

グローバル債券マクロ・アウトルック

フラッシュバック—蘇る記憶

- ・ 原油供給の混乱が安定的なマクロ経済環境の悪化要因に
- ・ 最近の値動きは 2022 年の状況を連想させる
- ・ 今回の水準調整の動きは、ポジションを徐々に再構築する好機を提供

前回の四半期アウトルック「あらゆる好条件が満たされる必要」では、一般的に良好なマクロ経済環境が続く中で、株式とクレジットのバリュエーションは高い水準で推移するというシナリオを前提に、市場が理想的な展開を相当程度織り込んだ価格付けになっていると指摘しました。このため、何らかの前提が期待外れとなれば、市場の地合いが変わるリスクを内包していたこととなります。

ホルムズ海峡閉鎖の危機が迫ったことで、エネルギー供給に深刻な混乱が生じ、これまでの安定的な環境が損なわれるリスクが浮上しています。足元の展開は、直近で 2022 年に見られたいくつかの動き、すなわち、エネルギー価格の急騰、債券利回りの急激な上昇、インフレ懸念の再燃に伴う株・債券の相関がプラスに転換するリスクなどを連想させるものです。これまでのところ、株式市場の反応は比較的冷静であり、投資家がマクロ的な影響は管理可能と判断している様子がうかがえます。

実際、今回の四半期アウトルック・セッションにおいて、外部の参加者が指摘したように、昨年の「解放の日(トランプ関税発表日)」の事例と比べると、世界経済は安定した状態で今回のボラティリティ上昇局面を迎えています。もっとも、その強靱性が足元で試されていることは明らかです。

債券市場では、欧州市場を中心に急激な反応が見られ、短期ゾーンの利回りが急上昇すると同時に、スプレッドは拡大に転じています(図 1 参照)。また、エネルギー輸入依存度に関する懸念の再燃が、ボラティリティを押し上げる要因として加わっています。今年に入って、国債市場は安全な逃避先としての役割を一時的に取り戻していたものの、その流れは急速に後退し、特に欧州では短期ゾーンの利回りが大幅に上昇して(図 2 参照)、欧州中央銀行(ECB)による年内の利上げを織り込む展開となっています。

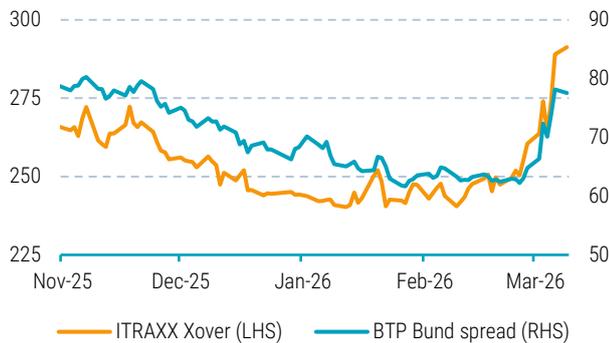
イングランド銀行をはじめ、利下げの方向性を示してきた中央銀行は、先送りを余儀なくされるかもしれません。一方、米国の債券市場では、状況が悪化した場合には、米連邦準備制度理事会(FRB)が柔軟な姿勢で利下げを実施できるとの見方を背景に、比較的安定した動きが見られます。この見方は、ロベコのベースケースとも一致します。

市場のポジショニングは、経済成長が鈍化する見通しに移行し、欧州国債のスプレッドは拡大に転じています。また、クレジット市場でも下押し圧力が確認されていますが、現時点ではおおむね限定的な動きにとどまっています。

