

グローバル債券マクロ・アウトロック

あらゆる好条件が満たされる必要

- ・ 現在の価格水準が持続するには、あらゆる好条件が満たされる必要
- ・ 世界経済は下支えされる見通しだが、米国経済の力強い加速は期待薄
- ・ スプレッド・リスクを削減しつつ、イールドカーブのステイピング・バイアスを維持

英国のロックバンド Queen の “I want it all” という楽曲の言葉を借りれば、株式やクレジットの現在のバリュエーションを来年も継続するために、市場はあらゆる好条件を求め、それらが実現すると見込んでいるように見えます。米連邦準備制度理事会(FRB)の追加利下げ、AI ブームの持続、ドイツの大規模な財政支出、中国経済の回復、新興国市場のアウトパフォーマンスの継続といった条件です。

贈り物の季節を前に、市場がそのように期待するのも無理はありません。しかし、11月の市場動向は、リスク・センチメントがいかに急変し得るかを、改めて示しました。ビットコインは売られ、NASDAQ 株価指数は 8% 下落し、エヌビディアの株価でさえ売り圧力にさらされました。その結果、バブル発生の可能性をめぐる議論が一段と活発になりました。

資産価格は、FRB の政策見通しに大きく左右される状況が続いています。FOMC の終了後、市場価格から 12 月の利下げ観測が剥落し、株価は下落に転じました。しかし、その後 NY 連銀のウィリアムズ総裁が利下げの可能性に言及したことをうけ、市場は急回復し、NASDAQ 100 指数は月末にかけて 6% 近く上昇しました(図 1 参照)。一方、クレジット市場では、プライベート・クレジットの領域における歪みが顕在化する中でも、スプレッドは狭いレンジでの動きにとどまりました。

現時点では、リスクに対する過敏な反応も落ち着いたようであり、投資家は引き続き、スプレッドの方向性よりもキャリー収入の確保に重点を置いています。しかしながら、ダウンサイド・リスクが再燃した場合、スプレッドが急拡大してキャリー収入が相殺される可能性がある点には、注意が必要です。足元の動向は、前回の四半期アウトロック「**勇猛果敢なリスク市場**」において述べた、“失

敗が許される余地は依然として小さい”という主張を裏付けるものです。

もっとも、世界経済の成長見通しは、先進国・新興国両市場における楽観的な見方に支えられて、これまでよりも改善しています。米国では、AI ブームが企業投資や株高に後押しされた個人消費を牽引する一方で、労働市場の脆弱性は、慎重な採用姿勢や一時解雇の増加に見られるように、重要なリスク要因として残存し、FRB の金融緩和を促しています。

図 1 - ナスダック 100 指数と米国 5 年国債利回りの推移



アウトロック 2025 年 12 月
機関投資家用資料

グローバル・マクロ・チーム

総合的に見て、米国経済はスタグナーション(景気停滞)を回避できると予想していますが、実質所得が伸び悩む環境において、力強く加速する可能性は低いと見られます。欧州では、経済成長が好循環を生み出しているが、ドイツ経済の見通しは、投資支出の活性化次第と言えるでしょう。

各国の金融政策には、依然としてばらつきがあります。米国では、12月のFOMCにおいて25bpの利下げが決定され、来年後半にはターミナル・レート(政策金利の着地点)の水準(2.75~3.00%)が視野に入ると見られます。同時に、Tビリ(米財務省短期証券)の買い入れを通じたバランスシートの拡大政策が再開される見通しです。これに対して日本では、インフレが政策目標を上回る水準で推移する中、円安傾向に後押しされる形で日銀が追加利上げを実施する可能性があると見ています。

一方、欧州中央銀行(ECB)は、政策金利が「適切な水準(in a good place)」にあるとの姿勢を継続し、欧州の経済見通しに対する自信を滲ませています。今回の四半期アウトルック・セッションの参加者の1人が指摘したように、経済成長が緩やかな水準にとどまり、インフレが2%の政策目標を下回る公算が大きい状況において、ECBのスタンスには積極性が欠けています。総合的に見て、ECBの金融政策は追加緩和の方向に傾斜しているとの見方を据え置きます。

