

エマージング債券

エマージング債券投資の視点：

新興国で起こりつつある
5つの重要な構造変化

エマージング債券投資の視点： 新興国で起こりつつある 5 つの重要な構造変化

PERSPECTIVES | 2024 年 5 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・マネージャー

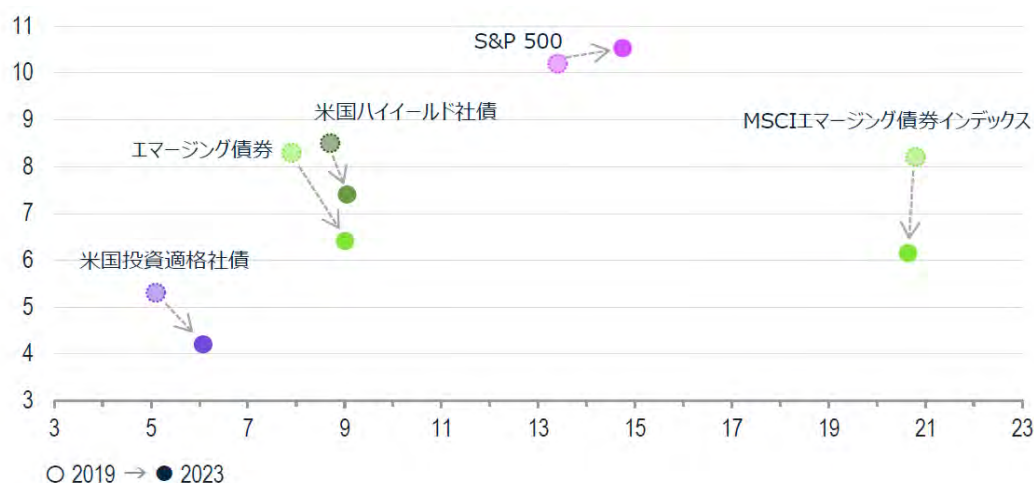
新型コロナウイルスによるパンデミックが発生する以前は、エマージング債券（EMD）の魅力について多くの記事が書かれ、利回りの優位性や他の債券資産クラスとの相関性の低さが強調されていた。しかし、コロナ禍以降、エマージング債券のパフォーマンスが低迷したことで、投資家はエマージング債券に資産配分するのは妥当であるか、あるいはどのくらい資産配分すべきかを考え直すようになった。エマージング債券は、インフレと金利の急上昇、米ドル高、地政学的リスクの高まり、大幅な資本流出などの逆風の中、2020 年代に入って厳しいスタートを切ったが、改めてエマージング債券を取り巻く状況を再検証することは有益だと考える。新興国が発展を続け、さらには成熟化に向かうとともに、エマージング債券のパフォーマンスも緩やかになる可能性があることは認識している。しかしながら、これはエマージング債券への投資の魅力を制約するものではなく、エマージング債券投資により一層洗練された投資テーマをもたらすものだと考えられる。我々は、今後 5 年間、場合によってはさらに長期間にわたって、エマージング市場を後押しする 5 つの構造的要因があると見ている。

- **景気循環の逆風が追い風に転じる：**インフレ圧力の反転により、新興国ではいち早く金融緩和サイクルが始まる。
- **新興国の成熟：**より持続可能な債務構造と世界全体の GDP に占める割合の拡大。
- **堅固なファンダメンタルズ：**対 GDP 比債務残高および債務負担の低下。
- **良好な人口動態：**経済成長の原動力となる若年人口の増加。
- **大国間の競争：**新興国は世界的なサプライチェーン再編から恩恵を受けると予想される。

コロナ禍以前のエマージング債券のリターンは、年ごとに異なるものの、ブルームバーグ米国総合債券インデックスおよびブルームバーグ米国投資適格社債インデックスを大幅に上回っていた。また、米国ハイールド債券インデックスとの比較では、エマージング債券のリターンはほぼ同水準でありながら、ボラティリティはより低水準であった（図 1）。

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。

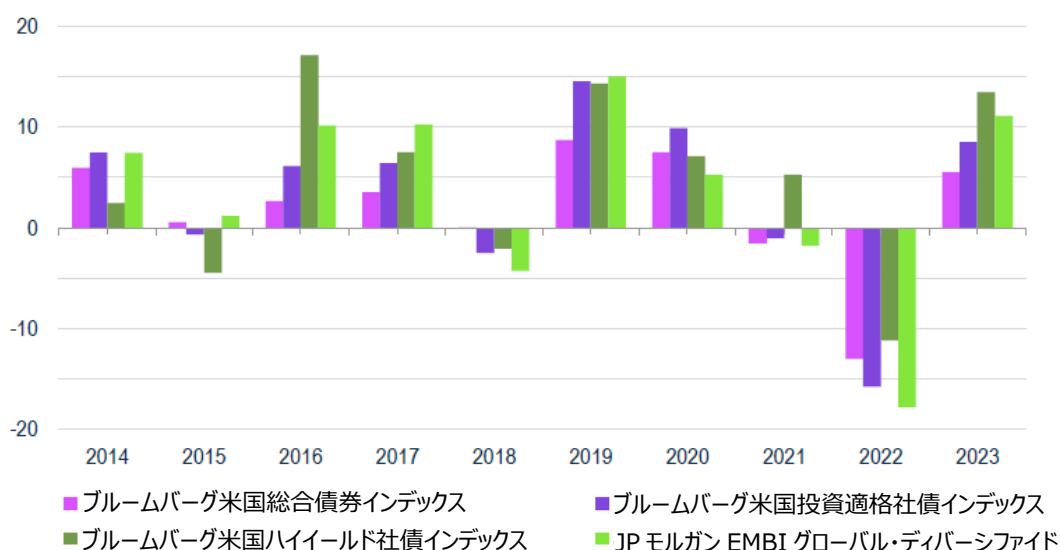
図 1 : 2003 年以降の資産クラス別パフォーマンス (y=年率リターン、x=ボラティリティ、%)



出所：ブルームバーグ、J.P. モルガン、PGIM フィクスト・インカム、2023 年 12 月 31 日現在。

しかし、コロナ禍以降、エマージング債券は明らかに他の債券資産クラスに対してアンダーパフォームしている（図 2）。

図 2 : 10 年債の年間リターン (%)



出所：ブルームバーグ、J.P. モルガン、2023 年 12 月 31 日現在。

こうしたエマージング債券のアンダーパフォーマンスは正当化されるのか、あるいは今後コロナ禍以降のアンダーパフォーマンスを取り戻すのか？この疑問に答えるために、我々は 2021 年以降のエマージング債券のアンダーパフォーマンスの要因を詳しく検証した上で、現在起こっている 5 つの重要な構造変化についての見通しを示す。我々は、これら 5 つの構造変化が、今後のエマージング債券のパフォーマンスにとって追い風になると考えている。

