

フランクリン・テンプレトン
債券グループによる視点

2026年の新興国債券市場の見通し

2025年12月



新興国市場（EM）では、この1年間、当初の予想を大きく上回る追い風が続きました。年初には、米国の関税・移民・外交政策の方向性と、それが新興国市場の成長や投資に与える影響が懸念されていました。実際、米国の関税・移民・外交政策には大きな変化がありましたが、2026年を目前に控えた現在、新興国市場は良好なマクロ環境の下、予想以上に混乱への耐性を示し、前向きな改革を進める資産クラスへと進化しています。当社の2026年の基本シナリオは、概ね建設的です。ソブリン債については、財政・経済改革による信用改善を背景に、スプレッド縮小の余地が残されていると見ています。マクロ環境も引き続き支援的であると予想します。一方、社債はファンダメンタルズが均衡することで、レンジ相場の継続を見込んでいます。主要なリスク要因としては、人工知能（AI）開発やインフラ投資における期待に対する未達、またはプライベート・クレジット市場での追加的なストレス（あるいは両方）が挙げられます。これらがリスク選好を損なう可能性があるものの、前向きな改革の勢いが続くことで、新興国債券の相対的な底堅さを裏付ける確かな要因があると考えています。

極めて支援的なグローバル・マクロ環境

2024年末には、米国の関税政策や世界的な貿易戦争が新興国市場の成長や投資意欲に与える影響が懸念されており、新興国市場への期待感は抑制されていました。しかし、2025年の世界経済は予想以上に堅調に推移しています（国際通貨基金（IMF）は2025年の成長率を3.2%と予測、2024年からわずかな低下にとどまる）。金融環境も、年初数カ月間に一部ノイズがあったものの（特に4月のトランプ関税発表）、緩和的な水準を維持しています。新興国市場にとっては「ゴルドロック」的な環境です。米ドル安、原油価格の安定、米国と中国の成長がともに許容できる水準にあること（極端に悪化していない）、限定的な関税の影響、金価格の上昇、そしてインフレ環境の良好さという稀有な組み合わせが、新興国通貨とハイイールド（HY）新興国ソブリン債に恩恵をもたらしました。この状況は2026年にかけても継続すると見込んでいます。

米ドル高サイクルの終了は、実質利回りが歴史的な高水準にある新興国現地通貨建て市場の追い風に

図表1：シティ・ブロード米ドル実質実効為替レート指数



図表2：GBI Global Div. EMの実質利回り



出所：Citi, JP Morgan, Bloomberg。分析：FT債券リサーチ。シティ・ブロード米ドル実質実効為替レート指数は、米ドルの価値を主要な貿易相手国通貨の幅広いバスケットに対して測定する重要な指標であり、インフレ（物価変動）を調整して米ドルの実質購買力と国際競争力を示します。この指数は米国連邦準備制度のFREDデータベースで頻繁に参照されています。JP Morgan GBI-EM Global Diversified Indexは、新興国の現地通貨建て固定利付国債のパフォーマンスを追跡する指数で、より狭い指数と異なり、国際投資家が投資可能な設計となっています。過去の運用実績は、将来の成果を示唆または保証するものではありません。指数は運用されておらず、直接投資することはできません。重要なデータ提供者の通知および利用条件は www.franklintempletondatasources.com にてご確認ください。

注：GBI Global Div. EMの実質利回りは、JP Morgan GBI-EM Global Diversifiedサブインデックスと、各国の前年比インフレ率の逆差的測定値を用いて算出しています。

物語の中心に位置する米国：AI関連の設備投資と堅調な個人消費が、2025年の成長率を予想以上に押し上げ（見込みは2%）、世界的な景気循環を下支えています。一方で、米国の例外主義に後押しされた10年にわたる米ドル高のサイクルは終焉を迎つつあります（図表1参照）。2026年は新体制下でよりハト派的な米連邦準備制度（FRB）への転換が見込まれていることに加え、米ドルの実質実効為替レートが歴史的な水準で高止まりしていることから、政策の大幅な変更や外部ショックなしに米ドルが再びトレンド的な上昇サイクルに戻る可能性は低いと考えます。これは新興国市場にとっては朗報です。米ドルが安定すれば、新興国通貨のドローダウンリスクを抑制し、必要に応じて新興国の中央銀行が成長を支援するための政策余地を確保できます。多くの新興国の中央銀行はすでに利下げサイクルの終盤にあります。新興国債券の実質利回り（インフレ調整後）は歴史的な高水準を維持しており（図表2参照）、これがインフレ期待の安定化、新興国現地通貨建て市場への資金流入の維持・拡大、そしてリスク環境における予期せぬ混乱への一定のバッファになると見込んでいます。

