

グローバル債券マクロ・アウトルック

勇猛果敢なリスク市場

- ・ 勇猛果敢なリスク市場はリフレ・サイクルの新たな局面の到来を確信
- ・ イールドカーブの的を絞ったステークholderを選好、クレジットより SSA 債と厳選された新興国債券を優先
- ・ ヨーロッパ債券市場では仏国債と伊国債の序列が当然のように逆転

市場では、米国の金融環境緩和に対する楽観的な見方を背景に、リスク資産を勇猛果敢に買い進める動きが強まり、潜在的なリスク要因が軽視されているように思われます。

ロベコでは、来年に入てもしばらくの間は米連邦準備制度理事会(FRB)の利下げが続くと予想する一方で、リスク資産の割高感にも注意を払っています。実際のところ、クレジット・スプレッドはタイトな水準で推移しているため、失敗が許される余地は依然として小さく、ベータを保守的な水準に抑えるべき理由は十分に存在します。

前回の四半期アウトルックでは、雇用関連指標の悪化を受けて、FRB は 9 月に利下げに踏み切ると主張しました。実際、関税政策に伴うコスト高を背景にインフレの上振れリスクが高まり、政治的圧力によって中央銀行の独立性に対する懸念が強まる中でも、雇用ペースの鈍化を受けて FRB は予防的措置を講じました。今後を展望すると、関税と雇用に関連するショックが、米国の経済成長見通しに対する下押し要因として残存しています。その一方で、明るい材料に注目すると、米国では、AI ブーム、今後予定される減税措置、株式市場の力強いセンチメントが、経済成長を引き続き下支えしています。このため、景気後退入りは引き続きメインシナリオではないと考えます。

米国以外の地域に目を向けると、欧洲と日本の経済は予想よりも堅調に推移しています。南欧諸国の経済が底堅さを発揮する一方で、ドイツでは防衛費とインフラ支出の増額を背景に経済成長が上向く見通しです。欧洲中央銀行(ECB)の金融政策はもはや景気抑制的ではなくなり、当面は利下げ休止局面に入ると見られます。

このような環境において、クレジット・スプレッドは大幅に縮小し、4~6 ヶ月期の拡大分を完全に取り戻した後も、さらに低下を続けて数年ぶりの低水準に達しています(図 1 参照)。もっとも、債券市場の状況はそれほど単純ではなく、世界的な利下げの流れを受けて短期金利が低下する一方で、量的引き締め(QT)の影響やインフレ・リスクの長期化、財政悪化への懸念が、長期債利回りに上昇圧力を加えています(図 2 参照)。

図 1 - 米欧の BBB 格社債のスプレッド(対国債、bp)



出所: ブルームバーグ。2025 年 9 月

アウトルック 2025 年 9 月

機関投資家用資料

グローバル・マクロ・チーム

その一方で、欧州は既視感を覚えるような局面を迎えています。わずか 21 カ月で 5 人目となる首相が新たに任命されたフランスでは、来年度の財政赤字見通しが悪化する公算が大きく、前倒しで議会選挙が実施される展開も視野に入ります。格付け会社のフィッチは、債務状況の悪化を理由に、フランスのソブリン格付けを「AA-」から「A+」に引き下げるなど、すでに警鐘を鳴らしています。年内には他の格付け会社による見直しも予想され、シングル A 格への格下げも一段と現実味を帯びています。もっとも、フランスは特異なケースと見られ、ギリシャ、イタリア、ポルトガル、スペインはいずれも格上げの方向にあります。注目すべき点として、フランス国債とイタリア国債の序列が逆転し、対ドイツ国債スプレッドにおいて、後者は前者を下回る水準で取引されています。ロベコの運用戦略では、以前からこのような動きを念頭にフランスよりもイタリアを選好していたため、足元の展開はプラスに作用しています。

ロベコの運用戦略では、デュレーションのポジショニングをおおむねインデックス並みに据え置く一方で、オーストラリア、英国、ノルウェーなどの、金融緩和サイクルに出遅れ感の見られる国を全般に選好しています。日本国債に関しては、金融政策の正常化がさらに進むとの見方から、引き続きアンダーウェイトとしています。また、中国国債のバリュエーションも割安とは言えないと見ています。一方、米国市場では、供給の増加とインフレ・リスクの長期化がスティーピングを一段と促すとの見方から、イールドカーブの 5 年ゾーンまでのオーバーウェイト(10 年ゾーン対比)を踏まえたポジションを構築しています。また、ユーロ圏国債のイールドカーブのダイナミクスはさらに複雑であり、ECB が様子見に転じたことで、当面の間、短期金利は落ち着きを見せる可能性があります。このため、スティーピングのエクスポートナーを縮小していますが、一方で長期ゾーンのスティーピナーには投資妙味が残存しています。イールドカーブの長期ゾーンには、ドイツ国債の発行増加やオランダの年金基金が(金利スワップでの)固定金利受けポジションを縮小する見通しを背景に、引き続き上昇圧力がかかっています。

