



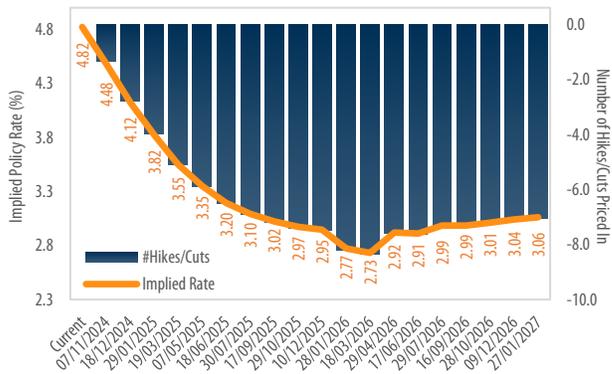
ウィリアムハウジー, CFA
 マネージングディレクター
 債券部門
 シニアポートフォリオマネージャー

Chart 1: Fed Dot Plot



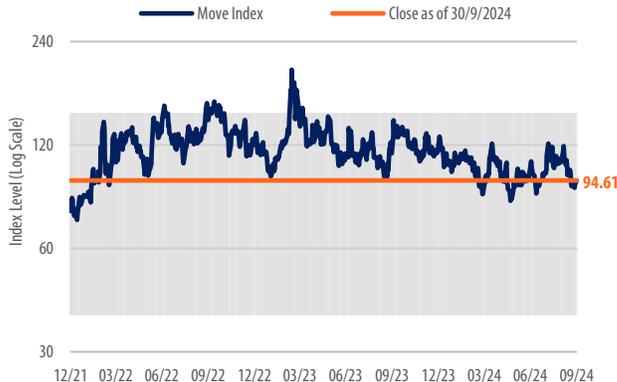
Source: Bloomberg. Data as of 30/9/2024. Orange dots are the FOMC Dots Median.

Chart 2: Implied Federal Funds Rate & Number of Hikes/Cuts



Source: Bloomberg, as of 30/9/2024. The assumed rate movement for one rate hike or cut is equivalent to +/- 0.25%. There is no assurance forecasts will be achieved.

Chart 3: Move Index



Source: Bloomberg. Data from 31/12/2021 to 30/9/2024. Past performance is no guarantee of future results. The ICE BofA MOVE Index is shown above. The area shaded in gray represents 2 standard deviations above and below the mean of the MOVE Index from 31/12/2021 to 30/9/2024.

2年6か月間、21回に相当する25ベース・ポイント(以下「bps」)の利上げを経て、連銀(連邦準備制度理事会)は9月、ついに50bpsの利下げに踏み切り、フェデラル・ファンドの実効金利を4.83%に引き下げました。予想を上回る大幅な利下げ(大方の予想では当初25bpsの利下げ)により、利下げサイクルの意図的、且つ大胆なスタートとなりました。連銀は、成長率と雇用がまだ堅調なうちに金融緩和を開始し、米国経済のハードランディングに対する保険として機能することを期待しており、これはインフレ目標である2%に戻る事が可能になると考えています。連銀は継続的な成長がインフレ圧力を再燃させるという懸念を抱いておらず、今後数回の追加利下げを実施するでしょう。市場は、2025年末までにフェデラル・ファンド金利が 3.375%(予想中央値)まで下がると見えています(図表1)。

連銀は、伝統的な利上げサイクルの最中あるいはその終焉でも、ソフト・ランディングを実現することが経験的に 困難であることを認識しています。連銀にとっての課題は、インフレ対策のために実施された意図的な引き締め政策が、しばしば意図せざる結果を招きかねないことを歴史が示していることです。この点を説明するために、経済学者のホルスト・シーベルトは次のような現象を指摘しました。彼はそれを「コブラ効果」と名付けました。1900年代初頭、インドがイギリスの植民地支配下にあった頃、デリーにはある問題が起こりました。猛毒のコブラが町中をびこっていたのです。そのため、英国政府は捕らえたコブラの死体に懸賞金をかけるようになりました。このプログラムは当初は成功しましたが、しばらくするとインドの進取の気性に富んだ企業家たちが、コブラを繁殖させて利益を得ようとし始めました。イギリス政府はこの事態に気づくと懸賞金の支払いを取りやめました。結局、懸賞金の支払いによってコブラの数はプログラム開始時よりも増えたのです! 連銀にとっては、インフレ対策のための利上げを行おうが、経済を守るために利下げを行おうが、不完全な情報の中で動いています。したがって、潜在的に有害で意図しない結果にさらされる可能性が無数にあるのです。

