

グローバル債券マクロ・アウトルック

防衛力強化に伴う財政支出

- ・米国と世界各国との間の貿易交渉が大きな懸念材料に
- ・EUは大規模な防衛費増額計画を発表するなど“反転攻勢”に転じる
- ・タームプレミアムは上昇傾向、クレジットに対する慎重な見方を維持

地政学関連の不確実性が急激に高まり、米国では企業、消費者とも支出に対して慎重になっています(図表1)。今年後半には財政支援策の実施が予想されるものの、その詳細は依然として不明です。

足元で景況感は低迷しています。3月の米連邦公開市場委員会(FOMC)では、関税が経済成長とインフレに与える悪影響が強調され、政策金利の据え置きと年内の経済成長見通しの下方修正およびインフレ見通しの上方修正が決定されました。ロベコでは、米連邦準備制度理事会(FRB)は難しい政策運営を余儀なくされると考えます。労働市場の環境が悪化すれば、FRBは利下げの方向に傾斜する可能性がありますが、中期的なインフレ期待がさらに上昇した場合には、利下げが見送られることも考えられます。このため、金融市場が年末までに70bpを超える利下げを織り込むのは容易ではないと考えています。

その一方で、EUは“反転攻勢”に転じ、前例のない防衛費の増額計画を発表しました。欧州委員会が打ち出した8,000億ユーロ規模の「歐州再軍備計画(ReArm Europe)」において、共同債の発行などによる1,500億ユーロは資金調達が見込まれています。もっとも、最大の“バズ一力砲”は、財政政策を急激に転換したドイツの決定と言えるでしょう。ドイツ連邦議会は、防衛支出の例外扱いと5,000億ユーロ規模のインフラ基金の創設を目的として、財政規律(憲法に基づく財政赤字制限)の緩和を内容とする憲法改正を承認しました。この歴史的な支出計画は、ドイツ債利回りの急激な上昇を誘発する結果となりました。利回りの上昇規模を客観的に捉えるため、過去の事例と学術研究を分析したところ、今回の劇的な変動は(長期的な)経済成長の改善につながるとの結論に至りました。一方、2月と3月に利下げを実施した欧州中央銀行(ECB)は、今回のサイクルにおいて25bpの追加利下げをあと1回行い、政策金利を2.25%にする

と予想しています。

それでは、米国例外主義は終わったのでしょうか。米国とヨーロッパ圏の経済成長格差は、縮小しつつあるように思われます。この点は株式市場とクレジット市場の動きからも確認され、年初来、米国市場は欧州市場を大きくアンダーパフォームしています。また、ドイツ債利回りが上昇、米国債利回りが低下する形で、両者の利回り格差(10年物)は大幅に縮小しています(図表2)。

図1 - 通商政策不確実性指数の推移



出所: ブルームバーグ。2025年3月現在。

アウトルック 2025年3月

機関投資家向け資料

ロベコ・グローバル・マクロ・チーム

トランプ政権の発足後、米国のクレジット市場ではスプレッドが最もタイトな水準から拡大に転じています。前回の四半期アウトルック「震源地は米国」において指摘したように、ユーロ建ての社債スプレッドには割高感が残存するものの、相対価値が存在するため、オーバーウェイトとするのが合理的と考えられます。今回の四半期アウトルックでは、ユーロ建てクレジットがアウトパフォームした過去の事例を分析し、さらにアウトパフォームする余地が存在している可能性が高いとの結論に至りました。

現在、ロベコの運用戦略では、欧米ともデュレーションをおおむね中立としつつ、引き続きイールドカーブのステイプナーを選好しています。財政赤字が高止まりするリスクやインフレ動向の不確実性に起因して、タームプレミアムは上昇する可能性があると考えます。実際、足元でドイツ国債のステイプナーのポジション(5年/30年および10年/30年)を積み増しています。

引き続き、金融緩和サイクルにおいて出遅れ感が見られる国(英国、ノルウェー、オーストラリアなど)が、先行組を追いかける展開を想定しています。その一方で、日本国債に関しては、日銀がタカ派色を弱めるとの見方から、デュレーションのアンダーウェイトを手仕舞いました。また、中国国債のアンダーウェイトを据え置いています。財政刺激策、信用指標の改善、不動産市場の安定化の兆しなどの要因は、経済活動が循環的に改善に向かう方向性を示唆しています。