信用力の低い国々における構造改革の本格的な進展

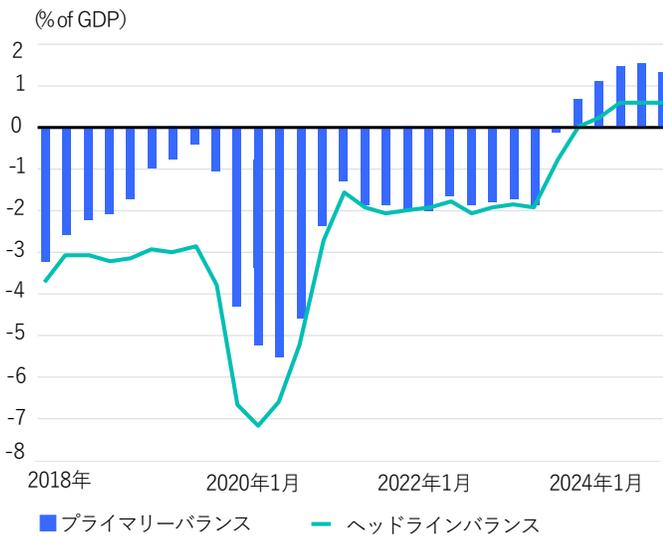
良好なマクロ環境に加え、数多くの新興国で経済政策改革が大きく進展しています。特に新興国ソブリンのハイイールド（HY）セグメントでは、歴史的にリスクが高かった銘柄の多くが今年、最も顕著なパフォーマンスを示しています。これは、信用力の低い国々にとって、実質的な構造改革を可能にする条件が整った極めて好ましい環境といえます。

緩和的なグローバル金融環境と、2020～2022年の危機を経た経験が、多くの政府に財政健全化や金融政策の正統性を支えるための厳格な改革を推進する政治的意思と緊急性をもたらしました。歴史的に最も信用力の低い新興国とされてきたいくつかの国（エクアドル、アルゼンチン、ナイジェリア）は現在、改革を主導し、信用力を改善し、格付けの引き上げにつながる施策を実施しています（図表3～6参照）。しかも、これは一部の特殊事例にとどまりません。過去2年間で新興国全体にわたり格付け引き上げサイクルが進行しており（図表8参照）、ポジティブな格付け見通しがネガティブを上回り、特にハイイールド（HY）セグメントで上方修正の余地が大きい状況です（図表9参照）。さらに、追加的な上振れ余地も残されています。例えば、ラテンアメリカでは、今後12カ月で歴史的な右派への政治的シフトが起こる可能性が高く、コロンビア、ブラジル、チリなどの選挙が、より市場寄りの候補者や米国との地域的な政策整合性を高める新たな機会を提供すると見えています。

アルゼンチン：急速な改革の可能性を示す好例

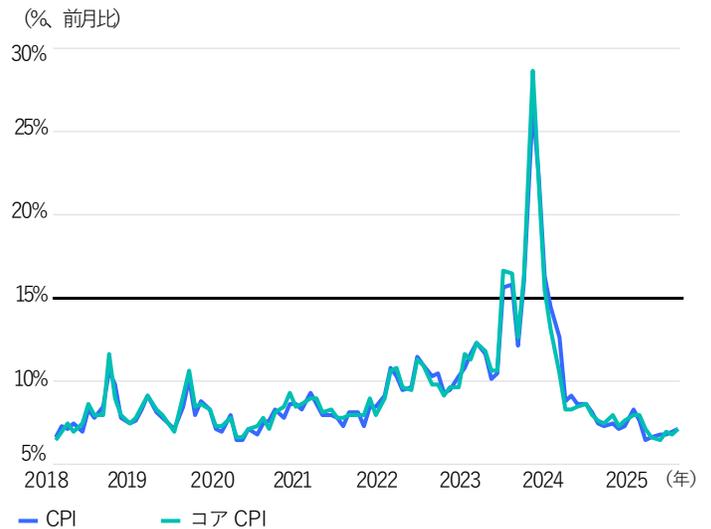
財政緊縮と規制緩和を柱とする大胆な政策アジェンダが、財政の持続可能性を改善し、インフレの安定化に寄与

