エマージング債券市場に関する調査研究

平成 23 年度　研究報告書

平成 24（2012）年　3 月

財団法人　年金シニアプラン総合研究機構

〒108-0074　東京都港区高輪 1 丁目 3 番 13 号 NBF 高輪ビル

TEL：03-5793-9411

FAX：03-5793-9413

URL：http://www.nensoken.or.jp

目　次

研究概要 1

第１章　エマージング市場への投資
1　拡大する新興国経済 3
2　新興国ファンダメンタルズの改善 4
3　先進国と新興国の成長率格差 6
4　新興国信用格付の上昇 7

第２章　エマージング債券市場の概要
1　エマージング債券市場の概要 9
2　拡大するエマージング債券市場 10
3　現地通貨建てエマージング国債市場拡大の背景 12
4　エマージング債券のパフォーマンス 13
5　エマージング国債のスプレッド推移 14
6　エマージング債券の取引高 15
7　債券種別 16

第３章　エマージング債券インデックス
1　インデックスの分類 17
2　外貨建てエマージング債券インデックス 17
2.1　対象国の組入基準 18
2.2　流動性基準 18
2.3　最低残存期間 19
2.4　分散型インデックス 19
2.5　ユーロ建てエマージング債券インデックス 19
3　現地通貨建てエマージング債券インデックス 22
3.1　対象国の組入基準 24
3.2　海外投資家の参入規制 24
3.3　対象国のインデックス・ウェイト 25
3.4　最低額面基準 26
3.5　最低残存期間 26
3.6　分散型インデックス 26
3.7　地域別インデックス他 26
4　エマージング債券インデックスの格付別構成比 29

5　主要外国債券インデックスとの比較 30
5.1　組入対象国の比較 30
5.2　時価総額／組入銘柄数の比較 32
5.3　デュレーション／最終利回りの比較 33
6　エマージング債券インデックスのパフォーマンス 34
6.1　収益率、標準偏差、シャープレシオ 34
6.2　他資産との相関 35
6.3　収益率の分布 35
6.4　地域間のパフォーマンス相関 37
6.5　格付別パフォーマンス 38
6.6　国別パフォーマンス 39

第 4 章　エマージング諸国の経済状況
1　中南米・カリブ諸国 43
1.1　経済規模 43
1.2　経済状況 44
1.3　金融政策 45
1.4　通貨制度 46
1.5　経常収支・外貨準備 48
1.6　財政 48
1.7　信用格付 49
2　アジア新興国 50
2.1　経済規模 50
2.2　経済状況 51
2.3　金融政策 52
2.4　通貨制度 53
2.5　経常収支・外貨準備 54
2.6　財政 54
2.7　信用格付 55
3　欧州新興国 56
3.1　経済規模 56
3.2　経済状況 57
3.3　金融政策 57
3.4　通貨制度 58
3.5　経常収支・外貨準備 60
3.6　財政 60
3.7　信用格付 61

4　アフリカ・中東諸国 62
4.1　経済規模 62
4.2　経済状況 62
4.3　金融政策 63
4.4　通貨制度 63
4.5　経常収支・外貨準備 64
4.6　財政 65
4.7　信用格付 66

第 5 章　過去の新興国危機とソブリン・デフォルト
1　新興国危機の発生状況 67
1.1　メキシコ債務危機（1982 年） 67
1.2　テキーラ危機（1994 年） 67
1.3　アジア危機（1997 年） 68
1.4　ロシア危機（1998 年） 69
1.5　アルゼンチン危機（2001 年） 70
1.6　アルゼンチン・サムライ債の債務再編（2005 年、2010 年） 70
1.7　バルト危機[ラトビア]（2008 年） 72
2　過去に発生した主なソブリン・デフォルト（1998 年以降） 73

第 6 章　エマージング債券投資上の留意点
1　導入目的と位置付けの明確化 77
1.1　分散効果 77
1.2　収益機会の追求 78
1.3　位置付け 79
2　投資対象の決定 79
2.1　主要通貨建てエマージング債券 79
2.2　現地通貨建てエマージング債券 79
2.3　為替ヘッジ付エマージング債券 80
3　ベンチマーク、運用対象の選定 81
4　運用会社の選定 82
5　モニタリングとリスク管理 82

参考文献 83

調査研究体制

研究員	樺山　和也	主任研究員
	長野　誠治	主任研究員
	田中　英治	主任研究員
アドバイザー	福山　圭一	専務理事
	山崎　伸彦	審議役

研究概要

新興国の世界経済における重要性が大きく高まるなか、エマージング市場に対する投資家の関心は、先進国市場の低金利と株式パフォーマンスの低迷という厳しい運用環境も背景として大きく高まってきている。

新興国の高い経済成長を株価上昇により直接享受できる可能性の高いエマージング株式に対して、エマージング債券には厚いスプレッドという魅力はあるものの、額面での償還という債券としての特性からアップサイドは限定されることもあり、エマージング市場への投資を考える上では、成長の果実を享受することをイメージしやすいエマージング株式への投資にまず注目が集まるのは自然な流れであるが、先進国債券市場の低利回りや世界的な資産運用利回りの低下懸念から、エマージング債券への投資の魅力も相対的に高まってきている。

エマージング債券市場には､アジア危機やロシア危機､アルゼンチンのデフォルト等によってハイリスク・ハイリターンの危険な市場とのイメージが印象付けられている面があるが、新興国では構造改革の進展によるファンダメンタルズ面での向上が図られており信用格付けも上昇、一方で先進国国債市場では債務危機の拡大により大幅な格付け低下やデフォルト懸念の高まりという不安定な状況が生まれ先進国国債＝安全資産という図式が壊れてしまっている現状からすると、エマージング債券への投資を忌避する理由としては弱まっているものと思われる。

エマージング債券投資では、かつては主要国通貨建てで新興国が発行した債券に投資することが主流となっていたが、足元では新興国にも投資可能な現地通貨建てでの自国債券市場を持つ国が増え、ベンチマークとなるインデックスの導入も進んできたことにより、新興国の現地通貨建て債券への投資が増加してきている。

ただし、現地通貨建てエマージング債券市場では、GDP ウェイトが大きく成長への期待も高い中国やインドの現地通貨建て債券市場への投資が、当局の認可というハードルが高く自由には投資できない状況にあるなど、資本規制や為替規制など先進国市場では考慮する必要性が少なかったエマージング市場特有の問題が現在も残されている。全般的には新興国においても規制緩和の方向性にあり、海外からの投資受け入れに対する投資インフラの整備も進んでいるが、資本の流出入規制に関しては、海外からの大量の投資資金の急激な流入と流出で自国経済が危機に陥るリスクを軽減させようとの意図のものであることから、全面的な自由化には時間が掛かることが想定される。

エマージング債券への投資は、ファンダメンタルズの改善等で魅力が増している一方で、現在でも投資規制や政治的リスク、低い流動性といった先進国市場には無いリスクが存在していることも事実であり、十分な事前の検討と理解が必要となるものと思われる。本報告書は注目度の高いエマージング株式と比較すると不足していると思われるエマージング債券市場に関する情報提供として、そうした理解の一助となることを目的に作成するものである。

第１章　エマージング市場への投資

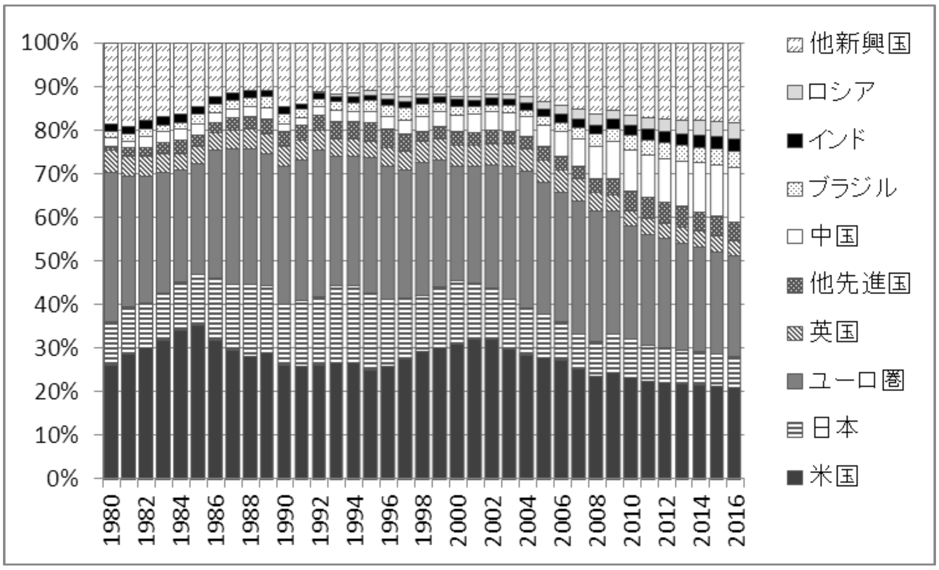
1　拡大する新興国経済

中国が GDP で日本を抜き世界第 2 位の経済大国になったことに象徴されるように、新興国が世界経済に占める地位はこのところ大きく高まっている。

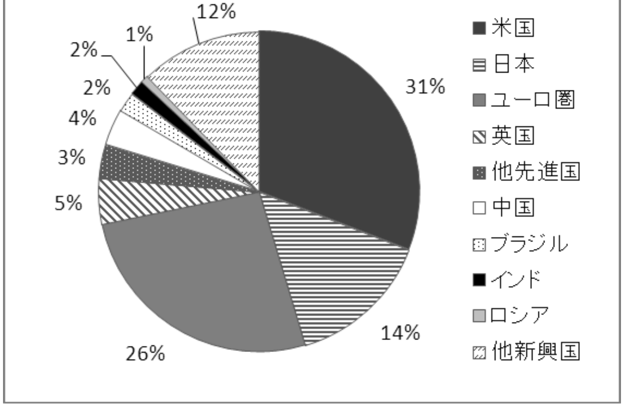
新興国の GDP が世界経済に占める割合は 1980 年代から 2000 年頃までは約 20%程度で推移していたが、BRICs 諸国（ブラジル、ロシア、インド、中国）を中心とした新興国の著しい経済成長により 2010 年にはそのウェイトは 34%を占めるようになっている。

また、当面低成長が続くと見込まれている先進国に代わって新興国が世界経済を牽引していくことが期待されており､IMF の推計では新興国の GDP が世界経済に占める割合は 2016 年には 41%へとさらに拡大することが見込まれている。

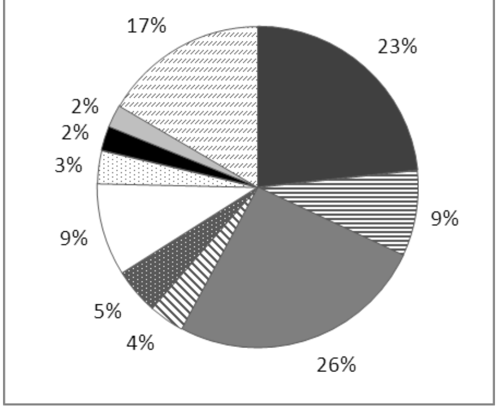
〔図表 1-1〕GDP 構成比推移



〔図表 1-2〕2000 年 GDP 構成比



〔図表 1-3〕2010 年 GDP 構成比



出所：（図表 1-1，1-2，1-3 ともに）IMF World Economic Outlook Database April 2011 より年金シニアプラン総合研究機構作成

2　新興国ファンダメンタルズの改善

新興国経済は海外からの投資ブームに伴う急成長とその反動としての危機の発生を繰り返してきたことから、投資対象としての安定性に欠けるとの印象を強く持たれてきたが、リーマンショック後の世界経済危機に際して新興国経済が示した耐久性が、新興国ファンダメンタルズの改善を世界に印象付けている。

リーマンショック後の世界経済危機は、主として貿易面を通じて新興国経済にも大きなイニシャル・ショックを与えるとともに、投資家のリスク回避度も大きく高まったため、それまで新興国に大量に流れ込んでいた投資資金は一気に巻き戻され、新興国の株式・通貨は大きく売られ、ソブリンスプレッドも大きく拡大した。

過去、投資ブームとその後の危機発生を繰り返していた新興国の歴史を振り返るまでもなく、百年に一度と称される規模の危機の発生と経済及び市場の混乱に、新興国への危機の伝播と深化は避けられないとの見方が当初は強かったが、IMFに支援を求めた国は多く存在したものの、新興国で危機が深化したのはバルト３国[1]など限られた国と地域にとどまり、広範な新興国への危機の連鎖と新興国市場の大きな混乱は回避されている。

新興国にとっても貿易相手国としての存在感を急速に高めていた中国が、巨額の財政出動を行い経済の落ち込みを回避し高成長を維持したことが、商品価格の回復や貿易関係を通じた新興国経済の下支えとなったことや IMF 等による迅速な国際的支援に助けられてのものではあるものの、アジア危機やロシア危機等の経験や反省を踏まえた新興国の構造改革や政策対応が、危機発生前の新興国ファンダメンタルズを改善させ、対外ショックへの耐久性を高めさせていたことが、リーマンショック後の世界経済危機を新興国が乗り切ることができた大きな要因となっている。

また、今般の世界経済危機に際して多くの新興国は、財政・金融の両面からカウンターシクリカルな経済対策を打ち出すことができている。一見当然に思われるこうした政策対応は、多くの新興国が通貨防衛のための大幅利上げを余儀なくされ、IMF の支援条件を満たし投資家の信認をつなぎとめるための財政引き締めに追い込まれ、景気後退を加速させる方向での政策対応を取らざるを得なかった過去の危機の局面との比較でみると、新興国としては画期的なことであり、新興国ファンダメンタルズ改善が可能とさせた対応であると考えられる。

今回、新興国の対外ショック耐久性を向上させ、カウンターシクリカルな政策対応を可能とさせた要因としては、以下のようなことが挙げられる。

○　ペッグ制[2]等固定為替制度からの離脱
○　外貨短期調達の抑制と外貨準備の積み上げ
○　インフレ・ターゲットの導入等金融政策への信頼度の上昇
○　危機前の高成長を活かした財政健全化
○　国内債券市場及び国内機関投資家の育成

[1] 第５章でバルト３国の一角であるラトビア共和国の危機の状況に触れている。
[2] ペッグ制（Pegged exchange rate system）：米ドルなど特定の通貨と自国通貨の為替レートを一定に保つ通貨制度で、固定為替制度の一種とされる。

かつての新興国は金融政策を始めとする経済政策に関する国内外からの信認が低く、不安定な自国通貨の下ハイパーインフレに悩まされていたため、自国通貨を米ドルや通貨バスケットに対して固定することによって、自国通貨の減価のリスクを減じさせ物価のアンカーとするため、1990年代まで多くの新興国はペッグ制などの固定為替制度を採用していた。

固定為替制度はインフレ率を低下させる等一定の効果を現したが、一方で為替変動という経常収支の調整効果は失われるため、主な通貨のリンク先であった米国が大幅な利上げを実施し米ドルが上昇した 90 年代後半の局面では、連動する自国通貨も他通貨に対して割高となり、交易条件の悪化から輸出競争力が失われ経常赤字が拡大、企業活動の低下により国内経済も弱まるといった状況を生じさせていた。

また、固定為替制度の下では、為替制度の維持に懸念が持たれていない時期には、為替リスクなしに新興国の高い利回りや成長を享受しようとする投資資金が先進国から流入しやすく、新興国国内からは先進国の低い金利を利用した外貨資金調達を行おうとするインセンティブが働きやすいため、海外からの投資ブームと民間を含めた外貨建て負債の増加という状況が生まれやすかった。

一旦外貨資金への依存が高まってしまうと、経済の不均衡拡大から通貨切り下げが望ましい状況となっても、海外資金の逆流や金融システムへの悪影響が懸念されることと、通貨切り下げは政治的失敗とみなされやすいことから、通貨切り下げにはなかなか踏み切れず、金利差の維持・拡大を目的とした利上げと為替介入で固定相場の維持を図ろうとするが、内需をさらに落ち込ませ不均衡を拡大、自国通貨への売り圧力はさらに高まり外貨準備を枯渇させ危機に陥るといったことも多かった。

アジア危機やロシア危機等の経験や反省を踏まえ、新興国の多くはペッグ制などの固定為替制度から離脱し、管理フロート制や自由変動相場制に移行するとともに、物価の安定性を維持するために金融政策にインフレ・ターゲットを導入した。新興国の国内金融市場は自由化の過程にあり通貨需要関数が不安定になりがちなため、マネーサプライが名目アンカーとして機能しない可能性が大きく、政策運営の透明性を高めるためにインフレ・ターゲットの導入が推奨された[3]とされている。

今般の世界経済危機の局面では、固定為替制度から離脱していたため、イニシャル・ショックで通貨は大幅に売り込まれたが、通貨の下落を容認することで通貨防衛のための利上げで国内経済をさらに弱めることなく、景気テコ入れのための政策金利の引き下げが多くの国で実施されている。また、通貨の下落は輸出競争力の改善につながり、危機後の景気回復の後押しともなっている。

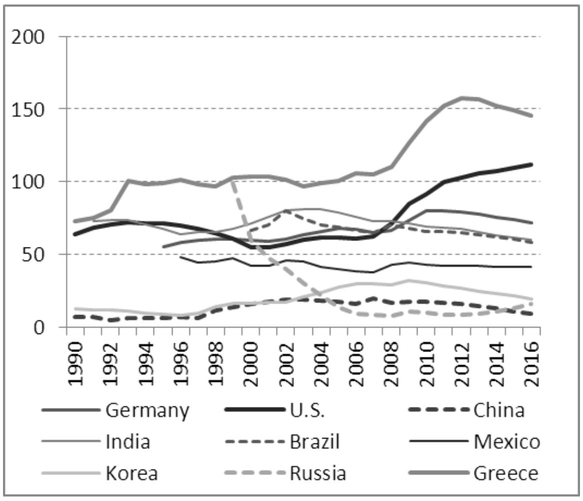
また、危機発生前の新興国では、高成長を背景とした通貨高の圧力を緩和するため自国通貨売り／外貨買いの為替介入が実施されており、それによって外貨準備の積み上げ及び外貨債務の返済が進められていたため、危機発生後に外貨流動性がひっ迫した局面でも、新興国の外貨債務返済への懸念は大きくは高まらなかった。

先進国では巨額の財政出動の結果、債務負担が大きく高まりソブリン危機の様相を強めて

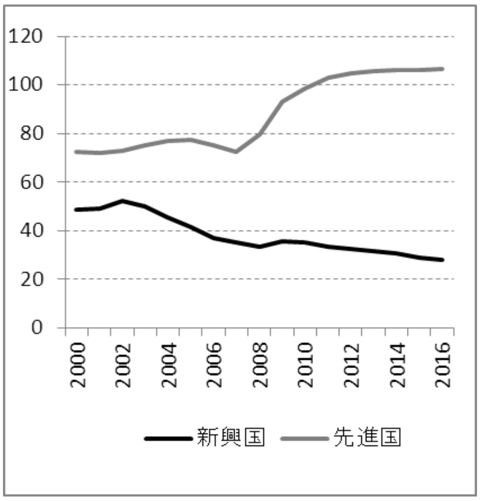
[3] 藤木(2000)「エマージングマーケット諸国の為替相場制度・金融制度の選択について」

しまったが、新興国では危機発生前の高成長に伴う歳入増をかつてのように開発資金に振り向け費消することなく財政の健全化に充てていたため、財政出動が債務危機につながることもなく、危機後の景気回復の強さが歳入増にもつながり、先進国のように財政赤字幅の圧縮に苦しむことも少なかった。

〔図表 1-4〕グロス政府債務%GDP



〔図表 1-5〕グロス政府債務%GDP



出所：(図表 1-4, 1-5 ともに) IMF World Economic Outlook Database April 2011 より年金シニアプラン総合研究機構作成

3　先進国と新興国の成長率格差

危機後の景気回復局面において、先進国と新興国の成長率格差はより鮮明なものとなってきている。

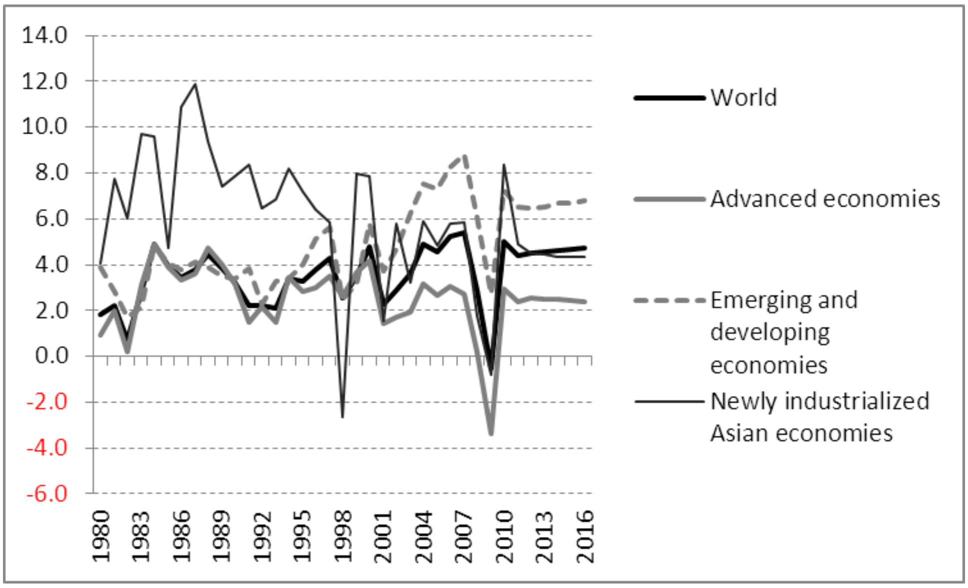
先進国では、欧州ソブリン危機や米国の格下げに象徴される重い債務負担も景気の重石となり低成長が続く一方で、新興国では景気の過熱とインフレの加速をどう防ぐかが課題となる高成長となった。

IMF の World Economic Outlook(6 月 17 日改訂見通し)では、先進国の GDP 成長率見通しは 2011 年が 2.2%、2012 年が 2.6%となっているのに対して、新興国は 2011 年が 6.6%、2012 年が 6.4%となっており、成長率格差は当面続く見通しとなっている。

日本を抜いて GDP で世界第 2 位となった中国の一人当たり GDP(2010 年 PPP ベース)は 7,518 ドル、ロシアは 15,836 ドル、ブラジルは 11,239 ドルと 10,000 ドル台に乗せているが、インドは 3,339 ドルと低く先進国平均の 38,077 ドルとの距離は大きく、中国の水準は日本の高度成長期の初期に近いとの見方もあり潜在成長率は高いことが見込まれている。

新興国はインフラや金融システムの整備等の課題を抱え、政治・社会の安定等、新興国の成長を脅かす要因もあり、新興国の高成長が持続する保証はないが、成長に向けてのポテンシャルの高さは明らかである。

〔図表 1-6〕GDP 成長率



出所：IMF World Economic Outlook Database April 2011 より年金シニアプラン総合研究機構作成

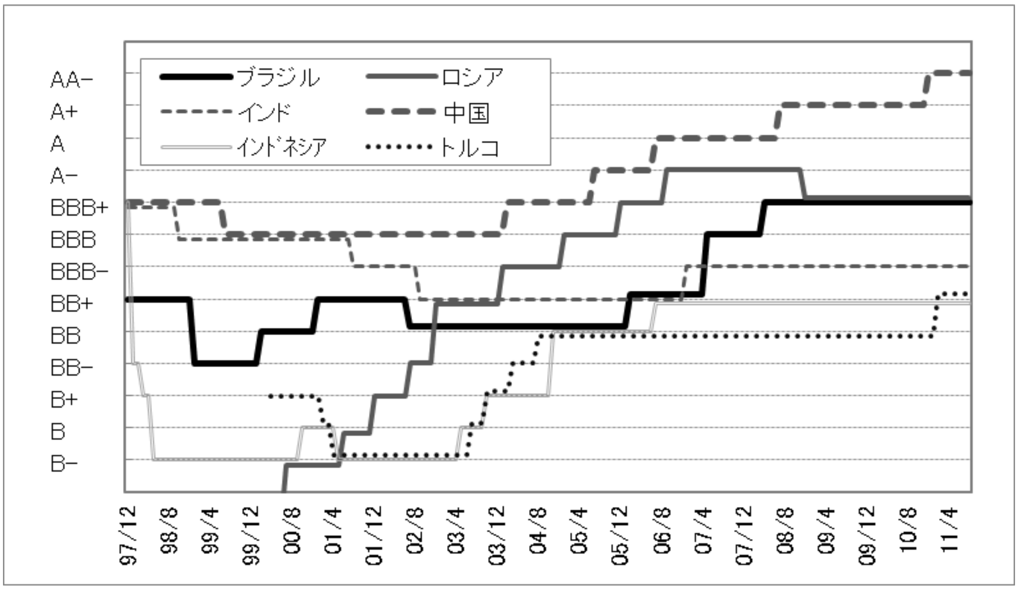
4　新興国信用格付の上昇

世界経済危機の発生以降、先進国では債務危機の発生を受けソブリン格付の格下げが相次いでいるが、新興国の格付けは、危機の発生当初には格下げが大きく増加したものの格下げ幅については小幅なものにとどまり、その後は新興国のファンダメンタルズの改善と対外ショックへの耐久性向上を評価した格上げが格下げを上回る状況となっており、新興国全体としては格付け及び信用力の上昇傾向は世界経済危機を経ても変わっていない。

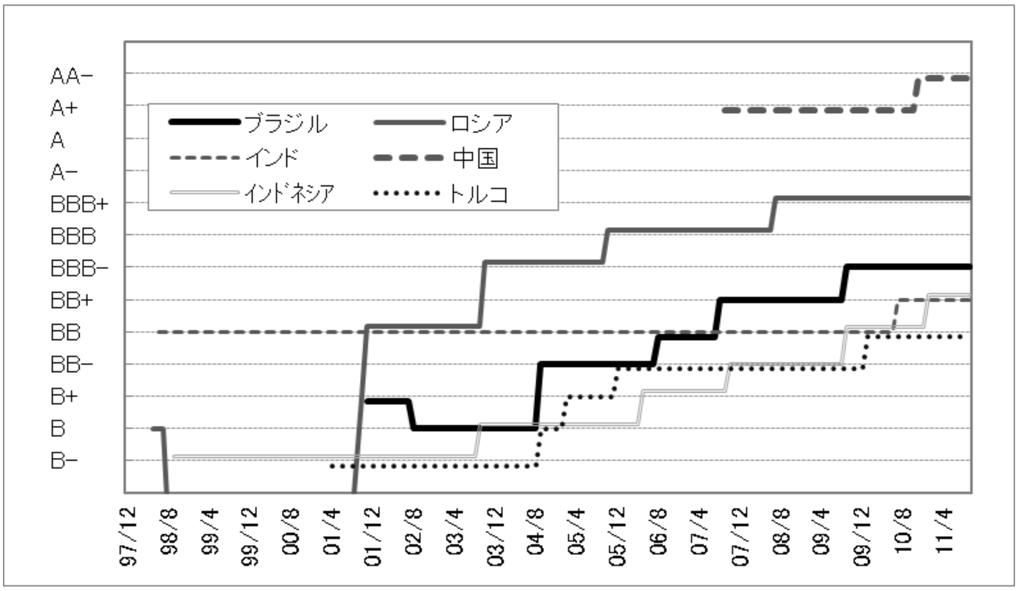
ただし、政治リスクが高まったエジプトなど北アフリカ・中東諸国では格下げも起こっており、2010 年 1 月にはジャマイカで、2011 年 1 月にはコートジボワールでデフォルト事象が発生するなど状況は一様ではない。

新興国の経済状況や信用力には、国によって大きな格差があり、資源産出国であるかないか、経済発展段階のどの位置にあるか、マクロ経済運営は適切に行われているか、政治的な安定性が保たれているかどうかなど、個別の判断が必要である。

〔図表 1-7〕EM 諸国—自国通貨建て長期債格付け推移（S&P）



〔図表 1-8〕EM 諸国—自国通貨建て長期債格付け推移（Moody's）



出所：（図表 1-7，1-8 ともに）Moody's、S&P、Fitch、Bloomberg 等より年金シニアプラン総合研究機構作成

第 2 章　エマージング債券市場の概要

1　エマージング債券市場の概要

エマージング債券は、①新興国が先進国市場において米ドルなど主要国通貨建てで発行した債券（外貨建てエマージング債券）と、②新興国が自国市場において自国通貨建てで発行した債券（現地通貨建てエマージング債券）の大きく 2 つに分けることができる。

海外投資家にとって投資可能なエマージング債券として、最初に市場に登場したのは、中南米債務危機の解決策の一つとして生まれたブレディ・ボンド [1]であった。主として米ドル建てで発行されたブレディ・ボンドは、それまでエマージング債券への投資の制約となっていた通貨規制や資本コントロール、法制度の未整備や受渡決済上の問題などを考慮せずにエマージング市場のエクスポージャーを取ることができる債券として、初期のエマージング債券市場における主要な投資対象となった。

1990 年代には新興国の国内債券市場はまだ未整備であり､長期の資金調達の受け皿となるべき国内機関投資家も十分に育っていなかったことから、新興国政府はその後も先進国市場における外貨建てでの国債発行を、折を見ながら実施していったため、市場規模は徐々に拡大し一定の流動性も生まれたことから、新興国が先進国市場で発行する外貨建て債券は、エマージング債券として市場に認知されるようになり､JP モルガンのエマージング・マーケッツ債券インデックス(EMBI)等のインデックスも整備され､アセットクラスとして一定の地位を確保するところとなった。

エマージング債券の取引高は 1990 年代半ば以降大きく増加しブームの兆しも見せていたが、アジア危機やロシア危機の発生、アルゼンチンのデフォルト等により新興国の持つ高いリスクが再認識されエマージング債券市場は一時低迷した。

しかしながら、多くの新興国において危機の経験を踏まえたさまざまな改革への取り組みが実施され、グローバルな金融緩和環境や商品価格の上昇にも助けられ、新興国は高い経済成長を実現させ、信用力も大きく高めてきたことから海外投資家のエマージング債券投資は再度拡大した。

また、新興国での自国債券市場育成と整備が進み、通貨規制や海外投資家の参入規制の解除または大幅緩和もいくつかの新興国で進み､2000 年代半ば以降海外投資家が参入可能な現地通貨建てエマージング債券市場が増加してきたことから、現地通貨建てエマージング債券インデックスも整備されるようになり、従来の主流であった外貨建てエマージング債券市場を凌駕するほどの取引拡大がみられている。

リーマンショックとその後のグローバル金融危機は、投資家のリスク回避姿勢を高めエ

---

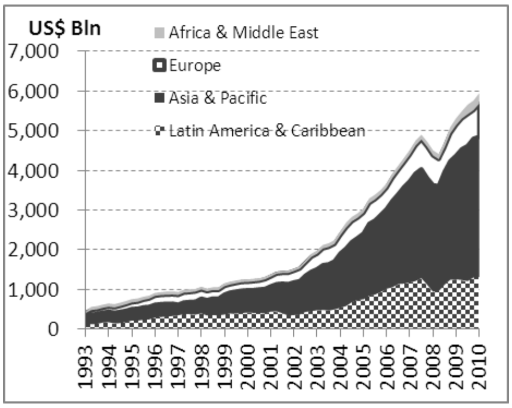
[1] ブレディ・ボンドは、1980 年代の中南米債務危機の解決策として当時の米財務長官ニコラス・ブレディが 1989 年に提案したブレディ構想に基づいて発行された債券。債務危機に陥っていた新興国向けの貸付債権等を、元本削減を含む債務交換によって、米国債ストリプス債が担保とされるなど一定の信用補完を付された長期のブレディ・ボンドに転換した。メキシコ、ブラジル、アルゼンチンなど中南米諸国が中心であるが、フィリピン、ベトナムなどもブレディ・ボンドを発行している。

マージング債券のスプレッドも拡大したが、新興国の対外ショックへの耐久力の向上から、危機当初に懸念されたような新興国への危機の連鎖は起こらず、危機後の世界経済を牽引するのは新興国であるとの認識の高まりとともにエマージング債券投資への投資家の関心はさらに高まっている。

