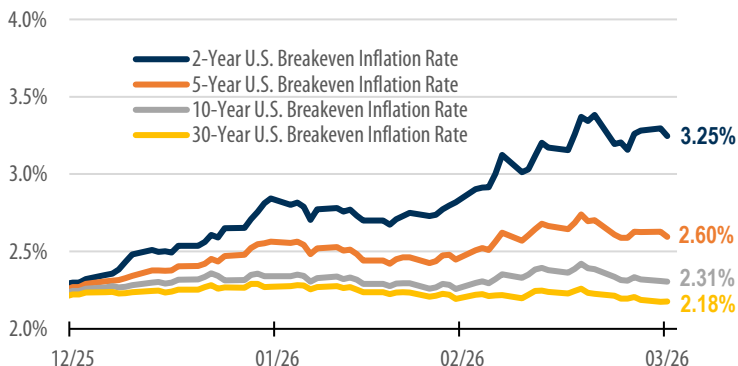




ウィリアムハウジー, CFA

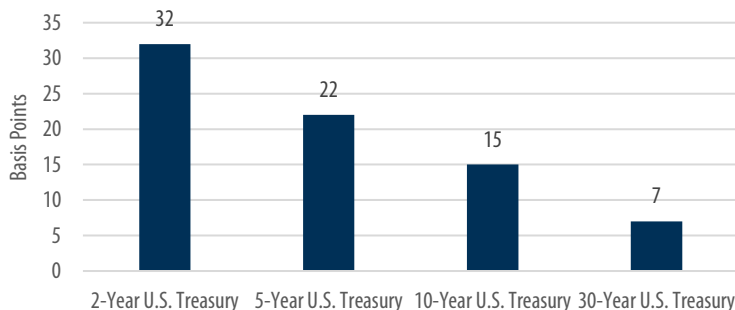
マネージングディレクター
債券部門
シニアポートフォリオマネージャー

図表1: インフレ・ブレイクイーブン



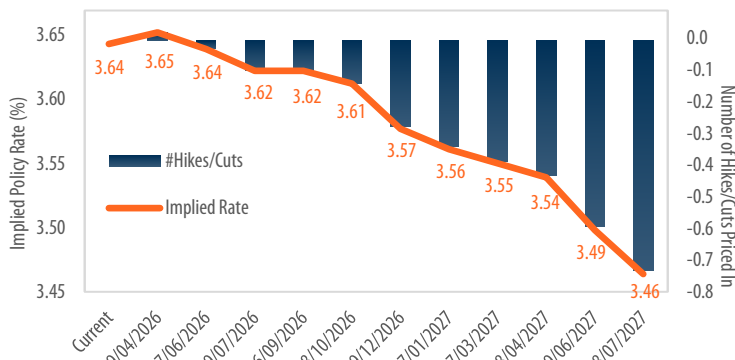
出典: ブルームバーグ。データは2025年12月31日から2026年3月31日まで。損益分岐点は、市場に基づいた予想年間インフレ率の指標です。過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。

図表2: 年初来の米国国債利回りの変化



出典: ブルームバーグ。2026年3月31日時点。

図表3: FF金利のインプライド(予想)水準と利上げ・利下げ回数



出典: ブルームバーグ。2026年3月31日時点。1回の利上げまたは利下げにおける想定金利変動幅は±0.25%です。予測が実現する保証はありません。フェデラルファンド金利は、商業銀行の超過準備金に対する銀行間翌日物貸出金利です。米国のインプライド・フェデラルファンド金利は、米国の推定フォワード・レートであり、フェデラルファンド先物契約から算出され、特定の会合で連邦準備制度理事会が金融政策を変更する確率を算出します。

マリオ・アンドレティは、デイトナ500、インディアナポリス500、そしてフォーミュラ1 (F1) 世界選手権のすべてを制した史上唯一のドライバーとして知られ、「すべてがコントロールされているように感じるなら、それはまだスピードが足りないということだ」と語りました。しかし、レースにおいてはスピードだけでは十分ではありません。勝利とは、すべてのラップで先頭を走るのではなく、レース全体をどう管理するかにかかっています。ポジショニング、タイミング、そして次に何が起こるかを見越す力が重要です。序盤を支配していたドライバーでも、状況の変化によって終盤で敗れることがあります。勝者とは、その瞬間の位置だけでなく、レース全体の流れを理解している者です。