景気循環の逆風が追い風に転じる

過去を振り返ると、新興国と先進国の経済成長率の差の大きさが、エマージング債券のリターンの最大の原動力となってきた。新興国と先進国の成長率の差が 2%を超える場合、エマージング債券は歴史的に米国ハイールド債券をアウトパフォームしてきた（図 3）。

歴史的に、新興国と先進国の経済成長の差が、エマージング債券市場のリターンの最大の原動力となってきた。

図 3 : EMDと米国ハイイールド債券の累積パフォーマンス、および新興国と先進国の成長率の差 (%)



出所：国際通貨基金、J.P. モルガン、ブルームバーグ、PGIM フィクスト・インカム。成長に関するデータは 2023 年 10 月現在、パフォーマンスに関するデータは 2023 年 12 月現在。各データ（点）はそれぞれの年の 12 年末における各年の成長率を表示、

2021 年と 2022 年に成長率の差が 1.5%を下回ると、エマージング債券は米国ハイイールド債券に対してアンダーパフォームした。加えて、コロナ禍後に起きた複数の大きなショック（ロシア・ウクライナ紛争、急激なインフレなど）を背景に、エマージング債券のパフォーマンスは大幅に悪化した。さらに、新興国の大国である中国については、コロナ禍以前から、デレバレッジ（債務の圧縮）、デリスク（西側諸国による対中国リスクの低減）、リバランス（国内経済の不均衡是正）、人口動態の変化などの問題に直面し、経済成長が減速する兆しが見られていた。

しかし、中国の成長見通しが不透明である中でも、新興国と先進国との成長率較差は今後再び拡大に向かい、その差は重要な分岐点である 2%を大きく上回り、当面にわたって 2%以上の較差が維持されることが市場コンセンサスとなっている（図 4）。

図 4 : 新興国と先進国の成長率 (%)

新興国と先進国との成長率較差は今後再び拡大に向かい、その差は重要な分岐点である 2%を大きく上回り、当面にわたって 2%以上の較差が維持されることが市場コンセンサスとなっている。



出所：国際通貨基金、2023 年 10 月現在。

2021～22 年の成長率較差の縮小が、今後は拡大へ

コロナ禍は新興国にとって大きな打撃となったが、さらに大きな打撃となったのはインフレ高進とそれに続く新興国での金融引き締めであった。先進国における金融政策の転換は市場にサプライズとなるケースが多い

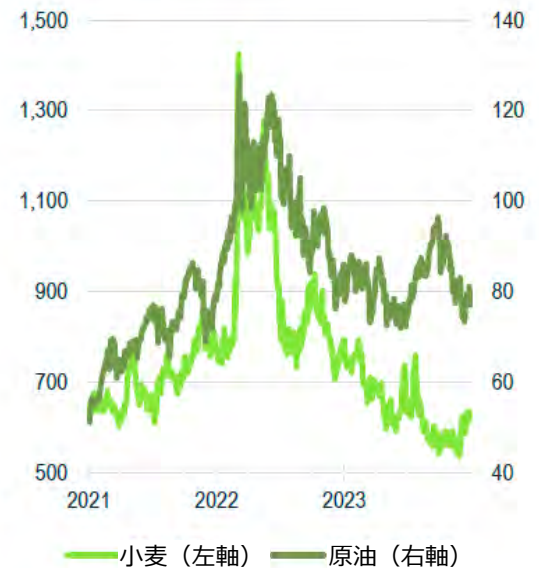
が、新興国の場合は多くの中央銀行が極めて正統的な金融政策を取ってきた。2021 年初めに世界的にインフレ率が上昇し始めると、先進国の中央銀行はインフレ率の急上昇を「一過性」と見なして様子見の姿勢を続けたが、対照的に新興国の中央銀行は素早く利上げに踏み切った。先進国と新興国のインフレ率の上昇幅はそれほど異なるものでなかったにもかかわらず（新興国のインフレ率が初めて先進国を上回ったのは、ロシアのウクライナ侵攻により食料品とエネルギー価格が高騰してからであった）、新興国の利上げは先進国よりもはるかに早く、かつ急速なペースで実施された（図 5）。

図 5：ロシアのウクライナ侵攻で食料・エネルギー価格が高騰

新興国と先進国のインフレ率の比較（％）



食料品およびエネルギー価格（左軸は 1 ブッシェル当たり米セント、右軸は 1 バレル当たり米ドル）



出所：左図はマクロボンド、右図はブルームバーグ、2023 年 12 月 31 日現在。

新興国における利上げは、新興国の経済に教科書通りの効果をもたらした。企業や家計の支出が鈍化し、成長は減速し、最終的にはインフレが鈍化した。そして、急激な米ドル高が新興国にとってさらなる圧力となり、新興国の負債指標は悪化した。

図 6：米国の実質実効為替レート（BIS の実質実効為替レート・インデックス）



出所：マクロボンド、2024 年 1 月 18 日現在。

インフレ圧力が低下に転じたことにより、多くの新興国中央銀行が利下げサイクルを開始した。利下げは、今後も続く予想される。

このように、新興国のインフレ圧力が鈍化に転じたことにより、今や多くの新興国中央銀行が利下げサイクルを開始し、今後も利下げが続くと予想される。新興国では、国内の資金調達環境の緩和が、引き続き経済成長にとっての支援材料になると考えられる。

新興国経済の成熟

金利上昇の逆風が金利低下の追い風に転じたことと同様に重要なことは、多くの新興国経済が発展途上期から成熟期へと移行するにつれ、これまで長期間にわたって新興国の成長を支えてきた原動力が転換点を迎えていることである。アルゼンチン、エクアドル、ガーナ、ザンビア、スリランカなどの一部の脆弱な新興国は苦境に立たされたものの、大半の新興国のファンダメンタルズは、過去数年間に起きたショックに直面しても非常に底堅く推移した。

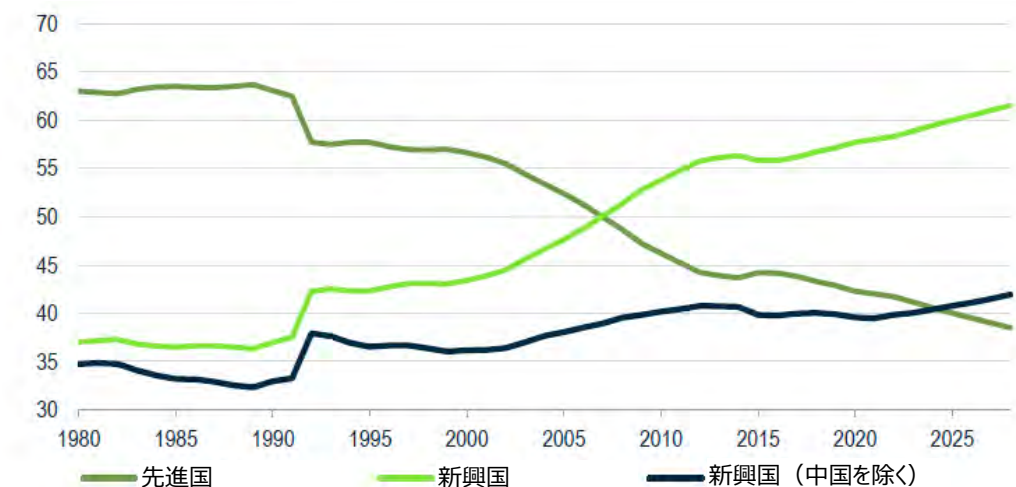
新興国のファンダメンタルズと成長構造は、2013 年の「バーナンキ・ショック」以降に成熟、かつ改善しており、外生的なショックに対する感応度は低下している。これは、新興国の政府と中央銀行による政策運営の改善、輸出による成長促進、経常黒字によってもたらされたものである。

