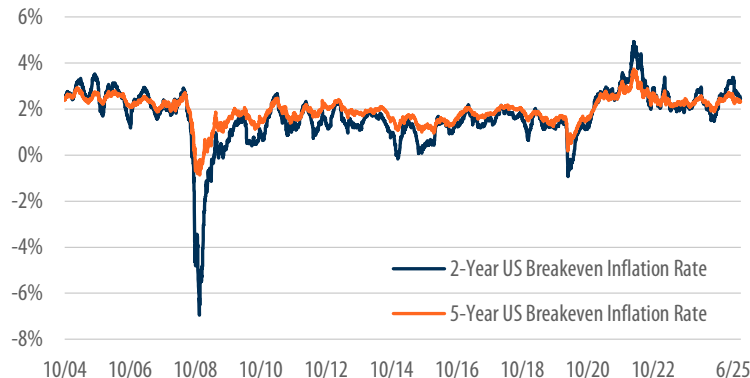




## ウィリアムハウジー, CFA

マネージングディレクター  
債券部門  
シニアポートフォリオマネージャー

Chart 1: Inflation Breakevens



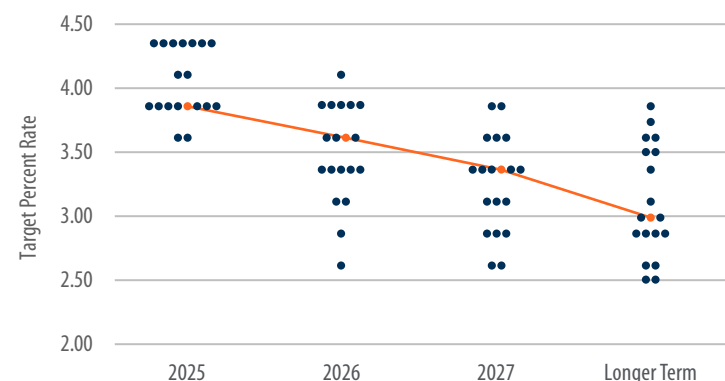
Source: Bloomberg. Data from 27/10/2004 to 30/6/2025. The breakeven rate is a market-based gauge for the expected annual inflation. Past performance is no guarantee of future results.

Chart 2: 10-Year U.S. Treasury Real Yield



Source: Bloomberg. Data from 3/8/1998 to 30/6/2025. Past performance is no guarantee of future results. Real Yield is an interest rate that has been adjusted to remove the effects of inflation. Real Yield is calculated as the difference in yields between U.S. Treasury bonds and Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS).

Chart 3: Fed Dot Plot



Source: Bloomberg. Data as of 30/6/2025. Orange dots are the median of the Federal Open Market Committee Dots.

映画『恋はデジャ・ブ (Groundhog Day)』では、ビル・マーレイ演じるフィル・コナーズが毎朝「I Got You Babe」(ソニー & シェール)で目覚め、同じ一日を繰り返す無限ループに囚われます。同様に、債券投資家も2025年第2四半期には、まるで自分たちが「恋はデジャ・ブ」を体験しているかのように感じたかもしれません。第2四半期に市場は大きく揺れ動いたものの、新しい四半期を迎える今、クレジット・スプレッド(バリュエーション)はほぼ元の水準に戻っています。

この四半期を通じて、インフレ期待は3月から4月初旬のピーク時から大きく後退しました。具体的には、債券市場が示す今後2年間のインフレ期待は、第1四半期末の3.28%から2.45%へ大きく低下し、5年間の期待値も2.63%から2.31%に下がりました(チャート1参照)。四半期初めの高水準なインフレ期待は、トランプ大統領による「解放の日」関税政策の影響を受けていましたが、中国を除く追加関税の停止や、好調なインフレ指標によって、市場の期待値は下方修正されました。加えて、WTI(ウェスト・テキサス・インターミディエイト)原油価格は四半期初の1バレルあたり\$71.48から、6月30日には\$65.11まで下落し、先行きのインフレ予想を一段と抑える要因となりました。