これは、現在の債券投資家にとって有益な視点でもあります。2026年第1四半期は、米国・イスラエルとイランの緊張激化により原油価格が急騰したことが特徴でした。エネルギー価格の上昇に伴い、短期的なインフレ期待の急上昇を反映して金利も上昇しました(図表1)。第1四半期において、米国2年債利回りは32ベース・ポイント(bps)上昇し、5年債は22bps、10年債は15bps、30年債は7bps上昇しました(図表2)。市場は目の前の状況、すなわち原油高、インフレ高、金利上昇に反応しています。しかし、レースと同様、結果は現在の局面だけで決まるものではありません。

重要なのは、ここから状況がどのように変化していくかです。想定されるシナリオの幅広さが、この点を裏付けています。地政学的緊張が緩和されれば、商品価格は低下に向かい、インフレ期待も低下し、金利もそれに追随する可能性があり、リスク資産と債券の双方を支えることになるでしょう。一方で、紛争が長引けば、エネルギー価格上昇が消費と成長を圧迫し、インフレの影響は一時的にとどまる可能性があります。その結果、市場の焦点はインフレから景気減速へと移り、金利低下につながるでしょう。いずれのシナリオでも、経路は異なるものの、将来的なリターン分布は債券投資家に有利に傾きつつあると考えます。

このような環境は、ポジショニングに重要な影響を与えます。見出しのノイズがある中でも、米連邦準備制度理事会(連銀、FRB)は供給要因によるショックに対して利上げで対応する可能性は低いと考えています。弊社は今年少なくとも1回の利下げを引き続き見込んでいます(図表3)。イールド・カーブの短期ゾーンでは、2年債利回りが約4%と、特に魅力的な投資機会があると見ています。このセグメントは既にインフレ期待上昇を織り込みし始めており、利下げ局面では非対称的なリターン上昇余地を伴う魅力的なキャリアを提供します。特に、利回り低下局面で超短期ポジションを維持していた投資家にとっては有利です。中期ゾーンは比較的フラットで大きな再価格調整は見られませんが、引き続きデュレーションを保有することに前向きです。長期ゾーンでは、30年債利回りが5%に近づく中、財政赤字の継続、国内外での国債発行増加、外国の資金需要、為替動向、資本フローといったリスクに対する補償が改善しています。ボラティリティは高止まりする可能性があるものの、現在の利回り水準ではリスク・リターンはより均衡しています。

市場は現在どの参加者が先行しているかに注目していますが、投資において重要なのはレース全体の展開を予測することです。実質および名目利回りが高水準にある中、債券は安定したインカムと価格上昇の可能性の両方を提供します。そのため、デュレーションをベンチマークよりやや長めに維持しつつ、複雑化する市場環境ではアクティブ運用を重視する姿勢を推奨します。

セクター・ポジショニング

超短期債

2026年初頭、イラン紛争による原油ショックがインフレ動向を複雑化させたことで、CPIは依然として2%目標を上回っているため、連銀の利下げサイクルは一時停止しました。利下げ時期の見通しが後ずれしたことで、市場期待は年初よりも大きく調整されています。地政学的不確実性が高まる中、超短期の社債に対する需要は引き続き強く、高水準の利回り、低デフレ志向、クレジット市場全体でのスプレッド分散拡大が背景にあります。短期債の利回りはリスク調整後でも魅力的であり、利下げの遅れによって短期ゾーンの魅力は長く維持される可能性があります。当社は、元本保全と実質利回り確保の観点から、引き続き超短期投資を偏好します。

モーゲージ担保証券

エージェンシーMBSは、リスク資産の調整局面や景気後退時にクレジット市場に対する安定要因となり得ます。政府支援機関(GSE)による2,000億ドル規模の住宅ローン購入発表を受け、バリュエーションは引き締まりました。一方で、質への逃避が起こる局面やスタグフレーション環境では、ボラティリティの急上昇がリスクとなります。当社は、構造化商品やディフェンシブなエクスポージャーに対して前向きな見方を維持しており、フローティング・レート(変動利付)証券に妙味を見出しつつ、商業用や非政府系の証券化セクターにも選別的に投資することで、政府系MBS中心のポートフォリオを補完しています。