クレジットに関しては、4~5 ヶ月に短期年限を中心にリスクを積み増したこと、企業クレジットに対するポートフォリオ全体のベータは、おおむね中立的となっています。その一方で、SSA 債(ソブリン債、国際機関債および政府系機関債)や新興国の外貨建て債券などのセクターについては、選別的にスプレッド・リスクのオーバーウェイトを据え置いています。ボラティリティの上昇局面でクレジット・リスクを積み増す柔軟性を保ちつつ、足元の堅調なスプレッド環境からの恩恵を享受する方針を掲げています。また、フランスに対するアンダーウェイトを据え置く一方で、ギリシャ、イタリア、スペインを中心に、欧州のソブリン債スプレッドを引き続き選好しています。ユーロ圏では、

ギリシャが急速な経済成長を続けているのに対して、フランスの場合、実際に格下げが決定されれば、同国国債の対ドイツ国債スプレッドがさらに拡大する展開も想定されます。

新興国の債券市場では、外貨建て、現地通貨建てとともに、リターンは年初から底堅く推移しています。外貨建てのセクターでは、2026 年にユーロを導入する見通しのブルガリアなどの銘柄を選好しています。また、外貨建て、現地通貨建てを問わず、コロンビアを有望視しています。同国では財政懸念が残存するものの、市場では、財政面で市場寄りの保守派政権が来年誕生するという期待が高まっています。一方、現地通貨建てのセクターでは、ブラジルやメキシコなどの市場を小幅にオーバーウェイトとしています。これに対して、中東欧(CEE)の債券市場では、インフレが長期化し欧州コア国の債券利回りが高止まりする環境において、ハト派寄りの政策導入を織り込む動きが弱く、比較的投資妙味の乏しい状況が続いています。

図 2 – 長期債利回りは世界的に上昇基調



過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではありません。投資価値は変動する可能性があります。出所: ブルームバーグ。2025 年 9 月現在。

マクロ経済と政策見通し

- ・関税と雇用に関するショックが米国の経済成長に対する大きなリスク要因として残存
- ・米国以外の地域では、経済成長は当初の懸念に反して総じて堅調
- ・FRBは他の中央銀行に追随する形で中立金利に向かう

成長見通し: AI ブーム vs. 雇用環境の悪化

前回の四半期アウトルックでは、米国の通商政策に関する不確実性によって景況感が悪化し、個人消費と企業支出がいずれも縮小している状況を浮き彫りにしました。関税の最終的な枠組みに関する法的な不確実性は払拭されていませんが、政策の方向性が明確になるにつれて、民間部門の支出は回復に向かっています。

しかしながら、輸入関税の影響によって、企業の収益性と消費者の購買力は依然として下押しされています。ロベコの推計によると、米国企業は当初のコスト負担の大部分を吸収したものの、2018 年の貿易摩擦に際して確認された傾向と同じように、消費者に価格転嫁する姿勢を強めています。このため、高所得層のシェアが拡大している個人消費の伸びは、今後数四半期にわたり平均以下の水準にとどまる見込まれています。また、移民規制の厳格化の影響で労働力供給が伸び悩み、景気拡大をさらに鈍化させています。

最近数ヶ月間、企業は利益率を維持する目的で、採用を大幅に削減しています。その結果、雇用の伸びは弱含み、FRB の利下げ再開を促す要因となっています。ロベコの見解によると、大きなリスクは、採用を凍結する段階から一時解雇を積極的に進める段階に移行することであり、消費マインドの冷え込みや景気後退入りの懸念の再燃につながるおそれがあります。また、環境悪化の傾向が続く住宅市場でも、脆弱性が浮き彫りになっています。

前向きな側面に注目すると、資本的支出を下支えする形で、AI ブームが引き続き米国の経済成長を力強く牽引しています。株式市場の熱狂的なセンチメントにも支えられて、モメンタムは持続すると見られます。また、来年の早い時期に実施が見込まれる減税措置も、経済成長にプラスの影響を与える公算が大きいようです。総じて見れば、景気後退入りは引き続きメインシナリオではないと、ロベコは引き続き考えます。

一方、欧州と日本では、エコノミックサプライズ指数からも確認されるように(図 3 参照)、1~9 月期の経済成長が予想を上回る底堅さを示しています。欧州の経済成長率は、関税導入前の駆け込み需要の影響で不安定に推移していますが、年初来の平均的な実績は基調的水準に近い状況です。

