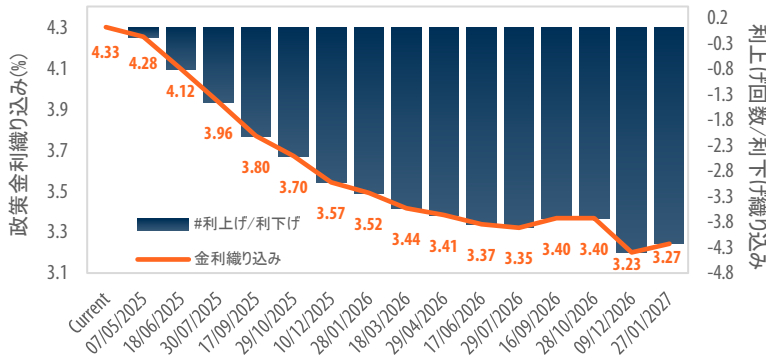




## ウィリアムハウジー, CFA

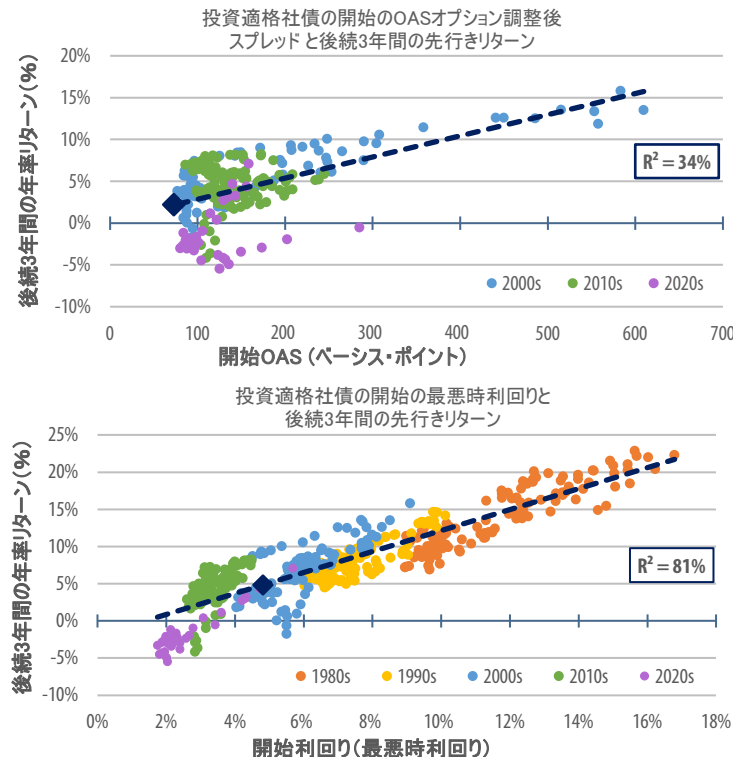
マネージングディレクター  
債券部門  
シニアポートフォリオマネージャー

図表1: フェデラル・ファンド金利織り込みと利上げ/利下げ回数



出典: ブルームバーグ、2025年9月30日時点。想定される利上げまたは利下げ 1 回あたりの金利変動幅は、±0.25%に相当します。予測が達成される保証はありません。フェデラルファンド金利は、市中銀行の超過準備金について、銀行間で翌日物の貸し借りをを行う際の金利です。米国の織り込まれたフェデラル・ファンド金利は、米国の推定は先行金利であり、フェデラル・ファンド先物契約から算出されます。これにより、特定の会合における連邦準備制度理事会の金融政策変更の確率が決定されます。

