

グローバル債券マクロ・アウトック

海峡封鎖解除後の展望

- ・ ホルムズ海峡の封鎖解除は市場環境のリセットを意味しない
- ・ 金融政策はもはや追い風ではない
- ・ 高い利回りがリターンの下支え要因に

ニュースの流れは引き続きヘッドラインが主導する形となっていますが、イランと米国間で和平合意が署名される結果となりました。もっとも、ホルムズ海峡の封鎖解除に伴い、市場環境はリセットされ、イラン戦争前の状態に戻るのでしょうか。

市場が注目するテーマの中で、人工知能(AI)関連の設備投資ブームや財政支出の拡大などのテーマについては、リセットされる公算が大きいものの、その他のテーマについては、2月の状態に戻る可能性は比較的低いと見られます。その一例は物価動向であり、インフレの水準と安定性に関する見通しは、二次的影響が生じるリスクや、危機再燃というテールリスクが払拭されない点を踏まえると、速やかに元に戻るとは考えにくい状況です。各資産クラスの間では、おそらくこのような状況を反映して、値動きの連動性が弱まりつつあります。債券市場では、インフレと金融政策に対する慎重な見方が相対的に強く、水準調整の動きが見られるのに対して、株式市場とクレジット市場では、比較的穏健な展開が織り込まれています。米国では、労働市場関連の指標が予想以上に堅調で、抑制的な金融政策が長期化する見通しが強まる一方で、資金調達コストの上昇と高水準の政府債務残高が、追加的な圧力となっています。

金融政策はもはや経済成長の明確な支援材料ではなく、抑制的ないし(せいぜい)中立的なスタンスが持続する見通しであり、2026年の世界経済成長見通しの下方修正につながっています。欧州では、欧州中央銀行(ECB)が6月の政策理事会において、25bpの利上げを決定しました。2023年以降で初めての利上げであり、インフレ圧力再燃の封じ込めに重点を置く方針が、強調される形となりました。また、日本においても、日銀は6月

の利上げ決定後も、引き締め路線を継続すると予想されています。これに対して米国では、金融政策の方向性が比較的複雑な状況にあります。米連邦準備制度理事会(FRB)議長に就任後初となる6月の連邦公開市場委員会(FOMC)において、タカ派寄りの姿勢を示したケビン・ウオーシュ新議長は、利下げを求める政治的圧力と、高止まりするインフレや底堅さを示す労働市場など、利上げを後押しするマクロ経済情勢との間で、難しい舵取りを迫られています。利上げが見送られるのは、インフレが落ち着くシナリオに限られると考えられます。

ロベコの運用戦略では、インフレ圧力が残存し金融政策が引き締め方向に傾斜する環境において、アウトライト(単独)のポジショニングの魅力が低下していることを踏まえ、デュレーション(金利)リスクに対して慎重な見方を強めています。その一方で、相対価値に着目した投資機会とクロスマーケット(市場間)の投資機会に、軸足を移しています。こうした方針の下、タカ派的な金融政策と地政学リスクの影響を今後も受けやすいユーロ金利の短期ゾーンを中心に、デュレーションのエクスポージャーを削減しています。

アウトック 2026年6月
機関投資家向け

グローバル・マクロ・チーム

もともと、米国市場では、FRB が利上げに踏み切る可能性は意識されるものの、バリュエーションの改善を背景に、小幅なロング・バイアスも正当化されると考えられます。また、国債利回りが上昇したことを受けて、インデックス・レベルで見ると、マイナス・リターンを回避する余裕は十分にあります(図 1 参照)。一方、日本国債に関しては、金融引き締めの見通しがおおむね織り込まれたため、アンダーウェイトを据え置きつつも、その規模を縮小しています。また、イールドカーブ戦略としては、ユーロの 5 年/30 年のフラットナーを積み増しつつ、英ポンドのステープナーを手仕舞うなど、ステープニング・バイアスを後退させています。その一方で、ノルウェー・クローネのイールドカーブについては、再びステープニングの可能性に注目しています。さらに、市場間でばらつきが拡大していることを受けて、「スウェーデン国債のショート(対ユーロ圏国債)」や「オーストラリア国債とニュージーランド国債の利回り格差縮小を見込んだポジショニング」といった投資機会が生じています。

