



# エマージング債券：2026年の見通し

## エマージング債チーム

2026年1月

## 目次

- エマージング市場 - 成熟期への旅
- 敵か味方か - これが2026年のEMソブリン債にとっての決定的な問い合わせとなるのでしょうか？
- 現地通貨建て市場のアウトパフォームは続くと考えています
- EM社債 - 最近のデフォルトは炭鉱のカナリアか？
- EM社債 - セクター別の見通し
- EMソブリン債 - ポジティブな勢いが続く
- EM投資ギャップの解消 - トランジション・ソリューションに注目が集まる
- 2026年に向けた戦略のハイライト

## はじめに

ポリーナ・クルドヤフコ、エマージング債チームヘッド



2025年は、政策の変動の大きさとグローバル面でのナラティブ（ストーリー）が変わったことに象徴される1年で、トランプ政権による貿易と経済同盟への「敵か味方か」というアプローチから、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策運営を巡る不透明感に至るまで、多くのことがありました。しかし、エマージング（EM）債券は、外貨建て債市場と現地通貨市場の双方で2桁の上昇を記録し、顕著な力強さを発揮しました。外貨建て債インデックスは13%近く上昇し、EM現地通貨建て債市場は年初来で約17%のリターンを実現しました<sup>1</sup>。このパフォーマンスは、高いキャリー、力強いファンダメンタルズ、そして投資家の関心の回復によって下支えされました。

2026年に向かう中、グローバルでみた経済情勢からは、EM債券には建設的ながらも、複雑な環境となることを予想しています。グローバル経済の緩やかな成長鈍化にもかかわらず、EM経済は、堅調な内需、政策への信認、財政規律の改善に牽引され、先進国市場を上回る成長が見込まれています。EMのインフレは依然としておおむね抑制されており、中央銀行は段階的な緩和バイアスを維持できると考えています。米国の今後の財政面での道筋とFRBの反応関数をめぐる不確実性によって、米ドルの方向は不透明な状況が続いており、市場では、これがEM市場にとって循環的なものなのか、それとも長期的なアウトパフォーマンスへの構造的な転換点なのかが議論されていますが、私たちは後者だと考えています。

地政学は引き続き重要なテーマであり、伝統的な同盟関係が揺らぐ一方で、新たな戦略的関係が形成されつつあります。各国は、戦略的に独立し立場を模索しながら、米国と中国の対立を乗り切ろうとしている一方で、両国からの投資の恩恵も受けています。中南米では、ペルー、コロンビア、ブラジルの選挙が政治的な変化をもたらす可能性があり、この地域の地下資源は米国と中国の双方から関心を集めています。サハラ以南のアフリカ地域は、米国の政策転換や持続可能な債務問題の解決といった課題に直面しています。

良好なテクニカル環境を踏まえ、EM債券市場の需給環境は、来年も堅調となる可能性が高いでしょう。同時に、トランジション・ファイナンスは、経済発展やエネルギー安全保障における資金不足を埋めるために、発行体にとって興味深い手段である可能性があり、特にそのようなソリューションに対する投資家の需要が大きい場合には、尚更です。

また、グローバルにデフォルトが高まっていることを背景に、EM企業の状況も変化しています。EMにおける全体的なデフォルトは増加すると予想されますが、大多数は、ストレスにあることがすでによく知られ、相当程度織り込まれている、少数の大型発行体とみられています。全体的に、EMハイ・イールド社債市場は堅調なファンダメンタルズと低水準のレバレッジから、概ね健全とみられています。

## エマージング市場 – 成熟期への旅

ポリーナ・クルドヤフコ、エマージング債チームヘッド

ここ最近、EM国の政策と市場が継続的に発展していく中で、EM国の成功と課題についてのレポートを発表しました。EM国が投資家の「希望」を実現し、私たち投資家が支持する政策が一旦実行されると、大きな二次的効果も得られる可能性があることを改めて認識されられる中、レポートでは、特に遠近両面から見通しを維持する重要性を強調しました（詳細は「[ポリーナの視点：成熟への旅 – 窓際からの考察](#)」をご参照ください）。来年もEM全体で注目が集まる可能性がある、4つの主要な政策テーマがあります。

### 伝統的な金融政策への移行

過去25年間を振り返ってみると、EM市場における最大の変化の1つは、伝統的な金融政策が広く採用されたことであり、それによって各国は、国内インフレの動向に影響力を及ぼし、深く洗練された国内市場を作ることが出来ました。この伝統的な金融政策に移行することにより、対外債務への依存度が大幅に低下し、現在、EM市場の債券全体の90%以上が現地で発行されており、外部の金融市場のショックに対する脆弱性が軽減されています。

しかし、最善の政策であっても、意図しない結果を招くことがあります。ブラジルを例に考えてみます。ブラジルは過去1年で425bpsの利上げを行い、政策金利を15%にしたことで、中央銀行がタカ派姿勢を維持しているという見通しを市場は強めました。伝統的な政策は、雇用のダイナミクスや財政政策によって悪化したインフレを抑制するうえで有効でした。しかし、これにより、企業の借り入れコストが大幅に上昇しました。例えば、ブラジルでは、レバレッジ比率が3倍を超える企業は現在、EBITDAの60%を利払いに充てることになります。結果として、投資適格になる現地企業には、過去1年でレバレッジ比率と利払い費がほぼ2倍となるケースもありました。

今年のEM債券の見通しでは、これらの主要テーマと来年の投資家への影響を探ります。まず、伝統的な金融政策への継続的な移行と政策の信頼性向上に焦点を当てて、EM市場がどれほど進化してきたかを振り返ります。投資家がこれらの進展を支持し続ける場合、当資産クラスが成熟に向かう旅路が続く中で、達成された成果と避けられない課題の両方から視点を失わないことが重要です。

これは持続不能な状況で、その結果、現地市場では高水準のデフォルトが発生しました。ブルームバーグによれば、2025年6月時点でのブラジルの企業（零細企業を含む）の31%がローンの支払いを遅延していました。

トルコもまたブラジル同様、政策金利が2023年6月の8.5%から2024年3月には50%に引き上げられており、政策金利が2桁を超える国となっています。2025年は利下げが実施されたにもかかわらず、政策金利は11月末時点でも39.5%もあるため、トルコ企業には負担となっており、多くの企業は国内よりも国外での資金調達に依存しています。

**「EM企業の全体的な資産の質は依然として良く、目の利く投資家にとって良好なパフォーマンスの獲得機会となっています。」**

このレポートの後半で詳述するように、2026年を展望すると、企業のデフォルトが増加すると予想していますが、これは一部地域におおよそ集中しています。ブラジル市場はここに含まれ、伝統的な金融政策の代償を負わされ、バランスシートが打撃を受けています。特に需要の鈍化と利益率に圧迫を受けているセクターに顕著です。幸いなことに、再度ブラジルを例にすると、ほとんどの企業が過去20年間にわたって多くの危機を乗り切り、強靭になっています。デフォルト件数は増加する可能性が高いものの、ブラジル企業の全体的な資産の質は依然として良く、優れた判断力を持つ投資家にとって良好なパフォーマンスを得る機会となっています。さらに、魅力的な実質金利と伝統的な金融政策の継続を踏まえ、ブラジル市場などの現地市場での投資機会を選好しています。

ブラジル以外では、メキシコ、コロンビア、アルゼンチンのような国で企業業績の見通しはより楽観的です。また、南アフリカとトルコの一部の企業は、現在の低成長環境に耐えられる状況にあると考えています。アジアでは、企業はインフレ低下傾向の進行を背景による低金利環境の恩恵を受けており、ほとんどの国の政策金利が米国を下回っています。

### 現地市場の発展と個人投資家の参加

EM投資家は、EM国の政策当局が現地市場を発展させ、深化させる努力を好意的に見ていました。現地市場の発展により、ソブリン、企業といった発行体が債務を国内で借り換え、外部市場のボラティリティからの影響を減らしています。過去10年間で、EM現地市場の規模は、米国債市場にほぼ匹敵する25兆米ドルを超えて、企業、政府、自治体が資金を調達しています。個人投資家の参加が増加したことがこの成長に寄与しており、投資家からも健全な発展と見なされています。

しかし、これにより、仕組み型商品が組成され、場合によってはシステム内で過剰なレバレッジとボラティリティを引き起こすという新たな課題も生じています。今年、現地社債市場の規模は12兆米ドルに達し、ブラジル、トルコ、ルーマニアなどの国で前年比二桁の成長が見られました。ブラジルの国内社債市場の爆発的な成長は、個人投資家向けの税制優遇措置や、現地ブローカーが発行する仕組み債（COE – Certificados de Operaciones Estruturadasなど）の生成によって促されました。仕組み債の導入により、特定の価格がトリガーとして組み込まれ、それに触ると市場のボラティリティを引き起こす可能性があります。

## 「今年、現地社債市場の規模が12兆米ドルに達し、ブラジル、トルコ、ルーマニアなどの国で前年比二桁の成長が見られました。」

最近、過剰にボラティリティが高まることで、これらの仕組み商品が負荷を受け、強制的な売却と需給要因による大幅下落が起きました。あるケースでは、投資適格企業がファンダメンタルズの懸念ではなく、これらの需給要因によって二桁の利回りで取引されています。さらに、国内投資家は、規制されていない所で取引することも多く、さらなるレバレッジやボラティリティをもたらす可能性があります。アルゼンチンの最近の例では、ブエノスアイレス州議会選挙での与党惨敗という結果を受けて、債券価格が急激に変動しましたが、現地ブローカーのレバレッジがかかったポジションによって変動が一層大きくなりました。

これらの出来事を目にしているEM市場の投資家として、現地市場が成熟してきているとしても、先進国で経験する投機的なバブルやボラティリティに対して、EM現地市場も脆弱であり、さらにEM外の市場も、このようなEM現地市場のボラティリティから影響を受ける可能性があることを認識しなければなりません。このことは、たとえ直接的に投資をしていても、現地市場を注視することの重要性を強調しています。

2026年には、現地社債市場のさらなる成長を予想しています。中国だけで9兆米ドル以上の社債残高があることを考えると、アジアの企業が絶対的な発行量で主導する可能性が高いと見ています。この地域で発行された社債は、中央銀行が利下げ路線を維持する可能性が高い中、現地投資家の利回り追求が下支えになると予想しています。中南米地域と一部のフロンティア市場では、国内投資家の成長を材料に、企業が主たる資金調達の場として現地市場に焦点を当てており、現地企業の発行が引き続き強いと予想しています。

### 外国為替市場の自由化への道

国際的な金融システムとの統合状況を改善する取り組みとして、投資家は歴史的に外国為替市場の自由化も提唱してきました。ほとんどの主要なEM市場は、変動相場制と資本の自由化を導入していますが、移行過程にある国もまだ存在しています。その他では、アルゼンチンといった国は、資本規制の解除がより困難で、外貨準備に負担となるような大規模な資本流出がしばしば起きました。新たな政権体制ではFDI（海外直接投資）が戻らないかもしれませんとの見通しから、企業は時間とボラティリティという試練にも耐えてきました。言うまでもなく、こうした循環を変えることは容易ではありません。興味深いことに、現地企業はこの状況を魅力的な評価で資産を取得する絶好の機会と見ています。電力・エネルギーセクターの企業には、財政面で慎重な姿勢を取り、内部のキャッシュフローを主な原資とするなど、レバレッジを低く抑えながら事業を拡大してきた企業もあります。これらの企業による外貨建て債の発行は、EM社債の投資家に興味深い投資機会をもたらしていると考えています。とはいえ、外国為替市場の自由化や脱米ドル化を進める国での現地市場の発展は、投資家の信頼を築くまでに長い道のりとなる可能性が高いでしょう。

一方で、中国は資本の自由化を慎重に進めており、上海で小規模なパイロット・プロジェクトを開始しています。2015年に前回行った大規模なテストの間に、約1兆米ドルの資本流出があったという記憶が、政府に全国的な改革への警戒心を抱かせており、より広範な自由化に向けたテストを段階的に進めていくことを政府は望んでいます。このケースでは、短期的ながらも、米中間のより融和的なトーンを背景に自由化の勢いが増していることから、前向きな市場セントメントの恩恵を受ける手段として、短期的に現地通貨のエクスポージャーを持つことは、面白い投資機会になるかもしれません。

2026年は、特にフロンティア市場を中心に、EMにおける外国為替市場自由化に向けた枠組みの進展を引き続きモニタリングしていきます。例えば、エジプトは柔軟なインフレ目標への移行と、為替レートを市場の需給に任せることへのコミットメントを再度強調しました。ガーナ、ウズベキスタン、スリランカといった他のフロンティア市場も、国内市場の深化とより伝統的な為替政策を目指すことに注力しています。

### HIPC諸国に対するIMFの政策助言と財政支援

IMFと世界銀行によって1996年にHIPCイニシアティブと呼ばれる、重債務貧困国（Heavily Indebted Poor Countries）へ財政支援を行うイニシアティブが設立されました。しかし、これらの国の大部分は20年後の今も困難に直面しています。多くの国が数多くのIMFプログラムに参加してきましたが、人口圧力、徴税の困難さ、汚職といった複合的な問題によって財政負担が高まり、エチオピア、ガーナ、ザンビアなどの国々で、ここ数年の間に債務再編が起きています。セネガルをはじめ、依然として課題を抱えている国もあり、強く望んでいる財政支援を提供するIMFから、実務者レベルの合意を得ることに苦労しています。