クレジットに関しては、米欧間のスプレッド格差が拡大したタイミングを捉えて、米ドル建てクレジットのアンダーウェイト(ユーロ建てクレジット対比)を縮小しました。また、ポートフォリオにおけるキャリーを引き上げるため、短期年限のクレジットの構造的なオーバーウェイト拡大に着手しつつ、リスク中立的なポジションへのシフトを進めています。また、欧州のSSA債(ソブリン債、国際機関債および政府系機関債)やカバードボンドを引き続き選好しています。これらの資産クラスは、スワップ・スプレッドの縮小を受けて引き続きアウトパフォームしています。さらに、ユーロの金利市場では、債券の純発行額の増加を民間部門において消化する必要から、現物債が今後もアンダーパフォームする可能性があると見て、スワップ・スプレッドのオーバーウェイトを積み増しています。

注目すべきこととして、年初来、欧州周縁国市場では良好な地合いが続いている。ユーロ圏の結束と成長を促進する大規模な支出計画が、この流れを後押ししていると考えられます。また、このような環境において、フランスの債券市場は比較的底堅く推移しているものの、年の後半に来年度の予算交渉を控えていることもあり、同国固有の問題が再燃するのは避けられないでしょう。ロベコは、フランス国債がさらに強含んだタイミングで、アンダーウェイトを拡大する方針です。スペインの債券について

は引き続き前向きであり、また、ギリシャ国債のポジションを積み増しました。

図2 – 米国債とドイツ国債の利回り格差(10年物)



出所: ロベコ、ブルームバーグ。2025年3月現在。

新興国の外貨建債券は、一連の債務再編事例を経て、底堅さを維持しています。中南米市場が先行する一方で、スプレッド水準がタイトなアジア市場には出遅れ感が見られます。また、年初来、現地通貨建ての債券も、メキシコとブラジルの銘柄が牽引する形で、非常に好調に推移しています。ロベコは、メキシコの債券は米国債を引き続きアウトパフォームすると予想しています。中東欧・中東・アフリカ(CEEMEA)市場では、ドイツによる防衛費増額の発表を受けて利回りが上昇しています。ハンガリーの債券市場では、利下げ見通しが剥落したのに対して、チェコとポーランドの債券市場では、ECBよりも積極的な金融緩和見通しが織り込まれつつあり、その影響は両国の通貨にも波及する可能性があります。また、外国為替市場では、ロシア・ウクライナ戦争の休戦に関する楽観的な見方が下支え要因となって、高い水準で取引されています。

マクロ経済と政策見通し

- 経済成長見通しは欧州で改善、米国で悪化
- 貿易摩擦が新興国市場を直撃するも、中国経済の持ち直しが追い風になる可能性
- 関税が為替レートに与える影響によって FRB と新興国中央銀行の政策運営は複雑に

成長見通し: 双方向からの収斂

前回の四半期アウトルック「震源地は米国」では、2025年に入って「米国」と「ユーロ圏および中国」の経済成長格差は縮小すると指摘しました。トランプ政権が推進する政策にスタグフレーション的な要素が含まれることもあって、ロベコの予想は実現しつつあります。輸入関税が全面的に導入された場合、消費者物価は大幅に上昇し、経済成長は鈍化すると予想されます。政府効率化省(DOGE)の設置に伴う財政政策の引き締めや移民規制の強化も、同様の効果をもたらす見通しです。

とはいっても、足元で経済成長を下押しする最大の要因は景況感の悪化であり、多くの企業・消費者が先行きに不安を感じ、支出に対して慎重になっています。

今年後半に予想される財政支援策は一定の安心感につながる見通しですが、その規模は不透明であり、足元でアニマル・スピリットは弱まりつつあります。不確実性のショックが景気後退を直接引き起こすかどうかは不確かですが、そのリスクは高まりつつあります。

図 3 - 米国とユーロ圏のエコノミックスプライズ指数



出所: ブルームバーグ、シティグループ。2025年3月現在。

これに対して、欧州では、経済成長見通しは改善していくように思われます。ロシア・ウクライナ戦争の休戦、長期的には終戦の可能性が一因であり、これが実現した場合、比較的高い水準にとどまる家計貯蓄率の低下や最終的にエネルギー価格の下落につながり、消費が下支えされると予想されます。