アウトルック 2026 年 3 月
機関投資家向け

グローバル・マクロ・チーム

図1 - 企業とソブリンのスプレッドは拡大傾向に



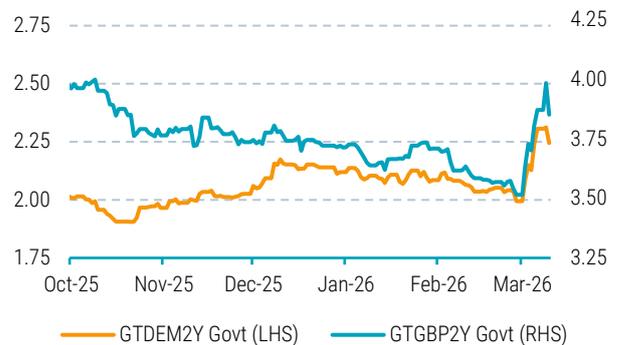
出所: ブルームバーグ。2026年3月現在。

ロベコの運用戦略では、ドイツ国債、米国債とも割高感が強まっていたため、1~2月の債券市場の力強い上昇局面を利用して、デュレーションのオーバーウェイトを縮小していたことから、控えめなデュレーション・エクスポージャーで、3月の売り局面を迎えることとなりました。

デュレーションに関しては、最近の水準調整の動きによって、ポジションを徐々に積み増す好機が再来したと考えます。特に、経済成長が伸び悩む中で、ECBが金融政策の引き締めに慎重な姿勢を示す可能性を念頭に置いています。積み増しの対象としては、イタリアのファンダメンタルズが底堅さを維持していることを踏まえ、短期年限のイタリア国債を選好しています。一方、日本国債については、売り局面が続いたことを受けて、アンダーウェイトを縮小しています。全体としては引き続きアンダーウェイトですが、日銀による利上げの影響が直結する短期ゾーンに軸足を置いています。

また、1~2月の発行ラッシュがおおむね終了し、主要なスティーピング要因がなくなったため、スティープナーのポジションを縮小しています。オランダの年金基金の動きに関連するフローは、長期ゾーンに売り圧力を生じさせると幅広く予想されていたものの、バリュエーションに目立った影響を与えていません。この先、ユーロのイールドカーブ上では、相対価値を重視した多様なポジショニングに取り組む方針です。一方、米ドル金利に関しては、リターン特性の非対称性に妙味があると判断し、長期ゾーンで大規模なフラットニング戦略を実行しています。

図2 - 市場では ECB と BOE の政策金利見通しが見直しの対象に



出所: ブルームバーグ。2026年3月現在。

スプレッド関連の市場では、ダウンサイド・リスクを緩和しつつキャリー収入を確保することを目的に、短期ゾーンのスワップ・スプレッドのポジションを調整する形で、ヘッジ量を戦術的に増やしました。もっとも、ソブリンや準ソブリンのスプレッド拡大は、投資機会を提供する可能性があります。クレジット市場において、水準調整の動きがさらに進展すれば、欧州のファンダメンタルズやグローバルマクロ環境の強靱性に対するロベコの前向きな見方のもとで、より魅力的なエントリー・ポイントが生まれる可能性があります。

新興国市場に注目すると、足元でボラティリティが上昇しているものの、ファンダメンタルズの改善が支援材料になると見えています。中東欧の市場では、エネルギーの輸入依存に起因して強い売り圧力が生じ、魅力的なエントリー・ポイントが生まれている点に注目しています。

マクロ経済と政策見通し

- 景気刺激的な財政政策が地政学ショックに直面
- 原油価格急騰がインフレ低下シナリオを揺るがす
- 金融政策運営は難しい状況に

成長見通し: パニックを起こすには時期尚早

今回の四半期アウトルック・セッションでは、外部の参加者との議論の中で、イラン紛争が始まる直前のグローバルな経済成長環境は、昨年4月に米国政府が関税引き上げを発表した直後の状況と比べて、明らかに良好である点が指摘されました。

また、外部の参加者からは、いくつかの支援材料が挙げられました。テクノロジー向けの投資が牽引する持続的な経済成長のモメンタム、年初来の米国・ユーロ圏における財政スタンスの積極化、多くの国で政策金利が低下し、特に米国など政策金利が依然として中立金利を上回る国では、追加利下げの余地が存在している状況といった材料です。

その一方で、米国経済の脆弱性も議論の対象となりました。よく知られている高所得層と低所得層および大企業と中小企業の格差拡大に加えて、貿易関税の影響、AI ディスラプション(AI がもたらす事業基盤の揺らぎ)に伴い、プライベート・クレジット市場のダウンサイド・リスクの高まり、米国企業における採用意欲の持続的な低迷、といった点が指摘されました。一方、欧州では、中東情勢に対する市場の反応からも顕著に確認されるように、エネルギーの輸入依存が引き続き主要な脆弱性となっています。