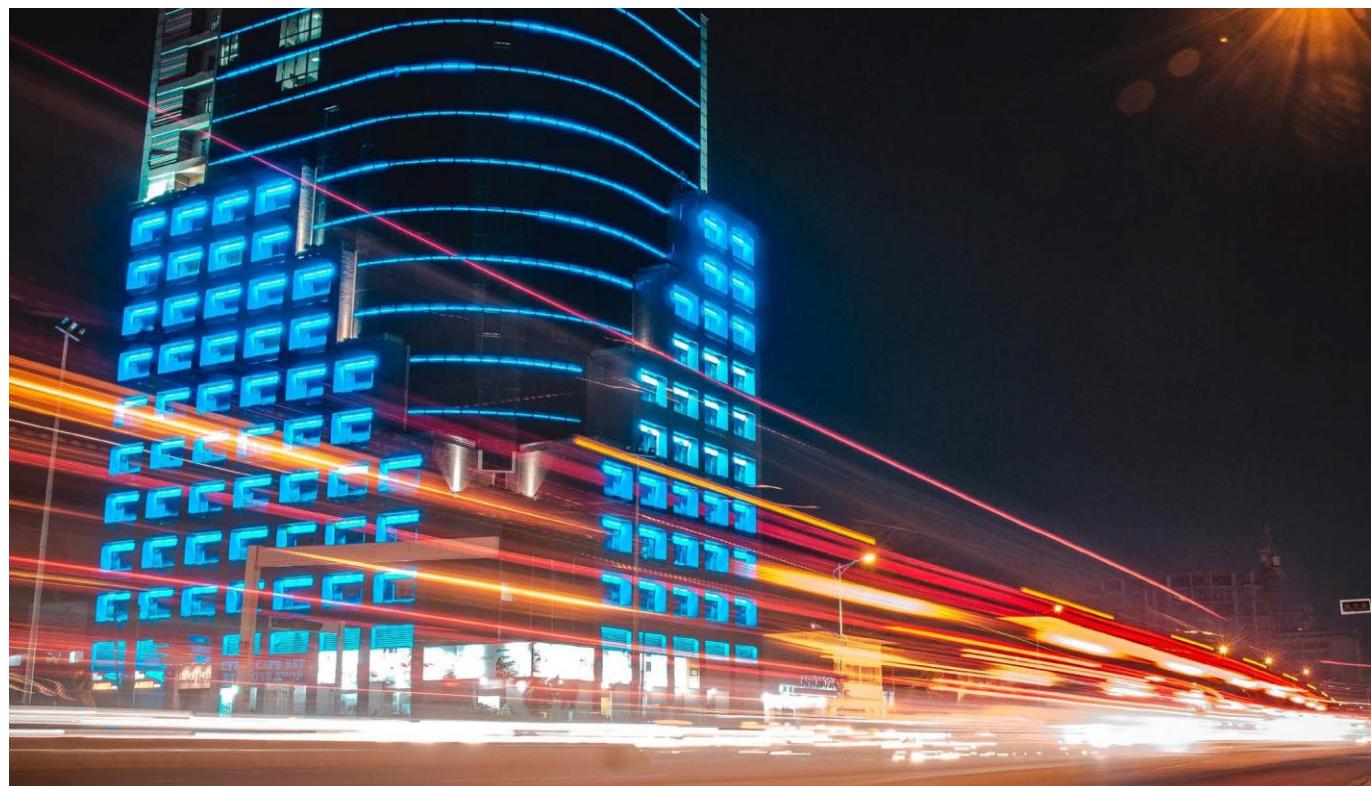
投資家もまた、フロンティア市場に流動性を供給することに対して高い金額を要求しています。例えば、コンゴ共和国は最近、利回りが13.7%の新発債を発行しましたが、これは明らかに長期的に持続不可能な水準であり、特に電力、水、健康などの高い社会的ニーズに直面し、来年には選挙を控えている国にとっては尚更です。同国は2024年11月に債務再編を終えたばかりですが、債務総額はGDP比95%の水準にあります。

この状況は、ザンビアやガーナのように債務再編をうまく切り抜け、1桁の利回りで取引されている国とは対照的です。投資家はこうした状況の国を慎重に選別し、持続可能な方法でどのように国を発展させるのか注視し続けるだろう、と考えています。

2026年のソブリン債市場のデフォルト率は、今年のゼロから増加に転じると予想していますが、過去の長期平均である1%は下回ると見込んでいます。HIPC諸国に関しては、持続可能な状況をもたらすような解決策を私たちは支持しており、民間投資家の関与といった、もっと前例に囚われないアプローチが必要との認識を持っています。こうしたアイデアは以前から出ており、IMFでの非公式な議論の最近の流れからも、こうした国を支援するために違ったアプローチを探すことへのオープンな姿勢が示されています。実際、2026年はそういった解決策に進展がみられる可能性があり、特に投資家が資金使途の透明性を重視する中、より対象を絞ったESGに連動する発行が増えています。

### 成熟していく環境

EM国は成熟を続けています。過去25年間で、EM国は大きく発展し、経済的な恩恵を得ながら、同時に投資家を惹きつけています。柔軟性を保ち、様々なEM市場の資産クラスへのリサーチを包括的に行なうことが、成長に伴う痛みと政策の失敗を見分ける上で最適だろうと考えています。この姿勢は、リスク調整後の高いリターンを2026年に達成するための鍵となるでしょう。



# 敵か味方か – これが2026年のEMソブリン債にとつての決定的な問い合わせになるのでしょうか？

グラハム・ストック、シニア・ソブリン・ストラテジスト  
ティモシー・アッシュ、シニア・ソブリン・ストラテジスト  
ジェンボ・ホウ、ポートフォリオマネージャー  
クリスチャン・リブララート、ストラテジスト／ポートフォリオマネージャー

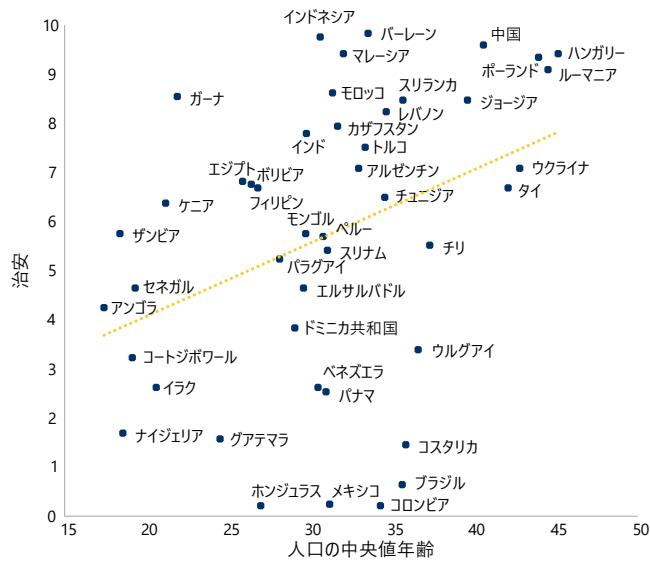


米国が貿易、国際紛争、および同盟関係に関して、力で押す、一方的で、取引をするような姿勢である中、市場は幅広いテーマにわたる高い不確実性に適応しつつあります。アクティブ運用ではいつもそうであるように、こうした変化する状況の中から勝ち組と負け組を見つけ出すことが、ポートフォリオにとって魅力的なアルファの源泉になると考えています。ここでは、この先も続く可能性のあるトレンドを選んで、2025年の進展を見ながら、2026年の発火点がどこに潜んでいるのかを調べてみたいと思います。

現在の紛争地帯はそのまま変わらない可能性があり、ウクライナでの戦争は長引くと予想されます。中東和平は道半ばの状態が続くとみていますし、中国は台湾を強く切望するでしょう。国境を越えた緊張が他の地域で発生し、それがトランプ米大統領に、米国を世界の警察官から世界の仲裁役へと推し進める機会を与え、その過程でノーベル賞を巡る評価に注目が集まる可能性があります。私たちはまた、新たな不安材料が発生する可能性もあると見てています。これは、選挙サイクルが切っ掛けとなる可能性があり、アルゼンチンの中間選挙時のように、米国が肩入れをするかもしれません。中南米だけでも、2026年はペルー、コロンビア、ブラジルで選挙が行われる予定であり、有権者は両極化の兆候を強めています。ハンガリーでの国政選挙やインドでの州選挙も同様に、政治的緊張を伴うと考えています。

選挙という明確なきっかけがなくても、格差の拡大、食品価格の上昇、役に立たない、あるいは腐敗した政府への不満からの圧力が社会不安に発展する可能性があります（図表1と2）。アラブの春は今では遠い過去のように思えますが、その後の10年間でもブラジル、チリ、コロンビアなどで同様の民衆抗議運動が発生しました。

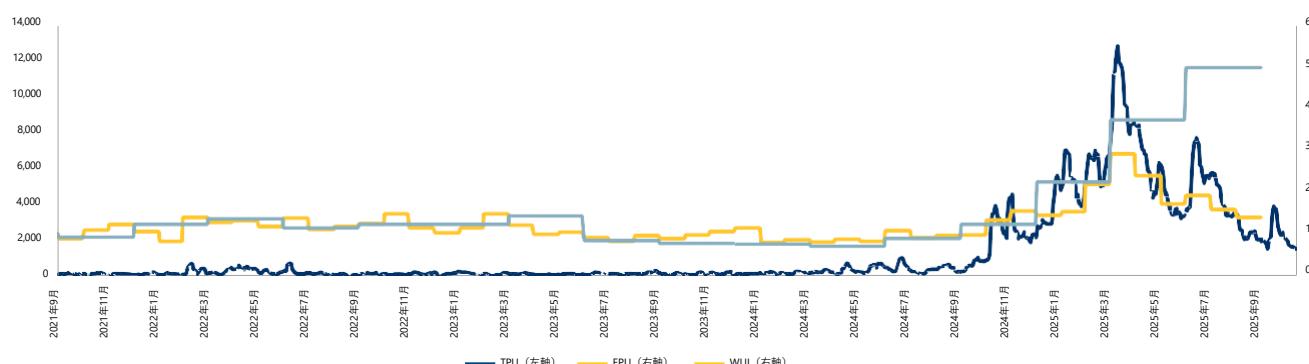
図表1：犯罪と人口年齢の相関関係



出所: Verisk Maplecroft犯罪指数（殺人、財産犯罪、窃盗の発生率を評価）  
2025年第4四半期時点、10は犯罪が少ない、0は犯罪が多い；国連経済社会局（UNDESA）、2025年推定。

2025年の後半に、モロッコとペルーで若者が街頭に繰り出し、政策の優先順位の誤りや犯罪の増加に対する怒りを表明しました。現在のEM国ユニバースからは外れますが、ネパールとマダガスカルでは、そのような運動により政権が倒れました。今後もそのような出来事が起きるリスクに対して警戒が必要であり、外部の力が良くも悪くも、どのように介入する可能性があるのか、という点も考慮する必要があります。

図表2：不確実性指数は過去一年で急上昇しました



出所: ブルームバーグ、2025年10月16日時点。

TPU = ブルームバーグ世界貿易政策不確実性指数；EPU = 世界経済政策不確実性指数、GDP加重；WUI = 世界不確実性指数、GDP加重。

## 中南米

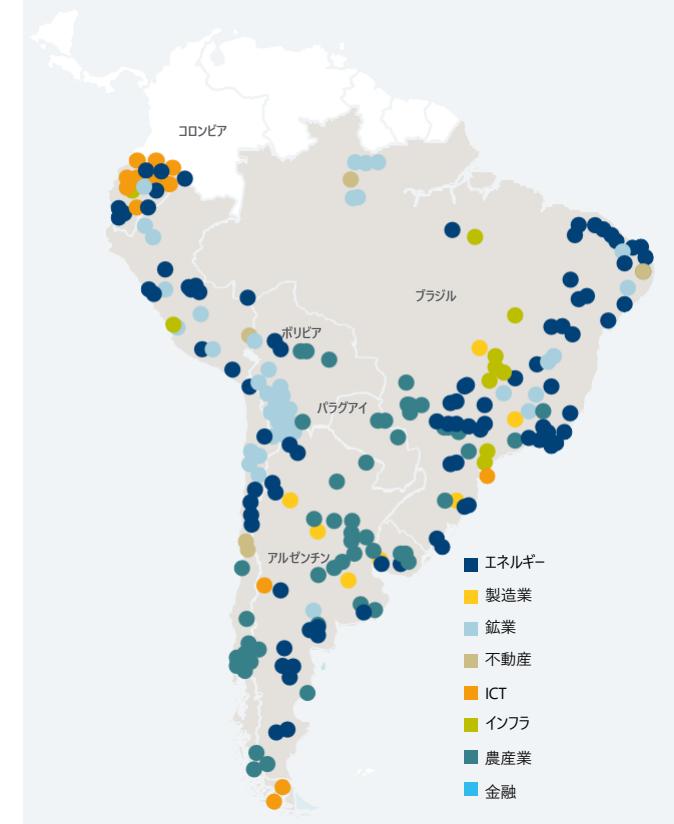
総じて中南米は、解放の日の関税発表による影響が比較的軽微となっており、10%の基本関税がほぼ一律に適用されました。特にメキシコは、米国経済との結びつきが最も強く、米国・メキシコ・カナダ（USMCA）貿易協定が非常に重要な考慮要素であることから、注目が集まりました。しかし、他の国々にとっては、米国の優先事項に合わせることが賢明な戦略であることがすぐに明らかになりました。コロンビアは、1月の早い段階でこれを痛感しました。ペトロ大統領が米政府によって国外追放された同胞の扱いについて、夜遅くに不満を述べた際、すぐにコロンビアから米国への全ての輸出品に25%の関税が課されました。外交活動と謝罪によって関税は撤回されましたが、ペトロ氏の支持率はさらに低下しました。年の後半には、米国への再度の反抗が同氏の米国ビザの取消しを招き、複数の閣僚が同じ運命をたどるか、連帯の意思を示すために米国への渡航を断念しなければなりません。2026年は、年央に新たな中道もしくは中道右派の政権が誕生する可能性があり、コロンビアと米国の関係が改善されると予想しています。

ブラジル政府は、イデオロギーにおける大きな違いにもかかわらず、トランプ政権を敵に回さないように注意しましたが、2022年の大統領選挙でルイス・イナシオ・ルラ・ダ・シルバ（ルーラ）氏に敗れた後のクーデター計画を巡って、ジャイール・ボルソナロ前大統領が起訴された際、独立した司法制度がその裁判を実行したため、米国はブラジルを50%の関税で罰しました。ボルソナロ氏は結局有罪判決を受けましたが、ワシントンでの息子のロビー活動がこうした懲罰的関税の一因とされ、世論もさらなる打撃となりました。2026年に双方ともこの一連の出来事に区切りをつける可能性がありますが、ソーシャルメディアの規制を巡る緊張は続くかもしれません。ブラジルの大統領選挙は10月に行われる予定で、現段階では、4期目を目指すルーラ氏と、右派勢力で影響力を持続するボルソナロ氏が支持する候補者との間で接戦を予想しています。現在の世論調査では、ボルソナロ氏の家族の一員が候補者であれば、ルーラ氏との決選投票で敗れる可能性を示唆していますが、サンパウロ州タルシジオ・フレイタス知事のような著名な職業政治家が勝つ可能性もあります。

## 「中南米は、解放の日の関税発表による影響が比較的軽微となっています。」

対照的に、ハビエル・ミレイアルゼンチン大統領にとっては、トランプ政権との連携が2025年に非常にうまくいきました。ミレイ氏はCPAC（保守政治行動会議）の常連参加者であり、政府の浪費削減を象徴するトレードマークのチェーンソーを振り回し、アルゼンチンの気候変動に関する国際的な交渉からの離脱を発表するとともに、イスラエルを声高に支持しました。ブエノスアイレス州での地方選挙の結果が失望を招き、ミレイ氏の財政調整路線の持続性に懸念が生じた時は、米財務省は「どんなことをしても（Whatever it takes）」という支援姿勢を示し、10月末の国政中間選挙までの時間を稼ぎました。

図表3：中国のラテンアメリカへのFDI



出所: ICLAC, 2025年11月時点

米国は、アルゼンチンへの支援がガバナンス改善を条件としていることを明らかにしました。これは、ミレイ氏のリバタリアン党とより中道の勢力との間の持続的な連携体制を意味し、この取り決めが実際に機能するかどうかは、2026年および2027年末の次回総選挙の課題となるでしょう。

米国がアルゼンチンを支援するさらなるインセンティブは、中国の影響力を削ぐことであり、このテーマは2026年を通じて同地域全体で続くと予想しています。米国は、パナマ運河の両端の港湾やペルーの新しい大きな港であるチャンカイなどのインフラにおける中国の存在に強い警戒感を示していますが、過去数十年にわたる積極的な投資によって、エネルギー・鉱業を含む他の多くの分野で潜在的な引火点があるということになります（図表3）。