国債市場では、年末から年始にかけて、金融政策と純供給額の水準が、引き続き主要な変動要因になる見通しです。米国債市場では、金融緩和の方向性が支援材料になるとの見方から、長期年限に対する慎重な見方を据え置きつつも、2~5年ゾーンの債券を選好しています。特に10年ゾーンに関しては、財政リスクやインフレリスクの高まりを背景に、リスク・プレミアムが押し上げられる展開も想定されます。また、米国家経済会議委員長のケビン・ハセット氏が次期FRB議長に選任された場合、イールドカーブのステイプニング圧力が(再び)強まる可能性があります。

ユーロ圏の国債市場では、フランス国債とドイツ国債の大量発行、オランダの年金基金からの需要縮小、ECBによるバランスシート縮小などの見通しから、ステイプナー・ポジションの投資妙味が残存しています。ロベコの運用戦略では、年末に向けた流動性の低下や(金利スワップでの)固定金利払いのディール・フローによって、価格変動が増幅される可能性を念頭に、長期ゾーンのステイプナー・ポジションを積み増しています。英国債に関しては、2026年度予算のもとで財政運営の余裕が広がり、下支えされるとの見方から、オーバーウェイトを据え置いています。一方、日本国債については、ターミナル・レートが上昇するリスクを考慮して、引き続きアンダーウェイトとしています(図2参照)。また、長期年限の中国国債の小幅なアンダーウェイトを据え置いています。

図2 - 日本国債利回りは上昇傾向が続く



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。投資資本は変動する可能性があります。出所: ブルームバーグ。2025年12月現在。

年初来、フランス国債を除くユーロ圏国債の(対ドイツ国債)スプレッドは、極めて底堅く推移しています。周縁国債券をオーバーウェイトとしてきたロベコの運用戦略において、この動きは追い風となりました。また、ポートフォリオ全体のスプレッド・リスクを調整する観点から、イタリア10年国債を売却しました。これは2026年1月に始まる起債シーズンに備えたポジション調整でもあり、より魅力的な水準で新発債を購入する機会をうかがっています。

クレジットのファンダメンタルズは、高水準の「オールイン利回り(債券全体の利回り)」と企業の健全なバランスシートに支えられて、全般に底堅さを維持しています。ロベコの運用戦略では、短期年限のクレジットをオーバーウェイトとしつつ、ベータをおおむね中立的な水準(=1近辺)に保っています。年初来、このスタンスは功を奏しており、エントリー・レベルが改善した際には、今後もポジションを積み増していく方針です。

また、スワップ・スプレッドのさらなる縮小要因がほとんど見当たらないため、リスクオフ・イベントが発生した際の質への逃避の動きを想定しつつ、2年のスワップ・スプレッドのショート・ポジション(ドイツ国債ロング/スワップ・ショート)を積み増しました。このポジショニングは、SSA債(ソブリン債、国際機関債および政府系機関債)や厳選された新興国銘柄(ブルガリアなど)をはじめ、ロベコがオーバーウェイトとしているセクターに対する潜在的な悪影響の緩和に寄与すると見込まれます。

新興国市場に注目すると、外貨建て債券のスプレッドはタイトな水準で推移しているものの、先進国市場のクレジットと比較すると、引き続き投資妙味が確認されます。外貨建て債券の中では、割安感が存在するコロンビアを

選好しています。また、2026 年のユーロ導入を控えて、ブルガリアにはコンバージェンス・トレード(裁定取引)の機会が見受けられます。一方、現地通貨建ての市場では、経済指標の悪化を受けて、近い将来に金融緩和サイクルが始まると予想されるブラジルに注目しています。また、中東欧(CEE)諸国の見通しにはばらつきが見られますが、来年に総選挙を控え、親 EU 色の強い政権が誕生する可能性のあるハンガリーは、有力な投資機会となりえます。

マクロ経済と政策見通し

- ・ テクノロジー・ブーム vs. 労働市場の動向: 米国の経済成長を占う戦い
- ・ 米国以外の地域では経済成長にばらつきが存在するも、当初の懸念に反して総じて堅調
- ・ 中央銀行は中立水準または、中立回帰中。ただし、一部には遅れが見られる

