

グローバル債券マクロ・アウトルック

## 不確実性への順応

- ・ 関税交渉が進展する中で新しい貿易の枠組みが形成され、経済的影響が生じることに
- ・ 米欧の長期国債市場も新しいレジームに移行
- ・ クレジット・スプレッドが縮小に転じるなど、“リスク”市場は高い不確実性に順応しつつあることを示唆

4月2日の「解放の日」は経済シナリオの転換点となり、グローバルな関税の枠組みを巡る政策の不透明感が強まりました。相互関税の90日間の猶予期間の期限(7月9日)が迫る中で、市場では政策の先行き不透明感が再びテーマとなりつつあります。

地政学的な緊張は依然として根強く、イスラエルによるイランへの攻撃の影響はいまだ続いています。そのような中でも、市場では底堅い展開が続き、繰り返し発生するマクロ関連や地政学関連のノイズへの耐性が強まっている様子が窺えます。

ロベコは「解放の日」の前に作成した第2四半期のアウトルック「防衛力強化に伴う財政支出」において、地政学関連の不確実性が世界経済の成長に悪影響を及ぼすと主張しました。そのシナリオは実現しつつあり、特に米国では、消費者と企業の景況感がいずれも悪化しています。2025年下期の米国の経済成長率のコンセンサス予想は1%ですが、ロベコの先行指標は下振れリスクの存在を示唆しています。

注目すべきは、リスク資産の市場は、貿易を巡る不確実性の最も緊迫した局面は過ぎ去ったと確信しているように見える点です。クレジット市場は一巡し(図1参照)、4月に跳ね上がったスプレッドが急速に縮小するなど、バリュエーションは4月以前の水準を回復しています。リスク資産の市場は、政策の不確実性に順応しつつあると見られます。

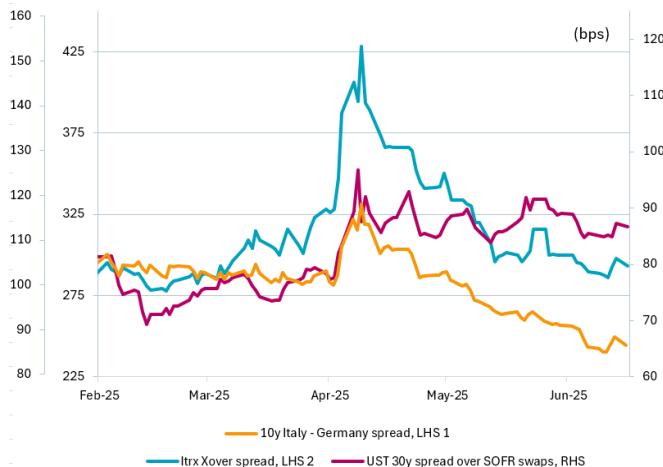
もっとも、米国債市場では、イールドカーブの長期ゾーンの動向への警戒感が払拭されていません。4月のリス

クオフの局面では、10年国債および30年国債の安全資産としての位置付けには、ポジション整理の動きが進む中で、30年のスワップ・スプレッド(国債利回り対 SOFR(担保付翌日物調達金利)ベースのスワップ金利)のマイナス幅が拡大するなど、揺らぎが生じました(図1参照)。その後、クレジット・スプレッドとイタリア国債の対ドイツ国債スプレッドが市場の不確実性を短い期間で克服したのに対して、30年のスワップ・スプレッドはおおむね横ばいで推移しています。一方で、ドイツ国債は目覚ましい回復を遂げました。3月に、ドイツ議会が大規模な歳出計画を発表した直後には急落したものの、4月に入ると力強く反発し、下落分の大半を取り戻しています。

### OUTLOOK 2025年6月 機関投資家向け資料

ロベコ・グローバル・マクロ・チーム

図 1 - クレジット・スプレッドは一巡、米国 30 年国債とイタリア国債は新たなレジーム入りか？



出所: ブルームバーグ。2025 年 6 月現在。

各国の政府・中央銀行が景気後退を回避する姿勢を強く示したこと、不確実性は一定程度緩和されています。もっとも、景気が底堅く推移し、インフレ・リスクが払拭されない中で、米連邦準備制度理事会(FRB)は依然として利下げに二の足を踏んでいます。ネガティブ・シナリオにおいても利下げの余地は十分に存在するため、この夏に雇用関連の指標が悪化した場合、FRB は対応を余儀なくされると見られます。