このような経済成長の回復は、所得格差の縮小と国内貯蓄の蓄積をもたらし、これが正統的な金融政策と相まって、新興国の外生的ショックに対する抵抗力を高めてきた。所得の伸びと国内貯蓄が定着するとともに、新興国の国内金融市場は貯蓄の手段として一層発展している。金融政策と財政政策の規律がより強化されたことで、債務の内訳が海外債務から国内債務へ、そしてより質の高い資金調達へとシフトした。その結果、新興国の国内金融市場の、金利上昇や米ドル高に対する感応度は低下した。また、経済成長の原動力として内需の役割が高まったため、成長率がより安定化している。

世界の GDP に占める新興国経済の拡大

新興国は、世界の中で最も高成長であるだけでなく、世界の GDP の半分以上を占めるようになっている（図 7）。

図 7：世界の GDP の地域別内訳（購買力平価ベース、%）



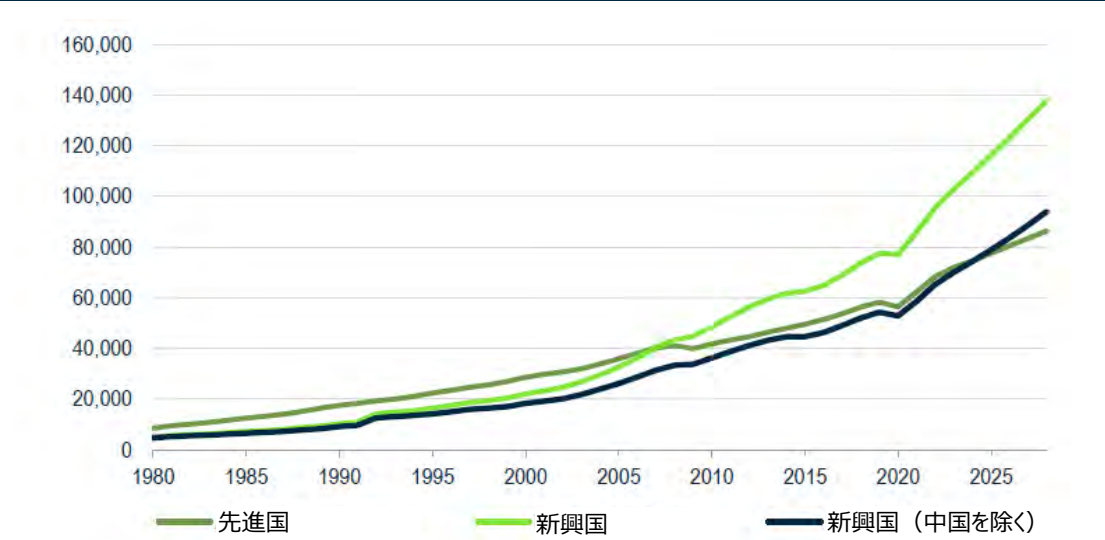
出所：国際通貨基金、2023 年 10 月現在。

2000 年代からの中国の急成長により、2007 年に世界の GDP に占める新興国の割合は先進国を上回り、それ以降、新興国と先進国の差は広がり続けている。

中国を除いた新興国経済が世界の GDP に占める割合も、中国の急成長に数年遅れて加速し始め、2024 年には先進国の割合を上回ると予想されている。

さらに、中国を除いた新興国経済が世界の GDP に占める割合も、中国の急成長に数年遅れて加速し始め、2024 年には先進国の割合を上回ると予想されている（図 8）。

図 8 : GDP（10 億米ドル、購買力平価）



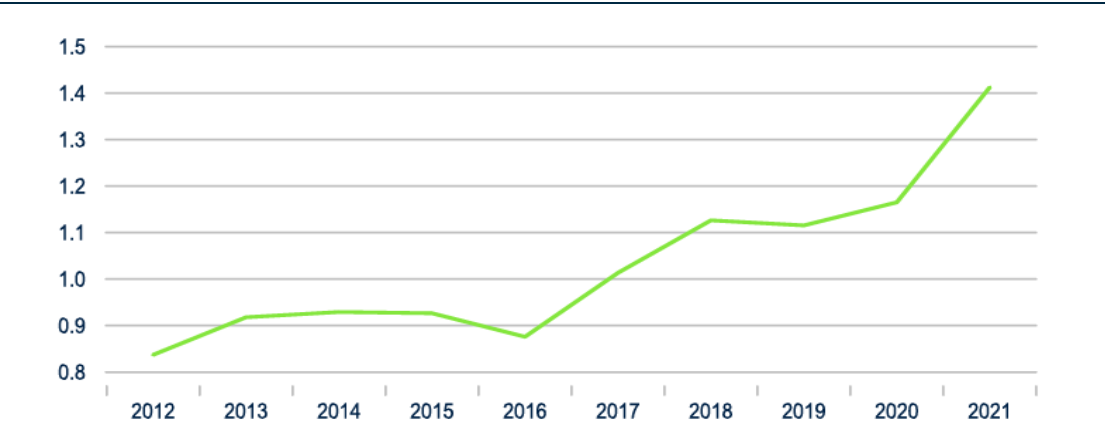
出所：国際通貨基金、2023 年 10 月現在。

輸出

重要なコモディティ資源の多くが新興国に埋蔵されていることに加え、コモディティ資源が自由貿易の原則によって取引されることが多いことを背景に、コモディティ輸出は新興国の最も持続的な成長ドライバーとなってきた。コモディティが新興国の成長に不可欠であることは現在も変わりが無いが、輸出品目の構成は世界経済に合わせて変化している。また、近年では新興国からのテクノロジー関連製品の輸出が増加していることも、新興国の経済成長をより安定的にしている。エマージング債券インデックスの大部分を占める中所得国の多くでは、低付加価値産業から高付加価値産業やサービス産業への移行が進んでいる。

新興国が銅、リチウム、ニッケル、レアアース、農産物、炭化水素（主に石油、天然ガス）の大きなシェアを占めていることから、これらのコモディティ輸出が今後も高付加価値ビジネスと連動した経済成長を牽引すると思われる。足元で技術革新やグリーン・エネルギーへの移行が進む中、新興国の輸出品に対する需要は拡大し続けると予想される（図 9）。