欧州の経済成長見通し(特に長期的見通し)が改善している要因はそれだけでなく、追加的な財政刺激策の実施見通しも一因として挙げられます。ユーロ圏全体における防衛費の増額が中心的ですが、これにドイツにおけるインフラ投資(5,000億ユーロ規模(GDPの10%超))の効果が加わります。短期的には、米欧間の貿易摩擦の激化が最大の懸念材料と言えるでしょう。

また、新興国の経済成長についても、今年後半には、米国との相互関税政策(4月初旬に詳細が判明する見通し)の影響を受ける公算が大きいようです。

新興国市場では中国経済の成長動向も重要なポイントですが、中国では住宅販売に安定化の兆しが見受けられ、不動産にかかる悪影響が弱まる見通しです。また、信用指標の改善や直近の一連の財政刺激策などの要因は、経済活動が循環的に改善に向かう方向性を示唆しています。

インフレ見通し: 関税が重しに

ここ数ヶ月間、ユーロ圏を除く多くの先進国では、中央銀行のインフレ目標に向けた歩みが足踏み状態となっています。ノルウェーやスウェーデンなどの国では、食料品価格の上昇圧力の再燃が主因と見られる一方で、米国においては、主に財価格インフレの再燃と関連しています。

日本を例外として、米国や英国(およびユーロ圏)をはじめとする国では、先行指標において、賃金の上昇圧力が総じて抑制されている状況が確認され、賃金の伸びとサービス価格インフレが(さらに)鈍化する方向性がうかがえます。しかし、米国では、最近、FRBのパウエル議長が指摘したように、向こう半年間については、輸入関税政策の実施に伴う財価格の上昇が、コインフレ率の主要な上振れ要因となっています。

理論的には、輸入関税がもたらす価格ショックは1回限りのものであり、コインフレ率の持続的な上昇につながるとは限りません。FRBの現在の基本シナリオも同様であると見られますが、インフレ期待の上昇に起因して影響が持続するリスクは、2018~19年の貿易摩擦の事例よりも大きいように思われます。

報復合戦に発展した場合、インフレの影響が米国外に波及することは明らかですが、GDPに占める対米輸出額の比率が低い限りにおいては、影響は抑制されるというのがロベコの見解です。

新興国市場全体を俯瞰すると、コインフレ率低下の勢いは、中東欧諸国と中南米諸国(メキシコを除く)ではおおむね弱まっています。また、中国をはじめとするアジア諸国では、抑制された状態にあります。

金融政策見通し: 大きなジレンマ

先進国市場のいくつかの中央銀行は、ここ数ヶ月間も利下げを継続し、政策金利を「中立金利」に近い水準、あるいはおおむね「中立的な」の水準に誘導したと見られます。このグループには、スウェーデン国立銀行、カナダ銀行、ECB が含まれます。

この対極にあるのは、動きの遅い(あるいは全く動かない)中央銀行のグループであり、オーストラリア準備銀行やノルウェー銀行が含まれます。また、言うまでもなく、日銀は全体の流れに逆行する金融政策を推進しており、年内に 25bp の追加利上げを少なくともあと 1 回は実施する見通しです。

両極の中間に位置するのが、イギリンド銀行、ニュージーランド準備銀行、FRB であり、政策金利は 4% 以上(あるいは 4% 弱)の水準に据え置かれています。前者の 2 行が緩やかなペースで緩和を継続する可能性が高いのに対して、FRB は様子見モードに入ったようであり、5 月も政策金利を据え置く見通しです。

米国では、輸入関税の導入に起因して、経済成長の減速とインフレの上昇が同時に進行する可能性が高く、デュアル・マンデート(2 つの使命)を追求する FRB はジレンマに直面しています。ロベコは中心シナリオとして、FRB は労働市場の環境悪化を受けて 6~7 月までに利下げを余儀なくされると予想しています。しかしながら、関税導入に伴う物価の上昇によって中期的なインフレ期待が押し上げられる一方で、経済成長率が下げ止まった場合には、追加利下げのタイミングが年内の遅い時期か、場合によって 2026 年まで先送りされることも十分に考えられます。このため、景気後退が差し迫ったリスクにならない限り、金融市場が年内に(現在の) 70bp を(大幅に)超える利下げを織り込むのは容易ではないと考えられます。