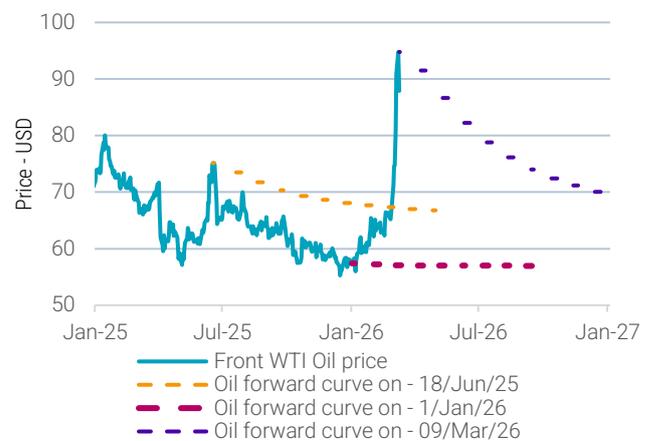
中国経済に注目すると、ロベコのベースケースでは景気が循環的にわずかながら持ち直すことを想定していますが、そのシナリオに対する確信は限定的でした。その一因として、不動産セクターの底打ちを安定的に示す明確な兆しが確認されていないことが挙げられます。その一方で、欧州などの地域では、中国からの輸入が財価格低下の明確な要因となっている状況は確認されています。

新興国市場の多くの国でも、経済成長見通しは昨年4月以降改善しています。特にアジアにおいては、米国向けのテクノロジー関連輸出が下支え要因となっています。もっとも、原油ショックが長期化した場合、エネルギーの輸入国と輸出国の間で格差が拡大する可能性があります。

全体としての結論は、米欧諸国の経済成長はこの先数四半期にわたり、トレンド並みの水準近辺で推移する公算が大きいというものでした。スタグフレーションの懸念を伴う足元の原油ショックが、経済成長への深刻な懸念

に発展するのは、原油価格が1バレル=100ドルを長期的に上回る場合に限られると考えられます。このシナリオは、ホルムズ海峡の運航が、どの程度早期に正常化するかに左右されるでしょう。混乱が長期化すれば、政府に対してエネルギー・コスト削減の支援を求める圧力が強まる見通しです。ただし、いくつかの国ですでに脆弱性や不均衡が見受けられることや、クレジット市場の一部セグメントがサイクル終盤の性質を帯びていることを踏まえると、経済成長見通しに対して過度に楽観的になる余地は乏しいと考えられます。

図3 - 原油のスポット価格と先物価格のカーブ



出所: ブルームバーグ。2026年3月現在。

インフレ見通し: 新たな上昇リスクの台頭

多くの先進国・新興国では、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低下したことを受け、利下げが実施されるケースや、今後の利下げ見通しが示されるケース(例: ブラジル)が見受けられます。その一方で、オーストラリア、ノルウェーと新興国市場の中ではコロンビアが、例外的な状況にあります。また、日本では、賃金の伸び率の加速を背景に、長年下振れが続いた(基調的な)インフレ率は、適切な方向に向かいつつあります。なお、中国はまだその段階に達していません。

過去数四半期の米英およびユーロ圏諸国におけるインフレ圧力緩和の主な要因は、賃金の伸びの鈍化であり、AI がもたらす下押し圧力を踏まえると、この傾向が近い将来に反転する可能性は低いと考えられます。

しかしながら、一部には物価が下がりにくい分野が存在します。例えば、欧州では、サービス価格インフレが高止まりしています。また、米国では、FRB が好んで参照するコア PCE デフレーターは、輸入関税の影響が時間差で表面化したこともあり、依然として安心できる水準には達していません。

当然のことながら、多くの国では、足元の原油価格の急騰によって、改善したインフレ見通しが悪化する可能性

があります。ただし、影響が大きくなるのは、原油価格が1バレル=100ドルを長期的に上回る場合に限られると考えられます。現時点で先物価格には、そのような展開は織り込まれていません(図3参照)。一方で、欧州、とりわけ中東欧やアジアの一部地域など、原油・ガスの輸入依存度が高い地域は、米州諸国に比べて脆弱性が高いと考えられます。