図 9 : 新興国からのハイテク関連製品輸出の推移（世界銀行調べ、1 兆米ドル）



出所：マクロボンド、2024 年 4 月現在。

過去 20 年間における世界のソブリン債の明るい材料の 1 つは、新興国において外貨準備が大幅かつ多くの国で積み上がったことである。

世界の主要国による貿易政策が、貿易総量、資金の流れ、貿易の方向性、国際収支に影響を与える可能性があることは明らかである。米大統領選でトランプ候補が大幅な関税引き上げを選挙公約に掲げる中、米大統領選の結果は、新興国の輸出動向に急激な変化をもたらす可能性がある。しかし、それが長期的にどの程度の影響を及ぼすかを正確に評価するには時期尚早である。

外貨準備の増加

過去 20 年間における世界の外貨建て国債（ソブリン債）の明るい材料の 1 つは、新興国において外貨準備が大幅かつ多くの国で積み上がったことである。対 GDP 比の外貨準備は過去 20 年間で倍増している（図 10）。

図 10 : 外貨準備（金を除く外貨準備の総額、兆米ドル）



出所：マクロボンド、2024 年 2 月 27 日現在。

外貨準備の増加は、輸出の増加が経常収支黒字をもたらしたこと、および持続的な成長率の上昇が主因となっている。さらに、外貨準備管理の面でも、新興国は洗練度を高め続けており、新興国当局は危機時においても適切な流動性を供給することが可能になっている。

過去を振り返ると、ソブリン債にとって対外流動性は最も脆弱な要因であった。しかし、多くの新興国にとって、現在は対外収支の改善が重要なバッファの役割を果たしている。これによって経済成長の安定性が高まり、先進国とのスプレッド格差を長期的に縮小させる継続的な支援材料となっている。

堅固なファンダメンタルズ：対 GDP 比債務残高の低下

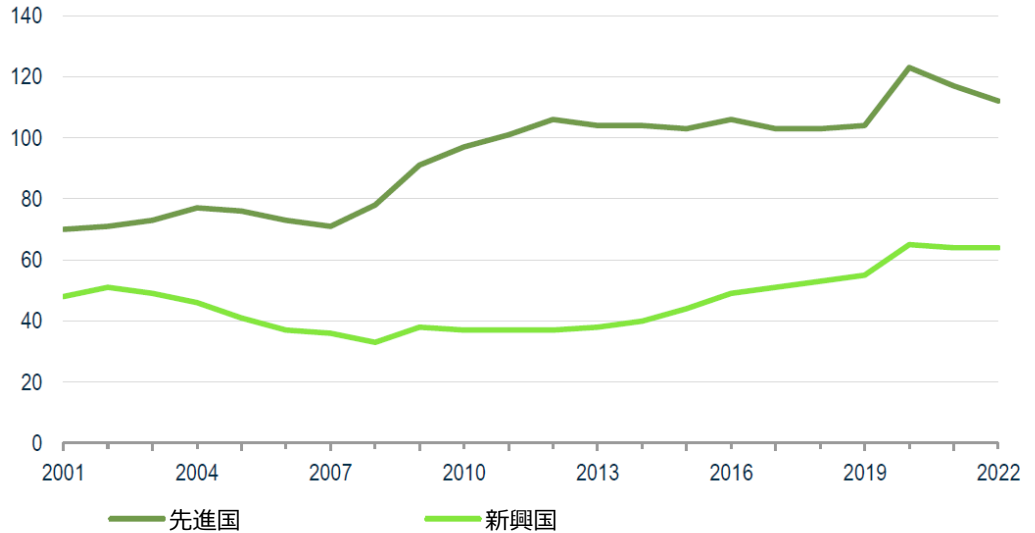
債券投資にとって、結局のところ信用ファンダメンタルズと長期的な成長力が最も重要であり、この 2 つの面で新興国の先進国に対する優位性が際立ち始めている。同時に、これは投資家にとって各個別国の経済分析を自らで行い、この 2 つの点を見極めることが重要であることを意味している。

新興国のファンダメンタルズに関して、重要であるにもかかわらず、あまり知られていないことは、「大半の新興国の方が先進国よりも対 GDP 比債務残高が低い」という事実である。コロナ禍を迎えた時点で、新興国の対 GDP 比債務残高は先進国よりも大幅に低かった。そして、先進国の財政赤字が歴史的な高水準を続ける中、両者の差は拡大の一途をたどっている（図 11）。

新興国のファンダメンタルズに関して、重要であるにもかかわらず、あまり知られていないことは、大半の新興国の方が先進国よりも対 GDP 比債務残高が低いということである。

もちろん、新興国の外生的ショックに対する脆弱性が上述の要因によって低下しているとは言え、歴史的に高かったことを踏まえれば、新興国の対 GDP 比債務残高自体は今後さらに低下することが望ましい。しかし、新興国と先進国のショックに対する脆弱性を比較することの重要性は変わらない。また、企業および家計部門の債務、そして総債務残高も、新興国の方が先進国よりも低水準である。

図 11：先進国と新興国の対 GDP 比債務残高（%）



出所：国際通貨基金、2023 年 10 月現在。

特に米国は、中央銀行の政策ではなく、財政出動すること（あるいは財政出動しないこと）によってマクロ経済が左右される傾向が強まる「財政優越」の時代に入りつつあるのかもしれない。コロナ禍前から、米国の財政赤字は GDP 比 4.6%という、景気後退期を除いた平時としては史上最高水準にあった。2023 年にコロナ禍が終息し、過去数四半期は連続してトレンド成長率を上回る経済成長が続いているが、米国の財政赤字は GDP 比 6.8%とさらに拡大している。

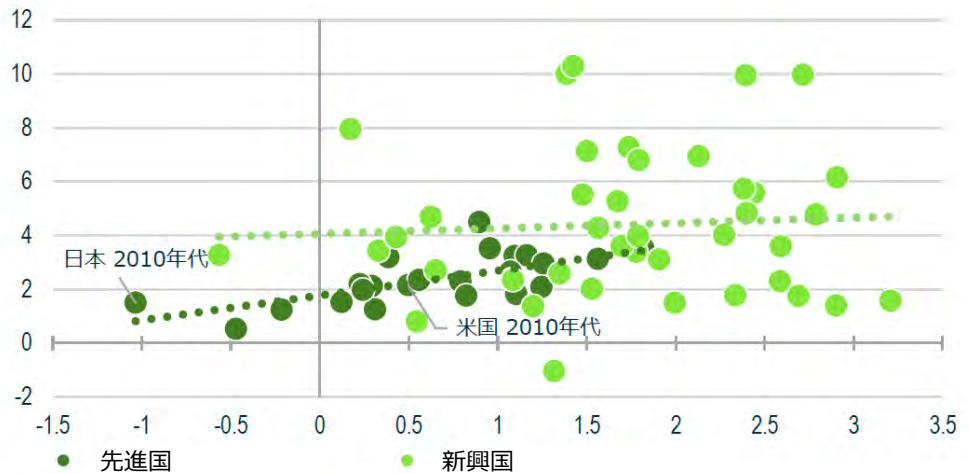
先進国の資金調達能力が高い理由は数多くあるが、主に一人当たり GDP が高いこと、成長率のボラティリティが低いこと、自国通貨（多くの場合は基軸通貨）での資金調達が容易であることなどが挙げられる。しかし、一般的に政府債務の増加は成長率の低下と同時に起きている。