また、これまでのように状況が膠着すれば、トランプ大統領には政策を撤回する用意があると、市場では認識しているように思われます。一方、欧州中央銀行(ECB)は 4 月と 6 月の政策理事会において、それぞれ 25bp の利下げを決定し、中銀預資金利を 2% に引き下げました。利下げの背景には、インフレ圧力の沈静化に加えて、経済成長見通しの悪化があると考えられます。欧米いずれの地域においても、財政政策が経済成長を下支えする展開は想定されるものの、米国では、トランプ大統領が掲げる「大きく美しい法案(One Big Beautiful Bill)」が議会を通過した場合、財政支援策の副作用として、国債市場の信認が一段と悪化するおそれがあります。

このような状況において、デュレーション・トレードに際しては、ドイツ 10 年国債を選好しています。非常事態において、ドイツ国債が引き続き安全資産としての役割を果たすと予想されるのに対して、長期年限の米国債にはより高い不確実性が伴います。このため、米国債市場では、現在、5 年ゾーンに軸足を置いています。また、ロベコの運用戦略では、金融緩和の流れが続くユーロ圏やカナダを中心に、引き続きイールドカーブのスティープナーを選好しています。なかでも、オーストラリアやノルウェーのように、他国の国債利回りとのスプレッドが比較的大き

い市場に注目しています。日本国債は引き続き例外であり、日本銀行は全体の流れに逆行するようにして、今年後半に 25bp の追加利上げを行う可能性があると予想しています。

「4 月初旬にクレジット・スプレッドが急拡大した局面では、短期年限のポジションを積み増しました」

クレジットに関しては慎重なスタンスを据え置き、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はじめとする高格付けセクターを、引き続き選好しています。その一方で、4 月初旬にクレジット・スプレッドが急激に拡大した局面では、短期年限のポジションを積み増しました。その際、スプレッドの拡大を好機として慎重にポジションを増やしたため、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、わずかながら上昇しています。今後については、クレジットのエクスポージャーを積み増すタイミングを、慎重に見極めています。

その一方で、より個別性の高いテーマに注目しています。例として、ロベコの新興国債券(EMD)チームでは、中東欧・中東・アフリカ(CEEMEA)市場において、2026 年にユーロを導入する見通しのブルガリアを特に選好しています。

米国が引き続き不安定であることや、資本移動の変化が続くことが予想されるため、米ドルを下押しする可能性が高いと考えられます。その結果、米ドル安の傾向が続く場合、現地通貨建ての債券を中心に、新興国市場は追い風を受けると予想しています。

ユーロ圏の国債に目を向けると、周縁国市場では良好な地合いが続いている。年初来、イタリア国債の対ドイツ国債スプレッドの縮小が際立ちます(図 1 参照)。

各国の首脳が共通の脅威を前に連携を強める環境において、国債発行額は増加する見通しです。ロベコは現在、政権の安定性と格上げの方向性を踏まえて、フランス国債よりもイタリア国債を選好しています。フランスについては、足元では比較的落ち着いているものの、政治情勢の不確実性が解消されないため、引き続きアンダーウエイトとしています。

## マクロ経済と政策見通し

- ・関税交渉が進展しても景気減速の懸念は残存
- ・原油価格の急騰が再びスタグフレーション的なショックの要因になることも
- ・FRBが対応に苦慮する中で、他の中央銀行は「緩和」路線を進める

### 成長見通し: 混乱の代償

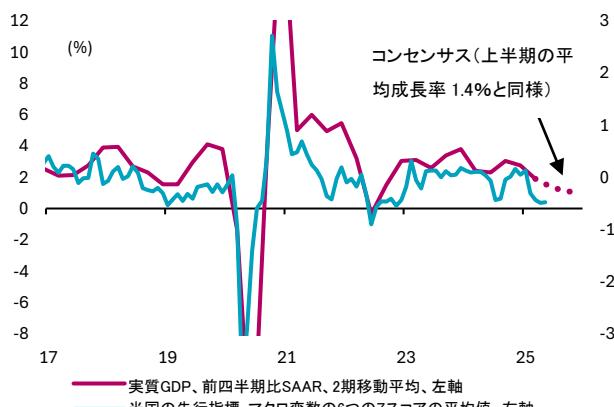
ロベコは「解放の日」の前に作成した前回のアウトルック「防衛力強化に伴う財政支出」において、今後の関税や貿易の枠組みに関する不確実性が高まる中で、米国をはじめとする世界各国の経済成長は下押しされる公算が大きいと指摘しました。このシナリオは実現しつつあり、特に米国では、4月以降、企業と消費者はいずれも景気見通しに対する懸念を強めています。