参考情報として、一般的な経験則に基づく推計では米国、ユーロ圏いずれにおいても、原油価格が実質ベースで10%上がると、総合インフレ率はおよそ15bp上昇するとされています。

金融政策見通し: 政策運営は難しい状況に

先進国・新興国いずれの市場においても、足元の原油ショックを受けて、政策金利の見通しに大きな不確実性が生じています。

最近までは、金融政策の方向性は比較的明快な状況でした。「(追加)利下げグループ」が米国、英国、そして新興国市場の中ではブラジル、メキシコ。「現状維持グループ」がユーロ圏諸国、スウェーデン、カナダを含む大部分の国。「利上げグループ」が日本、オーストラリア、コロンビアなど特定の少数の国でした。しかしながら、この構図はやや不明瞭になりつつあります。

中央銀行の立場としては、一時的な現象にとどまる可能性の高い原油価格の上昇に対して、様子見のスタンスに傾くと予想されます。一方、その言動からは、ハト派的な色合いがやや薄れる公算が大きいと考えられます。多くの中央銀行は、2022年に先進国の中央銀行がインフレショックへの対応で出遅れた失敗の二の舞を避けようとしているからです。

米国では、FRBはデュアル・マンデート(2つの使命)のもとで、脆弱な労働市場の指標を重視する姿勢を維持できると考えられます。このため、ロベコを中心シナリオでは、前述した経済の不安定要因にも鑑み、年内の政策金利の据え置きや、まして引き上げを想定するのは時期尚早であると考え、年末までの少なくとも2回の利下げ(25bp刻み)を引き続き予想しています。また、ECBの政策についても、今後数カ月は政策金利を据え置くという中心シナリオを維持しています。

市場の見通しの変化が特に目立つのは中東欧諸国であり、現時点で25bp以上の利上げシナリオが織り込まれています。一方で、ブラジルとメキシコに関しては、引き続き追加緩和の見通しが想定されています。ロベコもその見方を妥当であると考えます。

日本の市場では、追加的な引き締めシナリオはほとんど織り込まれていません。エネルギー価格ショックの緩

和を図る政府の姿勢が要因と見られますが、日銀の段階的な利上げ路線に変化はないとロベコは見ています。

最後に、中国では、中国人民銀行は原油価格の上昇とは関係なく、緩和バイアスを維持しています。その一方で、最近では、構造的金融政策ツールの金利引き下げなど、非伝統的な政策措置を選択しています。その背景には、主要な政策金利の引き下げは、民間銀行の純金利マージンの縮小につながるとの懸念が存在します。

金利戦略

- 金融政策見通しの再評価が長期的な投資機会をもたらす
- デュレーション・リスクを縮小したことで、ポジション積み増しの余地が広がる
- 世界各国のイールドカーブ上で、多様なポジショニングが検討対象に

ここ最近、債券市場では、ソフトウェア業界の危機とイラン紛争を背景に、利回りがV字型の動きを示しています。こうしたイベントが私たちの金利見通しに影響する主なチャネルは、中央銀行政策の変化を通じたものです。それ以外では、長期ゾーンの需給環境とバリュエーションの相対関係が、見通しに重要な影響を与えます。

「マクロ経済と政策見通し」のセクションでは、最近のエネルギー価格の急騰を受けて、金融政策見通しを一部修正したことを説明しました。利下げ路線の継続が見込まれていた中央銀行も、おそらく先送りを余儀なくされると考えられます。市場では、こうしたシナリオに沿った水準調整が急速に進展していますが、行き過ぎと思われる分野において、ロベコではデュレーションを積み増す機会を模索する方針です。実際、ユーロ圏や英国などの市場において、投資機会が浮上しています。一方、米国市場では、短期金利の水準調整の動きはそれほど目立っていません。