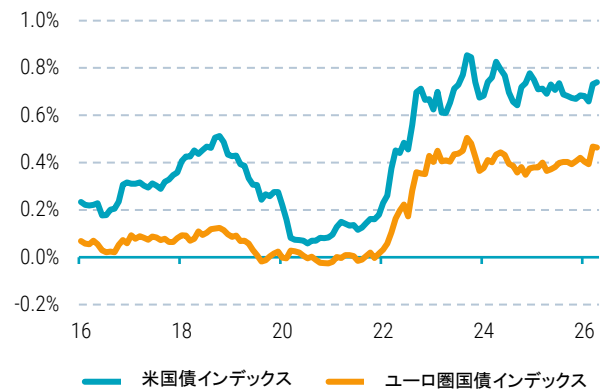
クレジット市場では、スプレッドが過去最低の水準近辺で推移するなど、堅調な地合いが持続しています。利下げ方向から利上げ方向へと見通しが変わる中でも、投資家の需要は強力な「押し目買い」の姿勢に支えられる形で、底堅さを維持しています。ただし、プライベート・クレジット市場に関連するものを含めて、本質的なリスクが解消されたわけではありません。同市場では、ソフトウェア/テクノロジー企業や中小企業向けのエクスポージャーについて、注視が必要です。ロベコの運用戦略でも慎重な方針の下で、リスクに対して戦術的に保守的なスタンスを保ち、クレジット・エクスポージャーを選別的に削減する一方、下降局面ではヘッジを活用しています。また、バリュエーションの水準や供給動向、信用力のプロファイルの優位性に着目して、EU(欧州連合)債を中心に、SSA 債(ソブリン債、国際機関債および政府系機関債)発行体の選別的なオーバーウェイトを据え置いています。

新興国の現地通貨建て債券の市場は、引き続きバリュエーションの優位性とテクニカル要因の底堅さに支えられています。インフレ圧力は依然として抑制されているものの、エネルギー価格の上昇が追加的なリスク要因となっています。

ポジショニングにおいては確信度の高い投資機会を優先し、外貨建て債券の市場では、エネルギー輸出国とクレジットが改善傾向にある国(アルゼンチンなど)をオーバーウェイトとしています。また、ブラジル、ルーマニア、コロンビアのエクスポージャーを選別的に加えています。

一方、現地通貨建ての市場では、アジアの投資妙味が依然として低く、欧州と中南米を選好しています。また、ハンガリーやコロンビアをはじめ、一部の市場では政治動向が見通しを好転させています。

図 1 - 利回りの上昇を受けて、ロング・ポジションには 1 年の時間軸でマイナス・リターンを回避する余裕が存在



出所:ブルームバーグ。2026 年 6 月現在。インデックスの最低利回り(YTM)をデデュレーションで割った値によって近似しています。

マクロ経済と政策見通し

- エネルギー価格の上昇を受けインフレ圧力が拡大するリスクが浮上
- 各国の中央銀行は金融政策の引き締めを模索
- 拡張的な財政政策が一定の余裕を提供

成長見通し: 欧州ではエネルギー価格ショックの影響が顕在化する見通し

今回の四半期アウトルック・セッションでは、世界のエネルギー市場の混乱が長期化した場合に予想される影響について議論しました。アジアやアフリカの低所得国や、エネルギー輸入依存度が高い欧州の国などにおいて、影響がすでに顕在化していることは明らかです。経済成長見通しの議論においては、イラン戦争開始当初の3月に公表した四半期アウトルックの中で指摘した、下支え要因を振り返りました。なかでも、テクノロジー向けの投資が牽引する経済成長の持続的なモメンタムと、米国・ユーロ圏における財政スタンスの積極化という2つの要因は、依然として健在です。

米国では、1~3月期に民間設備投資の伸びが一段と加速したことに加え、新たに発表された計画を見る限り、支出の力強い勢いは持続する見通しです。また、特にデータセンター向けの設備投資では、輸入への依存が高いため、経済成長の押し上げ効果(ネット)は米国内にとどまらず、韓国や台湾をはじめとする一部のアジア諸国にも波及する可能性が高いと考えられます。