図表3：財政規律はミレイ政権の政策の最重要課題



出所：MECON、INDEC、BCRA、Macrobond
分析：FT Fixed Income Research（FT債券リサーチ）

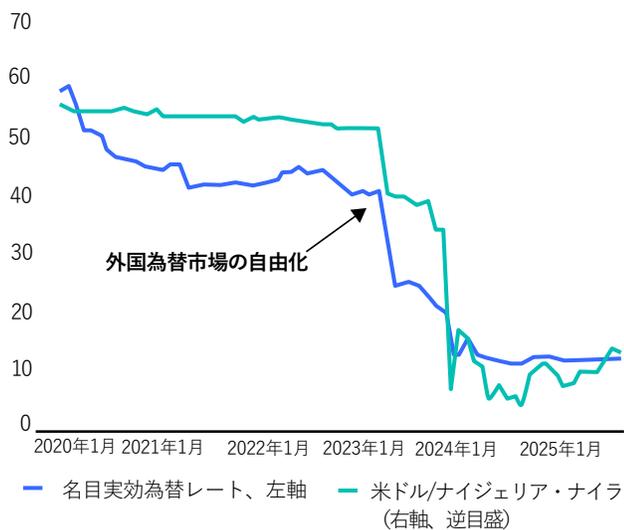
図表4：制御不能なインフレの抑制に成功



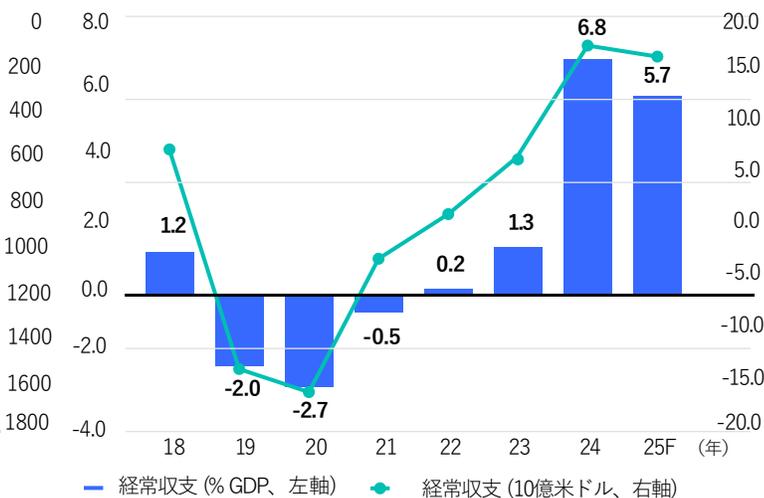
ナイジェリア：外為自由化と補助金改革の成功事例

ナイラの自由化とエネルギー補助金撤廃を含む政策パッケージが、財政収支と経常収支の改善を促し、外貨準備の純増を実現。

図表5：自由化後に為替（FX）が安定化



図表6：改革後の経常収支の大幅改善

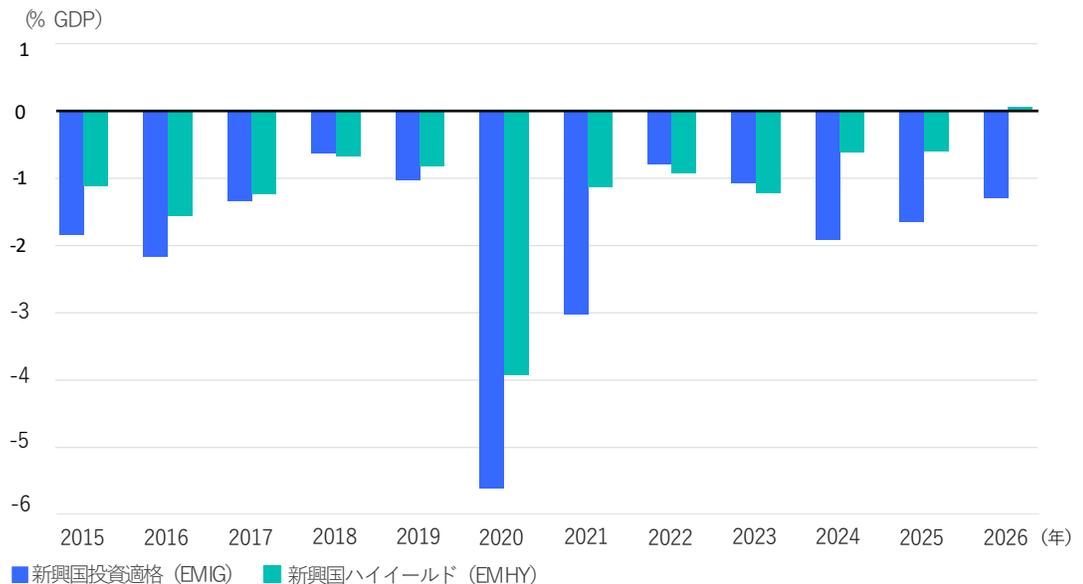


出所：IMF、Bloomberg。分析：FT債券リサーチ。

進展がやや遅れているのは、新興国の投資適格 (IG) セグメントです。新興国には強固で安定した投資適格 (IG) 銘柄群が存在し、より課題の多い国々でも改善の兆しが見られます。一方で、投資適格 (IG) 品質の下位にある新興国ソブリン群の中には、格下げリスクのある国 (ハンガリー、ルーマニア、パナマ) があり、財政問題が格付け見通しを圧迫しています。改革努力が持続しなければ、これらの一部が2026年に投資適格 (IG) ステータスを失う可能性があります。全体として、投資適格 (IG) とハイイールド (HY) の間で財政改革の進捗に乖離が見られ、この傾向は来年も続く予想されており、ハイイールド (HY) セグメントのアウトパフォーマンスを裏付ける要因となっています (図表7参照)。