ロベコの運用戦略では、2月にデュレーションのオーバーウェイトを縮小したため、現在(3月半ば)の流動性が乏しい市場環境に留意しつつ、デュレーションを積み増す余地があると考えられます。2月のポジション縮小は、インフレの低下とソフトウェア業界に対する懸念を背景にした、国債市場のラリーを踏まえた判断でした。もっとも、再びオーバーウェイトとする場合でも、その位置づけは戦略的というより戦術的なものになると考えます。なかでもドイツ国債については、市場環境が依然として底堅いと評価することが難しくなりつつあります。ドイツ国債利回りは、2月の債券市場のラリーの際にも、昨夏の水準を下回るには至りませんでした。また、1年先1年のOIS対比でのドイツ10年国債の相対価値は、過去の水準に照らすと依然として限定的にとどまります。これに対して、英国債と米国債に関しては、2月に利回りが最低水準を更新したことに加え、多少遅れるにせよ金融緩和の再開が見込まれるなど、説得力の強い強気材料が存在します。

日本国債については、売り局面が続いたことを受けて、アンダーウェイト・ポジションを縮小し、利益を確定しています。全体としては引き続きアンダーウェイトですが、日

銀による利上げの影響が直結する短期ゾーンにシフトしています。

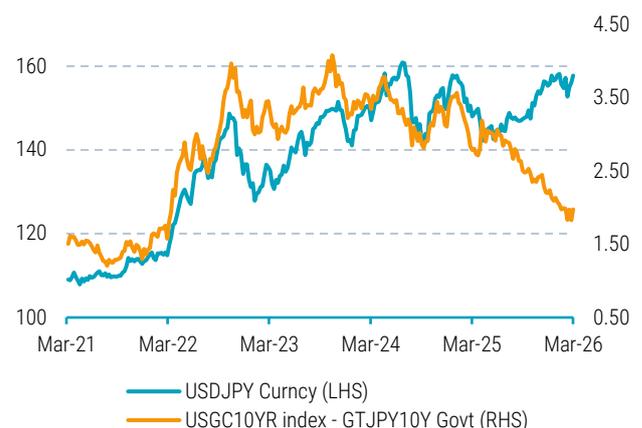
ロベコはこの2年間、イールドカーブのスティープニングを積極的に推進し、債券市場の幅広い分野で大規模なポジションを維持してきました。ここ数カ月は方針を一部転換し、リスクを抑制しつつ、戦略的から戦術的なアプローチに切り替えています。

ユーロ圏の市場では、スティープニングの傾向が長期にわたって続いたことを踏まえて利益を確定し、イールドカーブ・リスクを大幅に削減しました。引き続き、長期ゾーンにおける需給の不均衡は注目されるテーマですが、これに金融政策見通しの変化が重なります。この先、ユーロのイールドカーブ上では、相対価値を重視した多様なポジショニングに取り組む方針です。その一例として、長期ゾーンのスティープナーに加え、2年/5年のフラットナーのポジションを少し前から組み入れています。

一方、米国債と英国債については、短中期ゾーンのスティープナーの魅力が増えています。3年/7年など、このゾーンの形状は比較的フラットであり、政策金利の引き下げに伴い、いずれスティープニングの流れが生じると予想しています。

この他、一部の市場では、フラットナー構築の好機が増えつつあります。一例を挙げると、ポーランドの国債市場では、金融緩和サイクルの進行を受けて、最近、イールドカーブは最もスティープな水準に達しています。

図4 - 米ドル/円為替市場では両国の金利格差に反する動きが続く



出所:ブルームバーグ。2026年3月現在。

また、債券市場をグローバルに俯瞰すると、他国との金利格差が大幅に広がった市場において、相対価値に着目した投資機会が見受けられます。例として、ニュージーランドやカナダの国債に対して、オーストラリアの国債をオーバーウェイトとする戦略が考えられます。このほか、