引き続き、スペインやギリシャをはじめとする南欧諸国が、前向きなモメンタムに貢献しています。また、ドイツでも、防衛費とインフラ支出の増額が寄与する形で、今後数年間に経済成長が徐々に加速する見通しです。

EU 米国間の貿易協議には、なお未解決の分野が残されています。特にデジタルサービス税の問題は、摩擦が再燃するリスクをはらみます。これに対して、ECB の金融政策がもはや景気抑制的ではなくなったことは、前向きな動きと捉えられます。実際、歴史的に景気サイクルに先行するマネーと信用の伸びのモメンタムが改善していることからも、その様子がうかがえます。

新興国市場では、米国の新しい通商政策の影響が、工業生産の伸び悩みという形で表れています。もっとも、最悪期はすでに脱したと見られます。中国では、マネーと信用の伸びによって、モメンタムの改善傾向が引き続き確認されるものの、最新のマクロ経済指標(ハードデータ)は景気回復の足腰の弱さを示しています。また、地方政府の財政逼迫や長引く不動産セクターの問題といった構造的な課題が、依然として先行きの見通しの重しとなっています。さらに、米中間の貿易協定の最終形に関する不透明感も、下振れリスクとして払拭されていません。

図 3 - エコノミックサプライズ指数



出所: ブルームバーグ、シティグループ。2025 年 9 月現在。

インフレ見通し: 反発の余地は残る

多くの先進国では、基調的なインフレ率が、中央銀行の政策目標とおおむね一致する水準に戻っています。しかしながら、英国、ノルウェー、オーストラリアなど、一部の国では目標が未達であり、物価が十分に低下していないという見方も成り立ちます。もっとも、賃金上昇率の緩やかな低下とその結果としてのサービス価格インフレの鈍化によって、目標の達成はいずれ視野に入ると考えられます。一方、日本では引き続き反対方向の動きが確認されています。ゲストスピーカーの 1 人は、日本では労働

需給の逼迫状況が依然として非常に深刻であると指摘しています。

ユーロ圏では、賃金の伸びの鈍化傾向が鮮明になりつつあり、足元のユーロ高の動きと相まって、コアインフレ率(現時点で前年同月比+2.3%)の2%への低下を促すと見られます。

米国では、足元でコアインフレ率がFRBの政策目標を上回る水準に達しています。賃料インフレが低下傾向にあるにもかかわらず、FRBが重視するコアPCEデフレーターは、企業調査の結果が示すように、年末にかけて関税コストの消費財価格への転嫁が進むことで、3%を超える可能性が高いと見られます。関税に関連するインフレ・ショックが一過性であったとしても、インフレの上昇がインフレ期待に波及するリスクは依然として残されています。その結果、多くのFRB理事は、迅速で大規模な金融緩和に踏み切ることには慎重な姿勢を維持するでしょう。

インフレ上昇のもう1つのリスク要因である賃金の上昇圧力は、徐々に弱まりつつあります。ただし、トランプ政権の移民政策に伴う労働力供給の減少がさらに続けば、この傾向にブレーキがかかることも考えられます。

新興国市場全体を俯瞰すると、中東欧諸国と中南米諸国では、コアインフレ率の低下は、中央銀行の政策目標の水準かそれよりやや高い水準(コロンビア、チェコ、ハンガリーの場合)で、おおむね安定しています。対照的に、中国をはじめとするアジア諸国では、インフレは総じて抑制された状態にありますが、中国ではコアインフレ率がじわじわと上昇しています。

金融政策見通し: 先行組を追いかけるFRB

年初来、先進国の多くの中央銀行は複数回の利下げを実施し、政策金利を「中立的な」水準か、それに近い水準に戻しています。このグループには、ECB、スウェーデン国立銀行、カナダ銀行、ニュージーランド準備銀行の4行が含まれます。ECB以外の3行が年末までにもう一段階の利下げを決定する可能性が高いのに対して(特に労働市場の脆弱性が目立つカナダではほぼ確実視されている)、ECBは政策金利のサイクルにおいて長期的な休止状態に突入した模様です。

一方で、出遅れ感が見られる後発組には、イギリス銀行、ノルウェー銀行、FRBが含まれます。FRBが緩和を再び開始したのに対して、ノルウェー銀行と特にイギリス銀行は、前述のようにインフレが政策目標を上回る環境において、非常に慎重なアプローチを採用しています。FRBの場合、労働市場の環境悪化を受けて、来年にも中立的な政策スタンスへの回帰を視野に入れているようですが、リスクに満ちた多難な政策運営が予想されます。中央銀行の独立性を搖るが政治的圧力が強ま