成長見通し: AI がすべてを支配

ここ数ヶ月、金融市場の参加者とエコノミストの間では、先進国・新興国の経済成長見通しについて楽観的な見方が強まっています(図 3 参照)。米国経済の場合、楽観的な見方の主な牽引役は AI ブームであり、企業投資の拡大や市場センチメントの改善につながっています。その結果、特に株価上昇の恩恵を受ける世帯を中心に、個人消費も下支えされています。その一方で、低所得層では消費が伸び悩む傾向が見られます。このため、米国政府が一部の食品に対する輸入関税を引き下げ、来年度の景気刺激策として関税収入の分配を検討しているのは、意外なことではありません。

同じように、企業間でも二極化の傾向が顕在化し、中小企業はテクノロジー・セクターで進行中の設備投資ブームから取り残されています。もっとも、国際緊急経済権限法(IEEPA)に基づく関税措置の合憲性を巡る最高裁判決を控えて、まだ完全には払拭されていないものの、輸入関税に関する不確実性がいくぶん薄れたことで、中小企業の投資計画に対する楽観的な姿勢がやや高まってきています。また、来年の早々に予定される減税措置も、経済成長を押し上げる見通しです。

米国経済にとって、労働市場の動向が引き続き重要な懸念材料となっています。企業は依然として新卒者を含む採用に慎重な姿勢を示しており、一時解雇の発表も顕著に増加しています。現時点で新規失業保険申請件数の増加にはつながっていませんが、リスク要因として認識され、FRB が利下げを踏み切る一因となりました。

現時点では、支援材料の効果によって、米国経済はステグネーションを回避できると予想していますが、プライベート・クレジット市場などにおいて歪みが顕在化している状況を踏まえると、ゲストスピーカーの見解とは異なり年明け以降に経済成長が加速するシナリオを想定するのは時期尚早と考えられます。

ユーロ圏では、アイルランドの GDP の急激な変動を調整したベースで見ても、経済成長は半年前に懸念されていたほど悪化せず、底堅さを維持しています。その一方で、英国経済には依然として出遅れ感が見られます。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。最近の信用の伸

びの改善状況から判断すると、ユーロ圏経済は今後数四半期でトレンド成長率に近づく見込みです。年明け以降に経済成長が力強さを増すかどうかは、ドイツなどにおける防衛費とインフラ支出の拡大ペースや、消費者が高水準の貯蓄をどの程度消費に振り向けるかに左右される見通しです。リスク要因としては、輸出の伸び悩みや、フランスなどにおける財政政策の引き締めの必要性が挙げられます。また、欧州は、米国との貿易協議がいまだ決着しない中で、輸出の重点を他の地域にシフトした中国との厳しい競争にさらされています。

新興国市場では、米国におけるAIブームの恩恵が、テクノロジー関連の輸出が多いアジア諸国に明確に及んでいます。中国では輸出が重要な成長エンジンであることに変わりなく、米国との貿易協議が「休戦」に至ったことで、貿易の分野における最悪の事態は回避できたと見られます。一方、内需の拡大には不動産市場の持続的な回復が不可欠であり、追加的な刺激策が必要になる可能性があります。その他の国では、ブラジルやメキシコなどにおいて経済成長が弱含んでいますが、メキシコでは改善の兆しも見られます。また、日本では、来年は財政刺激パッケージによって、経済成長が下支えされる可能性が高いことにも留意しています。

日本では、先行指標が緩やかな回復を示しており、来年の成長を支えるために財政刺激策が打ち出される見込みです。

図3 - 経済成長率のコンセンサス予想(2026年度)



出所: ブルームバーグ。2025年12月現在。

インフレ見通し: 後発組に注目

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、オーストラリア、ノルウェー、英国、米国など、一部の国では依然として政策目標を上回ります。英国と米国では、労働市場の環境が悪化の兆しを示し、賃金の伸びを抑える要因となっています。この傾向は、いずれサービス価格インフレの低下につながる見通しです。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。