優先証券

地政学的混乱にもかかわらず、優先証券およびハイブリッド証券市場は年初から堅調に推移しています。リテール向けセグメントには引き続き相対的な割安感があり、機関投資家向け証券よりも高い利回りと、長期金利が低下した際の価格上昇を支える高いコンベクシティが魅力です。今後のリターンは主にインカム(利息収入)によってもたらされると見ており、高い収益力と質の高い発行体基盤の組み合わせが、景気減速や地政学リスクに対する耐性を提供すると考えています。銀行、保険、公益事業の信用ファンダメンタルズは安定しており、2025年第4四半期の銀行決算も米国・欧州・カナダで堅調でした。プライベート・クレジットの懸念は主にプライベート・エクイティ支援のソフトウェア融資に集中しており、優先証券市場への影響は限定的だと見ています。また、発行額は2025年の過去最高水準を下回ると予想しており、公益事業セクターの市場シェアは引き続き拡大すると見込まれます。利回り優位性と上昇余地の観点から額面25ドルのリテール市場を偏好しますが、変動金利構造と短いデフレーションを持つ額面1,000ドルの機関投資家セグメントは、より低いボラティリティを示すと考えています。

米国債

イラン紛争に伴う原油ショックの影響で、連銀は当面政策を据え置く可能性が高いと見ていますが、インフレが大きく加速しない限り、政策の大枠は依然として緩和方向にあると考えています。大幅な景気減速や質への逃避が発生すれば、イールド・カーブのステープ化が進み、中期ゾーンのリターンが向上する可能性があります。長期ゾーンは依然としてボラティリティが高く、金融政策以外の要因に敏感です。主な懸念としては、米国の財政赤字、関税撤廃の影響、イラン紛争コスト、そしてドル資産からの海外分散リスクが挙げられます。国債発行は将来的に短期ゾーンへシフトする可能性があります。当面は構成が大きく変わらないと見ています。インカム、ロール・ダウン効果、金利リスクのバランスが良い中期ゾーンを選好しています。

ハイ・イールド債

現在のハイ・イールド債利回りは過去15年平均を上回り、歴史的に見て魅力的な将来リターンが期待される水準にあります。AIによる産業構造の変化への懸念がITやヘルスケア・セクターに波及し、スプレッドは拡大、セクター間のばらつきは過去2年で最大となっています。それでもファンダメンタルズは堅調で、2025年第4四半期の企業業績は好調、デフォルト率も低水準に抑えられています。マクロ環境も、減税還付(One Big Beautiful Bill法)、データ・センター投資の波及、AI主導の企業設立、M&AやIPOの活発化によって支えられています。現在の利回り水準はスプレッド拡大に対するクッションとなり、下振れリスクの緩和に寄与すると考えています。需給面でも発行が需要に追いついておらず、指数の質(内容)も改善しています。このような環境では、質の高い発行体と安定したキャッシュ・フローに注目するアクティブ運用が特に重要であり、「玉石混交」の売りが生む投資機会を活用できると考えています。

シニア・ローン

シニア・ローンは名目・実質ともに魅力的な利回りを提供しており、スプレッドは長期平均を上回り、価格も過去の引き締まった水準から大きく調整されています。利下げ期待の後退によりリプライシング活動は鈍化し、ローンとハイ・イールド債のバリュエーション関係は逆転し、ローンは相対的に割安となっています。分散度は2020年初頭以来の高水準にあり、AIの影響懸念やプライベート・クレジットの解約による売り圧力が背景です。それでもファンダメンタルズは安定しており、デフォルト率は低く、2027年まで大きな償還集中はなく、スポンサーによる割安での債務買い戻しも見られます。

現在の利回りは十分なインカム・クッションを提供しており、トータル・リターンのプラスが期待されますが、金利政策の不確実性やソフトウェア・AIへの高いエクスポージャーなどにより、アウトカムのはらつきは大きくなる可能性があります。

セクター・ポジショニング (続き)

新興国債券

現地通貨建ての新興国債券については、引き続き前向きな見方を維持しています。これは、高い実質金利と歴史的に見て割安な通貨評価に支えられています。イラン紛争を巡る不確実性は、成長見通しの拡大や米ドルの圧力(これまで新興国通貨のリターンを支えてきた要因)を複雑化させています。それでも新興国のファンダメンタルズは堅調です。サービス業購買担当者指数(PMI)は拡大を示し、経済サプライズ指数もプラス圏にあり、主要新興国の中央銀行の多くはインフレ圧力が抑制される中で緩和的なスタンスを維持しています。2026年第1四半期の投資家資金フローは改善し、2025年通年と同水準に達しました。主なリスクとしては、高まる地政学的不確実性、米国政策の予測困難性、短期的なリスク回避局面が挙げられ、これらはキャリアと並ぶ主要リターン源である新興国通貨の下押し要因となり得ます。また、原油・資源の輸出国と輸入国の間で差別化が進んでおり、実質金利の高い市場を選別的に選好しています。