ポスト・コロナ後の新興国ハイイールド（EMHY）の財政改革は、2026年に向けて新興国投資適格（EMIG）を上回る見込み

図表7：EMBI構成国の格付け区分別加重平均基礎的財政収支

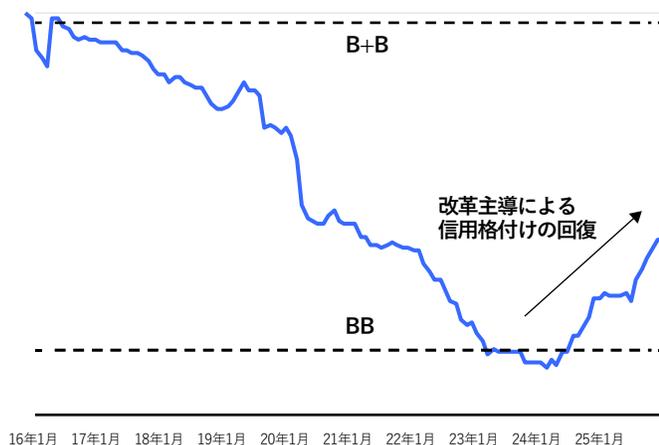


出所：IMF世界経済見通し（WEO）、JP Morgan | 分析：FT債券リサーチ。JP Morgan EMBI Global Diversified (EMBIGD) 指数は、ソブリンおよび準ソブリン主体が発行する流動性のある米ドル建て固定・変動金利債券を追跡します。過去の運用実績は、将来の成果を保証するものではありません。指数は運用対象ではなく、直接投資することはできません。重要なデータ提供者の通知および利用条件は www.franklintempletondatasources.com にてご確認ください。

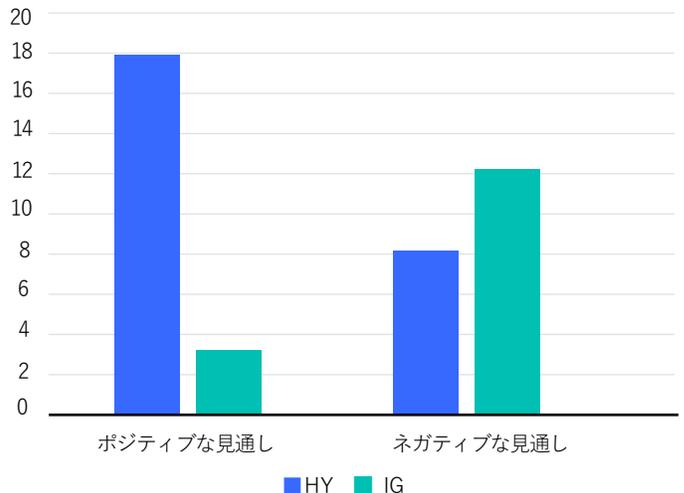
注：IGおよびHYの基礎的財政収支は、JP Morgan EMBIGDの国別ウエイトとソブリン格付けを用いて、WEOの基礎的純貸出額の推計値を加重平均して算出しています。GCC（湾岸協力会議）諸国は除外しています。2025年および2026年のデータはWEO予測値です。

信用力が持続的に回復、特に新興国ハイイールドにおいて、ポジティブな見通しを背景にさらなる改善余地

図表8：EMBI構成国の加重平均信用格付け



図表9：HYにおけるポジティブな格付け見通しはIGよりも顕著



出所：JP Morgan、Bloomberg。分析：FT債券リサーチ。

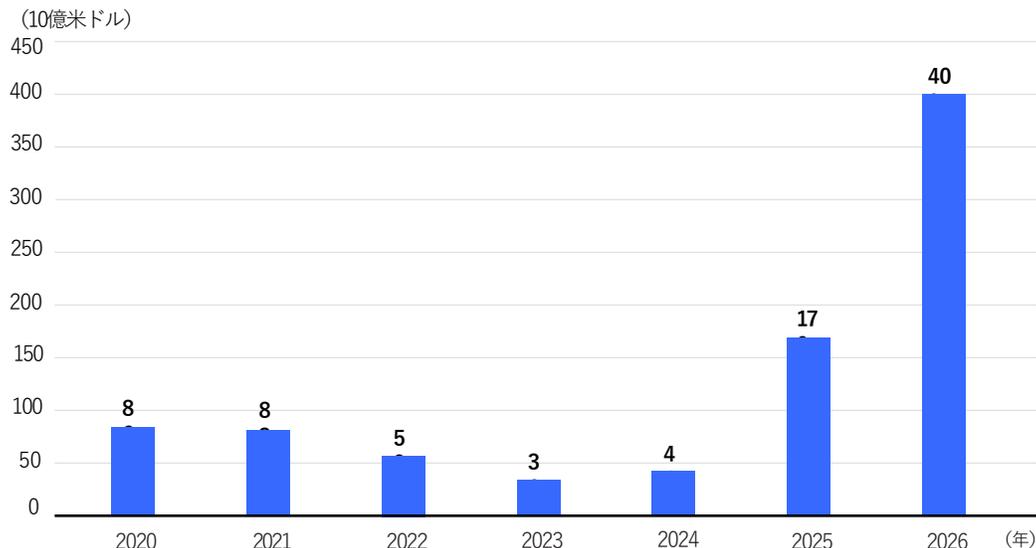
注：加重平均格付けは、EMBIGD発行体に対するMoody'sおよびS&Pの格付けを組み入れています。上記のチャートは、JP Morgan EMBIGD（GCC除外）の最新ウエイトと、インデックスの同一サンプルの発行体（現在のインデックスの約75%を構成）を使用しています。JP Morgan EMBIGDインデックスは、ソブリンおよび準ソブリンが発行する流動性のある米ドル建て新興国固定・変動金利債券を追跡します。過去の運用実績は将来の成果を示唆または保証するものではありません。インデックスは運用されておらず、直接投資することはできません。重要なデータ提供者の通知および利用条件は www.franklintempletondatasources.com にてご確認ください。