ブラジルとアルゼンチンの対照的な立ち位置は、ベネズエラとエルサルバドルの状況にも反映されています。ベネズエラのマドウロ大統領は、「太陽のカルテル」の首領として名指しされた後、彼の首に5,000万米ドルの懸賞金がかけられています。一方、エルサルバドルのブケレ大統領は、米国から追放された不法移民を収容するために自国の厳格な刑務所を利用可能にしたことから、ホワイトハウスに歓迎される存在となっています。ベネズエラにおいて全面的な政権交代が実施されるかどうかは疑わしいですが、米国の圧力が新しいチャベス派の国家元首への移行を促し、稳健派野党との一定の妥協をもたらす可能性があります。

エルサルバドルでは、ブケレ大統領の人気が非常に高いのですが、IMFプログラム下で必要とされる年金制度の改革などの厄介な経済的課題に対して、米国がどれだけ支援できるかには限界があります。政策運営に綻びが生じた場合、外交的な連携で十分であるかどうかはまだ分かりません。

メキシコは特別なケースです。表面的には、米国との関係は対立に向かいやすい構図にみえます。1848年に米墨戦争が終結して以来、多くのことが起こりましたが、現在の潜在的な引火点は、麻薬密売や不法移民などの政治的に敏感な問題から、メキシコ湾をアメリカ湾に改名しようとするパフォーマンス的な動きまで様々です。実際には、両国経済の統合は、メキシコの見通しと多くの米国企業の収益性にとって重要です。したがって、USMCAの利益を維持することは、メキシコのクラウディア・シェインバウム大統領とその政権が示す実際主義の中核に位置づけられています。USMCAの見直しは2026年半ばまでに完了する予定ですが、特朗普政権の二国間貿易交渉を好む姿勢と超国家的枠組みに対する抵抗により、すでに合意が弱体化していることは明らかです。メキシコは、中国からの輸入と投資に対する障壁を高め、麻薬密輸と不法越境（これらは急激に減少しています）に対抗するために可能な限り協力することで、ホワイトハウスを喜ばせようとし続けると予想しています。それにもかかわらず、将来の貿易関係に対する不確実性は高いままであり、米国市場へのアクセスから利益を得るべきセクターへの投資を抑制する要因となっています。

## 中央東ヨーロッパ、中東、アフリカ (CEEMEA)

欧州の状況はより複雑です。

実をいうと、欧州の主流派からは特朗普大統領の政策やMAGA運動に対する支持はほとんどありません。ホワイトハウスでの温かい感謝の言葉や壮大な国賓訪問にもかかわらず、特朗普氏の2期目が欧州に不安をもたらしたことは疑いの余地がありません。特朗普氏の議題は、欧州からの軍事的撤退だけでなく、主な世界的脅威として中国（ロシアではなく）に焦点を当てた自身の利益と優先事項を推進することです。



トランプ氏の政策が価値観ではなく利益によって動かされていることは、欧州が拡大と貿易政策を通じて広めてきた共通の価値観に誇りを持つ欧州にとっては受け入れがたいものです。しかし、欧州は今、遅すぎるかもしれません、自分たちの価値観だけでなく利益もトランプやMAGAと袂を分かつ可能性があることを認識しています。

しかし、欧州内でも対立する政治勢力があります。英国の改革党、ドイツのAfD、フランスの国民連合、ハンガリーのオルバン政権、スロバキアのフィツオ政権、ポーランドのナヴロツキ政権、さらにはチェコ共和国のバビシュ政権などは、トランプ大統領やMAGAに近い立場を取っています。これに対して、欧州主流派が、欧州の社会的リベラリズムを守るために資源を投入（および凍結）して対抗してきました。ルーマニアとモルドバでは、困難な改革課題に直面する新政府に対して、欧州委員会からの好意的な扱い（十分な資金提供など）を受ける可能性があります。ルーマニアの場合、財政再建が非常に必要です。アルバニア、ブルガリア、そしてポーランドのトウスク政権も欧州委員会（EC）から同様に好意的な扱いを受けています。

**「トランプ氏の政策が価値観ではなく利益によって動かされていることは、これまで拡大と貿易政策を通じて広めてきた共通の価値観に誇りを持つ欧州にとっては、受け入れがたいものです。」**

ハンガリーでは、EUの制度的枠組みの限界を試すオルバン首相に応じて、EU構造基金の支出が230億ユーロ停滞しており、これらの基金の行方は2026年4月の激戦が予想される選挙に影響を与える可能性があります。オルバン氏の敗北は、停滞していたEU構造基金が流入することになるため、市場にとってプラスとなるでしょう。また年明けには、セルビアでの早期選挙の可能性も注視しており、MAGA寄りのヴチッチ大統領と親欧州派の候補者が対立する可能性があります。近隣では、ボスニア・ヘルツェゴビナのスルプスカ共和国でMAGAに近い立場の元大統領が独立を訴える可能性があり、地域の統一に緊張をもたらす可能性があります。

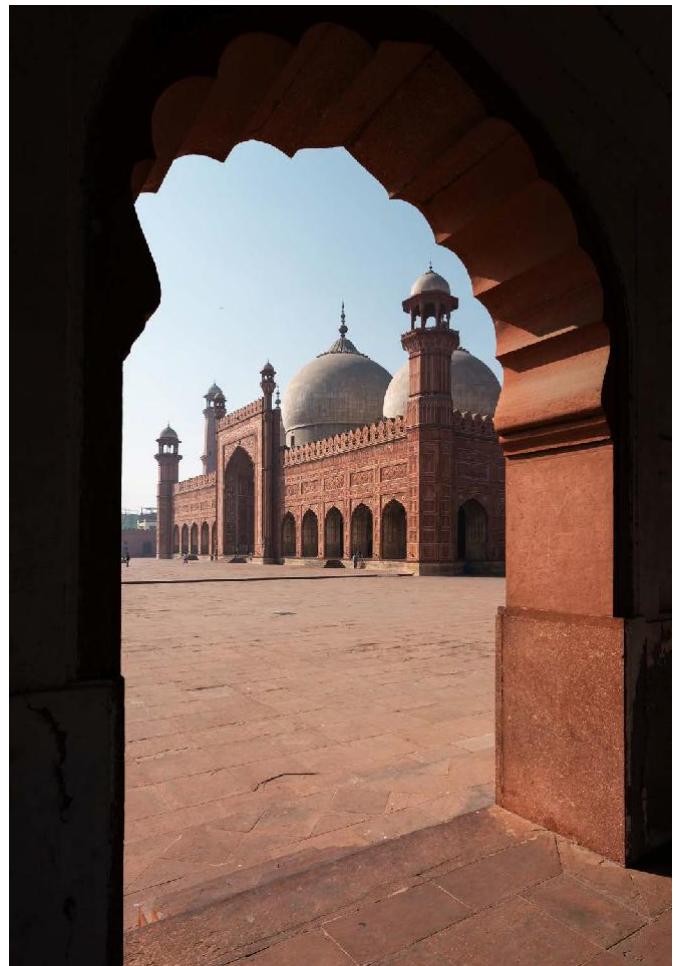
湾岸諸国、エジプト、トルコ、パキスタンは、バイデン政権が掲げた価値感に関する高い基準を満たすのに苦労してきましたが、トランプ政権とは利益を軸に立ち回ることが有効とすぐに学びました。トルコのエルドアン大統領は、ナゴルノ・カラバフ（ノーベル平和賞推薦理由の一つ）、シリアム、ガザ問題でトランプ氏に解決策を提示しました。トランプ氏は、エルドアン大統領に対し野党の共和人民党との関係などの国内政治の苦境について一定の猶予を与えるような対応をし、2026年はハルクバンク問題やF16およびF35戦闘機の取引、エルドアン大統領が望む大型ボーイング機取引に進展がみられる可能性があります。

カタールとサウジアラビアはガザ合意に貢献し、米国との新たな安全保障協定で報われたようです。両国とも米国への数兆米ドルの投資を約束し、トランプ大統領に敬意を表しました。いずれにせよ、湾岸諸国は開放と改革を続け、世界の資本を呼び込む姿勢を維持することが予想されています。さらに、トランプ氏の新たな試みであるロシアを国際石油市場から締め出すことは、LNGで先行したカタールのように、サウジアラビアが市場シェアを獲得する機会となる可能性があります。

パキスタンは、トランプ大統領に接近し、最近のインドとの対立における停戦を確保することでノーベル賞にノミネートし、トランプ陣営の支持者と暗号資産関連の取引に合意しました。その結果、インドと比較して関税での優遇やホワイトハウスへの容易なアクセスを確保し、鉱物取引と資金調達の約束を得ました。これは、過去1年間のテーマであるパキスタンの転換ストーリーを後押しする可能性があります。同国は中国と米国を巧みに天秤にかけ、両国からの投資の恩恵を受けています。

南アフリカのように、主に国内の政治的理由で米国に対して敬意を払うことが難しかった国は、罰せられています。南アフリカの黒人優遇プログラムは、ホワイトハウスやMAGA陣営に敵を作り、社会的正義と人種関係に根ざした国内の政治的理由で容易に譲歩することが困難でした。そのため、33%の関税で罰せられました。これは、与党ANCと民主同盟（DA）の国民統一政府の団結や、改革議題の維持を促す側面もあり、南アフリカ資産は下支えされる見込みであるものの、国内政策と改革について誤りを許容できる余地はほとんどありません。

そして、ロシアはトランプ政権にとって友人か、それとも敵なのでしょうか？関税や制裁がトランプ氏の脅威認識を測る尺度であるならば、プーチン大統領は再びレッドカーペット待遇を受ける位置にあるようです。そして、トランプ氏はベーリング海峡を越えたビジネス拡大という最終目標を隠しておらず、政権内の中国タカ派の願望に応えているのかもしれません。彼らは「逆ニクソン」、つまり主要な敵に対抗する米露同盟を求めています。トランプ氏はプーチン氏を友人と公然と宣言し、ウクライナは米露関係正常化への道における厄介な障害物のように扱われています。



おそらく2025年後半にロシア石油大手のロスネフチとルクオイルを制裁する動きが力学を変える可能性がありますが、同様にトランプ大統領はプーチン大統領を宥める方向に戻るかもしれません、それはウクライナと欧州にとって不利益となるでしょう。

ウクライナは、欧州と同様にトランプ大統領に対して二つの考えを持っています。彼らにとっては、米国からの資金支援という「アメ」が減り、代わりにゼレンスキー大統領が大統領執務室で厳しく扱われ、プーチン氏の和平条件を受け入れるように圧力をかけられるといった「ムチ」が強まっています。ゼレンスキー大統領は、提示されている取引が、ウクライナの主権と自身の政治生命の終わりを意味することを理解しており、トランプ大統領からの圧力に抵抗してきました。ウクライナの戦略は、欧州と同様に、トランプ氏を時間稼ぎに使い、米国の武器供給への依存度を下げて離脱することで、米国を友人でも敵でもない状態に保つことを望んでいます。ウクライナにとっての悪夢は、米国が実際にプーチン氏と同盟を結び、欧州に支援を引き上げさせ、ウクライナをプーチン氏の下で崩壊させることです。そうなれば、米露間の巨大なビジネスが進展し、欧州の安全保障に重大な打撃を与え、欧州と中国が協力を深める最終的な引き金となる可能性があります。

では、友人か敵か？ 答えは簡単ではありません。伝統的な同盟関係は危機に瀕しており、新たな戦略的関係が築かれる可能性があります。多くの国にとってリスクと機会があり、多くが様子見の姿勢をとるか、米国、中国、欧州、ロシアという大国同士を対立させながら、立ち回っています。

## アジア

アジアの国々の中で、ワシントンや北京に対して明確な賭けをしたいと思う国はほとんどありません。地政学的対立が制御不能になることを恐れているからです。これまでのところ、各国の外交的なレトリックのほとんどは、中国と米国の両方を考慮した、和解的なものであり、自国の戦略的自律性を維持するためのヘッジが意識されています。

インドは、米国や中国のいずれかに同調するには大きすぎる国であると自認しています。インドは、自国の戦略的影響力を最大化するために、両国を互いに対立させようとしています。例えば、中国との国境紛争が激化した際、インドはオーストラリア、米国、日本と共に四国安全保障対話（Quad）に参加しました。トランプ大統領がロシア産原油の輸入を理由にインドに50%の関税を課した際、モディ首相は迅速に中国とロシアが主導する地域安全保障組織である上海協力機構のサミットに出席し、ブーチン氏と習近平国家主席との連帯を示しました。重要なのは、旧ソ連、そして後のロシア連邦が、独立以来インドにとって最も信頼できる戦略的パートナーであったという点です。これは一般的な地政学的分析で時折見落とされることがあります。今後、モディ氏率いるインド人民党（BJP）は2026年にタミル・ナードゥ、ポンディシェリ、ケララ、アッサム、西ベンガルで重要な州選挙を控えています。2024年の国政選挙で小さな挫折を経験した後、これらの州選挙の結果は、モディ氏の「インドを再び偉大にする」プロジェクトにおける人気を明らかにし、ひいては世界的な地政学的同盟を築く上での彼の立場の強さを示すことになるでしょう。

インドネシアは世界で4番目に入人口が多い国であり、イスラム教徒多数国では最も人口の多い国です。伝統的に米国と共同沿岸警備訓練といった安全保障問題で協力してきた選挙民主主義国である一方で、供給チェーンがより連携を強めるにつれて、米国から中国へと多角化を進めている動きが見られます。さらに、2025年10月にインドネシアが少なくとも42機の成都J-10戦闘機を購入する決定を下したこと、インドネシアは外国としてパキスタンに次いで2番目にJ-10を運用する国となりました。パキスタンは、5月の両国間の短期的な紛争でインドのフランス製ラファール戦闘機を撃墜するために、これらの機体を使用したと報じられています。2026年は、プラボウォ政権にとって重要な年になるでしょう。政府の旗艦投資ビーグルであるダナンタラが本格稼働する年であり、投資家はその成果を通じて、今後の戦略的優先事項や商業的な提携関係の方向性を見極めることになるでしょう。これ以外にも、財政赤字が3%の目標内に収まるかどうかなどの、財政動向を注意深くモニターしていきます。

ASEAN（東南アジア諸国連合）の小規模な国は、米中対立に対してより曖昧な立場を取る傾向があります。例えば、マレーシアのアンワル・イブラヒム首相は、カンボジアとタイの紛争を終わらせるために建設的な役割を果たしたとして、トランプ大統領から称賛されましたが、同時にアンワル氏は9月3日の中国の軍事パレードに出席し、イスラエルのガザ侵攻に強く反対しました。

ベトナムの共産党指導部は、2025年4月の解放の日の直後に、米国の輸出に対してゼロ関税を提供し、ホーチミン市に60階建てのトランプタワーとトランプゴルフリゾートの建設を提案した最初の国でした。米国との有利な貿易協定を手にしたトーラム書記長は、2026年の第15回共産党全国大会で党指導者としての役割を強化しようとするでしょう。これは、FDIを引き付けるための規制上の障害に対処し、新しいインフラプロジェクトを推進し、公共部門を合理化するなど、強力な成長志向の政策を進めることを意味します。