これに対して ECB は、おそらく 4 月より遅いタイミングになるものの、25bp の追加利下げを少なくとも 1 回行う構えです。中銀預資金利(現在: 2.50%)が 2% を下回るかどうかは、ユーロ圏の財政政策が緩和の方向にあることを踏まえると、依然として不透明です。

また、新興国市場の状況は一様ではなく、ブラジルとメキシコでは政策金利が引き続き反対の方向に動いています。また、中東欧諸国の中では、一部の中央銀行(ハンガリーおよびルーマニア)が緩和バイアスを持たずに政策を据え置いているのに対して、他の中央銀行(ポーランドおよびチェコ)は今後数四半期の間に(追加的な)緩和を実施する見通しです。

一方、アジア市場では、政策金利の水準が全般に中南米諸国や中東欧諸国を大きく下回るため、一部の中央

銀行(特にインドネシア銀行、場合によって韓国銀行も)にとって、米国との相互関税政策が通貨安要因となるのであれば、金融政策を緩和するのは難しいかもしれません。

最後に中国では、中国人民銀行が継続的にインフレの下振れリスクに直面する中で、主要な政策金利(現在: 1.50%)と銀行の預金準備率(RRR)の追加的な引き下げが、時期が遅れることはあっても、引き続き選択肢となります。

金利戦略

- 米欧間の金利水準の乖離傾向が反転
- イールドカーブはステイプニング、さらなるステイプ化の余地も
- 出遅れ感のある英国債には引き続き割安感が存在

ユーロ金利の水準は切り上がる

欧洲の債券市場は、EU(特にドイツ)における大規模な財政支出計画の発表をきっかけに、大きな変動を経験しています。ドイツ 10 年国債利回りは、3 月初旬の水準から 50bp、昨年 12 月初旬の水準から 90bp と大幅に上昇して、3 月 11 日にはピークに達しました。その後も、ピークの水準近辺で推移しています。このように大規模な水準の調整を経験したユーロ圏の債券市場は、今後どのように展開するのでしょうか。

利回りの急激な変動の影響を評価するために、過去の事例、学術研究、起債市場に生じうる影響について考察を試みました。過去の事例は容易に見つかりませんでしたが、翌年 1 月に 1.9 兆ドル規模の財政支出計画の発表を控えた、2020 年 10~12 月期の米国の債券市場に類似性が見受けられました。この事例では、発表に至る数ヶ月間に、米国 10 年国債利回りは 50bp 上昇しています。その後も、一呼吸置いて上昇傾向が続いたものの、上昇の要因をパンデミック後の回復のセンチメントによる部分と切り離すのは簡単ではありません。

財政政策と市場金利の関連性に関する専門家の 1 人である故トマス・ラウバッハ氏は、2003 年に発表した研究¹の中で、今回の規模の財政ショックであれば、利回りを 50~70bp 押し上げる可能性があることを示唆しています。また、ラリー・サマーズ氏とルカシュー・レイチェル氏が 2019 年に発表した研究²においても、同様の結果が確認されています。

今後 5 年間でユーロ圏国債が約 8000 億ユーロ追加債券発行されることを前提とすると、年間発行額は約 1,600 億ユーロの追加発行となり、2025 年の総発行額は約 12% の増加となります。5,000 億ユーロ規模のインフラ基金創設のためのファイナンスを必要とするドイツでは、資金調達のニーズがさらに大きくなります。今年度は、利払い相当分として、約 300 億ユーロのドイツ国債の追加発行が想定されています。確かに小さくない金額ですが、2018 年以降、ユーロ圏国債の年間総発行額は 4,000 億ユーロ以上も増加しています。このため、市場では計画されている増額分の消化が可能であると、ロベコは考えます。上記の研究結果を見る限り、最近のドイツ 10 年国債利回りの 50bp の上昇は、想定されるレンジの下限と