投資適格社債

投資適格社債の利回りは依然として長期平均と比較して魅力的であり、指数利回りは過去15年平均を上回っています。クレジット・スプレッドは過去12か月レンジの平均付近にありますが、2026年のタイトな水準からはやや拡大しています。需要は依然として強く、投資適格債ファンドへの資金流入は週平均100億ドルに達し、新規発行は約4倍の超過応募となっています。新規発行は急増しており、1月は過去最高、2月もM&Aや大規模設備投資の増加により高水準となりました。ファンダメンタルズも改善しており、売上・利益の成長が堅調で、格上げが格下げを約3対1で上回っています。また、指数におけるBBB-格付けの比率は過去最低となり、信用の質も向上しています。バリュエーションは景気敏感セクターと非景気敏感セクターで二極化が続くと見ており、地政学リスクやワシントンの政策判断が引き続き不確定要因となるため、選別的かつアクティブな運用の重要性が高いと考えています。リスクの観点では、長期ゾーンに脆弱性が集中している一方、短期および中期ゾーンの債券はより魅力的なリスク調整後リターンを提供していると考えています。

地方債

地方債のパフォーマンスは、地政学リスク、季節的な税務上の売り圧力、新規発行の増加により、2026年4月中旬までは軟化する可能性があります。その後は夏の再投資需要期にかけて改善すると見込まれます。地方債と米国債の利回り比率はおおむね適正水準にあり、クレジット・スプレッドは比較的タイトな状態です。名目利回りおよび課税後利回り換算(TEY-Taxable-equivalent yields)は魅力的で、特にBBB格やハイ・イールドでは7%を超える株式並みのTEYが見られます。これが富裕層投資家を中心とした強い資金流入を支えており、2026年第1四半期は過去3番目に高いスタートとなっています。2026年は選挙年であるため、市場に大きな影響を与える法案は想定していませんが、政府閉鎖リスク、債務上限問題、中間選挙には注意が必要です。長期的なリスクとしては、財政赤字の拡大や地政学的緊張が長期金利を押し上げる可能性、また米国債利回りの上昇や供給増加によって資金フローが悪化するリスクが挙げられます。信用ファンダメンタルズは概ね安定していますが、一部の発行体は財政圧力に直面しており、収入の減速は景気転換に対して最大1年程度遅れて現れる可能性があります。格付機関の見解は分かれており、2025年末時点ではS&Pは格下げが格上げを上回った一方、Moody'sは格上げが格下げを上回りました。デフォルト率は年初来で過去と概ね同水準です。当社は、クーポン5%以上、残存年数12~20年のゾーン、そして空港、ガス債、病院、公益事業などのセクターにおけるA格、BBB格、およびハイ・イールドのレベニュー債に投資妙味を見出しています。

本資料に記載されている傾向や予測が継続または実現するという保証はありません。特定の証券への言及は、売買の推奨と解釈されるべきではなく、利益が得られると想定されるべきでもありません。

本資料の情報は、特定の個人に対する投資推奨または助言を意図したものではありません。また、本資料は、投資戦略を暗黙的または明示的に推奨または示唆するものではなく、読者に対する投資戦略に関する結論を導き出すものでもなく、いかなるファンドの現在または将来の価値や価格に関する意見を提供するものでもありません。ファースト・トラストは、いかなる投資家についても一切の知識を有しておらず、また、いかなる情報も提供されていません。特定の投資が顧客にとって適切であるかどうかは、金融専門家が判断する必要があります。

本資料情報提供のみを目的としています。本資料に含まれる情報は、いかなる投資活動への勧誘、提案、勧誘、または推奨を構成するものではありません。

本資料は、ファースト・トラスト・アドバイザーズL.P.によって作成され、著者の現在の見解を反映しています。本情報は、正確かつ信頼できると考えられる情報源およびデータに基づいています。表明されている意見および将来の見通しに関する記述は、予告なく変更される場合があります。本情報は、いかなる証券の売買の勧誘または申し出を構成するものではありません。