スκανジナビア地域の市場にも、クロスマーケットの投資機会が浮上しつつあります。

債券のアセットアロケーション

- 社債市場はイラン紛争の影響に耐えている
- CDS 市場ではヘッジの動きが確認される
- プライベート・クレジット市場には嵐が迫る

クレジット市場: サイクル終盤の兆候

原油ショックに直面しつつも、クレジットは底堅さを維持しています。社債市場では、スプレッドの日々の値動きが大きくなる一方で、インデックスは前四半期と同様の水準で推移しています。対照的に、比較的流動性が高いクレジットデリバティブ市場(CDS インデックスなど)では、スプレッドは拡大傾向にあります。両市場の反応の違いは、投資家がヘッジの動きを強めていることと表れと考えられます。タイトなバリュエーションとクレジットサイクルの後期という環境が重なっていることで、市場は神経質な状態にあります。

前回の四半期アウトlookでは、プライベート・クレジット市場とレバレッジド・ローン市場が直面する問題について論じました。足元では、この問題に対する注目が一段と高まっています。両市場が抱える根本的な問題の背景には、共通の要因があります。第1に、AIの進化が続く中で、「SaaS(サーズ)」型ビジネスモデルの収益性が圧迫される公算が大きいことが挙げられます。両市場ともソフトウェア・セクターへの集中度が高いため、同セクターで大規模な水準調整が起きるだけで、資産クラス全体に影響が波及する可能性があります。第2に、両市場とも融資先の中心が中小企業セクターであり、「K字型」の米国経済においてデフォルトの偏在が顕著なセクターである点が挙げられます。

プライベート・クレジットの時価情報は、米国の上場BDC(ビジネス・デベロップメント・カンパニー)を通じてある程度把握することが可能です。現在、破綻を織り込む水準で取引されているローンが少なくありません。また、流動性の低いプライベート・クレジット・ファンドの解約制限に関する報道が相次ぐ中、流動性プレミアムの獲得を柱とする運用戦略において、四半期毎の流動性を投資家に提供することの根本的な問題が、浮き彫りになっています。これに対して、透明性が比較的高いレバレッジド・ローン市場では、ITセクターのスプレッドが700bpを超える水準まで拡大しています。

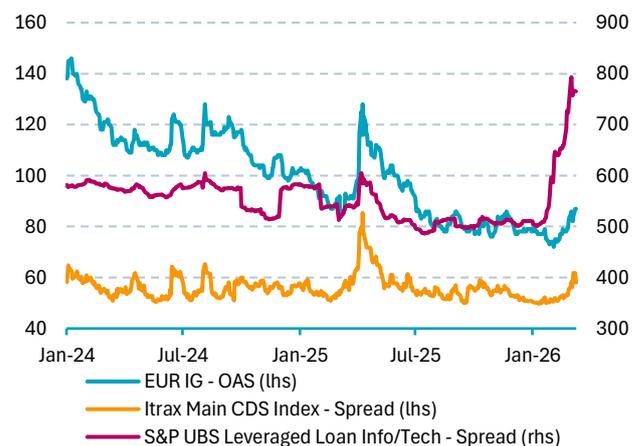
クレジット市場では、こうしたストレスがパブリック・サイドに波及するかどうか、大きな論点となっています。両市場の規模はそれぞれ米国のGDPの約5%に相当し、米国のハイイールド債市場に匹敵します。調整が無秩序に進むと、リスク資産の市場全体に重大なショックが及ぶおそれがあります。

社債市場では、拡大傾向の設備投資計画に対応する長期資金の確保を企図するAI向けハイパースクーラー

(大規模クラウド事業者)による、記録的水準の起債が続いています。このように供給が急増する中でも、全体として、企業のファンダメンタルズは比較的安定しています。もっとも、現時点では、企業のスプレッド・リスクの積み増しを正当化するほど、投資適格クレジット市場全体のバリュエーションは改善していません。

ロベコの運用戦略では、このような状況を踏まえ、企業クレジットのベータを1近辺に保っています。金利とスプレッドの短期的な変動リスクに対応するため、短期ゾーンのスワップ・スプレッドのポジション調整を通じて、戦術的にヘッジ量を増やしました。ダウンサイド・リスクを抑制しつつ、キャリア収入を確保することを狙っています。

