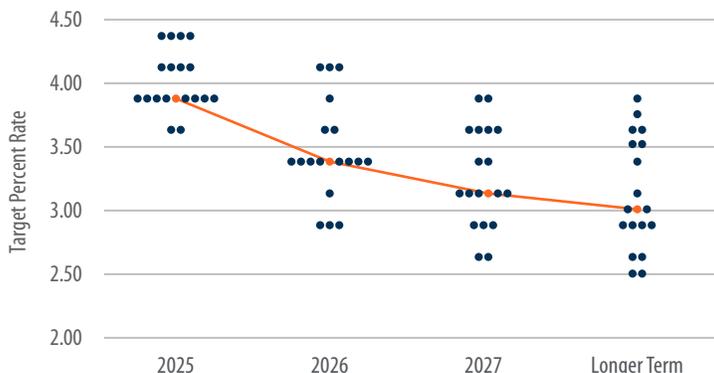




ウィリアムハウジー, CFA

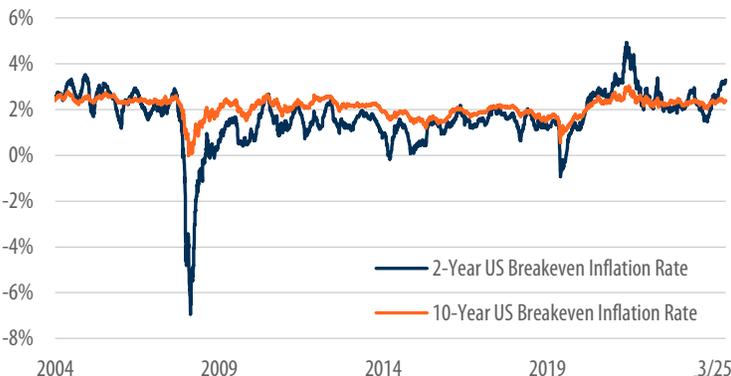
マネージングディレクター
債券部門
シニアポートフォリオマネージャー

Chart 1: Fed Dot Plot



Source: Bloomberg. Data as of 31/3/2025. Orange dots are the Federal Open Market Committee Dots Median.

Chart 2: Inflation Breakevens



Source: Bloomberg, as of 31/3/2025. The breakeven rate is a market-based gauge for the expected annual inflation. Past performance is no guarantee of future results.

Chart 3: Implied Federal Funds Rate & Number of Hikes/Cuts



Source: Bloomberg, as of 31/3/2025. The assumed rate movement for one rate hike or cut is equivalent to +/- 0.25%. There is no assurance forecasts will be achieved.

1953年、養蜂家のエドモンド・ヒラリー卿とネパール人シェルパのテンジン・ノルゲイは、歴史的なエベレスト初登頂という困難な試練に直面しました。激しい嵐、危険なクレバス、目まぐるしく変わる天候のなか、彼らの旅は忍耐と正確さ、そして不屈の精神が求められました。数々の困難が彼らの決意を試しましたが、揺るぎない決意が最終的に彼らを頂上へと導きました。

今日、投資家たちは同じような困難な状況に置かれており、刻々と変化する関税政策や消費者心理の悪化によって、不確実性に満ちた環境に直面しています。これが株式市場の重荷となり、より広範な経済への影響を懸念させ、短期的な見通しを曇らせています。

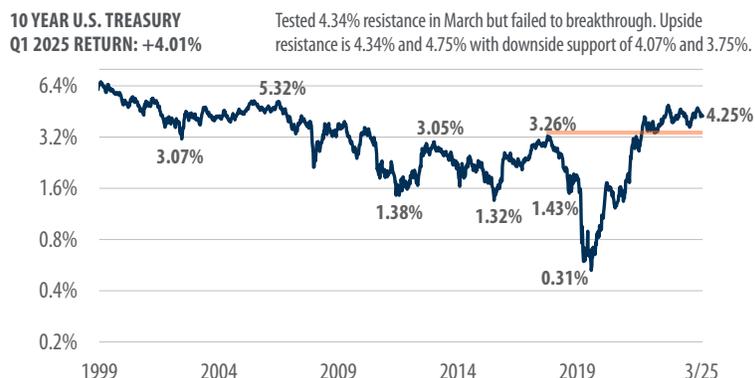
関税懸念が浮上した当初、債券利回りは急速に上昇しましたが、これは関税が持続的に物価を上昇させるとの予想を反映したものでした。このことは、米国の2年物ブレイクイーブン・インフレ率(予想インフレ率の市場導出指標)が、2023年末の2.02%から現在の3.28%へと大幅に上昇したことから明らかです。しかし、市場のインフレ見通しは、米連邦準備制度理事会(以下、連銀)の最近のPCEインフレ予測(2025年2.7%、2026年2.2%)とは大きく対照的です。