こうしたセンチメントの変化は、現時点では個人消費、企業投資、労働市場の環境の明確な悪化につながっていないものの、最近発表された一部の経済指標(ハードデータ)が、関税導入前の駆け込み需要によって一時的に上振れしていることには、注意が必要です。

今後を展望すると、相互関税の猶予期間の期限(7月9日)が迫る中で、米国と一部の主要貿易相手国との間では未だ合意に至っておらず、最終的な関税の枠組みに関する不確実性は残存する見通しです。また、品目別関税の一部は発表されていませんが、米国の輸入品にかかる実効関税率は15%近辺に着地すると予想しています。

最近の中東における地政学的な緊張の高まりや、上院で審議中の財政支援策を念頭に、今年下半期の米国の経済成長率のコンセンサス予想(1%)には下振れリスクがあると考えています(図2参照)。

図2 - 先行指標は米国経済の急激な減速を示唆



出所: ブルームバーグ。2025年6月現在。

欧州では、エネルギー価格の上昇に加えて、未解決の対米貿易摩擦が目前のリスク要因であり、個人貯蓄率の高止まりにつながる可能性があります。もっとも、失業率が過去最低の水準で推移する中で、個人消費には改善の余地が見込まれます。また、特にドイツでは、防衛費やインフラ支出の増額による経済効果も、2026年の経済成長見通し(コンセンサス)からも読み取れるようにより鮮明になる見通しです。

一方、新興国市場の経済成長は、合意の有無に関わらず、米国の通商政策の動向に左右されやすい状況が続いている。なかでも、中国経済の方向性が引き続き重要な。中国では、不動産関連の下押し要因が次第に弱まる見通しであり、また、最近の不動産取引の回復傾向は、一定の安心感につながっています。さらに、米国との貿易交渉が一段落しても、米国の消費者が購入する中国製品の値上がりが予想される中で、マネーと信用に関する指標が経済活動の循環的な反発を示していることは、好材料として捉えられます。

### インフレ見通し:インフレ低下の動きはまだら模様

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。英国やノルウェーなどでは、インフレは高止まりしているものの、賃金の先行指標が総じて落ち着きを見せるなど、サービス価格インフレの鈍化を受けて、政策目標への回帰が視野に入りつつあります。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。

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、コインフレ率の抑制に寄与すると見込まれます。

米国では、ここ数ヶ月間、消費者物価指数(CPI)の賃料や旅行に関する項目の上昇が一服したことを主因に、コインフレ率は比較的落ち着いた動きを示しています。旅行関連の項目の動きに関しては、海外からの観光客の顕著な減少が一因として考えられます。もっとも、関税引き上げに起因するインフレの上昇リスクは残存しています。最近の輸入関税率の上昇は、現時点で消費財価格にそれほど影響を与えていないものの、事前に在庫を積み増しした多くの企業は、注目を集めることを警戒して、戦略的に値上げを先送りしたり、値上げ時期を分散させたりしていると考えられます。

実際にそのような状況であれば、インフレの上昇がインフレ期待を押し上げるリスクを踏まえて、FRBは警戒を強めることになるでしょう。また、賃金の上昇圧力は弱まりつつありますが、トランプ政権の移民政策の下で労働力供給の減少が続けば、この傾向にブレーキがかかるとも考えられます。

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、コアインフレ率低下の動きは、中央銀行の政策目標の水準かそれよりやや高い水準(ブラジルとハンガリーの場合)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多くのアジア諸国では、インフレは抑制された状態にあります。

#### 金融政策見通し: ハト派的な先行組、タカ派的な後発組

先進国市場のいくつかの中央銀行は、上半期も利下げを継続し、政策金利を確実に「中立的な」水準へと戻したと見られます。このグループには、スウェーデン国立銀行、カナダ銀行、ECB、ニュージーランド準備銀行が含まれます。ハト派グループの異端であるスイス国立銀行については、スイス国内のインフレが非常に低い水準で推移しているため、マイナス金利政策を再び採用することも想定されます。

この対極にあるのは後発組であり、ノルウェー銀行、イングランド銀行、FRB が含まれます。今年後半には、慎重なペースながらも、イングランド銀行と FRB の場合は利下げを再開、ノルウェー銀行の場合は利下げを開始する見通しです。特に FRB については、輸入関税がインフレを押し上げる可能性や労働市場の環境悪化見通しに関する不確実性が残存する中で、対応に苦慮しているように思われます。また、最近のイスラエルとイランの対立を背景とする原油価格の急騰は、状況を一段と難しくしています。さらに、追加的な問題として、トランプ政権の移民政策/強制送還方針に関連する、最近の労働力供給の減少が挙げられ、失業率の上昇は抑制される可能性があります。