良好な人口動態

先進国においては、生産年齢人口と経済成長には強い相関関係がある。その理由として、国の課税基盤、国の歳入、将来の成長ドライバーが、いずれも生産年齢人口によって決まってくるのが挙げられる。過去半世紀にわたる先進国での資産価格上昇は、多くの面でベビーブーマー世代によるところが大きい。しかし、人口の高齢化と労働力の伸びの鈍化によって労働者の退職と需要の減退がもたらされるため、将来の成長にとって重石となる可能性が高い。生産年齢人口が 1%減少すると、実質 GDP 成長率は約 1%ポイント低下することが示されている。

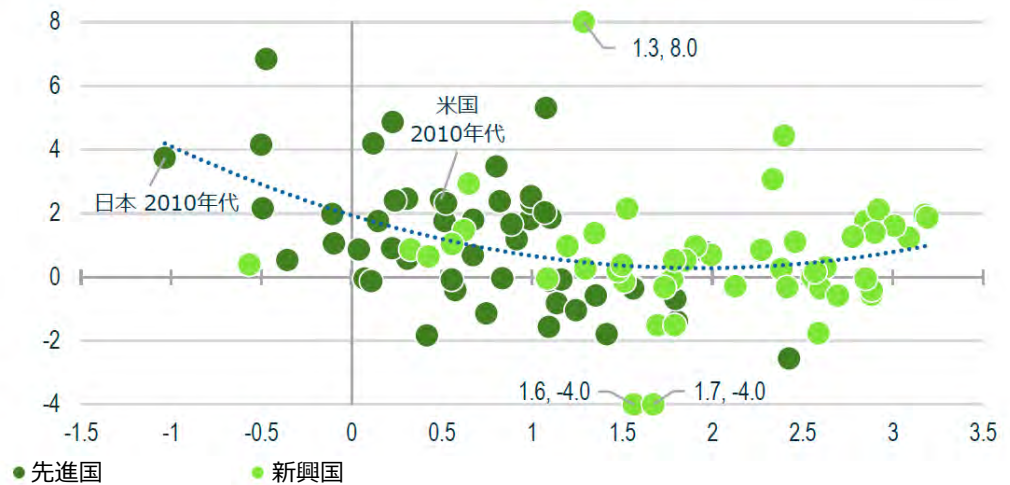
人口の高齢化が進む一方、生産年齢人口が増加していないことから、先進国では人口高齢化が債務負担増につながっている。日本の人口動態のピークは 1990 年代の不動産バブル崩壊と同時期だった。米国とユーロ圏の人口動態の変化はより緩やかであるが、今後数十年の見通しは日本より幾分マシという程度に過ぎない（図 12 および図 13）。

図 12：生産年齢人口と経済成長率（縦軸＝平均実質 GDP 成長率、横軸＝生産年齢人口の伸び、%）



出所：PGIM フィクスト・インカム、国家統計局、ハーバーアナリティクス、国際連合、2024 年 4 月 10 日現在。注記：先進 6 カ国と新興 10 カ国の 10 年間の平均（1980 年代、1990 年代、2000 年代、2010 年代）。

図 13：生産年齢人口と政府債務（縦軸＝政府債務の対 GDP 比の平均変化、横軸＝生産年齢人口の伸び、%）



出所：PGIM フィクスト・インカム、国家統計局、ハーバーアナリティクス、国際連合、2024 年 4 月 10 日現在。注記：先進 9 カ国と新興 9 カ国の 10 年間の平均（1960 年代、1970 年代、1980 年代、1990 年代、2000 年代、2010 年代）。

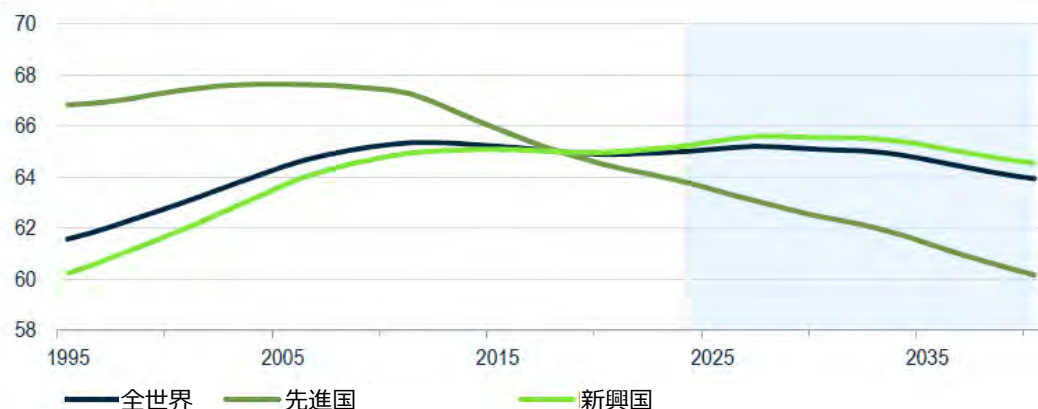
人口動態の変化は、とりわけ米国のように適切な備えをしていない国にとって、財政政策面の課題をさらに困難なものにする可能性が高く、必然的に公的年金や医療費の支出が増加することを意味する。生産年齢人口の減少によって成長率が鈍化すれば、税収も鈍化する。その結果、現役世代への課税を増やすか、債務残高を増やす必要があり、両者はいずれも経済成長の重石となるだけでなく、難しい政治的状況を引き起こす可能性が高い。

対照的に、新興国では生産年齢人口と成長率の相関関係は低く、統計的には重要ではないと言ってよい。それは、人口動態の変化以外の経済要因、政策、およびショックによって、人口動態の変化が経済に与える影響の大きさが緩和されるからである。また、そもそも新興国は、先進国が足元で直面している人口動態の問題に直面していない。中国や韓国など一部の新興国は、先進国と同様の人口動態である一方、今後数十年でインドの生産年齢人口は横ばいになるにとどまり、中南米ではわずかに減少し、アフリカの生産年齢人口は今後も成長が続く（図 14）。

