

増加する新興国の外貨建て国債発行 そのメリットと注意点



国際協力銀行 リスク管理部 調査役
松原 遼太郎

The English version of this article will be available on the JOI website.
https://www.joi.or.jp/magazine/202605

この動きを制度的・構造的に支えた要因として、インデックス運用の台頭があげられる。新興国債券投資の代表的なベンチマークとしては、JPモルガンが算出・公表するEMBI（Emerging Markets Bond Index。新興国の外貨建て国債を主たる裏付け資産とするインデックス）が広く知られているが、このEMBIをベンチマークとする運用資産残高は、ここ5年程度でおよそ倍増し、足元では推計で6000億ドル規模に達している。インデックスを基準とした運用資金の拡大は、特定国のファンダメンタルズに対する精緻な分析を必ずしも伴わない形で、新興国債券市場に資金流入をもたらした。

1. 増加の一途をたどる新興国政府の対外債務

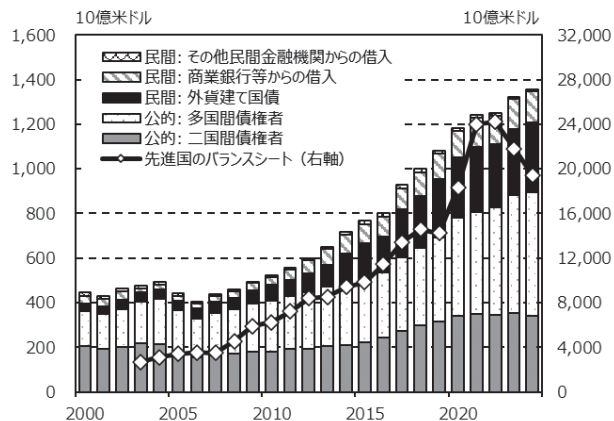
企業や政府、金融機関などの経済主体が、所在国の外部から資金を借り入れると、その債務は「対外債務」と呼ばれる。この対外債務、とりわけ新興国政府による対外債務の規模は、この10年余り、顕著な増加傾向を示してきた。2010年頃には5000億ドルであった新興国政府の対外債務残高は、足元では約1兆4000億ドルに達している（図表1）^{注1}。

こうした債務拡大の背景として、まず指摘できるのが、コロナ禍前まで長期にわたって続いたグローバルな金融緩和環境である。主要先進国の中央銀行による大規模な金融緩和のもと、世界的に過剰流動性が生み出され、低金利環境の常態化が進んだ。その結果、投資家はより高い利回りを求めて（search for yield）、相対的に高利回りを提供する新興国資産へと資金を振り向けるようになった。

この結果は、新興国政府の対外債務の「貸し手構造」にも表れている（図表1）。かつて新興国政府の対外債務は、世界銀行（世銀）等の国際開発金融機関や国際通貨基金（IMF）（多国間債権者）、各国公的金融機関（二国間債権者）といった、公的債権者からの借入が中心であった。しかし近年では、新興国政府自身が国際資本市場にアクセスし、国債を発行して直接資金調達を行う割合が急速に高まっている（図表2）。

国際市場において、新興国政府が自国通貨建てで債券を発行することは一般に困難であり、通常は米ドルやユーロといったハードカレンシー建てで国債を発行する。こうした外貨建て国債は、ユーロ債、あるいはグローバル債とも呼ばれる。グローバルな過剰流動性と膨張した資産運用需要を背景に、新興国政府は低位で、かつ魅力的な利回り水準で市場から資金調達を行うことが可能となった。その結果として、新興国政府による国際資本市場での外貨建て国債発行は、急拡大してきたのである。

図表1 新興国政府の対外債務



注：先進国のバランスシートは、米連邦準備制度理事会（FRB）、欧州中央銀行（ECB）、日銀の合計

出所：世銀、各国中央銀行

2. 外貨建て国債のメリット

外貨建て国債による市場調達は、新興国政府にとって多面的なメリットをもたらす。

第一にあげられるのは、資金調達手段の多様化であ

る。新興国政府は、市場から直接資金を調達できるようになることで、特定の債権者に依存しない調達構造を構築でき、資金繰りにおける安定性が高まる。また、調達手段の選択肢が増えることは、条件交渉における交渉力の向上にもつながる。加えて、国際資本市場で継続的に国債を発行しているという事実自体が、一定の制度整備や市場対応能力を備えた国であることのシグナルとなり、発行体政府にとって、「ステータス」として機能する側面もあるだろう。