また、3月以降、多くの国では、エネルギー費用の増加が家計に与える影響を抑える目的で、財政政策がさらに緩和されています。もっとも、これまでのところ、財政措置の規模は2022年のエネルギー危機時を大きく下回り、例えば欧州で発表されている対応措置は、国内総生産(GDP)比で0.1%強にとどまります。

とはいえ、経済成長を牽引する要因がすべて不変というわけではなく、イラン戦争前の段階では、金融政策が第3の下支え要因と目されていました。足元で、政策金利の見通しは大きく変わっています。金融政策は下支え要因ではなく、経済成長を抑制する要因、あるいは中立的な要因として位置づけられています。2026年の米国の経済成長見通し(コンセンサス予想)が、前年比2.1%へと0.4%ポイント下方修正された背景には、こうした変化があ

ると見られます。この下方修正幅はユーロ圏で見られたものと同程度であり、ユーロ圏経済がエネルギー価格の高騰に対してはるかに脆弱であることを踏まえると、これは注目に値します。

また、エネルギー費用の増加を背景とする家計の可処分所得の減少も、マイナス要因として挙げられます。賃金の伸びは物価の動きに遅れる傾向があり、消費者物価指数(CPI)が米国では4.2%、ユーロ圏では3.2%に上昇する中で、実質賃金の伸びはマイナスに転じています。こうした物価の急激な上昇がさまざまな国で確認される中で、日本やスウェーデンの例外的な状況が際立ちます。

インフレ見通し: 上振れリスクが広がる

今年5月、ECBは1996年以降に発生したエネルギー危機に関する論文を公表し、ユーロ圏経済のエネルギー強度(GDP単位あたりの総エネルギー消費量)が1990年以降半減したことを指摘しました。その一方で、ブレント原油価格が1バレル=80ドル近辺で推移した場合、ユーロ圏のGDPは2026年に0.5%ポイント、2027年に1%ポイント下押しされる可能性も示されました。来年度に影響が強まる要因として、コストの増加と不確実性の高まりを背景とする、企業の投資計画の先送りが挙げられます。ホルムズ海峡の全面的な封鎖解除に対する楽観的な見方が強まる中で、この論文が示唆するよりも来年度の影響が限定的にとどまることが期待されます。6月のECBスタッフ見通しに限って言えば、上記よりも小さな影響が予想されています。一方、FRBのリサーチでは、米国の経済成長に対する影響は比較的小さく、1年経過後、エネルギー価格が10%上昇するごとに、GDPが0.06%ポイント押し下げられる見通しが示されています。

欧米以外の地域に目を向けると、経済協力開発機構(OECD)は、中東からのエネルギー輸入の依存度が高い主要先進国として、日本と韓国を挙げています。実際、日本銀行はエネルギー価格の上昇を踏まえて、今年度の経済成長見通しを0.5%ポイント下方修正し、前年比0.5%としています。また、同じように依存度の高い主要国として、南アフリカ、インド、程度は小さいものの中国が挙げられます。

中国経済に関しては、マネーサプライ(M2)の伸び拡大や輸出の拡大といった側面で、改善の兆しが見受けられ

¹ ECB: [Analytical perspectives on energy supply shocks](#) (ECB: エネルギー供給ショックの分析的視点)

ます。もっとも、OECD が先行指標として位置づけ、ロベコが中国の経済成長の代理指標として用いる建設関連のデータを見る限り、経済成長の回復は確認されていません。

図 2 - 原油市場における価格とボラティリティの推移



出所: ブルームバーク。2026年6月現在。

金融政策見通し: もはや追い風ではない

エネルギー価格ショックの長期化と物価上昇の影響が拡大するリスクを背景に、金融政策の見通しに変化が生じています。ECB、オーストラリア準備銀行(RBA)、インドネシア銀行など、一部の中央銀行がインフレ懸念に応じて利上げに踏み切ったのに対して、イングランド銀行などでは、利下げの判断を先送りする動きや、緩和路線から引き締め路線への転換を検討する動きも見られます。ホルムズ海峡の再開が予想されていることが、金融政策が引き締め方向へ本格的に転じる事態を回避するのに間に合う可能性があります。

