



RBC BlueBay
Asset Management

エマージング債券市場： 様々な側面を持つストーリー



アンソニー・ケトル
エマージング債
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

2026年2月

エマージング（EM）債のシニア・ポートフォリオ・マネジャーであるアンソニー・ケトルが、当資産クラスにおける今後1年間の主要テーマ、ならびに地政学的分断によってEM市場が受ける影響、及び国とセクターごとの投資機会についてお伝えいたします。

主要なポイント

- 現在、エマージング（EM）クレジット市場は矛盾した状況に直面しています。スプレッドはヒストリカルで見ても低い水準にある一方で、好材料もまだ多くあります。低いデフォルト率、相対的に高い絶対利回り、そしてキャリアに対する持続的な投資家の需要により、当資産クラスは明らかに下支えされていることが分かります。EMクレジット市場全般において広く下支えされており、投資家はキャリアの魅力的な投資機会を引き続き求めています。
- 一方、EM現地通貨建て債市場は、高い実質金利、伝統的な金融政策の枠組み、とりわけ最近のコモディティ価格の高騰による貿易条件の改善を背景とした多くの通貨市場における魅力的なバリュエーションによる説得力のある組み合わせによって、投資家の関心が強く惹きつけられています。
- 当社の3つの主要テーマは、**金融政策の正統性**（EM現地通貨建て債市場の堅調なパフォーマンスに繋がる）、**地政学的シフト**（中南米に対する新たな政策アプローチ及び経済大国としての中東の台頭を含む）、及び**EM諸国の底堅いファンダメンタルズ**（財政ダイナミクスの強化と企業のバランスシートの改善）です。

グリーンランド：氷の大地がホットな話題

グリーンランド問題に対する市場の当初の反応は、4月の「解放の日」発表と比べて著しく抑制的でした。これは2つの重要なダイナミクスを反映しています：

- 市場は現在、トランプ政権による関税発表を決定的な政策ではなく、交渉開始の立ち位置と捉えており、より冷静な反応を示しています。
- グリーンランド問題における緊張は明らかに欧州が中心であり、昨年の広範囲にわたる貿易戦争とは根本的に異なる市場メカニズムが生じています。依然として低いヘッジ比率及びポジショニングという理由から、米ドルに対してテクニカルな脆弱性がある一方で、米国資産の広範な下落リスクは低い状況にあります。底堅い米国経済が下支えとなり、米国資産からの分散化のハードルは依然として高いままとなっています。

より広範にわたる地政学的な影響は重大です。このような緊張により、欧州の防衛費は加速し、米国の技術への依存は減り、欧州各国は中国との貿易関係を強化することとなるでしょう。重要な点として、グリーンランド問題によって米ドル安のストーリーは強化され、金を購入する動きの急増と継続的な米ドル安が見られます。同時に、米ドル安によってEM市場全体において国内で資金調達する条件が緩和されており、これはEM債券市場、とりわけEM現地通貨建て債市場に強い追い風がもたらされています。

経済成長、インフレ率、政策シフトが支援材料

EM諸国のインフレ率は、2025年に約1%ポイント低下した後、2026年には中央銀行の目標値付近で安定化すると予想しています。複数の経済圏ではコア・インフレ率が依然として高いものの、根本的にデイスインフレ傾向は明確であり、支援材料となっています。こうした背景により、2026年前半に集中する利下げが継続されながらも緩やかになり、その金融緩和の大部分は国内情勢を背景に実質金利の高いEM諸国に集中することとなるでしょう。

経済成長に関しては、中国は2025年の4.9%から約4.5%に減速し、中国を除くEM諸国は従来のモメンタムを維持すると予想しています。経済成長を支える主な要因として、アジアのテクノロジー・サイクル及び経済成長が予想を下回った場合の中国政府による継続的な財政支援が挙げられます。その他、EMEA（欧州、中東、アフリカ）EM市場の見通しは穏やかで、中央銀行は財政拡張と並行して支援的なスタンスを維持する可能性が高いと見えています。

インフレ率の緩和、支援的な金融政策、及び回復力のある経済成長が組み合わせられ、キャリーから得られるリターンが主な原動力となる環境が生じています。このため、EMクレジット市場とEM現地通貨建て債市場の双方への資金流入がプラスに維持され、現在のバリュエーションの水準を踏まえると、さらなる縮小余地は限られているものの、スプレッドのボラティリティは適度に低く維持されると予想しています。

米ドルの動きが重要

米ドルの割高なバリュエーション、米国資産へのグローバルな集中、経済成長の正常化に伴う米国例外主義の衰退、そしてFRBの利下げサイクルによる米ドルのキャリー優位性の縮小など複数の要因により、2026年は米ドル安のトレンドが続くと予想しています。このように米ドルへの構造的な向かい風は、EM資産に対して数四半期にわたる追い風となるはずでしょう。