トランプ政権下では、米国の同盟国であることが必ずしも有利に働くとは限りません。例えば、フィリピンは1947年以来米軍基地を受け入れているにもかかわらず、19%の相互関税率となり、台湾でさえ20%の相互関税の対象となりました。一方、日本と韓国はともに15%となりました。興味深いことに、日本と韓国の関税には「投資協定」という条件が付いており、米国への投資を引き込むことを意図していますが、結果的に両国は中国とのより緊密な協力関係を築き、トランプリスクをヘッジするように促がされたようです。中国への調査旅行中、今年は上海に日本人駐在員が大幅に増えていることを知らされました。一方、韓国は2025年6月に、より親中派の大統領が選出され、和解への道が開かれました。

確かに、この急速に進化する地域の同盟を理解する上で、「民主主義対非民主主義」という枠組みを適用する冷戦の考え方は、ますます時代遅れになっています。これはトランプ大統領以前からのものですが、彼の政権下で加速しています。おそらく、2026年の最も重要な出来事は、中国と米国の両国首脳による一連の二国間会談でしょう。トランプ氏が春に北京を訪問し、習主席が年内にワシントンを訪れる予定です。これらの会談は、理論的には二国間関係を安定させ、地域全体の政治的および経済的動向の予見性を高めるはずです。



## サハラ以南のアフリカ

トランプ政権は、サハラ以南のアフリカに関しては主要な貿易相手国でも地政学的競争相手でもないため、優先していません。援助の削減は、地域への関心があまり高くないことを示すものであり、アルゼンチンのような国への支援とは対照的です。しかし、米国がレアアースを調達し、中国と競争しようとしている中で、これらの政策優先事項が交差する地域での米国の介入の動きが見られます。トランプ大統領は、ルワンダが支援する軍隊が関与するコンゴ民主共和国（DRC）の紛争を停止するための合意に、DRCとルワンダが同意するように求めました。この合意の長期的な成功には不確実性がありますが、トランプ政権は地域の安定を図り、DRCのレアアース鉱物へのアクセスを得ようとしているようです。これにより当地域への投資を通じて他のプラスの影響が生じる可能性があります。しかしながら、それは保証されていません。と言うのも、資源豊富な国が商品を輸出しても、ガバナンスの弱さや政策の選択ミスにより、国民の生活水準を向上させられない例が多く見られるからです。

資源への関心は、アンゴラのような国にも利益をもたらす可能性があります。ロビト回廊プロジェクトでは、DRCとザンビアから大西洋へと貴重な資源を輸送するために、再建された鉄道を利用しようとしており、これは何十年もこの地域の鉱物を確保してきた中国に対する対抗となりそうです。アンゴラとザンビアの両国が多くの資源を中国に輸出しながら、中国に対して多額の債務を抱えていることは注目に値し、米国がこの地域での存在感を高める余地があることを示しています。

この流れの具体的な市場面での表れとして、DRCの債券市場への参入が挙げられます。安全保障の改善と鉱物資源の豊かさを活かし、成長と生活水準の向上を支援するために、必要なインフラに投資するための借入を検討するかもしれません。

紛争とガバナンスという課題を抱える国に対する投資家の関心を観察するのは興味深いでしょう。和平合意に署名したルワンダは、米国から少数の移民を受け入れることにも同意しており、米政権の支持を得る可能性があります。

ナイジェリアでのイスラム過激派によるキリスト教徒迫害についてのトランプ大統領の最近のツイートと、それに対抗するための軍事行動の動機を見極めるのは簡単ではありません。安全保障問題と両宗教間の暴力が続いている中で、米国の関心は、ナイジェリアに送還者を受け入れさせたいという願望、鉱物資源が豊富な地域でのロシアの存在感の増大に対抗すること、あるいはキリスト教徒の有権者基盤への直接的なアピールなど、いくつかの要因に起因しています。

多くのサハラ以南のアフリカの発行体が、IMFや世界銀行の優遇融資を利用して、マクロ経済の課題を乗り越えてきました。これらの調整プログラムは必ずしも根本的な課題を解決するわけではなく、米国財務長官のベッセント氏の声明は、IMFの融資プログラムのアプローチを変更したいという意向を示しています。彼は、繰り返しの借入を避けるためにプログラムの条件を強化し、改革の前倒しや事後的な資金調達を重視する方向への転換が示されています。これは、おそらく基金へのアクセスのハードルを高くすることを示唆しています。IMFのレジリエンス・サステナビリティ・トラスト（RST）のようなグリーンプロジェクトの資金調達も不透明感があり、全体の資金需要からみればわずかな資金を表していますが、外部資金調達源が減少する可能性があります。米国の政策変更が地域に影響を与えていた兆しはあるものの、今後1年間のサハラ以南のアフリカにおいては、商品価格、財政の軌道、IMFプログラムの進捗が、より重要なテーマとなる可能性が高いでしょう。



# 現地通貨建て債市場のアウトパフォームは続くと考えています

ブレント・デービッド、シニア・ポートフォリオ・マネジャー



EM現地通貨建て債市場は今年、驚異的な回復を遂げました。多くの投資家は、これが単なる循環的で一時的な現象なのか（過去15年間の米ドル強気市場でこのような現象が何度もありました）、それとも長期的なアウトパフォームへの構造的な変化の始まりなのかを問っています。私たちは後者だと考えており、EM現地市場の通貨と金利のアウトパフォーマンスが長期にわたって続くと見ています。

この見解の主な根拠は、長期にわたる強気相場を経て、米ドルが構造的な下落局面に入り始めたという私たちの予測にあります（図表4）。現在、FRBの独立性、米国の政策決定に関する不確実性、大規模にある保有米国資産に対して外国投資家がヘッジをかける可能性、といった中期的懸念があります（図表5）。これに加えて、米国の労働市場の軟化や金利差の縮小といった、より循環的な要因もあります。これらを総合すると、循環的な要因が中期的な米ドル安への橋渡しをする中、米ドル（依然として大幅に過大評価されている）をショートする非対称的な機会があるとみています。

米ドル安が「すべての船を持ち上げる」ことに加えて、多くのEM国は新しい貿易パラダイムから直接恩恵を得る状況にあります。例えば、インドとブラジルは相対的に閉鎖的な経済であり、それぞれ中国からのリショアリングや中国からの農産物への強い需要から恩恵を受けられるという点で目立っています。メキシコといった中南米などの他地域は、多極化した世界において、米国との統合強化による恩恵を受けるはずです。中欧諸国、とりわけポーランドとチェコは、ドイツの新たな財政支出による成長への波及効果から恩恵を受ける有利な立場にあります。

一方、低利回りのアジア通貨の多く（マレーシア・リンギットなど）は、現地の人々によって大量の米ドルが保有されている状況を踏まえると、資本環流やヘッジ比率の上昇から恩恵を受けると考えています。投資家がハイテク株を中心とした米国株から資金を分散させる中、EM株式市場への流入も通貨を押し上げる要因になるとを考えています。このように、米ドル安の次の局面は、EM通貨の強い動きを伴う可能性が高いとみています。私たちは、これを中期的な構造的テーマと見ています。

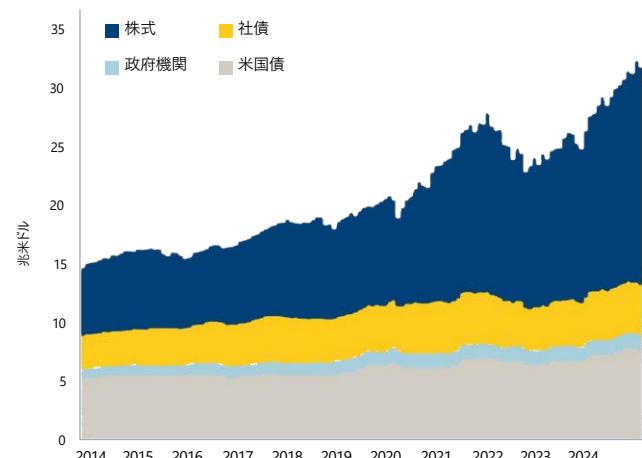
投資家が資金配分の代替先に注目する中で、EMの現地金利もまた、インフレが抑制されている中で、政策金利がすでに高い水準にある国では、利回りの低下を通じて魅力的なリターンを得る機会があると考えています。こういった国は、関税の成長へのネガティブな影響が現れる中で、中央銀行が金利を引き下げる余地があると考えています。

図表4：米ドルは歴史的に割高な水準にあります



出所: ゴールドマン・サックス、2025年3月時点

図表5：米国資産の外国保有額は30兆米ドルに達し、その大部分はヘッジされていません



出所: UBS、2025年3月時点

EM国のインフレ見通しは穏やかです。EMのインフレ計算項目は、一般的にコアサービスよりもコア商品へのエクスポートがはるかに大きく、コロナ禍以降続いている傾向、すなわち、中国の輸出が米国から別方面に向かう動きによって、EM諸国全体でコア商品の価格に下方圧力がかかっています。これらの動向は特に東南アジアと中東欧で顕著ですが、最近のデータでは中南米とアフリカでの中国製品の販売増加も見られます。この動向は、EM経済におけるディスインフレ基調に引き続き大きな影響を与えるでしょう。

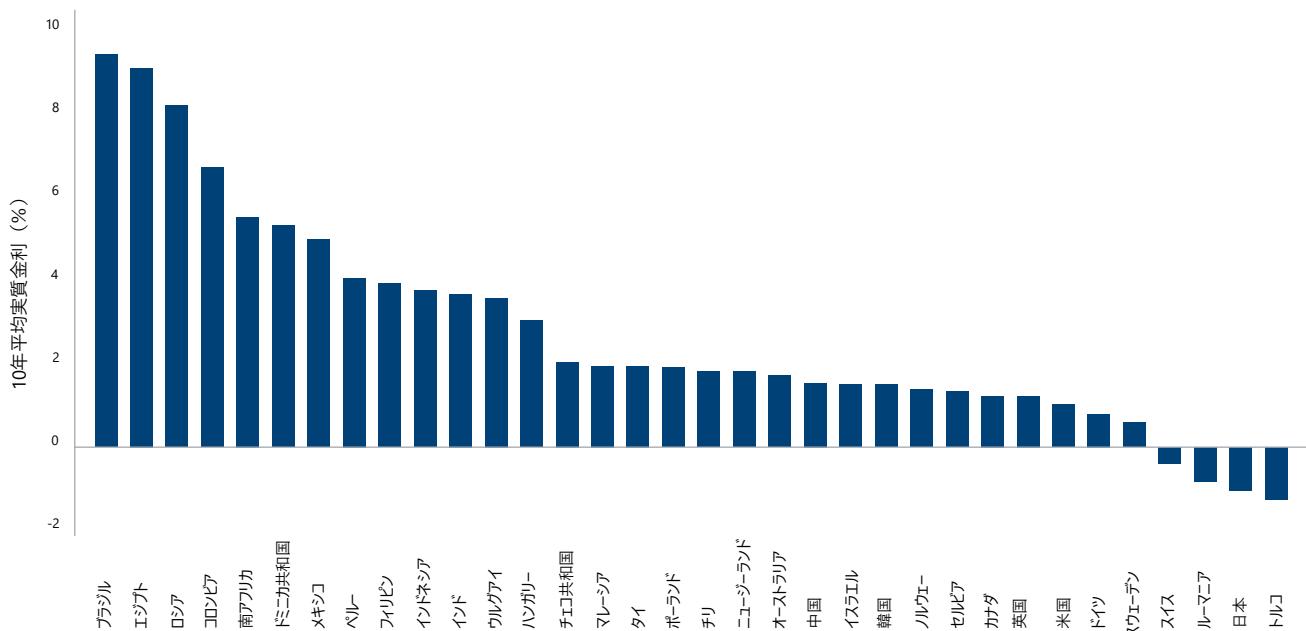
一般的に、EMの中央銀行は過去20年間で、インフレ目標を持った運用への信頼性を大いに高めてきたと言えます。主に米ドル高の環境で運営されてきたことで、EMの中央銀行は、通貨安がインフレ期待を再び不安定化させるリスクに注意を払う必要がありました。これにより、多くのEM中央銀行は防御的な姿勢を取り、実質金利に大きなバッファーを確保しました（図表6）。しかし、構造的な米ドル安の状況に移行すれば、これらの中央銀行は中期的に政策金利を大幅に緩和することができるはずです。実際に、コアインフレの鈍化による追い風と安定した（または強い）通貨は、中期的なインフレ期待を安定させるための強力な組み合わせとなるでしょう。

このように、EMの現地資産は通貨と金利の両方の要素から恩恵を受ける局面にあります。大きな分散効果と魅力的な潜在リターンを踏まえると、EM現地市場は、グローバル債券市場で投資家が米ドルの構造的な下落から恩恵を受けられる、最も魅力的な資産クラスとして際立っていると言っても過言ではありません。2026年の注目すべきイベントの一つは、FRB議長の交代です。これによりFRBの独立性に関する懸念が高まれば、米国以外の資産への支持が強まるでしょう。一方で、粘り強いインフレに直面してFRBがタカ派に転じれば、私たちのEM現地市場に対する建設的な見解へのリスクとなります。

最後に、借入コストの低下は、好条件でのリファイナンスの機会を通じて、非常に防御的なバランスシートを維持してきた国内企業にも利益をもたらすはずです。投資家が上乗セスプレッドを伴う、より多様な投資を求める中で、現地通貨建ての社債にとって好機が訪れています。この資産クラスへの需要の増加は、EM企業が自国通貨で、大規模な借入を国際市場で行うことを可能にしてくれます。



図表6：多くのEM市場は魅力的な実質金利を提供しています  
10年実質金利（平均インフレ）



出所: ブルームバーグ、2025年11月時点

# EM社債 – 最近のデフォルトは炭鉱のカナリアか？

アンソニー・ケトル、シニア・ポートフォリオ・マネジャー



2026年のEM企業の見通しは、世界的なデフォルト増加に型取られており、EMでのデフォルトも低い基準から上昇する見込みです。しかし、実際には予想されるデフォルトの大部分が少數の大規模な銘柄に集中しており、ストレスレベルはすでによく知られており、ほぼ価格に織り込まれているため、ヘッドラインベースでのデフォルト率だけを見ることは誤解を招くと考えています。全体のデフォルト率は高く見えるかもしれません、より詳しく見ていくれば、それは資産クラス全体にデフォルトが広まることを示すものではありません。実際、私たちの分析によれば、EMハイイールド企業市場は概して健全な状況にあり、堅固なファンダメンタルズは堅固でレバレッジ水準は低くなっています（図表7）。2026年のヘッドラインのデフォルト率予想は、額面ベースで5.2%、時価ベースで3.4%であり、5つが全体の3分の2を占め、そのうちの1つが3分の1を占めています。同様に重要なのは、多くのリスクのあるクレジットがすでに高いデフォルトリスクを価格に織り込んでおり、さらに、一部のデフォルトは完全な債務再編ではなく「債務条件の変更と延長」から生じるため、投資家にとってはプラスのNPVをもたらす可能性があることです。