FRB は労働市場の歪みを踏まえて、9 月以降に利下げを再開すると、ロベコは総合的に判断しています。ただし、金融緩和の再開時期は、早まるよりも遅れる可能性の方が高いと考えられます。いずれの場合でも、中心シナリオとして、フェデラルファンド(FF)金利は 2026 年半ばまでに、現行を 100bp 下回る水準で推移すると予想しています。ECB に関しては、7 月の理事会では政策金利を据え置く方針が報じられているものの、今年後半に中銀預資金利(現在:2.0%)を 25bp 追加的に引き下げる予想しています。また、非常に遅いペースながらも全体の流れに逆行する日銀は、今年後半に 25bp の追加利上げを実施する見通しです。

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。中東欧諸国の中では、一部の中央銀行(ポーランドおよびチェコ)が金融緩和を進めているのに対して、他の中央銀行(ハンガリーおよびルーマニア)は政策を据え置いています。また、メキシコ銀行が追加緩和を実施するという市場の見方には同意するものの、最近修正さ

れたとはいえ、ポーランドにおける市場の利下げ期待はなお過剰に映ります。

一方、全般に政策金利の水準が中南米諸国や中東欧諸国を大きく下回るアジア市場では、(水準が比較的高い)インドネシア銀行とフィリピン中央銀行が、米ドル安という追い風を受けつつ、一定の金融緩和を実施しています。

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、今年後半の主要な政策金利(現在:1.40%)と銀行の預金準備率(RRR)の追加的な引き下げが、引き続き選択肢となります。

## 金利戦略

- 政策サイクルのズレがカーブの形状に影響
- 政策の不確実性を背景に米国債には下押し圧力が加わる
- 真の安全資産としての位置付けがドイツ国債の支援材料に

### “大きく美しい”ドイツ国債

足元で、いくつかのダイナミクスが同時に作用しています。これらが、今後のグローバルな金利環境を形成していくと見られます。第1に、金融政策のサイクルの変化が挙げられます。第2に、財政の見通しと、これに関連する米国債の安全資産としての信認の低下という問題が挙げられます。今後数ヶ月間は、これらのテーマが相まって、利回りの水準、イールドカーブの形状、各国の国債スプレッドに影響を与えていくと考えられます。

前のセクションで詳述した金融政策について要約すると、ECBの緩和サイクルが休止モードに近づきつつあるのに対して、FRBは今年後半にも休止モードを終了し、緩和サイクルを再開する可能性があります。このような見通しが、金利市場に反映されつつあります。ユーロの短期金利は、4月中旬にボトムに達した後、おおむね横ばいで推移しています。このため、最近のドイツ国債とユーロ金利のイールドカーブのステーਪニングは、長期ゾーンが主導する形となっています。

この傾向は持続する見通しですが、2年/10年のスプレッドは(4月に達した85bp近辺で)ピークアウトした可能性が高いと見られます。さらなるステーپニングの余地は残るもの、そのためには、ECBが積極的な利下げを求めるようなショックが必要になるでしょう。また、イールドカーブの10年超の領域は、過去の標準的な水準に照らすと、比較的フラットな状態にあると考えられます。この領域は、国債の純発行額の増加と、(場合によって)オランダの年金基金からの長期債需要の縮小に左右される見通しです。このため、ユーロの金利市場では、長期ゾーンのステーپナー・ポジションを選好しています。

米国債市場では、利下げ再開のタイミングの不透明感を背景に、イールドカーブの短期ゾーンではフラットニングが進んでいます。2年/5年のスプレッドは、20bpを超えていた4月の水準から、わずか5bp近辺まで縮小しています。いずれかの段階で、FRBが緩和サイクルを再開する結果、短期ゾーンの金利に影響が生じると予想しています。現時点では引き続き5年ゾーンを選好し、5年/10年のステーپナー・ポジションをとっています。今後を展望すると、2年/7年(現在:25bp近辺)のステーپナーの投資妙味が増すと予想しています。このポジションは、単独で構築する方法に加え、オーストラリア国債や

