ただ、米ドル建てエマージング債券の投資を实践する上での課題はその投資対象です。図表3は米ドル建てエマージング債券の代表的なインデックスであるJPモルガンEMBI Global 指数の構成国数の推移を示したものです。年々増加傾向にあり、足下では構成国は73カ国にのぼります。

(図表3) JPモルガンEMBI Global指数の構成国数の推移



1994年1月～2020年7月  
(出所) JPモルガン

図表4で2017年以降のインデックス新規採用国を見ると、近年は資源国などの小国が対象に加わってきていることが分かります。こうした国の多くはリサーチによるカバーが難しい一方で、資源国であるが故に財政が比較的健全で、十分な利回りが得られない国も少なくありません。米ドル建てエマージング債券は魅力的な投資対象ではあるものの、実際に投資ユニバースをどのように絞り込んでいくかがポイントになりそうです。

(図表4) JPモルガンEMBI Globalの2017年以降の新規構成国

- ・タジキスタン
- ・パプアニューギニア
- ・中近東諸国  
(サウジアラビア、クウェート、UAE、カタール、バーレーン)
- ・ウズベキスタン
- ・バルバドス

2020年7月時点  
(出所) JPモルガンのデータより

## ご留意事項

- ・本資料は、弊社の運用に関する見解や手法等をご紹介するために作成・提供されるものであり、特定の金融商品への投資を勧誘する目的のものではありません。
- ・本資料は、信頼しうると考えられる情報源から得たものですが、正確性・完全性は保証するものではありません。また、内容につきましては、予告なく変更される場合があります。過去の実績は、将来の投資成果を保証するものではありません。
- ・本資料は2020年8月19日時点の執筆者の見解であり、市場やその他状況の変化に伴い、予告なく変わることがあります。本資料には将来予測の表明とみなされ得る一定の情報が含まれています。そうした表明は将来の運用成果を保証するものではなく、実際の結果や展開はそうした予想とは大きく異なる可能性があります。
- ・なお、実際の運用戦略においては、値動きのある有価証券等に投資します。有価証券の価格は市場環境、有価証券の発行会社の業績、財務状況等により価格が変動するため、損失を被る事があります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替変動により損失を被ることがあります。
- ・本資料に表示している各種シミュレーション・データは、過去のデータに基づき弊社モデルを利用したバックテスト結果であり、将来の運用収益を保証するものではありません。
- ・弊社ならびに弊社グループ会社における運用に係る研究開発実例、運用スタイル、運用戦略、投資環境等をご紹介するものであり、特定の金融商品の勧誘を目的とするものではないため、運用に係る手数料・報酬等の金額および計算方法等を予め示すことができません。
- ・本資料に記載の各インデックスの著作権・知的所有権その他一切の権利は各インデックスを算出・公表している機関・会社に帰属します。
- ・本資料の二次使用、複写、転載、転送等を禁じます。
- ・本資料の記載内容は2020年8月時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。

## ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第345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、日本証券業協会

[ssga.com/jp](http://ssga.com/jp)

著作権© 2020 State Street Corporation. All Rights Reserved.不許複製  
Tracking Number: 3203986.1.1.APAC.RTL, Exp. Date: 11/30/2020