注：格上げ・格下げ候補は、EMBIGD（GCC除外）の構成銘柄の一部から決定されています。

テクニカル面では、新興国投資適格債は2026年に逆風に直面する可能性があります。その理由は、新興国投資適格債が米国投資適格債と歴史的に高い相関を持っていることに加え、米国市場ではAI関連の発行が集中し、2026年だけで数千億米ドル規模の総供給が見込まれているためです（図表10参照）。この供給規模は、新興国投資適格債スプレッドの大幅な縮小を阻む要因となる可能性があります。

テクニカル要因による逆風が、2026年にかけて新興国投資適格債（EM IG）に圧力を及ぼす見込み

図表10：米国ハイパースケーラーおよびAI関連発行予測



出所：モルガン・スタンレー | 分析：FT債券リサーチ

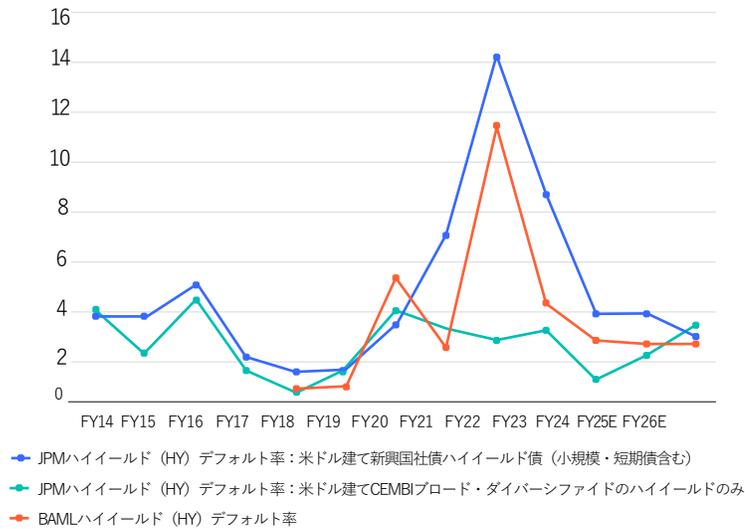
新興国社債は依然としてファンダメンタルズが堅固

新興国社債は基本的に堅調さを維持しており、当社はこの資産クラスに対して、特に中長期的に前向きな見方を持っています。この前向きなスタンスは、発行体、セクター、国、通貨にわたる投資可能なユニバースの進化が続いており、魅力的なリスク調整後リターンを生み出す投資機会が拡大していることを反映しています。社債のファンダメンタルズ全体は安定しており、健全なEBITDAマージンと堅固なインタレストカバレッジが、マクロ経済の変動に対する耐性を提供しています。さらに、銀行のバランスシートも健全性を維持しており、強固な資本基盤と適度な資産健全性への圧力が、システム全体の信用環境を支えています。

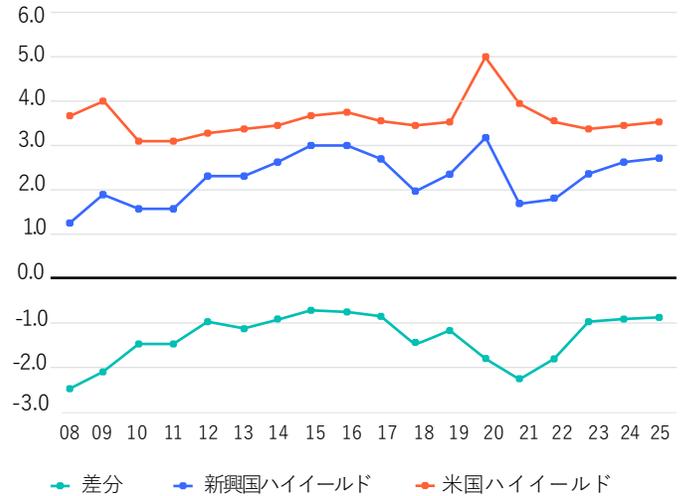
ただし、格付けの低い新興国ソブリンで見られる明確な改善とは異なり、格付けの低い社債の動向は良し悪しが混在しており、ハイイールドのレバレッジが緩やかに上昇している点には注意が必要です。その結果、新興国社債はポスト・コロナ後の信用力の循環的ピークを過ぎたように見えます。ソブリンの格上げは引き続きインデックス全体の格付けモメンタムを支えています。社債の基礎的なファンダメンタルズはやや説得力に欠け、より注意深い精査が必要です。とはいえ、レバレッジは米国や欧州のハイイールド市場に比べれば依然として低水準です。過去2年間、平均を下回るデフォルト率が続いた後、この資産クラスでは最近、ラテンアメリカに集中した限定的な信用イベントが発生しましたが、当社はこれらのデフォルトを信用サイクル全体の転換を示すものとは見ておらず、2026年のハイイールドのデフォルト率見通しは長期平均の約3%に近い水準を維持するとみています。リファイナンス環境は概ね良好であり、投資家は発行体固有の流動性ストレスとシステム全体の悪化を区別できる状況にあります。