9月末現在、2回の利下げが実施されていますが、債券市場は2025年末までにさらに約8回の利下げ(1回の利下げ幅は25bps)を予想しており、うち3回は2024年末までに実施されると予想しています。債券市場はフェデラル・ファンド金利が最終的には3.00%近くまで下がると読んでいます(図表2)。弊社は、最終的なフェデラル・ファンド金利を3.00%とすることは、インフレ率が2.00%に戻るという背景を考慮すれば、直感的に理にかなっていると考えます。しかし、債券市場が考えている取る道はあまりにも楽観的です。米国経済の現状を踏まえると、イールド・カーブに織り込まれている利下げ幅が大き過ぎると思われれます。今後、経済統計が発表されるにつれ、債券市場が予想する利下げのタイミングと下げ幅は調整され、イールド・カーブから予想される利下げ幅の一部が取り除かれる可能性が高いと考えます。弊社は2024年にもう2回の利下げがあると予想しています。1回目は11月の大統領選投票日の翌日、もう1回は12月です。さらに2025年には4回の利下げが行われ、合計で6回を予想しています。市場が現在考えているよりも約2回少ないのです。このため、イールド・カーブ全体に緩やかな上昇圧力がかかる可能性が高いと考えています。金利上昇幅は数十ベース・ポイントであり、数百ベース・ポイントではありません。

連銀は50bpsの利下げを実施し、金利政策の新たな局面を迎えました。金利ボラティリティ(図表3)は、債券市場が利下げのタイミングとその幅に対する予想を再調整するにつれて、金利を小幅に引き上げると予想されます。連銀が政策の削減局面に入ったことを考えれば、金利と債券市場全般には構造的な追い風が存在すると考えます。金利の戻りが生じた場合、10年物国債利回りが4.07%を上回れば、金利上昇のピークは約4.34%になると予想します。加えて、今日の債券市場の利回り(「キャリー」)、コンバクシティ(金利と債券価格の間の非線形の関係)と相まって、投資家に追加的な補償と魅力的なトータル・リターンを両方を提供する可能性があります。そのため弊社のデュレーション・ターゲットは、ブルームバーグ・アグリゲート・インデックスのコア債券デュレーションと等しい年数とします。

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。

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

連銀が利下げに転じた現在も、ウルトラ・ショート利回りは過去15年間と比べて高水準にあります。ウルトラ・ショートは今後も元本保全と、投資戦略において魅力的で有益な実質利回りを提供し続けると予想されます。

モーゲージ担保証券

モーゲージ担保証券は、リスク資産の調整や景気後退局面において、より広範なクレジット市場との相対的なバラスト(安定性)を提供すると予想します。インデックス・エージェンシー・モーゲージ担保証券は低クーポン証券に集中しているため、スプレッドが歴史的平均に近い水準にある一方、収益性は低くなっています。ボラティリティが高止まりしているため、引き続きディフェンシブなポジションを選択し、社債および非エージェンシー・セクターによる利回り向上を選択的に勧めます。

米国公債

米国公債は連銀の大幅緩和を既に織り込んでいます。インフレ率は低下傾向にあるものの、依然として連銀の目標値を上回っているため、金利は時間の経過とともに低下すると予想されますが、現在の市場予想よりは緩やかになると思われます。経済情勢が予想以上に急速に悪化した場合、米国公債は信用リスクにさらされるセクターに対するバラストになると予想します。

ハイ・イールド(高利回り)債

ハイ・イールド債券は、リスク資産がソフト・ランディングを織込む中、平均よりタイトなクレジット・スプレッドにもかかわらず、魅力的な利回りと割安な価格を提供していると考えます。このような状況下、ハイ・イールド債券は、インカムと比較的短期の資産クラスであることからリファイナンスが活発化し、割引債が額面価格に引き上げられることによる価格上昇の可能性により、魅力的なリターンを提供すると予想します。経済情勢が悪化した場合、当社の分析によれば、現在の利回り水準と金利低下による潜在的な影響により、スプレッド拡大に対する相当なバッファーを提供できる可能性があると考えます。さらに、アクティブ運用と景気変動の少ない業種の、より質の高い銘柄に偏ることで、インデックス・ベースのアプローチよりも安定的な運用ができると考えます。