この論点に関連して、FRBは難しい舵取りを強いられているように思われます。イラン戦争が始まる前の段階では、市場には年内の50~75bpの利下げ見通しが織り込まれ、新任のケビン・ウォーシュ議長の下でハト派寄りの政策運営が予想されていました。その後3カ月が経過して市場の見通しは転換し、10月までの25bpの利上げが予想されています。変化の大きな要因は、エネルギー価格ショックに関連するものですが、ここ最近の経済指標も一定の影響を及ぼしています。新規雇用者数の伸びと求人件数が底堅さを示す中で、現在の政策金利の水準(3.50~3.75%)が本当に抑制的であるのかという疑問が生じています。この観点からは利上げの方向性がうかがえるものの、FOMC内部には幅広い意見が存在するため、政治的な圧力も考慮すると、インフレが比較的望まし

い方向に振れた場合、利上げが回避される展開も想定されます。

ユーロ圏では、ロベコは金融政策の追加的な引き締めを予想しています。エネルギー価格が大幅に変化しない限り、年内に25~50bpの追加利上げが実施されると見えています。ECBのラガルド総裁は6月の政策理事会において、このように段階的に引き締める方針を確認しており、中銀預金金利が現状の水準(2.25%)で維持されるには、エネルギー価格の大幅な下落が前提条件となります。ただし、中銀預金金利が2.5%を超えるシナリオでは、迅速な利下げを求める圧力が生じる可能性に留意が必要です。一方、中欧諸国の中央銀行もECBと足並みを揃え、小幅な引き締めを決定するか、政策金利を据え置くと予想しています。例外はハンガリー国立銀行で、政権の交代とハンガリー・フォリントの堅調な地合いを背景に、金融緩和の余地が広がっています。

日本では、エネルギー価格上昇に起因する不確実性を背景に、日銀による金融政策の引き締めが遅れが生じているものの、6月の金融政策決定会合では利上げが決定される結果となりました。ロベコでは、今後も緩やかな利上げ路線が継続すると予想しています。一方、中国では、中国人民銀行は引き続き緩和バイアスを維持していると見られます。内需とインフレ圧力は低迷し、住宅市場の持続的な回復ははまだ実現していません。

金利戦略

- バリュエーションの観点から米国債の小幅なオーバーウェイトを選好
- 欧州市場ではフラットナー・ポジションを積み増し
- クロスマーケットの投資機会へのシフトを強化

ロベコでは、債券利回りの世界的な上昇傾向について、当初はポジションを戦術的に再構築する好機と捉えていました。しかしながら、インフレ圧力が持続的に強まる可能性を背景に、政策金利が一段と抑制的な水準に引き上げられる公算が大きいことから、アウトライト(単独)でのポジショニングについて慎重な見方を強めています。全体として、地域間のばらつきが広がる環境において、イールドカーブ上の戦略やクロスマーケットの投資機会に重点を置いた、より選別的で相対価値志向のアプローチの妥当性が強まっています。

米国の市場では、米国債が他国の国債に対して大幅にアンダーパフォームしたことにより、割安感が高まっています。市場では、既定路線とは言えないものの、10月までの25bpの利上げが織り込まれています。注目すべき点として、トランプ政権は長期債利回りの抑制に注力する方針を示しています。その手段として、銀行に対するレバレッジ規制の緩和(米国債に対する需要下支えにつながる可能性)や、長期債の供給抑制を目的とする短期債発行への重点シフトなどが掲げられています。このため、労働市場には地合いの変化の兆しが見られるものの、バリュエーションの観点から若干のロング・バイアスが正当化されると考えられます。労働市場関連の指標が堅調で、FRBが(緩和に)慎重な姿勢に傾斜したことを受け、短期的なスティーピングの余地が狭まり、フラットニング圧力がサポートされているため、ロベコの運用戦略では、米国債の5年/10年のスティープナー・ポジションを手仕舞いました。

ユーロ圏の市場では、イールドカーブの短期ゾーンを中心に、デュレーションのオーバーウェイトを縮小しています。地政学的な緊張が払拭されず、インフレ圧力が持続する中で、ECBの引き締めスタンスが長期化する可能性がうかがえます。このため、短期ゾーンには脆弱性が残存し、高水準のエクスポージャーを維持する根拠が弱まりつつあります。