る中で、輸入関税に関連するインフレの上振れリスクが払拭されず、長期的なインフレ期待が不安定化するおそれがあります。それでも、ロベコの中心シナリオでは、(9月17日に決定された25bpに加えて)2026年1月までに75bpの追加利下げが決定され、その後5月以降まで様子見が続くと予想しています。様子見の終了後、新しい議長と融和的な理事会のもと、最後の50bpの利下げが実施され、ターミナル・レートの2.75~3.00%に着地すると見ています。

一方、日本では、日銀は引き続き全体の流れに逆行する予想しています。ロベコのシナリオは、市場が予想するよりも早いペースでの利上げを視野に入れているため、ややタカ派的な見方となっています。

また、新興諸国の政策の方向性には、引き続きばらつきが見られます。ブラジルでは今年前半まで利上げを進めていた中央銀行が、異例の高水準にある政策金利の引き下げに踏み切る可能性があります。また、メキシコでは、緩和サイクルが本格的に進められています。一方、中東欧諸国の中央銀行は多様なアプローチを採用しています。ハンガリー国立銀行とチェコ国立銀行が追加的な政策導入を見送り、政策金利を据え置いているのに対して、ポーランド国立銀行は利下げを再開しています。もっとも、市場が想定する今後12~18カ月の利下げ見通しがすべて実現するかは、極めて疑わしいところです。

一方、全般に政策金利の水準が中南米や中東欧の国々よりも低いアジア市場に目を向けると、(水準が比較的高い)インドネシア銀行やフィリピン中央銀行などの中央銀行には、最近の米ドル安とインフレ圧力緩和という追い風を受けて、金融緩和に着手する余地が生じています。

最後に、主要な政策金利の水準(現在:1.40%)が低い中国では、足元で中国人民銀行が金利を据え置く方針を示しています。とはいえ、地方政府の財政逼迫、不動産セクターにおける脆弱性の長期化、貿易摩擦、信用が伸び悩む可能性といった長引く課題を考慮すると、緩和サイクルが完了していない可能性もうかがえます。

金利戦略

- より選別的なスタンスでステークholderを選好
- FRBの金融緩和が世界の債券市場の追い風に
- ECBの利下げ休止見通しを反映したユーロ金利のポジショニング

FRBの金融緩和がさやかな追い風に

今後数ヶ月も、金融政策とデュレーション供給の動向が、引き続き金利市場の主要な変動要因になると見込まれます。これらの変動要因に関連して、ロベコの相場観とポジショニングに影響を及ぼすような変化が、足元で見受けられます。

「マクロ経済と政策見通し」のセクションでは、ECBが政策金利のサイクルにおいて長期的な休止状態に突入した模様であるのに対して、FRBは緩和サイクルの再開に踏み出したと指摘しました。ロベコの幅広い運用戦略における金利のポジショニングに際して、FRBの動向は特に重要になります。FRBの利下げ余地には疑問が残りますが、追加利下げの見通しと米ドル安の流れを背景に、他の市場においても金融緩和の余地が生まれる可能性があります。特に関連深いのは中南米諸国であり、ロベコは同地域のデュレーションをオーバーウェイトとしています（為替と新興国市場でのセクションにおいて詳述）。一方、米国債市場では、イールドカーブの中長期ゾーンのステークholderが特に魅力的であると、引き続き考えます。供給の増加とインフレ・リスクの高止まりが、5年超の年限のさらなるステークholdingを牽引するというのが、ロベコの見解です。短期ゾーンもいずれステークholdingに向かうと考えられますが、FRBの政策に関する不確実性は依然として高く、2年/5年が直ちに大きくステークholdingすると予想するのは困難と言えるでしょう。

一方、カナダ銀行は利下げに際してFRBの動きに必ずしも依存していませんが、カナダドルの短期金利は、FRBの緩和的なスタンスによって下支えされる可能性があります。ロベコの運用戦略では、ステークholderのポジションの一環として、カナダドルの短期金利を引き続きオーバーウェイトとしています。また、英国債市場においても、バリュエーションの水準を主な理由として、短期金利の低下を見越したポジションを構築しています。本稿の執筆時点において、市場では、2026年6月までに30bp程度の利下げ見通ししか織り込まれていません。ロベコでは、これよりも大幅な利下げの可能性が高いと見て、ステークholdingのポジションを構築しています。

今回の四半期アウトロック・セッションでは、ECBが緩和サイクルを休止した過去の事例と、金利市場に対する意味合いについて検討しました。その結果、いずれのケースでも、最後の利下げから数ヶ月の間に、ユーロの短期金利が上昇していることが確認されました。休止後に利