英米両国ではこのような動きが見られるものの、インフレ率が政策目標に完全に達するまでには、一定の時間がかかると見られます。背景要因として、英国では賃金上昇率の高さが挙げられます。一方、米国では、移民政策に起因する労働力供給の減少を受けて、インフレに上振れリスクが存在していることに加えて、輸入関税の長引く影響を背景に、財価格への上昇圧力が解消されていません。もっとも、財価格の上昇は、現時点では当初の懸念よりも小幅にとどまります。

ユーロ圏では、賃金の伸びがすでに大きく鈍化しています。先行指標では2~2.5%程度の水準が示されていますが、2%のインフレ目標に照らすと、これは低すぎる水準と言えるでしょう。また、ユーロ高の進行とエネルギー価格の下落も、物価上昇を抑える要因となっています。2026年の上期には、総合インフレ率とコアインフレ率がいずれも2%を下回る可能性があります。

新興国市場を俯瞰すると、ブラジル、メキシコ、チリ、ポーランド、南アフリカなどの国では、インフレ率が今後数カ月のうちに政策目標に達する方向性がうかがえます。また、アジアの多くの国では、インフレの低迷が長期化しています。特に中国では、政策目標の達成はしばらく先になる見通しです。

金融政策見通し: QTからQN、QEへ

先進国市場では、中立金利かそれよりやや低い水準への利下げを完了した中央銀行が増えています。このグループには、スウェーデン国立銀行(Riksbank)、ニュージーランド準備銀行(RBNZ)、ECB、カナダ銀行の4行が含まれます。一方、日銀とスイス国立銀行は、中立金利を明確に下回る水準に、政策金利を据え置いています。その対極に位置するのが、オーストラリア準備銀行(RBA)、ノルウェー銀行、イングランド銀行、FRBの4行であり、いずれの国でもインフレは政策目標よりも高い水準にとどまっています(前セクション参照)。

RBAの金融政策はそれほど引き締め的ではなく、当面は様子見を続けるというのが、市場とロベコの一一致した見方です。また、市場では引き続き、カナダ銀行が追加利下げを行う見通しが織り込まれています。これは妥当な見方であると考えられます。一方、RiksbankとRBNZの政策見通しに関連して、長期的な時間軸とはいえ、市場では明確な利上げバイアスが織り込まれていますが、前者についてはやや早まった動きであると見られます。また、イングランド銀行の政策に関しては、ターミナル・レートの想定が、現在の3.5%近辺から下方修正される可能性があると見ています。

ECBの政策に関しては、政策金利が当面は据え置かれるかと市場では予想されています。これは論理的な見方ですが、次のステップが利下げになる確率が過小評価さ

れている印象が残ります。今後数四半期にわたって、「量的引き締め(QT)」政策、あるいはECBの言葉を借りれば「量的正常化(QN)」政策が採用される可能性が高いと考えられます(詳細は最新の「セントラル・バンク・ウォッチャー」を参照)。

FRBの政策に関しては、ロベコの中心シナリオでは、12月のFOMCにおいて25bpの利下げが決定されると予想しています。また、ターミナル・レートとして、現在の市場予想をわずかに下回る2.75~3.00%程度の水準を想定しています。労働市場の環境が改善しない場合、この水準に達するのは2026年の上期か、もしくは新しいFRB議長が着任する5月以降になる可能性があります。また、QTが12月1日に終了したことを受けて、FRBは来年初めにも「準備金管理目的による買い入れ(RMP)」を開始し、バランスシートを名目GDPの伸びと歩調を合わせて再び拡大させていくと予想しています。

中国では、中国人民銀行(PBoC)が国債の買い入れを再開したことで、7~9月期の株価上昇に伴う債券利回りの上昇に、歯止めがかかる見通しです。今回、2024年10~12月期に類する規模の買い入れは想定されていませんが、予想されていた預金準備率(RRR)の引き下げと政策金利の10bpの引き下げは、2026年に持ち越される可能性が高いと考えられます。

最後に、日本の市場では、長期の名目中立金利のレンジ(1.0~2.5%)とより整合的な水準に向けて、ターミナル・レートが上方修正される可能性があると、引き続き考えています。