日本の市場では、日本国債の戦略的なアンダーウェイトを長期にわたって維持してきました。この間、他の先進国国債対比で、日本国債のアンダーパフォーマンスが続

いています。ロベコでは、日銀は金融政策の正常化をさらに進めると引き続き予想するものの、市場では年内に2回程程度の追加利上げが想定されるなど、こうした見方はおおむね織り込まれています。現在の水準において、アンダーウェイトを据え置く一方で、その規模を縮小し、数年来の金利上昇による利益の一部を確定しています。

足元では、1~3月期に設定したスティープナーからの方向転換を後押しする市場環境が続いています。ユーロ圏では、5年/30年のフラットナーを段階的に積み増しています。短期ゾーンの利回りが、金融政策のタカ派方向へのシフトや中銀預金金利上昇の見通しの影響を強く受けているのに対して、長期ゾーンの利回りには、経済成長の減速見通しを背景に低下圧力が生じています。同時に、債券利回りが15年ぶりの高水準に近づいたことで、長期ゾーンでは割安感が増しています。引き続き、新規発行の増加見通しがリスク要因として挙げられますが、ドイツ政府が大規模な財政支出計画を発表したのは昨年2月のことであり、その見通しはおおむね織り込まれたと考えられます。

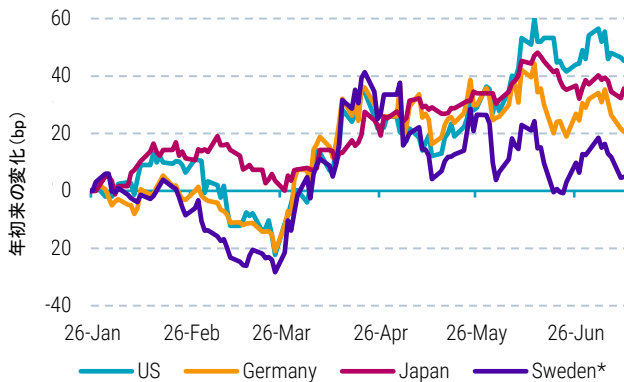
英国の市場においても、3年/7年のスティープナー・ポジションを実質的に解消しています。引き続き、長期ゾーンの利回りが財政見通しに左右されやすいのに対して、短期ゾーンの利回り水準は世界的なトレンドに合わせて切り上がると予想しています。ユーロ圏と米国の債券市場においてフラットニングが進む中で、英国の債券市場を例外視する見方は正当化されにくいと考えます。

重要な例外はノルウェーの債券市場であり、逆イールドの状態が続いています。ノルウェー銀行が現状より大幅にタカ派色を強める展開は想定しにくいいため、スティーピングが再び進行する余地があると見ています。したがって、逆イールド状態がさらに強まる可能性は限定的であり、段階的な正常化見通しの根拠が強まります。

一方で、市場間におけるばらつきの拡大は、投資機会につながっています。ロベコの運用戦略では、スウェーデン国債のショート戦略(対ユーロ圏国債)に着手しました。スウェーデンではインフレが抑制されているものの、平均的な水準への収斂が進む見通しであり、スウェーデン国債のアンダーパフォーマンスにつながる可能性があります。また、オーストラリア国債とニュージーランド国債の利回り格差縮小を見込んだポジションを構築しています。歴史的に見ると、ニュージーランドの10年国債利回りはオーストラリア国債対比で割高な水準にありますが、生産者物価指数(PPI)の波及効果の拡大、インフレ期待

の上昇、小売り動向の持ち直しは、ニュージーランド国債利回りに上昇圧力をもたらします（オーストラリア国債対比）。

図3 - 5年国債利回りの変化（年初来）



出所:ブルームバーグ。2026年6月現在。*スワップ金利を用いています

に戻っています。スプレッドの底堅さは、リスク市場全体で見られる強力な「押し目買い」の姿勢によって支えられています。注目すべき点として、債券市場において利下げ方向から利上げ方向へと見通しが変わる中でも、社債に対する投資家の需要は衰えを見せず、この資産クラスへの資金フローは堅調に推移しています。

BDC(ビジネス・デベロップメント・カンパニー)の解約制限に関する報道は、途切れることはありません。その一方で、プライベート・クレジット全体の枠組みの中でも、商品性の違いによって対照的な反応が見受けられます。BDCの上場株式には下押し圧力が続く一方で、自力でのリファイナンス能力への信頼感を背景に、BDCの社債スプレッドの拡大幅は顕著に縮小しています。これはリスク資産にとって前向きな展開であり、解約制限を設けることによって、解約資金の手当てを目的とする強制的なポジション清算の動きが連鎖するシナリオが、回避できないという認識が広がっています。