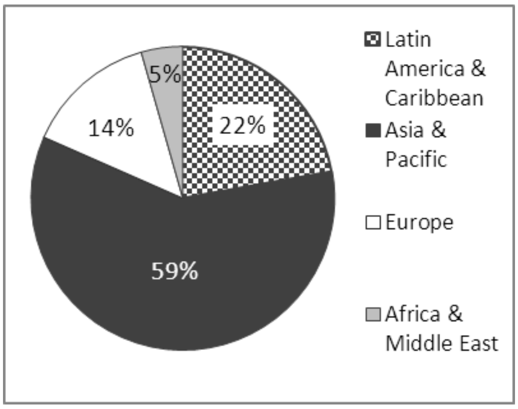
2　拡大するエマージング債券市場

エマージング債券の発行残高はこの 10 年で大幅な増加をみせている。リーマンショック後のグローバル金融危機の影響から一時的に発行がストップし残高が減少する時期もあったが、新興国経済が危機の影響を軽微に乗り切ったことから、エマージング債券市場は比較的短期間で拡大基調を取り戻している（図表 2-1、2-3）。

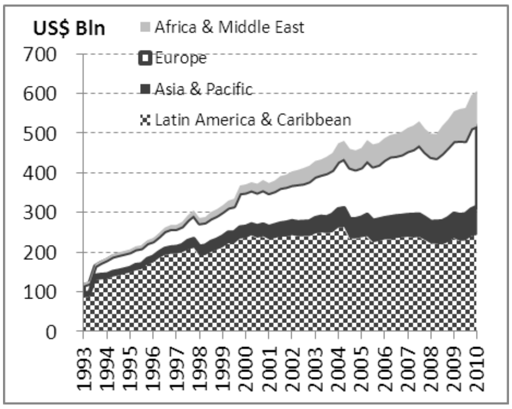
〔図表 2-1〕エマージング国債残高推移
―現地通貨建て―



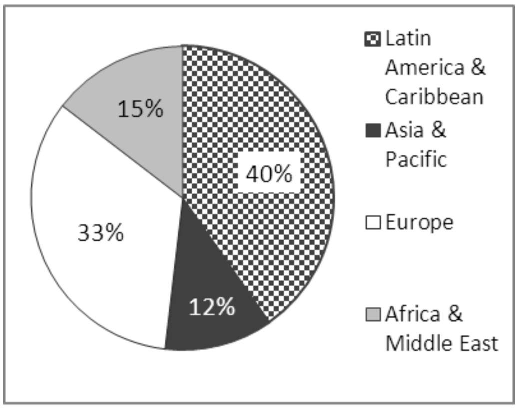
〔図表 2-2〕地域別構成比



〔図表 2-3〕エマージング国債残高推移
―外貨建て―



〔図表 2-4〕地域別構成比



出所：（図表 2-1，2-2，2-3，2-4 ともに）BIS より年金シニアプラン総合研究機構作成

従来エマージング債券投資の対象として中心的存在となっていた、新興国が先進国市場において発行する外貨建て（主要国通貨建て）国債残高も増加しているが、新興国が自国の国内市場で発行する現地通貨建て国債残高の伸び率は顕著であり、海外投資家の現地通貨建てエマージング債券市場に対する注目度が高まっている。

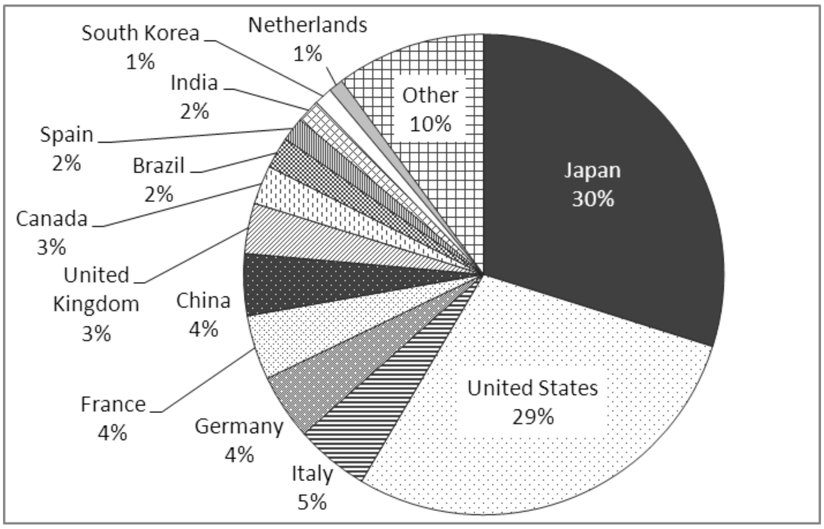
また、本レポートでは国債に焦点を絞っているが、新興国企業が発行するエマージング社債の発行残高も、国によるバラつきは大きいものの拡大傾向を示している。

地域別にみると、外貨建て（主要国通貨建て）エマージング国債においては、中南米諸国がトップのウェイトを占めているものの発行残高としてはほぼ横ばい推移となっている。最近は、中東欧諸国の残高増加が目立っており、中南米諸国のウェイトに迫ってきている。

現地通貨建てエマージング国債においては、中国やインド、韓国を中心にアジア諸国の発行残高の伸びは著しく、新興国内のウェイトとしては過半を占める状況となっている。

先進国を含めたグローバルな国債残高でみても、中国の国債発行残高は既にイギリスを超えフランスに迫る勢いとなっており、ブラジル、インド、韓国といった国々の国債発行残高も全体の 1%を超える状況となっている。

〔図表 2-5〕自国通貨建て国債残高



出所：BIS より年金シニアプラン総合研究機構作成

尚、新興国の国債発行残高は急増しているが、GDP の拡大にマッチしたもので、多くの国では財政の悪化を伴うものとはなっていない。

3　現地通貨建てエマージング国債市場拡大の背景

新興国の現地通貨建て国債市場拡大の背景には、調達と運用における通貨と期間という 2 つのミスマッチが、1980 年代以降の新興国危機の発生原因において、主要な役割を担ってきたことを受け、多くの新興国がより安定的かつ長期の資金調達の場として自国の国内債券市場の育成に注力してきたことが挙げられる。

過去の新興国危機においては、外貨調達への依存が強くなると、通貨の切り下げが自国通貨換算での債務の拡大に直接つながることから、本来必要とされる通貨調整が先送りされやすく、経済の不均衡を拡大させ危機の誘発要因となるとともに、危機が発生した場合の経済調整を深いものとさせていた。

また、一般的に信用力の低い新興国にとっては外貨での長期の資金調達は難しいため調達は短期に集中し、運用と調達における期間のミスマッチも同時に生み、資金調達先の先進国の金利引き上げが利払い負担の増加へとすぐに跳ね返るだけでなく、借り換えが困難になると流動性危機へとつながりやすい構造となっていた。

海外からの資金流入によって新興国に経済ブームが発生すると、新興国国内の借入需要も増大するが、国内に長期の資金調達を可能とする債券市場が育っていないと、国内商業銀行も借入需要に応ずるための資金を不安定な外貨での調達に依存せざるを得なくなり、ソブリンが危機に瀕すると金融危機も同時に発生する可能性を高めていた。

現地通貨建ての国内債券市場に対して国内外投資家の健全な投資需要を確保するためには、インフレ率の抑制と財政政策に対する投資家の信認を維持することが必要であることから、国内債券市場の発達は、新興国の政府・中央銀行に対してより健全なマクロ経済運営へのインセンティブともなっている。

また、アジア債券市場育成イニシアティブ(ABMI)等に見られるような国際的な支援の枠組みも新興国の国内債券市場育成に寄与している。

アジア債券市場育成イニシアティブは、アジアにおいて効率的で流動性の高い債券市場を育成することにより、アジアにおける貯蓄をアジアに対する投資へと活用できるようにすることを目的として、2003 年第 6 回 ASEAN+3(日本・中国・韓国)財務大臣会議で各財務大臣に合意されたもので、①現地通貨建て債券発行の促進、②現地通貨建て債券の需要の促進、③規制枠組みの改善、④債券市場関連インフラの改善という 4 つのタスク・フォースが置かれている。また、アジア・ボンド・オンライン(Asian Bonds Online)を通じた情報発信も行われている。

アジアにおける取組は官民を挙げたものとなっており、こうしたことが現地通貨建てエマージング債券市場でのアジアのウェイト拡大の一因ともなっているものと考えられる。

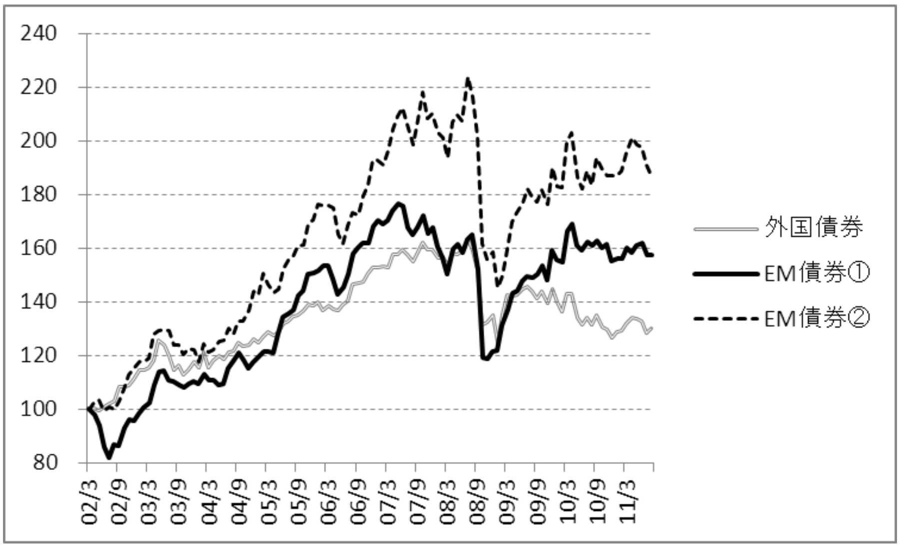
さまざまな国際機関も新興国における現地通貨建て債券市場の発展に寄与することを目的として、現地通貨建て債券の発行を積極的に行っており、新興国国内債券市場の投資インフラ整備を促すとともに、市場への投資家の呼び水ともなっている。

4　エマージング債券のパフォーマンス

エマージング債券の収益率は、リーマンショックを受け急落したが、その後の回復局面では主要な外国債券ベンチマークであるシティグループ世界国債インデックス（除く日本）の収益率を大きくアウトパフォームしている。また、他の資産クラスとの比較においてもエマージング株式を除く他の資産を上回る収益率を示している。

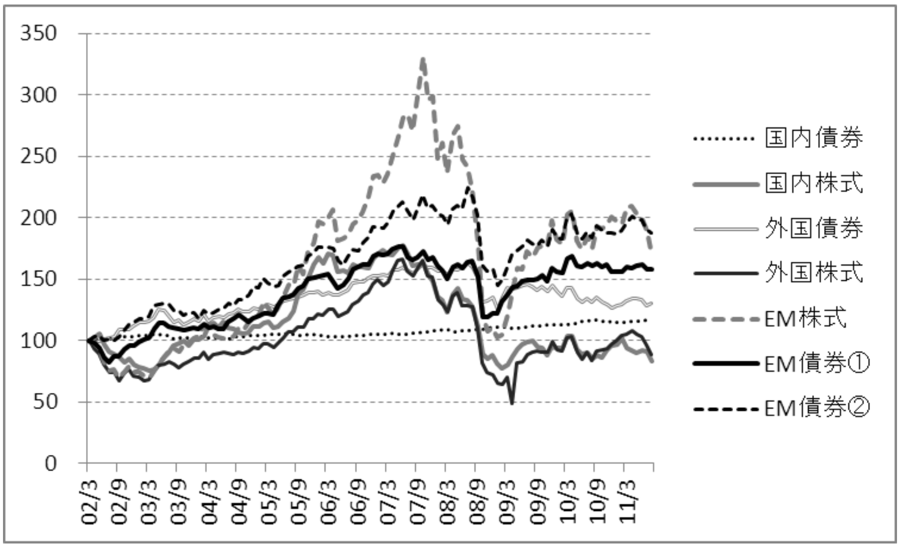
エマージング債券内の比較では主要国通貨建てインデックス（EM 債券①）の収益率を現地通貨建てインデックス（EM 債券②）が大きく上回っている。

〔図表 2-6〕収益率比較（2002/3=100）



注）円ベース収益率、外国債券はシティグループ世界国債インデックス（除く日本）、EM 債券①はシティグループ新興国国債インデックス、EM 債券②は JP モルガン GBI_EM インデックス
出所：Bloomberg、各社ホームページより年金シニアプラン総合研究機構作成

〔図表 2-7〕ベンチマーク収益率（2002/3=100）



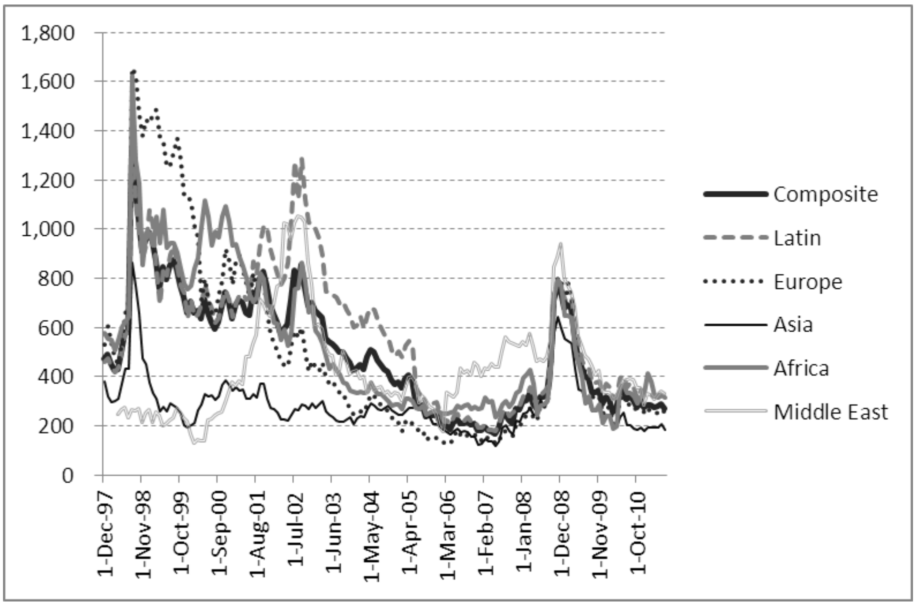
出所：Bloomberg、各社ホームページより年金シニアプラン総合研究機構作成

5　エマージング国債のスプレッド推移

エマージング債券のソブリン・スプレッドは、アジア危機とロシア危機、アルゼンチンのデフォルトと新興国危機の発生の都度大幅な拡大を見せていたが、リーマンショック後のグローバルな金融危機においては、発生当初こそ大幅なスプレッド拡大となったものの、新興国へ危機は連鎖しなかったため、スプレッドは急速にタイトニングした。その後のドバイ危機、北アフリカ及び中東における政治的混乱、欧州ソブリン危機等の影響は新興国のスプレッドにはあまり大きな影響を与えていない。

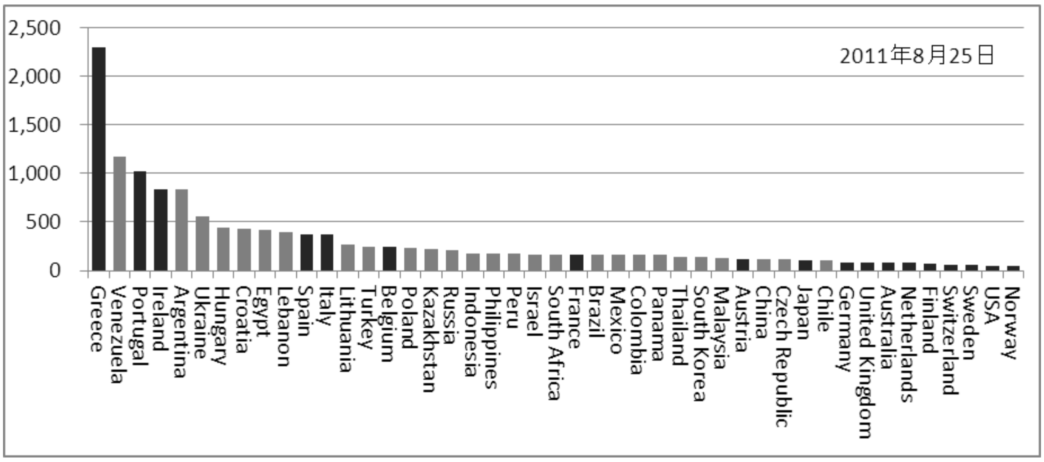
また、CDS スプレッドでは欧州ソブリン危機を受け先進国と新興国のスプレッド逆転が一部で見られている。

〔図表 2-8〕EMBI-Diversified ソブリンスプレッド推移



出所：JP モルガンより年金シニアプラン総合研究機構作成

〔図表 2-9〕ソブリン CDS スプレッド



出所：Bloomberg

6　エマージング債券の取引高

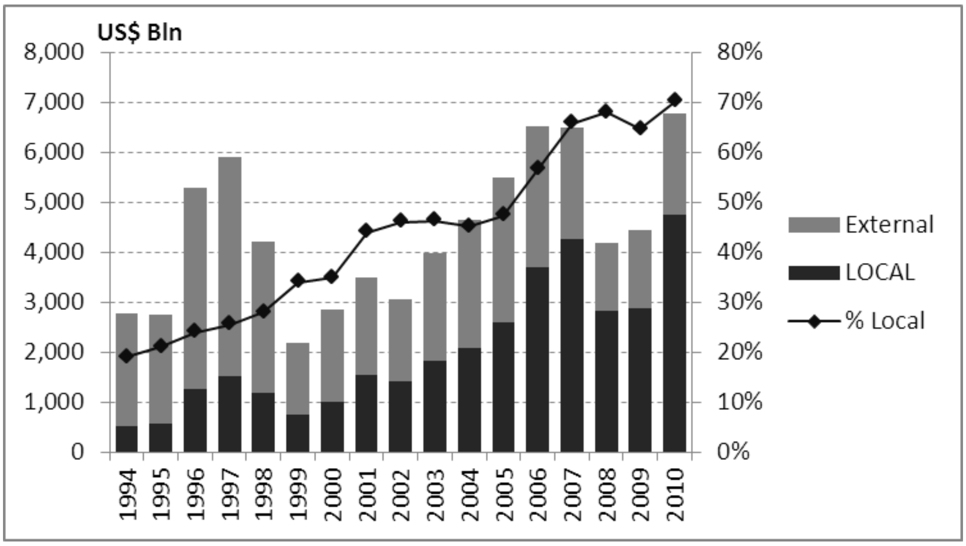
エマージング債券市場には公式統計が存在しないため、市場の状況を掴みづらいが、エマージング債券の主要トレーダーや投資家が参加する組織である EMTA が集計し発表しているエマージング債券の取引高は〔図表 2-10〕のようになっている。

1996-97 年に外貨建てエマージング債券の取引高が急増したが、アジア危機やロシア危機の発生で取引高は急激に縮小、その後は現地通貨建て債券の比率上昇を伴いながら比較的ゆっくりと回復している。

リーマンショックとその後のグローバル金融危機で2008-09年の取引高は再び大きく落ち込んだが、2010 年に急速な回復を見せている。

ただし、2010 年の取引高の増加には、シティグループの世界国債インデックス(WGBI)へのメキシコ国債の正式採用の影響によって押し上げられている部分もあるとみられている。

〔図表 2-10〕エマージング債券売買高



出所：EMTA

7　債券種別

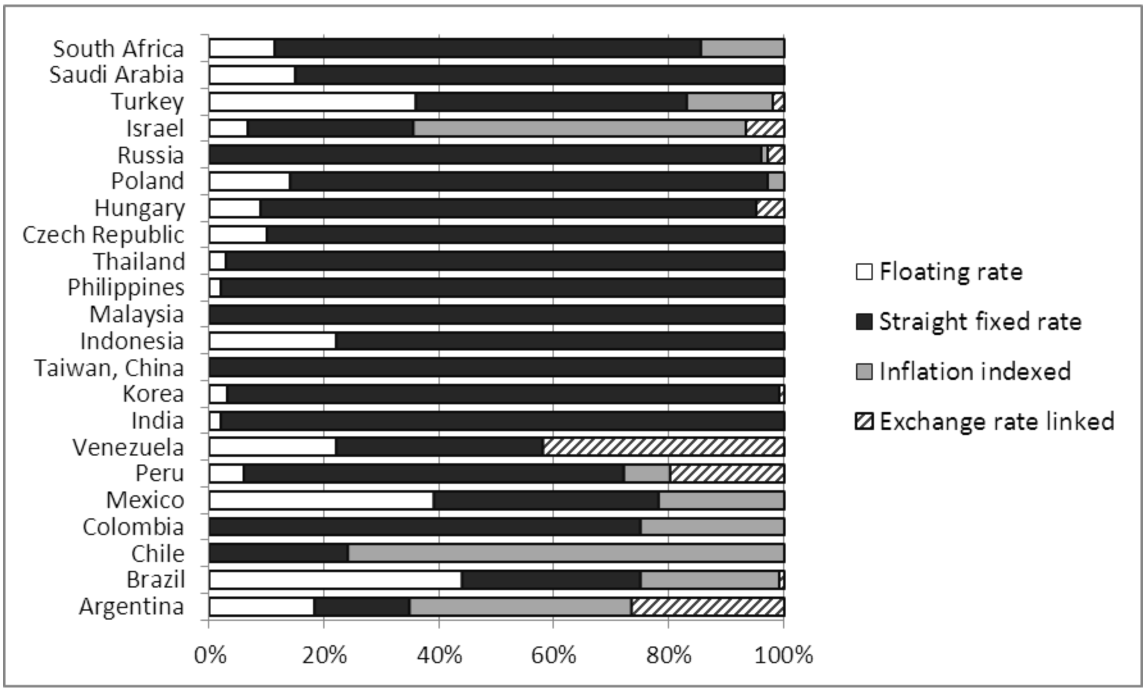
債券の発行種別には国によって大きな特徴がみられている。

物価連動債の比率が高いのは、チリ、イスラエル、アルゼンチン、ブラジル、コロンビア、メキシコなどで、イスラエルを除くと中南米諸国に集中している。

為替レート・リンク債が多いのはベネズエラ、アルゼンチン、ペルーの 3 か国。

変動利付債の比率が高いのは、ブラジル、メキシコ、トルコ、ベネズエラ、インドネシアで、アジア諸国はインドネシアを除き固定利付債中心の発行となっている。

〔図表 2-11〕発行債券種別構成比



出所:IMF より年金シニアプラン総合研究機構作成

第 3 章　エマージング債券インデックス

1　インデックスの分類

エマージング債券が、①新興国が先進国市場において米ドルなど主要国通貨建てで発行した債券（外貨建てエマージング債券）と、②新興国が自国市場において自国通貨建てで発行した債券（現地通貨建てエマージング債券）の大きく 2 つに分かれていることを反映して、ベンチマークとなるエマージング債券インデックスも大きく 2 系統に分類される。

2　外貨建てエマージング債券インデックス

主な外貨建てエマージング債券インデックスの概要は以下の通り。

〔図表 3-1〕主要ドル建てエマージング債券インデックス（2011 年 3 月末）

インデックス名	シティグループ 新興国市場ソブリン債券インデックス ESBI	JP モルガン・エマージング・マーケッツ債券インデックス・プラス JPM-EMBI+	JP モルガン・エマージング・マーケッツ債券インデックス・グローバル JPM-EMBI Global
算出機関	シティグループ	JP モルガン	JP モルガン
債券の種類	ドル建て国債	ドル建て国債	ドル建て国債
組入銘柄数	185 銘柄	120 銘柄	263 銘柄
組入国数	33 ヶ国	17 ヶ国	42 ヶ国
時価残高(10 億米ドル)	326,055	250,814	415,021
デュレーション(年)	7.03	7.618	7.004
最終利回り(%)	5.69	6.129	6.350
対象国の組入基準	最高格付け : S&P あるいはムーディーズの BBB+/Baa1、	最高格付け：ムーディーズあるいは S&P の Baa1/BBB+	世界銀行の一人当たり国民総所得による国の区分が Low/Middle
最低残存期間	1 年	1 年、新規組入時 2.5 年	1 年、新規組入時 2.5 年
クーポンの種類	固定利付、ステップ、変動金利(ブレディ債のみ)、ゼロ・クーポン債は除く	固定利付、変動金利	固定利付、変動金利
最低額面金額	5 億米ドル	5 億米ドル	5 億米ドル
算出開始	1995 年 12 月 31 日	1993 年 12 月 31 日	1993 年 12 月 31 日

出所：シティグループ、JP モルガン

2.1　対象国の組入基準

「新興国」あるいは「エマージング市場」には明確な定義がないため、エマージング債券インデックスにおいてもその定義が問題となり、インデックスの対象とされる国の範囲はそれぞれ異なっている。

シティグループの新興国市場ソブリン債券インデックス（以下 Citi-ESBI）と、JP モルガンのエマージング・マーケッツ債券インデックス・プラス（以下 JPM-EMBI+）では格付を対象国選定の基準として用いており、Moody's あるいは S&P の Baa1/BBB+を最高格付け（両方のインデックスにおいて A3/A－以上の格付になった場合にインデックスから除外）として対象国の組入れ基準としている。

一方、JPモルガンのエマージング・マーケッツ債券インデックス・グローバル（以下 JPM-EMBI-Global）では、世界銀行が年に一度公表する一人当たり国民総所得による区分[1]で、2 年続けてLow-income、Lower-middle-income、Upper-middle-incomeに区分されている国を組み入れ対象とする方法を取っている。

中国、マレーシア、ポーランド、チリの 4 か国は格付がシングル A 以上であるため、格付基準の無い JPM-EMBI-Global では対象国となっているが、Citi-ESBI と JPM-EMBI+では組入対象とはなっていない。

また、Citi-ESBI では、格下げされたギリシャのドル建て国債がインデックスの対象となっている。

一方、中東の産油国は格付が高く、一人当たり国民所得も高いため、インデックスの対象から外れている。一部のインデックス・プロバイダーは、中東湾岸諸国のドル建て債券を対象としたインデックスを別途作成している。

2.2　流動性基準

2011 年 3 月末現在での組入対象国数をみると、Citi-ESBI が 33 か国、JPM-EMBI+が 17 か国、JPM-EMBI-Global が 42 か国とばらつきがみられている。

対象国組入基準が同一である Citi-ESBI と JPM-EMBI+で大きく組入国数が異なるのは、JPM-EMBI+が組入対象銘柄に厳しい流動性基準を採用しているためである。

Citi-ESBI と JPM-EMBI-Global では、日次での時価の取得が可能であることを銘柄組入の流動性基準としているが、JPM-EMBI+では、5 段階の流動性ランクに基づく流動性を重視した銘柄組入基準を採用している。

---

[1] 世界銀行では一人当たり GNI（国民所得）の水準によって 4 つの区分に分けている。2010 年の一人当たり GNI では、1,005 ドル以下の国を"low income"、1,006-3,975 ドルの国を"lower middle income"、3,976-12,275 ドルの国を"upper middle income"、12,276 ドル以上の国を"high income"としている。金額の区分は毎年変更されている。

◇　JPM-EMBI+の流動性 Rating と　定義

L1：　銘柄残高額面 20 億ドル以上、Bid/Ask スプレッド 3/8 ポイント以下、指定ブローカーがすべて価格提示

L2：　銘柄残高額面 10 億ドル以上、Bid/Ask スプレッド 3/4 ポイント以下、指定ブローカーの少なくとも半数が価格提示

L3：　銘柄残高額面 5 億ドル以上、Bid/Ask スプレッド 1.5 ポイント以下、指定ブローカーの少なくとも 4 分の 1 が価格提示

L4：　銘柄残高額面 5 億ドル以上、Bid/Ask スプレッド 3 ポイント以下、指定ブローカーの少なくとも 1 社が価格提示

L5：　銘柄残高額面 5 億ドル以上、Bid/Ask スプレッド 3 ポイント以上、指定ブローカーからの価格提示なし

JPM-EMBI+の対象銘柄となるためには、L1 が 1 か月、L2 以上が連続 3 か月、L3 以上が連続 6 か月以上が必要で、組入対象と既になっている銘柄が L4 に 6 か月連続あるいは 1 か月 L5 となった場合には除外されることとなっている。

2.3　最低残存期間

3 つのインデックスとも最低残存期間は 1 年としている。ただし、JP モルガンの 2 つのインデックスでは新規組入時の最低残存期間を 2.5 年としている。

エマージング債券の場合、売買コストが大きくなるリスクがあるため、新規組入後比較的短期間でインデックスから除外される銘柄を排除しようとするものと考えられる。

2.4　分散型インデックス

Citi-ESBI、JPM-EMBI+、JPM-EMBI-Global の各インデックスは、いずれも時価総額加重のインデックスであるが、投資の集中リスクを排除するために、インデックス内での個別国のウェイトが 10%以上とならないようにした Citi-ESBI には、Citi-ESBI-CAP、JPM-EMBI-Global には JPM-EMBI-Global-Diversified という分散型インデックスが設定されている。

2.5　ユーロ建てエマージング債券インデックス

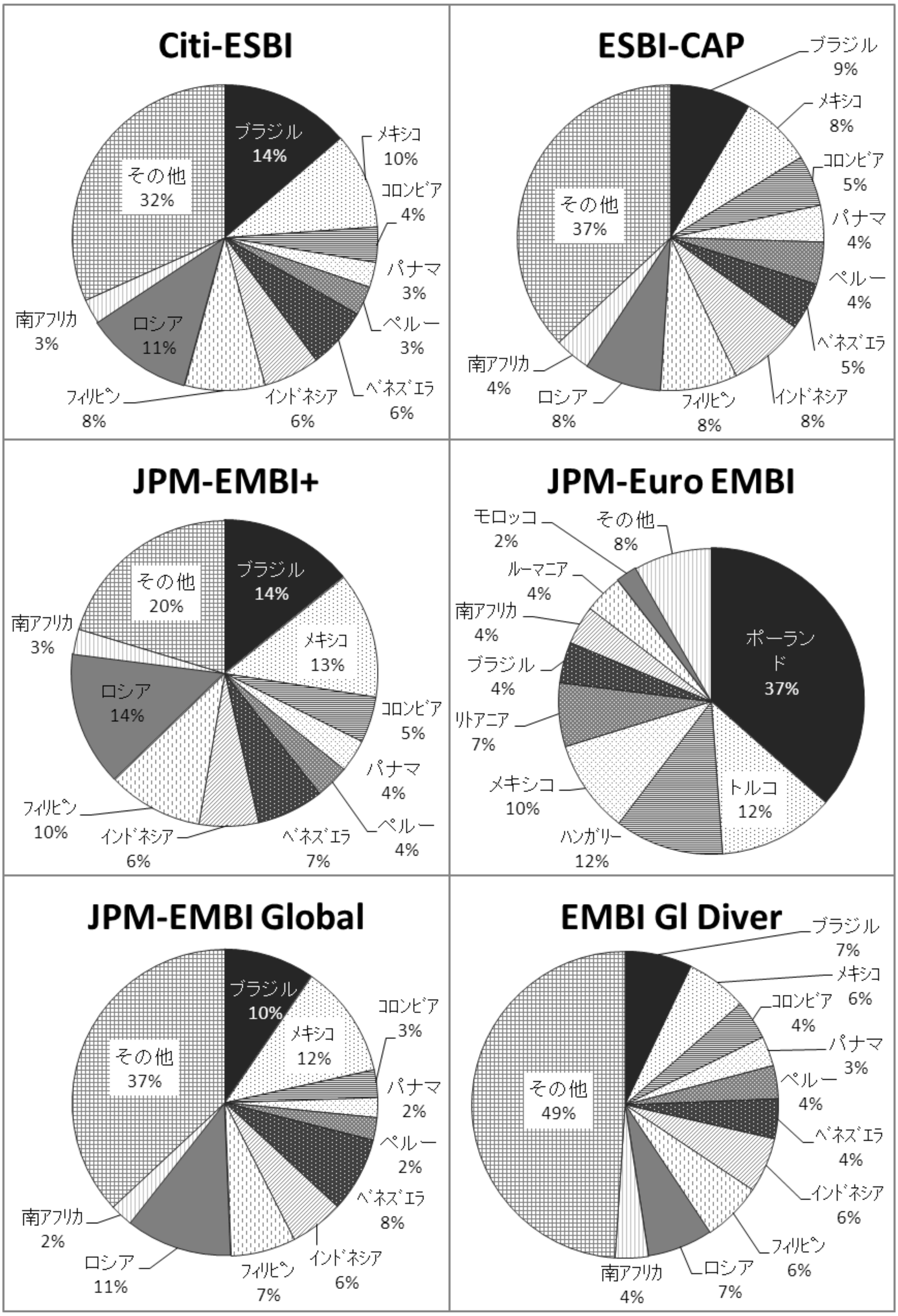
上記のインデックスはすべて米ドル建てで新興国が発行した債券のみを対象としているが、JP モルガン・ユーロ・エマージング・マーケッツ債券インデックス・グローバル（以下 JPM-Euro-EMBIG）といったユーロ建てで新興国が発行した債券に対するインデックスも設定されている。