図5 - 現物債のスプレッドは底堅さを維持



出所: ブルームバーグ、S&P/UBS。2026年3月現在。

欧州の国債スプレッド: 原油ショックがバリュエーション改善につながる

欧州の国債市場では、中東情勢の深刻化を受けて、他のスプレッド関連の資産クラスと同様に、スプレッドが数年来のタイトな水準から拡大に転じています。欧州はエネルギーの大規模な輸入地域であり、全体として原油価格上昇の影響を受けやすく、特にイタリア、ギリシャ、スペインなどでは、ガス消費量の90%以上を輸入に依存しています。

興味深い点として、ファンダメンタルズの脆弱性が最も高いとロベコが評価するフランスは、原子力依存度が高いため、エネルギー価格上昇の影響を受けにくい状況にあります。

センチメント主導の売り局面では、差別化がほとんど図られないため、ベータ調整後のスプレッドはほぼ一様に拡大しています。これは同時に投資機会を生んでいます。状況が沈静化すれば、魅力的なディスカウント価格

で、ファンダメンタルズが比較的堅固な国の債券に投資する好機が到来します。ロベコの運用戦略では、中東地域における軍事衝突の発生直後に、スペインのオーバーウェイトを手仕舞う一方で、フランスのアンダーウェイトを積み増しました。その結果、リスク量は減少していません。また、重要なポイントとして、スプレッドが広がった水準で、イタリアの3年物国債先物を段階的に積み増す余地が生まれています。

南欧地域では、イタリアにおける政治情勢の安定化、スペインとギリシャにおける力強い経済成長、地域全体における政府債務の対GDP比率の低下に象徴されるように、ファンダメンタルズは依然として堅調であり、格上げの発表が続いています。

テクニカル要因も底堅く推移しています。過去数四半期にわたり、海外投資家からの欧州周縁国債への力強い投資フローが見られていますが、この流れは今後も続く見通しです。また、各国の国債スプレッドは、拡大傾向が続いた場合でも、ECBの強力なセーフティーネットによって下支えされる可能性があり、影響は限定的にとどまると予想されます。したがって、状況が落ち着けば、スプレッドは迅速に平均的な水準へ回帰する可能性があります。注目すべき点として、新たにユーロを導入したブルガリアの国債はECBの管轄下に入ることとなり、スプレッドのテールリスクは大幅に低減しています。欧州の国債市場では、慎重になるべき根拠として、スプレッドがタイトな水準にあることが指摘されてきましたが、その構図は急激に改善しています。このため、ロベコの運用戦略では、忍耐力とタイミングの重要性を考慮しつつ、この資産クラスを引き続き選好し、投資機会を模索する方針です。

新興国債券: 地政学ショックの中でもファンダメンタルズは強靱

新興国債券の年初来の好調な地合いは2月に入っても衰えず、3月初旬になって初めて、イラン紛争の悪化を受けて、上昇分の一部が帳消しにされる形となりました。原油価格の上昇が米ドルの下支え要因となり(図6)、エネルギー輸入国の通貨を下押ししたため、特に大きな影響が現地通貨建ての市場に及びました。また、外貨建て債券のリターンもマイナスを記録したものの、その主因は米国債利回りの上昇であり、いくつかの市場ではスプレッドは横ばいからタイトニングの方向で推移しています。

足元でボラティリティが上昇しているものの、新興国市場のファンダメンタルズは引き続き改善しています。この市場では、外貨準備の余力が総じて拡大し、経常赤字はこの10年で最も低い水準にとどまっています。また、債務再編の進展やパンデミック後の市場アクセスの低下を背景に、当面のリファイナンス・リスクは引き続き限定されています。今回の地政学ショックが波及するまでは、