はいえ、妥当な反応であるように思われます。前述したように、この他にも債券価格に反映させるべきリスク要因は数多く存在します。今回の売り局面への対応として、ユーロ圏金利のオーバーウェイト・ポジションを新たに構築しました。ドイツ国債利回りが直近で 2024 年 10~12 月期に達したボトム(2%)の水準まで戻る可能性が低下しているため、ポジションは少額に抑えています。

ドイツ国債利回りの上昇は、10 年ゾーンが主導する形で進んだため、2 年/10 年のイールドカーブは 30bp ほどステイプニングしています。長期ゾーンには、供給の増加とインフレの先行き不透明感の高まりに見合うプレミアムが反映されるとの見方から、ステイプニングはさらに進むと予想しています。一方で、ECB が利下げを行う余地は限られていることから、短期ゾーンがステイプニングを牽引する可能性は低いと見られます。全体として、ドイツ国債のイールドカーブは、5 年/30 年と 10 年/30 年のポイントにおいて、さらにステイプ化する余地が見受けられます。

経済成長の不透明感が米国債利回りの低下要因に

一方、米国の債券市場はダイナミクスが異なります。景況感の不確実性の高まりとリスク・センチメントの悪化を受けて、債券利回りは 5 年ゾーンを中心に低下しています。短期ゾーンの動きは、FRB が利下げに慎重な姿勢を強めていることから(金融政策見通しの項を参照)、それほど目立ちません。また、長期ゾーンには、財政政策の不確実性の高まりが反映されているように思われます。ロベコは米国債券のデュレーションをインデックス並みとする一方で、イールドカーブの方向性について、より強い確信を持っています。財政赤字が高止まりするリスクやインフレの先行き不透明感を背景に、タームプレミアムは上昇し、米国債のイールドカーブはステイプニングする可能性があると見ています。

引き続き、金融緩和サイクルに遅れが見られる市場(英国、ノルウェー、オーストラリア)を中心に、オーバーウェイトとしています。これらの市場では、世界的なサイクルと合わせて金利が低下すると予想しています。政策見通しの不確実性が世界的に強まっていることが、この見方を裏付けています。

日本国債に関しては、長期にわたってアンダーウェイトを据え置き、同時に 10 年/30 年のフラットナーのポジションを保有してきました。目標の水準に達したことと、世界経済の成長に関する不確実性が高まる中で、日銀の政策見通しが以前ほどタカ派的ではなくなっていることを踏まえて、いずれのポジションもクローズしています。その一方で、中国国債のアンダーウェイトを据え置いています。全体として、ステイプニングのポジションをとりつ

¹ [New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt](https://www.brookings.edu/articles/on-falling-real-rates-fiscal-policy-and-the-risk-of-secular-stagnation/)

² 次のリンクをご参考ください。 <https://www.brookings.edu/articles/on-falling-real-rates-fiscal-policy-and-the-risk-of-secular-stagnation/>

つ、デュレーションのオーバーウェイトは小規模にとどめています。

図 4 - ドイツ国債の長短利回り格差 (%)



出所: ブルームバーグ。2025 年 3 月現在。

債券のアセットアロケーション

- ・ 欧州がアウトパフォーム
- ・ 負の相関がトータルリターンの安定化に寄与
- ・ 米国市場とドイツ市場のスワップ・スプレッドは収斂

クレジット市場: 欧州が光り輝く時

トランプ政権の発足後、米国のクレジット市場ではスプレッドが最もタイトな水準から拡大に転じています。投資家が支払いの確実性を重視する資産クラスにおいて、政策の不確実性という新たなリスクが注目されるようになりました。消費者の信頼感に顕著に反映されることですが、不透明な環境において新規の投資や支出の増加が促進されることはありません。反対に、消費者は雇用の安定や経済の先行きに対する懸念を強め、企業は設備投資に対してより慎重になっています。このような動きは、世界のスプレッド市場にとって明確なマイナス要因ですが、最近の景況感の悪化がどの程度“ハードデータ”に影響するかは、今後明らかになるでしょう。