連銀が更新した「ドット・プロット」(Chart1)は、今年2回の利下げを示唆し、目先のインフレ懸念が高まっているにもかかわらず、経済成長が弱まる可能性がある中で慎重な姿勢を示しています。連銀は現在「様子見」の姿勢を取っており、短期的なインフレ期待が高まっている一方で、10年物米国ブレイクイーブンインフレ率が現在2.37%(Chart2)と、長期的なインフレ期待が抑制されていることに一定の安心感を見出しています。一方、債券市場は3回程度の利下げを予想しており(Chart3)、連銀と市場の乖離が目立っています。我々は、関税政策案が複雑な経済・企業収益に与える影響を考慮すると、市場は短期的なインフレ・リスクを過大評価している可能性があると考えます。

現在、金利はレンジ相場で推移しており、債券市場は短期的なインフレ圧力の可能性と長期的な成長を天秤にかけています。10年物米国債利回りは当四半期の初めに4.81%まで上昇したにもかかわらず、金利は急速に低下し、10年物は直近の日中4.10%まで下落した後、4.34%のテクニカル・レジスタンス(抵抗線)を再び超えるのに苦戦しています(Chart 4)。

かつて困難な谷を越えてエベレストの頂を目指した探検家たちのように、投資家も今のボラティリティを、忍耐・正確性・そして粘り強さを持って乗り越える必要があります。そしてその先にある“頂上の報酬”を享受するために、我々の投資戦略は中期デュレーションの債券を重視し、コア債券(ブルームバーグ米国総合債券指数のデュレーション)においては市場と同程度のデュレーションを維持することで安定性を確保し、現在の株式調整局面(あるいは弱気相場)の中で、信用力のやや低い債券にも機会を見出しています。

Chart 4: Weekly 10-Year U.S. Treasury Yield



Source: Bloomberg. Data from 31/12/1999 to 28/3/2025. Past performance is no guarantee of future results. The 10 Year U.S. Treasury return is represented by the ICE BofA Current 10-Year U.S. Treasury Index. See Index Definitions.

セクター・ポジショニング

超短期債

連銀による今年の利下げ予測は12月から変更されておらず、その結果、超短期金利は過去15年間で比べて比較的安定し、高水準で推移しています。超短期投資は、魅力的な実質利回りとともに元本保全の可能性を提供し続け、有益なものになりうると考えます。

住宅ローン担保証券

住宅ローン担保証券(MBS)は、リスク資産の潜在的な調整局面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として機能すると考えます。MBSのバリュエーションは長期平均より若干魅力的であり、特にインフレ圧力により金利が高止まりした場合、公正に評価されると考えます。弊社は市場のボラティリティが依然高いことから、当社はディフェンシブ・アプローチを選好し、商業用および非エンジェシー証券化セクターの利回りを高めようとするポジションを日見取的に取る場合は、引き続き選択的であり続けます。

米国公債

連銀の金利見通しは12月から変更なし。弊社は、連銀が次に打つ手は金融緩和であると考え、ショート・エンドのバリュエーションに対してより建設的です。これとは対照的に、イールド・カーブのロング・エンドは、財政赤字と債券の発行量をめぐる不確実性に直面しています。消費者信頼感の低下など、最近の軟調な経済データが米国公債価格の上昇につながっており、信用リスクや景気悪化に対して安定的要素となる可能性があると考えます。