新興国社債の信用力はポスト・コロナ期の循環的ピークを超えた可能性

図表11：新興国社債ハイイールド（EM HY）デフォルト率（%）



図表12：ハイイールド（HY）純レバレッジ（倍）



出所：JP Morgan、BAML | 分析：FT債券リサーチ、いかなる推計、予測または見直しも実現することを保証するものではありません。

魅力的な総合利回りとスプレッドリスク管理への当社のアプローチ

当社の分析では、新興国（EM）資産クラス全体の利回りは歴史的に魅力的な水準にあり、一方でスプレッドは依然として比較的タイトな状態を維持しています（図表13参照）。スプレッドは、良好なマクロ環境と新興国におけるソブリン改革の進展と概ね整合的と見ています。マクロ環境や改革の勢いには下方リスクがあるものの、2026年に向けて当社は2025年に見られたソブリン側の進展が続くと予想しており、スプレッドのさらなる小幅な縮小、さらに政策改革の上振れやリスク選好の持続という強気シナリオでは、大幅な縮小余地があると考えます。一方、社債セクターではファンダメンタルズの改善が限定的なため、スプレッド縮小はソブリンに比べて遅れ、レンジ内での推移が続くと見込んでいます。

仮に世界的な環境が下方ショックを受けた場合でも、政策面での進展を踏まえれば、新興国は過去と比べてかなりの耐性を示すと予想します。このような環境下では、新興国社債の低ベータ特性が総合リターンの下支えとなる可能性があります。

とはいえ、スプレッドが歴史的水準までタイト化（縮小）していることはリスクです。ファンダメンタルズは概ねスプレッドを正当化していると考えますが、グローバルなリスク資産の環境悪化に対するクッションは限定的です。そのため、超過リターンを損なう可能性のある複数のリスクを引き続き注視しています。中でも最大のリスクは、現在の「ゴルディロックス」的なマクロ環境の変化であり、市場は現在、堅調な米国成長と金融緩和の継続の両方に高い確率を織り込んでいます。

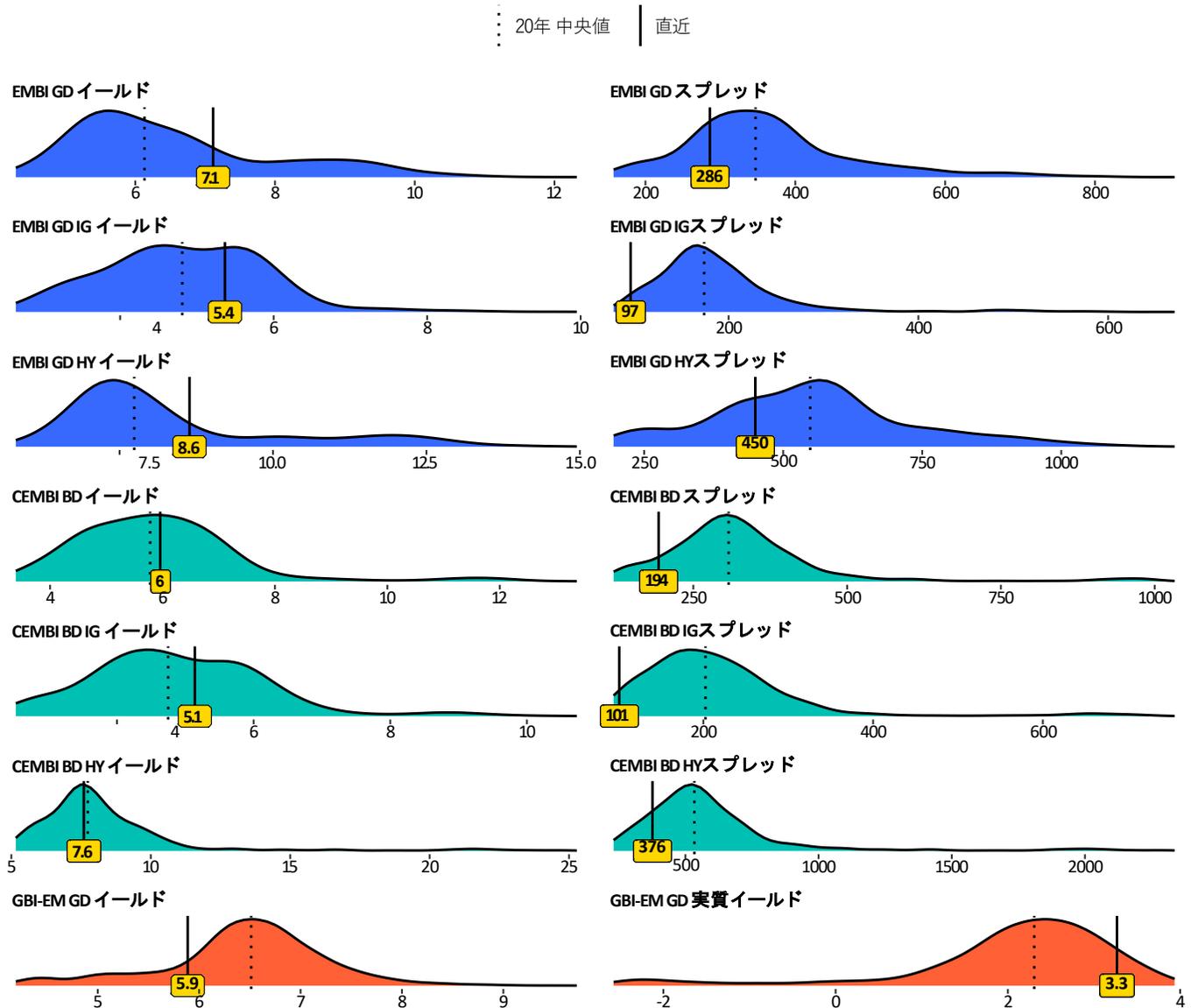
当社の見解では、米国の成長が予想を上回る場合、投資家がよりタカ派的な政策軌道を織り込み始めることで、市場に逆説的な重しとなる可能性があります。一方、成長ショックが起きれば、より緩和的な政策への期待が高まるものの、センチメント経路を通じてリスク資産には依然として圧力がかかるでしょう。当社エコノミストは、成長やインフレが「過熱する」シナリオの方が、成長の急減速よりも起こりやすいと見ています。その理由は複数あります。米国の財政刺激が継続していること、サービスインフレが根強いこと、米国の移民政策変更後に労働市場が極めて逼迫していること、そして市場がすでにある程度、FRBのハト派的な転換を織り込んでいることです。