第二のメリットは、資金調達の柔軟化・迅速化だ。IMF、世銀等の国際機関（公的債権者）からの借入の場合、多くは融資実行までに長期間の審査を要し、融資が承認されたとしても、マクロ経済政策や構造改革等に関する条件（いわゆるプログラム）が付与されることもある。貸出は段階的に実行され、定められた期限までに目標が達成されなければ、次回トランシェが停止される可能性もある。他方、外貨建て国債による市場調達は、こうした制度的制約が相対的に小さく、発行体の裁量が大きい。初回発行時には法的・事務的な準備に一定の時間を要するものの、発行実績を積み、プロセスがルーティン化すれば、きわめて迅速な資金調達が可能となる。

特に、米国におけるSEC Shelf Registration^{注2}や、欧州におけるEuro Medium Term Noteプログラム^{注3}を活用すれば、発行額や金利等の個別条件については市場環境を見極めながら、より機動的に発行することが可能となる。この場合、発行決定から実際の起債までが短期間で完結し、状況によっては即日での起債が可能となるケースもある。一般的にも、債券は準備が整っていれば概ね1カ月程度で発行できることが多く、融資実行まで数カ月を要する銀行融資と比べ、調達スピードの面で大きな優位性を有する。

第三に、市場からの評価を可視化できる点も重要なメリットである。発行された外貨建て国債は、市場で日々取引され、その価格や利回りは、市場参加者が当該政府の信用力や政策運営をどのように評価しているかを即時に反映する。財政運営の変更、マクロ経済指標の悪化・改善、政権交代や政策スタンスの転換といった事象に対する市場の受け止めは、国債利回りの変動というかたちで観面に表れる。これは、政府にとって自国に対する国際的な評価を把握する最もわかりやすいバロメーターのひとつと言える。このような情報価値を重視し、新規の資金需要が必ずしも大きくない場合であっても、償還期を迎える国債のロールオーバーとして新規発行を行い、発行債を維持する新興国

も少なくない。

さらに、国内企業への効果も見逃せない。新興国企業が国際市場で債券を発行する際には、所在国のソブリン信用力が重要な参照情報として機能する。政府が外貨建て国債を発行し、市場で一定の評価と流動性を確保している場合、企業にとっても価格形成や投資家開拓が容易になり、結果として民間部門の対外資金調達環境の改善につながる。この意味で、政府による外貨建て国債発行は、政府財政の資金調達手段にとどまらず、国全体の国際金融市場へのアクセスを拡張する役割を果たしていると言える。

図表2 新興国の外貨建て国債発行開始年

開始年	国名
2001	エジプト
2005	北マケドニア
2007	ガボン、ガーナ、スリランカ
2008	ジョージア
2009	セネガル
2010	アルバニア、ベラルーシ、モンテネグロ
2012	ボリビア、モンゴル、ザンビア
2013	アルメニア、ホンジュラス、ラオス、パラグアイ、ルワンダ
2014	アゼルバイジャン、エチオピア、ケニア
2015	アンゴラ、カメルーン
2016	モザンビーク、スリナム
2017	モルディブ、タジキスタン
2018	バブアニューギニア
2019	ベニン、ウズベキスタン

3. 外貨建て国債の注意点

他方、外貨建て国債の発行に当たっては、新興国政府が十分に留意すべき点も少なくない。

第一に、為替リスクである。外貨建て国債に限らず、新興国が国際金融市場において、自国通貨建てで資金調達を行うことが困難であるという構造的制約は、新興国が宿命的に背負う負担（original sin）として、長らく指摘されてきた。多くの新興国政府は、一定程度、外貨建ての資金調達手段への依存を余儀なくされる。一方で、政府の歳入は通常、自国通貨建てであり、税収や国内経済活動と密接に結びついている。自国通貨が急激に下落した場合、元利払いに要する自国通貨ベースの負担は大きく増加する。為替変動は政府のコントロールの及ばない要因である以上、外貨建て国債を含む対外債務の累積は、マクロ経済の不安定化局面

において、想定以上の財政負担をもたらすリスクを内包している。

第二に、ベース金利を通じた先進国金融政策への依存である。外貨建て国債の発行利回りは、当該通貨の国債利回りをベースに、発行体固有の信用リスクを反映したスプレッドが上乘せされる形で決定される。たとえば、米ドル建て10年債を発行する場合、米国10年国債金利がベースレートとなる。米国金融当局（FRB）が急速な金融引き締めを行い、それが長期金利の上昇につながった場合、発行体の信用力に変化がなくとも、調達コストは増加する。