米ドル建てのクレジット・スプレッドが拡大する一方で、ユーロ建てのスプレッドは、金融銘柄のパフォーマンスが好調だった直後であるにもかかわらず、全般に縮小しています。前回の四半期アウトルックにおいて論じたように、ユーロ建ての社債スプレッドは割高な水準に達しているものの、相対価値は依然として高く、相対的な観点からオーバーウェイトとすることが合理的です。また、貿易に関する不確実性と、ユーロ圏全体およびドイツにおける財政支援策の拡大を背景に、米欧間の経済成長格差は縮小に向かうと予想しています。この見通しを提示する上で、ユーロ建てクレジットがアウトパフォームした過去の事例を検証し、さらにアウトパフォームする余地が存在しているとの結論に至りました。実際のところ、残存年限と格付けの差を調整した上でも、ユーロ建てクレジッ

トは米ドル建てクレジットよりも、依然として 10~20bp 程度割安であることが確認されています。

また、今年に入って、金利と(投資適格階級の)クレジット・スプレッドの逆相関の関係が復活しています。年初来、米国では金利と株式が足並みを揃えて低下し、(金利の)バッファー効果が再び確立されるのに十分なほどインフレが低下した、という見方を裏付けています。今後を展望すると、景気が大幅に減速した場合、投資適格債のトータルリターンはハイイールド債よりも耐性を発揮すると考えられます。一方で、スワップ・スプレッドに注目すると、米国市場では金融規制の緩和観測を背景に、縮小傾向にあります。規制の緩和が実現した場合、銀行傘下のプライマリーディーラーには、米国債市場においてさらに大きな仲介の役割が認められることになります。昨年 12 月以降の、米国債利回りが SOFR(担保付翌日物調達金利)ベースのスワップ金利をネットでアウトパフォームする傾向が続く可能性はありますが、(政府効率化省が新設されたとはいえ)財政と供給増のリスクの長期化を踏まえて、スワップ・スプレッドが 35bp 近辺に達した段階で、10 年債を対スワップでショートする戦略を検討しています。ドイツ市場では、(金利戦略の項で言及したように)国債発行計画の増額を受けて、スワップ・スプレッドははっきりとマイナスに転じています。4 月初旬の米国との間の相互関税政策の発表を控えて、ドイツ債利回りがスワップ金利をアウトパフォームする可能性は否定できませんが、当面はアンダーパフォームすると引き続き予想しています。

ポジショニングに関しては、米国のクレジット市場における最近のスプレッド拡大は、アロケーションを変えるほどの規模ではないと見る一方で、米ドル建てクレジットのアンダーウェイト・ポジション(ユーロ建てクレジット対比)を縮小しています。また、ポートフォリオにおけるキャリーの水準を引き上げるため、短期年限のクレジットの構造的なオーバーウェイトの強化に着手しました。並行して、リスク中立的なポジションへのシフトを進め、クレジット全体のベータを 1 近辺に維持しています。また、欧州の SSA 債やカバードボンドを引き続き選好しています。これらの資産クラスは、スワップ・スプレッドの縮小を背景に引き続きアウトパフォームしています。

図 5 – 投資適格債のスプレッド(米ドル建て/ユーロ建て)



出所: ブルームバーグ。2025 年 3 月現在。

欧州周縁国債券: (さしあたり) 万事が順調

年初来、関税導入に関する懸念がくすぶる中でも、欧州周縁国市場では良好な地合いが持続しています。楽観的な見方を後押ししているのは、おそらくドイツのインフラ向け支出に関する発表と EU の防衛費増額計画であり、これらの計画はユーロ圏の結束と成長を促進すると考えられます。防衛費は財政赤字の統計から除外することが可能であり、また、欧州全体としての取り組みであることから、財政赤字目標や政府債務の削減目標が未達の国への風当たりは弱まる見通しです。

留意すべき点として、理論上は素晴らしい計画に見えるものの、おそらく切り上がった金利水準で、市場から資金を調達する必要が残ります。結局のところ、いずれ返済が必要な債務の増加であり、当面は追加の利払い負担が生じます。このため、イタリアなどの国に関して、政府債務の長期的な持続可能性の問題が、再び議題に上る可能性があります。計画の発表後、国債利回りはすでに 30~40bp ほど上昇しました。スプレッドは縮小しているものの、イタリア 10 年国債利回りは 4% 近辺の水準で取引されています。いくつかの研究において、防衛費の財政乗数はおそらく低く、0.5 程度かそれ以下であることが示されています。したがって、追加的な債務負担を上回る経済効果は、容易には期待できないことになります。