もし堅調な成長が金利再評価の要因となる場合、新興国（EM）のスプレッドや通貨（EM FX）は比較的底堅さを維持すると予想します。当社がより懸念しているリスクは、2026年以降、FRBの対応が遅れ、最終的に過去の政策ミスを修正するために積極的な引き締めサイクルを余儀なくされることです。

その他のリスクとして、AI楽観論の世界的な再評価が挙げられます。これはリスクセンチメントを通じて新興国スプレッドに悪影響を及ぼし、さらに新興国供給のコモディティ需要減退による影響も想定されます。また、急拡大するプライベートクレジット市場も脆弱性を抱えており、透明性の欠如や緩い引受基準が米国の成長が減速する際に影響を増幅し、より流動性の高い資産クラスへの波及を伴う流動性需要を引き起こす可能性があります。加えて、トランプ大統領による政策サプライズのリスクも排除できません。関税引き上げ、米中緊張の激化、あるいは予想外の措置などが考えられます。追加の政策サプライズがなくても、トランプ政権による混乱はまだ初期段階で、十分に検証されていません。例えば、関税政策は導入後数カ月で想定以上の影響を及ぼす可能性があります。

こうしたリスクにもかかわらず、当社はこの資産クラスに対して前向きな見通しを維持しています。当社のアプローチは、特定のマクロ環境での短期的パフォーマンスを狙うのではなく、長期的なボトムアップのファンダメンタルズ重視に基づいています。新興国ベンチマークに対して追加キャリアを獲得できる機会があると見ており、2026年のリターンは利回りが主要なドライバーになると予想します。リスク要因の中では、米国経済の「過熱」が最も現実化しやすいと考えていますが、FRB理事会の構成により重大な政策ミスの可能性は低いと見ています。したがって、米国のインフレ率が目標をやや上回る場合でも、ハイイールド・ソブリン・クレジットおよび現地通貨建てハイイールドはソブリン投資適格や社債をアウトパフォームすると予想します。このような背景の下、当社は引き続き、強力な固有要因や改革ドライバーを持ち、広範な市場リスクセンチメントに対して低ベータであり、その他の条件が同等なら、国際収支構造がマクロ要因による資金流出リスクを抑制できるソブリンハイイールドを選好を維持します。

図表13：新興国債券の利回りは歴史的に魅力的な水準を維持、スプレッドは20年ぶりの低水準



出所：JP Morgan、Bloomberg | 分析：FT債券リサーチJP Morgan EMBIGD指数は、ソブリンおよび準ソブリン主体が発行する流動性のある米ドル建て固定・変動金利債券を追跡します。JP Morgan CEMBI (Corporate Emerging Market Bond Index) Broad Diversified指数は、新興国企業が発行する米ドル建て社債のパフォーマンスを測定するベンチマークで、固定・変動・償還型の債券を含み、分散投資と利回りを求める投資家に対し、EM企業債の総リターンを包括的に示します。JP Morgan GBI-EM Global Diversified指数は、新興国の現地通貨建て固定利付国債のパフォーマンスを追跡し、国際投資家が投資可能な設計となっています。過去の運用実績は、将来の成果を示唆または保証するものではありません。指数は運用対象ではなく、直接投資することはできません。重要なデータ提供者の通知および利用条件は www.franklintempletondatasources.com にてご確認ください。注：ソースデータは、JP Morgan EMBIGD (GCC除外) およびJP Morgan CEMBI Broad Diversifiedの20年間のデیلیー「イールド・トゥ・ワースト」および「スプレッド・トゥ・ワースト」、GBI-EM Global Diversifiedの「イールド・トゥ・マチュリティ」を含みます (JP Morgan報告、2025年12月5日時点)。

注：GBI-EMの実質利回り履歴は2010年半ば以降のみ。

注記

出所：世界経済見通し (World Economic Outlook)、国際通貨基金 (IMF)、2025年10月いかなる推計、予測または見通しも実現することを確約するものではありません。