第三に、市場センチメントの変化によるスプレッド拡大リスクである。市場からの資金調達は、その柔軟性と引き換えに、市場環境の変化を直接的に受けることを意味する。スプレッドは、個別国のファンダメンタルズのみを反映するわけではない。グローバルなリスクオフ局面では、投資家のリスク回避姿勢が強まり、新興国全体に対する評価が一律に悪化することがある。この結果、発行体自身に大きな変化がなくとも、調達コストが急激に上昇したり、予期せぬ資金流出に見舞われたりすることになる（図表3）。特に外貨建て国債は、一般的に^{注4}、満期に一括で償還を迎えるため、スプレッド拡大による再調達リスクが顕在化しやすい。

このリスクが発現したのは、2020年の新型コロナウイルス感染拡大、ならびに2022年のロシアによるウクライナ侵攻の局面である。このとき、新興国政府の外貨建て国債利回りは急騰（国債価格は下落）した。ちょうどそのタイミングで国債の償還を迎えた国々は、著

しく不利な条件での調達を迫られるか、あるいは市場からの調達自体を断念せざるを得なかった。実際、その結果として、デフォルトや債務再編に至るケースも少なからず発生した。

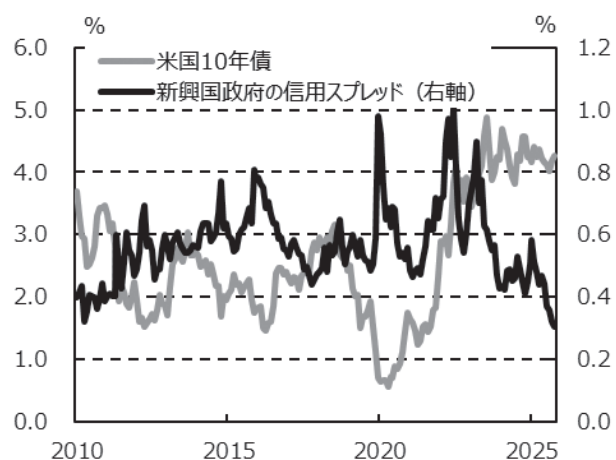
4. 外貨建て国債発行開始後のダイナミズム

外貨建て国債の発行が適しているかどうかは、メリットと注意点を比較衡量したうえで判断されるものであり、その最適解は国ごとに異なる。このため、現在においても、外貨建て国債の発行に踏み切っていない新興国政府も少なくない。

また、外貨建て国債の発行に一度踏み切った場合、その後、当該国の債務構造・経済成長等にどのような変化が生じるか、というのも、重要な観点である。筆者が行った分析によると、外貨建て国債を発行した国は、そうでない場合に比べて、対外債務の水準が有意に上昇する傾向にあることが確認された（図表4）。さらに、債権者別の内訳に着目すると、外貨建て国債発行による資金調達開始後、他の借入手段（公的債権者や民間金融機関等からの借入）の減少（代替効果）はほとんど観察されなかった。むしろ、外貨建て国債の発行額を上回るかたちで、対外債務全体が拡大する傾向がみられた。

ただし、「外貨建て国債を発行すると、その後対外債務が増加しやすい」という傾向それ自体から、外貨建て国債発行の良し悪しを論じることはできない点は留意したい。債務は本来、将来の経済成長や社会資本整備を見据えて活用されるものである。成長ポテンシャルがあるにもかかわらず資金調達手段が限られて

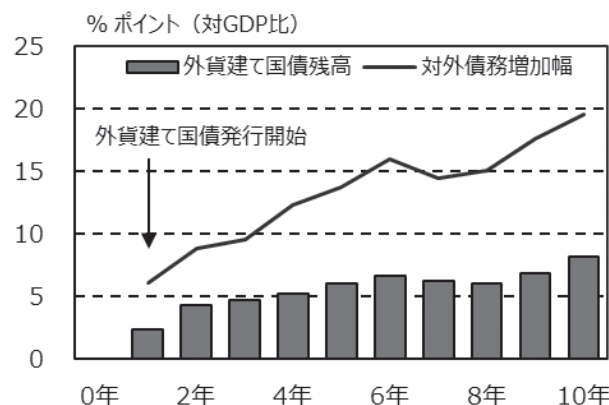
図表3 新興国の外貨建て国債の調達コスト



注：「信用スプレッド」は、格付けが1ノッチ低下すること追加されるスプレッドを、各国既存債の流通価格および格付け機関の格付を用いて筆者推計。直近データは2026年1月末。

出所：Bloomberg, Moody's, Fitch, S&P, FRB

図表4 外貨建て国債発行開始後の対外債務（対GDP）増加幅のイメージ



注：詳細は参考文献をご参照

十分な投資ができない状況と比べれば、必要な資金を調達し、その結果として債務が増加する状況のほうが望ましいとも言える。重要なのは、外貨建て国債の発行が当該国の債務構造、経済成長、さらには中長期的な債務持続性にどのような影響を及ぼし得るか、ということである。国ごとに異なる状況を踏まえ、慎重な資金調達手段を検討することが肝要であろう。