金利戦略

- 動きを見せる日本国債と英国国債
- ステイーピングを後押しする要因は健在
- オーストラリア国債の投資機会に変化

ここ数ヶ月、金利のボラティリティについては、米国債やドイツ国債以外の市場に目を向ける必要がありました。米独の10年債利回りが30bp程度のレンジの動きにとどまる一方で、日英の国債利回りには一定の方向感が確認されています。日本の国債市場では5月以降の利回り上昇のトレンドが続いている(図4参照)。一方、英国の国債市場では地合いの回復に伴い、利回りは昨年12月以降で最も低い水準まで低下しました。このような日英の国債市場で観察されるトレンドは、今後数ヶ月も持続すると予想しています。前のセクションにおいて論じたように、日英の二極化の動きは、今後も財政・金融政策の方向性によってサポートされる見通しです。

債券市場では、年末から年始にかけて、金融政策とネットの供給額が最も重要な変動要因になる見通しです。米国債市場では、金融緩和の方向性が支援材料になるとの見方から、2~5年ゾーンの債券をオーバーウェイトとしています。その一方で、長期年限に対する慎重な見方を据え置きます。ロベコが想定する利下げのプロセスにおいて、財政・インフレの状況がどのように推移するかについては、不確実性が残ります。特に10年債に関しては、こうした不確実性を背景に、ターム・プレミアムが上昇すると予想しています。足元の利回り水準を前提に、米国債に関連する見通しの大半を、イールドカーブのステイーピナー戦略の一環として実践したいと考えています。また、オーバーウェイトを拡大する判断においては、利回りが最近のレンジ上限近くまで上昇することが条件になるでしょう。

ユーロ圏の債券市場においても、アウトライト(単独)のポジションよりもイールドカーブに関連するポジションを選好しています。利回りを左右する主な要因は、ネットの供給額になると見られます。独仏の国債発行額は高い水準で推移する見通しですが、同じタイミングで、オランダの年金基金が10年超のデュレーションへの需要を縮小する展開が予想されています。これに関連する取引の多くは2026年1~3月期に行われる見通しですが、ECBはバランスシート縮小の途上にあるため、金融政策が需給バランスの調整に寄与することはないと考えられます。この点は、シナーベル専務理事の最近の講演においても確認されています。このように需給バランスに歪みが生じた場合、イールドカーブの長期ゾーンではステイーピングの流れが続く可能性が高いと見られます。

当面の間、ECBは政策金利を据え置く見通しですが、だからと言ってドイツ国債への注目が薄れるわけではあ

りません。歴史を振り返れば一目瞭然であり、1995年以降、2年債利回りが1.8~2.2%という狭いレンジで推移する中で、10年債利回りは1.75%~4.0%のレンジで変動してきました。

データをさらに詳しく見ると、10年債利回りには、2.0~2.8%のレンジと3~4%のレンジに集中する傾向が読み取れます。ロベコでは、ECBの次のステップは利上げではなく利下げになると引き続き予想しています。この見方を前提にすると、ドイツ国債利回りの上昇圧力は抑制されることとなります。このため、2.0~2.8%のレンジが、ポジションを積み増す際の目安になると考えられます。

欧州では、ノルウェー市場の動向に引き続き注目しています。市場には、数回程度の利下げ見通しが織り込まれていません。また、イールドカーブは他の市場よりもフラットな状態で推移しています。このため、物価動向が許容するという前提で、より強力な金融緩和政策が採用された場合、収益機会が生じると見ています。

オーストラリア国債に関しては、短期ゾーンの利回りが上昇したことを受けて、フラットナーのポジションを縮小する方向で検討しています。

中国では、実質的にイールドカーブ・コントロールが導入されたため、10年国債利回りが2%を超える水準に向けて再び上昇する可能性は当面遠のいたようですが、ロベコは引き続き、長期ゾーンの中国国債の小幅なアンダーウェイトを維持する方針です。また、2年/10年のカーブのステイーピング・バイアスも据え置きます。その一方で、アンダーウェイトをさらに縮小する目標水準を下方修正しています。