市場環境は追い風となり、発行体は財政規律をそれほど犠牲にせずに、市場アクセスを取り戻す過程にありました。

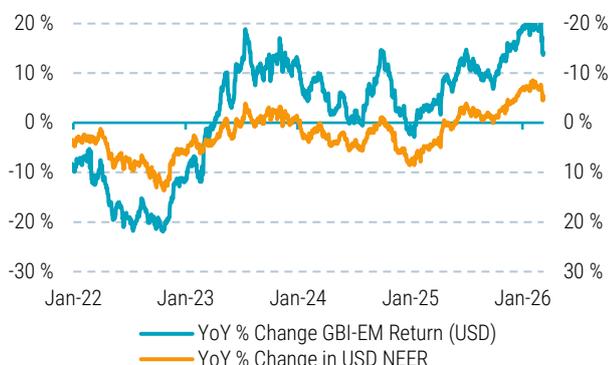
外貨建て債券のスプレッドは、歴史的に見るとタイトな水準にとどまりますが、債券全体としての利回りには、先進国クレジット対比で引き続き魅力的です。パンデミック後の困難な時期を経て、新興国市場への資金フローは緩やかな回復基調にあります。需要の中心は現地通貨建ての市場であり、外貨建て債券には、アロケーションを増やす余地が残されている様子がうかがえます。

ロベコの運用戦略では、新興国市場の現地通貨建て債券に対する中期的に前向きな見方を変えていません。グローバル経済の強靱性、インフレ圧力の緩和、FRBの金融緩和見通しは、引き続き支援材料となっています。当面は、中東紛争の早期解決の可否が、特にエネルギー価格や米ドル相場、グローバルなリスク・センチメントへの影響を通じて、重要な要因となるでしょう。

新興国市場のバランスシートは、近年大幅に強化されています。多くの国では、経常収支が改善するとともに外貨準備のカバレッジが拡大し、政策の信頼性も高まっています。また、現地通貨建て債券の実質利回りは、過去および先進国市場の水準を上回る水準で推移し、キャリー収入がボラティリティ上昇に対する重要なバッファーとして機能しています。さらに、海外投資家による現地通貨建て債券の保有は、歴史的水準に比べて小さいため、不確実性が後退した段階で、新たな資金の流入が期待されます。

外貨建てクレジットの中では、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引き続き選好しています。例として、原油価格の上昇はアンゴラの債券にとって追い風であり、アルゼンチンとルーマニアにおけるマクロ経済の不均衡の是正の流れは、引き続き両国の外貨建て債券の支援材料となります。また、ブラジルのソブリン・クレジットについても、対外収支が健全であり、スプレッドに割安感が存在する点を踏まえると、魅力的に映ります。一方、選挙を控えて政治的な不確実性が残るものの、コロンビアは相対的に良好な状況にあります。また、幅広い投資対象の中で、メキシコと南アフリカのバリュエーションも妥当な水準にあると見られます。さらに、エクアドルは引き続き極めて魅力的に映ります。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。

図 6 - 米ドル安が GBI EM インデックスのリターンを下支え



出所:ブルームバーグ。2026年3月現在。

現地通貨建ての市場では、足元の環境を踏まえると、相対価値に着目した投資機会が今後も重要になると予想しています。中東欧の市場では、エネルギーの輸入依存がマイナス要因となって売り圧力が強まったものの、一方でより魅力的なエントリー・ポイントにもなっています。また、トルコでも年初来利回りが大幅に上昇しています。実質利回りが依然として高い水準にあることから、現地通貨建て債券には割安感が生じ始めています。また、南アフリカやブラジルなど利回り水準が高い市場には、年初に投資フローの集中が見られました。グローバルなエネルギー・フローの混乱が長期化した場合に、どの国の脆弱性が高いかを投資家が見直す過程で、魅力が再び高まる可能性があります。

これに対して、地域紛争が続く間は、エジプトに対する慎重な見方を据え置きます。マクロ経済のファンダメンタルズは、昨年の不均衡是正を受けて改善しているものの、外貨準備のバッファーは、海外投資家の大規模な資金流出を十分に吸収できる水準には達していません。地政学的な緊張関係が緩和するまでは、様子見を続けるべきと考えます。

表 1 - 資産クラス別選好度

	Constructive	Neutral	Cautious
Bunds		✓	
US Treasuries			✓
JGBs			✓
Euro periphery	✓		
EM local		✓	
EM HC		✓	
IG credit			✓
HY credit			✓
SSA	✓		

出所: ロベコ、2026年3月

四半期見通し会議に際し、貴重なご意見を賜った Arend Kapteyn 氏(UBS)、Francis Yared 氏(Deutsche Bank)、Luis Costa 氏(Citi) 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.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