下げが再開された事例でも、同じ傾向が見られました。今回のサイクルにおいても、同様の動きが生じる可能性があります。実際、ドイツ2年国債利回りは、中銀預資金利の水準（2.0%）を上回るようになっています。さらに上昇した場合、2年/5年や2年/10年など、政策金利の影響を受けやすい年限において、フラットニングの動きが生じる可能性があります。このため、ユーロの短期金利をアンダーウェイトとしています。また、上記の年限を対象とするステークholderには、それほど投資妙味を感じていません。ロベコの運用戦略では、全体としてユーロのデュレーションを小幅なオーバーウェイトとし、イールドカーブの中長期ゾーンに重点を置いています。一方、ユーロの長期ゾーンに関しては、金融政策の直接的な影響の他にも、さまざまな変動要因が存在します。その1つが長期のデュレーション供給であり、（ドイツ国債の）発行の増加に加えて、オランダの年金基金の（金利スワップでの）固定金利受けポジションの解消の動きも、影響を及ぼす可能性があります。このため、ユーロ全体のステークholding・ポジションを縮小し、残りのポジションを長期ゾーンに集中させています。

さまざまなステークholder・ポジションについて議論する一方で、フラットニングが見込まれる領域を積極的に模索しています。オーストラリアの国債市場は有力候補の1つです。オーストラリア準備銀行には追加緩和の余地が限定的である一方、長期債利回りには割安感があり、財政関連のサプライズ・リスクは抑制されているように思われます。このため、フラットニングを見込んだポジションを構築すると同時に、米国債対比でオーストラリア10年国債をオーバーウェイトとしています。

ロベコの運用戦略では、投資ユニバースの一部の領域に引き続き金利上昇の可能性があると見て、全体のデュレーション・ポジションをインデックス並みに据え置いています。個別に見ると、中国国債のバリュエーションには投資妙味が乏しく、アンダーウェイトとしています。また、日本市場では、金融政策の段階的な正常化を背景に、金利の上昇トレンドは持続する見通しであり、このため日本国債をアンダーウェイトとしています。

図 4 - イールドカーブの 2 年/10 年スプレッド (bp)



過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではありません。
投資価値は変動する可能性があります。出所: ブルームバーグ。

2025 年 9 月現在。

債券のアセットアロケーション

- 引き続きクレジット・スプレッドは不確実性に順応
- クレジットよりユーロ建て SSA 債と厳選された新興国の外貨建て債券を優先
- フランス国債にはリスクが残存

クレジット市場: 非常に楽観的なシナリオが織り込まれる
前回の四半期アウトロック「不確実性への順応」では、「解放の日」に市場のボラティリティが高まった後にクレジット・スプレッドが縮小に転じたことと、そのことが、“リスク”が不確実性に順応した様子を示唆していることについて議論しました。その後も、FRB の独立性に対する懸念が払拭されない中で、財政状況に注目が集まり、特定の分野に狙い撃ちした関税の脅威が懸念されているにもかかわらず、スプレッドはほとんど変動していません。

2025 年が終盤を迎える中で、クレジット・スプレッドは過去数十年で最もタイトな水準に接近しています。それと同時に、外部環境も変わりつつあります。経済成長の勢いが弱まり、経済指標が先行きの景気悪化を示唆する環境において、FRB は 9 月に 25bp の利下げを決定しました。また、市場では、今後 12 カ月で 100bp の追加利下げの見通しが織り込まれるようになっています。それにもかかわらず、米ドル建ての投資適格債のスプレッドは、過去 20 年以上で最もタイトな水準に近い 75bp 近辺にとどまり、また、ハイイールド債のスプレッドも、長期平均(約 400bp)を大幅に下回り、サイクルで最もタイトな水準に近い 270bp 近辺まで縮小しています。

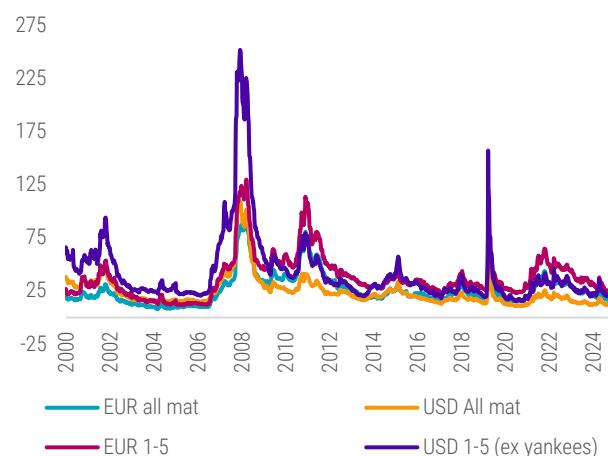
欧州のクレジット市場も同様の展開となり、ユーロ建ての投資適格債/ハイイールド債のスプレッドは、過去のレンジの下位 10%に相当する水準で推移しています。この資産クラスの魅力は、高水準の「オールイン利回り(債券全体としての利回り)」と安定的な資金フローによって、引き続き支えられています。もっとも、さらなる広範なタイミングの余地は限定的であると、ロベコは考えます。