寄稿者



ニコラス・
ハーディング、CFA
ポートフォリオ・マネジャー
フランクリン・テンプレトン
債券グループ



ステファニー・オウエン
ダイク、CFA
ポートフォリオ・マネジャー
リサーチ・アナリスト
フランクリン・テンプレトン
債券グループ



ロバート・ネルソン、
CFA
ポートフォリオ・マネジャー
リサーチ・アナリスト
フランクリン・テンプレトン
債券グループ



ジョアンナ・ウッズ、
CFA
ポートフォリオ・マネジャー
リサーチ・アナリスト
フランクリン・テンプレトン
債券グループ



スターリング・ホーン、
Ph.D.
リサーチ・アナリスト
フランクリン・テンプレトン
債券グループ



カルロス・オルティス
リサーチ・アナリスト
フランクリン・テンプレトン
債券グループ



ジェイミー・アルトマン
リサーチ・アナリスト
フランクリン・テンプレトン
債券グループ

リスクについて

すべての投資には、元本割れの可能性を含むさまざまなリスクが伴います。

債券には金利リスク、クレジットリスク、インフレリスク、再投資リスクがあり、投資元本を割り込むことがあります。金利が上昇すると、債券の価値は下落します。

国際投資は、為替変動や社会的、経済的、政治的な不確実性を含む様々なリスクの対象となり、ボラティリティを高める可能性があります。これらのリスクは新興市場では一層大きくなります。特定の国や地域の企業への投資は、地理的に広く分散された投資よりも大きな変動性を経験する可能性があります。

中国への投資は政府の経済への関与が依然として高いため、他の多くの国と比べて規制リスクがより大きくなります。

異なる戦略、資産クラス、投資対象間で資産を配分しても、有益であるとは限らず、期待した結果が得られない可能性があります。

ソブリン債券は、一般的な債券や外国証券に関連するリスクに加え、政府がソブリン債の利息や元本を支払えない、または支払う意思がないリスクなど、さまざまなリスクにさらされます。

重要事項

当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、保有、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を行うものではありません。当資料は、フランクリン・templtonの事前の書面による承諾なしの無断複写、転載、発行は禁じられています。

当資料のなかで示された見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で示された予想および見解は市場やその他の状況により変更される可能性があります、他の運用者や運用会社による見解と異なる場合があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。経済、株式市場、債券市場または市場における経済トレンドについてのいかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。投資価値およびそれによって得られる収入は、上下する可能性があります。また投資家は投資した全額を払い戻すことができない場合がございます。過去の運用実績は将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。すべての投資には、元本割れの可能性を含むリスクが伴います。

当資料に含まれる調査・分析に関する情報はフランクリン・templtonが自身のために入手したものであり、付随的な情報の提供のみを目的としています。当資料の作成には、第三者を情報源とするデータが使用されている可能性があります、フランクリン・templton（「FT」）は当該データに関して独立した照合、検証、監査は行っていません。いかなる情報もFTが信頼に足ると判断した情報元より取得していますが、その正確性を保証するものではありません。また、情報が不完全または要約されている場合や、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料における個別銘柄についての見解は、いかなる証券の売買、保有に関する推奨を示したものでも解釈されるものでありません。また、個別銘柄に関する情報は投資判断のために十分とされるものではありません。FTは、本情報の利用によって生じたいかなる損失に対しても一切、責任を負いません。当資料のコメント、意見、分析に対する依拠については、利用者ご自身でご判断ください。

フランクリン・templtonは、環境・社会・ガバナンス（ESG）に関する運用能力を有していますが、すべての運用戦略やそれに関連する商品が、投資プロセスにおいて「ESG」を考慮しているわけではありません。

金融商品、サービス、情報はすべての法域で入手可能とは限らず、米国以外では、他のFT関連会社および/またはその販売会社によって、現地の法律および規則が許容する範囲において提供されます。個別の法域における金融商品およびサービスの提供に関する詳細な情報については、ご自身の金融専門家またはフランクリン・templtonの機関投資家向け窓口にご相談ください。

CFA®およびChartered Financial Analyst®は、CFA Instituteが所有する商標です。

当資料に記載された見解および意見は、必ずしもブローカー/ディーラーまたはその関連会社のものを反映しているわけではありません。また、本資料において議論または示唆されている内容は、ブローカー/ディーラーの方針、手続、規則、またはガイドラインを上書き、または回避することを認めるものではありません。

【当資料に関するご注意】

- 当資料は、フランクリン・templton（フランクリン・リソース・インクとその傘下の関連会社を含みます。以下「FT」）が作成した説明資料を、フランクリン・templton・ジャパン株式会社が翻訳したものです。
- 当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、特定の金融商品等の推奨や勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、FTが信頼性が高いと判断した各種データ等に基づいて作成したものです、その完全性、正確性を保証するものではありません。
- 当資料のデータ、運用実績等は過去のものであり、将来の運用成果を示唆・保証するものではありません。また、当資料に記載される見解は作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。
- 当資料に指数・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権、その他一切の権利は、その発行者に帰属します。
- 当資料はFTの許可なく複製・転用することはできません。

フランクリン・templton・ジャパン

商号：フランクリン・templton・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417号
加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