もっとも、プライベート・クレジットの運用主体の投資先企業は、2つの構造的なマイナス要因に直面しています。1つ目の問題として、ソフトウェア関連企業に対するリスクの集中が挙げられます。ソフトウェア・セクターにはAIディスラプションの影響が及び、価格調整の動きが急激に進んでいます。米国のレバレッジド・ローン指数から読み取れる、ソフトウェアおよびテクノロジー企業向けローンの時価評価情報によると、スプレッドが700bpを超える水準での取引が続き、破綻を織り込む水準に近づいています。

2つ目の問題として、社債市場を構成する一般的な企業と比べて、投資先企業の規模が小さい傾向が挙げられます。中小企業のデフォルト率は、パンデミック後のブームが収束した後、大幅な上昇に転じています。社債市場においても、中小企業と大企業の間には分断が見られ、規模が小さい発行体(下位四分位)のデフォルト率は、規模が大きい発行体(上位四分位)の約4倍に達しています。

同時に、社債の発行市場では、AI向け投資に関連する起債のシェアが大幅に拡大し、年初来の米ドル建て投資適格債発行額の14%に達しています。ロベコのクレジット・チームが主張するように、ボトムアップの観点からクレジットを選択する際には、実物資産を有し、陳腐化リスクの低い発行体に重点を置くべきと考えられます。

クレジットの超過リターンを大部分をキャリー収益が占める市場環境では、様子見の判断にコストが伴うため、

債券のアセットアロケーション

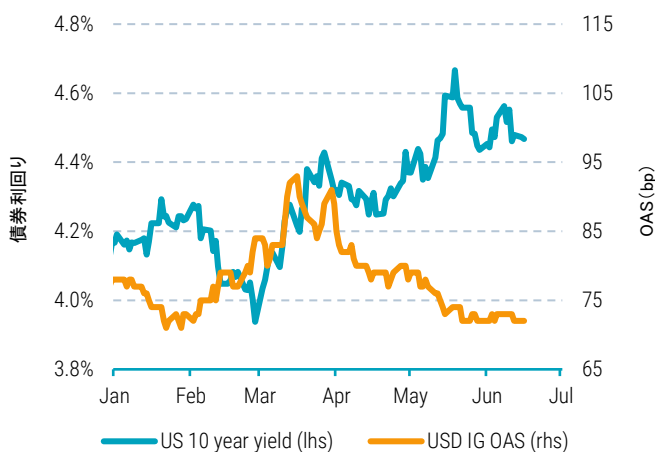
- 基準となる国債利回りの上昇を受け資金流入が継続
- BDCには引き続き解約制限が適用
- リスク全般に対し戦術的に保守的な姿勢で臨む

クレジット市場: 底堅さを発揮

今年3月にイラン情勢の緊迫が予想以上に長期化したことを受けて、クレジットスプレッドは一時的に拡大したものの、その後反転して、足元では過去最低の水準近辺

アンダーウェイトは戦術的な時間軸に限定するべきですが、今四半期を通じて、地合いの悪化に備えた戦術的なポジショニングが正当化されるという見方を維持しています。国債市場では、利回りの上昇を受けて割安感が増しているのに対して、クレジット市場では、金融政策の見通しの変化や本質的なリスクの蓄積を反映する形でのリプライシングが進んでいません。このため、エクスポージャーを選別的に削減しつつ、ヘッジを戦術的に組み入れる方針にメリットがあると考えます。ロベコでは引き続き、SSA 債のセクターにおいて、EU(欧州連合)債など特定の銘柄をオーバーウェイトとしています。EU 債の発行は、欧州復興基金(「次世代の EU」)の期限が到来する 2026 年にピークを迎える見通しです。EU 債はフランス国債よりも格付けが高い一方で、流動性はおおむね同等の水準にあります。