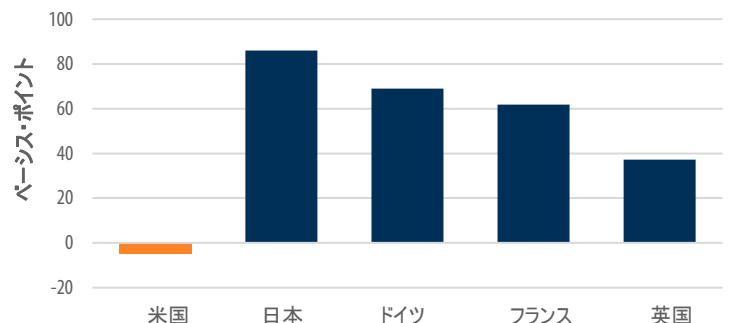
図表2: スプレッドと利回り



出典: ブルームバーグ、2025年9月30日時点。過去のパフォーマンスは、将来の結果を保証するものではありません。これらの図表は例示目的のみであり、実際の投資成果を示すものではありません。指数は運用されておらず、投資家は指数に直接投資することはできません。リターンは年率換算の3年間の先行きリターンです。いかなる予測も達成される保証はありません。R<sup>2</sup>は、各期間の開始時点の利回りによって説明できるトータルリターンの変動の割合を示しています。YTW = Y最悪時利回り。OAS = オプション調整後スプレッド。スプレッドのデータは 2002 年から開始されているため、利用可能な履歴は利回りデータよりも短くなっています。

要するに、オデュッセウスの航海と同じように、今日の債券市場の旅は忍耐と規律を要しますが、意味のある報酬をもたらす可能性があります。実質利回りの上昇、グローバルに見た競争力のある金利水準、そして連銀の利下げ再開というサイクルが、魅力的な利回りと価格上昇の可能性を組み合わせた環境を作り出しています。政策の透明性が高まり、グローバルな文脈が視野を広げ、絶対的な利回りが数十年ぶりの高水準にある中、現在の債券市場は、投資家にとって特に魅力的な環境であると私たちは考えています。

図表3: 年初来における30年物基準利回りの変化



出典: ブルームバーグ、2025年9月30日時点。過去のパフォーマンスは、将来の結果を保証するものではありません。米国は US Generic Govt 30 YR Index で表されます。日本は Japan Govt 30 YR Index で表されます。ドイツは Germany GOVT Bond 30 YR Index で表されます。フランスは France Govt Oats Btan 30 YR Index で表されます。英国は UK Gilts 30 Year Index で表されます。

## セクター・ポジショニング

## 超短期債

9月、連銀(連邦準備制度理事会)は政策金利の誘導目標レンジを25ベース・ポイント引き下げ、利下げを開始しました。また、年内に2回の追加利下げ、2026年には1回の利下げを見込んでいます。市場は今年について連銀の見通しと一致していますが、来年についてはより多くの利下げを予想しています。弊社は、短期債の利回りは依然として魅力的であると考えていますが、市場の予想が実現すれば2026年にかけて利回りは低下すると見ています。元本の保全を重視しつつ、分散投資戦略の中で実質利回りをもたらす潜在的利益を期待し、引き続き超短期債への投資を重視しています。

## 住宅ローン担保証券

住宅ローン担保証券(MBS)は、リスク資産の調整や景気後退局面において、クレジット市場全体に対する安定的な支え(バラスト)になると考えています。過去3ヶ月間で、エージェンシーMBSのスプレッドは縮小し、長期平均に近づいています。一方で、ボラティリティ(価格変動性)は中程度に戻り、長期的な水準と一致しています。弊社はディフェンシブなアプローチを重視しつつも、住宅ローン市場全体に対してポジティブな見方をしています。エージェンシーMBSに加え、商業用およびノン・エージェンシー・セクターの利回り強化の機会も選択的に取り入れたいと考えています。

## 米国公債

連銀は9月に利下げを開始し、年内にさらに2回の利下げを見込んでいますが、2026年には1回のみ利下げを予測しています。一方で、市場はすでに4回以上の利下げを織り込んでいます。弊社の見解では、短期金利はすでに価格に反映されており、経済が急減速しない限り大きな変化はないと見ています。中期の利回り曲線は比較的急であり、いわゆる「ロールダウン」機会が存在します。これは、金利が変わらなくても債券の満期が近づくと利回りが下がることで追加収益が得られるというものです。連銀がさらに数回利下げすれば、長期債もデデュレーションを取りたい投資家にとって魅力的になる可能性があります。

## ハイ・イールド(高利回り)債

現在、ハイ・イールド債券の利回りは長期平均に近く、過去のデータではこの水準が強いリターンと関連していることが示されています。直近四半期ではバリュエーションが圧縮されていますが、ファンダメンタルズは堅調です。第3四半期の決算では、ハイ・イールド発行体の多くが予想通りかそれ以上の結果を出しています。一部の企業では予想を下回るケースもありますが、大半はポジティブか予想通りの見通しを発表しています。関税圧力を指摘する企業は減少しており、デフォルト率も低水準を維持しています。市場のボラティリティが上昇したとしても、現在の利回り水準は、スプレッドのわずかな拡大に対する有効なバッファになると弊社は分析しています。高品質かつ景気に左右されにくい発行体に焦点を当てたアクティブ運用が、魅力的な投資機会を提供すると考えています。