フランスの債券市場でさえも、国内問題への注目の低下が国債の追い風となって、足元の環境において好調に推移しています。マクロン大統領は、自らをトランプ大統領と交渉できる欧州の政治家と位置付け、支持率の改善に成功しています。もともと、年の後半に来年度の予算交渉を控えていることもあり、同国固有の問題が再燃するのは避けられないと考えられます。このため、スプレッドがさらに縮小したタイミングで、アンダーウェイトを積み増す方針を採用しています。スペインの債券については、同国の防衛費の対 GDP 比率の低さに留意しつつも、強気な見方を据え置きます。ただし、EU 加盟国からの圧力が強まるようになれば、国債の追加発行を余儀な

くされることも想定されます。また、ギリシャの債券についてもオーバーウェイトを据え置きます。ロベコは 3 月に、ギリシャ国債の既発債(残存 15 年)の追加発行(タップ)に参加することによって、ポジションを積み増しました。20 億ユーロの追加発行に対して、投資需要が総額 280 億ユーロに達するなど、市場からのサポートの底堅さが引き続き確認されています。

新興国債券: スイートスポットに入る

新興国の外貨建債券市場は、年初から堅調な地合いでスタートしました。主な牽引役は発行通貨の金利低下であり、スプレッドはおおむね横ばいにとどまります。もともと、リターンの主要な源泉は引き続きキャリーであり、トータルリターンの半分近くを占めています。この市場は多数の債務再編事例を経験し、底堅さを確立しています。特に脆弱な発行体の財務状況も、少なくとも短中期的には改善されたため、キャリーの安定が見込まれています。

年初来、インデックス全体のスプレッドはほとんど変わりませんが、地域や信用力の水準によって大きな乖離が見受けられます。パフォーマンスが最も良好な地域は中南米であり、その一方で、スプレッドがタイトな水準にとどまるアジアは伸び悩んでいます。また、CCC 格の銘柄が牽引する形で、低格付けの新興国債券がアウトパフォームしているのに対して、高格付け(AA~A)の銘柄は市場全体に遅れをとっています。国別に見ると、レバノンやベネズエラなどの国債が大幅にアウトパフォームしています。一方、主要なソブリン銘柄の中では、パナマとブラジルが 2024 年末の低迷から脱却し、高水準のリターンを記録しています。

現地通貨建ての市場も、メキシコとブラジルの金利低下に伴う高水準のリターンと、全体的な米ドル安傾向に支えられて、今年度は素晴らしいスタートを切りました。2024 年は低調だった通貨(中南米諸国や中東欧諸国の通貨)を中心に、新興国通貨は追い風を受けています。中東欧諸国の通貨は、ユーロ高とユーロ圏における財政支出の拡大によって押し上げられています。

このトレンドは持続する見通しです。実質実効為替レートで見ると、米ドルはプラザ合意以降で最も高い水準近くで推移していますが、世界的な政策のダイナミクスの変化は、米ドル以外の通貨に有利に作用し、現地通貨建ての債券市場を下支えすると考えられます。なかでも、利回り水準の高い新興諸国では、中央銀行は自国通貨防衛の目的で金融引き締め政策を維持する要請を受けにくいと思われます。

ブラジルの市場は、今年に入って、為替要因と金利要因の両方がトータルリターンに貢献する形で、低調だった昨年から回復を遂げています。昨年は、財政政策の拡

大に対する懸念と、利下げサイクルが最終段階に入ったことがセントチメントの下押し要因となりました。中央銀行が昨年のボラティリティ上昇を踏まえて発したフォワードガイダンスを念頭に、市場では引き続き利上げ見通しが織り込まれています。しかしながら、景気の減速とインフレ圧力抑制の明確な兆しが見られるため、市場が現在想定するよりも小幅な利上げにとどまるかもしれません。短期ゾーンの魅力的なキャリーと安定的な交易条件によって、ブラジル・レアルは引き続き下支えされる見通しです。

メキシコの市場は、米国の関税政策に関連する脅威が存在する中でも、予想以上の強靭性を発揮しています。メキシコに対する風当たりは弱まったと見られ、同国の債券と通貨は引き続き力強くサポートされています。ロペコでは、インフレ格差の縮小や経済成長の減速を念頭に、メキシコの現地通貨建て債券は今後も米国債をアウトパフォームする可能性があると予想しています。