図4 - 米ドル/日本円の為替レートと日米国債利回り格差の推移



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12月現在。

債券のアセットアロケーション

- 相対価値を重視しつつ、ベータを抑制する方針
- スプレッド関連の資産クラスでは、新興国の外貨建て債券を引き続き選好
- フランス国債の脆弱性は払拭されず

クレジット市場: キャリー重視の戦略を継続

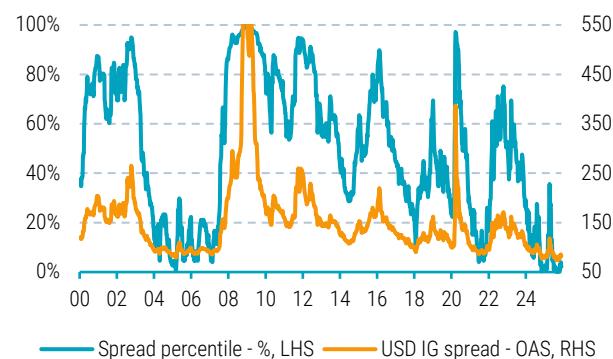
10~12ヶ月期を通して、クレジット・スプレッドは狭いレンジの動きとなり、ボラティリティを押し上げる潜在的な要因が散見されたものの、引き続き歴史的に最もタイトな水準で推移しています(図5参照)。ファースト・プランズの破綻とCLO市場への波及的影響、米国経済指標の公表停止、米国におけるBDC(ビジネス・デベロップメント・カンパニー)の不振といったイベントの影響は、現時点ではいずれも沈静化しています。また、クレジット市場にもAI関連のテーマが押し寄せ、ハイパースケーラー(大規模クラウド事業者)による投資適格債の発行が急増しています。月間の社債発行額ランキングの上位3社には、Meta、Google、Amazonが名を連ね、大規模な起債を継続する計画も提示されています。

市場では引き続きキャリーの確保が主要なテーマとなり、投資家はスプレッドの方向性よりもインカム収入に重点を置いています。2026年の展望レポートでは、クレジット市場のパフォーマンスについて、おおむね一致した見通しが示されています。1年分のキャリー収入から相応のリターンが生じるというのが大方の中心シナリオ/ベスト・シナリオであり、その一方で、スプレッドが歴史的な中央値の水準に向けて緩やかに拡大するというのが、代替的なダウンサイド・シナリオとされています。総合すると、クレジットの超過リターンは小さいながらプラスを維持するという見方になります。しかし、過去データを見る限り、スプレッドが緩やかに正常化するケースは稀であり、むしろ、過剰な動きを示し、中央値近辺で安定しない傾向が見受けられます。このため、ダウンサイド・シナリオが実現すれば、スプレッドは第3~4四分位の水準まで上振れするおそれがあることを、指摘しておきます。

今後を展望すると、クレジットのファンダメンタルズは、高水準のオールイン利回りと企業の健全なバランスシートに支えられて、全般に底堅さを維持する見込みです。警戒するべき点は、米ドル建てのハイイールド債市場のディストレスト領域が発する弱気シグナルです。非ディストレスト領域に対してパフォーマンスが劣後しており、この動きは、これまで、見かけ上の好材料が存在するにもかかわらず、ディストレスト領域の不振が市場環境全体の悪化の予兆となつた実績があります。

ロベコの運用戦略では、年初来、短期年限の投資適格債の残高を増やす方針が功を奏しています。全体のベータを1近辺に保つためにも、このポジショニングを維持する方針です。また、市場がリスクオフの地合いに転じた場合に利益が生じる安価なヘッジ手段として、2年のスワップ・スプレッドのショート・ポジションを積み増しました。このほかでは、新興国外貨建て債券の一部銘柄の残高を縮小する一方で、厳選されたSSA債のオーバーウェイトを据え置いています。