図 4 - クレジットスプレッドは年初から底堅く推移



出所:ブルームバーグ。2026年6月現在。

欧州の国債スプレッド: 転換点を迎える

欧州の国債市場では、近年の非常に良好な市場環境がいくつかの側面で緩やかに変化中、スプレッドは3月に達したワイドな水準から完全には回復していません。欧州復興基金を活用した投資ブームは9月に終了する見通しですが、遅行する投資の波及効果によって、今後2年間には経済成長が下支えされる可能性が高いと考えられます。とはいえ、原油・ガス価格の上昇は、輸入依存度が非常に高い欧州諸国にとって、好材料ではありません。LNG(液化天然ガス)については、アルジェリア、ナイジェリア、ノルウェーからのパイプラインが一定の安心感をもたらす一方で、米国やカタールへの依存度は非常に高い状況にあります。また、ここ最近では、中国がLNGの在庫を取り崩した後、大口の買い手となり、欧州

諸国を上回る価格で買い進めています。エネルギー価格上昇の二次的影響の兆しが見え始めていますが、全面的な影響の顕在化には通常6~18カ月を要するため、今後数カ月にわたり広範な影響が生じるリスクが残存しています。

市場では、ECBが今後数カ月以内に少なくとも1回の追加利上げを実施するとの見方が織り込まれています。その場合、各国政府の利払い負担は再び増加する見通しです。イタリアの場合、ここ数年、政府債務残高が緩やかな減少傾向をたどっているものの、その流れは反転する可能性が高いと見られます。ロベコでは、イタリアに対し全体としてやや前向きな評価を維持する一方で、運用戦略では、主にヘッジ的な意味合いで、イタリア国債に対するスタンスを戦術的に慎重な方向へとシフトさせています。

一方、フランスに関しては、この先数四半期も以前からの慎重な見方を維持する方針です。フランスは原子力発電能力の高さを背景に、エネルギー輸入依存度が低いという優位性を有する一方で、政府支出は過度に高い水準で推移しています。また、政府債務残高の対GDP比は大幅に上昇し、今後も上昇傾向が続く見通しです。2027年に大統領選挙を控えて、来年度予算が緊縮方向に向かう余地はおそらく限定的であり、EUの過剰財政赤字是正手続き(EDP)が継続する可能性が高いと考えられます。

ロベコの運用戦略では、オランダ、ポルトガル、ギリシャの債券を引き続き選好しています。オランダのファンダメンタルズはドイツよりも良好であり、オランダ国債の対ドイツ国債スプレッドはゼロ近辺まで縮小し、場合によってはマイナスに転じる可能性もあると見ています。また、スペイン、ポルトガル、ギリシャでは、経済成長率がユーロ圏平均を上回る水準で推移中、債務残高はさらなる減少方向にあります。3カ国の国債スプレッドには、このようなファンダメンタルズの改善が反映されています。

新興国債券: 選別が重要

新興国の債券市場では、堅固なファンダメンタルズと良好なテクニカル要因を背景に、3月の調整局面からの回復の勢いが4~6月期に入っても持続しています。現地通貨建ての市場では、米国における金融政策の見通しの変化が米ドルの下支え要因となったことで、金利要因が通貨要因よりも優勢となり、リターンを牽引する形となりました。米ドル高の流れは、エネルギー価格の上昇に

よって脆弱性が露呈したアジアのエネルギー輸入国通貨にとっては特に、下押し圧力となっています。その一方で、中南米通貨は比較的底堅く推移しています。外貨建ての市場では、停戦に向けた動きやキャリー収益に対する持続的な需要を背景とするセンチメントの改善が、米国債利回り上昇の影響を相殺した結果、4月に入ってスプレッド縮小の流れが再開しています。

マクロ環境は持ちこたえているものの、新興国の債券市場を取り巻く投資の環境は複雑さを増しています。新興国市場では、現時点でインフレ圧力は抑制されているものの、エネルギーや肥料の供給に制約が生じた場合、二次的影響が生じる可能性があります。現地通貨建て債券の利回りは、名目、実質とも世界的な金利の見通しと連動して上方修正が進み、実質ベースで3%を超える水準に達するなど、リスクプレミアムの回復が進んでいます。構造的な観点から、新興国市場のファンダメンタルズは、引き続き下支え要因となっています。比較的正統的な政策の枠組みが採用される一方で、良好な商品市況サイクルは、外貨準備の再構築と信用力指標の改善を後押しし、2024年初頭に始まった評価見直しのサイクルを下支えています。