最近発表された「One Big Beautiful Bill Act(大きく美しい法案)」の政策提案は、財政政策への反応として債券市場においてイールド・カーブ(利回り曲線)をステープ化(長期金利の上昇)させました。しかし、成長促進策、規制緩和、そして年後半に予定される裁量的な予算削減により、財政赤字の拡大は時間とともに抑制されると弊社は見えています。このような環境下では、実質利回り(インフレを差し引いた後の投資収益)が魅力的に映ります。10年物米国債の実質利回りは現在約2%と、債券はインフレがやや粘着的に続く状況においても、ショック吸収材としての役割を果たすと考えます(チャート2参照)。この実質利回りの高さは、短期的なインフレの変動に対して一定のバッファを提供します。

米連邦準備制度理事会(連銀、FRB)からの最新の声明は、インフレ抑制と経済成長維持という二つの目標のバランスを取る難しさを物語っています。弊社の見解では、連銀は現在のデータに基づく対応よりも、“将来起こり得ること”に過度に意識を向けすぎているように見受けられます(チャート3参照)。しかし、実質利回りが現在の水準にあることで、連銀には今後さらなる利下げを実施する余地があります。皮肉なことに、関税がインフレに与える影響を見極めようとする“様子見”姿勢が、金融政策の効果を遅らせることで、かえって経済成長の足かせとなる可能性があります。

『恋はデジャ・ブ』でフィル・コナーズが同じ音楽と目覚ましで毎朝目を覚ますように、債券投資家もまた、リスクとチャンスを繰り返し見つめ直す日々が続いています。魅力的な実質利回り、短期的に落ち着いたインフレ期待、そして連銀の利下げ余地という環境を踏まえ、弊社は慎重ながらも楽観的な見方を維持しています。投資戦略としては、中期デュレーションの債券を中心に、ブルームバーグ米国総合債券インデックスと同等のデュレーションを維持する方針です。このポジショニングは、経済の不確実性の中でポートフォリオの耐久性を高めると考えます。また、信用格付けの幅広い領域で選別的に投資機会を模索しています。規律と柔軟性を持った対応こそが、先行き不透明な市場環境を乗り越える鍵となるでしょう。

There can be no assurance that any of the trends and projections cited herein will continue or come to fruition. References to specific securities should not be construed as a recommendation to buy or sell and should not be assumed profitable.

The information presented is not intended to constitute an investment recommendation for, or advice to, any specific person. Nor does the document implicitly or explicitly recommend or suggest an investment strategy, reach conclusions in relation to an investment strategy for the reader or provide an opinion as to the present or future value or price of any fund. First Trust has no knowledge of and has not been provided any information regarding any investor. Financial professionals must determine whether particular investments are appropriate for their clients.

情報提供のみを目的としています。投資家向けではありません。ここに掲載されている情報は、投資活動への招待、申し出、勧誘、推奨を意味するものではありません。コンセンサス予測はブルームバーグ社が提供するものです。このレポートは、First Trust Advisors L.P.によって作成されたものであり、著者の意見を反映したものです。正確且つ信頼できる情報源とデータに基づいたものです。意見および将来の見通しに関する記述は、予告なしに変更される場合があります。この情報は、証券の売買の勧誘または売り出しを目的とするものではありません。

## セクター・ポジショニング

## 超短期債

連銀(米連邦準備制度理事会)は、2025年内に2回(各25ベース・ポイント)の利下げを想定しており、2026年には1回のみを見込んでいます。一方で、市場は2026年末までに5回程度の利下げを織り込んでいます。弊社は連銀が今後も経済指標に基づき柔軟に金融政策を調整していくと考えており、短期金利もそれに応じて動くと考えています。このような中で、短期債の利回りは依然として魅力的であり、2025年後半もこの環境が続くと予想されます。したがって、超短期債は元本の保全と実質利回りの確保という両面で投資戦略上有効であると考えます。

## 住宅ローン担保証券

MBS(住宅ローン担保証券)は、リスク資産が調整局面に入ったり、景気後退が発生した場合に、クレジット市場全体に対する安定要因(バラスト)として機能する可能性があります。3月以降、エージェンシーMBSのスプレッドは拡大しており、長期平均を大きく上回っています。市場のボラティリティが高まる中、当面は防御的な姿勢を基本としつつ、商業用およびノン・エージェンシーMBSを含む証券化市場で選択的に利回り向上を図るポジションも検討しています。