日本国債のフラットナーと組み合わせて構築する方法も考えられます。

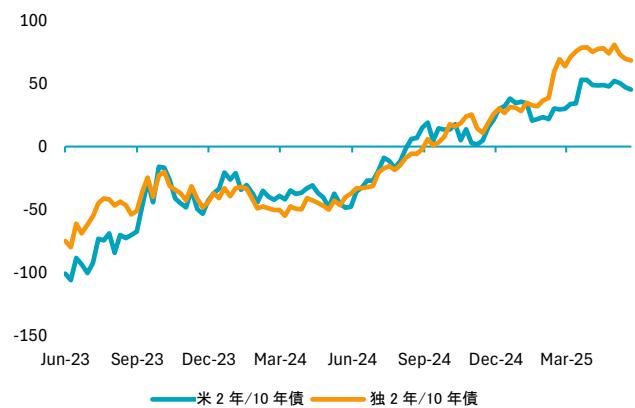
前回の四半期アウトロックの公表時には、ドイツの財政政策が主要なテーマでしたが、今年度のドイツ連邦債務管理庁の発行計画に影響する可能性が低いため、目先の関心は後退しています。対照的に、米国の財政政策が大きな注目を集めているのは、誰の目にも明らかです。懸念されているのは、財政赤字の見通しだけではありません。政策の先行き不透明感や、海外投資家による米国資産向け投資への課税の可能性についても、少なくとも同じ程度の懸念が生じています。また、米国の長期国債に対する安全資産としての信認は、最近の売り圧力の高まりや、スワップ金利対比のリスク・プレミアムの拡大からもうかがえるように、揺らぎつつあります。SLR(補完的レバレッジ比率)規制の見直しなど、潜在的な支援材料は存在するものの、政策に対する懸念が、今後も重要なテーマになる見通しです。

米国債のイールドカーブ上では、上記のテーマに対して、長期ゾーンが引き続き脆弱であり、その一方で、短期ゾーンは金融政策の動向により敏感に反応すると見られます。ロベコでは、このような懸念を踏まえて、長期デュレーション・トレードでは、米国債よりもドイツ国債を選好しています。米国債のイールドカーブ上で、唯一オーバーウェイトをしているのは5年未満の年限であり、対ポーランド国債や対日本国債で、スプレッド縮小の余地があると見ています。

現在、先進国市場全体のデュレーション・ポジションを、おおむねインデックス並みとしています。前述のように、ドイツ10年国債をオーバーウェイトとしています。安全資産への需要が世界的に高まった場合に、優先的な投資対象になりうるからです。また、オーストラリアやノルウェーのように、他国の国債利回りとのスプレッドが比較的大きい市場を、ややオーバーウェイトとしています。グローバル運用戦略においては、日本、中国、ポーランドをアンダーウェイトとする一方で、タイ、メキシコ、ブラジルのロング・ポジションを保有しています。

全体として、デュレーション・ポジションをいくぶんオーバーウェイトとする一方で、ユーロのデュレーションについて、ステーپナーのポジションをより長い年限に移行させています。

図 3 - イールドカーブの 2 年/10 年スプレッド (bp)



出所: ブルームバーグ。2025 年 6 月現在。

## 債券のアセットアロケーション

- 2025 年上期には 1 回限りの“イベント・ドリブン(イベント主導)”の投資機会が到来
- クレジット・スプレッドは不確実性に順応するように
- スプレッド・デュレーションを延ばすメリットは皆無

### クレジット市場: 一巡の展開

スプレッド市場は驚くべき速さで一巡する展開となりました。4月2日の「解放の日」の演説を受けてスプレッド拡大の動きが加速し、ユーロ建てと米ドル建てのハイイールド債のスプレッドは、それぞれ 125bp、145bp 拡大しました。ハイイールド債のバリュエーションは、過去データの中央値を小幅に上回る水準まで改善しました。歴史的な水準から見て、デフォルト・リスクや格下げリスクに十分見合うプレミアムが得られる水準であると考えられます。ロベコは CDS インデックス<sup>1</sup>を取引するポートフォリオにおいて、クレジット・リスクの積み増しに着手しました。市場の下落はわずか 4 取引営業日で終息し、関税の一部適用猶予が発表されると、その後 30 日間にわたって、スプレッドは解放の日前の水準まで回復しました。まさに、一瞬の出来事だったと言えるでしょう。

今後を展望すると、クレジットにはいくつかの懸念材料が見受けられます。最大の懸念は、社債スプレッドの投資開始時点の水準が、過去最低の水準にあることです。ハイイールド債(ディストレスト銘柄を除く)のバリュエーションは、ここ最近の価格上昇を受けて、(歴史的に割高な)一桁台のパーセンタイル水準に戻りました。現在の価格には、それほど(あるいはまったく)テール・リスクが織り込まれていないと言っても、過言ではないでしょう。これに対して、投資適格債のバリュエーションには割安感が窺えるものの、スプレッド・カーブの領域によって状況は異なります。