この 3 カ月間、ロベコの運用戦略では、保守的なポジショニングを維持しています。ほとんどの期間において、企業クレジットに対するベータを中立的としています。6 月に中東情勢が緊迫化したことを踏まえ、トランプ政権が貿易交渉の期限として設定した 7 月を前にして、慎重なスタンスを保ち、スプレッドの拡大リスクに備えて CDS インデックス(CDX)のプロテクションを買いました。もっとも、リスクが想定通りに顕在化しなかったことから、7~9 月期にプロテクションの一部を解約しています。また、ユーロ建ての SSA 債に対する強気のスタンスを維持する一方で、バリュエーションの相対的な変化を踏まえて、カバードボンドのポジションを削減しています。その一方で、一部の新興国の良好なセンチメントと政治環境に注目し

て、ブルガリアとコロンビアの銘柄を中心に、新興国の外貨建て債券へのアロケーション拡大を決定しています。

スプレッドがタイトな水準に達したため、失敗が許される余地は小さく、保守的なポジショニングの必要性が改めて浮き彫りにされています。このような環境において、今後数カ月を乗り切るうえで、選別的な姿勢、クレジット・クオリティの重視、各地域へのアロケーションが重要なと見られます。

図 5 – 企業クレジットのスプレッドは歴史的に最もタイトな水準に回帰



出所: ブルームバーグ。2025 年 9 月現在。

欧州周縁国債券: スイートスポットに入る

欧州周縁国の債券市場では、7~9 月期も堅調な地合いが持続しています。前回の四半期アウトロックでは、各国のスプレッドが 2012 年のユーロ圏ソブリン債務危機以降の最もタイトな水準を更新する見通しを提示しました。この見通しは、その後わずか 3 カ月の間に現実のものとなり、各国の 10 年国債の対ドイツ国債スプレッドは、イタリアが 78bp、スペインが 55bp、ギリシャが 64bp と、過去 15 年間の最低水準まで縮小しています。

周縁国の債券は、良好な投資環境に支えられているだけでなく、ファンダメンタルズも改善傾向にあります。スペインの政府債務残高(対 GDP 比率)は明確な低下傾向にあり、イタリアは今回も EU の財政赤字目標を順調に達成、もしくは上回っていると見られ、また、ギリシャの経済成長率は、好調な観光業に支えられて、ユーロ圏でも上位の座を維持しています。格付け会社は各国の状況を踏まえて、ソブリン格付けを段階的に引き上げています。さらに、ドイツの大規模な財政支出や「欧州復興基金(次世代の EU)」からの継続的な資金供与といった、追加的な支援材料も見込まれています。

もっとも、すべてのユーロ圏国債が順調というわけではありません。フランスのファンダメンタルズは悪化傾向にあり、ベルギーも比較的軽度ながら同様の傾向にあります。フランスでは、最近、信任案が否決されたバイルー首相が辞任し、セバスチャン・ルコルニュ氏が首相に任命されたものの、2026 年度予算をめぐる膠着状態が解消される見通しは立っていません。

左派、右派政党とも、厳格な財政緊縮策に妥協する姿勢を見せていないため、来年度の財政赤字の対 GDP 比率は、財政安定成長協定が定める上限(3%)を大幅に上回る、5.5%近くに達する可能性が濃厚と見られます。これについて、欧州委員会から合意が得られるかどうかは不明ですが、格付け会社のフィッチは、債務状況の悪化を理由に、フランスのソブリン格付けを「AA-」から「A+」に引き下げるなど、すでに明確な警鐘を鳴らしています。また、ムーディーズと S&P も今後 2 カ月の間に格付けの見直し作業を予定しているため、さらに格下げされる展開も現実味を帯びています。その結果、フランス国債の強制的な売り圧力が強まることも考えられ、少なくとも、今後の国債入札における投資家の買い意欲が減退する可能性があります。