〔図表 3-2〕ドル建てエマージング債券インデックス組み入れ対象国と組入比率(2011/3 末)

インデックス名	Citi-ESBI	ESBI-CAP	JPM-EMBI+	EMBI Global	EMBI Gl Diver
アルゼンチン	1.6%	2.3%	3.3%	2.0%	2.7%
ベリーズ	-	-	-	0.1%	0.2%
ブラジル	13.7%	8.5%	14.2%	9.6%	7.1%
チリ	-	-	-	1.7%	2.5%
コロンビア	3.7%	5.4%	4.9%	2.9%	4.2%
ドミニカ共和国	0.5%	0.7%	-	0.4%	0.6%
エクアドル	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%
メキシコ	10.2%	7.6%	13.3%	12.0%	6.5%
パナマ	2.7%	3.9%	3.5%	2.1%	3.1%
ペルー	3.1%	4.5%	3.6%	2.4%	3.5%
エルサルバドル	1.2%	1.8%	-	1.0%	1.6%
ウルグアイ	2.0%	2.9%	-	1.4%	2.3%
ベネズエラ	6.5%	5.0%	7.1%	7.9%	4.2%
ジャマイカ	-	-	-	0.3%	0.5%
インドネシア	6.0%	8.0%	6.3%	5.7%	5.8%
パキスタン	0.3%	0.5%	0.0%	0.3%	0.4%
フィリピン	8.5%	8.1%	10.0%	6.8%	6.3%
スリランカ	0.6%	0.9%	-	0.5%	0.8%
ベトナム	0.6%	0.8%	-	0.4%	0.7%
マレーシア	-	-	-	2.2%	3.3%
中国	-	-	-	1.7%	2.6%
ベラルーシ	0.5%	0.7%	-	0.4%	0.6%
ブルガリア	0.4%	0.6%	0.6%	0.4%	0.6%
クロアチア	1.4%	2.0%	0.5%	0.7%	1.1%
ハンガリー	1.1%	1.6%	-	0.9%	1.4%
リトアニア	1.7%	2.4%	-	1.3%	2.2%
ロシア	11.4%	8.1%	14.2%	11.3%	6.9%
セルビア	0.3%	0.5%	-	0.3%	0.4%
トルコ	11.5%	7.7%	14.6%	9.0%	6.6%
ウクライナ	2.1%	3.1%	1.1%	2.3%	3.3%
ギリシャ	0.4%	0.6%	-	0.0%	0.0%
ポーランド	-	-	-	2.2%	3.2%
グルジア	-	-	-	0.1%	0.2%
カザフスタン	-	-	-	2.7%	3.8%
エジプト	0.5%	0.7%	-	0.5%	0.8%
ガボン	0.3%	0.5%	-	0.3%	0.4%
ガーナ	0.3%	0.4%	-	0.2%	0.3%
ヨルダン	0.2%	0.3%	-	0.2%	0.3%
レバノン	3.9%	5.7%	-	2.5%	3.6%
ナイジェリア	0.2%	0.2%	-	0.1%	0.2%
南アフリカ	2.6%	3.8%	2.7%	2.4%	3.5%
イラク	-	-	-	0.6%	1.0%
コートジボワール	-	-	-	0.3%	0.4%

出所：各社ホームページより年金シニアプラン総合研究機構作成

〔図表 3-3〕インデックス別組入国構成比率



出所：各社ホームページより年金シニアプラン総合研究機構作成

3　現地通貨建てエマージング債券インデックス

主な外貨建てエマージング債券インデックスの概要は以下の通り。

〔図表 3-4〕主要現地通貨建てエマージング債券インデックス①(2011 年 3 月末)

インデックス名	JP モルガン・ガバメント・ボンド・インデックスー　エマージング・マーケッツ JPM-GBI_EM	JP モルガン・ガバメント・ボンド・インデックスー　エマージング・マーケッツ　グローバル JPM-GBI_EM_Global	JP モルガン・ガバメント・ボンド・インデックスー　エマージング・マーケッツ　ブロード JPM-GBI_EM_Broad
算出機関	JP モルガン	JP モルガン	JP モルガン
債券の種類	自国通貨建て国債	自国通貨建て国債	自国通貨建て国債
組入銘柄数	141 銘柄	183 銘柄	319 銘柄
組入国数	14 ヶ国	15 ヶ国	18 ヶ国
時価残高(10 億米ドル)	592,555	865,070	1,527,742
デュレーション(年)	4.353	3.944	4.463
最終利回り(%)	6.624	7.616	6.501
対象国の組入基準	世界銀行の一人当たり国民総所得による国の区分が Low/Middle、除く海外投資家が自由に投資できない国	世界銀行の一人当たり国民総所得による国の区分が Low/Middle、除く明示的資本コントロール国	世界銀行の一人当たり国民総所得による国の区分が Low/Middle
最低残存期間	13 か月	13 か月	13 か月
クーポンの種類	固定金利、ゼロ・クーポン債	固定金利、ゼロ・クーポン債	固定金利、ゼロ・クーポン債
最低額面金額	なし	なし	なし
算出開始	2005 年 6 月 ヒストリカル・データは 2002 年 1 月から	2005 年 6 月 ヒストリカル・データは 2002 年 1 月から	2005 年 6 月 ヒストリカル・データは 2002 年 1 月から

出所：JP モルガン

〔図表 3-5〕主要現地通貨建てエマージング債券インデックス②(2011 年 3 月末)

インデックス名	ﾊﾞｰｸﾚｲｽﾞ・ｷｬﾋﾟﾀﾙ 新興市場現地通貨建て 国債インデックス Barclays-EMLCG	ﾊﾞｰｸﾚｲｽﾞ・ｷｬﾋﾟﾀﾙ 新興市場現地通貨建て 国債インデックス・ユニバーサル Barclays-EMLCG -Universal	ﾊﾞｰｸﾚｲｽﾞ・ｷｬﾋﾟﾀﾙ 新興市場現地通貨建て 国債 10%キャップ・インデックス Barclays-EMLCG- 10%Cap
算出機関	バークレイズ・キャピタル	バークレイズ・キャピタル	バークレイズ・キャピタル
債券の種類	自国通貨建て国債	自国通貨建て国債	自国通貨建て国債
組入銘柄数	392 銘柄	574 銘柄	392 銘柄
組入国数	20 ヶ国	22 ヶ国	20 ヶ国
時価残高(10 億米ドル)	1,421,971	2,355,323	1,421,971
デュレーション(年)	4.323	5.084	4.439
最終利回り(%)	6.367	6.067	6.747
対象国の組入基準	Moody's、S&P、Fitch の中間格付が A1/A+以下、または世界銀行の一人当たり国民総所得による国の区分が Low/Middle	Moody's、S&P、Fitch の中間格付が A1/A+以下、または世界銀行の一人当たり国民総所得による国の区分が Low/Middle	Moody's、S&P、Fitch の中間格付が A1/A+以下、または世界銀行の一人当たり国民総所得による国の区分が Low/Middle
最低残存期間	1 年	1 年	1 年
クーポンの種類	固定金利、ゼロ・クーポン債、ステップアップ・クーポン債	固定金利、ゼロ・クーポン債、ステップアップ・クーポン債	固定金利、ゼロ・クーポン債、ステップアップ・クーポン債
最低額面金額	中南米：3 億ドル相当、EMEA : 3 億ユーロ相当、アジア：350 億円相当	中南米：3 億ドル相当、EMEA : 3 億ユーロ相当、アジア：350 億円相当	中南米：3 億ドル相当、EMEA : 3 億ユーロ相当、アジア：350 億円相当
算出開始	2008 年 7 月	2008 年 7 月	2008 年 7 月

出所：バークレイズ・キャピタル

3.1　対象国の組入基準

現地通貨建てエマージング債券インデックスの対象国組入基準は、JP モルガンのインデックス・シリーズ（JPM-GBI-EM、JPM-GBI-EM-Global、JPM-GBI-EM-Broad）が世界銀行の一人当たり国民総所得に基づく基準で、バークレイズ・キャピタルのインデックス・シリーズ（Barclays-EMLCG、Barclays-EMLCG-Universal）は、格付基準と世界銀行の一人当たり国民総所得に基づく基準の併用となっている。

バークレイズ・キャピタルのインデックス・シリーズの対象国の組入基準は、Moody's、S&P、Fitchの 3 つの格付機関の中間格付 [2]がA1/A+以下、または、世界銀行の一人当たり国民総所得がLow-income、Lower-middle-income、Upper-middle-incomeに区分されている国を組み入れ対象としている。ただし、ユーロ採用国に関しては組入対象としないと規定している。また、インデックスの対象となる現地通貨建て国債残高が前年 7 月 1 日現在で米ドル換算 50 億ドル以上であることも条件としている。

2 つの組入条件のどちらか一方にあてはまれば組入対象国とされ、格付がダブル A 以上であっても世界銀行の所得区分が Low-income、Lower-middle-income、Upper-middle-income に区分されている場合、あるいは世界銀行の所得区分が High-income であっても格付がシングル A 以下である場合には組入対象国となる。

2011 年 3 月末現在の組入国では、イスラエル（一人当たり国民所得 : 28,683 ドル）、韓国（20,757 ドル）、チェコ（18,239 ドル）、クロアチア（13,736 ドル）、ハンガリー（13,035 どる）が High-income の国であるが格付がダブル A に満たないためインデックス対象国となっている。

3.2　海外投資家の参入規制

新興国の国内債券市場には、通貨規制・資本コントロール・課税措置といった海外投資家にとっての参入障壁が残されているため、インデックス・プロバイダーは数種類のインデックスを作成することによって投資家のニーズに応えようとしている。

JP モルガンのインデックス・シリーズは、JPM-GBI-EM、JPM-GBI-EM-Global、JPM-GBI-EM-Broad という 3 段階の構成となっている。

JPM-GBI-EM-Broad はその他の基準に適合するすべての国（2011 年 3 月末現在 18 か国）をインデックスの対象国とするが、JPM-GBI-EM-Global では明示的な資本コントロール等で海外投資家によるインデックスの複製が困難な国（中国、インド、アルゼンチンの 3 か国）を除外、JPM-GBI-EM では、投資家可能であるが売却制限等のあるインドネシアを除外し、海外投資家の現地通貨建て国債投資が原則自由な 14 か国のみを対象としている。

尚、アルゼンチンについては、海外投資家が自由に投資可能な銘柄が 1 銘柄しかなく、その銘柄が残存 1 年未満となってしまったことにより、現在は投資対象国から外れている。

---

[2] 例えば Moody's、S&P、Fitch の 3 つの格付機関の格付が、Aa3/AA-/A+であればインデックス対象外、A1/AA-/A+であればインデックス対象国となる。

3.3　対象国のインデックス・ウェイト

現地通貨建てエマージング債券インデックスでは、インデックスにより国別ウェイトが大きく異なることが特徴の一つとなっており、インデックス内での最大ウェイト国がインデックス毎に異なる状況である。

各インデックスの最大ウェイト国は、JPM-GBI-EM ではメキシコ(2011 年 3 月末:20.57%)、JPM-GBI-EM-Global ではブラジル(24.80%)、JPM-GBI-EM-Broad では中国(25.43%)、バークレイズ・キャピタルの EMLCG では韓国(25.64%)、EMLCG-Universal では中国(21.98%)となっている。

尚、投資対象国としてはインドネシアが入るかどうかという違いしかない JPM-GBI-EM と JPM-GBI-EM-Global で最大ウェイト国がメキシコからブラジルへと変化しているのは、ブラジルとコロンビアの 2 か国はインドネシア同様投資規制があるが、海外投資家が自由に取引できる現地通貨建てのグローバル債が存在するため、JPM-GBI-EM には当該グローバル債のウェイトのみが計上され、投資規制のある国内発行銘柄もインデックスの対象となる JPM-GBI-EM ではウェイトが増大したためである。

ブラジルとコロンビアで海外投資家が自由に取引できる現地通貨建てのグローバル債は以下の銘柄である。

≪ブラジル≫

BRAZIL	12.50%	2016/1/5	ISIN:US105756BJ84
BRAZIL	12.50%	2022/1/5	ISIN:US105756BL31
BRAZIL	10.25%	2028/1/10	ISIN:US105756BN96

≪コロンビア≫

COLOM	12.00%	2015/10/22	ISIN:XS0213272122
COLOM	7.75%	2021/4/14	ISIN:XS0502258444
COLOM	9.85%	2027/6/28	ISIN:XS0306322065

これら 6 銘柄はいずれも現地通貨建て（ブラジル・レアル／コロンビア・ペソ）債券であるが、元利金の支払いは為替換算後の米ドルで実施される。また、受渡はユーロクリア等を通じて可能となっている。

ただし、利回りは国内発行国債とは大きく異なっており、ブラジルのグローバル債 2022 年償還が 8.82%の利回りであるのに対して、ブラジルの国内発行国債 2021 年償還は 12.38%、コロンビアのグローバル債 2021 年償還が 5.80%の利回りであるのに対してコロンビアの国内発行国債 2020 年償還は 7.67%と極めて大きな利回り格差がついている状況である。(利回りは 2011 年 6 月末時点)

3.4　最低額面基準

JP モルガンのインデックス・シリーズでは、個々の銘柄の最低額面基準は設定されていないが、バークレイズ・キャピタルのインデックス・シリーズでは、中南米諸国は 3 億ドル相当以上、EMEA（欧州・中東・アフリカ）諸国では 3 億ユーロ以上、アジア諸国では 350 億円以上に最低額面金額が定められている。

3.5　最低残存期間

バークレイズ・キャピタルのインデックス・シリーズにおける最低残存期間は他の多くのインデックス同様 1 年であるが、JP モルガンのインデックス・シリーズでは 13 か月となっている。

3.6　分散型インデックス

JP モルガンのインデックス・シリーズ（JPM-GBI-EM、JPM-GBI-EM-Global、JPM-GBI-EM-Broad）、バークレイズ・キャピタルのインデックス・シリーズ（Barclays-EMLCG、Barclays-EMLCG-Universal）ともに時価総額加重のインデックスであるが、投資の集中リスクを排除するために、インデックス内での個別国のウェイトが 10%以上とならないようにした分散型インデックス（JP モルガンは diversified、バークレイズ・キャピタルは 10% Country Capped）がそれぞれに設定されている。

3.7　地域別インデックス他

様々な投資家ニーズに対応する等の理由により、それぞれのインデックス・プロバイダーは、アジア、中南米等地域別のインデックスや国別のインデックス等さまざまなインデックスを発表しており、インデックス・プロバイダーによっては投資家の個別の要望に応じたカスタマイズド・インデックスの提供も行っている。

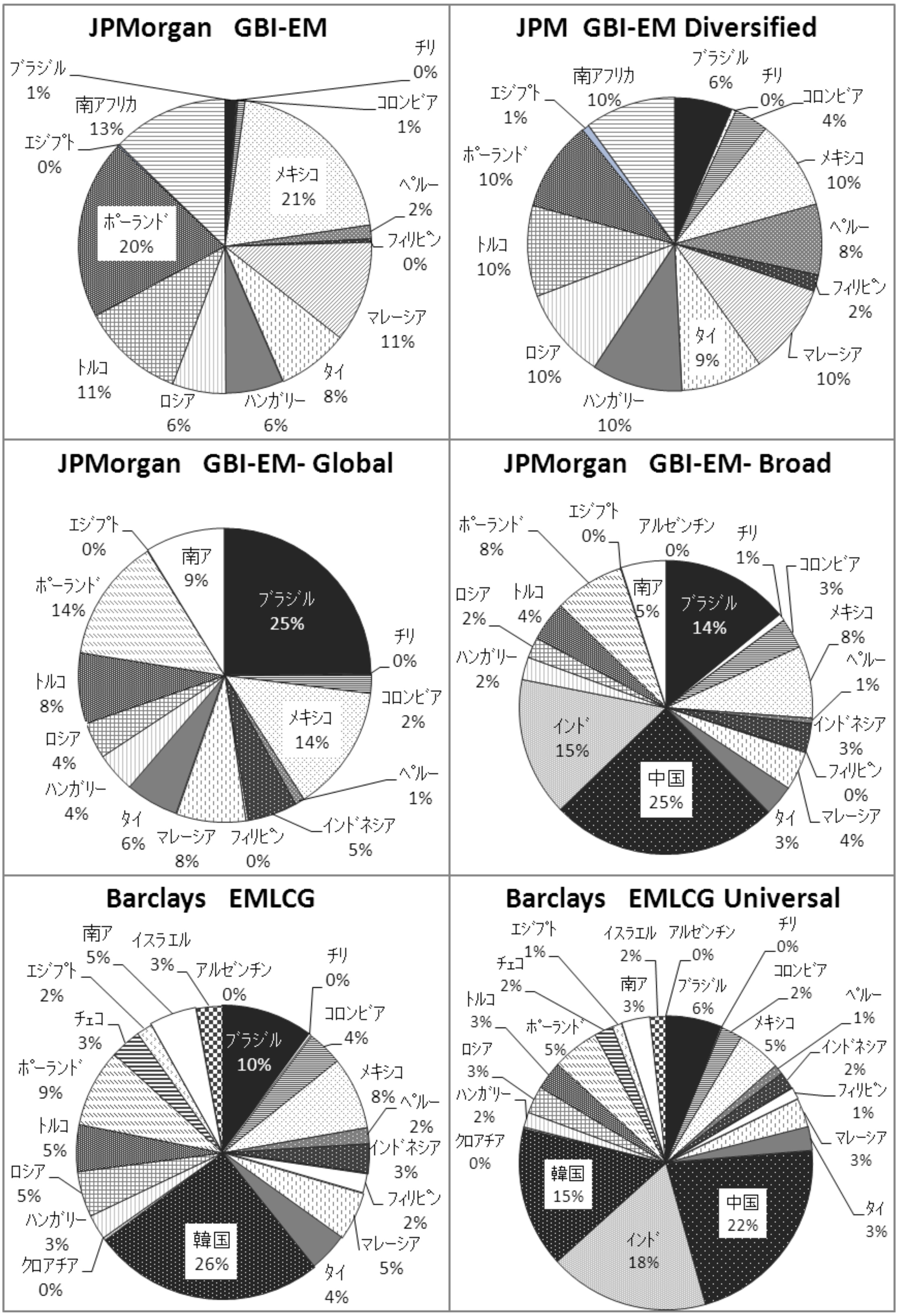
また、投資規制の厳しい中国の国内債券市場の代替投資先として、香港市場におけるオフショア人民元債（点心債 Dim Sum Bond）のインデックスが 2011 年に入っていくつか設定されてきている。

〔図表 3-6〕現地通貨建てエマージング債券インデックス組入対象国とウェイト(2011/3 末)

地域／国	JPMorgan GBI-EM	JPMorgan GBI-EM-Global	JPMorgan GBI-EM-Broad	Barclays EMLCG	Barclays EMLCG Universal
ラテンアメリカ	**24.36%**	**42.11%**	**26.63%**	**24.01%**	**14.49%**
アルゼンチン	-	-	0.02%	0.03%	0.02%
ブラジル	1.32%	24.80%	13.96%	10.05%	6.07%
コロンビア	0.77%	2.02%	3.29%	3.88%	0.16%
メキシコ	20.57%	14.13%	7.96%	8.01%	2.35%
ペルー	1.60%	1.10%	0.62%	1.77%	4.84%
チリ	0.10%	0.07%	0.79%	0.26%	1.07%
アジア	**19.61%**	**19.41%**	**51.70%**	**40.85%**	**64.29%**
インドネシア	-	5.35%	3.01%	3.29%	1.99%
フィリピン	0.37%	0.26%	0.14%	2.20%	1.33%
マレーシア	11.38%	7.81%	4.40%	5.37%	3.24%
タイ	7.86%	5.99%	3.38%	4.35%	2.63%
中国	-	-	25.43%	-	21.98%
インド	-	-	15.33%	-	17.65%
韓国	-	-	-	25.64%	15.48%
欧州	**43.14%**	**29.62%**	**16.68%**	**25.28%**	**15.26%**
クロアチア	-	-	-	0.33%	0.20%
ハンガリー	6.17%	4.24%	2.39%	2.74%	1.65%
ロシア	5.89%	4.04%	2.28%	5.03%	3.03%
トルコ	11.08%	7.61%	4.28%	5.16%	3.11%
ポーランド	20.00%	13.73%	7.73%	8.62%	5.20%
チェコ	-	-	-	3.40%	2.05%
アフリカ／中東	**12.90%**	**8.85%**	**4.99%**	**9.88%**	**5.96%**
エジプト	0.16%	0.11%	0.06%	1.77%	1.07%
南アフリカ	12.74%	8.74%	4.92%	5.21%	3.14%
イスラエル	-	-	-	2.90%	1.75%

出所：JP モルガン、バークレイズ・キャピタル

〔図表 3-7〕インデックス別組入国構成比率



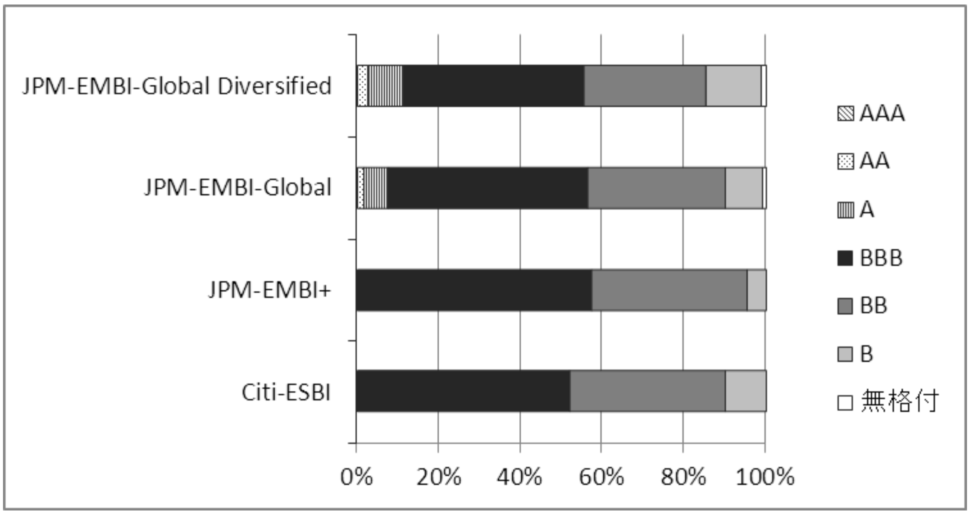
出所：JP モルガン、バークレイズ・キャピタル

4　エマージング債券インデックスの格付別構成比

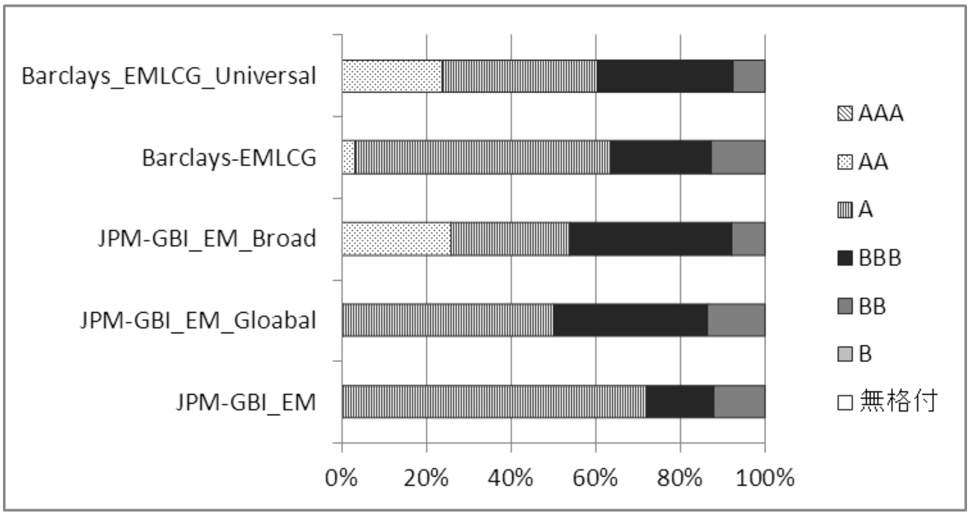
エマージング債券＝低格付というイメージが現在でも強いのが実情であると思われるが、新興国の信用格付の改善は目覚ましく、いずれのインデックスにおいても投資適格格付のウェイトが 50%を上回る状況となってきている。

外貨建てインデックスでは最高格付基準（Citi-ESBI と JPM-EMBI+はシングル A 格付はインデックス対象外）があることもあり、低格付のウェイトも相応に高いが、現地通貨建てインデックスでは、投資適格格付が 8 割超、シングル A 以上の格付が半分超という水準にまで達している。

〔図表 3-8〕外貨建てインデックス格付別構成比（S&P 基準）



〔図表 3-9〕現地通貨建てインデックス格付別構成比（S&P 基準）



出所：（図表 3-8，3-9 ともに）JP モルガン、バークレイズ・キャピタル

5　主要外国債券インデックスとの比較

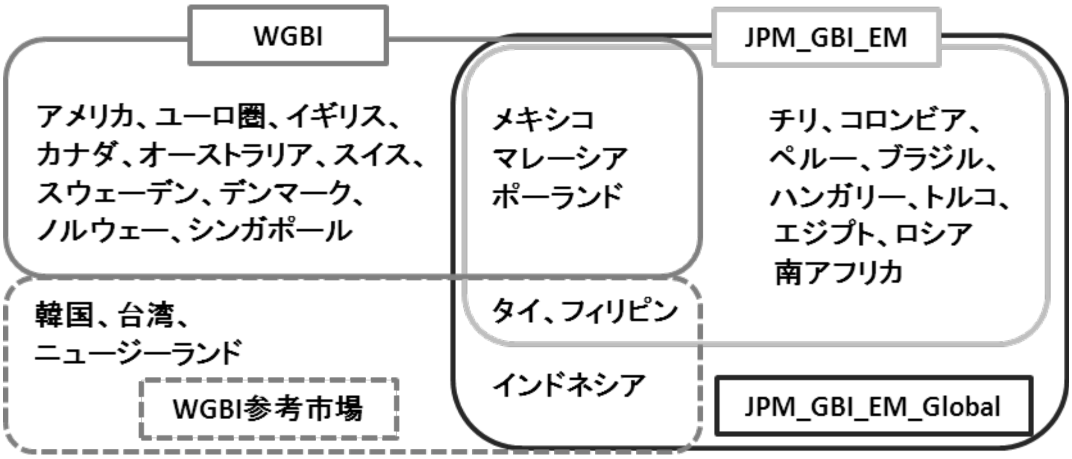
5.1　組入対象国の比較

外国債券運用のベンチマークとしては、国債型インデックスとしてはシティグループ世界国債インデックス(除く日本)（以下 WGBI）が、総合型インデックスとしてはバークレイズ・キャピタル・グローバル総合インデックス（以下 Global Aggregate）が主流となっているが、どちらのインデックスも『先進国型』と銘を打ったインデックスではないこと、『新興国』あるいは『エマージング債券』という定義は明確なものではないため、現地通貨建てエマージング債券インデックスを投資のベンチマークとして採用する場合、インデックス間の組み入れ対象国の重複が生じている。

外国債券のベンチマークとしてシティグループ世界国債インデックス(除く日本)（以下 WGBI）を採用している場合、WGBI で既に採用国となっているメキシコ、マレーシア、ポーランドの 3 か国は、主要な現地通貨建てエマージング国債インデックスにおいても対象国となっている。

また、WGBI で参考市場となっている韓国、タイ、フィリピン、インドネシアにも将来的には重複の可能性がある。

〔図表 3-10〕シティグループ WGBI と、JPM_GBI_EM との投資対象国の重複状況



出所：シティグループ、JP モルガンより年金シニアプラン総合研究機構作成

Global Aggregate を外国債券のベンチマークとして採用している場合には、その国債部分においてメキシコ、マレーシア、ポーランドに加え、チリ、タイ、ハンガリー、南アフリカなどが重複してくる状況である。

また、ドル建てエマージング債券インデックスをベンチマークとして採用した場合にも、総合型インデックスとの間では重複が生じることとなる。

〔図表 3-11〕主要外国国債インデックスの組み入れ対象国

	外債インデックス		新興国国債 Index (現地通貨)				
	WGBI	Barclays Treasury	JPM GBI-EM	JPM GBI-EM-Global	JPM GBI-EM-Broad	Barclays EMLCG	Barclays EMLCG Universal
チリ		○	○	○	○	○	○
メキシコ	○	○	○	○	○	○	○
コロンビア			○	○	○	○	○
ペルー			○	○	○	○	○
ブラジル			○	○	○	○	○
アルゼンチン					○	○	○
ニュージーランド	△	○					
香港		○					
マレーシア	○	○	○	○	○	○	○
韓国	△	○				○	○
シンガポール	○	○					
台湾	△	○					
タイ	△	○	○	○	○	○	○
インドネシア	△			○	○	○	○
フィリピン	△		○	○	○	○	○
中国					○		○
インド					○		○
ハンガリー		○	○	○	○	○	○
スイス	○	○					
ノルウェー	○	○					
チェコ		○				○	○
クロアチア						○	○
トルコ			○	○	○	○	○
エジプト			○	○	○	○	○
ポーランド	○	○	○	○	○	○	○
ロシア			○	○	○	○	○
南アフリカ		○	○	○	○	○	○
スロバキア		○					
スロベニア		○					
イスラエル		○				○	○

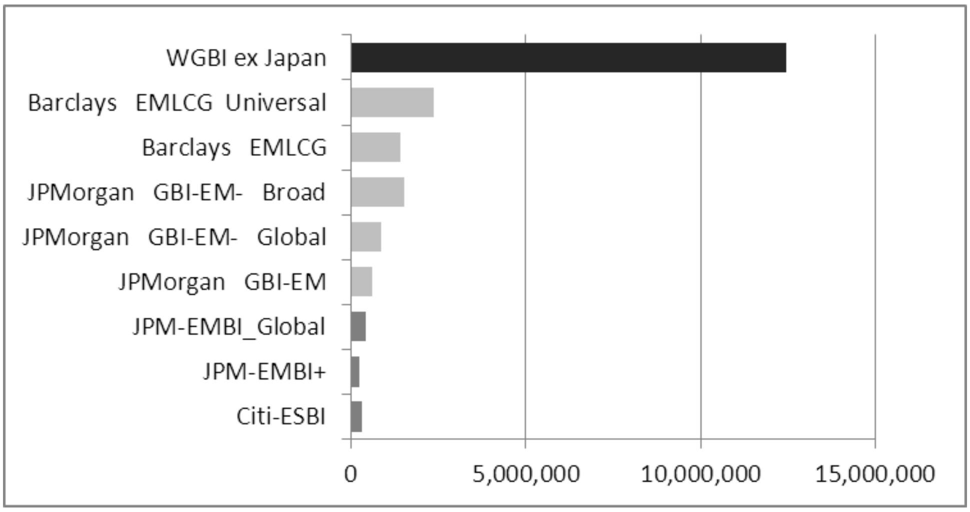
注）米、加、豪、英、ユーロ圏、ｽｳｪｰﾃﾞﾝ、ﾃﾞﾝﾏｰｸを除く、WGBI の"△"は参考市場インデックス対象国
出所：シティグループ、JP モルガン、バークレイズ・キャピタル