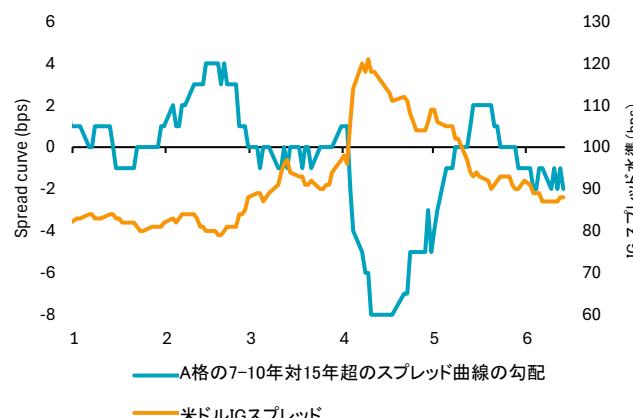
長期年限の社債スプレッドはタイトであり、スプレッド・デュレーションを大幅に延ばしても、利回りのピックアップ(改善効果)は限定的です(図 4 参照)。また、投資適格債のトータルリターンは、年限や格付けの違いによって大きく変わります。長期年限の米国債は、利回りの上昇を受けて、リスク・ヘッジの機能を失いつつあります。残存 3~5 年の A 格の社債のトータルリターンの方が、米国 10 年国債よりも高いリスク・ヘッジ効果を発揮しています。

最近の地政学関連の動向は、スプレッドの動きにほとんど影響を与えません。現時点では、オールイン利回り(債券全体としての利回り)の高さが引き続き主要な支援材料となり、クレジット市場への安定した資金フロー

を支えています。その結果、スプレッドはタイトな水準で推移しています。

この 3 カ月間、ロベコのポジショニングもほぼ一巡しました。市場の下落を捉えてポートフォリオのベータを引き上げたものの、その後引き下げたため、足元では 1 をいくぶん上回る水準で推移しています。また、下落局面でトレーディングを実行したことに加えて、スプレッドの拡大を捉えて、短期年限のクレジットへのリスク中立的なアロケーションを増やしました。ロベコの分析によれば、短期年限のクレジットはリスク調整後リターンを改善する役割を果たし、信用サイクルを通じてアウトパフォームする傾向があります。また、ユーロ建ての SSA 債とカバードボンドを引き続き選好していますが、バリュエーションの相対的な変化を踏まえて、ポジションを削減しています。

図 4 – 米ドル建て投資適格債のスプレッド・カーブの形状とスプレッドの水準



出所: ブルームバーグ。2025 年 6 月現在。

### 欧州周縁国債券: コンバージェンス(収束)の動きが中心

欧州周縁国市場では第 2 四半期も堅調な地合いが持続し、欧州全体で進むコンバージェンス(収れん)の流れの中心に位置しているように思われます。各国の首脳は、トランプ政権の脅威に連携して対応するため歩み寄る見通しであり、また、防衛費の増額が求められる中、一部の国は消極的な姿勢を示しているものの、共同債の発行は今後増加すると見られます。これまでのところ、防衛力の強化のために、1,500 億ユーロの EU 共同債の発行が合意されています。また、欧州復興基金(「次世代の EU」)のうち相当部分が未使用となる公算が大きく(基金の申請期限は 2026 年 8 月)、欧州委員会は未使用分の他の用途への転用を検討する可能性があります。

今後 10 年間で防衛およびインフラ分野への支出を 5,000 億ユーロ増やすというドイツの計画は、周辺諸国の経済成長率にも好影響を与える可能性が高いです。

<sup>1</sup> CDS インデックスは現物債よりも流動性が高く、歴史的に市場の急激な売り局面でも、スプレッドの拡大は比較的小幅にとどまるケースが一般的です。

う。欧州諸国の国債スプレッドは、関税ショックの影響を受けて当初は拡大したものの、コンバージェンス(収束)シナリオに基づき、スプレッドは再び引き締まりました。イタリア 10 年国債の対ドイツ国債スプレッドは、S&P による「BBB+」への格上げとムーディーズによるアウトランクの引き上げが追い風となって 100bp を下回り、2021 年初頭以降で最もタイトな水準まで縮小しています。メローニ首相の在任期間は 2 年半に達し、2027 年 12 月の任期より前に退任する兆しは見られません。以前から市場の高いボラティリティにさらされてきた同国の政治情勢は、落ち着きを見せています。