新興国債券: 選好しない理由などあろうか

7~9 月期を通して、新興国債券は外貨建て、現地通貨建てとともに底堅く推移しました。ここ最近では、特にハイイールドの領域において、外貨建てが現地通貨建てをわずかに上回るパフォーマンスを残しているものの、いずれの資産クラスもほぼまんべんなく堅調なリターンを生み出しています。

現地通貨建ての市場では、ここ数カ月間、安定的なキャリー収入に加えて、為替と金利の変動がリターンに貢献しています。一方、外貨建ての市場では、ハイイールドの領域を中心に、スプレッドの縮小が支援材料となっていますが、米国債のリターンと投資適格スプレッドの縮小も一定の寄与をしています。

外貨建て国債のスプレッドは、過去最低の水準に迫るほどタイトニングしています。これは、2008 年の世界金融危機直前に達したタイトな水準とほぼ同程度であり、また、2017 年末にスプレッド関連商品の市場が活況を呈していた局面よりもタイトな水準に相当します。その一方で、市場ではオールイン利回りを重視する傾向が強まっています。この資産クラスは、依然として割高感が残る先進国市場のクレジットと比べれば、少なくとも相対的には割安と言えるでしょう。また、良好なテクニカル要因と資金フローの両面からも、確実に下支えされています。

ここ数カ月間、アルゼンチンは例外的な存在であり、8 月半ば以降、現地通貨建て債券のリターンは 2 枝のマイナスに落ち込みました。また、アルゼンチン・ペソは急落

して為替バンドの下限に達したため、中央銀行は市場介入を余儀なくされました。相場下落の発端はミレイ大統領の妹に関連する贈収賄疑惑であり、その後、ブエノスアイレスの州議会選挙において与党が敗北したことが、状況をさらに悪化させました。アルゼンチンでは 10 月 26 日に中間選挙が予定され、両極端な結果が想定されるため、それまでの間、市場ではボラティリティが高止まりする可能性が高いと見られます。

この夏、コロンビアの債券市場では、2026 年 5 月の選挙を見据えたポジション調整が始まる中で、国債の買い戻しやリスク・プレミアム再評価の動きが追い風となって、外貨建て・現地通貨建てともアウトパフォームしました。前述の通り、同国では財政懸念が残るもの、市場では、財政面で市場寄りの保守派政権誕生に期待を寄せており、実質利回りが歴史的に高い水準で推移しているため、現地通貨建て債券には投資妙味が存在します。

この他の中南米諸国に目を向けると、ブラジルの債券市場では、リターンが安定的な水準を維持しているものの、ボルソナロ前大統領の裁判や米国による追加制裁の可能性を背景に、ボラティリティがいくぶん高まっています。ロペコでは、政治的波乱要因が後退し、FRB が利下げを再開する中で経済指標の悪化を受けて、両国の中央銀行に金融緩和の余地が生まれるとの見方から、ブラジルとメキシコの債券にはアップサイドが存在すると考えています。

一方、中東欧の債券市場では、依然として根強いインフレ圧力と欧州コア国債券の利回り上昇を背景に、ハト派寄りの政策を織り込む動きが低調で、投資妙味がやや低下しています。また、アジアの市場では、中国を中心に、キャリー重視、リスク・オンの市場環境において利回り水準が極めて低いことから、パフォーマンスが総じて低調な部類にとどまっています。その他の地域では、南アフリカの債券のパフォーマンスが引き続き好調であり、政治的波乱要因の後退、インフレ目標レンジの引き下げ、年初来着実に進む交易条件の改善を受けて、投資妙味が持続すると見ています。また、トルコは引き続き、戦術的なキャリートレードの対象となる見込みです。ファンダメンタルズと政策運営の改善は支援材料ですが、政治的波乱要因は懸念されます。

為替: 過渡期に過ぎない

トランプ政権の関税政策をめぐる動きが表面的に落ち着きを見せる中、「大きく美しい法案」から「内国歳入法 899 条(セクション 899)」が除外されたことを受けて、米ドルは対 G10 通貨で比較的落ち着いた動きを見せていましたが、単なる調整局面に過ぎないと考えられます。マクロ経済のファンダメンタルズや制度的基盤の悪化について考えると、米ドルは依然として何年も続く長期的な弱気トレンドの中にあると見られます。

米ドル指数(DXY)の100割れについて、憂慮する声が広がっていますが、同指数が世界金融危機の前に70台半ばで推移していた点には留意が必要です。したがって、米ドルが他通貨に対して過度に弱いとは言いがたい状況です。

図6 – 米ドルの実質実効為替レート



出所: ブルームバーグ。2025年9月現在。

ドルの信認低下の兆しは、コモディティ市場(特に貴金属)においてより顕著に見受けられます。これは、全世界の信用残高(マネーサプライの代替的な尺度)に注目して、これを金(トロイオンス)に換算すると最も明確に把握できます。