図5 – 社債スプレッドは過去最低の水準に戻る



出所: ブルームバーグ。2025年12月現在。

欧州周縁国債券: ファンダメンタルズに基づく値動き

ここ数ヶ月にわたって、ユーロ圏国債の対ドイツ国債スプレッドは順調に縮小しています。10年債で見ると、イタリア国債は71bp、ギリシャ国債は60bp、スペイン国債は48bp、ポルトガル国債は32bpと、2010年にユーロ圏ソブリン債務危機が発生して以来最もタイトな水準まで縮小しています。これはファンダメンタルズの改善と、今後も続くと予想される一連の格上げの動きを背景とするものであり、さらなるタイトニングの余地もあると考えます。ただし、割安感が薄れるにつれて、投資対象の年限についてはより選別的になっています。超長期年限にはバリューが残る一方で、短期年限の投資妙味は消滅したというのが、ロベコの見解です。

もつとも、引き続き、フランスだけは大きな例外です。ルコルニユ首相は不信任投票を切り抜けたものの、予算案の歳入部分が国民議会で否決されたため、2026年度予算が12月23日の期限までに可決される見通しは後退しています。その場合、暫定的に2025年度予算を繰り越すことになり、2026年の早い時期に代替予算が成立しない限り、2026年度の財政赤字はGDP比6%まで拡大することになります。そのような事態になれば、政府債務残高の対GDP比率の上昇傾向が続き、追加的な格下げも視野に入ります。

1 「国債のロング」と「(同年限の)スワップのショート」の組み合わせ。

また、フランスの国債市場にも、オランダの年金基金の取引フローの影響が及ぶ可能性があります。確定拠出年金制度への移行に伴い、長期の金利スワップが解約されるだけでなく、長期債の保有残高も削減される見通しです。多くの年金 ALM 勘定がドイツ、オランダ、フランスの長期国債を組み合わせて保有しているため、追加的な売却のフローが生じれば、フランス国債のスプレッドにはさらなる拡大圧力が生じるおそれがあります。これだけでも警戒すべき理由として十分であり、ロベコの運用戦略では、フランスの超長期国債を 10 年ゾーンの国債へと入れ替えています。

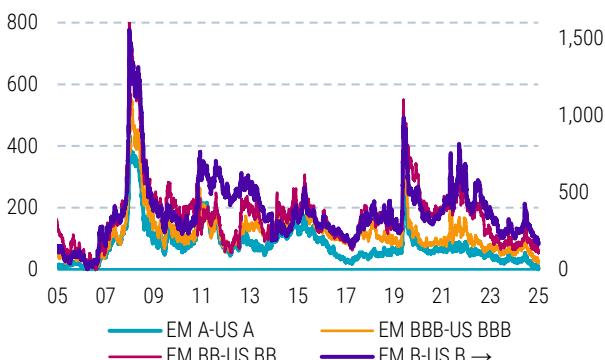
新興国債券: ボラティリティは低位安定、キャリーが中心

年末を前にして、新興国債券の好調な地合いは衰えず、外貨建て・現地通貨建てとともに安定したリターンが実現しています。外貨建ての市場では、投資適格債のスプレッドが小幅に拡大する一方で、ハイイールド債はスプレッドの縮小と米国債利回りの低下を追い風に、アウトパフォームする結果となりました。一部の銘柄に大きな動きが見られたものの、全体としてボラティリティは低い水準で推移しています。一方、現地通貨建ての市場では、リターンの大部分は金利の変動によるもので、為替レートの影響は限定的でした。

新興国市場のマクロ環境は、総じて改善傾向にあります。米国の関税政策がもたらす影響は、多くの国において現実的な貿易協定が交渉・合意されたため、当初の懸念よりも緩やかにとどまっています。また、交易条件やコモディティ市場の環境も引き続き良好です。もっとも、先進国・新興国とも全般に財政余力が限定期的であり、外的ショックに対して脆弱な面も残ります。

外貨建て債券のスプレッドはタイトな水準で推移しているものの(図 6 参照)、利回りは先進国のクレジット市場と比べて魅力的に映ります。ファンダメンタルズの改善と資金フローの回復が、この資産クラスを支えています。

図 6 – スプレッドの比較(米ドル建て vs 新興国外貨建て – タイトな水準に向かう)



出所: ブルームバーグ。2025 年 12 月現在。

ロベコでは、バリュエーションが割安でファンダメンタルズが改善傾向にあるハイイールド銘柄を選好しています。一例を挙げると、エクアドルは非常に魅力的に映ります。政府債務残高は比較対象の国々よりも小さく、利払い負担は対応可能な水準にとどまります。また、対外的な資金調達の環境は改善傾向にあり、IMF との協力関係も継続しています。