5.2　時価総額／組入銘柄数の比較

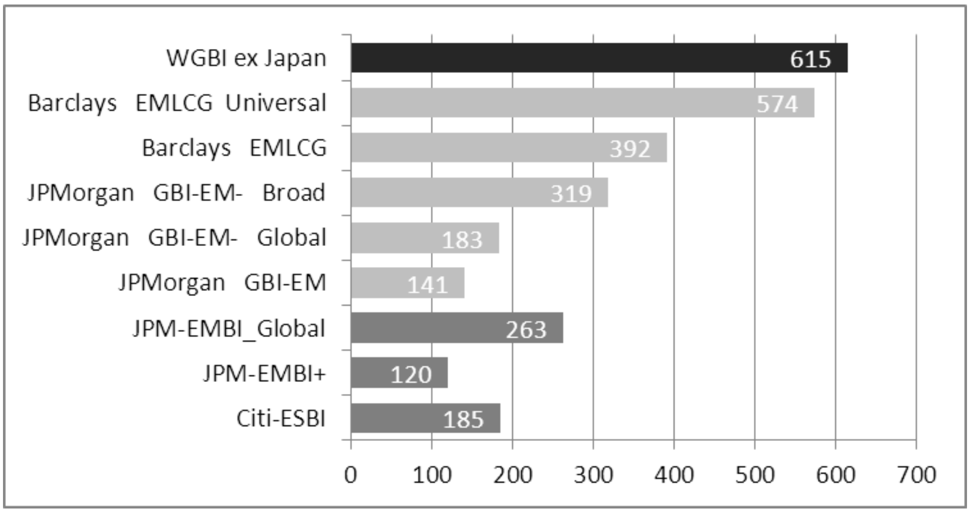
エマージング債券インデックスの時価総額は年々拡大してきているが、シティグループ世界国債インデックス(WGBI ex Japan)との比較では、最大の時価総額を持つ Barclays Capital EMLCG_Universal インデックスでも 20%にも届かず、外貨建てエマージング債券インデックスでは、最大の JP モルガン EMBI_Global インデックスでも 4%にも満たないのが現状である。

時価総額では大きな格差があるが、組入銘柄数ではその差は大きく縮まっているが、これは 1 銘柄当たりの発行額に大きな差があることを示している。

〔図表 3-12〕インデックス時価総額の比較



〔図表 3-13〕インデックス組入銘柄数の比較



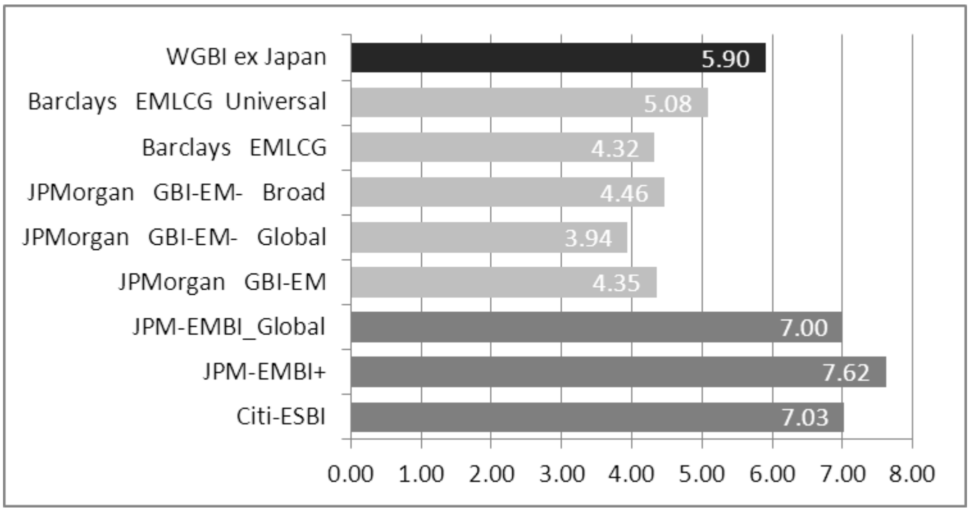
出所：(図表 3-12，3-13 ともに）シティグループ、JP モルガン、バークレイズ・キャピタル

5.3　デュレーション／最終利回りの比較

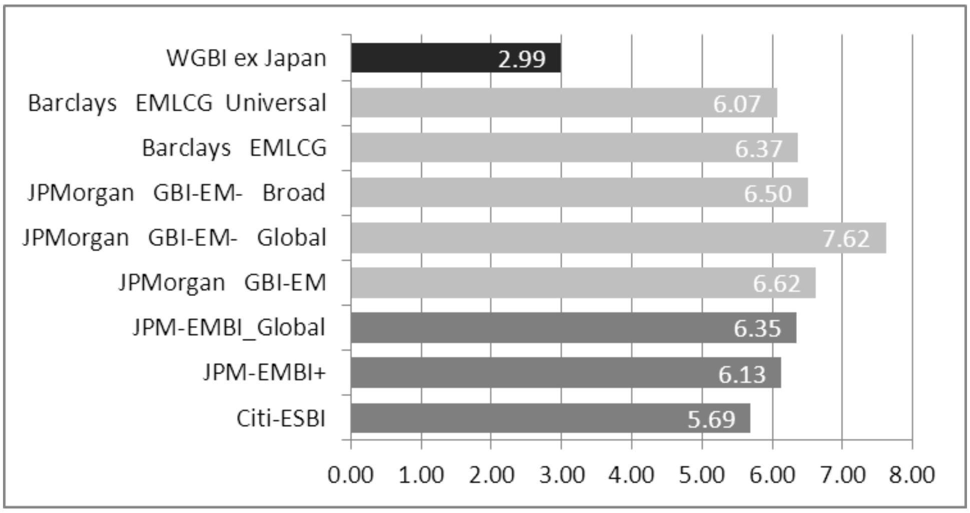
現地通貨建てのエマージング債券インデックスのデュレーションは WGBI と比較して短く、長期債の発行環境がまだ整っていない現地市場が多いことを窺わせている。一方で、新興国は外貨建て市場では長期の資金調達に注力しているものと考えられる。

スプレッドは大きく縮まっているもののエマージング債券の利回りは引き続き高い状況にある。

〔図表 3-14〕デュレーションの比較



〔図表 3-15〕最終利回りの比較



出所：(図表 3-14，3-15 ともに) シティグループ、JP モルガン、バークレイズ・キャピタル

6　エマージング債券インデックスのパフォーマンス

6.1　収益率、標準偏差、シャープレシオ

2002 年 1 月から 2011 年 3 月までの主要資産の円建て収益率を比較すると、1 位が EM 株式、2 位が現地通貨建てエマージング債券(EM 債券②)、3 位がドル建てエマージング債券（EM 債券①）となっている。

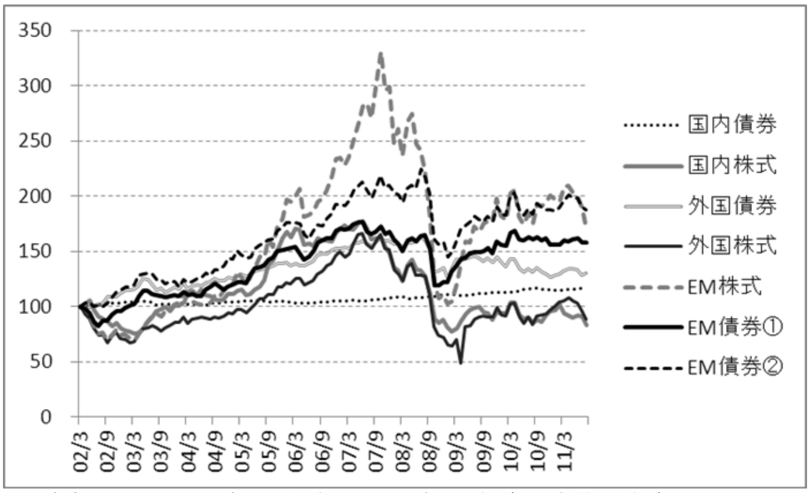
エマージング市場は収益ボラティリティーが高いことから、シャープレシオでの比較では、1 位が国内債券、2 位が EM 債券②、3 位が EM 債券①と国内債券がトップに出るが、エマージング債券も相対的には良好で 2 位と 3 位を占めている。

〔図表 3-16〕主要資産の円建て収益率、標準偏差、シャープレシオ

02/1-11/3	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	EM 株式	EM 債券①	EM 債券②
最大収益率	1.72%	12.01%	8.49%	67.72%	15.83%	7.72%	9.07%
最小収益率	△2.12%	△20.26%	△13.35%	△29.92%	△32.84%	△21.39%	△19.85%
収益率（年率換算）	1.53%	1.29%	3.45%	5.17%	13.57%	6.94%	8.74%
標準偏差（年率換算）	2.08%	18.10%	9.62%	31.49%	26.20%	13.02%	13.60%
シャープレシオ	0.74	0.07	0.36	0.16	0.52	0.53	0.64

注）EM 債券①はシティグループ ESBI インデックス、EM 債券②は JP モルガン GBI_EM インデックス
出所：年金シニアプラン総合研究機構作成

-再掲-〔図表 2-7〕ベンチマーク収益率（2002/3=100）



出所：Bloomberg、各社ホームページより年金シニアプラン総合研究機構作成

6.2　他資産との相関

他資産との収益の相関をみると、予想されるように EM 株式と外国債券との間で相関がやや高いが、エマージング債券の組入れは相応の分散効果を持つものと考えられる。

〔図表 3-17〕相関係数（2002/1-2011/3）

02/1-11/3	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	EM 株式	EM 債券①	EM 債券②
国内債券	1.00						
国内株式	-0.35	1.00					
外国債券	0.09	0.38	1.00				
外国株式	-0.12	0.47	0.37	1.00			
EM 株式	-0.21	0.71	0.54	0.60	1.00		
EM 債券①	-0.04	0.53	0.69	0.44	0.73	1.00	
EM 債券②	-0.08	0.58	0.78	0.46	0.78	0.77	1.00

出所：年金シニアプラン総合研究機構作成

しかしながら、リーマンショックを挟む 2007 年 4 月から 2009 年 3 月までの 2 年間での相関で見てみると国内債券を除く他の全ての資産クラスとの相関係数は 0.8 以上と極めて高い相関を示してしまっている。

危機時には、長期的には成立するリスク資産間の分散効果は機能しないということが、リーマンショックから得た貴重な経験でもあり、リスク管理上考慮すべき事象である。

〔図表 3-18〕相関係数（2007/4-2009/3）

07/4-09/3	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	EM 株式	EM 債券①	EM 債券②
国内債券	1.00						
国内株式	-0.37	1.00					
外国債券	-0.06	0.71	1.00				
外国株式	-0.34	**0.91**	0.77	1.00			
EM 株式	-0.31	**0.90**	0.78	**0.94**	1.00		
EM 債券①	-0.21	**0.81**	**0.86**	**0.84**	**0.82**	1.00	
EM 債券②	-0.21	**0.85**	**0.91**	**0.90**	**0.87**	**0.88**	1.00

出所：年金シニアプラン総合研究機構作成

6.3　収益率の分布

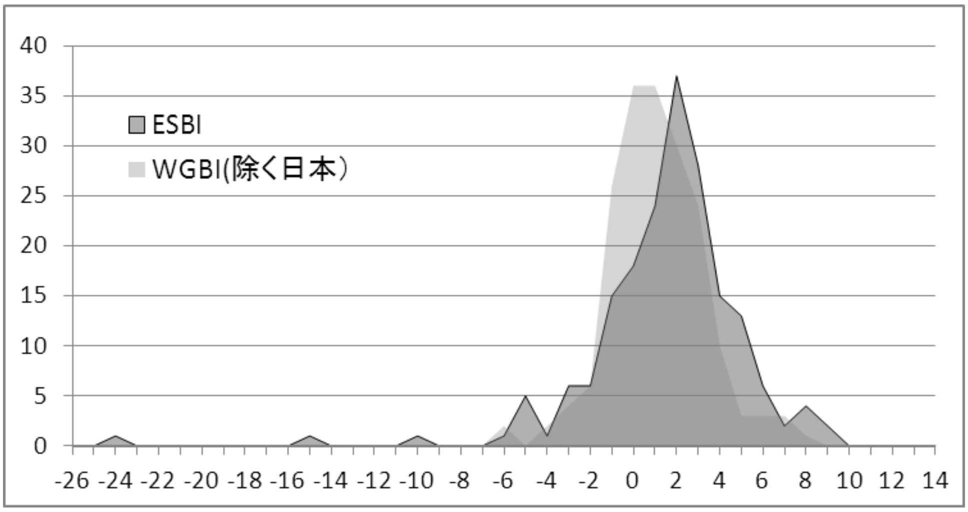
ドル建てエマージング債券インデックスであるシティグループ新興国市場ソブリン債券インデックス(ESBI) とシティグループ世界国債インデックス除く日本(WGBI-exJapan)の月次収益率のヒストグラムを見ると、エマージング債券インデックス収益率の頻度数の中心はプラスに振れているが、マイナス方向に大きなファットテイルがでていることが確認できる。

ESBI の月次収益率が△10%を超えたのは、1998 年 8 月△24.6%、2008 年 10 月△15.1%、

1997年10月△10.2%の3回となっている。一方、WGBI(除く日本)では2009年1月の△6.5%が最大のマイナス月次収益率となっている。（いずれもUS$ベース）

このようにエマージング債券市場のパフォーマンスは単月で極めて大きな振れを生じることがあることには注意が必要と思われる。

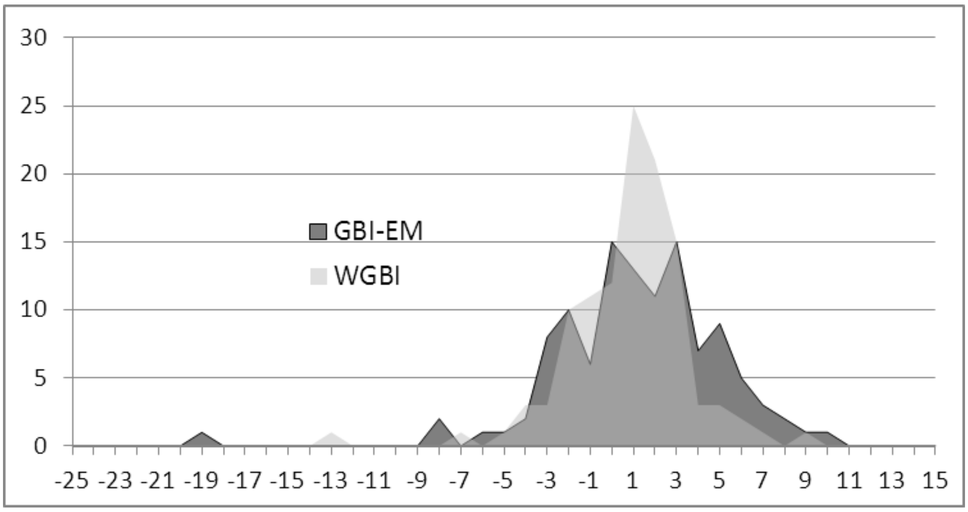
〔図表3-19〕ドル建て月次収益率の分布（1996/1-2011/6）



出所：シティグループより年金シニアプラン総合研究機構作成

円ベースの収益率では、データ取得上の問題からアジア危機、ロシア危機等の時代を含まないこともあってやや状況はことなるが、収益率の振れ幅の大きさという面では変わりはない。また、リターン・リスク特性の正規分布を疑わせるような形状となっている。

〔図表3-20〕円建て月次収益率の分布（2002/2-2011/6）



出所：シティグループより年金シニアプラン総合研究機構作成

6.4　地域間のパフォーマンス相関

データ期間を長くとるためドル建てエマージング債券インデックスであるシティグループ新興国市場ソブリン債券インデックス(ESBI）のドル建て収益率で見た場合、ESBI のパフォーマンスと中南米のパフォーマンスの相関は極めて高い状況が時期によらず続いている。中南米のインデックス内におけるウェイトの高さが大きな要因となっているものと考えられる。

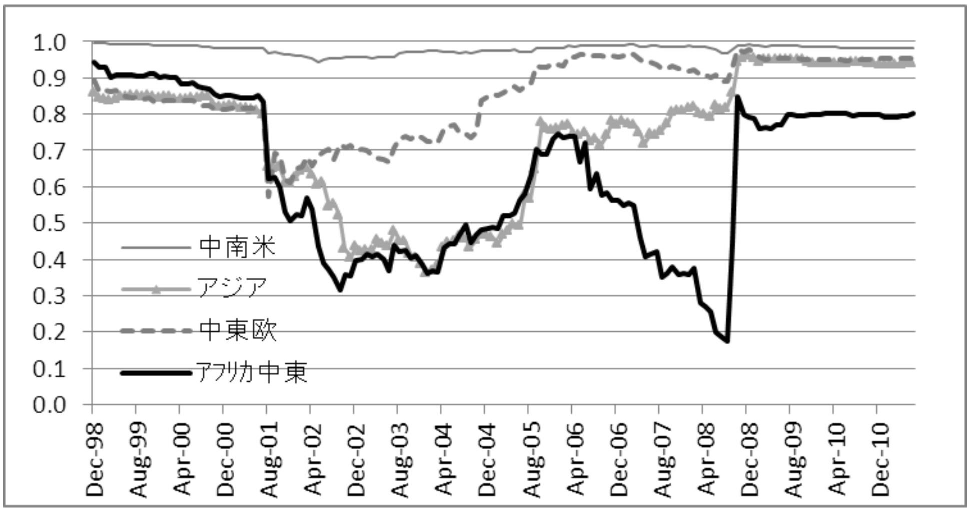
地域間での相関は、アルゼンチンのデフォルト以降リーマンショックまでの期間は相関係数はやや低かったが、リーマンショック後は地域間での相関が極めて高い状況となっており、地域分散効果はやや薄れているのが現状である。

〔図表 3-21〕各地域と ESBI のパフォーマンス相関

期間	ESBI	中南米	アジア	中東欧	ｱﾌﾘｶ中東
1996/1-2011/6	1.0000	0.9758	0.7479	0.8236	0.7712
1996/1-2000/12	1.0000	0.9868	0.8281	0.8138	0.8629
2001/1-2005/12	1.0000	0.9700	0.4827	0.7725	0.4765
2006/1-2010/12	1.0000	0.9817	0.9288	0.9467	0.7410
2007/7-2011/6	1.0000	0.9818	0.9326	0.9490	0.7884

注）1996/1-2011/6 全期間と、5 年毎に区切った場合の地域間の相関係数
出所：シティグループより年金シニアプラン総合研究機構作成

〔図表 3-22〕ESBI と各地域の相関推移



注）期間 3 年で月次ロールさせた各地域と ESBI 全体との相関係数の月次推移
出所：シティグループより年金シニアプラン総合研究機構作成

〔図表 3-23〕地域間の相関係数(1996 年 1 月～2011 年 6 月)

96/1-11/6	ESBI	中南米	アジア	中東欧	ｱﾌﾘｶ中東
ESBI	1.00	0.98	0.75	0.82	0.77
中南米		1.00	0.66	0.70	0.70
アジア			1.00	0.70	0.68
中東欧				1.00	0.67
ｱﾌﾘｶ中東					1.00

〔図表 3-24〕地域間の相関係数(2008 年 7 月～2011 年 6 月)

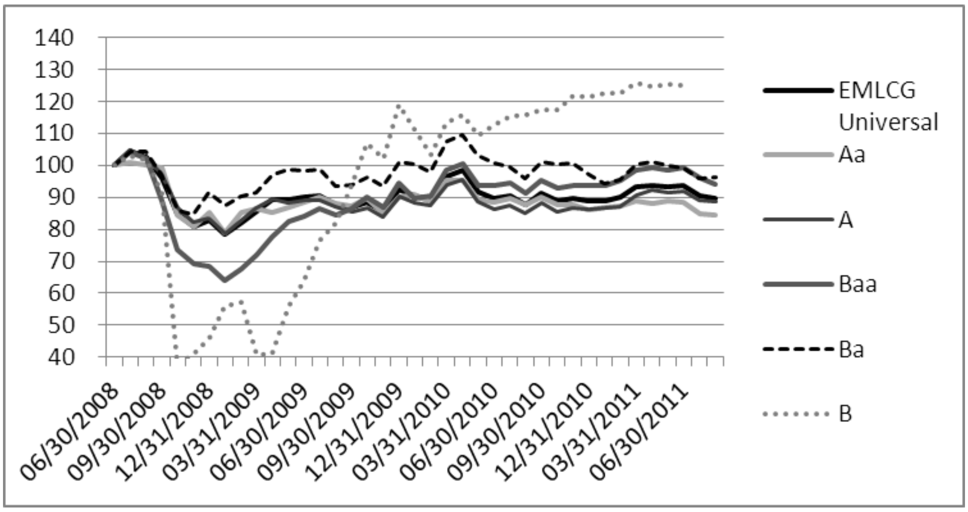
08/7-11/6	ESBI	中南米	アジア	中東欧	ｱﾌﾘｶ中東
ESBI	1.00	0.98	0.94	0.95	0.80
中南米		1.00	0.90	0.89	0.77
アジア			1.00	0.87	0.79
中東欧				1.00	0.71
ｱﾌﾘｶ中東					1.00

出所：(図表 3-23，3-24 ともに）シティグループより年金シニアプラン総合研究機構作成

6.5　格付別パフォーマンス

現地通貨建てエマージング債券インデックスの円ベースでの格付別パフォーマンス・データは 2008 年 7 月からのデータしか取得できなかったが、2011 年 8 月末までのパフォーマンスは低格付けほどパフォーマンスが良好だが、Ba 格付を例外として低格付けほど収益のボラティリティーも高いという結果となっている。

〔図表 3-25〕格付別パフォーマンス（2008/6=100）



出所：バークレイズ・キャピタルより年金シニアプラン総合研究機構作成

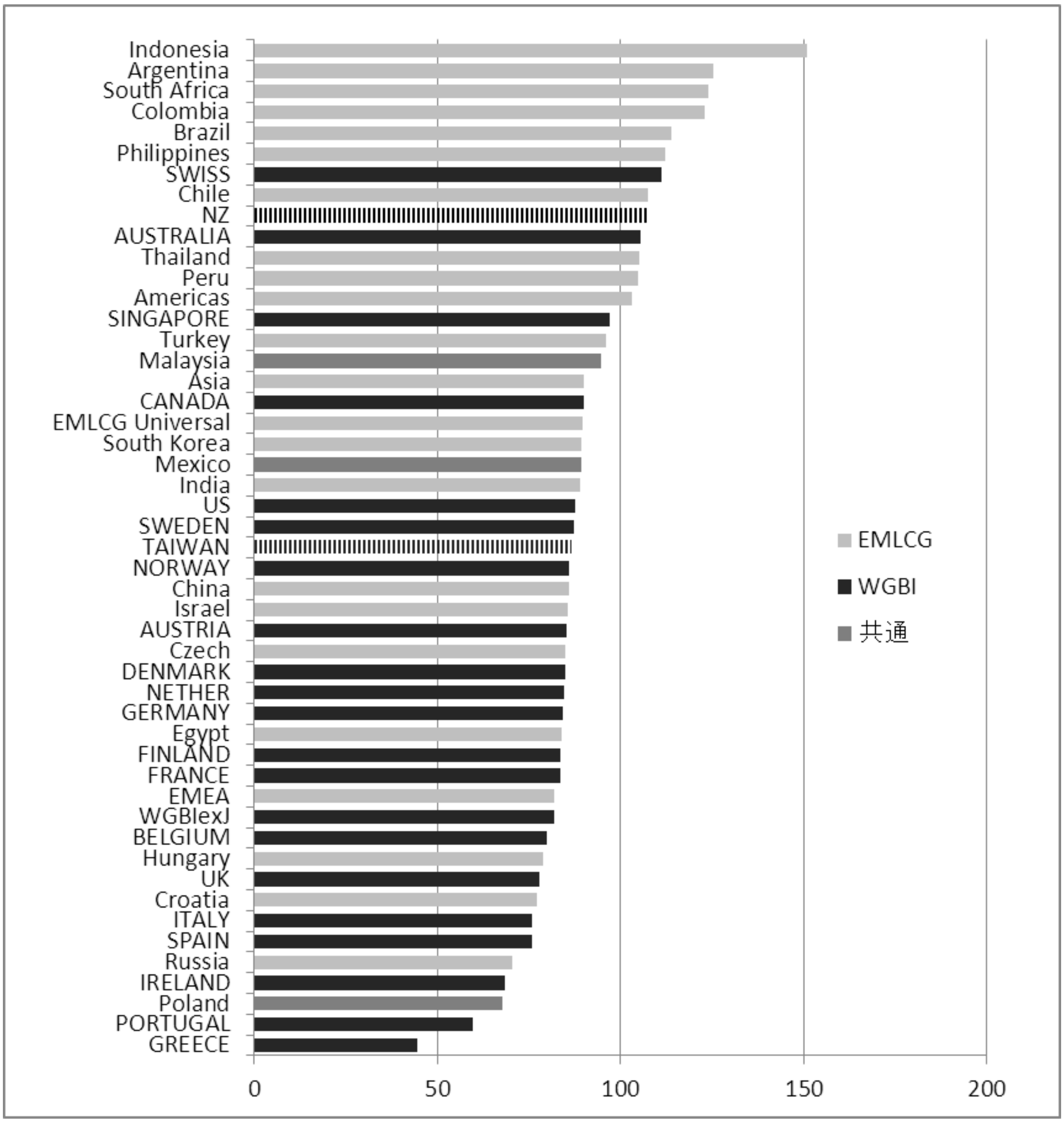
6.6　国別パフォーマンス

現地通貨建てエマージング債券インデックスの円ベースでの国別パフォーマンス・データは、同じく 2008 年 7 月からのデータしか取得できなかった。

インドネシア、アルゼンチン(2011 年 6 月まで)、南アフリカなど対象期間において相対的に通貨が強かった国が高パフォーマンスで､為替･債券ともに堅調だったインドネシアがトップのパフォーマンスとなっている。一方、ポーランド、ロシア、クロアチアと欧州圏新興国のパフォーマンスが弱かった。

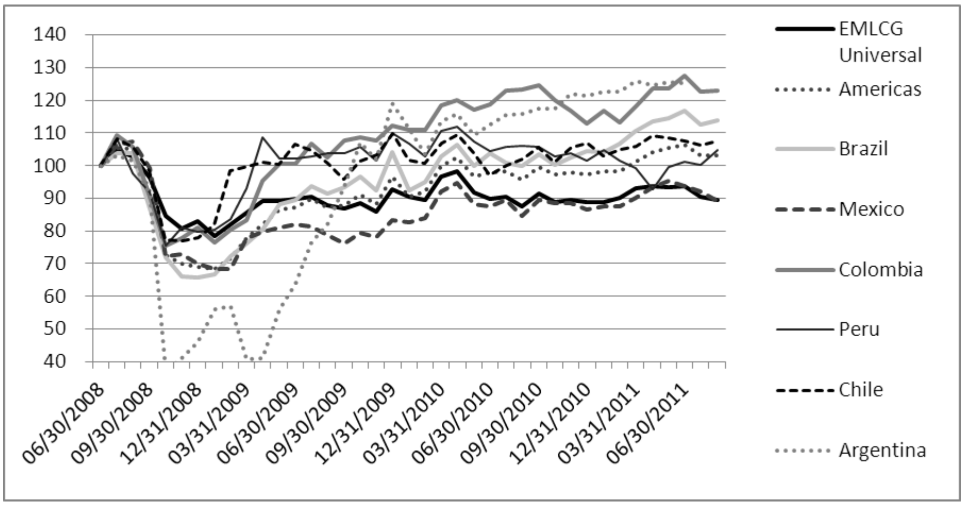
WGBI 採用の先進国国債との比較では、エマージング諸国のパフォーマンスは高いが、国別のばらつきは相応に大きい状況である。