基本的に、EM社債という資産クラスは過去数年間で大幅な改善を遂げており、コロナ禍の影響に加えて、ロシアのウクライナ侵攻と中国の不動産危機が、他地域と比較してEM社債のデフォルト率を大幅に引き上げました。これは、この資産クラスにとって苦しい時期となりましたが、明るい側面は、EM企業のレバレッジ水準は過去5年間でほぼ半分となり、最近はやや悪化が見られるものの、依然として歴史的に見れば下限の水準にとどまっていることです。シングルBおよびCCC格付けの債券の格付け動向も大幅に改善しており、格下げに対する格上げの比率は2017年以来初めて1倍に達しました。これは、低格付けセグメントにおけるレバレッジ解消の傾向を反映しています。さらに、2026年に償還を迎えるEMハイイールド債の約30%（中国を除く）は借り換えまたは延長されており、ロールオーバーリスクは抑制されています。

セクター別では、通信セクターが収入に対する需要の非弾力性、高い利益率、市場統合や設備投資の必要性低下といった基本的な要因に支えられて好調に推移すると予想しています。輸送セクターも、落ち着いた燃料価格と旅行に対する堅調な消費者需要から恩恵を受ける見込みです。特に、安定したバランスシートを持つ航空会社は恩恵を受けるでしょう。しかし、石油化学セクターは供給過多と低価格のために困難に直面しており、2026年はデフォルトが増加する可能性があります。

図表7：EM企業のネットレバレッジは歴史的に見て最低水準



出所： JPMorgan, 2024年10月時点

コモディティ分野では、金や銅などの金属に対する継続的な需要と、供給ショックが価格を支え、生産者にとって安定した環境が提供されています。鉄鋼や鉄鉱石のような一部のセクターではファンダメンタルズが不透明ですが、厳選した投資において魅力的なリスク・リターンがもたらされる可能性があります。

「EM社債は、スプレッドと利回りの両面で先進国の同業他社に比べて魅力的なバリュエーションを提供しており、歴史的に見て高い利回り水準により健全なキャリーを維持しています。」

クレジット市場全体のバリュエーションはスプレッドの観点ではタイトに見えますが、絶対的な利回りはより理にかなった水準です。EM社債は、スプレッドと利回りの両面で先進国の同業他社に比べて魅力的なバリュエーションを提供しており、歴史的に見て高い利回り水準により健全なキャリーを維持しています。デフォルトのニュースや個別材料によるイベントによって引き起こされると予想される分散とボラティリティは、アクティブマネジャーにとって投資機会を創出するはずです。資産クラスの基本的な改善と魅力的なバリュエーションを踏まえ、2026年のEM社債の投資見通しに対しては前向きな姿勢を維持しています。

## EM社債 – セクター別の見通し

### 通信・メディア・テクノロジー

スベン・ショルツ、社債シニア・アナリスト

2026年の通信セクターに対して前向きな見方を維持しています。この業界は、収入に対する需要の非弾力性と高い利益率により、本質的にディフェンシブな特性を持ち、リスク資産にとってボラティリティの高い年となる可能性がある中で、ポジティブな特性を持っています。さらに、国内市場の統合など競争圧力を緩和する根本的な動きもあり、設備投資の必要性はほとんどの市場で低下傾向にあります。スマートフォンと光プロードバンドの普及率がまだ上昇する余地があるため、収益成長は先進国の同業他社を上回り続けるでしょう。人口増加がこの動態をさらに支えています。現地通貨と債務償還期限は、多くの発行体によって状況を大きく左右する要因とはならないと予想されています。しかし、競争圧力と高いネットワークコストのために、弱いプレーヤーが生き残るのが難しいセクターでもあります。



したがって、資金調達コストの上昇や規制の変更などの予期しない事態に耐えられる、市場での安定したポジショニング、堅固なバランスシート、適切なレバレッジ水準を持つ企業に引き続き焦点を充てています。バリュエーションは一般的にこれらの特性を反映していますが、タワー会社や一部のアフリカおよびカリブの通信事業者の中には魅力的な投資機会があると見ており、中南米とアジアでも一部のポジションを保有しています。関連するテクノロジー・セクターはEMでは比較的小さく、地政学、関税、貿易制限による継続的な障害を抱えており、バリュエーションは割高に見えます。これらの課題はあるものの、AIおよびeコマース関連の一部の銘柄には投資妙味があると考えています。

### 輸送とインフラ

スベン・ショルツ、社債シニア・アナリスト

輸送セクターは、落ち着いた燃料価格から引き続き恩恵を受け、運営コストの削減と利益率およびキャッシュフロー生成の助けとなるでしょう。同時に、旅行に対する消費者需要が堅調に推移すると予想しています。特に航空会社は、メーカーの納入問題と長いリードタイムにより世界的な航空機供給が制約されているため、価格決定力と高い利用率を持ち、競争圧力が低下することによる恩恵を受けます。とはいえ、発行体を厳選することは重要であり、脆弱な銘柄はこの環境でも持続可能なフリーキャッシュフローを生み出すことに苦労しているため、堅固なバランスシートと債権者に友好的な債券構造を持つ航空会社に焦点を絞っています。

第二の派生として、EM諸国の空港や航空機リース会社も前向きに捉えています。より広範なEM全体のインフラストラクチャーには、空港だけでなく港湾や有料道路も含まれており、一般的に安定した予測可能なキャッシュフローに支えられたディフェンシブで債権者に友好的なプロファイルを持ち、成熟した先進国の同業他社よりも強い成長ダイナミクスから恩恵を受けています。特に港湾については、より高い関税の導入による貿易フローの変化を引き続き注視しています。しかし、これまでのところ、大きな影響は検知しておらず、バランスシートは貨物量の一時的な変動に対して耐性を有しています。



### 公益事業

マティアス・ヴァマーユ、シニアコーポレートアナリスト

公益事業セクターは2026年も、ディフェンシブな性質、安定したキャッシュフロー、安定したレバレッジ水準による恩恵を引き続き受けると予想しています。一部の大規模プロジェクトや再生可能エネルギーのイニシアチブが稼働するにつれて、発電事業者の設備投資集約度と資金調達ニーズは減少する可能性があります。燃料の多様化と移行は続きますが、地域全体の価格圧力により新しいプロジェクトの経済性が魅力的でなくなっているため、企業はより選択的になっています。再生可能技術へのエクスポートの高まりにより、多くの事業者にとって資源由来のボラティリティが高まるため、需給契約のプロファイルがより重要になります。ボトルネックを解消し信頼性を向上させるためにネットワークの拡張や改善が必要になると、送電資産がより話題になる可能性があります。特に、電力需要が経済成長と密接に関連しており、EM経済がこの分野で良好なパフォーマンスを示すと予想されるためです。



この分野では、中東欧における資本市場が活発化する可能性があります。これらの経済は、特に古いガス供給業者への依存から脱却して、発電源の分散を続けています。水道と下水は、地域全体の多くの国での参入率が低いため、投資が続くことが予想されるサブセクターです。レバレッジが高く、現地の金利が多くの企業にとって圧力となり、通貨の不一致がトルコリラのボラティリティによる影響を受けやすく、これらが基本的な指標に影響を与える可能性がある企業には注意を払っており、トルコの企業については厳選をしています。

**「レバレッジが高く、現地の金利が多くの企業にとって圧力となることから、トルコの企業については厳選をしています。」**

### 工業

マティアス・ヴァマーユ、シニアコーポレートアナリスト

このセクターは2025年は厳しい年となり、2026年の見通しもあまり明るくありません。EMおよび先進国のほとんどの石油化学チェーンは供給過多に苦しんでおり、中国が多くの製品で自己完結を達成することを目指して生産能力を高め続けています。これにより、製品価格はこの数年で最低水準に下落し、一部の資本構造が維持困難もしくは持続不可能なものとなっています。当初のレバレッジ水準の低さと高い現金比率が多くの企業にとってバッファーとして機能していますが、一部の企業は積み上がった債務に対処するための措置を講じる必要があります。これらの多くはすでにディストレスト水準で取引されており、投資家の潜在的な損失を軽減する可能性がありますが、それでも2026年はデフォルトの増加が増加するでしょう。

このセクター内の他の産業には全く異なる見通しを持っています。米国、EU、および一部のEM諸国の見通しは低金利が建設を促し、インフラ支出の増加とともに、セメント生産者の2026年の見通しはより良い状況にあるようです。製造業の面では、貿易戦争リスクと不確実性の後退によって企業の運営戦略はより立てやすくなり、需要レベルもより正常化する可能性があります。このセクターでは銘柄選択がより重要となります。ディストレストのケースでは、回収価値の計算は解決プロセスの可能性と期間を理解することと同様に重要です。裁判外でより友好的な合意がなされた場合と、裁判プロセスが長期化した場合では、大きく異なる結果をもたらす可能性があります。



### 石油・ガス

マーク・アゲイバー、社債アナリスト



石油・ガスでは、想定されていた通り余剰石油の時期に入り、2025年を通じてV8およびOPEC+メンバーからの想定よりも早い減産縮小によって、さらに見通しはやや悪化しています。OPEC+メンバーは2026年第1四半期に一時停止を示唆していますが、年内のさらなる減産縮小の可能性を残しています。

とはいっても、2025年にブレント原油で記録的な投機的ショート・ポジションをもたらした石油に対するコンセンサスとなった弱気な見方を考慮すると、供給側のショックが原油スポット価格に即座に大きな影響を及ぼす可能性があることを認識しています。イラン、ベネズエラ、ロシアを巡る供給懸念は2025年のテーマでありましたが、2026年も続く可能性が高いでしょう。

これらの点を考慮して、ポジショニングの観点からは、石油・ガスのエクスポートヤーは主に4つのカテゴリーに集中させています。それは、1) 多くのEM区域における油田における高いコスト競争力によって低コストが実現され、原油が低価格の環境下においてもフリーキャッシュフローを生成できるE & P（探査および生産）企業、2) ソブリンからの支援といった、強い下支えを有するE & P企業、3) 浮体式生産貯蔵および荷揚げ会社（FPSO）など価格感応度をもたないながらも魅力的な利回りを提供する非E & P企業、4) すでに多くの下方リスクが価格に織り込まれており、より魅力的なバリュエーションを提供するE & P企業、です。



### 金属・鉱業

マーク・アゲイバー、社債アナリスト

ほとんどの場合、2026年の主要金属については「同じような状況」が続くと予想しています。金は2025年に非常に良好なパフォーマンスを示し、年末にかけても上昇が続きましたが、投資家の継続的な需要と中央銀行の買入によって2026年を通じて上昇を続ける可能性が高いでしょう。

銅については、需給見通しが前向きであることに加えて、一部の世界最大級の鉱山における供給ショックによって、銅価格は年末にかけて大きく上昇しました。10,000から11,000米ドルというレンジがフロアとなり、価格の支持線を提供しており、多くの銅生産者にとっては非常に安定的な状況です。供給ショックが現在ほぼ価格に織り込まれているため、現在のレンジに近い状態を維持すると予想しています。

私たちにとって重要なのは、金と銅価格の上昇ではなく、企業が健全なEBITDAを維持し、レバレッジを低く保ち、多くのフリーキャッシュフローを生み出すことです。特にEMではほとんどの鉱業企業のコストが低いことを考慮すると、現在よりも商品価格が下落したとしても、これらは維持されるでしょう。企業クレジットの観点から、これは主にバリュエーションに概ね反映されていますが、いくらかの上乗セスプレッドを提供する一部の投資機会も見られます。

鉄鋼および鉄鉱石の生産者は、ファンダメンタルズの盤石性が弱く、許容誤差が小さく、価格に対して非常に敏感です。しかし、プレミアム製品を販売する低コストの生産者など、非常に魅力的なリスク・リターンを提供する機会は依然として存在します。

## EM社債 – セクター別の見通し

### ソフト・コモディティ

マルコム・ケイン、ポートフォリオ・マネジャー



#### パルプ・紙

パルプ価格の見通しは依然として厳しいですが、ブラジルのパルプ生産者は非常に低い生産コストの恩恵を受けています。これは、成長環境の強さが、価格の低下への耐性となるためです。ブラジルの生産者は最近、大規模な設備投資サイクルを完了しており、レバレッジはすでにピークに達し、現在は生産量を増やし、キャッシュフローと信用指標は改善しています。対照的に、チリのパルプ生産者は新たな投資段階に入りつつあり、これが信用指標に圧力をかけ、依然として弱いパルプ市場でのさらなる債務発行が必要となる可能性があります。

#### ブラジルの牛肉

優位な牛サイクルの動態を考慮し、今後一年間、ブラジルの牛肉輸出業者に対しては前向きな見方を持っています。ブラジルは積極的な流動化の段階を経て、牛肉供給の拡大により価格が下落している一方、米国は70年ぶりの家畜数の減少で供給が逼迫しています。その結果、ブラジルの精肉出荷業者に競争上の優位性を与える大きなコスト差が生じています（図表8）。アジアやその他の地域からの強い需要により、米国への直接輸出される牛肉に対する関税はあるものの、今後一年間、輸出業者の利益率とキャッシュフローは下支えられています。

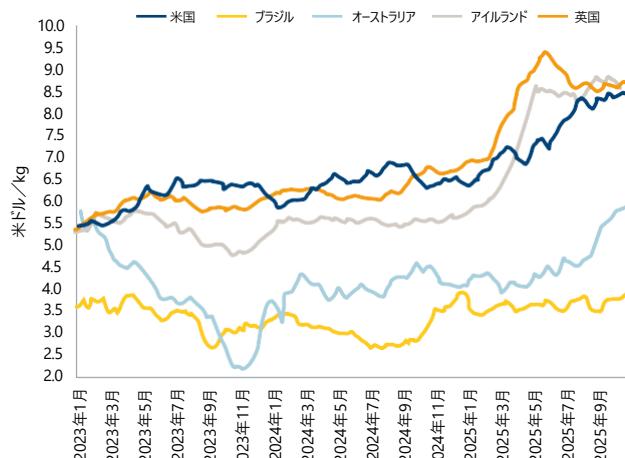
### 不動産

マルコム・ケイン、ポートフォリオ・マネジャー

中国では、不動産危機が2026年まで続くと見ており、住宅の販売と価格が軟調に推移し、投資が大幅に減少し続けています（図表9）。デフォルトしていない開発業者はほとんど残っておらず、市場は現在、国営デベロッパーと、危機が始まる前に賃貸物件に分散する先見の明を持っていた少数の生き残った民間デベロッパーで構成されています。2026年にはさらに多くのデフォルトが発生する可能性があると考えており、最近再編された債務が再び再編され、債権者に対してより厳しい条件が課されています。

UAEでは不動産市場が堅調に推移していますが、ドバイでは急速な価格上昇が失速の兆しを見せているかもしれません。最終消費者ではなく投資家からの物件需要が多く、2026年には記録的な供給があるため、調整のリスクがありますが、そのタイミングと規模は不確実です。銘柄選択が重要です：この段階では高格付けのデベロッパーのみを選好し、市場修正によるボラティリティが発生した場合には、UAE不動産市場において歴史的に変動の激しいサイクルを乗り切る実績を持つ発行体を投資対象とする方針です。