シニア・ローン

シニア・ローンは、デフォルト率が非常に低いため、その変動金利構造およびバランスの取れた信用リスクにより、引き続き高水準のインカムを提供しています。連銀が金利引き下げサイクルを続ける中、シニア・ローンからのインカムは徐々に減少すると予想されます。そのため、投資家は固定金利のクーポンを求め、インカムをロックインしようとするでしょう。その結果、個人投資家が保有するファンドからの資金流出が発生する可能性があると考えられます。

Definitions:

The **Federal Funds Rate** is the interbank overnight lending rate for commercial banks' excess reserves. The **Implied Federal Funds Rate** for the U.S. is the estimated forward rate for the United States and is derived from Federal Funds Futures contracts to determine the probability of the Federal Reserve changing monetary policy at a particular meeting.

The **Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index** measures the investment grade, U.S. dollar-denominated, fixed-rate taxable bond market, including Treasuries, government-related and corporate securities, MBS, ABS and CMBS. The **ICE BofA MOVE Index** is a yield curve weighted index of the normalized implied volatility on 1-month Treasury options. It is the weighted average of volatilities on the CT2, CT5, CT10, and CT30 (weighted average of 1m2y, 1m5y, 1m10y, 1m30y Treasury implied vols with weights 0.2/0.2/0.4/0.2, respectively). Indexes are unmanaged and investors cannot invest directly in an index.

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. By providing this information, First Trust is not undertaking to give advice in any fiduciary capacity within the meaning of ERISA, the Internal Revenue Code or any other regulatory framework. Financial professionals are responsible for evaluating investment risks independently and for exercising independent judgment in determining whether 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。

新興市場債券

連銀が利下げサイクルを開始したことは、現地通貨建て新興国債券のリターンの起爆剤となり、メキシコ、ブラジル、インドネシアなど、すでに緩和サイクルを休止している中央銀行に政策の柔軟性をもたらすと考えます。当社の中期的な見通しでは、米ドル安が続くと予想していますが、大統領選挙の結果には不確実性があります。新興国通貨は依然として魅力的であり、米ドル安への期待と相まって、現地通貨建て新興国債券の利回りが当四半期中に低下しているにもかかわらず、投資機会を提供すると考えます。

投資適格社債

投資適格社債の利回りは魅力的で、クレジット・スプレッドが過去の平均を下回っているにもかかわらず、このセクターへの需要を支えていると考えます。ファンダメンタルズは比較的健全です。しかし、循環セクターと非循環セクターとの間でバリュエーションの分岐が時間の経過とともに生じると予想されるため、慎重なクレジット選択が不可欠です。また、スプレッドのデュレーションへのエクスポージャーが高まることから、長期債に対するリスクも高まると予想されます。

優先証券

優先証券およびハイブリッド証券市場は今年、高水準のインカムとスプレッドの圧縮に牽引され、他の債券資産クラスをアウトパフォームしております。優先証券市場の主要セグメント(銀行、保険、公益事業、エネルギー)の信用ファンダメンタルズは、北米の一部銀行の質の低い消費者金融ポートフォリオに弱さが見られるものの、引き続き堅調であると考えます。REIT、リスクの高い地方銀行、消費者金融銀行には慎重なアプローチを維持し、欧州の銀行では質を上げ、規制された公益事業へのエクスポージャーを増やすことを選択します。

地方債

ショートおよびウルトラ・ショート戦略ではトータル・リターンがプラスになると予想する一方、中・長期デュレーションのパフォーマンスは、特に選挙後の金利動向に大きく左右されると予想します。歴史的に、9月と10月は地方債の供給が増加する月であり、これが逆風となり、次いで11月と12月の純供給がマイナスとなるため、年末のラリー(高騰)につながる可能性があります。税率引き上げは地方債の課税相当利回りに有利に働くため、米国の選挙結果と、政策案の相違による潜在的な税制上の影響は、地方債市場にとって重要です。さらに、「減税と雇用法」(Tax Cuts and Jobs Act)の中で予定されている個人税率のさまざまな部分の失効は、納税者の税区分、各種控除、代替ミニマム税(AMT-Alternative Minimum Tax)の対象となる納税者の数など、地方債の需要に影響を及ぼす可能性があります。大半の地方債は公正に評価されていると考えますが、イールド・カーブの残存期間の11-21年部分には、低位投資適格債や高利回りの地方債に一定の価値があると考えます。