〔図表 3-26〕国別パフォーマンス（2008/6=100）

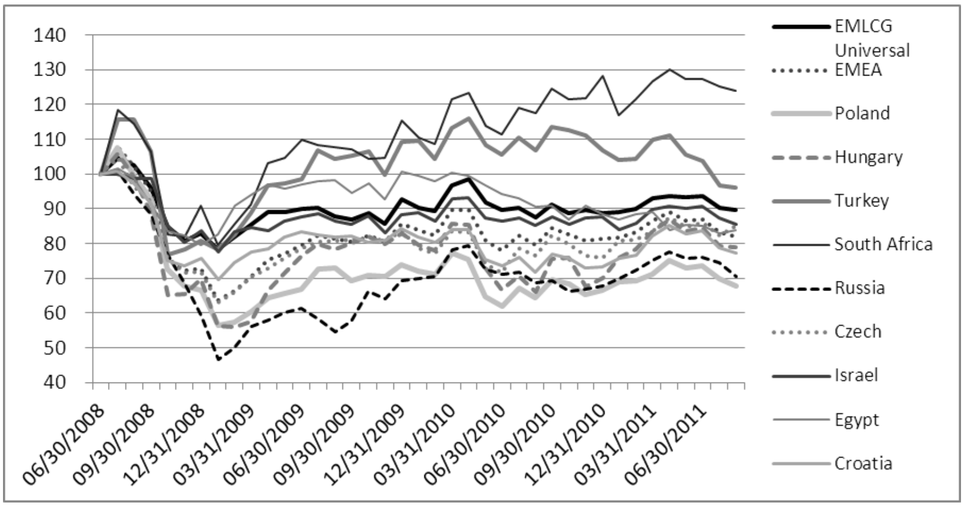


注）アルゼンチンは 2011 年 6 月までのパフォーマンス
出所：バークレイズ・キャピタル、シティグループより年金シニアプラン総合研究機構作成

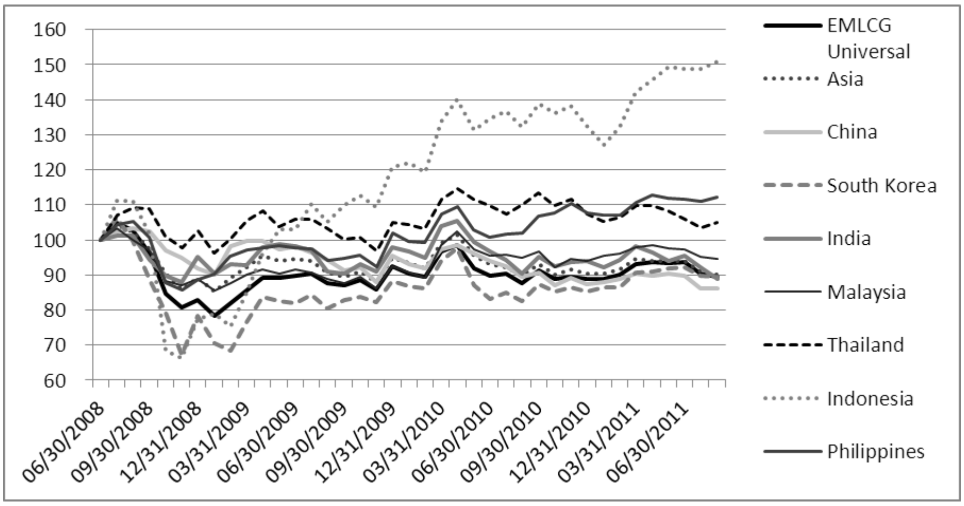
〔図表 3-27〕国別パフォーマンス①（2008/6=100）



〔図表 3-28〕国別パフォーマンス②（2008/6=100）

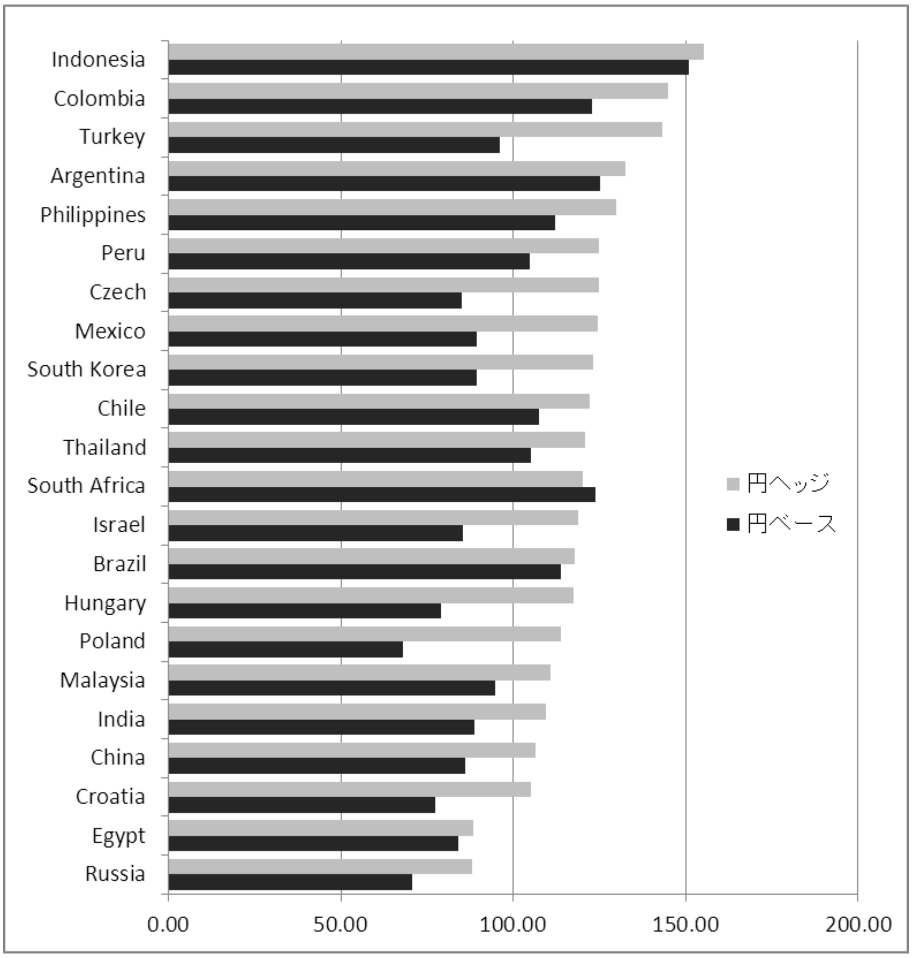


〔図表 3-29〕国別パフォーマンス③（2008/6=100）



出所：(図表 3-27，3-28，3-29 ともに）バークレイズ・キャピタルより年金シニアプラン総合研究機構作成

〔図表 3-30〕円ベース収益と円ヘッジ収益の比較（2008/6=100）

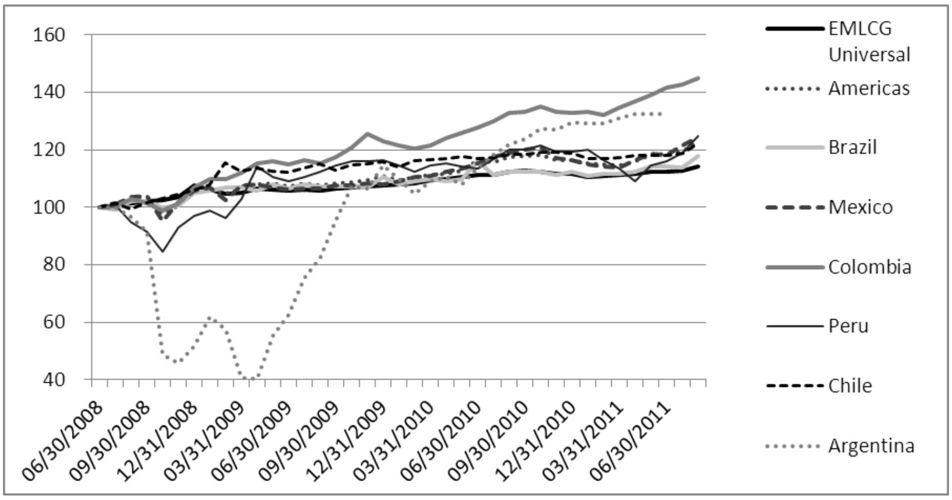


出所：バークレイズ・キャピタルより年金シニアプラン総合研究機構作成

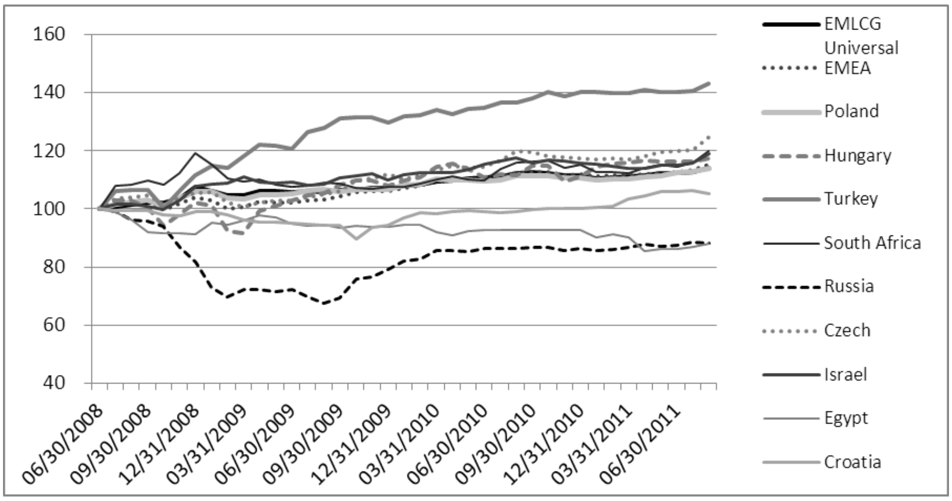
円高局面であったこともあり、大半の国で円ヘッジベースでのパフォーマンスが円ベースでのパフォーマンスを上回っている。

為替リスクをヘッジした円ヘッジベースでのエマージング債券投資は、円資産の代替投資としてパフォーマンス面からは魅力的であるが、実務上は各種規制と流動性面での制約から投資家が自由かつ効率的に為替ヘッジが可能な国は、メキシコ、チリ、イスラエル、マレーシア、ポーランド、ハンガリーなど限られた国々にとどまるものと考えられ、円ヘッジベースのパフォーマンスの再現性、投資可能性は現状では低いものと考えられる。

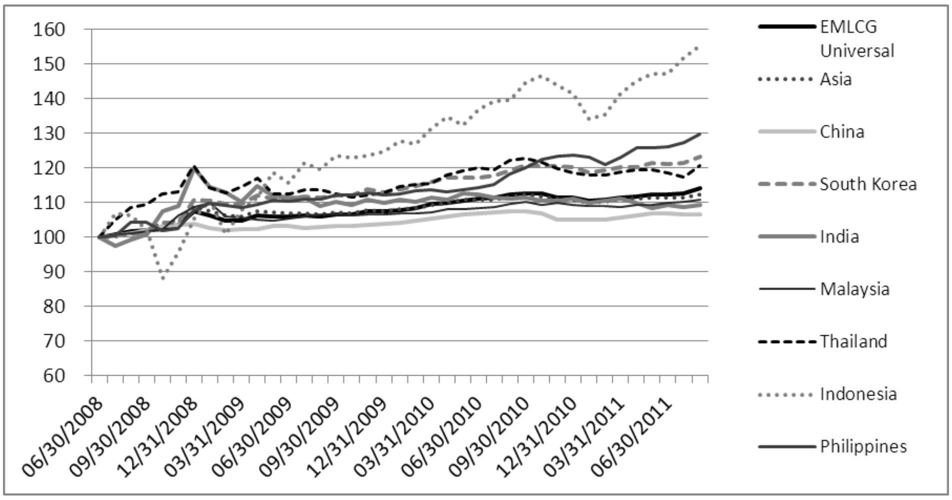
〔図表 3-31〕国別・円ヘッジ①（2008/6=100）



〔図表 3-32〕国別・円ヘッジ②（2008/6=100）



〔図表 3-33〕国別・円ヘッジ③（2008/6=100）



出所：（図表 3-31，3-32，3-33 ともに）バークレイズ・キャピタルより年金シニアプラン総合研究機構作成

第 4 章　エマージング諸国の経済状況

エマージング諸国の経済状況を地域別に見ていく。

1　中南米・カリブ諸国

中南米･カリブ諸国の対象国はEMBI Globalインデックスに含まれる14か国としているが、一部項目では現地通貨建てインデックスに採用されている 6 か国に分析の対象を絞っている。

1.1　経済規模

2010 年の GDP で見た経済規模では、①ブラジル、②メキシコ、③ベネズエラ、④アルゼンチン、⑤コロンビアの順となっており、ブラジルは BRICs と呼ばれる 4 か国の中でも、インド・ロシアを上回り中国に次ぐ第 2 位の経済規模を誇っている。

〔図表 4-1〕主要経済データ

	GDP,	GDP 成長率		一人当たり GDP PPP ﾍﾞｰｽ	人口	失業率	CPI	経常収支 %GDP	グロス債務 %GDP
対象年	2010	2009	2010	2010	2010	2010	2010	2010	2010
アルゼンチン	370.3	0.8	9.2	15,854.4	40.519	7.7	10.9	0.89	47.85
ベリーズ	1.4	▲ 0.0	2.0	7,895.4	0.336	12.9	1.3	▲ 2.67	81.65
ブラジル	2,090.3	▲ 0.6	7.5	11,239.5	193.253	6.7	5.9	▲ 2.27	66.07
チリ	203.3	▲ 1.7	5.3	15,001.9	17.190	8.3	3.0	1.87	8.83
コロンビア	285.5	1.5	4.3	9,566.1	45.512	11.8	3.2	▲ 3.11	36.51
ﾄﾞﾐﾆｶ共和国	51.6	3.5	7.8	8,835.8	9.874	14.0	6.2	▲ 8.59	28.99
エクアドル	58.9	0.4	3.2	7,775.8	14.787	7.6	3.3	▲ 4.36	20.39
メキシコ	1,039.1	▲ 6.1	5.5	14,429.8	108.627	5.4	4.4	▲ 0.55	42.72
パナマ	26.8	3.2	7.5	12,577.8	3.527	6.5	4.9	▲ 11.18	40.92
ペルー	152.8	0.9	8.8	9,330.2	29.552	8.0	2.1	▲ 1.52	24.33
ｴﾙｻﾙﾊﾞﾄﾞﾙ	21.7	▲ 3.5	0.7	7,429.8	5.864	6.7	2.1	▲ 2.14	50.80
ウルグアイ	40.3	2.6	8.5	14,296.1	3.357	7.0	6.9	0.49	55.29
ベネズエラ	290.7	▲ 3.3	▲ 1.9	11,829.1	29.183	8.6	27.2	4.95	38.70
ジャマイカ	13.7	▲ 3.0	▲ 1.1	8,727.0	2.717	11.7	11.7	▲ 8.11	139.73

出所：IMF World Economic Outlook Database April 2011 より年金シニアプラン総合研究機構作成

一人当たり GDP(PPP ベース)で見ると大きく順位は変わり、①アルゼンチン、②チリ、③メキシコ、④ウルグアイ、⑤パナマの順となっている。

人口ではブラジルが 2 億人弱、メキシコが 1 億人強であるが、小国も多く、パナマ、ウルグアイ、ジャマイカは 3 百万人前後、ベリーズは 30 万人台の人口である。

南米諸国は域内での関税撤廃と域外共通関税を実施することを目的としてメルコスール（南米共同市場）を 1995 年に発足させている。加盟国はアルゼンチン、ブラジル、パラグアイ、ウルグアイ、ベネズエラの 5 か国で、チリ、ボリビア、ペルー、エクアドル、コロンビアの 5 か国が準加盟国となっている。

アンデス共同体は統合と協力による加盟国の調和的発展の促進等を目的に 1996 年に創設され、加盟国はボリビア、コロンビア、エクアドル、ペルーの 4 か国で、アルゼンチン、ブラジル、パラグアイ、ウルグアイ、チリの 5 か国が準加盟国となっている。

また、メキシコは米国との間で北米自由貿易協定(NAFTA)を 1994 年 1 月に発効させている。

1.2　経済状況

世界経済危機の発生を受け中南米諸国の 2009 年 GDP 成長率は大きく落ち込んだが、14 か国中半数の 7 か国はプラスの GDP 成長率を保っている。その中で△6.1%と大幅なマイナス成長となったのはメキシコで、NAFTA を通じて米国経済との連関が高まった結果、米国の好不況がメキシコにはより大きな波となって現れやすくなっている。

世界経済危機の発生に対応して多くの中南米諸国では、財政・金融両面からの景気対策を打ち出し、IMF のフレキシブル・クレジットライン(FCL)による支援をコロンビア(104 億ドル)とメキシコ(470 億ドル)が受けるなどしたものの、危機の伝播を防ぐことに成功している。

〔図表 4-2〕中南米諸国の世界経済危機への対策　（※印は期間限定措置）

		ｱﾙｾﾞﾝﾁﾝ	ブラジル	ｺﾛﾝﾋﾞｱ	メキシコ	ペルー	チリ
減税	法人税			○	※	○	※
	個人所得税	○	○	○	※		※
	関税	○	※		○		
	物品・サービス税		※				
	社会貢献	○			※		
財政出動	インフラ投資	○	○	○	○	○	○
	住宅			○	○	○	※
	中小企業・農家支援		○	○	○	○	○
	戦略分野への支援		○			○	○
	家計への現金給付	※					※

出所：経済産業省『2010 年版通商白書』より年金シニアプラン総合研究機構作成

2010年には、景気対策の効果や、中南米諸国においても輸出相手国として近年急速に存在感を高めている中国向け輸出の拡大、重要な輸出品目である農産物や天然資源が商品価格高騰の恩恵を受けたことなどから、中南米諸国の景気は順調な回復を見せている。

2010年にGDPがマイナス成長となったのはジャマイカとベネズエラの2か国。ジャマイカは、世界的な金融危機と景気後退により経済依存度が高いボーキサイトの価格が暴落し、約7割が米国からとされる観光客の減少で経済状況が大幅に悪化し、2010年2月にIMFから12.7億ドルのスタンバイ・アレンジメントを受けている。

ベネズエラは、中南米随一の産油国で従来は原油価格に経済成長は連動していたが、原油価格の上昇傾向にも関わらず、チャベス大統領が推進する『21世紀型社会主義』にともなう国有化リスクで企業の投資意欲が減退したことに加え、電力危機が発生しマイナス成長となっている。

2010 年に高成長を遂げたのはアルゼンチン(＋9.2%)、ペルー(＋8.8%)、ウルグアイ(＋8.5%)でブラジルも＋7.5%の成長となり、メキシコも＋5.5%へと回復している。2011年はインフレ懸念に対応した金融引き締めにより景気減速が見込まれている。

失業率はドミニカ共和国やコロンビアでは2桁台が続いている。ブラジルの失業率は6%台であるが、労働市場のひっ迫から賃金上昇圧力の高まりもみられている。

1.3　金融政策

世界金融危機の発生を受け、アルゼンチンを除く5か国は大幅な利下げを実施したが、インフレ懸念の高まりを受け各国とも既に金融引き締めに転じてきている。

かつて厳しいハイパー・インフレを経験した中南米諸国であるが、今回のインフレ懸念がかつてのような高インフレにつながるリスクは現状想定されていない。

2桁のインフレ率を記録しているのは、ベネズエラ、ジャマイカ、アルゼンチンで、ベネズエラでは供給制約から20%台の高インフレが続いている。

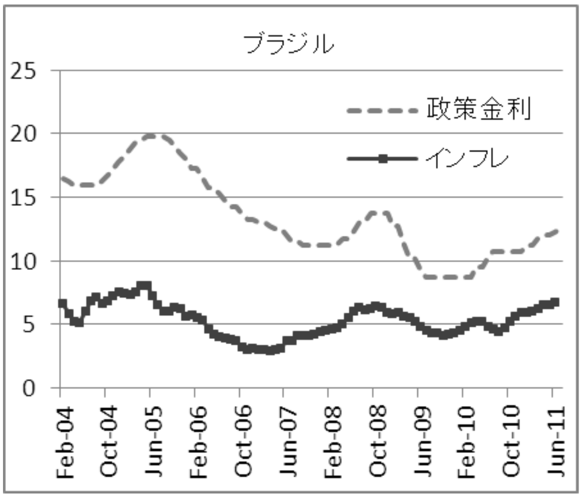
中南米諸国では多くの国がペッグ制などの固定為替相場制度からの離脱とともに、インフレ・ターゲットを採用している。

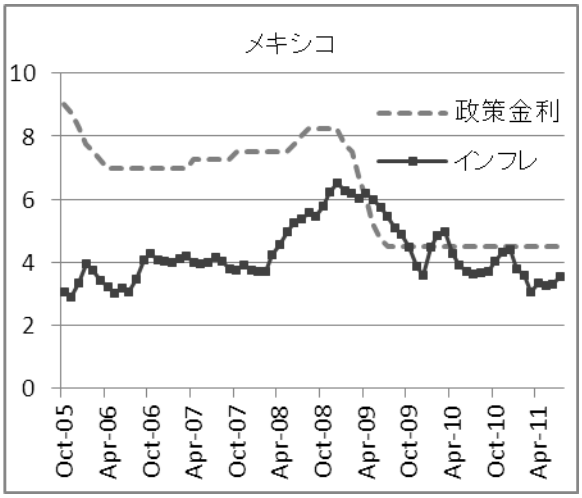
〔図表 4-3〕金融政策と政策金利

	金融政策	インフレ目標	主要政策金利	2008/9	2009/9	2010/9	2011/7
ｱﾙｾﾞﾝﾁﾝ	M2 ﾀｰｹﾞｯﾄ	-	BAIBAR IBOR 15D	10.04%	9.07%	10.02%	9.30%
ブラジル	ｲﾝﾌﾚﾀｰｹﾞｯﾄ	4.5% ±2%	SELIC Rate	13.75%	8.75%	10.75%	12.50%
コロンビア	ｲﾝﾌﾚﾀｰｹﾞｯﾄ	3% ±1%	レポレート	10.00%	4.00%	3.00%	4.50%
メキシコ	ｲﾝﾌﾚﾀｰｹﾞｯﾄ	3% ±1%	O/N Rate	8.25%	4.50%	4.50%	4.50%
ペルー	ｲﾝﾌﾚﾀｰｹﾞｯﾄ	2% ±1%	Referential Rate	6.50%	1.25%	3.00%	4.25%
チリ	ｲﾝﾌﾚﾀｰｹﾞｯﾄ	3% ±1%	Chile Monet Pol Rate	8.25%	0.50%	2.50%	5.25%

出所：各国中銀、Bloomberg等より年金シニアプラン総合研究機構作成

〔図表 4-4〕政策金利とインフレ率





出所：Bloomberg

1.4　通貨制度

ペッグ制など米ドルとの固定相場制から離脱し、管理フロート制や変動相場制に移行した国が増加しているが、固定相場制を維持する国、自国内に米ドルを流通させている国も存在している。

チリとメキシコに関しては海外投資家が自由に通貨を売買可能となっている。

ブラジルでは、海外からの資本流入を抑制するために、株式および債券投資に係る為替取引に 2%の金融取引税(IOF 税)を 2009 年 10 月に再導入、2010 年 10 月には債券取引に係る金融取引税を 2%⇒4%⇒6%へと 2 度にわたって引き上げている。

パナマでは、通貨のバルボアは硬貨のみで紙幣は発行されておらず、米ドルが通貨として流通しており中央銀行等の為替管理当局も存在していない。

エクアドルでは、ドル化を含む経済変革基本法により、2000 年 3 月から 1 ドル＝25,000 スクレに固定されている。

エルサルバドルでは、独自通貨のエルサルバドル・コロン を発行していたが、2004 年に流通停止となり、米ドルに移行している。

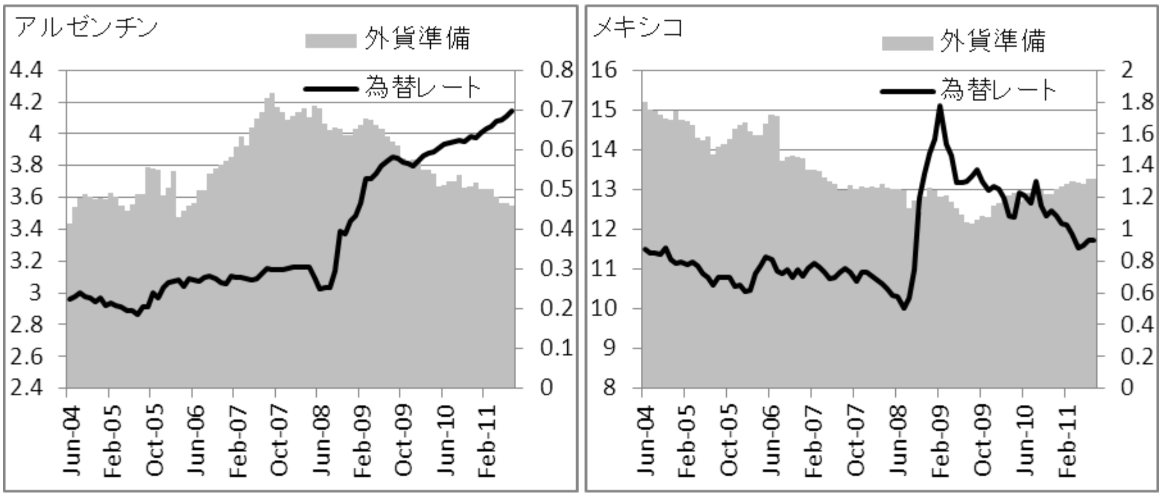
ベネズエラでは 2010 年 1 月 11 日に通貨切り下げと二重為替制度(優先分野:1 ドル＝2.59 ボリバルフエルテ(VEF)、その他：1 ドル＝4.29VEF) の導入を行い、2011 年 1 月 1 日からは、二重為替制度は撤廃されている。

〔図表 4-5〕通貨政策と対ドル為替レート

	通貨制度	通貨名称	2006/12	2010/12	2011/6	06 比変動率
アルゼンチン	管理フロート	ｱﾙｾﾞﾝﾁﾝ ﾍﾟｿ	3.0850	3.9787	4.1100	-24.9%
ベリーズ	固定相場制(US$)	ﾍﾞﾘｰｽﾞ ﾄﾞﾙ	1.9800	1.9500	1.9855	-0.3%
ブラジル	管理フロート	ﾌﾞﾗｼﾞﾙ ﾚｱﾙ	2.1718	1.6600	1.5605	39.2%
チリ	変動相場制	ﾁﾘ ﾍﾟｿ	537.20	468.00	467.48	14.9%
コロンビア	管理フロート	ｺﾛﾝﾋﾞｱ ﾍﾟｿ	2,511.05	1,918.75	1,771.75	41.7%
ドミニカ共和国	管理フロート	ﾄﾞﾐﾆｶ共和国 ﾍﾟｿ	32.81	37.37	38.05	-13.8%
エクアドル	米ドルが流通	ｴｸｱﾄﾞﾙ ｽｸﾚ	25,000	25,000	25,000	0.0%
メキシコ	変動相場制	ﾒｷｼｺ ﾍﾟｿ	11.0285	12.3507	11.7143	-5.9%
パナマ	固定相場制(US$)	ﾊﾟﾅﾏ ﾊﾞﾙﾎﾞｱ	1.0000	1.0000	1.0000	0.0%
ペルー	管理フロート	ﾍﾟﾙｰ新ｿﾙ	3.2355	2.8063	2.7493	17.7%
エルサルバドル	米ドルが流通	ｴﾙｻﾙﾊﾞﾄﾞﾙ ｺﾛﾝ	8.7520	8.7475	8.7475	0.1%
ウルグアイ	変動相場制	ｳﾙｸﾞｱｲ ﾍﾟｿ	23.7250	19.9000	18.4281	28.7%
ベネズエラ	固定相場制(US$)	ﾍﾞﾈｽﾞｴﾗ ﾎﾞﾘﾊﾞﾙﾌｴﾙﾃ	2.1473	4.2947	4.2947	-50.0%
ジャマイカ	変動相場制	ｼﾞｬﾏｲｶ ﾄﾞﾙ	65.9400	85.2250	85.8750	-23.2%

出所：各国中銀、Bloomberg 等より年金シニアプラン総合研究機構作成

〔図表 4-6〕外貨準備残高と為替レート　（外貨準備：右軸、単位：10 億ドル）



出所：Bloomberg

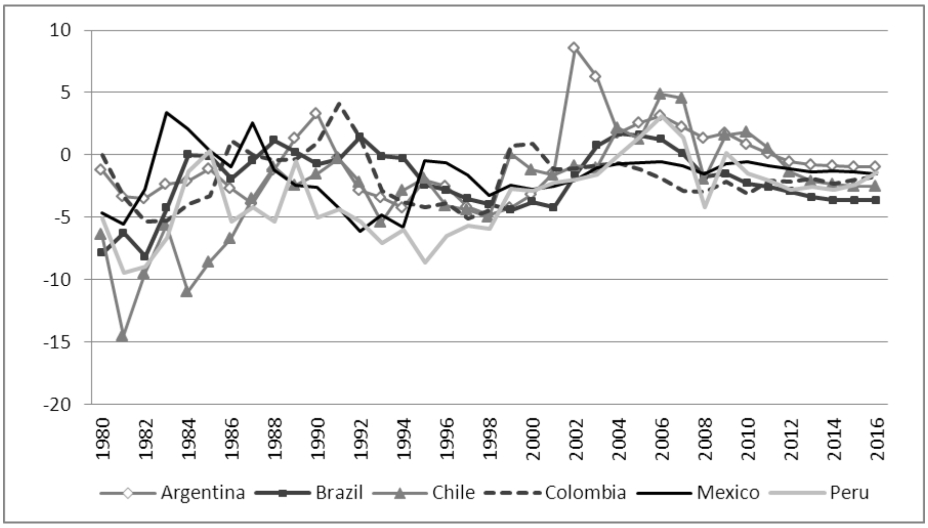
1.5　経常収支・外貨準備

2010 年の経常収支が黒字なのは、ベネズエラ、チリ、ウルグアイ、アルゼンチンの 4 か国だけで、パナマ(対 GDP 比△11.18%)、ドミニカ共和国(△8.59%)、ジャマイカ(△8.11%)の対 GDP 比での経常赤字幅はやや大きい。

経常黒字国のうち、ベネズエラは産油国、チリは銅を中心とした鉱産物の輸出国であるためで、ウルグアイは一時的な黒字、アルゼンチンは通貨の下落を容認していると考えられるが、インフレ率の上昇に通貨の下落率が追い付いていないため、実質為替レートの上昇から 2001 年以来となる経常赤字への転落の可能性も出てきている。

しかしながら、大半の国ではかつての恒常的かつ大幅な経常赤字状況からは、高成長や商品価格の上昇などによって改善をみせている。

〔図表 4-7〕経常収支 %GDP



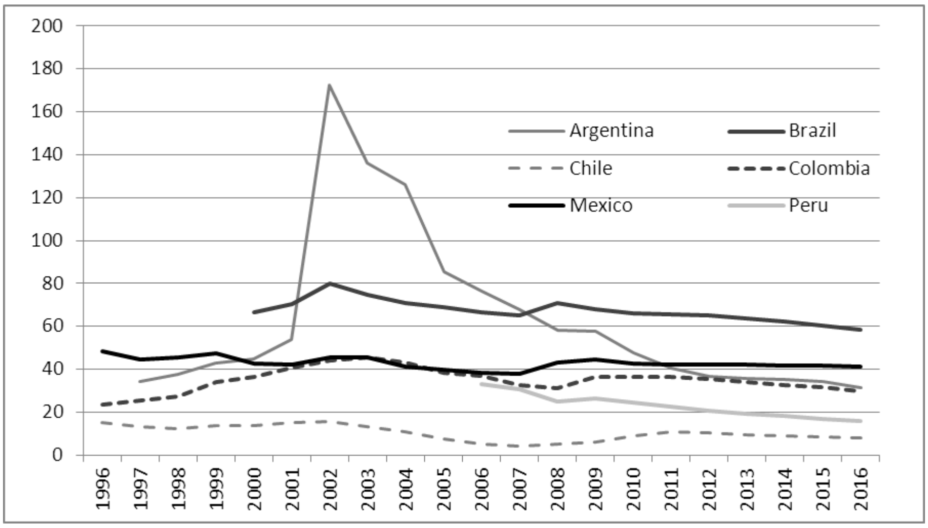
出所：IMF World Economic Outlook Database April 2011 より年金シニアプラン総合研究機構作成

1.6　財政

世界経済危機の発生を受け財政出動が行われたため、2009 年の財政赤字幅は拡大したが、その後の力強い経済回復による歳入増もあって、2010 年の財政赤字幅は改善し、先進国とは異なり債務危機の様相は呈していない。

2010 年のグロス政府債務の対 GDP 比率が小さい順で見ると、①チリ、②エクアドル、③ペルー、④ドミニカ共和国、⑤コロンビアとなっている。ジャマイカ（対 GDP 比 139.73%）を除くと 100%を超えている国はなく、財政状況は相対的には健全である。

〔図表 4-8〕グロス債務 %GDP



出所：IMF World Economic Outlook Database April 2011 より年金シニアプラン総合研究機構作成

1.7　信用格付

チリが中南米諸国の中では飛び抜けて高い格付を付与されている。また、現地通貨建てインデックスに採用されている国はアルゼンチンを除き投資適格格付となっている。

全般的に格付は上昇傾向にあるが、ベリーズに関しては大幅な信用力の悪化が懸念されている状況である。

〔図表 4-9〕信用格付(2011 年 8 月末現在)

	外貨建て長期債格付			自国通貨建て長期債格付		
	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P	Fitch
アルゼンチン	B3(S)	B(S)	B(S)	B3(S)	B(S)	B(S)
ベリーズ	B3(S)	B-(S)	-	B3(S)	B-(S)	-
ブラジル	Baa2(P)	BBB-(P)	BBB(S)	Baa2(P)	BBB+(P)	BBB(S)
チリ	Aa3(S)	A+(P)	A+(S)	Aa3(S)	AA(P)	AA-(S)
コロンビア	Baa3(S)	BBB-(S)	BBB-(S)	Baa3(S)	BBB+(S)	BBB(S)
ドミニカ共和国	B1(S)	B+(S)	B(P)	B1(S)	B+(S)	B(P)
エクアドル	Caa2(S)	B-(P)	B-(S)	-	B-(P)	-
メキシコ	Baa1(S)	BBB(S)	BBB(S)	Baa1(S)	A-(S)	BBB+(S)
パナマ	Baa3(S)	BBB-(P)	BBB(S)	-	BBB-(P)	BBB(S)
ペルー	Baa3(P)	BBB(S)	BBB-(P)	Baa3(P)	BBB+(S)	BBB(P)
ｴﾙｻﾙﾊﾞﾄﾞﾙ	Ba2(S)	BB-(S)	BB(S)	-	BB-(S)	BB(S)
ウルグアイ	Ba1(S)	BBB-(S)	BB+(S)	Ba1(S)	BB+(S)	BBB-(S)
ベネズエラ	B2(S)	B+(S)	B+(S)	B1(S)	B+(S)	B+(S)
ジャマイカ	B3(S)	B-(S)	B-(S)	B3(S)	B-(S)	B-(S)

出所：Moody's、S&P、Fitch、Bloomberg 等より年金シニアプラン総合研究機構作成

2　アジア新興国

アジア諸国の対象国は EMBI Global インデックスに含まれる 7 か国に、現地通貨建てインデックスで組み入れられているインド、韓国、タイの 3 か国を加えた 10 か国を対象としている。

2.1　経済規模

2010 年の GDP で見た経済規模では、①中国、②インド、③韓国、④インドネシア、⑤タイの順となっている。3 位の韓国はメキシコとほぼ同水準、4 位のインドネシアはトルコをやや下回る水準である。

一人当たりGDP(PPPベース)で見ると大きく順位は変わり、韓国が他に大差をつけての第 1 位で、以下②マレーシア、③タイ、④中国、⑤スリランカの順となっている。中国の一人当たりGDPの水準は大きく上昇してきているが、2010 年ではエクアドルやエルサルバドルといった国とほぼ同水準となっている。インドの一人当たりGDPは中国の半分以下となっている。中国とインドの一人当たりGDPの水準は 1990 年頃まではほぼ同水準であったが、中国の改革開放が 1978 年であったのに対し、インドの経済自由化への移行が 1991 年と出遅れたことが一因[1]との指摘もある。