バリュエーションは依然として良好ですが、選別的な姿勢を強める必要があります。新興国債券には、リスクプレミアムの回復を受けて割安感が生じているものの、新興国通貨の短期的な見通しは、米ドルの堅調な地合いを踏まえると、それほど魅力的ではありません。一方、スプレッドは歴史的に見て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は、ハイイールドの領域を中心に、先進国クレジット対比で依然として魅力的です。

テクニカル要因は、キャリー獲得の環境を引き続き力強く支えています。新興国債券への資金流入は、長年にわたる過小投資の時期を経て、2025年から2026年にかけて勢いを増しています。海外投資家による保有が歴史的水準と比べて小さい現地通貨建ての市場を中心に、ポジショニングは比較的軽い状態が続いています。ハイイールド銘柄の発行体を含めて、海外向けの供給は順調に消化され、ストレスは限定的にとどまります。

外貨建てクレジットの中では、アンゴラやエクアドルなどのエネルギー輸出国の比重を高めると同時に、クレジット環境が改善傾向にあるアルゼンチン向けのエクスポージャーを維持しています。また、ルーマニアとブラジルに投資機会が残存しているほか、政治的な不透明感が後退したコロンビアを再び投資対象としています。

図5 - 新興国市場の実質利回りの推移(中央値)



出所:JP モルガン、各国の統計局、マクロボンド。2026年6月現在。

現地通貨建ての市場では、政策の方向性とバリュエーションが引き続き良好であるハンガリー、トルコ、南アフリカ、ブラジル、コロンビアを中心に、アロケーションは欧州と中南米に集中しています。これに対して、マクロのファンダメンタルズに脆弱性が見られるアジアの債券市場では、割高感が解消されていません。ポジションの構築に際しては、最近の政治動向が重要な判断材料となっています。ハンガリーでは、総選挙後に正統的かつ親欧州的政策への転換が進んだことを受けて、すでに堅調なパフォーマンスが見られますが、リスクプレミアムのさらなる縮小が後押しされる見通しです。また、コロンビアでは、選挙情勢を背景にボラティリティが上昇し、当初はリスクプレミアムが拡大したものの、初回投票後のセンチメントの改善を受けて、政策の透明性向上が進む中、アップサイドを正当化する根拠が強まっています。

G10通貨の中では、マクロ環境のボラティリティが高まる中で、ユーロと円は低調な動きが続いています。中期的なバイアスとしては、FRBの政策対応が予想より限定的にとどまる可能性や、過大となった米ドルのエクスポージャーの段階的な削減と分散化を進める動きを踏まえ、米ドルに対してやや弱気なスタンスを維持しています。一方、インフレの影響拡大を背景にECBが政策対応を積極化させた場合、金利差の縮小を通じてユーロが下支えされる可能性があります。これに対して、日銀による2回の追加利上げを織り込む動きは、行き過ぎと見られます。日銀が政策金利の調整に慎重な姿勢を見せた場合、円がアンダーパフォームする展開も想定されます。また、オーストラリアでは、労働市場の逼迫を背景にRBAによる追加的な引き締め観測が強まった場合、豪ドルの下支え要因になる可能性があります。

新興国通貨の中では、中南米の通貨が特に魅力的な投資機会を提供しています。なかでも、実質金利が魅力的で政治環境が良好なコロンビア・ペソの投資妙味が際立ちます。これに対して、アジア通貨は依然として厳しい状況に直面しています。コモディティ価格の上昇や対外収支の悪化に加えて、エルニーニョのリスクがインドネシア・ルピアやインド・ルピーなどの通貨の重しとなっています。その一方で、シンガポール・ドルは金融引き締め効果で今後も下支えされる可能性があります。中東欧・中東・アフリカ(CEEMEA)の通貨の中では、ハンガリー・フォリントの評価見直しの動きがおおむね一巡する一方で、一部のフロンティア通貨のキャリートレードは、引き続き重要な投資機会を提供しています。

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 George Cole 氏(Goldman Sachs)、Andreas Kolbe 氏 & Marek Raczko 氏(Barclays)、Guneet Dhingra 氏(BNP) 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をご遠慮ください。

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 資産運用業協会