## 米国国債

連銀の2025年の金利見通しは3月時点から変化がないものの、2026年の利下げペースは鈍化しました。イールド・カーブの短期側は、今年中の利下げを織り込んで妥当な水準にあると見ていますが、長期側は長期投資家にとって魅力的な価値を提供していると考えます。短期的には、関税や財政赤字をめぐる政策が引き続きボラティリティ要因になりますが、実質利回りの上昇や成長・雇用の軟化による長期的なメリットがそれを上回ると予想しています。

## ハイ・イールド(高利回り)債

ハイ・イールド債の利回りは過去15年間の平均を大きく上回っており、歴史的に見ても高い将来リターンが期待できる水準です。開始時点の利回りが7%超だった場合、過去12ヶ月先のリターンがマイナスになったのは1回(-0.17%)しかありません。4月にスプレッドが大きく拡大した後、再び縮小していますが、依然として直近の最低水準を上回っています。この資産クラスは、国内収益・供給網に支えられ、関税の影響が比較的小さいことから、現在のリスク環境に適しています。経済の悪化が進んだとしても、現在の利回り水準はスプレッド拡大へのクッションとなり得ます。高格付け(BB格)の比率が高まっていることも、過去と比較しての強みです。金利が低下する局面では、ハイ・イールド債のサポート要因となる可能性もあります。現状では、質の高い発行体に焦点を当てたアクティブ運用が有効と考えます。

## シニア・ローン

シニア・ローンは、歴史的水準と比較して上位四分位に位置する高い利回りを提供しており、他の債券セクターと比較しても優位性があります。利下げペースが鈍化し、米国経済が底堅さを見せる中、金利が一定水準で維持されることで、シニア・ローンの変動金利構造が一層支持される可能性があります。企業のデフォルト率も低水準にあり、この不透明な市場環境においてはアクティブ運用の枠組みの中で非常に魅力的な選択肢だと見ています。

## 新興国債券

2025年第2四半期には、新興国資産が大きく上昇しました。これは、米ドルの下落と新興国通貨の上昇が背景にあります。米ドルは、貿易問題、政策不透明感、欧州や中国を含む他地域の経済改善といった複数の要因によって下押し圧力を受けています。現在も米ドルは新興国・先進国通貨に対して高水準にあるため、引き続き下落リスクがあると見ています。米中間の貿易・金融緊張も不確実性を高める要因です。新興国通貨の割安さと高い実質金利を背景に、新興国現地通貨建て債券のバリュエーションに対して引き続き前向きなスタンスを取っています。

## 投資適格社債

投資適格社債の利回りは、過去15年の水準と比較しても依然として魅力的であり、高金利環境下における安定した収入機会を提供しています。現在のスプレッドは過去12ヶ月の平均付近にあり、健全なファンダメンタルズが資産クラス全体を支えています。今後は景気サイクルの進行に伴い、景気敏感セクターと非景気敏感セクターとの間でバリュエーションに乖離が生じる可能性があるため、銘柄選別が一層重要になると見ています。特に、マクロ変動への感応度が高い長期債よりも、短中期の債券により多くの魅力があると考えています。

## 優先証券

過去3ヶ月間、リテール向けと機関投資家向けの優先証券でパフォーマンスに乖離が生じ、リテール向けが劣化したことでバリュエーションが拡大しました。今後は、高いインカム、割安なバリュエーション、質の高い発行体という3点から、経済減速や地政学リスク(低金利・スプレッド拡大)といった環境下でも相対的な耐性があると考えます。2025年第1四半期の決算では、主要セクター(銀行、保険、公益、エネルギー)におけるクレジットのファンダメンタルズに大きな変化はありませんでした。当面のリターン源泉はインカムが中心になると予想され、連銀が利下げに転じるまで市場のボラティリティが続く見通しです。

## 地方債

2025年第3四半期において、超短期および短期デュレーションの地方債戦略は、供給不足と再投資需要の不均衡というテクニカル要因により、正のトータル・リターンが期待されます。一方で、長期ゾーンにおいては、米国債利回り上昇の可能性が地方債ファンドの資金流入を反転させるリスクがあるため、引き続き慎重な姿勢を取っています。例年夏には地方債市場にラリーが見られますが、2025年第3四半期については警戒的なスタンスを維持しています。全体として、クレジットとリターンの見通しは前向きですが、関税の影響や「One Big Beautiful Bill Act」の最終内容による不透明感を考慮し、慎重な姿勢を継続します。