人口では、13 億人の中国、12 億人のインド、2.3 億人のインドネシア、1.6 億人のパキスタンと他地域を圧倒、フィリピンも 1 億人の大台が近づいている。

〔図表 4-10〕主要経済データ

	GDP,	GDP 成長率		一人当たり GDP PPP ﾍﾞｰｽ	人口	失業率	CPI	経常収支 %GDP	グロス債務 %GDP
対象年	2010	2009	2010	2010	2010	2010	2010	2010	2010
インドネシア	706.7	4.6	6.1	4,394.1	234.377	7.1	7.0	0.89	26.94
パキスタン	174.9	3.4	4.8	2,790.9	166.578	6.2	12.7	▲ 2.26	56.82
フィリピン	188.7	1.1	7.3	3,737.5	94.013	7.2	3.0	4.49	47.34
スリランカ	49.7	3.8	9.1	5,220.4	20.401	5.0	6.9	▲ 3.53	
ベトナム	103.6	5.3	6.8	3,133.6	88.257	5.0	11.8	▲ 3.79	52.85
マレーシア	238.0	▲ 1.7	7.2	14,669.8	28.251	3.3	2.4	11.82	54.20
タイ	318.9	▲ 2.3	7.8	9,187.4	63.878	1.0	3.0	4.64	44.07
中国	5,878.3	9.2	10.3	7,518.7	1,341.414	4.1	4.7	5.21	17.71
インド	1,538.0	6.8	10.4	3,339.3	1,215.939		8.6	▲ 3.19	69.17
韓国	1,007.1	0.2	6.1	29,835.9	48.909	3.7	3.5	2.80	30.86

出所：IMF World Economic Outlook Database April 2011 より年金シニアプラン総合研究機構作成

[1] 経済産業省（2010）『2010 年版通商白書』P.95

1967 年にインドネシア、シンガポール、タイ、フィリピン、マレーシアの 5 か国で結成された ASEAN は、その後ブルネイ、ベトナム、ミャンマー、ラオス、カンボジアの 5 か国が追加加盟し現在の加盟国は 10 か国となっている。また、アジア通貨危機を契機に ASEAN 首脳会議に日・中・韓の首脳が招待される形で ASEAN+3 という枠組みでも様々な協議が行われている。

南アジア地域協力連合(SAARC)は、南アジアの福祉増進と生活水準向上を図り経済的成長と社会進歩、文化発展を進めることを目的に 1985 年に創設された。インド、パキスタン、バングラデシュ、スリランカ、ネパール、ブータン、モルジブの 7 か国でスタートし、2007 年にアフガニスタンが正式加盟している。

2.2　経済状況

アジアの国々も世界経済危機の影響を受けているが、2009 年も 9%台という高い経済成長を維持した中国との経済関係の強さがプラスに働き、2009 年にマイナス成長となったのは、外需への依存度の高いタイ(△2.3%)とマレーシア(△1.7%)の 2 か国にとどまり、2010 年には各国とも高い経済成長を遂げている。

ただし、高い経済成長の結果賃金は上昇しており、低賃金を売り物とした労働集約型産業の工場はより賃金の安い国へと順繰りにシフトしていくため、経済構造の変革を着実に進めていくことが求められている。

世界経済危機発生後に中国は、鉄道・道路・空港・電力等のインフラ整備を中心とした「4 兆元」内需拡大策に、農村部消費者の家電購入に対する補助金である「家電下郷」など多様かつ強力な経済対策を打ち、経済危機の影響の波及を防いでいる。早くも 2009 年半ば以降には、中国政府は資産バブルと経済過熱防止のための政策に転じており、経済のハードランディングを防ごうとしている。

インドでは 2005 年以降の高成長に伴う設備投資需要を賄うために海外資金への依存度が高まっていたため、金融面を通じて世界経済危機の影響が現れたが、2008 年 12 月の緊急経済対策とその後の追加対策並びに大幅な政策金利の引き下げによって景気を下支えしている。現状ではインフレ懸念に対応した利上げが進められている。また、今後の経済発展継続のためにはインフラ整備の必要性が高まっているものと考えられている。

2.3　金融政策

世界金融危機の発生を受け、アジアの主要新興国では大幅な利下げを実施したが、インフレ懸念の高まりを受け各国とも既に金融引き締めに転じてきている。

2 桁のインフレ率を記録しているのはパキスタンとベトナムの 2 か国となっている。

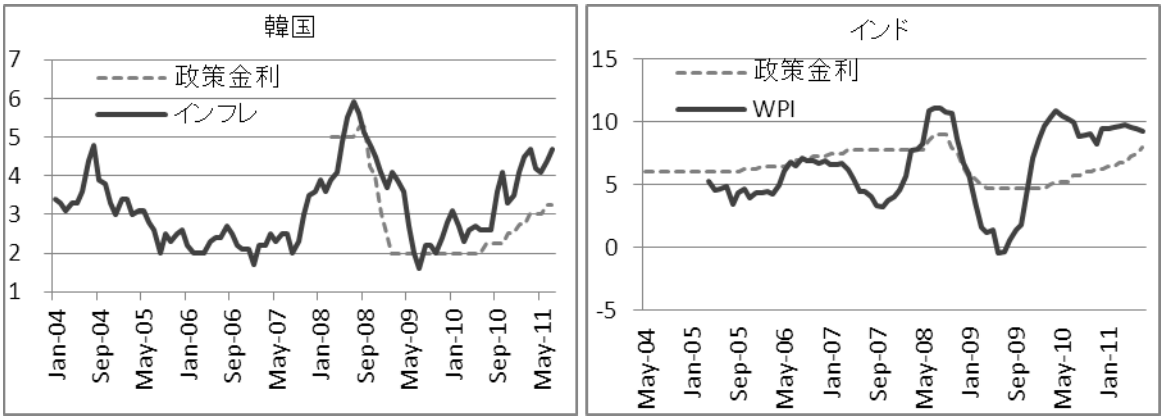
アジア新興国においてもインフレ・ターゲットの採用国が増えてきている。

〔図表 4-11〕金融政策と政策金利

	金融政策	インフレ目標	主要政策金利	2008/9	2009/9	2010/9	2011/7
インドネシア	ｲﾝﾌﾚﾀｰｹﾞｯﾄ	4-6%	BI Rate	9.25%	6.50%	6.50%	6.75%
フィリピン	ｲﾝﾌﾚﾀｰｹﾞｯﾄ	4% ±1%	レポレート	6.00%	4.00%	4.00%	4.50%
マレーシア	複合ﾀｰｹﾞｯﾄ	-	Overnight Rate	3.50%	2.00%	2.75%	3.00%
タイ	ｲﾝﾌﾚﾀｰｹﾞｯﾄ	ｺｱｲﾝﾌﾚ 0.5%-3.0%	O/N レポ	3.75%	1.25%	1.75%	3.25%
中国	複合ﾀｰｹﾞｯﾄ	-	Lending Rate	7.20%	5.31%	5.31%	6.56%
インド	複合ﾀｰｹﾞｯﾄ	(WPI 7%)	レポレート	9.00%	4.75%	6.00%	8.00%
韓国	ｲﾝﾌﾚﾀｰｹﾞｯﾄ	3% ±1%	Base Rate	5.25%	2.00%	2.25%	3.25%

出所：各国中銀、Bloomberg 等より年金シニアプラン総合研究機構作成

〔図表 4-12〕政策金利とインフレ率



出所：Bloomberg

2.4　通貨制度

アジア危機以降、大多数の国が米ドルや通貨バスケットに対するペッグ制から離脱し、管理フロート制や変動相場制に移行している。

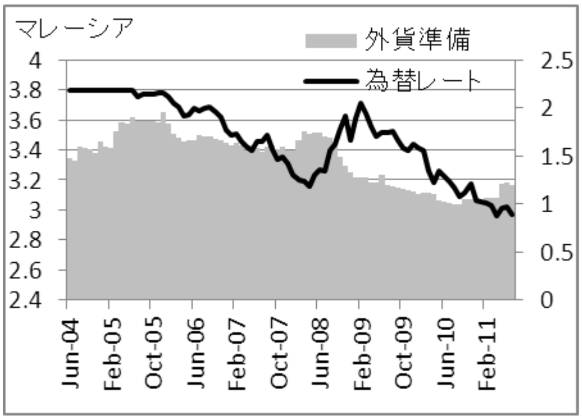
中国はアジャスタブル・ペッグ制を 2005 年から採用、世界経済危機の発生を受け 1 米ドル＝6.83 人民元近辺で為替レートを一時固定したが、2010 年 6 月以降通貨バスケットに対して 1 日 0.5%の為替変動を再び容認している。人民元の水準は割安であり欧米先進国との間での貿易摩擦の原因ならびに世界経済の不均衡の要因となっているとの指摘がなされている。

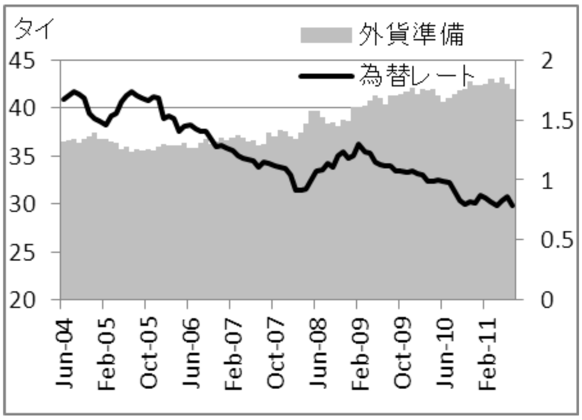
〔図表 4-13〕通貨政策と対ドル為替レート

	通貨制度	通貨名称	2006/12	2010/12	2011/6	06 比変動率
インドネシア	管理フロート	ｲﾝﾄﾞﾈｼｱ ﾙﾋﾟｱ	9,065	8,979	8,578	5.7%
パキスタン	管理フロート	ﾊﾟｷｽﾀﾝ ﾙﾋﾟｰ	60.2250	85.7000	85.9700	-29.9%
フィリピン	管理フロート	ﾌｨﾘﾋﾟﾝ ﾍﾟｿ	52.3750	43.5900	43.4150	20.6%
スリランカ	管理フロート	ｽﾘﾗﾝｶ ﾙﾋﾟｰ	103.95	110.95	109.49	-5.1%
ベトナム	管理フロート	ﾍﾞﾄﾅﾑ ﾄﾞﾝ	15,994	19,498	20,515	-22.0%
マレーシア	管理フロート	ﾏﾚｰｼｱ ﾘﾝｷﾞ	3.6485	3.0600	3.0175	20.9%
タイ	管理フロート	ﾀｲ ﾊﾞｰﾂ	37.88	30.06	30.70	23.4%
中国	ｱｼﾞｬｽﾀﾌﾞﾙ・ﾍﾟｯｸﾞ制	中国元	7.9859	6.5897	6.4639	23.5%
インド	管理フロート	ｲﾝﾄﾞ ﾙﾋﾟｰ	45.8950	44.7050	44.5600	3.0%
韓国	変動相場制	韓国ｳｫﾝ	947.90	1,125.55	1,068.08	-11.3%

出所：各国中銀、Bloomberg 等より年金シニアプラン総合研究機構作成

〔図表 4-14〕外貨準備残高と為替レート　（外貨準備：右軸）





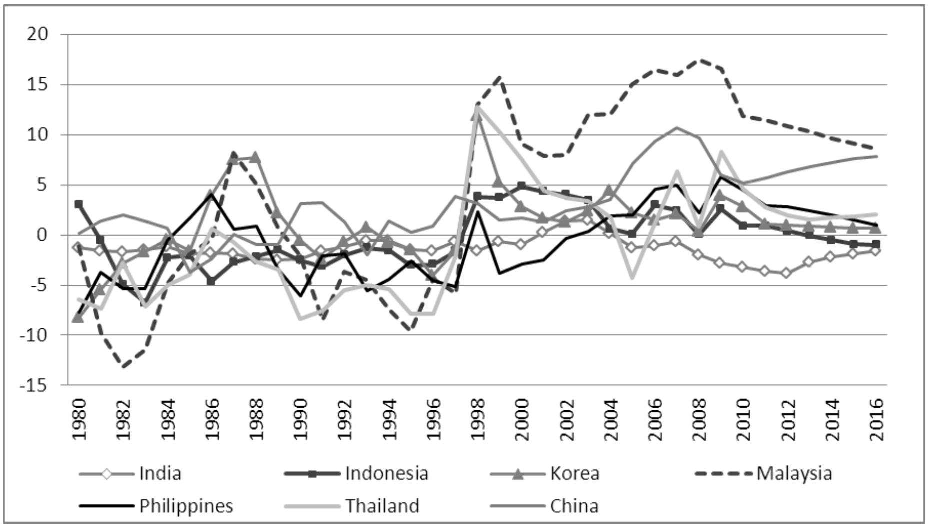
出所：Bloomberg

2.5　経常収支・外貨準備

アジアには経常収支の黒字国が多いが、インド、パキスタン、スリランカといった南アジアの国々とベトナムは経常赤字国である。

インドでは輸入品の約 3 割を原油と石油製品が占めているため原油価格の上昇が貿易収支の悪化につながりやすく､国内需要の拡大によりエネルギーや資本財の輸入が増加している。だが現状では経常赤字額を上回る資本流入によって外貨準備が積み上がっているため、対外流動性への懸念が高まる状況ではないとの見方が強い。

〔図表 4-15〕経常収支 %GDP



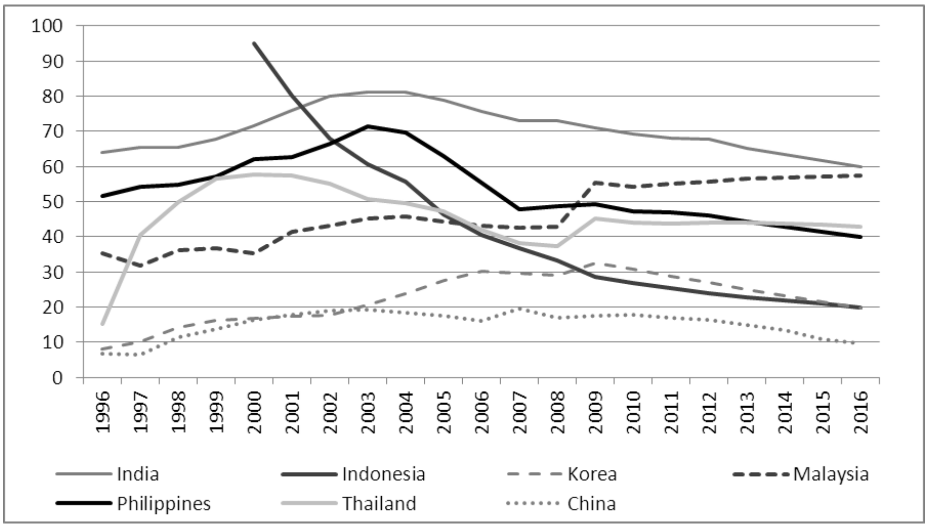
出所：IMF World Economic Outlook Database April 2011 より年金シニアプラン総合研究機構作成

2.6　財政

グロス政府債務の対 GDP 比では、最も高いインドでも 69.17%、中国は 17.71%と債務の状況は健全に保たれている。

インドでは補助金の増加による歳出増と景気減速による歳入減で財政が再び悪化に向かう可能性を指摘する声もあり、財政の構造改善が必要との見方も出ている。

〔図表 4-16〕グロス債務 %GDP



出所：IMF World Economic Outlook Database April 2011 より年金シニアプラン総合研究機構作成

2.7　信用格付

中国はダブルAの格付水準を、韓国とマレーシアはシングルAの格付水準を既に得ており、タイも自国通貨建てでは 2 つの格付機関からシングル A の格付を付与されている。

インドは Moody's の自国通貨建て格付を除いて投資適格格付を付与されており、インドネシアも投資適格格付が近づいてきている。

全般的には格付けは上昇方向にあるが、ベトナムについてはネガティブな格付アクションがみられている。

〔図表 4-17〕信用格付(2011 年 8 月末現在)

	外貨建て長期債格付			自国通貨建て長期債格付		
	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P	Fitch
インドネシア	Ba1(S)	BB+(P)	BB+(P)	Ba1(S)	BB+(P)	BB+(P)
パキスタン	B3(S)	B-(S)	B-(N)	B3(S)	B-(S)	B-(N)
フィリピン	Ba2(S)	BB(S)	BB+(S)	Ba2(S)	BB+(S)	BBB-(S)
スリランカ	B1(P)	B+(P)	BB-(S)	-	BB-(S)	BB-(S)
ベトナム	B1(N)	BB-(N)	B+(S)	B1(N)	BB(N)	B+(S)
マレーシア	A3(S)	A-(S)	A-(S)	A3(S)	A(S)	A(S)
タイ	Baa1(S)	BBB+(S)	BBB(S)	Baa1(S)	A-(S)	A-(S)
中国	Aa3(P)	AA-(S)	A+(S)	Aa3(P)	AA-(S)	AA-(N)
インド	Baa3(S)	BBB-(S)	BBB-(S)	Ba1(P)	BBB-(S)	BBB-(S)
韓国	A1(S)	A(S)	A+(S)	A1(S)	A+(S)	AA(S)

出所：Moody's、S&P、Fitch、Bloomberg 等より年金シニアプラン総合研究機構作成

3　欧州新興国

欧州新興国の対象国は EMBI Global インデックスに含まれる 13 か国に、現地通貨建てインデックスで組み入れられているチェコを加えた 14 か国を対象としている。シティの ESBI では格付が下落したギリシャが対象国となっているため、ギリシャも含んでいる。

3.1　経済規模

2010 年の GDP で見た経済規模では、①ロシア、②トルコ、③ポーランド、④ギリシャ、⑤チェコの順となっている。5 位のチェコは、チリ、イスラエル、ナイジェリア、エジプトなどの国々をやや下回る水準である。

一人当たり GDP(PPP ベース)は他地域に比べて高い国が多く、14 か国中 12 か国が 10,000 ドルを超えている。順位は、①ギリシャ、②チェコ、③ポーランド、④ハンガリー、⑤クロアチアの順となっている。ロシアとトルコは欧州新興国の中では低い方に入るが、他地域の新興国との比較では相応に高い水準となっている。

〔図表 4-18〕主要経済データ

	GDP,	GDP 成長率		一人当たり GDP PPP ﾍﾞｰｽ	人口	失業率	CPI	経常収支 %GDP	グロス債務 %GDP
対象年	2010	2009	2010	2010	2010	2010	2010	2010	2010
ベラルーシ	54.7	0.2	7.6	13,909.3	9.433	0.7	9.9	▲ 15.52	22.45
ブルガリア	47.7	▲ 5.5	0.2	12,851.2	7.531	10.3	4.4	▲ 0.79	17.96
クロアチア	60.6	▲ 5.8	▲ 1.4	17,683.5	4.416	12.3	1.9	▲ 1.93	40.04
ハンガリー	129.0	▲ 6.7	1.2	18,738.4	10.013	11.2	4.2	1.57	80.38
リトアニア	36.4	▲ 14.7	1.3	17,185.2	3.293	17.8	3.6	1.85	38.67
ロシア	1,465.1	▲ 7.8	4.0	15,836.7	140.367	7.5	8.8	4.88	9.87
セルビア	38.7	▲ 3.1	1.8	10,830.2	7.396	19.4	10.3	▲ 7.11	44.05
トルコ	741.9	▲ 4.7	8.2	13,463.7	71.341	11.9	6.4	▲ 6.55	41.68
ウクライナ	136.4	▲ 14.8	4.2	6,711.6	45.478	8.1	9.1	▲ 1.88	40.48
ギリシャ	305.4	▲ 2.0	▲ 4.5	28,433.9	11.187	12.5	5.1	▲ 10.45	142.02
ポーランド	468.5	1.7	3.8	18,936.1	38.092	9.0	3.1	▲ 3.29	55.66
チェコ	192.2	▲ 4.1	2.3	24,869.0	10.507	7.3	2.3	▲ 2.44	39.59
グルジア	11.7	▲ 3.8	6.4	5,113.9	4.389	16.8	11.2	▲ 9.81	39.07
ｶｻﾞﾌｽﾀﾝ	138.4	1.2	7.0	12,602.9	15.584	5.8	8.0	2.55	11.42

出所：IMF World Economic Outlook Database April 2011 より年金シニアプラン総合研究機構作成

3.2　経済状況

一人当たり GDP 水準の高さに見られるように欧州新興国の多くは発展段階が高く経済成長率は元々新興国の中では相対的には低い国が多かったが、世界経済危機の影響は他地域と比べて最も大きかった。

2009 年にプラス成長を保ったのは、14 か国中ポーランド、カザフスタン、ベラルーシの 3 か国のみで、Δ14.8%のマイナスとなったウクライナは政治的混乱という要素が強いが、バルト 3 国の一角であるリトアニアがΔ14.7%という大きな落ち込みで、ユーロ圏に近い中東欧諸国の多くが危機の深化の一歩手前まで行っている。

世界経済危機発生以降IMFからの支援を受けたのは、ウクライナ(110億SDR)、ハンガリー(105 億 SDR)、ラトビア(15.2 億 SDR)、ベラルーシ(16.2 億 SDR)、ルーマニア(114 億 SDR)、セルビア(26.2 億 SDR)、ボスニア・ヘルツェゴビナ(10.1 億 SDR)と数多く、ポーランドも 136.9 億 SDR の弾力的信用枠(FCL)の設定を受けている。

2010 年には、多くの欧州新興国が景気回復に向かい、トルコ(+8.2%)、ベラルーシ(+7.6%)、カザフスタン(+6.4%)などは高成長となったが、ギリシャ(Δ4.5%)、クロアチア(Δ1.4%)はマイナス成長が続き、ブルガリア、ハンガリー、リトアニア、セルビアの各国も 2%以下の成長率にとどまっている。

ロシアは 2009 年にΔ7.8%という大きな落ち込みとなり、2010 年の回復も+4.0%とやや弱かった。ロシア政府と金融当局は危機の発生当初影響は軽微と見ていたことが景気悪化の深刻化につながったとの見方 [2]もある。ロシア経済は原油と天然ガスへの依存度の高さが強みであるとともに弱みにもなっており、経済の多様化が必要とみられている。

3.3　金融政策

欧州でも大半の国が世界経済危機の発生を受け政策金利の引き下げを行ったが、クロアチアは為替レートの防衛を重視し政策金利の引き下げを実施しなかった。為替レートの安定性は維持されたものの利下げを実施しなかったことから景気低迷が長引き 2010 年もマイナス成長となっている。

2010 年末以降トルコの金融当局は利下げと預金準備率の引き上げの組み合わせという非伝統的な金融政策を取っている。海外からの過度な資本流入を抑制するため金利を引き下げる一方で、景気過熱につながる銀行貸出抑制には預金準備率の引き上げで対応しようとするものであった。トルコは政策金利を 2010 年 5 月に翌日物から 1 週間物レポレートへと変更している。2011 年 8 月には、経常赤字の拡大からトルコ・リラの下落傾向が強まり、海外からの資本流入規制の必要性が薄れたため、1 週間物レポレートの 50bp 引き下げと翌日物借入金利の 1.5%から 5.0%への大幅引き上げを実施している。

---

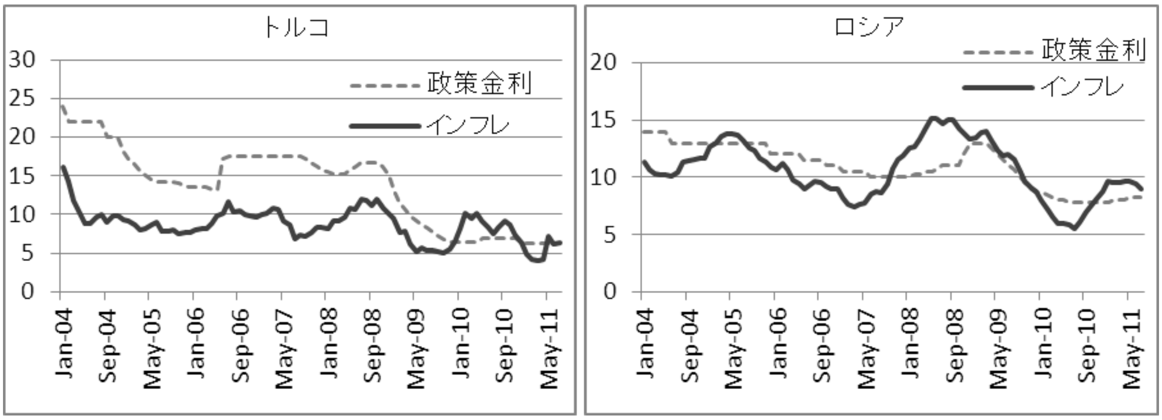
[2] 経済産業省（2010）『2010 年版通商白書』

〔図表 4-19〕金融政策と政策金利

	金融政策	インフレ目標	主要政策金利	2008/9	2009/9	2010/9	2011/7
クロアチア	複合ﾀｰｹﾞｯﾄ	-	Discount Rate	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
ハンガリー	ｲﾝﾌﾚﾀｰｹﾞｯﾄ	3%	2-week NBH Bill	8.50%	7.50%	5.25%	6.00%
ロシア	複合ﾀｰｹﾞｯﾄ	(6-7%)	Refinance Rate	11.00%	10.00%	7.75%	8.25%
トルコ	ｲﾝﾌﾚﾀｰｹﾞｯﾄ	5.5% ±2%	1-week Repo	-	-	7.00%	6.25%
ポーランド	ｲﾝﾌﾚﾀｰｹﾞｯﾄ	1.5-3.5%	Reference rate	6.00%	3.50%	3.50%	4.50%
チェコ	ｲﾝﾌﾚﾀｰｹﾞｯﾄ	2% ±1%	2-week Repo	3.50%	1.25%	0.75%	0.75%

出所：各国中銀、Bloomberg 等より年金シニアプラン総合研究機構作成

〔図表 4-20〕政策金利とインフレ率



出所：Bloomberg

3.4　通貨制度

ロシアは、ルーブルを一定の範囲で米ドルと連動させる通貨制度を取っていたが、ユーロ圏との貿易額が増加したことを受け､2005 年に連動対象をドルとユーロのバスケットへと変更している。バスケットの構成は当初ユーロ 10%からスタートしたが、現在は米ドル 55%、ユーロ 45%となっている。

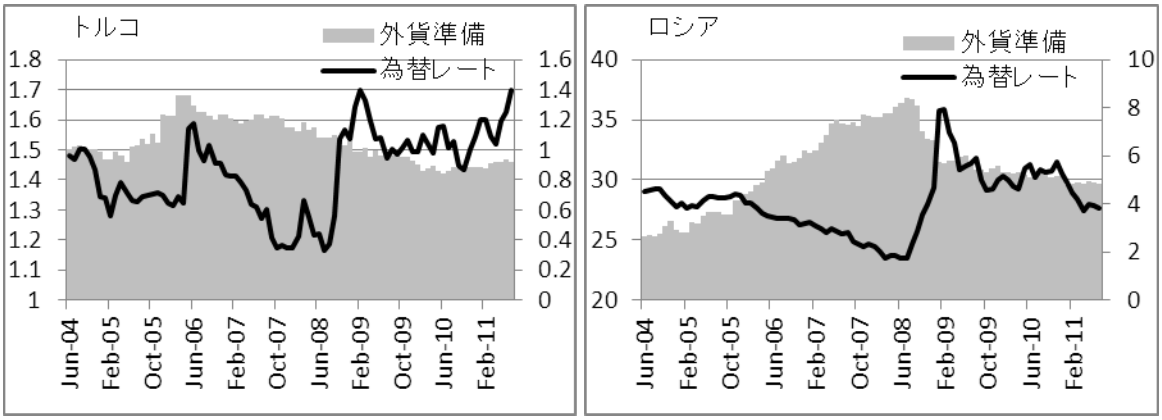
ブルガリアとリトアニアではカレンシーボード制が採用されている。通貨供給量を外貨準備と厳密に連動させ為替相場をユーロに固定している。リトアニア・リタスはユーロに 3.4528 リタス＝1 ユーロで、ブルガリア・レフはユーロに 1.95583 レフ=1 ユーロで固定されている。

〔図表 4-21〕通貨政策と対ドル為替レート

	通貨制度	通貨名称	2006/12	2010/12	2011/6	06 比変動率
ベラルーシ	管理フロート	ﾍﾞﾗﾙｰｽ ﾙｰﾌﾞﾙ	2,144	3,001	4,946	-56.7%
ブルガリア	カレンシーボード	ﾌﾞﾙｶﾞﾘｱ ﾚﾌ	1.5252	1.4630	1.3478	13.2%
クロアチア	管理フロート	ｸﾛｱﾁｱ ｸｰﾅ	5.6623	5.5238	5.0999	11.0%
ハンガリー	管理フロート	ﾊﾝｶﾞﾘｰ ﾌｫﾘﾝﾄ	218.63	208.02	183.27	19.3%
リトアニア	カレンシーボード	ﾘﾄｱﾆｱ ﾘﾀｽ	2.6924	2.5834	2.3795	13.1%
ロシア	管理フロート	ﾛｼｱ ﾙｰﾌﾞﾙ	26.8280	30.5350	27.8628	-3.7%
セルビア	管理フロート	新ｾﾙﾋﾞｱ ﾃﾞｨﾅｰﾙ	66.5300	79.3875	69.4977	-4.3%
トルコ	管理フロート	新ﾄﾙｺ ﾘﾗ	1.5584	1.5442	1.6242	-4.1%
ウクライナ	管理フロート	ｳｸﾗｲﾅ ｸﾞﾘﾌﾞﾅ	5.0350	7.9725	7.9770	-36.9%
ギリシャ	変動相場制(EURO)	ﾕｰﾛ	1.2824	1.3366	1.4510	13.1%
ポーランド	変動相場制	ﾎﾟｰﾗﾝﾄﾞ ｽﾞﾛﾁ	3.1349	2.9591	2.7427	14.3%
チェコ	変動相場制	ﾁｪｺ ｺﾙﾅ	22.1920	18.7386	16.7720	32.3%
グルジア	管理フロート	ｸﾞﾙｼﾞｱ ﾗﾘ	1.7706	1.7739	1.6606	6.6%
カザフスタン	管理フロート	ｶｻﾞﾌｽﾀﾝ ﾃﾝｹﾞ	118.50	147.37	145.90	-18.8%

出所：各国中銀、Bloomberg 等より年金シニアプラン総合研究機構作成

〔図表 4-22〕外貨準備残高と為替レート　（外貨準備は右軸）



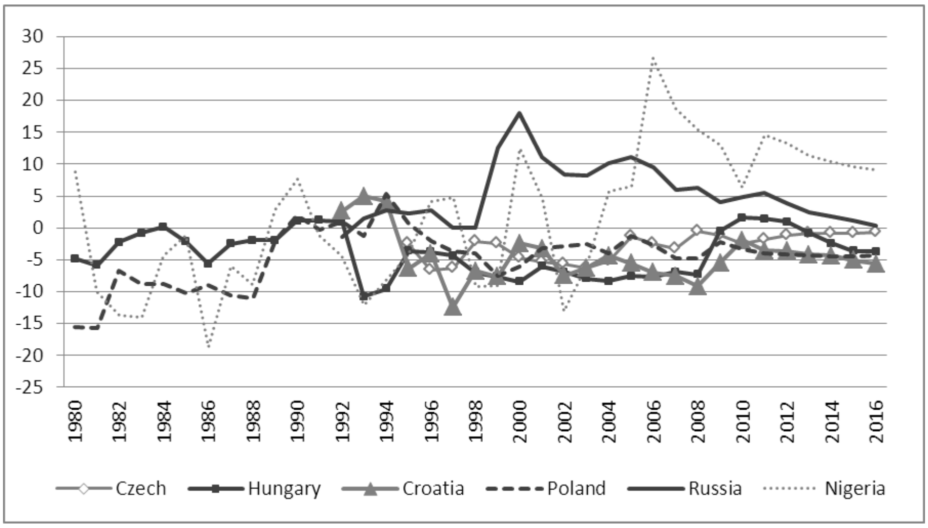
出所：Bloomberg

3.5　経常収支・外貨準備

資源国であるロシアやカザフスタンは大幅な経常黒字を計上しているが、ベラルーシ、ギリシャ、グルジア、セルビア、トルコなど経常赤字の対 GDP 比率の高い国が多くなっている。