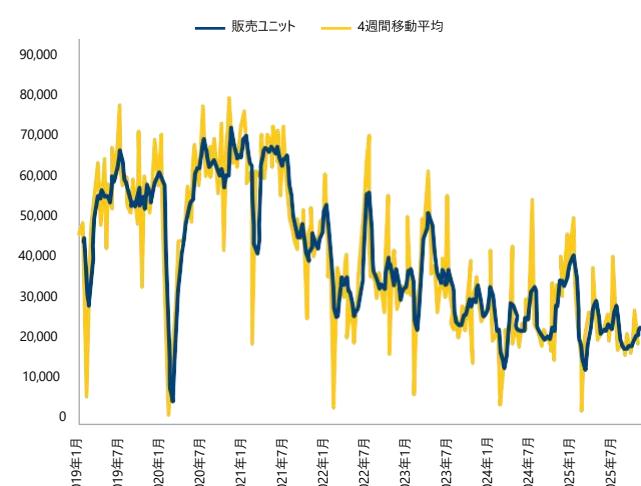
図表8：世界の牛価格（米ドル/kg）



出所：AHDB、欧州委員会、INAC、MLA、アルゼンチン肉輸出業者コンソーシアム、アルゼンチン畜産レポート、2025年9月時点

「その結果、ブラジルの精肉出荷業者に競争上の優位性を与える大きなコスト差が生じています。」

図表9：週次の新規販売戸数と4週間移動平均 – 合計50都市



出所：CRESI、モルガン・スタンレー・リサーチ、2025年10月時点

### ブラジルのエタノール生産者

マルコム・ケイン、ポートフォリオ・マネジャー

伝統的なサトウキビエタノール生産者は、収穫の減少と不安定なビジネスプロファイルからの逆風下にあります。彼らは、ブラジルで急速に成長しているより安定したトウモロコシエタノール事業からの非常に強い競争力に直面しています。特にブラジルの現地金利の水準を考慮すると、セクターへの逆風と高いレバレッジおよび利子負担を考慮し、バリュエーションが非常に魅力的でない限り、慎重な姿勢を維持しています。



### マカオのゲーム

マルコム・ケイン、ポートフォリオ・マネジャー

マカオのカジノセクターは安定した回復軌道にあり、成長ペースは遅いものの、ゲーム収益は2019年以前の水準に近づき続けると予想されています。これを左右する大きな要因は引き続き本土からの訪問者数と支出です。債券の見通しは好調であり、収益とキャッシュフローの増加が全体的な信用指標を改善し、発行市場は長い休止の後に再開されました。

ライセンスの更新は2032年まで予定されておらず、旅行制限の再開や中国のマクロ経済の後退がない限り、これらの債券は堅実なキャリーとテクニカル面に支えられ、アジアで好まれる高利回り銘柄としての地位を維持するはずです。

### 金融

ラドウ・ゲオルギウ、社債シニア・アナリスト

銀行セクターでは、2025年は強い年となり、いくつかのトレンドが見られ、これらは2026年も続くと予想しています。第一に、抑制された信用コストがほとんどの銀行市場で純利益を押し上げることに役立ちました。一部の地域で歴史的な低水準にある信用コストが維持されるとは考えていませんが、今年はわずかな増加に留まると予想しています。第二に、一部の地域、特に中東では、個別の地域要因がマージン圧縮をある程度相殺し、信用需要は堅固に推移すると予想しています。第三に、銀行は追加の流動性を求めて国際市場にアクセスし続け、規制および資金調達ニーズに応じてキャピタル・ STACKにおける手段の多様化を続けると予想しています。フロンティア経済の銀行でさえ、より安定した投資家のセンチメントとペントアップ需要を利用して、追加的ティア1 (AT1) およびティア2 (T2) 債などのより複雑な手法を取り入れています。

サウジアラビアなどの一部の国では、2025年にプライマリー市場において大型の発行があり、銀行はさらに厳しくなる資本要件と強いローンの成長への対応が急務となっています。



サウジ2030アジェンダの一環としての後者の需要は、2026年も強い状況が続くとみています。これは、サウジの銀行を他の国内の同業者や他のペルシャ湾岸諸国の企業との比較する投資家にとって、興味深い相対的価値に基づく機動的な機会を提供すると予想しています。

さらに離れた場所では、中東欧銀行セクターでの新規発行の消化が順調に進み、ほぼロックアップされました。今後、欧州の戦略からのクロスオーバー投資家が、似たような規制環境の中で、より魅力的なスプレッドを提供する投資機会を活用し続けていくとみています。中南米では、ブラジルの銀行は、国内市場がより成熟しており、相対的にスプレッドもタイトなため、国際市場での発行は手控えられてきました。この傾向は、より大きなブラジルの企業においては今年も続くとみていますが、特に一部の劣後債のコールが予定されていることを考慮すると、他の中南米の銀行セクターからの散発的ながら国際市場での発行が見られるかもしれません。同様に、常に変動する政治環境の中でも2025年の新規発行が活況であったことを踏まえると、トルコの銀行は2026年も友好的な発行市場へのアクセスを続ける可能性があります。

# EMソブリン債 – ポジティブな勢いが続く

ギャリー・セジウィック、ポートフォリオ・マネジャー



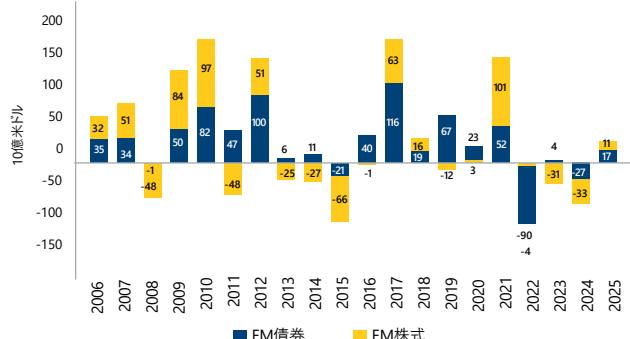
EM外貨建て債のバリュエーションが数年ぶりのタイトな水準にあり、長期間におよぶ好パフォーマンスと先進国に対するアウトパフォーマンスの後、投資家はEM外貨建て債市場の上昇余地がどれだけあるかを疑問に思うかもしれません。私たちは、コロナ禍後の回復局面でEMのアウトパフォームを助けたマクロトレンドと個別要因は総じて継続しており、EM債券はベータおよびアルファの観点から、グローバルの投資家に投資機会を提供し続けていると考えています。

EMソブリン債は、グローバルなリスク資産に過去1年間、ポジティブな環境を作り出した多くの要因によって恩恵を受けました。こうした要因として以下のものが挙げられます。トランプ大統領の解放の日の関税発表後の米ドルの下落、世界的な中央銀行の利下げサイクル、過去数年間の金融緩和による潤沢なグローバルの流動性、そして財政悪化や債務増加により、「無リスク資産」としての位置付けが揺らぐ先進国金利以外で、利回りやデュレーションを求める動き、といったことです。加えて、新興国資産はポートフォリオ分散効果に優れ、個別要因を通じたアルファの源泉としての魅力も高まりました。多くの国における信用面でのファンダメンタルズの総合的な改善が、信用格付けの引き上げを通じて報われたことが多かったことも、このトレンドを後押ししました。そして同時に、同等の格付けや同程度のリスク調整後リターンの他資産と比較して、バリュエーションを高めることとなりました。さらに、ますます多様化する資金調達源といったポジティブなテクニカル要因が、当資産クラスへの資金流入をもたらし、スプレッドを支えました。

資産クラス・レベルで、先進国のIGおよびHY資産に対してスプレッドが大幅に縮小してきたことから、利益確定の動き、投資家のホームバイアスから生じる相対バリュエーションによる先進国クレジットへの回帰、実現ボラティリティの上昇、あるいは主要金利を巡る不確実性、などのリスクを考慮する必要があります。これらのリスクにもかかわらず、我々は、ファンダメンタルズの改善基調と需給環境の追い風が引き続き作用し、2026年にスプレッドはさらにタイト化する可能性があると考えています。

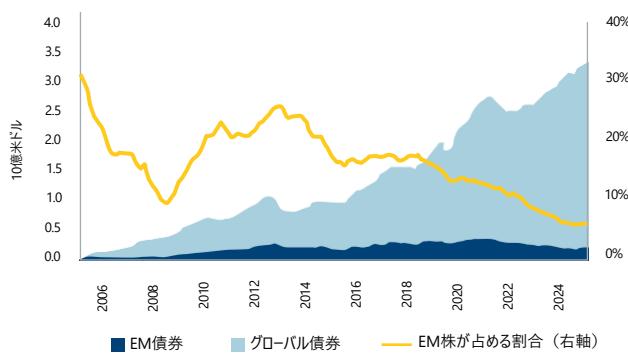
需給面では、グローバル投資家が一般的にEM債券への配分を低水準に抑える中、2025年は、EMへの投資家の関心が全般的に戻りました。EM債券は、3年間資金流出が続いた後、2025年の主要な資金フローデータでは、年初来で資金流入に転じました。これらの数字は、投資家心理の改善を示していますが、実際の流入規模を過小評価していると考えています。というのも、マルチストラテジー・ファンド、グローバル・ヘッジファンド、さらには自国市場やほかのEM発行体に投資する現地金融機関や投資家からの大口資金流入などが含まれていないためです。

図表10：EM債および株式の資金フロー（10億米ドル）



出所：JPモルガン、2025年11月時点

図表11：急成長にもかかわらず、EM資産は過少投資のまま



出所：JPモルガン、2025年8月30日時点

近年では、EM国の自国投資家が自国市場でEM債券を購入する動きが、価格形成や需給環境において重要な役割を果たしてきました。これは市場のストレス局面や資金流出時において、重要な下支えとなっています。ドミニカ共和国やナイジェリア、トルコなどの国々は、2025年に自国投資家の買いフローから恩恵を受けた市場です。しかし、グローバル投資家からの資金流入がある一方で、EM資産へのアロケーションは比較的低いままです。むしろ、過去10年間でグローバル債券ファンドが拡大するにつれて、EM市場への流入割合は減少しています（図表10）。しかし、分散投資や利回り向上を求める動きが続く中で、今後さらに新興国資産への資金流入する余地は十分にあると考えています（図表11）。

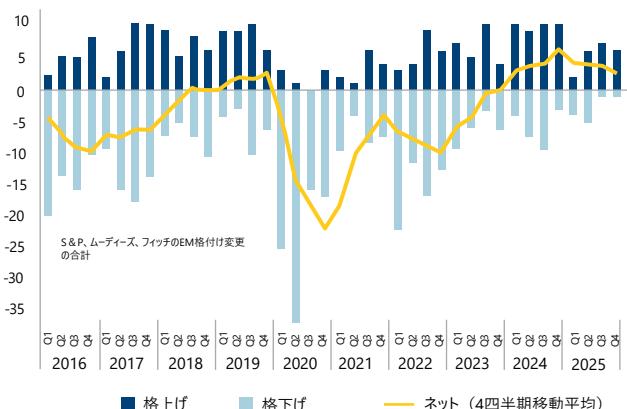
供給側を見てみると、EM債券を含むグローバル・クレジットのプライマリーマーケットは、グローバル中央銀行の利下げ局面を背景に、投資家の資金流入と相対的に高い利回りを確保したいという需要が高まる中で、堅調に推移しました。その結果、多くの発行者が国際市場での発行の機会を捉え、2025年はEMソブリンおよび準ソブリンの発行が記録的になりました。同時に、トランプ氏による解放の日の関税発表を受けて、米ドル以外での発行需要が高まり、ユーロ、人民元、スイス・フラン、日本円などの米ドル以外の通貨、あるいは現地通貨でも同様に記録的な発行となりました。

しかし、債券市場と並行して、EM発行体にとっては、地理的あるいは地政学的に近い国との二国間融資、商業ローン、サスティナブル債や債務スワップといった代替的な資金調達の拡大も進んでいます。これにより、外貨建て債市場を下回るコストでの資金調達や償還期限の延長が可能となり、ソブリンの財政負担の軽減につながっています。また一部では、気候変動対策など特定分野への支出を目的とした追加資金の確保にも寄与しています。発行体の債務コストを削減することに加えて、これらの代替資金源は、債券市場への依存度を下げることで需給面にも好影響を与え、場合によっては、債券の買戻しや発行体の債務残高の減少を促すなど、ポジティブな波及効果を生み出していました。我々は、資金調達源の多様化と積極的な負債管理が2026年においても重要なテーマであり続け、外貨建て債市場の良好な需給環境に貢献し続けると予想しています。

同時に、EM国のファンダメンタルズの改善は、EM専門の投資家やグローバルの運用者が魅力的なリスク・リターンを期待できる投資機会を求める中で、当資産クラスへの配分を促すインセンティブとなります。実際、マクロ環境とEM発行体の資金調達条件の改善、全体的な改革の勢いによって、2020年半ばのコロナ禍による格下げ基調を経て、2023年半ば以降は一貫してネットベースで格上げ基調が続いています。信用の質の向上と格付けの引き上げにより、ソブリン債指数の加重平均信用格付けは投資適格級のBBB相当まで改善しました。

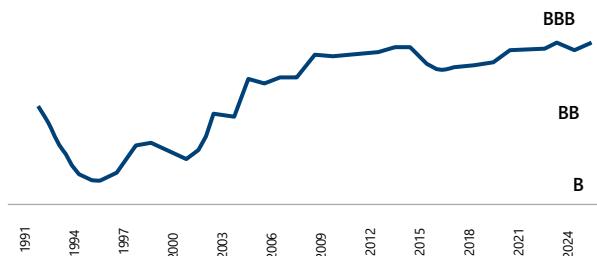
2025年には、約49件の格上げがあったのに対して、15件の格下げでした。格上げは、主にHYセグメントのソブリン発行体に広く見られ、格下げはセネガルやボリビアのように固有の理由でファンダメンタルズが悪化した一部の国が中心です。HYからの格上げには、オマーン、アゼルバイジャン、セルビア、モロッコ、パラグアイなどがあり、強力な経済改革とコロナ禍後の世界経済の回復というポジティブな追い風を背景に、投資適格級を獲得しました。

図表12：四半期別、EM全体の格上げと格下げ



出所: JPモルガン、2025年11月時点

図表13：EM市場の平均格付けが過去最高に上昇



出所: S&P,穆迪,惠誉,ブルームバーグ・ファイナンスLP,ドイツ銀行、2025年時点

私たちは、このポジティブなトレンドが2026年も続くと予想しており、前向きな経済改革へのモメンタムが継続し、経済を重視した政権への政治的な移行を鑑みれば、アルゼンチン、エクアドル、スリナム、ガーナ、エジプト、ナイジェリア、ベニン、南アフリカ、ウズベキスタン、コスタリカなど、さまざまな地域でさらなる格上げを予想しています。今後、グアテマラ、コスタリカ、ウズベキスタンなどの発行体が、投資適格級に向けて信用力を高めていく可能性もあると予想しています。