## シニア・ローン

シニア・ローンは、課税対象の固定収入資産の中で最も高い名目利回りを提供していると考えています。連銀は長期の据え置きの後、9月に利下げを行い、年内に2回、さらに翌年に1回の利下げを見込んでいます。しかし、市場は連銀よりも多くの利下げを織り込んでいます。市場の期待通りに連銀が2026年に利下げペースを加速すれば、投資家はポートフォリオにデデュレーションを追加したくなるため、シニア・ローンからの資金流出の逆風になる可能性があります。それでもなお、現在の利回り水準は、連銀が予測以上に利下げを行ったとしても、プラスのトータル・リターンの機会を提供してくれると考えています。企業のデフォルト率は低く、ファンダメンタルズも堅調に推移しており、これが投資家の関心を支えていると見ています。

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。

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。

## 新興国債券

現地通貨建て新興国債券について、弊社は前向きな見方を維持しています。これは通貨の上昇余地と高い実質金利に支えられています。米ドルは過大評価されている可能性があり、連銀の金融緩和により調整されると考えられます。一方で、多くの新興国中銀はすでに利下げサイクルを緩やかにしています。さらに、米国の通商政策の不透明感がドルの逆風となっています。選別的に見れば、一部の新興国は魅力的な実質金利を提供しており、この資産クラスを引き続き支持しています。

## 投資適格社債

投資適格社債の利回りは、過去の長期平均と比較して競争力のある水準を維持していますが、最近数ヶ月はやや低下しています。今四半期はクレジット・スプレッドが縮小し、過去12ヶ月の平均を下回っています。これは力強い需要と名目利回りへの投資家の関心によるものです。クレジット・ファンダメンタルズは安定、または改善傾向にあると弊社は分析していますが、大手発行体における格下げが、最近の格付けのモメンタムに変化をもたらしています。景気循環に左右されるセクターと非循環セクターのバリュエーションの分断は今後も続くと考えられ、緻密なアクティブ運用が競争力のあるリターンの鍵になるでしょう。リスクは利回りカーブの長期側に集中しやすく、マクロ経済変動への感度も高いと見られます。対照的に、短期～中期の投資適格債では、価格変動の影響を受けにくく、リスク調整後のリターンがより魅力的であると考えています。

## 優先証券

小口投資家向けセグメントは、第3四半期の始まりにおいて、優先証券およびハイブリッド証券市場で最も割安な評価水準にありました。その後の相場上昇により利回りは圧縮され、価格は額面に近づきました。今後のリターンの多くはインカム(利息収入)によるものと考えていますが、連銀の利下げがあれば、優先証券およびハイブリッド証券市場への投資家資金流入がさらに進む可能性があります。これが価格上昇のさらなるきっかけとなるかもしれません。高水準のインカムと高格付けの発行体ベースは、経済の減速や地政学的混乱により金利が低下しスプレッドが拡大するような局面でも、一定の防御力を提供すると考えられます。2025年第3四半期の決算シーズンが始まるにあたり、銀行、保険、公益事業、エネルギーといった優先証券市場の主要セクターにおける信用ファンダメンタルズにはほとんど変化が見られないと考えています。

## 地方債

2025年の残りの期間にかけて、地方債のパフォーマンスは改善すると見込んでいます。特にコアおよび長期デデュレーション戦略において顕著になるでしょう。連銀の利下げ、発行額の減少、そして課税後利回りの高さが組み合わせることで、投資家の関心を集めると考えられます。特に12年～20年の期間における地方債イールド・カーブにはバリュエーションが存在すると考えています。この部分はパフォーマンスが出遅れており、長期側でフラット化する前の最も傾きが急な部分です。発行体は今年の税制改正を見越してプロジェクト資金調達を前倒したため、過剰な供給が年初からのパフォーマンスを抑える要因となりましたが、今後は供給が緩和され、より健全な需給バランスが期待できます。米国経済が地方自治体の予算を支える構図が続いており、シカゴ市やカリフォルニア州といった一部の財政赤字を抱える著名な発行体を除けば、地方自治体の信用ファンダメンタルズは引き続き堅調です。

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.