米ドルが小幅に下落すると予想しており、EM諸国への資金流入はプラスに維持されると見えています。ヒストリカルで見ても、米ドル安の時期はEM市場への資金流入の増加と一致しており、米ドルの魅力が低下する一方でEM市場の資産が相対的に魅力的にうつります。とはいえ、最近の米ドルの動きのペースについては引き続き慎重な見方を維持しています。ここ数週間で米ドルは急落しており、行き過ぎた下落の可能性も残っています。方向性の確信度は積極的に高くはなく、タクティカルに柔軟性を持つ方針を維持しています。

EM現地通貨建て債市場に有利な状況

しかし、債券投資家にとって最も構造的な変化は、EM現地通貨建て債の大幅な貨幣化（現在EM諸国発行額の90%を占める）であり、これは通貨市場の自由化及び個人投資家の参加拡大と相まっています。EM市場と先進国市場の実質金利の差は、過去10年間で最も高い水準に達しており、EM現地通貨建て債はとりわけ魅力的です。ブラジル、メキシコ、ドミニカ共和国では、イールドカーブが低下する魅力的な機会となっています。

とりわけEM現地通貨建て債市場の見通しは楽観的です。米ドル安の環境では、投資家は魅力的なキャリーを得ながら、通貨市場で高いリターンを狙うことができます。このため、投資家は米ドル建て資産からの分散化を求めると、二重のリターン獲得の機会が生じています。これは現在の米国のバリュエーション及び地政学的ダイナミクスを踏まえると、ますます重要となっています。したがって、魅力的な実質利回り通貨高の組み合わせにより、EM現地通貨建て債市場は2026年にEMクレジット市場をアウトパフォームすると予想しています。

変化する地政学的リスク

トランプ政権下での地政学的シフトは、関税、制裁、政治的な同盟を組み合わせた取引アプローチを伴い、EM市場の状況を根本的に変化させています。同政権が政治的に一致する指導者（例：アルゼンチンのミレイ氏）を支持し、一方で米国の利益と一致しない指導者（例：ベネズエラのマドゥロ氏）に反対していることは、EM債券投資家にとって非対称的となる投資機会が生じています。

また、近年、指数のウェイトが急上昇している中東の経済大国としての台頭はEM市場の重要なトレンドであり、石油から得られる利益の多様化によって長期的に財政の回復力が下支えされると予想しています。脱中国化と米中間の資源競争により、資源の輸出国は貿易条件の改善でさらに有利となる一方、ハイテク関税の影響を受ける製造業の輸出国は経済成長の向かい風に直面すると見えています。

つまり、財政再建は相対的パフォーマンスを決定づける主な要素となりつつあります。信頼できる財政改革を進めている国は不均衡が悪化している国よりも、優れたパフォーマンスを示すこととなるでしょう。したがって、世界地図を見れば構造的な勝者として、改革が期待される中南米経済、AI設備投資の追い風を活かす一部のアジアの輸出国、財政枠組みの強化を図るエネルギー資源の豊富な国に恩恵がもたらされると見えています。一方、中国への依存度が高い製造業者は関税の足かせに直面し、財政悪化を伴う低利回り国と、米国の地政学的戦略と政治的に不一致な国は不利な状況に陥りやすいと考えています。

現在の投資機会

クレジット市場では、利回りの高い国の中には依然として興味深い投資機会の見られる国が複数あります。

中南米では、スプレッド縮小の可能性があるソブリン債の中で**アルゼンチン**と**エクアドル**が好機となっている一方、サハラ以南アフリカではナイジェリアなど、比較的好条件のソブリン債が依然として魅力的な利回りをもたらしています。ディストレスト債に関しては、投資家はベネズエラ及びレバノンの投資機会に注目しています。

セクターに関しては、**金属・鉱業セクター**、**高利回りの輸送及び金融セクター**がいずれも底堅いマクロ経済により堅調であり、**テクノロジー関連の輸出企業**（台湾、マレーシア、シンガポール）はAI設備の投資サイクルから恩恵を受けています。

現地通貨建て債市場では、ブラジルのように**高利回りのEM国**に底堅いファンダメンタルズが見られます。

選別的で積極的なアプローチが重要

アルファの創出について、幅広いエクスポージャーではなく、改善するファンダメンタルズ、変革のカタリスト、格上げの可能性のあるソブリン債を識別することが重要であり、より優れたファンダメンタルズを持つ高利回り国の債券は、ポジションが混み入った投資適格債よりも引き続き選好しています。

EM諸国の企業のデフォルト率は2026年にやや上昇する可能性はあるものの、デフォルトは既にストレス下にある少数の大型銘柄に集中し、全体的なファンダメンタルズは引き続き底堅いと見えています。ソブリン債に関しては、デフォルト率は今年も過去の平均を下回ると予想しています。

ディスクレーム

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となります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ヘッジ戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
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ら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ありませんのでご注意ください。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、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay
Asset Management