また、スペインの国債スプレッド(対ドイツ国債)は、ファンダメンタルズの継続的な改善を背景に、引き続きフランスの国債スプレッドよりもタイトな水準で推移しています。ギリシャの国債スプレッドも、フランスの水準と大きく変わりません。今後数ヶ月間も、大きなショックが生じない限り、国債スプレッドの格差縮小の流れは継続する見通しであり、(フランスを除き)各国のスプレッドは 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展開も視野に入ります。

#### 新興国債券: 追い風を受ける現地通貨建て市場

新興国債券は第 2 四半期も底堅く推移しました。米ドル安傾向の継続を受けて、特に現地通貨建て債券が好調でした。4 月初旬には「解放の日」の影響により下落したものの、その後は速やかに回復に転じました。現地通貨建て債券の年初来のリターンは、二桁台に達しています (JP モルガン GBI-EM ベンチマーク(為替ヘッジなし))。一方、外貨建て債券のベンチマーク・スプレッドは、4 月初旬に大きく拡大した後に、足元ではほぼ横ばいの水準に戻しています。年初来のリターンは、米国債のリターンとスプレッドのキャリーが寄与する形で、プラスを記録しています。

年初来、新興国の外貨建債券市場では、いくつかの個別のケース(特にウクライナとセネガル)を除いて、ほとんどの国がプラスのトータルリターンを記録しています。第 2 四半期に注目を集めたのはエクアドルであり、ダニエル・ノボア大統領が 2 期目の再選を果たし、コレア派のルイーザ・ゴンザレス候補の大統領選任を阻止したことと、市場は力強く反発しました。全体を俯瞰すると、新興国の外貨建債券市場ではハイイールド銘柄が好調であり、ガーナをはじめアフリカ諸国がおおむね高いリターンを記録しました。また、国際通貨基金(IMF)との間で拡大信用供与措置(EFF)に基づく前倒し支援に合意したアルゼンチンのリターンも、高い水準に達しています。この合意によって外貨準備は強化され、通貨の柔軟性も下支えされる見通しです。このほか、2026 年 1 月 1 日のユーロ導入を控えてスプレッドの縮小が見込まれるブルガリアを、引き続き重要なオーバーウェイトとしています。

また、現地通貨建て債券も非常に堅調でした。年初来、GBI ベンチマークの中で米ドル建てのリターンがマイナスにとどまっているのは、国内債券が下落したトルコのみで、これは同国の現地通貨建て債券の売り圧力によるものです。もっとも、短期年限のポジションのキャリーが潤沢であり、トルコリラ安の影響は完全に相殺されています。また、今年に入って、中南米市場がアウトパフォームしています。なかでもブラジルが好調で、昨年下半期の下落局面からの回復が続いています。メキシコのパフォーマンスも、為替市場・金利市場とともに、引き続き堅調に推移しています。このほか、第 2 四半期はユーロ高の継続が追い風となって、中東欧市場の好調さも際立ちました。その一方で、コロンビアが軟調であり、財政懸念が国内債券にさらなる下押し圧力をかけています。

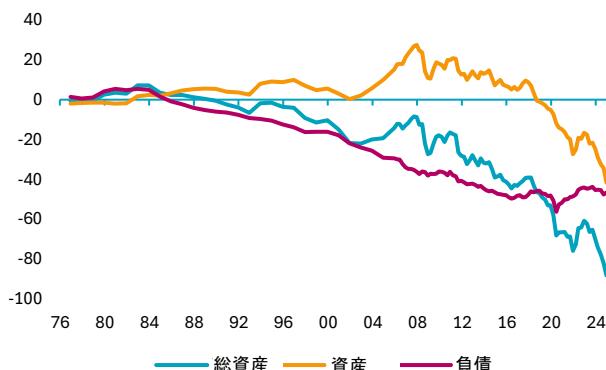
外貨建てと現地通貨建ての資産クラスはいずれも、現在の市場環境から引き続き恩恵を受ける公算が大きく、スイートスポットにあると見ています。米国の不安定な状態が継続、資本移動が今後も続くと予想されることから、米ドルを下押しする可能性が高いと考えられます。その結果、現地通貨建ての債券を中心に、新興国市場は追い風を受けると予想されます。その一方で、国際情勢の先行きには不透明感が存在し、世界経済の成長減速によってスプレッド市場は脆弱さを増す可能性もありますが、外貨建ての市場では、近年のファンダメンタルズの改善が一定の安心感を提供すると考えられます。10 年前と比べて対外不均衡が大幅に改善している発行体も多く、また、パンデミック後の債務再編の取り組みによって、多くのハイイールド債発行体にとって、短期的なリファイナンス・リスクは限定されています。