また、2026 年のユーロ導入を控えて、ブルガリアにはコンバージェンス・トレードの機会が見受けられます。このほか、割安感が存在するコロンビアを選好しています。同国では、財政緩和的なペトロ政権からの移行が、2026 年の基本シナリオとして引き続き想定されています。

現地通貨建ての市場では、リスクの環境が安定的で、キャリー水準の高い国を選好しています。ペルーや南アフリカなど、国際収支が改善傾向にある国は魅力的に映りますが、ペルーでは、2026 年の大統領選挙がテール・リスクとして意識されます。また、アジア市場では、名目利回りが低く、金融緩和の余地が限られた国は、相対的に魅力が低い印象です。一方で、経済指標の悪化を受けて近い将来に金融緩和サイクルが始まる予想されるブラジルは、実質金利の高さやインフレ動向の落ち着きを踏まえると、注目に値します。

中東欧市場では、来年の総選挙において親 EU 色の強い政権が誕生した場合、ハンガリーが有力な投資機会となります。また、ポーランドでは、中立金利を下回る水準への利下げが織り込まれています。一方で、チェコのバリュエーションには投資妙味が感じられます。また、来年はトルコが脚光を浴びる可能性があります。トルコでは、インフレの先高感が強い中で実質金利は高い水準にあり、また、最近の外貨準備高の増加を受けて、実効為替レートの上昇が続いている。

為替: 大きな変化は見られない

今後 1 年の見通しとして、ロベコは米ドルに対する弱気な見方に基づき、新興国通貨に対する前向きなスタンスを据え置きます。もっとも、米ドルは、10 月から 11 月にかけて、先進国・新興国の各通貨との利回り格差が若干のプラス要因となり、底堅く推移したことでも事実です。この間、新興国通貨の中では、利回り水準の低い中東欧諸国の通貨に対する下押し圧力が際立ちました。個別に見ると、ハンガリー・フォリントは、キャリー水準の高さを背景に、ルーマニア、チェコ、ポーランドの通貨よりも堅調に推移しました。

これに対して、コロンビア、ペルー、チリをはじめとするアンデス諸国の通貨は、それぞれ固有の要因を背景に、総じてアウトパフォームしています。コロンビアでは、自国通貨の安定を支える債務管理政策が引き続き採用されています。チリ・ペソは交易条件の改善に、ペルー・ヌ

エボ・ソルは、金と銅の価格上昇によって下支えされています。

中南米の為替市場では、市場全体のリスク環境に左右されやすい展開が続くものの、キャリー水準の高さが支援材料になる見通しです。個別に見ると、足元でメキシコ・ペソの割安感が乏しいのに対して、ブラジル・レアルはキャリー水準の高さを追い風にアウトパフォームしています。また、コロンビア・ペソについては、政府の債務管理政策を追い風に大きく上昇した後、ボラティリティが高止まりすることも考えられます。来年は市場寄りの政権誕生が見込まれているため、国内市場で大規模なリプライシング(価格調整)が誘発される可能性もあります。

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を受け、ハンガリー・フォリントの魅力が際立ちます。来年に親 EU 色の強い政権が誕生する可能性が、追加的な支援材料になる可能性があります。

最後に、アジアでは、政策の方向性に分岐の兆しが見え始めています。インドネシアとインドでは名目成長率が低迷し、成長志向の政策スタンスが続くと予想されるため、米ドルに対して下落しやすい状況にあります。その一方で、利回り水準の低い韓国とシンガポールでは内需が拡大傾向にあり、金融政策が転換点に差し掛かる可能性もうかがえますが、市場はこの点を十分に織り込んでいません。利回り格差が改善すれば、両国の通貨がアジア市場でアウトパフォームすることも考えられます。

表1 – 資産クラス別選好度

	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12月

四半期見通し会議に際し貴重なご意見を賜った、Arnaud Mares 氏(Citi)、Ralf Preusser 氏(BAML)、Duncan Toms 氏(HSBC)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