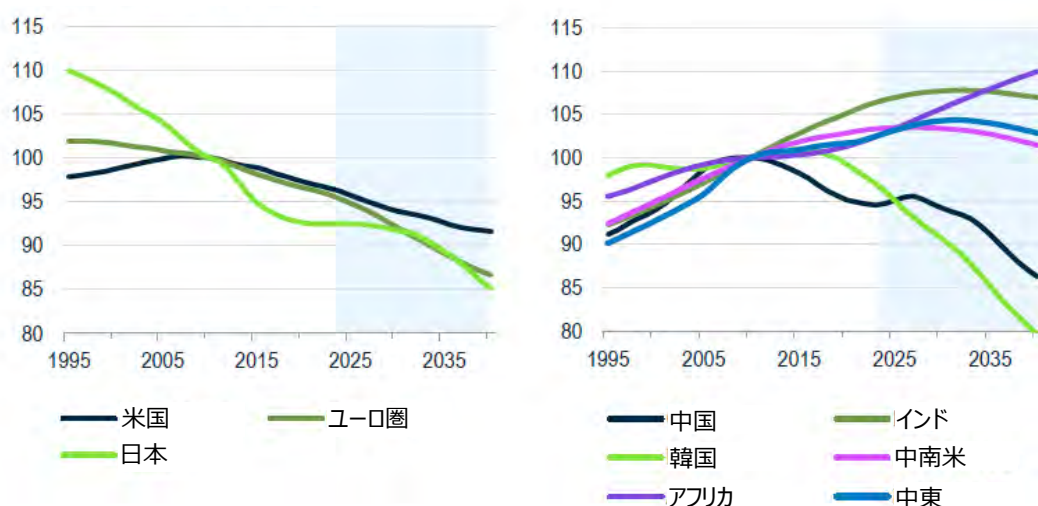
図 14 : 生産年齢人口の割合

そもそも、新興国は先進国が足元で直面している人口動態の問題に直面していない。

15-64 歳、%



15-64 歳、2010 年を 100 として指数化



出所：PGIM フィクスト・インカム、国家統計局、ハーバーアナリティクス、国際連合、2024 年 4 月 10 日現在。

このように、現在起きている人口動態の変化は、今後数十年にわたり新興国の成長を支える可能性がある一方、先進国では人口の高齢化がますます経済への重石となっていくだろう。

中間層の拡大

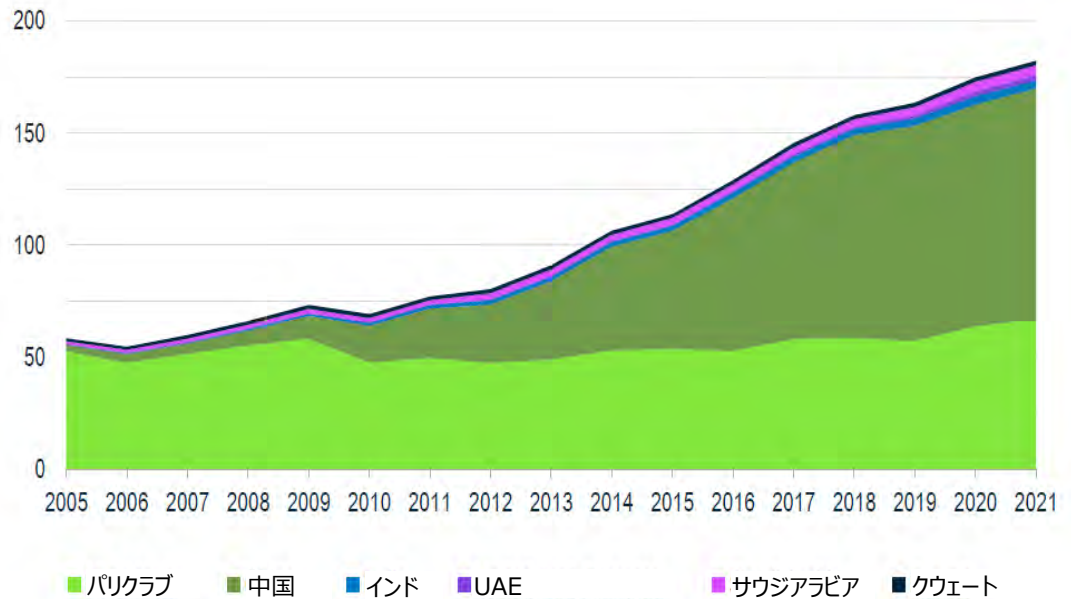
教育やテクノロジーの質が向上し、電気や医療がより利用しやすくなったことで、新興国において中間層（中産階級）が拡大している。それに伴って消費パターンも変化し、新興国の消費者は教育、娯楽、医療への支出を増やしている。その結果、こうした商品やサービスだけでなく、金融資産に対する国内需要が増大し、新興国内では国債投資家が形成されつつある。所得の増加は、新興国政府の資金調達基盤をさらに改善し、外的ショックに対する感応度を低下させる好循環を生み出している。新興国において中間層が拡大し続けるとのコンセンサス予想がある中、こうした新興国での好ましい変化は今後も継続すると考えられる。

大国間の覇権争い

米中の覇権争いによって地政学的な再編がもたらされ、両国は新興国、特にグローバル・サウスへの影響力を高めようと競い合っている。中国が新興国に資金を供給する「一帯一路」政策の影響力が高まるとともに、過去 20 年間にわたって米国はグローバル・サウスでの影響力を中国に奪われてきた（図 15）。

図 15：低所得国の対外債務（債権者別、10 億米ドル）

西側諸国は中国の影響力に対抗するため、ある種の「経済的実利主義」を用い、地政学的なスイング・ステートである新興国への融資の量と質で中国と競い始めている。



出所：2023 年 4 月現在の世界銀行国際債務統計。注記：債務サービス停止イニシアティブ対象国の特定国に対する公的債務および公的保証債務を測定。

ロシアがウクライナに侵攻した際に、世界人口のわずか 3 分の 1 しか米国の制裁に加わらなかったことから、米国の影響力低下は明らかである。これ以降、西側諸国は中国の影響力に対抗するため、ある種の「経済的実利主義」を用い始め、地政学上のスイング・ステート（民主国家陣営にも強権国家陣営にも属さない）である新興国への融資について、量と質の両面で中国と競っている。その第一弾となるのが G7 の「グローバル・インフラ投資パートナーシップ（PGII）」であり、2027 年までに 5 兆米ドル超の資金を提供する計画となっている。世界で最も人口の多い国のひとつであり、西側諸国が取り込みを狙う地政学的なスイング・ステートであるインドネシアが、PGII の最初の融資対象国となったのは偶然ではない。

さらに西側諸国は、中国との競争に打ち勝つためには、長期的に中国資金に代替できるような信頼に足る保証を新興国に対して提供する必要があると認識している。こうした中、米国、G7、世界銀行と国際通貨基金（IMF）は、いくつかの国に対して中国からの資金調達に関連して生じた潜在的な損失を補填するために、資金供給能力を高めると我々は予想している。その証拠となる事実は、公的債権者に対する延滞に関する IMF の政策変更からも見て取れる。この政策変更は、中国がパリクラブの債権者と同等の条件での債務再編にタイムリーに応じない場合に、債務国に中国への延滞を行うように米国と G7 が説得する試みに他ならない。世界銀行では、バンガ前総裁からマルパス現総裁に交代すると同時に、優先事項が、同銀行の AAA 格付維持から「バランスシートをより有効に機能させる」ことに切り替えられた。世界銀行は、バランスシート政策の変更と富裕国からの新たな拠出金により、1,000 億米ドル以上の融資力増強を図っている。