#### 為替: 報復関税に対する懸念

2025 年前半を通して、米ドル相場の水準調整は急速で、一貫した動きとなっています。当初は、欧州諸国による財政支出の拡大見通しが引き金となり、その後は、トランプ政権の政策に対する懸念の継続的な高まりが、調整の動きを後押ししています。なかでも、関税の脅威の変遷や、最近では「内国歳入法 899 条(セクション 899)」が懸念材料となっています。

セクション 899 が現行の形のまま「大きく美しい法案」に残れば、持続的な米ドル安につながる公算が大きく、また、資金の再配分が進むまでの間、少なくとも短期的には、米ドル以外の通貨のイールドカーブに恩恵をもたらす可能性があります。実際に施行された場合、税引き後のリターンの低下を招き、世界中の投資家が米国株式向けのアロケーションを削減する動きに拍車がかかることも想定されます。このような最悪のシナリオは回避されにしても、トランプ政権が先行きの不透明感を敬遠するより選好していることが、示されることになるでしょう。

図 5 – 米国の対外資産負債残高(NIIP、対 GDP 比)



出所: ブルームバーグ。2025 年 6 月現在。

このような不穏な動きの一方で、欧州では、10 年來の緊縮財政バイアスから脱却して、インフラ支出や防衛費を増やす方向性が打ち出され、トレンド成長率の上昇につながる可能性が示唆されています。また、投資家の立場からすれば、政策の環境は欧州の方が安定的であると言えるでしょう。さらに、ここ数十年間、欧州はアジアと並んで、主要な海外投資家として米国資産に投資していましたが、その動きが反転することも十分考えられます。

すでにアジアの為替・金利市場では、資産の再配分を反映した、通常とは異なる動きが見受けられます。5 月初旬の台湾ドルの急激な上昇は、現在の不透明な環境において、資金フローの変化や金融政策の優先順位の変化が、いかに迅速に影響を及ぼすかを示す好例と言えるでしょう。

新興国市場では、ほとんどの通貨が対米ドルで上昇する見通しです。低ベータのコモディティ輸入国の通貨は、足元の環境でアウトパフォームする可能性が高く、国際貿易の停滞や投資判断の遅れの影響が一段と顕在化する中で、下半期の経済成長は弱含むと見られます。

このような動きは、中東欧諸国の通貨にとって追い風となるでしょう。国際貿易の大半が、財政支出拡大への転換が下支え要因となるユーロ建てで行われているからです。また、アジアの新興国通貨も、米ドル建て資産に対するヘッジの増加や関税交渉に先立つ投機的な動きが支援材料となって、恩恵を享受する見通しです。多くの市場では、実質実効為替レートを低水準に維持する政策の姿勢が弱まると予想されています。トルコリラの特異な位置付けは、今後も変わらないでしょう。キャリーの水準が非常に高い一方で、実質実効為替レートは近年の水準と比べて大幅に上昇しています。とはいっても、国際収支は依然として安定的であり、外貨準備高はイスタンブール市長逮捕時に、投資家がトルコリラで積み上がっていた

キャリーポジションを急速に解消した際の最低水準からは回復しています。

中南米の為替市場では、比較的厳しい状況が続く見通しです。キャリーは引き続き下支え要因であり、同市場の通貨を単独でアンダーウェイトとするポジションには、痛みを伴う可能性があります。もっとも、高ベータ通貨の特性や、コモディティ輸出国としての役割(チリ、ブラジル、コロンビアの場合)を考慮すると、FRB がよりハト派的な政策スタンスを採用するまでの間、スポット為替市場はアジアや欧州の市場より弱含む可能性が高いでしょう。

ブラジルの市場には、2026 年の選挙を控えて、引き続き両方向に大きなリスクが存在するものの、経済成長の減速を踏まえると、金利市場の方が為替市場よりも魅力が高いと考えられます。一方、メキシコ・ペソは、経済成長の減速と利下げサイクルの影響で、弱含む可能性があります。政策金利は過去 3 年間で最も低い水準まで低下し、キャリー・トレードにおける同通貨の魅力は失われています。

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			✓
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 6 月現在

ロベコのクオータリー・アウトルック・ミーティングにおいて、貴重なご意見を賜りました Jamie Searle 氏(Citi)、James Lord 氏(Morgan Stanley)、Matt Luzzetti 氏(Deutsche Bank)に心より感謝申し上げます。

## 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