トルコはエネルギー輸入国であることが経常赤字の主因である。

〔図表 4-23〕経常収支 %GDP



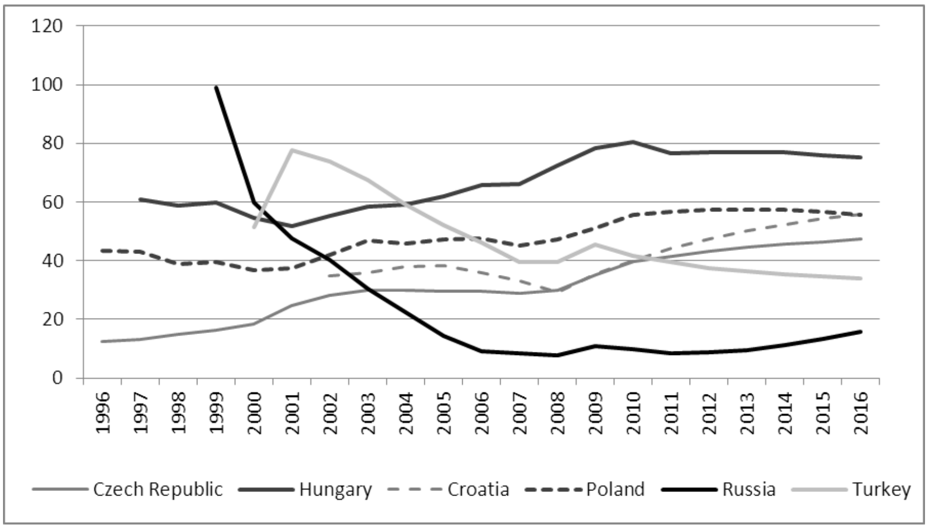
出所：IMF World Economic Outlook Database April 2011 より年金シニアプラン総合研究機構作成

3.6　財政

債務危機の只中にいるギリシャを別格とすると、グロス政府債務の対 GDP 比率が 60%を超えるのはハンガリー(80.38%)だけである。ハンガリーは財政緊縮化を着実に進めていく必要があるものと考えられる。

ポーランドは憲法に政府債務の対 GDP 比率を 60%以内に収めなくてはならないと規程されている。

〔図表 4-24〕グロス債務 %GDP



出所：IMF World Economic Outlook Database April 2011 より年金シニアプラン総合研究機構作成

3.7　信用格付

チェコは 2011 年 8 月に S&P がダブル A 水準に格上げ、ポーランドはシングル A 水準、ブルガリア、クロアチア、リトアニア、ロシア、カザフスタンがトリプル B 水準となっている。ベラルーシは信用力の低下が懸念されている状況にある。

〔図表 4-25〕信用格付(2011 年 8 月末現在)

	外貨建て長期債格付			自国通貨建て長期債格付		
	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P	Fitch
ベラルーシ	B3(CWN)	B(CWN)	-	B3(CWN)	B(CWN)	-
ブルガリア	Baa2(S)	BBB(S)	BBB-(P)	Baa2(S)	BBB(S)	BBB(P)
クロアチア	Baa3(S)	BBB-(N)	BBB-(N)	Baa3(S)	BBB-(N)	BBB(N)
ハンガリー	Baa3(N)	BBB-(N)	BBB-(S)	Baa3(N)	BBB-(N)	BBB(S)
リトアニア	Baa1(S)	BBB(S)	BBB(P)	Baa1(S)	BBB(S)	BBB+(P)
ロシア	Baa1(S)	BBB(S)	BBB(P)	Baa1(S)	BBB+(S)	BBB(P)
セルビア	-	BB(S)	BB-(S)	-	BB(S)	BB-(S)
トルコ	Ba2(P)	BB(P)	BB+(P)	Ba2(P)	BB+(P)	BB+(P)
ウクライナ	B2(S)	B+(S)	B(P)	B2(S)	BB-(S)	B(P)
ギリシャ	Ca	CC(N)	CCC	Ca	CC(N)	CCC
ポーランド	A2(S)	A-(S)	A-(S)	A2(S)	A(S)	A(S)
チェコ	A1(S)	AA-(S)	A+(P)	A1(S)	AA(S)	AA-(P)
グルジア	Ba3(S)	B+(P)	B+(P)	Ba3(S)	B+(P)	B+(P)
カザフスタン	Baa2(S)	BBB(S)	BBB-(P)	Baa2(S)	BBB+(S)	BBB(P)

注）CWN＝格下げ方向で見直し
出所：Moody's、S&P、Fitch、Bloomberg 等より年金シニアプラン総合研究機構作成

4　アフリカ・中東諸国

アフリカ・中東地域は EMBI Global インデックスに含まれる 9 か国に、現地通貨建てインデックスで組み入れられているイスラエルを加えた 10 か国を対象としている。

4.1　経済規模

2010 年の GDP で見た経済規模では、①南アフリカ、②エジプト、③ナイジェリア、④イスラエル、⑤イラクの順となっている。1 位の南アフリカはアルゼンチンとほぼ同水準で、2~4 位の 3 か国はほぼ同水準で並んでいる。

人口ではナイジェリアが 1.5 億人と 1 億人超え、以下エジプト、南アフリカ、イラク、ガーナと続いている。

一人当たり GDP(PPP ベース)ではイスラエルが飛び抜けて高くギリシャを上回る水準、以下②レバノン、③ガボン、④南アフリカ、⑤エジプトの順となっている。ガボンは人口 150 万人の小国であるが、原油生産国であることから一人当たり GDP では高い水準となっている。

〔図表 4-26〕主要経済データ

	GDP,	GDP 成長率		一人当たり GDP PPPﾍﾞｰｽ	人口	失業率	CPI	経常収支 %GDP	グロス債務 %GDP
対象年	2010	2009	2010	2010	2010	2010	2010	2010	2010
エジプト	218.5	4.7	5.1	6,354.4	78.336	9.2	10.7	▲ 1.98	73.78
ガボン	13.1	▲ 1.4	5.7	15,020.6	1.496	-	0.7	11.81	21.28
ガーナ	31.1	4.7	5.7	2,615.1	23.699	-	8.6	▲ 7.25	41.24
ヨルダン	27.5	2.3	3.1	5,644.3	6.117	12.5	6.1	▲ 5.41	60.52
レバノン	39.2	8.5	7.5	15,192.9	3.908	-	4.5	▲ 10.20	136.69
ﾅｲｼﾞｪﾘｱ	216.8	7.0	8.4	2,422.0	156.051	4.5	11.7	6.41	16.35
南アフリカ	357.3	▲ 1.7	2.8	10,497.6	49.912	24.8	3.5	▲ 2.83	35.74
イスラエル	213.1	0.8	4.6	29,531.4	7.430	6.7	2.6	3.14	77.86
イラク	82.2	4.2	0.8	3,537.6	32.046	-	3.3	▲ 6.15	112.32
ｺｰﾄｼﾞﾎﾞﾜｰﾙ	22.8	3.8	2.6	1,680.7	22.026	-	5.1	3.89	67.21

出所：IMF World Economic Outlook Database April 2011 より年金シニアプラン総合研究機構作成

4.2　経済状況

世界経済危機の影響は限定的で、2009 年に GDP 成長率がマイナスとなったのは南アフリカとガボンの 2 か国だけである。

南アフリカは高成長のアフリカ諸国の中での例外といわれる状況で、稼働率の低さから設備投資が盛り上がらず、内需が失業率を低下させるほど増加していない。また、失業率は 20%を超えているが、失業者はスキルに欠けるため就業できないという構造的弱みを持つとの指摘もなされている。

ガーナは、石油生産が開始されることから 2011 年に 13.7%の経済成長が見込まれている。

4.3　金融政策

南アフリカとイスラエルにおいてもインフレ・ターゲットが採用されている。

世界経済危機の発生を受けエジプト、南アフリカ、イスラエルの 3 か国でも政策金利の引き下げが行われたが、イスラエルは早くに利上げへと転じたが、エジプトと南アフリカはまだ利上げへと転じてはいない。

ナイジェリアとエジプトではインフレ率が 2 桁台となっている。

〔図表 4-27〕金融政策と政策金利

	金融政策	インフレ目標	主要政策金利	2008/9	2009/9	2010/9	2011/7
エジプト	複合ﾀｰｹﾞｯﾄ	-	Lending Rate	11.50%	8.25%	8.25%	8.25%
南アフリカ	ｲﾝﾌﾚﾀｰｹﾞｯﾄ	3.0%-6.0%	レポレート	12.00%	7.00%	6.00%	5.50%
イスラエル	ｲﾝﾌﾚﾀｰｹﾞｯﾄ	1-3%	2-week Repo	4.25%	0.75%	2.00%	3.25%

出所：各国中銀、Bloomberg 等より年金シニアプラン総合研究機構作成

〔図表 4-28〕政策金利とインフレ率

出所：Bloomberg

4.4　通貨制度

CFA フランは、西アフリカ、中部アフリカ地域の旧フランス植民地を中心とする多くの国で用いられる共同通貨。西アフリカ諸国中央銀行発行のもの（XOF）と、中部アフリカ諸国銀行発行のもの（XAF）の 2 種類がある。現在は基軸通貨をユーロとしており、1 ユーロ=655.957CFA フランである。西アフリカ諸国中央銀行には、セネガル、ギニアビサウ、マリ、コートジボワール、トーゴ、ベナン、ブルキナファソ、ニジェールの各国が、中部アフリカ諸国銀行発行には、チャド、中央アフリカ、カメルーン、赤道ギニア、ガボン、コンゴの各国が参加している。

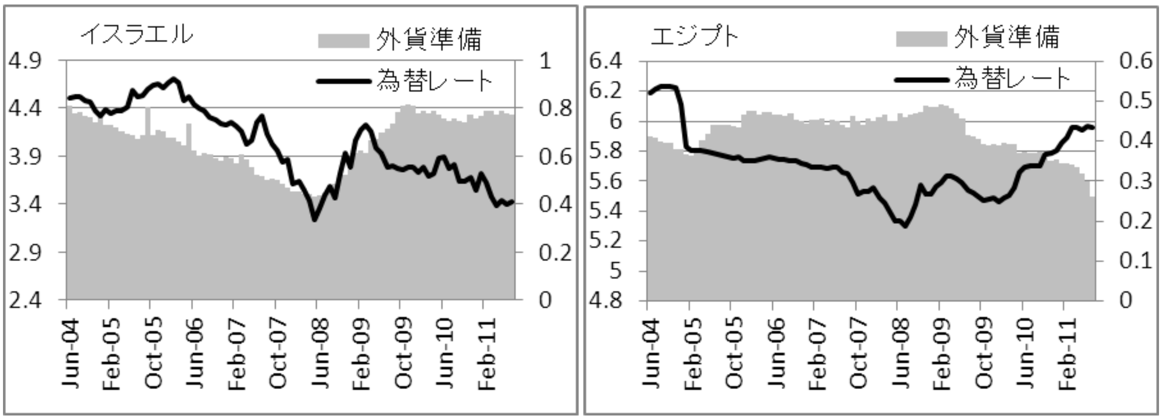
ヨルダン・ディナールは SDR に対して、レバノン・ポンドとイラク・ディナールは米ドルに対してペッグされている。

〔図表 4-29〕通貨政策と対ドル為替レート

	通貨制度	通貨名称	2006/12	2010/12	2011/6	06 比変動率
エジプト	変動相場制	ｴｼﾞﾌﾟﾄ ﾎﾟﾝﾄﾞ	5.7498	5.8050	5.9670	-3.6%
ガボン	中部アフリカ経済通貨共同体	CFA ﾌﾗﾝ BEAC	497.4460	489.7761	451.6522	10.1%
ガーナ	管理フロート	新ｶﾞｰﾅ ｾﾃﾞｨ	0.9223	1.4860	1.5155	-39.1%
ヨルダン	固定相場制	ﾖﾙﾀﾞﾝ ﾃﾞｨﾅｰﾙ	0.7086	0.7078	0.7090	-0.1%
レバノン	ｱｼﾞｪｽﾀﾌﾞﾙ・ﾍﾟｯｸﾞ制	ﾚﾊﾞﾉﾝ ﾎﾟﾝﾄﾞ	1,502.50	1,500.50	1,513.40	-0.7%
ナイジェリア	その他固定相場	ﾅｲｼﾞｪﾘｱ ﾅｲﾗ	128.175	152.000	152.500	-16.0%
南アフリカ	管理フロート	南ｱﾌﾘｶ ﾗﾝﾄﾞ	7.1005	6.5869	6.7602	5.0%
イスラエル	変動相場制	ｲｽﾗｴﾙ ｼｪｹﾙ	4.3870	3.5440	3.4008	29.0%
イラク	クローリングペッグ	ｲﾗｸ ﾃﾞｨﾅｰﾙ	1,477.63	1,169.00	1,169.00	26.4%
ｺｰﾄｼﾞﾎﾞﾜｰﾙ	西アフリカ経済通貨同盟	CFA ﾌﾗﾝ BCEAO	497.4460	489.7029	451.6522	10.1%

出所：各国中銀、Bloomberg 等より年金シニアプラン総合研究機構作成

〔図表 4-30〕外貨準備残高と為替レート　（外貨準備は右軸）



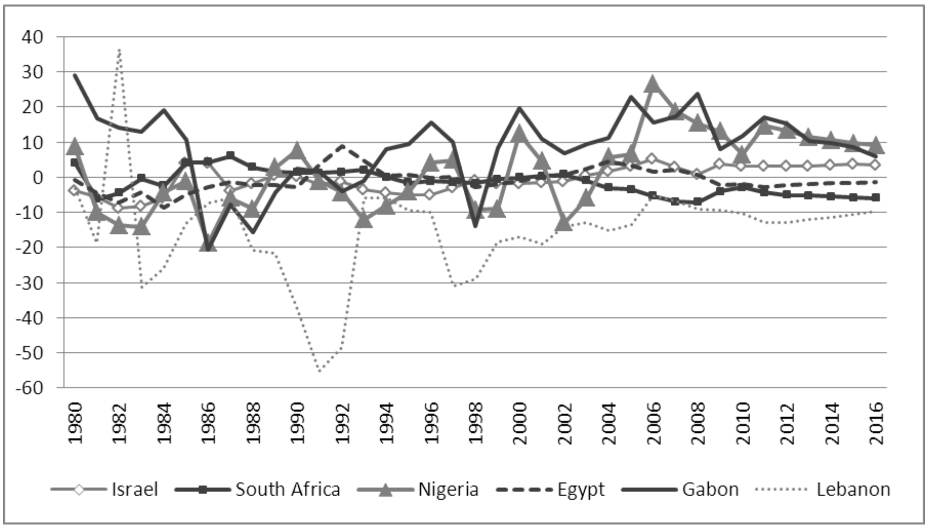
出所：Bloomberg

4.5　経常収支・外貨準備

ガボン、ナイジェリア、イスラエル、コートジボワールが経常黒字国である。このうちガボンとナイジェリアは石油輸出国。

多くの産油国は原油価格の上昇を利用して財政の黒字化と外貨準備の積み上げを図っているが、ナイジェリアは原油価格の長期平均に歳出をリンクさせる仕組みを取っており、財政政策はプロシクリカルなものとなっている。

〔図表 4-31〕経常収支 %GDP



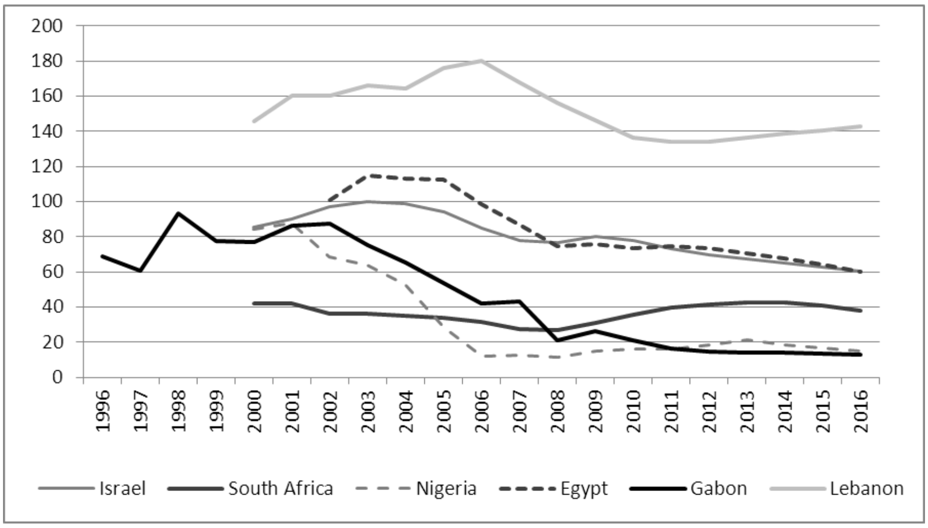
出所：IMF World Economic Outlook Database April 2011 より年金シニアプラン総合研究機構作成

4.6 財政

レバノンの債務水準は GDP の 100%を超え高い状況である。

多くの産油国は原油価格の上昇を利用して財政の黒字化と外貨準備の積み上げを図っているが、ナイジェリアは原油価格の長期平均に歳出をリンクさせる仕組みを取っており、財政政策はプロシクリカルなものとなっている。尚、2005 年 10 月のパリクラブ合意により主要債権国から債務免除を受けているため債務水準は低い。

〔図表 4-32〕グロス債務 %GDP



出所：IMF World Economic Outlook Database April 2011 より年金シニアプラン総合研究機構作成

4.7　信用格付

イスラエルがシングル A からダブル A、南アフリカはトリプル B からシングル A の高い格付を持つが、トリプル B クラスの国はなく、他はダブル B 以下の信用力となっている。イラクとコートジボワールの 2 か国については主要格付機関から格付付与がない状況である。

〔図表 4-33〕信用格付

	外貨建て長期債格付			自国通貨建て長期債格付		
	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P	Fitch
エジプト	Ba3(N)	BB(N)	BB(N)	Ba3(N)	BB(N)	BB+(N)
ガボン	-	BB-(S)	BB-(S)	-	BB-(S)	BB-(S)
ガーナ	-	B(S)	B+(S)	-	B(S)	B+(S)
ヨルダン	Ba2(N)	BB(N)	BB(S)	Ba2(N)	BB+(N)	BBB-(S)
レバノン	B1(S)	B(S)	B(S)	B1(S)	B(S)	B(S)
ナイジェリア	-	B+(S)	BB-(N)	-	B+(S)	BB(N)
南アフリカ	A3(S)	BBB+(S)	BBB+(S)	A3(S)	A(S)	A(S)
イスラエル	A1(S)	A(S)	A(S)	A1(S)	AA-(S)	A+(S)
イラク	-	-	-	-	-	-
コートジボワール	-	-	-	-	-	-

出所：Moody’s、S&P、Fitch、Bloomberg 等より年金シニアプラン総合研究機構作成

第 5 章　過去の新興国危機とソブリン・デフォルト

1　新興国危機の発生状況

1.1　メキシコ債務危機[1]（1982 年）

メキシコでは 1982 年に債務危機が発生、8 月に対外債務返済不能と 90 日間のモラトリアム[2]を宣言し、中南米の累積債務問題を顕在化させることとなった。

メキシコは、資源価格の上昇を背景に開発投資を積極的に進めた結果、対外債務を大きく増大させていたが、欧米先進諸国で第 2 次石油ショック後の高インフレに対抗するため大幅な金融引き締めが実施されたことにより先進国の金利が上昇、メキシコを始めとする中南米諸国から米国へと投資資金が還流し、メキシコ・ペソは強い売り圧力にさらされ、ペソ防衛のための為替介入により外貨準備が急速に減少、原油価格も反落したため外貨の調達源であった原油売却代金も減少し対外債務の利払い負担が重く圧し掛かることとなった。

メキシコ政府は、ペソの切り下げを 1982 年 2 月と 6 月に実施したが資金の流出は止まらず、8 月 12 日に外為市場の閉鎖と対外送金の禁止を発表、8 月 20 日に財務相が対外債務返済不能と 90 日間のモラトリアムを宣言した。また、9 月 1 日には民間銀行の国有化と為替管理の導入を発表した。メキシコの破綻は発展途上国全体に波及、中南米諸国に大きく貸し込んでいた米国等の先進国の大手銀行の破綻にもつながりかねない事態となり、国際金融恐慌を引き起こす可能性があったため、アメリカ政府は短期間で救済策を決定し、BIS の緊急融資 18.5 億ドル、IMF の融資 39 億ドルなどが決められている。

メキシコで始まった債務危機は同様の経済状況にあった他の中南米諸国にも波及し、中南米累積債務危機へとつながっていった。小康状態となっていたメキシコでも、1986 年には原油価格の下落と大地震の発生により再度危機的状況が高まり、民間債務の再リスケ、IMF からの 14 億 SDR、世界銀行 19 億ドル、IDB4 億ドル、日本輸出入銀行 10 億ドル、民間銀行 60 億ドル等総額 120 億ドルのニューマネー供与が決定されている。

1.2　テキーラ危機[3]（1994 年）

1988 年に就任したサリナス大統領の下、メキシコ政府は貿易自由化と規制緩和を実施するとともに、外資の導入を進めていった。高インフレが鎮静化するとともに財政が黒字化するなどメキシコ経済は堅調に推移したが、中間財と資本財の輸入が急増した結果貿易赤字が急増、経常収支の大幅な悪化がみられるようになった。経常赤字の拡大を上回るネットでの資本流入が続いていたことから、外貨準備高は増加していたため大きな懸念は持たれておらず、

---

[1] 金融用語辞典「メキシコ債務危機」(http://www.acajp.net/kinyuu/cat73/index.html)等を参照した。

[2] 法令により、金銭債務の支払いを一定期間猶予させる支払猶予を指す。格付機関は一般にモラトリアムをデフォルトとみなしている。

[3] 浜口伸明(1995)「メキシコ金融危機――サリーナス政権の 6 年間が残したもの」『JETRO ラテンアメリカ・レポート』12(1)等を参照した。

また、1992 年 12 月に北米自由貿易協定(NAFTA)が調印されたことによってアメリカからメキシコへの投資ブームが起こっていた。

1994 年 1 月にNAFTAが発効したが、同月南部のチアバス州で「サパティスタ国民解放軍(EZLN)」が蜂起、3 月には与党PRIのコロシオ大統領候補の暗殺とバナメックス・グループのアルプ会長の誘拐事件が発生し、メキシコに対する投資家の信認が低下、また、米FRBが1994 年 2 月から利上げを開始[4]したこともあって証券投資が中心となっていたメキシコへの資本流入が激減することになった。

こうした状況下メキシコ・ペソは強い売り圧力にさらされ、為替レートは 1994 年 3 月以降ターゲットゾーンの下限に張り付き、介入により外貨準備高は大幅に減少した。その後一時小康状態となったものの 11 月に米 FRB が 75bp の大幅利上げを実施したことで米国への資金回帰の動きが再燃、外貨準備は激減、12 月に就任したセディージョ大統領の下メキシコ当局は 12 月 20 日にペソの下限レートを約 15%切り下げたが、ペソへの不安は沈静化せず、2 日後の 22 日には変動相場制への移行が発表された。1993 年 11 月には 1 ドル＝3.45 ペソ前後であった為替レートは 1995 年 3 月には 1 ドル＝7 ペソを上回る水準となる大暴落となり、国債利回りも急騰した。

危機発生後、メキシコ政府は極めて緊縮的な経済計画を発表、180 億ドルの支援パッケージ、米政府による 400 億ドルの債務保証プランなどが発表されたが市場は安定化せず、1995 年の 1 月に IMF とのスタンバイ・クレジットが合意され、総額約 500 億ドルの国際支援が表明されるに至ってようやく沈静化へと向かった。

1.3　アジア危機[5]（1997 年）

＜タイ＞

タイは通貨バスケットに対するペッグ制を採用していたが実質的には米ドルにリンクしていたため、1995 年以降のドル高によりタイ・バーツは過大評価となり競争力が低下し輸出が減少、経常赤字が拡大した。それまでの経済の高成長の下での労働コストの上昇に対応した産業構造の転換が遅れていたこともあって中国等のより労働コストの安い国々との輸出競争でも苦戦し経済成長率も低下した。

また、実質米ドルにリンクする為替制度の中で、高金利のタイには短期の資金が海外から大量に流入、一部は不動産等の資産投資にも向かったことから資産価格が上昇していたが、経済の急速な悪化から不動産価格も下落し金融機関に不良債権問題も発生した。

1996 年春以降一部金融機関の破綻も発生したことから、海外の投資資金は急速に流出、ペッグ制は持続不能と判断したヘッジファンド等の投機的な通貨売りも加わって、市場の圧力に抗しきれなくなったタイ政府は 1997 年 7 月に変動相場制へと移行、タイ・バーツは急落し、タイ政府は IMF に支援を求め 1996 年 8 月に IMF を中心とする支援パッケージがまとまっている。その後も不安定な政治状況や近隣諸国の動向の影響を受け安定しな

---

[4] 1994 年 1 月に 3.0%だった FF レートは 1995 年 2 月までに 6.0%へと合計 300bp 引き上げられた

[5] 財務省・外国為替等審議会・アジア金融・資本専門部会(1998)『アジア通貨危機に学ぶ――短期資金移動のリスクと 21 世紀型通貨危機』等を参照した。

い状況が続いたが、チュアン新首相の下、IMF との合意に従い金融機関の再編を大胆に進める等したことで市場の信認を徐々に取り戻していった。

＜危機の連鎖＞

タイにおける通貨危機は、インドネシア、マレーシア、フィリピンなど東南アジア諸国に急速に波及した。

これらの国々はタイほどには経済の不均衡は大きくなかったとされるが、域内貿易への依存度が高まっていたこと、各国とも米ドルへの一定のリンクを持つ通貨制度を採用していたこと、輸出依存型の経済構造、短期対外債務の積み上がりなどから、海外投資家からは同様の懸念を持つ国々とみなされ、資金が急速に引き揚げられ通貨危機が各国へと波及していった。

このなかで最も大きな影響を受けデフォルトを発生させたのがインドネシアである。1997 年 10 月にIMFの当初支援プログラムが発効後も、病気が伝えられたスハルト大統領の権力承継問題、大統領親族の不正発覚、燃料価格引き上げを起因とする市民の暴動の発生なども加わり、事態の収束には長い時間がかかっている [6]。

通貨危機の連鎖は 1997 年 10 月には韓国へと波及した。韓国では 1997 年 1 月に財閥の韓宝グループが破綻したことを皮切りに財閥の経営危機が相次いで表面化、7 月には大手財閥の一角である起亜グループも破綻、不良債権問題から金融危機の様相を呈していたことに加え、短期外貨調達での資産運用から外貨流動性危機の懸念も高まり危機へと陥った。

1.4　ロシア危機 [7]（1998 年）

ロシア危機の背景としては、市場経済への転換に伴う構造改革の遅れ、エネルギー輸出に依存した経済、財政と国内商業銀行がともに外貨での短期調達への依存度が高かったことなどが指摘されている。

ロシアでは、原油価格が下落に転じたことによる歳入減で財政赤字の拡大が懸念される中、アジア危機が発生し投資家のリスク許容度が低下し海外資金の流出が始まり、ルーブルには売り圧力が高まった。ロシア政府は、為替介入と政策金利の大幅引き上げを実施しルーブル防衛を図ったが外貨準備が減少、利上げが短期国債利回りの急上昇につながり、投資家は利払費の大幅増加による財政の持続可能性に懸念を強めていった。また、国と同様に短期の外貨調達に依存していた国内商業銀行も流動性面から危機的状況に陥った。

ロシア政府は 1998 年 8 月 17 日に新たな為替レートの変動範囲を発表し事実上の通貨切り下げを実施、同時に自国通貨建て国債のリストラクチャリングを実施すると発表した。自国通貨建国債の支払い停止後、国内発行だが大部分を外国人投資家が保有していた外貨建て債務、外貨建ての Ministry of Finance SeriesⅢ債へと支払い停止が続いた。

---

[6] 山下元(2004)「IMF と資本収支危機：インドネシア・韓国・ブラジル――IMF 独立政策評価室による評価レポートの概要」『開発金融研究所報』第 21 号等を参照した。

[7] 内閣府(2010)『世界経済の潮流　2010 年　Ⅱ』第 2 章第 2 節 2　ロシア財政危機(98 年)等を参照した。

1.5 アルゼンチン危機[8]（2001 年）

ハイパーインフレーションに苦しんでいたアルゼンチンは、1991 年 4 月に施行された「通貨兌換法」(Convertibility Law)により 1 ペソを 1 米ドルに固定、カレンシーボード的な枠組みを取ることによって物価のアンカーとした。この為替制度を含むコンバーティビリティ・プランによりインフレ率は落ち着き堅調な経済成長も実現させた。

その後アルゼンチンは、1994-95 年のテキーラ危機の影響にもよく耐えたことから、固定相場制は国民からも広く支持されていた。

しかしながら、アジア危機とロシア危機の影響による投資家のリスク回避姿勢の高まりにより新興国向け資金流入が急減し、ドル高による対外競争力の低下、ブラジルの通貨切り下げによる同国市場でのシェア低下、米 FRB の利上げなどの影響から、アルゼンチンは長期にわたる景気後退と経常収支の大幅な悪化に苦しんだ。

固定為替レートの下では、為替調整による輸出増での景気回復が期待できないため、景気後退とデフレによる内部的なデバリュエーションという痛みの大きな対応を余儀なくされた。米ドルとの通貨の固定により、先進国の低金利を活用したドル建て借入が民間でも拡大しており固定相場からの離脱は政治的にも難しい判断となっていた。

政治的な混乱も加わり追い詰められたアルゼンチン政府は 2001 年 12 月 23 日に新大統領に任命されたロドリゲス・サーが議会で対外債務の支払い停止（モラトリアム）を宣言、その後固定為替レートは放棄され、2002 年 3 月には 1 ドル=4 ペソへと大きく減価した。

1.6 アルゼンチン・サムライ債の債務再編[9]（2005 年、2010 年）

アルゼンチンのデフォルトによって、日本国内で発行されていたアルゼンチン共和国のサムライ債 4 銘柄（額面合計 1,915 億円）もデフォルトした。

---

[8] 山下元(2006)「IMF とアルゼンチン：1991 年－2001 年――IMF 独立政策評価室による評価レポートの概要」『開発金融研究所報』第 28 号等を参照した。

[9] アルゼンチン共和国が提出している「有価証券報告書」を参照した。

〔図表 5-1〕アルゼンチン共和国発行サムライ債

銘柄	発行年月	利率	償還日	発行額面	2005 年交換元本額	2010 年交換元本額	残余未償還額
第 4 回アルゼンチン共和国円貨債券（1996）	1996 年 12 月	5.00%	2002/12/20	500 億円	46,145 百万円	2,776 百万円	1,079 百万円
第 5 回アルゼンチン共和国円貨債券（1999）	1999 年 12 月	5.40%	2003/12/17	200 億円	19,500 百万円	410 百万円	90 百万円
第 6 回アルゼンチン共和国円貨債券（2000）	2000 年 6 月	5.125%	2004/6/14	600 億円	56,337 百万円	2,934 百万円	729 百万円
第 7 回アルゼンチン共和国円貨債券（2000）	2000 年 6 月	4.85%	2005/9/26	615 億円	58,815 百万円	1,780 百万円	905 百万円
≪合計≫				1,915 億円	180,797 百万円	7.900 百万円	2,803 百万円

出所：アルゼンチン共和国有価証券報告書、Bloomberg より年金シニアプラン総合研究機構作成

デフォルト後 2003 年 9 月にアルゼンチン政府は、ドバイで開催された IMF 総会で、対民間部門への債務 818 億ドルに関し、元本の 75%削減と、元本にかかわる延滞金利を支払わないとする提案を行ったが、提案が一方的で民間債権者にとって不利との見方が強く、交渉は進展しなかった。

2005 年にアルゼンチン政府はサムライ債を含む民間債務に対する債務交換オファーを実施した。サムライ債に関しては、①円建て元本維持債、②円建て元本削減債、③アルゼンチン・ペソ建て準元本維持債の 3 つの選択肢のなかから 1 つを選択し債務交換に応じることを求める提案であった。2001 年 12 月 31 日から 2003 年 12 月 31 日までの期日到来未払い債務が切り捨てられていること、各提案とも現在価値に引き直した場合の債務削減率は高いことから、民間債権者の間に不満は強かったが、結果的にはグローバルでは 76.2%、サムライ債では 94.4%（1,807.97 億円）の投資家が債務交換に応じている。

① 第 8 回アルゼンチン共和国円貨債券（元本維持債）（2005）

額面金額+2001/12/31 までの未払経過利息との合計金額と同額の額面金額と交換

利率：2009 年 3 月まで 0.24%、
2019 年 3 月まで 0.45%、
2029 年 3 月まで 0.67%、
2038 年 12 月まで 0.94%