また、ガーナやザンビアなどのいくつかのEM国がデフォルト状態から脱却し、他の国が最も低格付けなゾーンから引き上げられたことも、当資産クラスの格付け特性の改善に貢献しています（図表12）。これにより、特定の格付けへの投資が制限されている格付けに敏感な多くの投資家にとって、ソブリン債に投資する魅力が高まりました。ナイジェリア、ガーナ、パキスタン、エルサルバドルなどのCCC+発行体はすべて、CCCおよびデフォルト状態のゾーンからコンポジットでB格に格上げされ、これらの発行体はB格未満の債券を制限する主要なEM債券指数に再び組み入れられることになりました（図表13）。これらの発行体の債券が格付けに制約のある指数に再び組み入れられ、グローバルに投資家層が広がることで、債券価格が上昇し、利回りと資金調達コストが低下すると考えています。

# EM投資ギャップの解消 – トランジション・ソリューションに注目が集まる

ヤナ・ハーベイ、シニア・ポートフォリオ・マネジャー

イリヤ・ジスキンド、シニア・ポートフォリオ・マネジャー

ミハイ・フロリアン、シニア・ポートフォリオ・マネジャー



パリ協定の署名から10年が経過し、世界は、産業革命前の水準を2°C以上下回るという目標の達成から遠ざかっています。EM諸国は、その移行(トランジション)や緩和、適応計画のための資金を調達する上で、大きなギャップに直面し続けています<sup>1</sup>。

2025年には、このギャップを埋めるためのEM国の取り組みに多くの逆風がありましたが、楽観姿勢を維持する理由も存在します。信頼の喪失や多国間主義への挑戦を伴う地政学的緊張に定義される不確実な世界において、移行への投資はEM国にとって実存的なものとなっています。多くの国が極端な気象イベントの影響を受ける中、資金ギャップを埋めることは、経済発展やエネルギー安全保障、社会的公平性を確保するための前提条件であり続けています。これにより、グローバルでの地殻変動にも拘わらず、人々は意識を集中させ、進展を促しています。これまでの指標によれば、2025年には少なくとも2024年と同等の額の、外貨建て及び現地通貨建てのEMグリーン債の発行が予想されています。EM国でのトランジションを支える資金調達市場において、投資家の意欲の減速は限定的であることを示唆しています<sup>2</sup>。また、適応や緩和のための重要な資金源である、EM債券への資金流入は、米国例外主義の構造的逆転によって、過去3年間の資金流出から資金流入に転じ、急速に加速しました<sup>3</sup>。

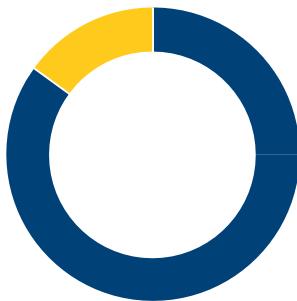
実存的リスクやエネルギー安全保障、そして主要技術の大幅なコスト削減や消費者の好みの変化に動機付けられた、政府の政策や規制は急速に進化し続けており、現在、EM国の大半が、将来的なトランジションへの投資の拡大を促進する支援的な環境による恩恵を受けています（図表14）。例えば、再生可能エネルギーへの投資は経済的に意義があり、エネルギー安全保障の国益にかなうため、2015年から2024年の間にEM国が再生可能エネルギーへの投資を3倍に拡大させたことは驚くべきことではありません<sup>4</sup>。

## 「再生可能エネルギーへの投資は経済的に意義があり、エネルギー安全保障という国家の利益に貢献します。」

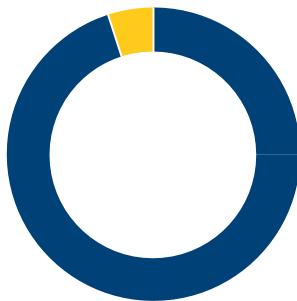
多くの低所得国が依然として高債務である一方で、市場にアクセス可能な多くのハイ・イールド国については信用の質が向上し続けており<sup>5</sup>、その結果、資金調達コストが低下しています。必要な民間および公共資本を解放することは、単一の特効薬を見つけることではなく、むしろ革新的な金融ソリューションの幅広い組み合わせを必要とするものであり、国や機関が規模を拡大する前に前提となる基盤を築くことを求めています。

図表14：EM国における達成度

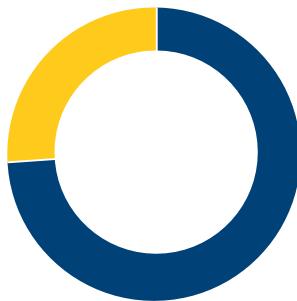
国家適応計画



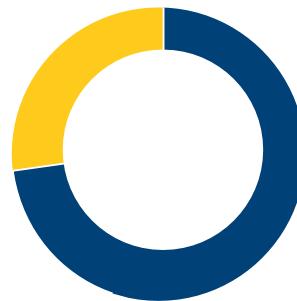
再生可能エネルギー目標



ネット・メタリング・プログラム



税制優遇措置



■ はい ■ いいえ

出所: ブルームバーグNeFクライメイتسコープ2025、UNEP適応ギャップレポート2025

<sup>1</sup> 国連気候変動枠組条約の財務常設委員会は、これらの市場がパリ協定の温度制限に合わせるために2035年までに年間約1.3兆ドルを必要とし、最新のUNEP適応ギャップ2025レポートによれば、開発途上国は適応のためだけに年間3100億ドルを必要としており、これは現在の流れの12~14倍の金額です。

<sup>2</sup> HSBCグリーンボンドインサイト、2025年9月初来

<sup>3</sup> JPMorgan、2025年10月

<sup>4</sup> BNEF、2025年10月

<sup>5</sup> 繙続的な格上げによって記録されています。

実際、EM国の選択肢のメニューが拡大するにつれて、ますます多くの国が代替的な金融手法を活用出来るようになってきており、触媒的資本＆国際金融機関（IFI）の保証（例：ベナン共和国、2024年）<sup>6</sup>、ますます標準化されたブレンド・ファイナンス手段（例：インドネシア、2025年）<sup>7</sup>、自然／開発のための債務スワップ（例：アンゴラ2026年）<sup>8</sup>、より安価な資金調達を引き換えにしたサステナビリティ・リンク・ローン（コートジボワール2025年）<sup>9</sup>などが用いられています。IFIは、証券化プログラムを通じてバランスシートを解放し始めており（世界銀行は今年、最初の証券化取引を成功裏に終了しました）<sup>10</sup>、ハイブリッド証券の発行を通じて貸出能力を強化しています（アフリカ開発銀行は2025年9月に2回目のハイブリッド資本取引を実行しました）<sup>11</sup>。資本移動のためのさらなる戦略も進行中であり、特に政策と規制環境のさらなる強化を必要とするもの、例えばトランジション分類法の開発（多くのEM国がすでに大きな進展を遂げており、市場参加者や業界団体が引き続き支持しているもの – 最近では2025年11月に発表されたICMA気候トランジション債券ガイドラインを含む<sup>12</sup>）や、新たな資金調達のフロンティアを切り開く可能性のある炭素価格メカニズムの実施などが挙げられます。

## 「資本移動のためのさらなる戦略が進行中であり、特に政策と規制環境のさらなる強化を必要とするもの、例えばトランジション分類法の開発などが挙げられます。」

開発銀行は、この先もリスク軽減やブレンド・ファイナンスの促進、ならびに長期的かつ忍耐強い資本の提供において、重要な役割を果たし続けるでしょう – これらは、多国間開発銀行

（MDB）だけでなく、国立開発銀行（NDB）も果たすべき役割であり、約20兆米ドル規模の利用可能な資本を持つユニアーバースです<sup>13</sup>。この点に関して、GEMSコンソーシアムによる直近の統計結果は重要です。ここでは、EMへの投資リスクが、IFIの「ハロー効果」による恩恵を受けて、一般的に認識されているよりも低いことが示されています（1994年以降の歴史的な公的債務デフォルト率は1.22%で回収率は83%、民間デフォルト率は3.5%で回収率は80%<sup>14</sup>（図表15））これを踏まえ、投資家や機関が、市場の現行レート以下で資本を移動させる意欲が高まることが期待されます。

**MDBとNDBを超えて、プライベート・クレジットはEMにおけるトランジション・ファイナンスの補完的な柱として浮上しており、特に柔軟性が求められるプロジェクトの場合、銀行と資本市場の中間に位置する独自の構造として注目を集めています。最近の取引には、アフリカや中南米のオフグリッドソーラープロバイダーや、地域の再生可能エネルギー・オフティカー向けの保証付きシニアローン（独立系発電事業者（IPP）の債務を数倍に解放できる）、および銀行融資へのアクセスが限られているアフリカと中南米地域の公益規模のソーラーIPP向けの長期プロジェクト・ローンが含まれます。トルコのように、インフレを抑えるために規制当局によって外貨建て融資が制限されている一部地域では、プライベート資本が再生可能プロジェクトにおける銀行融資を置き換えたり、補完したりしていることが観察されます。銀行市場に流動性が十分にある中欧および東欧では、現地銀行が提供できないエネルギー・トランジションのための持株レベル／メザニンファイナンスにおいて大きな機会があります。また、鉱業運営の脱炭素化を支援する大規模な淡水化および水道管プロジェクトに対して、魅力的なピックアップを提供する投資適格のプライベート・ノートの発行や、長期の分割返済ノートを通じた小規模太陽光発電所の借り換え案件も見られます。これらの取引は、プライベート投資家が、いかに建設および初期運営リスクを引き受け、キャッシュフローと資産に対する特注の担保を取り、MDBによる保証や政治リスクに対するカバー、地元の開発銀行との協力などで資本の総コストを実行可能なレベルまで引き下げ、EMエネルギー移行を可能にするかを示しています。**

今後、特化型のEMプライベート・クレジット戦略が、トランジション資産の取り扱いを「パイロット」から「ポートフォリオ」へと拡大させる中で、より大きな役割を果たすことを期待しています。DFI/MDBからのジュニアまたは譲許的なトランシェと、銀行のシニアローン、および／またはプライベート・クレジットを組み合わせたブレンド型の投資戦略は、すでにアフリカやアジア、中南米全体で気候に焦点を当てたローンを提供しており、分散型の太陽光、グリッド接続の再生可能エネルギー、水、およびレジリエンス関連のインフラストラクチャーなどに活用されています。構造上の柔軟性（例：メザニン債務、PIK）を提供し、資産に対して安価なレバレッジの機会と、パブリック市場には小さすぎたり複雑すぎたりすることが多い中規模の取引を迅速に進める能力を提供することにより、プライベート・クレジットは、制約された銀行のバランスシートと限られた国家の財政余力では賄いきれない、残された資金ギャップを埋めるために役割を果たすことが期待されます。明確な政策シグナルと堅牢なプロジェクトのパイプラインによって適切にサポートされれば、同市場は、今後数年間でEMに利用可能な大規模なトランジション・ファイナンスのための資金調達を可能にすることが出来るでしょう。

<sup>6</sup> A World Bank guarantee helps Benin create space for development spending.

<sup>7</sup> World Bank approves investments to boost Indonesia's economic growth and access to clean energy: [Landscape-of-Climate-Finance-in-Nigeria-2025.pdf](#).

<sup>8</sup> Angola eyes June completion of debt swap deal with World Bank | Reuters.

<sup>9</sup> Ivory coast SLL: Côte d'Ivoire launches innovative financing linking millions to ambitious sustainability goals.

<sup>10</sup> World Bank Group successfully closes inaugural securitisation transaction, marking pivotal step in private sector mobilisation effort.

<sup>11</sup> African Development Bank launches its second Hybrid Capital transaction: a USD500 million Perpetual Non-Call 10-year (Perp NC10) Hybrid Capital.

<sup>12</sup> Climate Transition Bond Guidelines (ICMA) (November 2025).

<sup>13</sup> World Resource Institute: How National Development Banks can drive climate action.

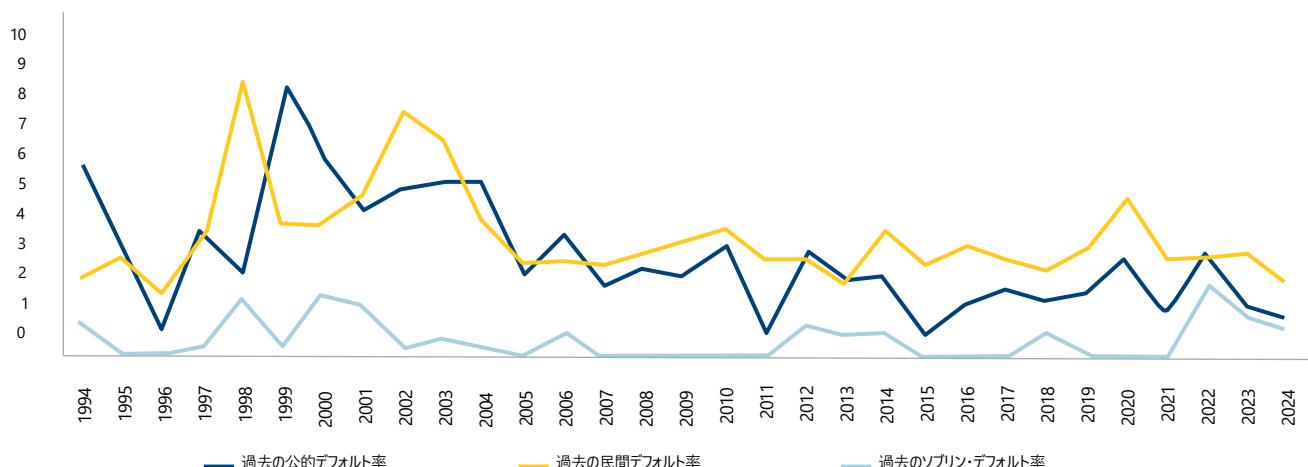
<sup>14</sup> [Global Emerging Markets Risk Database \(GEMs\) | About Us](#).