さらに、新開発銀行（ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカによる国際開発金融機関）やアジアインフラ投資銀行（中国の提唱で創設）のような伝統的な地域開発銀行や、中東の政府系ファンドからの資金調達など、より小規模な代替的な資金調達手段も生まれている。これは、新興国にとっては交渉力をさらに高め、資金調達の質を高めることになる。

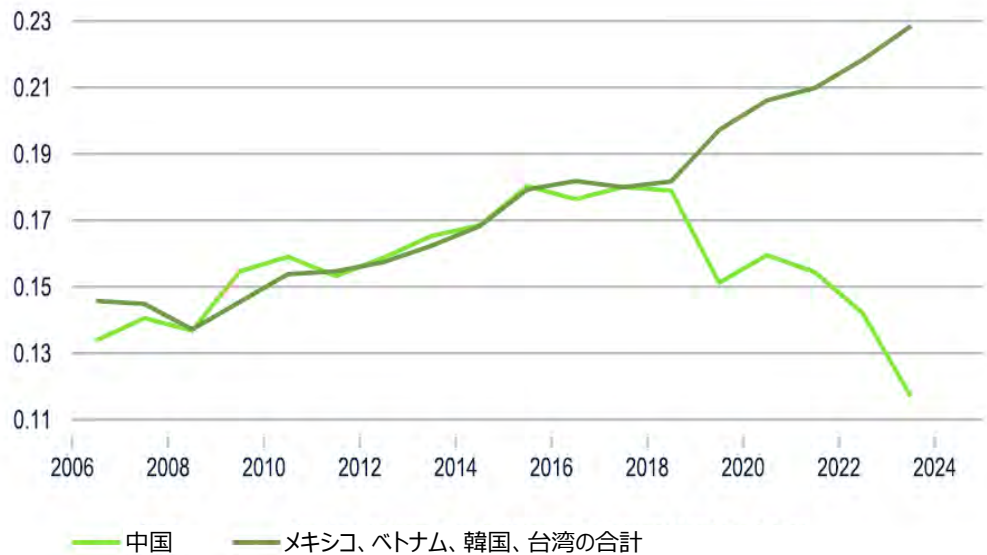
グローバル・サプライチェーンの再構築

時間の経過とともに生産のより上流工程を巡るサプライチェーンは、主に新興国を中心とした中国以外の貿易相手国に集約されるようになると予想される。

米中競争の激化と密接に関連して、グローバル・サプライチェーンの再構築が進んでいる。グローバル・サプライチェーンは、効率性を追求し、最も低コストの生産者を見出すことのみを重視したこれまでの考え方から、半導体、EV 用バッテリー、医薬品、重要鉱物などの戦略的重要品を調達するための地政学的な提携を中心とした、万が一の場合のサプライチェーンの抵抗力を重視した考え方に移行すると予想される。広島サミットの G7 声明で、「デリスク（リスク低減）」に向けた取り組みが表明されていることから、これは単なる憶測にはとどまらない。最新の G7 首脳による声明では、中国について 20 の具体的な言及があった。これは、個々の国への言及を避けるという長年の伝統に反するものであり、3 年前には中国についての言及は全くなかった。

このような背景の中、貿易統計指標にもリスク低減の動きが明確に見え始めている。わずか 5 年前には、中国は米国の輸入の約 20% を占めていた。しかし、現在では米国の輸入に占める中国の割合は 15% を下回り、代わってメキシコ、ベトナム、韓国、台湾、インド、その他の新興国がシェアを伸ばしている（図 16）。

図 16：米国の財・サービスの年間輸入額（総輸入額に占める割合、%）



出所：マクロボンド、2024 年 4 月 5 日現在。

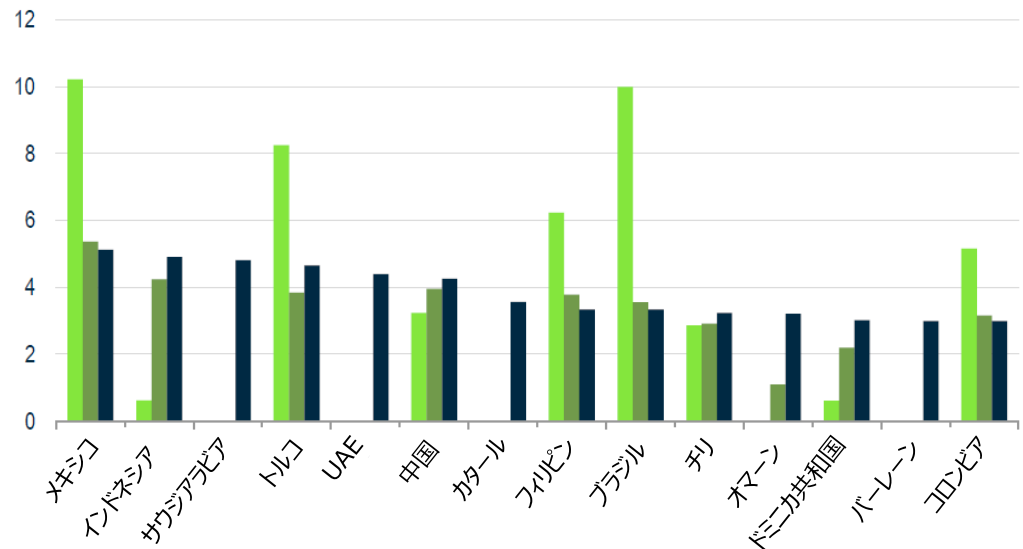
ここで問題を複雑にしているのは、米国の輸入シェアを伸ばしている国々の多くが、同時に中国からの調達を増やしていることである。しかし、時間の経過とともに、生産のより上流工程を巡るサプライチェーンは、主に新興国を中心とした中国以外の貿易相手国に集約されると予想される。

中国は現在、付加価値ベースで世界の製造業生産の約 3 分の 1（米国、日本、ドイツ、インドの合計とほぼ同水準）を占めており、これは中国が最も低コストで、最も生産性の高いサプライヤーの 1 つであることが大きな理由である。万が一の場合のサプライチェーンの安全性と抵抗力を高め、国家安全保障上の目的を達成するために、グローバル・サプライチェーンにおける中国の役割を縮小させることは、少なくとも短期的には、世界的な効率性の低下、「規模の経済性」の悪化、投入コストの上昇による利益率の悪化をもたらすと思われる。しかし、中国の経済規模が他の新興国と比べて大きいことを考えれば、製造業生産のシフトは GDP に大きな影響を及ぼす。「フレンド・ショアリング（同盟国や友好国との間でサプライチェーンを構築すること）」と「ニア・ショアリング（企業の本拠地や最終消費地から地理的に近い国との間でサプライチェーンを構築すること）」の計画が具体化するにつれ、いくつかの新興国が、生産の上流工程における資材のサプライヤー、あるいは労働力のサプライヤーとして、またはその両方から恩恵を受けると予想される。