償還日：2038 年 12 月 31 日（2029 年 9 月以降、半年毎に 5%の分割償還）

② 第 9 回アルゼンチン共和国円貨債券（元本削減債）（2005）

額面金額+2001/12/31 までの未払経過利息との合計に 0.337 を乗じた額面金額と交換

利率：4.33%　ただし、2008 年 12 月までは現金で 2.07%、2.26%分は元本に追加

2013 年 12 月までは現金で 3.02%、1.32%分は元本に追加

償還日：2033 年 12 月 31 日（2024 年 6 月以降、半年毎に 5%の分割償還）

③ アルゼンチン・ペソ建て準元本維持債

額面金額+2001/12/31 までの未払経過利息との合計に 0.1899 を乗じた額面金額と交換

利率：3.31%、

償還日：2045 年 12 月 31 日（2036 年 6 月以降、半年毎に 5%の分割償還）

サムライ債との債務交換では、極めて低金利となるが元本が維持される元本維持債との交換が、交換時に大幅な元本の削減を生じさせる元本削減債よりも多かった。また、サムライ債からのアルゼンチン・ペソ建て準元本維持債への債務交換は 1 件もなかった。

アルゼンチンは、債務交換に応じなかった債権者との新たな再編およびその他の取引に一定の制限を定める法律（アルゼンチン法 26017 号）を成立させていたこともあり、2005 年の債務交換に応じなかった投資家との交渉は難航していたが、2009 年 11 月に同法案を停止、2010 年に 2 度目の債務交換を実施している。2010 年の債務交換も基本的な条件は 2005 年と変わっていないため、現在も債務交換に応じていない投資家が残っており、アルゼンチンの国際資本市場への復帰の障害と現在もなっている。

1.7 バルト危機[ラトビア][10]（2008 年）

ラトビアは、2004 年 5 月の EU 加盟以降経済ブームが続き、2005 年から 2007 年の 3 年間は経済成長率が 2 桁台を続けるなど景気はオーバーヒートした。高い成長率は経済に歪みももたらし経常赤字が拡大、インフレ率も上昇した。中央銀行は利上げによってインフレを抑えようとしたが、外貨建て借入比率が極めて高い状況の下では政策効果は限定的であった。

リーマンショック後、国内第 2 位の Parex Banka で取り付け騒ぎが発生、ラトビア政府は国有化に踏み切った。経済危機を単独で乗り切ることは困難と判断した政府は、IMF と EU に緊急融資を要請、2008/12 に北欧諸国や近隣諸国からの支援も加わり総額 75 億ユーロの支援パッケージがまとまり危機は一旦鎮静化した。

しかしながら、経済の急速な縮小に伴う歳入減で 2009 年の財政赤字が IMF と EU の支援条件である GDP 比 5%以内に収まらないことが明らかになったため、IMF と EU は 2 回目の支援金の給付を停止、通貨ラッツの買い支えで外貨準備が急減、国債入札が札割れとなり、再度危機に陥ることとなった。

政府は通貨切り下げではなく、さらなる財政緊縮化と名目賃金の切り下げという”Internal

[10] Bloomberg、ロイター等を参照した。

devaluation"の道を選択し、IMF と EU からの支援金の給付を受け 2 度目の危機も何とか鎮静化させた。

危機は乗り切ったものの2009年のGDP成長率は▲18.0%と急減､失業率も急上昇したが、厳しい財政緊縮化政策を実行した連立政権与党が2010年10月の総選挙で勝利したことにみられるように、こうした厳しい政策は国民からも一定の理解は得られていたようである。

2　過去に発生した主なソブリン・デフォルト[11]（1998 年以降)[12]

◆1998 年 6 月　インドネシア

アジア危機の影響を強く受けたインドネシアは、パリクラブ[13]とロンドンクラブ[14]において 1998 年 6 月に債務のリスケジュールが合意され、2000 年と 2002 年にもリスケジュールが行われた。

◆1998 年 7 月　ベネズエラ

1998 年 7 月の第 1 週にベネズエラの国内居住者が保有する自国通貨建国債の利払いが実施されなかった。支払いは一週間後に実施されたが、これらの債券には猶予期間（グレースピリオド[15]）の設定がなかったため、テクニカル・デフォルトとみなされた。

◆1998 年 8 月　ロシア

原油価格の大幅な下落により輸出が減少、連邦政府の歳入も大幅に減少し短期政府証券(GKO)の発行が急増、非居住者への制限撤廃による海外からの資金流入で小康を得たが、アジア危機の影響から非居住者が急速に資金を引き揚げ、まず最初に自国通貨建国債の支払いが停止され、その後国内発行だが大部分を外国人投資家が保有していた外貨建て債務､外貨建ての Ministry of Finance SeriesⅢ債へと支払い停止が続いた。ただし、ロシア連邦のユーロ債の元利払いは継続された。1999 年 8 月と 2000 年 2 月に債務再編が実施されている。

---

11 デフォルトの定義は多様であり､債務交換等においてはデフォルトとみなすかどうかについて見解が分かれる場合も多い。

12 Moody's、S&P、Fitch、Bloomberg、ロイター等の情報を元に作成。

13 パリクラブとは、債務返済困難に直面した債務国に対して、二国間公的債務の返済負担の軽減措置を取り決める非公式な債権国会合である。パリクラブの対象債権は、原則として債務国、債権国ともに政府または公的機関が関与した債権であることが前提で、債務救済措置を受けるためには、その国が国際通貨基金(IMF)の金融支援プログラムの対象となっていることが前提となります。

14 ロンドンクラブとは、政府間の公的債務を取り扱うパリクラブに対して、民間金融機関が保有する債権の繰延について、民間金融機関で債権者団を形成し、債務国政府との交渉を行うことを指す。

15 グレースピリオド(grace period)は、債券の元利金支払日に支払いが履行されなかった場合でもこの期間内に支払が履行されれば、期限の利益の喪失事由やデフォルトとはみなされない期間。発行債券の目論見書に記載がある場合に適用される。事務ミスや自然災害等による送金遅延等で支払いが遅延した場合等を想定した救済期間である。日本国内での発行債券には、この規定はほとんど見かけない。

◆1998 年 9 月　ウクライナ

無記名の外貨建て債券・預金のモラトリアムを実施、身元を明らかにし、自国通貨建て口座への振り替えを希望する債権者のみが債務返済の対象とされた。

◆1999 年 7 月　パキスタン

軍事クーデター以降、諸外国からの制裁が強まり、国際収支の悪化が深刻化、1998 年 1 月に利払いが遅延したが、この時は猶予期間内にデフォルト状態を脱したものの、その後 1999 年 7 月に再びデフォルトを起こしている。債券保有者は 1999 年 12 月に、利率 10%期間 6 年のユーロ債へと債務交換が行われた。

◆1999 年 10 月　エクアドル

財政危機の深刻化から 1999 年 10 月 1 日に支払期日の迫ったブレディ債の利払いのおよそ半分を一時停止すると発表、米国と IMF はエクアドルの対外債務再編に対する取り組みを支持すると表明、救済目的の債務交換が行われ、90%以上の債券が債務再編の対象となった。

◆2000 年 1 月　ウクライナ

IMF はウクライナに対する 26 億ドルの EFF（拡大信用供与制度）を 1999 年 9 月に停止、世界銀行も 1999 年 10 月にウクライナ向け融資をすべて延期したため、ウクライナ政府は 2000 年 1 月に米ドル建て債の返済の目処がたたないことを表明、2 月にはドイツマルク建て債の利払いを実施しなかった。ウクライナ政府は、償還期間を延長し、表面利率を下げた債券との交換を要請、90%以上の投資家が債務の交換に同意した。

◆2000 年 4 月　コートジボワール

大統領就任を宣言したゲイ参謀長は 1997 年に対外債務の返済停止を宣言したが、IMF 等からの反発を受け 1998 年 1 月に返済を再開した。しかしながら、2000 年 4 月にブレディ債でテクニカル・デフォルトを起こし、2000 年 9 月にも返済を遅延させた。

◆2000 年 9 月　ペルー

ペルーは 2000 年 9 月にブレディ債 4 銘柄 8,000 万ドルの利払いを停止した。ペルー政府は、ソブリン債と不良債権を専門に扱うファンドである Elliott and Associates との間で再編を協議しようとしたが、Elliott は応じず、逆にフジモリ政権を提訴し、米国の裁判所はペルーの米国内金融資産の差し押さえを認める判決を下したため、猶予期間中に利払いを実施したため、厳密にはデフォルトとはなっていない。

◆2001 年 11 月　アルゼンチン

アルゼンチンは、カレンシーボード制[16]により、アルゼンチン・ペソを米ドルに連動させていたが、1999 年にブラジルが通貨切り下げを実施したことにより、輸出と海外からの投資が急減、IMFは合意済であった融資の前倒しを拒否、2001 年 11 月に対外債務の支払い停止を宣言、2002 年 1 月に利払いが停止した。2005 年と 2010 年の 2 回に分けて債務交換が実施されている。

◆2002 年 6 月　モルドバ

ロシア危機の影響を強く受けたモルドバは、輸出が急減し外貨準備が不足、2001 年 6 月に利払いを遅延したがこの時は猶予期間中に解消、その後債券の買い戻しを進めたものの 2002 年 6 月にデフォルトを起こし、債務交換が実施された。

◆2003 年 2 月　パラグアイ

投資家がパラグアイ国債に対して、あらかじめ定められた期日において債券の期限前償還を求める権利（プット・オプション）を行使したが、パラグアイは期限前償還期日に償還を実施できなかった。

◆2003 年 4 月　ウルグアイ

2001 年に発生したアルゼンチンの債務危機の影響からウルグアイも通貨危機に陥り、2003 年と 2004 年に債券の満期が集中していたことから、2003 年 4 月に債務の平均満期を 5 年間延長する債務交換を公表、元本の削減は実施されていないが、クーポンは既存債券と同等水準で市場金利との比較では著しく低かった。ウルグアイの財政状況、満期償還スケジュール、経済状況から見て債券保有者には交換に応じる以外の選択肢は少なく、90%以上の参加を得て債務交換は 5 月末に完了した。

◆2004 年 12 月　グレナダ

2004 年 9 月にハリケーン・イワンの直撃を受けた後、グレナダ政府は公的債務の維持は不可能であると宣言し、大半の商業債務を延滞、2004 年 12 月に利払いを実施せずデフォルト、2005 年に救済目的の債務交換と債務再編を完了した。

◆2005 年 1 月　ベネズエラ

優先債務と同一順位に位置づけられる原油インデックス債務の支払いを実施しなかったため選択的デフォルトとみなされた。

---

[16] 自国通貨を米ドル等主要国の通貨と一定の為替レートで無制限に交換することを金融当局が保証し，これを担保できる以上の外貨準備を保有する制度。事実上の固定相場制とすることで，為替相場や物価の安定を目的とする。

◆2005 年 4 月　ドミニカ共和国

2004 年 1 月に利払いを実施しなかったが、この時は 30 日間の猶予期間内に利払いを実施した。2005 年 4 月に投資家に対し債務の再編を要請、90%以上の投資家が債務交換に応じた。

◆2006 年 12 月　ベリーズ

財政状態が悪化していたベリーズ政府は、2006 年 8 月に海外の民間債権者と救済目的の債務交換の協議を実施したい意向を表明、12 月に利率引き下げと償還期限延長の債務交換に着手、2007 年 2 月までに 90%以上の投資家の合意を得た。

◆2008 年 7 月　セーシェル

2008 年 7 月にユーロ建て私募債の利払いを、10 月にグローバルボンドの利払いを実施できずにデフォルト。2008 年 11 月に IMF から 2,400 万ドルのスタンバイ・クレジットが承認され、債務の一部免除を含む債務交換が実施された。

◆2008 年 11 月　エクアドル

エクアドル政府は、2012 年満期と 2030 年満期のグローバルボンドについて「違法」で「非合法」であるとして支払いを履行しないと発表、2008 年 11 月の利払いが履行されなかった。支払能力に問題はなく、政治的な「支払意思」の問題から発生したデフォルトである。

◆2010 年 1 月　ジャマイカ

ジャマイカは世界的な経済危機の影響から疲弊した経済の復興を図るためとして、2010 年 1 月に T-Bill を除く国内発行国債（国内発行外貨建て債を含む）について利率引き下げと償還期限の延長の債務交換を実施した。海外発行の外貨建て債務は対象外。

◆2011 年 1 月　コートジボワール

2010 年 11 月の大統領選挙で現職のバグボ大統領と対立候補でアラサン・ワタラ氏の双方が勝利宣言を行い政局が混乱、ユーロドル債の利払いが実施されずデフォルトした。

第６章　エマージング債券投資上の留意点

1　導入目的と位置付けの明確化

組み入れの計画段階で行うべきことは、他の資産と同様に、自身の運用資産の状況を十分に把握したうえで、エマージング債券投資の必要性、目的、基本ポートフォリオ内での位置付けなどについて、明確にしておくこととなる。

エマージング債券の場合、①投資対象拡大による分散効果、②収益機会の追求が主たる導入目的となるものと考えられる。

1.1　分散効果

エマージング債券導入による分散効果は、〔図表 3-17〕の相関係数に示されるように長期的な観点からは一定の分散効果が期待できるものと考えられる。

しかしながら、リスク・リターン特性が必ずしも正規分布に沿っているとは限らないことやファットテイルのリスクがあることには注意が必要である。世界経済のグローバル化と新興国の重要性の高まりにより、景気変動のグローバルな連動性も高まっており、国際的資金フローの影響も強く受けるようになってきていることから、エマージング債券市場も先進国市場との連動性も高まっているとも考えられ、過去データから示されるような分散効果が将来も同じように実現するかどうかには懸念も残る状況である。

また、〔図表 3-18〕で示されるように、危機発生時にはリスク資産間の相関が著しく高まる状況が確認されており、リスク管理面からはポートフォリオ全体としての下方リスクの管理が必要となるものと考えられる。エマージング債券の組入れにより資産全体のバランスが崩れ、ポートフォリオの下方リスクが大きく高まらないよう注意が必要となる。

-再掲-〔図表 3-17〕相関係数（2002/1-2011/3）

02/1-11/3	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	EM 株式	EM 債券①	EM 債券②
国内債券	1.00						
国内株式	-0.35	1.00					
外国債券	0.09	0.38	1.00				
外国株式	-0.12	0.47	0.37	1.00			
EM 株式	-0.21	0.71	0.54	0.60	1.00		
EM 債券①	-0.04	0.53	0.69	0.44	0.73	1.00	
EM 債券②	-0.08	0.58	0.78	0.46	0.78	0.77	1.00

注）EM 債券①はシティグループ ESBI インデックス、EM 債券②は JP モルガン GBI_EM インデックス
出所：年金シニアプラン総合研究機構作成

-再掲-〔図表 3-18〕相関係数（2007/4-2009/3）

07/4-09/3	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	EM 株式	EM 債券①	EM 債券②
国内債券	1.00						
国内株式	-0.37	1.00					
外国債券	-0.06	0.71	1.00				
外国株式	-0.34	**0.91**	0.77	1.00			
EM 株式	-0.31	**0.90**	0.78	**0.94**	1.00		
EM 債券①	-0.21	**0.81**	**0.86**	**0.84**	**0.82**	1.00	
EM 債券②	-0.21	**0.85**	**0.91**	**0.90**	**0.87**	**0.88**	1.00

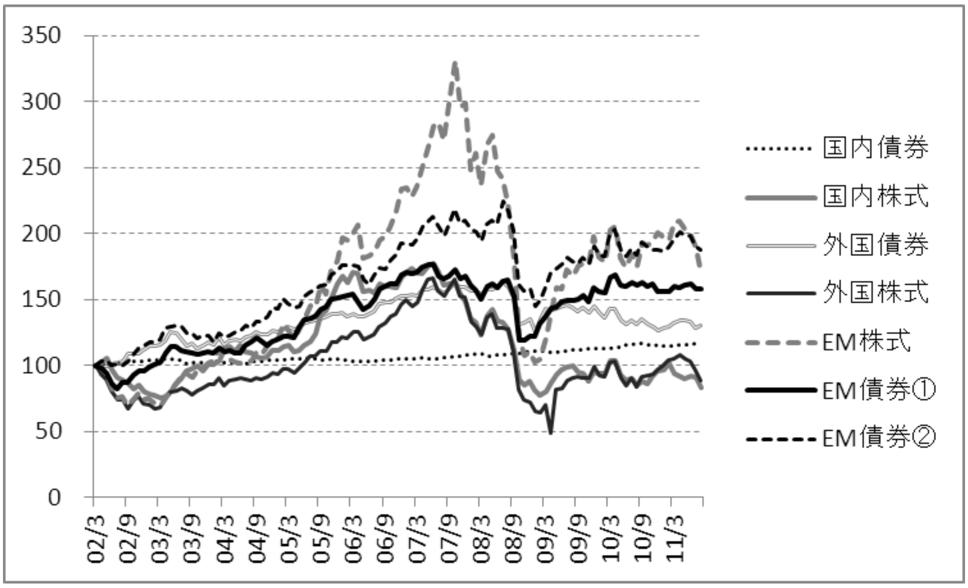
注）EM 債券①はシティグループ ESBI インデックス、EM 債券②は JP モルガン GBI_EM インデックス
出所：年金シニアプラン総合研究機構作成

1.2　収益機会の追求

パフォーマンス面では、過去の実績からは伝統的資産を上回る収益率が示されており、エマージング債券への投資を、伝統的資産の期待収益率の低下を補うことを目的に開始することが考えられる。

ただし、新興国にはブームと崩壊を繰り返してきた歴史があり、ファンダメンタルズの改善はあるものの新興国に対する国際的資金フローは一方向に流れやすい動きを示しがちであり、収益率のボラティリティーは高いため、組み入れのタイミングがパフォーマンスに与える影響は他の伝統的資産以上に大きいと考えられる。

-再掲-〔図表 2-7〕ベンチマーク収益率（2002/3=100）



出所：Bloomberg、各社ホームページより年金シニアプラン総合研究機構作成

導入目的によって、最適なエマージング債券の投資対象、投資ウェイト、投資国の範囲、代替投資の容認範囲、アクティブ運用かパッシブ運用か等が異なってくるものと考えられ、事前に十分な検討を行っておくことが必要である。

1.3　位置付け

導入の位置付けも明確にしておく必要があるものと考えられる。その上で状況が変化した場合にどのように対応するのか、ということを事前に検討しておく必要があるものと思われる。一般的な位置付けとしては、以下のようなものが想定される。

① 外国債券投資のユニバースの拡大として位置付ける
② 独立した資産として組み入れ、他の伝統的資産と同列で扱う
③ 独立した資産として組み入れるが、他資産と別枠で扱う
④ 伝統的資産の代替として組み入れる（円ヘッジ・エマージング債券を国内債券の代替とする等）

また、資産としての位置付けによっては、基本ポートフォリオの見直しが必要となる場合も考えられる。

2　投資対象の決定

エマージング債券には、①主要通貨建てエマージング債券と、②現地通貨建てエマージング債券とがある。

2.1　主要通貨建てエマージング債券

主要通貨建てエマージング債券は、US$やユーロなど主要国通貨建てで新興国が主要債券市場で発行する債券であることから、新興国特有の投資規制や通貨規制等の影響を受けることはなく、発行根拠法上の問題や、受渡及び決済への懸念も少ないものと考えられる。

一方で、通貨やベースとなる金利は先進国市場のものであることから、新興国の経済発展を投資として取り込む要素はスプレッドの水準と変化に限られることとなり、先進国市場の為替や金利の動きにパフォーマンスが左右される要素は大きくなり、ポートフォリオにおける US$やユーロのへのエクスポージャーが増加する影響も考慮に入れる必要がある。

また、既存の外国債券投資を「国債型」ベンチマークで行っている場合には、「総合型」に含まれる社債やモーゲージ証券その他との比較検討を行っておく必要もあるものと考えられる。逆に「総合型」ベンチマークを採用している場合には、投資対象が重複する可能性についての対応を検討しておく必要がある。

2.2　現地通貨建てエマージング債券

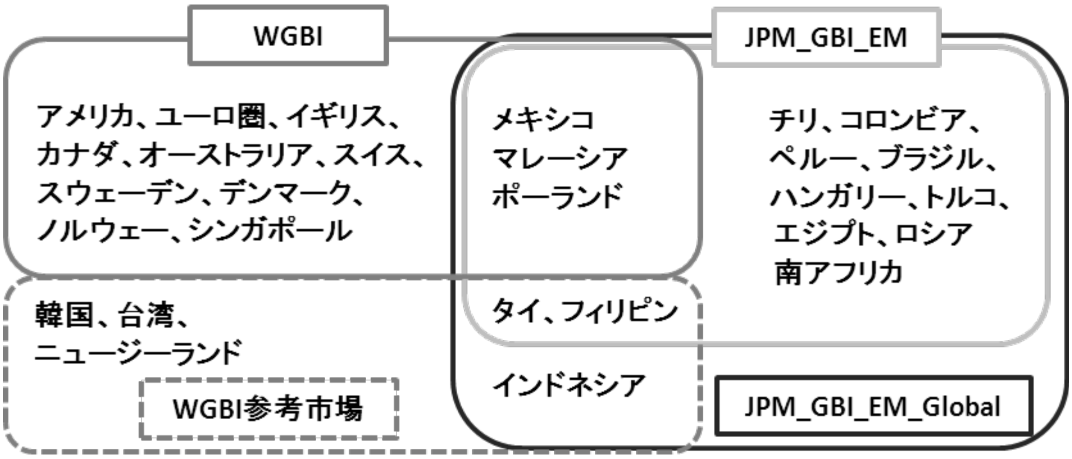
現地通貨建てエマージング債券に投資する場合には､ソブリン･スプレッドへのエクスポージャーのみならず、対象各新興国の景気サイクル、経済特性、金融・財政政策等、通貨・金利・イールドカーブ等へのエクスポージャーを取ることとなり、先進国と新興国との景気・金融サイクルとの差異及び新興国内の多様な動きを反映するものとなる。一定の分散効果が得られることが想定されるが、現地通貨建てエマージング債券投資では、投資規制や通貨規

制、流動性、法的・政治的リスク等、伝統的資産への投資ではあまり強く意識する必要のなかった事柄への注意が必要となってくる。

投資への制約やリスクを考慮・検討し、投資の目的や位置付けとの関係を整理したうえで、どの国までを投資対象とするか、クレジット・リンク債等の代替投資を容認するか、通貨スワップやNDF[1]等の利用を容認するか等の判断も必要となってくるものと考えられる。

既存の外国債券運用と別建てで現地通貨建てエマージング債券の運用を行う場合には、投資対象国の重複という問題が発生する。メキシコ、マレーシア、ポーランドなど WGBI の組入れ構成国であるとともに、主要現地通貨建てエマージング債券インデックスにおいても組入対象となっている国があり、ベンチマークをカスタマイズするのか重複投資を容認するのか等を検討する必要がある。また、将来的に WGBI の参考市場国の正式組入等によって重複国が増加する可能性もある。

-再掲-〔図表 3-10〕シティグループ WGBI と、JPM_GBI_EM との投資対象国の重複状況



出所：シティグループ、JP モルガンより年金シニアプラン総合研究機構作成

2.3　為替ヘッジ付エマージング債券

円ヘッジ・ベースでのエマージング債券投資を国内債券投資の代替投資として考えることも一つの選択肢となるが、主要通貨建てエマージング債券投資では為替ヘッジに大きな問題はないと考えられるが、現地通貨建てエマージング債券投資の場合には、通貨規制や資本規制等により、完全な通貨ヘッジは難しいことを認識しておく必要がある。

[1] NDF（ノン・デリバラブル・フォワード）は、新興国などの取引規制の多い通貨などで利用される為替の先渡し取引の一種。通常の先渡し取引とは異なり NDF では、為替予約レートとスポット（直物為替）レートとの差額のみを米ドル等の主要通貨で受渡を行うものである。対象通貨に取引規制があっても対象通貨の受渡を発生させないことにより、売買を可能にすることができるが、参加者が少なく需給によって理論上のレートから大きく乖離する場合もあることには注意が必要である。

3　ベンチマーク、運用対象の選定

第 3 章でみてきたように、エマージング債券のインデックスは多様であり、インデックスによって組入対象国も組入比率も大きく異なることが特徴の一つとなっている。ベンチマークの選定がパフォーマンスに大きな影響を及ぼすことも十分に考えられるため、導入目的と照らし合わせ適切なベンチマークを選定することが必要となる。

一般にインデックスには、インデックスに採用されている銘柄は制約なく売買できることが求められるが、エマージング債券市場の特徴として、先進国国債市場と同等の基準で投資可能性や流動性を評価すると投資対象国が著しく狭まることとなる。流動性の基準をやや緩めたとしても、海外投資家に対する規制が存在する中国やインドといった新興国の中でも中核をなすべき国々が、投資対象国から外れることとなる。

中国への投資を行う場合には、香港市場での人民元建て債やクレジット・リンク・ノート(CLN)での代替投資といった手段が、インドへの投資でもクレジット・リンク・ノート(CLN)の利用が考えられるが、代替投資にはカウンターパーティーリスク等の追加的なリスクが伴うことも多く、どこまでの代替投資手段をどの程度の金額で運用機関に認めるかの判断も事前に行っておく必要がある。また、クレジット・リンク・ノート(CLN)等の代替投資の場合、細かなウェイト調整やタイムリーなリバランスは不可能な場合も多く、自由な売買ができないことに伴って投資判断とは異なる要因でのベンチマークからのパフォーマンスの乖離が発生する可能性を認識して置かざるを得なくなるものと思われる。

時価総額の大きな国への投資集中リスクを回避するために、国別のウェイトに上限や制限を加えた分散型のインデックスをベンチマークとして採用することも多く行われているが、組み入れ比率を変えることによってパフォーマンスの特性にも変化が生じることもあるので、比較検討を実施することが必要と思われる。

信用リスクを回避するために格付等で投資対象国を絞ったカスタマイズド・インデックスを採用することも可能だが、運用会社にとってはそれが運用上の制約となり、パフォーマンスの制約要因となることもあるので注意が必要である。また、元々流動性面での制約があることから、格付け下落時に機械的に売却を求めることは、大きな売買コストを伴いパフォーマンスを却って損なう可能性もある。

一般に年金運用における伝統資産の運用では、投資対象資産へのフル投資を運用機関に求めることが多いと考えられるが、ファットテイルのリスクを持つエマージング債券投資では、運用機関レベルでのリスク回避を容認することも一つの考え方としてある。リテール投信におけるエマージング債券運用では、新興国危機の発生等の緊急時対応を想定し、先進国国債への一時避難やキャッシュ化を、運用会社の判断で行う余地を残す運用規定が採用されているケースも見受けられる。ただし、危機を回避する意図で緊急避難を実施したばかりに相場の急速な戻りを取り逃すリスクと背中合わせであることは否めないところである。

4　運用会社の選定

エマージング債券の運用は、現状では自家運用の対象とは考えにくいので、導入目的や位置付けに沿った運用方針・運用手法を持ち、対象資産の運用に強みを持つ運用会社の選定が必要となる。

運用機関の選定のポイントは、伝統的資産とほぼ同様と考えられ、①投資哲学・プロセス、②市場分析・戦略策定能力、③運用実績、④運用体制、⑤リスク管理、⑥ディスクローズ等の確認が必要となる。また、他の運用会社への再委託契約がある場合には、その再委託会社についての確認も必要となる。

過去の運用実績が高い運用会社でも、ディストレスト状況となった国への投資やベンチマーク外のエマージング社債等への投資がαの源泉である等、導入目的や位置付けによっては、運用手法としてあまり望ましくない場合もあり、運用に制約を加えた場合には運用能力が発揮されない場合も考えられるので、導入目的や位置付けに沿った運用手法で良好なパフォーマンスが期待できるのかどうか慎重な検討が必要であると思われる。

5　モニタリングとリスク管理

エマージング債券投資には伝統的資産とは異なるリスクも存在することから、委託者側にも相応の知識が必要となるが、大筋では伝統的資産で用いられているのと同様のリスク管理やモニタリングの手法の適用が可能と考えられる。

ただし、危機が発生した場合等においては、エマージング債券の流動性は著しく低下することが見込まれるため、時価構成比率が事前に設定した許容乖離幅を超えた場合のリバランスの実施には実務上支障をきたすことも想定される。また、クレジット・リンク・ノート(CLN)等代替投資手段を多く利用した運用となっている場合には、機動的な調整は難しいことも可能性としてはある。

リバランスについては、機械的な対応がパフォーマンスを大きく痛めるリスクにも配慮して考え方を事前に整理しておき、場合によっては伝統的資産とは異なった対応も可能とするような体制の整備を行っておくことも必要になるものと考えられる。

参考文献

- IMF（2010）”Capital Inflows: The Role Of Controls,” *IMF Staff Position Note*.
- 日本銀行国際局 (2010a)「新興国の国際資金フローと資産価格の変動」『日銀レビュー』2010 年 1 月.
- ――――(2010b)「新興国を巡る資金フローと景気動向」『日銀レビュー』2010 年 7 月.
- 日本銀行金融市場局（2010）「新興国への資本流入と米国への還流について」『日銀レビュー』2010 年 12 月.
- BIS Committee on the Global Financial System（2007）*Financial Stability and Local Currency Bond Markets*.
- Institute of International Finance（2011）*Capital Flow to Emerging Market Economies.*
- Chen, Jiaquian and Patrick Imam（2011）“Cause of Asset Shortages in Emerging Markets,” *IMF Working Paper*.
- 山下元（2004）「IMF と資本収支危機：インドネシア・韓国・ブラジル――IMF 独立政策評価室による評価レポートの概要」『開発金融研究所報』第 21 号.
- ――――（2006）「IMF とアルゼンチン：1991 年－2001 年――IMF 独立政策評価室による評価レポートの概要」『開発金融研究所報』第 28 号.
- Independent Evaluation Office（2006）*The IMF's Advice on Exchange Rate Policy*.
- 藤木裕（2000）「エマージング・マーケット諸国の為替相場制度・金融制度の選択について」『金融研究』日本銀行金融研究所，19(1): pp.79-123.
- 伊達信夫（2011）「成長著しいアジア債券市場――期待される本邦投資家の積極参入」『Newsletter』公益財団法人国際通貨研究所，2011 年第 4 号.
- 経済産業省（2010）『通商白書 2010』.
- 財務省外国為替等審議会アジア金融・資本専門部会（1998）『アジア通貨危機に学ぶ――短期資金移動のリスクと 21 世紀型通貨危機』.
- 富田俊基（2000）「『21 世紀型』国際金融危機のメカニズム」『知的資産創造』野村総合研究所，2000 年 6 月号: pp.14-33.
- 浜口伸明(1995)「メキシコ金融危機――サリーナス政権の 6 年間が残したもの」『JETRO ラテンアメリカ・レポート』12(1).
- 内閣府（2010）『世界経済の潮流 2010 年 Ⅱ』.
- 藤田勉（2011）『新興国投資ガイドブック』東洋経済新報社.
- J.P. Morgan（2004a）*EMBI Global and EMBI Global Diversified Rules and Methodology*.

- ――――（2004b）*Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+) Rules and Methodology.*
- ――――（2008）*Introducing the Government Bond Index- Emerging Markets (GBI-EM) Family of Indices.*
- ――――（2011）*Local Markets Guide: Emerging Markets Research 7th Edition.*
- Barclays Capital（2010）*Barclays Capital Emerging Markets Local Currency Government Bond Indices.*
- 下里祐吉・高橋重明（2010）『シティグループ外国債券ハンドブック――金利商品編』.
- シティグループ（2011）『シティグループ債券インデックス YEAR BOOK 2010 年度』.
- Citigroup（2010）*Citigroup Global Fixed-Income Index Catalog: 2010 Edition.*
- アルゼンチン共和国（2011）『有価証券報告書』.

「エマージング債券市場に関する調査研究」　**（H23-4）**

平成 24 年 3 月

（編集・発行）財団法人 年金シニアプラン総合研究機構
〒108-0074　東京都港区高輪 1 丁目 3 番 13 号　NBF 高輪ビル 4 階
電話 ： 03-5793-9411 （年金シニアプラン総合研究機構 総務企画部 代表）
FAX ： 03-5793-9413
URL ： http://www.nensoken.or.jp/

本書の全部または一部の複写・複製・転訳載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます。
これらの許諾につきましては年金シニアプラン総合研究機構までご照会ください。