市場参加者とプライベート資本の提供者は、また、触媒的資本をより自由に利用可能にするとともに、集中的に監視するために集まっています。この点で、触媒的資本リポジトリや、SCALEDイニシアチブ (SCALED; 持続可能な開発のための資本の拡大) などのイニシアチブを注意深く見守っています。最後に、EM国自身が新しい地域センターの増加に伴い、気候ファイナンスの取り組みを強化しています。湾岸署国 (GCC) は中国に加わり、他のEM国でのグリーン・プロジェクトへの資金提供を増やしており、EM国はCOP30で発表されたトロピカル・フォレスト・フォーエバー・ファシリティ (TFFF) などの新しいソリューションを先導し、革新的な資金調達メカニズムを自ら立ち上げています。TFFFは、ブラジル政府が主導する熱帯林国の森林保全と再生を支援するために、公共および民間の両方の資金源から恒久的な資金を調達することを目的としています。

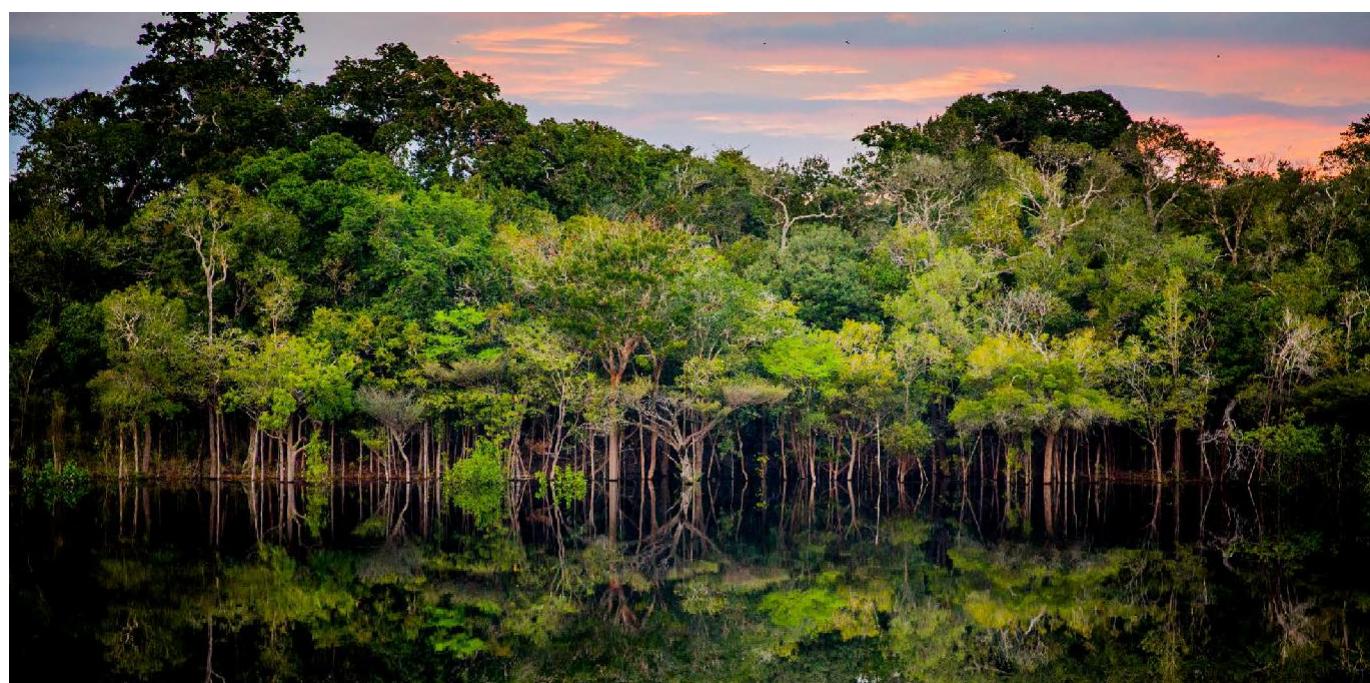
「基盤構築の段階がついに終わり、実施が加速される時代に移行することに期待を抱いています。」

明らかに、2026年はトランジション投資にとって重要な年となることでしょう。EM国、企業、投資家が強固な基盤を築き、成功した取り組みを再現する中で、トランジションや緩和、適応に向けた資本の移行が加速すると予想しています。クリーン・エネルギー・インフラ、ストレージ・ソリューション、脱炭素化が難しいセクターにおける脱炭素化、資源管理の最適化、重要鉱物へのアクセスなどの優先的なテーマが、今後数年で主流になると期待しています。基盤構築の段階がついに終わり、実施が加速される時代に移行することに期待を抱いています。

図15：開発金融機関（DFI）の貸出簿における過去のデフォルト率



出所： JPMorgan, 2025年11月時点



<sup>15</sup> TFFF – 热帯林永続施設。

# 2026年に向けた戦略のハイライト

バシリ・ファルーク、クライアント担当ポートフォリオ・マネジャー



2025年は、ボラティリティと投資機会がしばしば共存することを投資家に思い出させる良い年でした。新たな貿易緊張、混在する政策シグナル、変化する世界情勢によって特徴づけられる不安定な環境にもかかわらず、EM債券（EMD）は再びその耐性を発揮し、外貨建ておよび現地通貨建て市場の両方で力強い二桁のリターンを達成しました。

重要なのは、2025年が2021年以来初めて持続的な資金流入を示す年となり、同資産クラスにとっての転換点となったことです。需要の多くは現地通貨建て戦略からのものでしたが、これは、より広範な資産再配分の始まりに過ぎないと考えています。グローバルなポートフォリオは依然としてEMを大幅にアンダーウエイトしており、政策の規律やファンダメンタルズの力強さへの信頼が高まるにつれて、2026年には現地通貨建てと外貨建ての両方のセグメントでさらなる資金流入が期待できるとみています。

2026年を見据えると、EMDを取り巻く環境は引き続き建設的であり、リターンの源泉の多くはより固有の事象であるかもしれません、EM中央銀行全体での伝統的な金融政策への回帰や安定したインフレ、そして米ドルの存在感の低下がEM資産にとって好ましい背景を提供すると期待しています。さらに、多くのEMバランスシートの構造的な改善、外部への脆弱性の低下、現地投資家基盤の深さも、資産クラスをこれまでのサイクルよりも良い位置に位置づける要因となっています。

とは言え、リスクが伴わないわけではありません。世界的な貿易障壁の上昇は依然として懸念材料であり、米国経済が回復力を示し続ける中で、米ドルの強さが再燃し、EM通貨に一時的な試練をもたらす可能性があります。国や発行体間の分散も、成長の差異と財政の軌道が分岐するにつれて広がり、より固有の投資機会を生み出す可能性があります。再び、アクティブな投資行動が鍵となり、相対価値と発行体の選択が、より繊細な市場環境をナビゲートする上でますます重要になります。昨年と同様に、以下に2026年に予想される投資機会を活用するために最適な3つの具体的な戦略を示します。

## 1. 柔軟な「どこでも行ける」戦略 – ロング／ショートの絶対リターンまたは制約のないトータル・リターン・アプローチ

変化するマクロ背景を考慮すれば、EMDユニバース全体でダイナミックに適応できる戦略が引き続き魅力的です。当社のエマージングクレジットアルファ（EMCA）戦略は、年10%の絶対リターン（手数料控除後）を目標としています。この戦略は、柔軟なロング／ショートの枠組みを活用して、固有の投資機会をうまく捉え、市場の方向に関係なくアルファを創出することで、歴史的にボラティリティの高い市場で成功を収めてきました。

構造的なキャリーの利点と、タクティカルな機動性の両方を享受できる「コアなEM」ソリューションを求める投資家にとっては、制約のないトータルリターン戦略は引き続き魅力的な選択肢です。当社のエマージング債アンコンストレインド戦略は、キャッシュ+4-6%のトータルリターンを目標とし、外貨建てと現地通貨建て債券全体にわたる最良のアイデアへの幅広いエクスポートジャーを提供し、EM内の異なるサブ資産クラスへの配分に対するオポチュニスティックな手法を取っています。この戦略は、EMDで提供される魅力的なアップサイドを捉えつつ、ドローダウン時に資本を保護する能力を示しており、サイクルを通じて資産クラスに対するバランスの取れた全天候型ソリューションを提供しています。

## 2. 現地通貨の投資機会を活用する – 現地通貨の国債、または現地／外貨建てブレンド戦略

現地通貨建て市場は2025年に際立ったパフォーマンスを示し、さらなる強さのベースとなる背景は依然として残っています。高い実質利回り、デフレのモメンタム、信頼できる中央銀行が、EMの政策立案者に緩和の余地を与え、債券と通貨の両方をサポートしています。

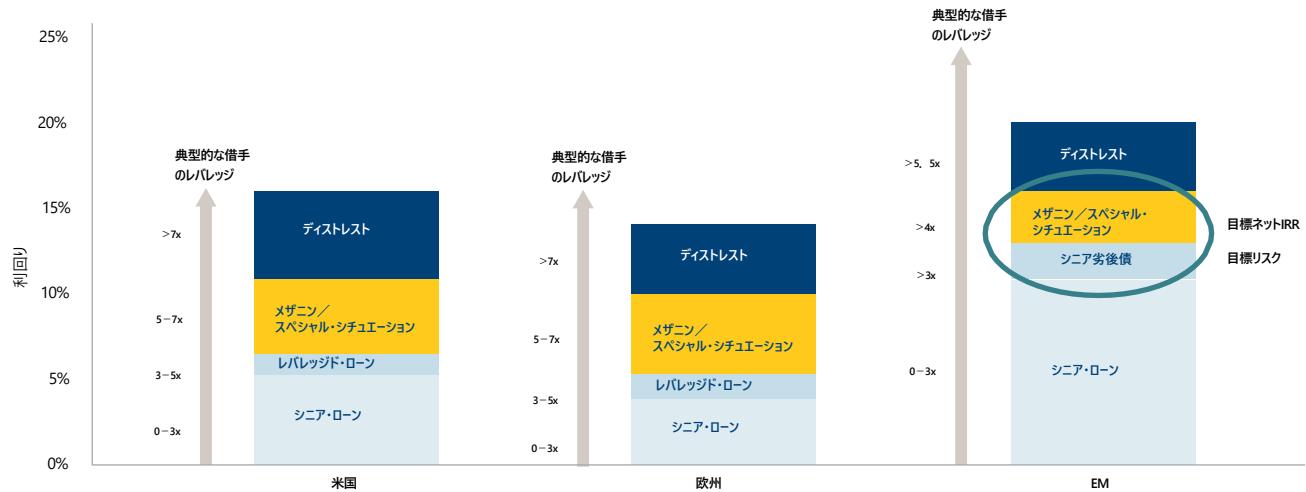
通貨のパフォーマンスは、対外均衡の改善や海外投資家からの持続的な分散需要によって支えられ続けるとみています。投資家のポジションは依然として軽く、米ドルの長期的な軌道が不確実である中、一部のEM通貨は引き続きアウトパフォームするとみています。高キャリー・や政策主導の上昇による恩恵を受けた投資家にとって、当社のEM現地通貨建て債戦略は、2026年に最も魅力的なEMDの領域へのアクセスを提供します。

現地通貨と外貨建て市場の両方に特化したエクスポートジャーを希望する投資家にとって、当社のEM市場セレクト戦略は、EM資産の全範囲を対象としたベンチマーク型戦略です。50/50で外貨および現地通貨の国債指数にベンチマークされたこの戦略は、高いキャリーのEM現地通貨資産への投資と、外貨建てユニバースにおける多様化の利点と組み合わせ、サイクルを通じて300bpsの超過収益を目指しています。

## 3. 差別化されたリターン源泉 – EMプライベート・クレジット戦略

資本のロックアップが可能な投資家にとって、EMプライベート・クレジット（EM低流動性クレジット戦略; EMIC）は、高クオリティの投資にアクセスし、流動市場よりも高い利回りを捉える機会を提供します。さらに、レバレッジが低く、より強力な債権者優位のドキュメンを提供しているにもかかわらず、EMプライベート・クレジットへの投資は、先進国よりも魅力的な利回りを示しています。当社のEMIC戦略は、5年の運用期間で、15%超のグロスIRRと、12%超のネットIRRを目指しています（図表16）。

図表16：先進国との戻りと比較して、持続可能な低レバレッジで10%半ばのグロスIRRを目標とする



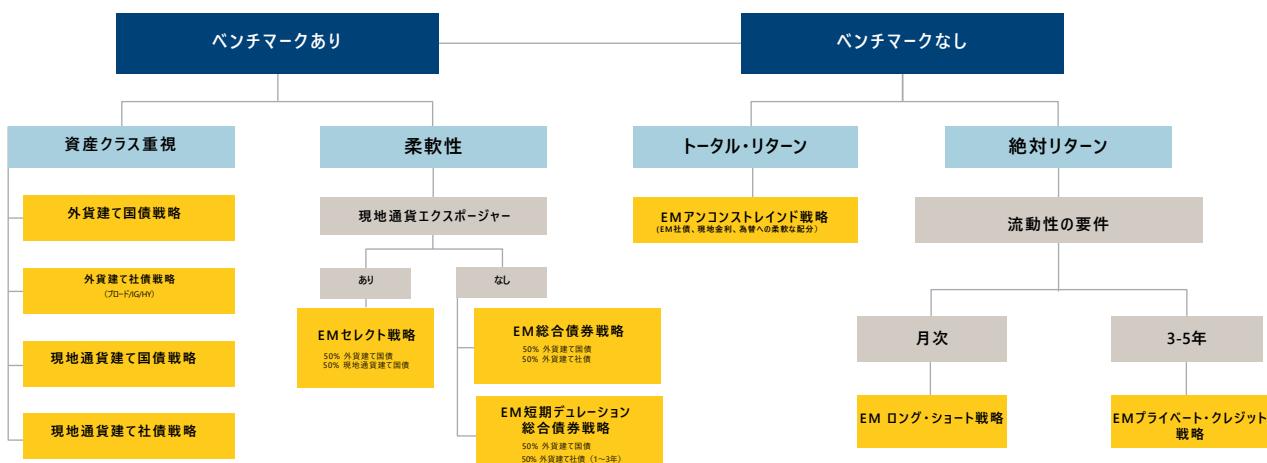
出所: 米国シニアローンおよびハイマード: S & P Global ; GEMブレンドソブリン債: GBI - EM JPMorgan Index。

典型的な借り手のレバレッジ = 市場情報と過去の投資経験に基づく推定値。ディストレストおよびメザニンのリターンはグローバルであり、データと推定値は2025年8月15日時点のものです。目標リターンは、実際のまたは予測されるパフォーマンスの指標として信頼されるべきではありません。実際のボラティリティとリターンは、さまざまな要因に依存します。目標や目的が全てまたは一部で達成されることを保証するものではありません。デリバティブ取引には、相応の損失リスクが伴います。

パブリック市場でボラティリティが上昇する期間は、価格感応度の制約から銀行がバランスシートを縮小せざるを得ないことから、プライベート市場において豊富な機会を生み出し、このようなディスロケーションを活用できるプライベート投資家にとって魅力的な価格を提供します。さらに、公的な資金や従来の銀行融資へのアクセスには時間が掛かる可能性があるため、資本が充実したEM企業は、柔軟な資金調達ソリューションを求めて、ますますプライベート・レンダーに依存しています。

EMプライベート・クレジットは、そのような投資機会を活用するためのチャネルを提供し、より広範なEMDユニバース内で、説得力のある、魅力的かつ低相関なリターンの源泉を提供します。最終的に、最適なEMD戦略は、投資家の特定のニーズと選好に依存します。図表17は、ベンチマークまたは流動性に関する要件、および資産クラスのエクスポートジャヤーに関する柔軟性に基づいて、投資家が最適なソリューションを見つけるための概要です。

図17：EM債エクスポートジャヤーの最適解を探る



出所: RBC GAM、2025年11月時点

## 結論

EM債券市場は底堅い足取りで2026年を迎えます。ファンダメンタルズは力強さを増し、政策フレームワークはより信頼性を高めている一方、投資家のアロケーションは依然として長期平均を大きく下回っています。米国の政策不確実性や地政学的ノイズによってボラティリティが高まる局面が予想される中、同資産クラスにはキャリー面での利点と、グローバル債券市場内での魅力的な分散の役割が期待出来ます。選択的かつアクティブであり続けたい投資家にとって、2026年は、依然として真の価値と耐性を提供する、グローバル市場で数少ない領域の1つにエクスポートジャヤーを構築するための、説得力のある投資機会となるでしょう。

## ディスクレーマー

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下のようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることになります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ヘンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プロライバート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意下さい。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay  
Asset Management