ECBとFRBの金融政策の方向性にはばらつきが生じる見通しや、日銀の金融政策が予想以上にタカ派的になる可能性といった、その他のグローバル要因も、米ドルがアンダーパフォームするとの見方を裏付ける材料となっています。ユーロに関しては、ユーロ圏全体における軍事力の再強化や財政政策の拡大に起因するインフレ圧力によって、政策金利の低下余地は今後数年にわたって限定される見通しです。

日本では、石破首相の辞任表明を受けて、財政運営や中央銀行の独立性に関する懸念が弱まる可能性があります。リーダーシップの交代は、長期国債の支援材料になるとともに、根強いインフレ圧力に対応する金融政策の柔軟性を高め、円相場を下支えする要因となります。

米ドルの幅広い下落は、多くの新興国通貨にとって引き続き追い風となると見込まれ、ロベコは中期的な視点から、新興国通貨全般を対米ドルでロングとしています。また、特定の国では、追加的なアルファを生み出す機会が存在すると考えます。キャリートレードの対象通貨は、ほとんどの場合、トータルリターン・ベースで底堅く推移する

見通しですが、キャリーの縮小を受けて、メキシコ・ペソなど一部通貨の相対的な割安感は低下しています。

ブラジルでは、中央銀行が金融緩和の姿勢を強めているため、ブラジル・レアルもいずれ同じ状況になる可能性があります。とはいっても、現時点ではキャリーは比較的高い水準にとどまり、また、ブラジル中央銀行は短期的に適度にタカ派的な姿勢を維持しています。一方、高水準の実質金利、インフレ管理政策の改善、有益なコモディティへのエクスポージャーを背景に、コロンビア・ペソとペルー・ヌエボ・ソルが特に人気を集めています。

中東欧中東アフリカ(CEEMEA)通貨の中では、国内経済の悪化を背景に実質金利が上昇したことが主因となって、ハンガリー・フォントが相対的に魅力的な水準で推移しています。対照的に、人民元やシンガポール・ドルをはじめとするアジアの低金利国の新興国通貨は、キャリーの水準が低いことに加えて、実質金利の低さや、対米ドルでの通貨高を抑制する国内政策の方向性が要因となって、アンダーパフォームする可能性があります。

表1 – 資産クラス別の選好度

	建設的	中立	慎重
ドイツ国債	✓		
米国債	✓		
日本国債			✓
ユーロ圏周辺国債	✓		
新興国現地通貨建て債券	✓		
新興国ハイイールド債		✓	
投資適格債	✓		
ハイイールド債			✓
SSA	✓		

出所: ロベコ、2025年9月

四半期見通し会議に際し貴重なご意見を賜った、Dirk Willer 氏(シティ)、Michael Zezas 氏(MS)、Klaus Baader 氏(SG)に感謝申し上げます。

重要事項

当資料は情報提供を目的として、Robeco Institutional Asset Management B.V. (以下“ロベコ”)が作成した資料をロベコ・ジャパン株式会社が翻訳したものです。資料中の個別の金融商品の売買の勧誘や推奨等を目的とするものではありません。記載された情報は十分信頼できるものであると考えておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。意見や見通しはあくまで作成日における弊社の判断に基づくものであり、今後予告なしに変更されることがあります。運用状況、市場動向、意見等は、過去の一時点あるいは過去の一定期間についてのものであり、過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。また、記載された投資方針・戦略等は全ての投資家の皆様に適合するとは限りません。当資料は法律、税務、会計面での助言の提供を意図するものではありません。

ご契約に際しては、必要に応じ専門家にご相談の上、最終的なご判断はお客様ご自身でなさるようお願い致します。

運用を行う資産の評価額は、組入有価証券等の価格、金融市場の相場や金利等の変動、および組入有価証券の発行体の財務状況による信用力等の影響を受けて変動します。また、外貨建資産に投資する場合は為替変動の影響も受けます。運用によって生じた損益は、全て投資家の皆様に帰属します。したがって投資元本や一定の運用成果が保証されているものではなく、投資元本を上回る損失を被ることがあります。弊社が行う金融商品取引業に係る手数料または報酬は、締結される契約の種類や契約資産額により異なるため、当資料において記載せず別途ご提示させて頂く場合があります。具体的な手数料または報酬の金額・計算方法につきましては弊社担当者へお問合せください。当資料および記載されている情報、商品に関する権利は弊社に帰属します。したがって、弊社の書面による同意なくしてその全部もしくは一部を複製またはその他の方法で配布することはご遠慮ください。

商号等： ロベコ・ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2780号
加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会