エマージング債券インデックス構成の変化

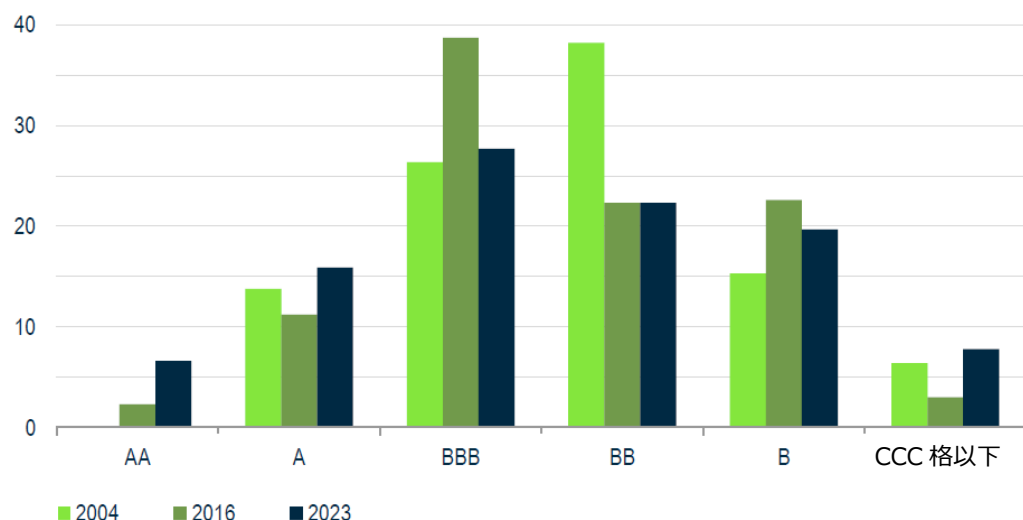
コロナ禍以降、エマージング債券が非常に敬遠されてきたことを考えると、エマージング債券インデックスのポジティブな変化の多くは見過ごされてきたと考えられる。この間に、信用力が非常に高い湾岸協力会議諸国（サウジアラビア、カタール、アラブ首長国連邦）がインデックスに加えられ、足元では合計 14% になっている。これにより、インデックスの信用力と分散度が向上している（図 17 および図 18）。

図 17：非常に信用力の高い湾岸協力会議諸国がエマージング債券インデックスに加えられた（EMBI グローバル・ディバーシファイド・インデックスの国別の割合の変化、%）



出所：J.P. モルガン、2023 年 12 月 31 日現在。

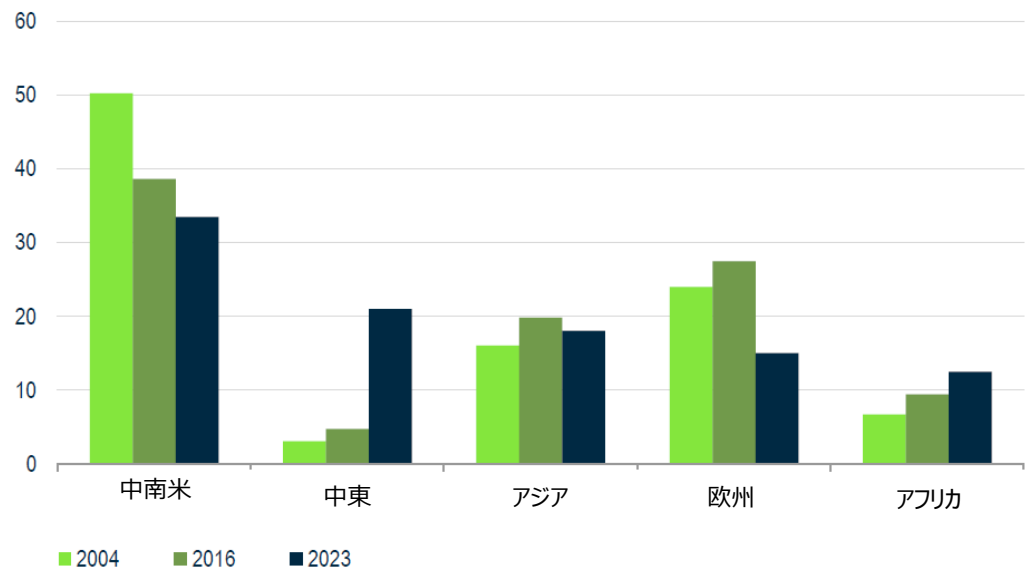
図 18：インデックスの信用の質が改善（EMBI グローバル・ディバーシファイド・インデックスの信用格付の変化、%）



出所：J.P. モルガン、2023 年 12 月 31 日現在。

さらに、多様な資金調達源を確保し、外貨建て債務の減少した国々のエマージング債券インデックスに占める割合が低下している（図 19）。

図 19：エマージング債券インデックスの地域別の割合（EMBI グローバル・ディバーシファイド・インデックスの国別の割合の変化、%）



出所：J.P. モルガン、2023 年 12 月 31 日現在。

今後の展望

過去数年のアンダーパフォーマンスを経た現在、エマージング債券は他の債券資産クラスをアウトパフォームする可能性が増していると我々は考えている。インフレと金利の急上昇、米ドル高、成長鈍化という逆風は、今や反転しつつある。今後は、金利低下、成長率の上昇、信用力の向上という追い風が、エマージング債券のパフォーマンスの支援材料になるだろう。同時に、新興国のファンダメンタルズは成熟度を増し、世界における重要性も増している。先進国対比での経済成長の加速、ファンダメンタルズの改善、世界の GDP に占める割合の上昇、高付加価値産業へのシフト、人口動態の変化なども、エマージング債券に恩恵をもたらすと考えられる。さらに、グローバルな大国間競争の激化と「ニア・ショアリング」に基づくサプライチェーンの再構築は、エマージング債券の発行体にとって恩恵をもたらす可能性が高い。

今後5年にわたり新興国に大きなプラスの効果をもたらすと考えられる5つのポジティブな構造変化を踏まえると、現在のバリュエーションは今後の上昇の可能性を十分に反映しておらず、今こそエマージング債券に対して長期的な視点に立った戦略的な資産配分を行うべきだと我々は考えている。

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・アシュアランス・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のですが、その情報の正確性、完全性、および情報が変わる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したそれ以前の日付）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.

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"Five Over Five : The Structural Shifts Taking Place in EM"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、プロの投資家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

PGIMJ109280

3639721-2-20240618