ハイ・イールド(高利回り)債

ハイ・イールド債券の価格と利回りは魅力的と思われる。加えて、関税問題や地政学的不確実性に影響された最近の信用スプレッドの拡大は、歴史的に厳しい水準にあったスプレッドを縮めています。株式市場のボラティリティが持続し、ハイ・イールド・クレジット・スプレッドにさらなる影響を与える可能性はありますが、差し迫った景気後退は予想しておらず、ハイ・イールド債券は、その収益ポテンシャルとボラティリティの沈静化に伴う価格上昇の見通しにより、長期的に魅力的なリターンを提供する可能性があると考えています。景気が悪化した場合、ハイ・イールド債券市場の(より質の高い)BB格の債券の構成比が過去に比べ高まっていることを考慮すれば、現在の利回り水準がスプレッドの拡大に対するバッファとなる可能性があると考えます。さらに、ボラティリティの高い時期には金利が低下することが多いですが、そのような金利低下も更なる下支え要因になる可能性があります。市況が悪化した場合には、より質の高い発行体に焦点を当てたアクティブ運用アプローチが、より回復力の高い戦略となる可能性があると考えます。

シニア・ローン

シニア・ローンは、その変動金利構造、バランスの取れた信用リスク・プロフィール、低いデフォルト率により、引き続き魅力的な収入源を提供しています。金利引き下げペースの鈍化が予想されることから、シニア・ローンの利回りは他市場に比べて優位になると考えられます。現在、シニア・ローンのバリュエーションはハイ・イールド債券よりも有利ですが、金利が引き下げられ、ローンがリプライシングを受けるような環境では、この関係が逆転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 **ICE BofA Current 10-Year U.S. Treasury Index** is a one-security index comprised of the most recently issued 10-year U.S. Treasury note.

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.

新興国債券

新興市場の現地通貨建て債券は、2024年末に発生した売り越しから反発しています。新興市場の投資家にとっては、連銀の政策に対する懸念よりも、米政権の政策をめぐる不透明感が勝っているため、さらなる変動が予想されます。通商政策の動向、中国の経済成長見通し、ウクライナ・ロシア紛争の解決の可能性など、いくつかの要因が市場の変動を促すと思われる。このような課題にもかかわらず、エマージング市場の現地利回りが米国公債と比較して相対的に回復力を示していることから、弊社はバリュエーションに対するポジティブな見方を維持しています。

投資適格社債

投資適格社債の利回りは、過去15年間の歴史的水準と比較すると依然として魅力的です。こうした利回りが、最近の安値から拡大したとはいえ、過去の平均を下回る信用スプレッドを支えていると考えます。投資適格社債のファンダメンタルズは引き続き健全ですが、シクリカルなセクターと非シクリカルなセクターのバリュエーションは時間の経過とともに二極化すると思われる。そのため、クレジットの選択がますます重要になると考えます。長期債のスプレッド・デュレーションに対するエクスポージャーが大きくなることから、この分野にリスクが集中すると予想されます。これとは対照的に、短中期債が提供する相対的価値については好意的な見方をしています。

優先証券

優先証券およびハイブリッド証券市場のバリュエーションは過去3か月間改善し、ここ2年間の新規発行は、高利回りの優良銘柄に対する投資機会を提供しています。良好な市場テクニカルズ、堅調な収益ポテンシャル、強力な発行体基盤が組み合わさることで、金利低下と信用スプレッド拡大を特徴とする経済環境の悪化や地政学的混乱に対する一定の絶縁材料になると考えます。今後は、市場のボラティリティが落ち着くまで、先行リターンの大半はキャピタル・ゲインよりもインカム収入に牽引されると考えます。当四半期の信用ファンダメンタルズにはほとんど変化がありませんでしたが、信用リスクには引き続き慎重であり、不動産投資信託(REIT)、信用リスクの高い地方銀行、消費者金融銀行に対する大幅なアンダーウエイトの維持(または全く配分しない)を提唱します。

地方債

超短期および短期デュレーション戦略は地方債セクターでプラスのトータル・リターンを創出すると思われるが、中・長期戦略は金利の動きに大きく影響を受ける可能性が高いと思われる。当セクターについては、堅調な新発行供給が続くと予想されること、ETFと投資信託の資金流入が好調であること、10年物金利がレンジ相場を維持することから、中立の見通しを立てています。名目金利は魅力的で、バリュエーションは過去の標準をやや下回り、信用スプレッドはタイトと見えています。クレジットのファンダメンタルズはこれまで驚くほど底堅く推移してきましたが、新政権は連邦政府の支出削減を積極的に模索し、州予算を圧迫しかねない給付金制度を削減する可能性があると考えられます。一方で議会が2017年減税・雇用法(Tax Cuts and Jobs Act of 2017)の延長に取り組みなか、今年は税制が地方債の主要な焦点になると予想されます。

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。