5. 投資家・債権者から見た外貨建て国債

これまで、外貨建て国債の発行について、主として発行体である新興国政府の立場から、そのメリットと注意点を整理してきた。しかし、外貨建て国債の市場は、投資家・債権者の存在なくして成り立たない。外貨建て国債は、投資家・債権者の立場からみても、メリット・注意点を併せもつ。

まず、投資家にとっての最大のメリットは、創出される投資機会であろう。新興国へのエクスポージャーを債券という形で保有したい投資家にとって、外貨建て国債は、標準化され、かつアクセスしやすい手段である。特に、年金基金や保険会社、資産運用会社といったリアルマネー投資家にとっては、株式やローンと比べ、債券はポートフォリオに組み込みやすい。

加えて、外貨建て国債の発行拡大は、市場情報の可視化という重要な価値をもたらす。代表例が、先述のEMBIである。EMBIは、外貨建て国債の利回りやスプレッドを通じて、新興国に対する市場の評価を日々反映する指標であり、投資家のみならず、金融機関や政策当局にとっても重要なモニタリングツールとなっている。かつては、相対取引のCDSスプレッドがソブリン信用リスクの代表的な指標として用いられることが多かったが、外貨建て国債の発行国が増加し、市場規模や流動性が拡大するにつれ、EMBIの重要性は相対的に高まってきた。市場価格を通じて、政策変更や政権交代、外部ショックに対する投資家の受け止め方が即時に反映される点で、外貨建て国債は、有用な情報源となっている。また、債務者たる新興国政府にとって、市場価格を通じた即時のフィードバックは、財務健全性を維持するインセンティブとなり、これも投資家・債権者の利益に資するだろう。

一方で、投資家・債権者の立場から見た注意点も存在する。その最たるものが、デフォルト時や債務再編局面における対応の困難さである。公的債権者間であれば、一定の枠組みや慣行のもとで調整が行われるが、市場で発行された外貨建て国債の場合、債権者

は多数かつ分散しており、利害の調整は容易ではない。これは、過去の数多くの債務再編事例において、繰り返し問題となってきた。こうした課題を踏まえ、近年では、集団行動条項 (Collective Action Clause) の強化や、条項設計に工夫を凝らした債券の発行も増えている。しかし、それでもなお、債務再編が複雑かつ長期化しやすいという構造的な課題が解消されたとは言いがたい。

6. おわりに

本稿では、外貨建て国債のもつメリット・注意点を、発行体である新興国政府、投資家・債権者双方の立場から論じてきた。重要なのは、外貨建て国債を面的に捉えるのではなく、その背後にあるダイナミズムと相互作用を理解することであろう。発行体の行動は投資家の評価に影響を与え、投資家の行動は発行体の資金調達行動を規定する。外貨建て国債市場は、こうした相互依存の中で形成されてきた。

足元、グローバルなリスクオン地合いで、新興国の外貨建て国債発行スプレッドは大きく縮小している (図表3)。発行体にとっては追い風であり、実際、多くの新興国政府が外貨建て国債による調達を再開・活発化させている。こうした局面においてこそ、中長期的な分析に基づく、慎重な意思決定が求められる。今後、グローバル金融環境が大きく変動するなかで、外貨建て国債が新興国の成長を支えるツールとなるのか、あるいは新たな脆弱性を生む原因となるのかは、発行体と投資家の双方の判断と行動に委ねられているだろう。

注1：本稿における「新興国」の定義は、世銀の低位中所得国、低所得国としている (高位中所得国は含まない)。

注2：米国証券取引委員会 (SEC) にあらかじめ有価証券の発行登録を行い、必要ときに迅速に米国市場で債券を発行できる仕組み。

注3：欧州市場で、事前に決めた発行上限額内で、柔軟に債券発行できる仕組み。

注4：満期までに、徐々に元本返済していくオプションを付与したsinkable bondsを発行するソブリンも一部存在するが、例外的である。

参考文献：

Matsubara, Ryotaro (2025) “The Impact of International Bond Issuance on Developing Countries’ External Government Debts,” *Japanese Journal of Monetary and Financial Economics*, Vol.12, pp.41–61.

(筆者略歴)

米ペンシルヴァニア大学ウォートン校留学後、一橋大学経済学部卒業。米カリフォルニア大学ロサンゼルス校数量経済学修士。日本銀行、三井住友銀行を経て、2019年、国際協力銀行入行。15年以上、経済・金融市場の調査・分析に従事。日本金融学会、日本国際経済学会会員。