中東欧・中東・アフリカ市場では、引き続きロシア・ウクライナ戦争の動向に注目が集まっています。特にドイツの防衛費増額を背景に、利回りは上昇しています。ハンガリーの市場では、今後1年間の利下げ見通しが剥落したのに対して、チェコとポーランドの市場では、ECBよりも大規模な緩和サイクルが織り込まれつつあり、両国の通貨を下押しする可能性があります。また、外国為替市場では、ロシア・ウクライナ戦争の休戦に関する楽観的な見方が下支え要因となって、同地域の通貨は高い水準で取引されています。

アジアでは、インフレ圧力はおおむね抑制されているものの、関連する下支え要因の大部分はすでに織り込まれています。同地域の為替相場は、中国の通貨政策に大きく左右される見通しです。引き続き、人民元は当局の厳格な管理下にあり、今後の方向性は中国政府の全体的な通貨戦略に依存することになります。

為替: チャンス到来

40年続いた政策の予測可能性が高い時代が終焉を迎え、トランプ政権は発足直後に、今後4年間はボラティリティと不確実性が高い時代が確実に到来することを市場に示しました。また、同政権の政策アプローチは、米国外における政策の大幅な変更を促進しています。その影響は外国為替市場にも波及し、時として激しい価格変動を生じさせています。これまでのところは、G10通貨と新興国通貨のインプライド・ボラティリティはいずれも、全般に上昇しているとはいえ、比較的平常時に近い水準にとどまります。

現時点では、個別テーマの今後の展開について、市場は確信を持っていないようであり、為替レートへの影響は一時的なものにとどまります。しかしながら、米国の制

度に対する緩やかな信頼の喪失と、欧州における潜在的な財政・防衛政策の地殻変動的変化という要因が重なる結果、グローバル・ポートフォリオの再配分を引き起こし、10年間続いた米ドル高傾向が終わりを迎える可能性があります。

実質実効為替レートで見ると、2025年初頭の段階で、米ドルの水準は1985年のプラザ合意後の最高値から0.5%も離れていません。米ドル高の背景には、持続的に悪化しGDP対比4.5%という記録的な水準に達した経常収支赤字(石油を除く)のほぼ全額が、成長志向の株式資本でファイナンスされている構図が読み取れます(対外資産負債残高による)。このように、米ドルの命運は、(足元で変調をきたしている)株式市場のパフォーマンスと密接に連動しています。2010年以降、(マイナス利回りではないにせよ)低利回りと債券市場の流動性悪化を敬遠する投資フローを背景に、欧州は米国の株式・債券の最大の買い主体の1つとなりました。欧州は、安定的な政治構造を背景に、成長の代替選択肢としての地位を確立できる可能性があります。また、エネルギー転換と再軍備を実現するために、コモディティの輸入を増やす必要が生じることも十分に考えられます。その場合、資金フローは欧州に向けて急激に転換する可能性があります。

過去10年間に、欧州の主体によるEU域外への債券投資額が3兆ドル増加したのに対して、域外の主体によるEUの債券保有額は減少しています。このため、欧州における債券の供給状況が改善し、流動性の改善や取引可能額の増加につながれば、アロケーションの変化によって大量の資金が流入し、ユーロおよびG10諸国/新興国のコモディティ通貨に対して、米ドルが急激に下落する可能性があります。

当初はコモディティ通貨が恩恵を受けると予想されるものの、欧州企業のサプライチェーンに組み込まれた新興国(特に中東欧・中東・アフリカ諸国)の成長見通しが改善する可能性もあります。コモディティ価格は構造的に底堅く、信頼性の高い金融政策の重要性が増す見通しです。

表 1- 資産クラスの選好度

	Constructive	Neutral	Cautious
ドイツ国債		✓	
米国債		✓	
日本国債		✓	
欧州周縁国債	✓		
現地通貨建て新興国債	✓		
外貨建て新興国債			✓
投資適格債クレジット			✓
ハイイールド			✓
SSA 債	✓		

出所:ロベコ、2025 年 3 月現在

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