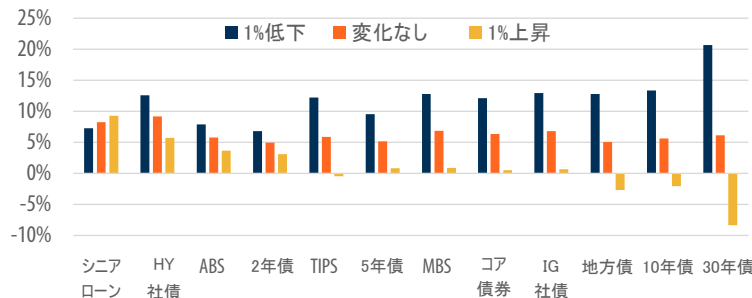




ウィリアムハウジー, CFA

マネージング・ディレクター
債券運用部門
シニア・ポートフォリオ・マネージャー

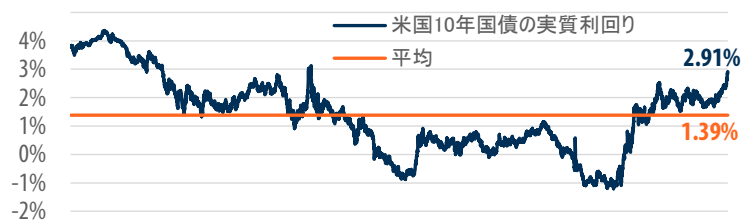
図表1: 金利シナリオ別の仮想1年間トータル・リターン



前提および方法: 米国債利回り曲線が表示の幅だけ瞬時にパラレル・シフトし、保有期間は1年間、信用スプレッドは変化せず、クーポン収入は再投資されるものと仮定した仮想の事例です。推定値は、指数の利回り、デュレーションおよびコンベキシティに基づいて算出しています。

出所: ブルームバーグ、2026年9月30日現在。仮想の結果は説明のみを目的としたものであり、実際の結果または将来の結果を示唆するものではありません。指数には運用報酬や売買手数料は課されておらず、表示されたパフォーマンスからそれらの費用は差し引かれていません。シニア・ローンはMorningstar® LSTA® US Leveraged Loan Indexで表されています。「米国HY」(米国ハイ・イールド債)はICE BofA US High Yield Constrained Index、「ABS」(資産担保証券)はICE BofA US Fixed Asset Backed Securities Index、「2年債」(米国債2年)はICE BofA Current 2-Year U.S. Treasury Index、「TIPS」(物価連動国債)はBloomberg US Treasury Inflation Notes Index、「5年債」(米国債5年)はICE BofA Current 5-Year U.S. Treasury Index、「MBS」(モーゲージ担保証券)はICE BofA US Mortgage Backed Securities Index、「コア債券」はBloomberg U.S. Aggregate Bond Index、「IG社債」(投資適格社債)はICE BofA US Corporate Index、「地方債」はBloomberg Municipal Bond Index、「10年債」(米国債10年)はICE BofA Current 10-Year U.S. Treasury Index、「30年債」(米国債30年)はICE BofA Current 30-Year U.S. Treasury Indexでそれぞれ表されています。

図表2: 米国10年国債の実質利回り



出所: ブルームバーグ。データは1998年8月3日から2026年9月30日まで。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。実質利回りは10年物物価連動国債(TIPS)の利回りで表され、予想インフレ率を差し引いた後のリターンを反映しています。

図表3: 債券のリターン

	1年間リターン 2026年9月30日現在	2022年 リターン
米国シニア・ローン	4.55%	-0.77%
米国ハイ・イールド債	1.39%	-11.21%
新興国債券	0.66%	-17.54%
優先証券	-0.80%	-14.07%
モーゲージ担保証券	-1.48%	-11.88%
コア債券	-1.84%	-13.01%
米国債	-1.89%	-12.46%
投資適格社債	-2.04%	-15.44%
米国債(20年超)	-8.78%	-31.09%

殿堂入りを果たしたリック・バリーは、フリー・スロー成功率が約90%に達し、NBA史上最高の成功率を誇る選手として現役を引退しました。彼が採用していたのは、俗に「グラニー・ショット(おばあちゃん投げ)」と揶揄された、両手でボールを下から投げるアンダーハンド方式でした。バリーが、生涯フリー・スロー成功率52%だったシャキール・オニールにこの投げ方を教えた際、オニールは『Esquire』誌にこう語っています。「アンダーハンドで投げるくらいなら、成功率0%のほうがまだ。」シャックは、その投げ方が有効であることを分かっていた。それでも、その「見た目」を受け入れることができなかったのです。

現在の債券市場も、これと似た選択を迫られています。米国10年国債利回りは5.28%まで上昇し、2007年以来の高水準となりました。米連邦準備制度理事会(連銀、FRB)は9月16日、2023年7月以来初めて利上げを実施し、市場は今後12カ月間にさらに約1%ポイントの利上げが行われることを織り込んでいます。見た目には魅力的とはいえない状況ですが、投資の「計算」という点では、これほど好条件だったことはめったにありません。

市場はさまざまな材料に反応していますが、最大の変化は原油価格です。第2四半期末以降、米国とイランの間の覚書(MOU)が事実上崩壊してから、ブレント原油価格は1バレル70ドル台前半から100ドル超へ上昇しました。それに伴い、インフレ懸念と連銀による追加利上げ観測も高まっています。しかし、弊社は、市場が織り込んでいる利上げがすべて実現する可能性は低いと考えています。金利を引き上げても、ホルムズ海峡が再開されるわけではなく、戦争が終結するわけでもありません。また、データ・センターの建設ラッシュを抑えることもできません。現在インフレを押し上げている要因の多くは、弊社の見方では、連銀の金融政策が及ぶ範囲の外にあります。一方、金融引き締めによるコストは、住宅市場をはじめとする金利感応度の高いセクターに直接的な打撃を与えます。そのため、市場の関心はいずれ、インフレから景気減速へと移っていく可能性があります。仮に連銀が現在市場に織り込まれている通りの利上げを実施したとしても、投資家はその間、高水準のインカム収益を得ることができます。逆に、弊社が予想するように利上げ幅が市場予想を下回れば、現在の高い利回り水準からは、非対称的なリターン上昇余地が生まれる可能性があります。弊社の見方では、今後のリターン分布は債券保有者に有利な方向へ傾いています。

過去のデータを見ると、投資開始時点の利回りは、その後のリターンを予測するうえで最も信頼性の高い指標であり続けています。現在の利回り水準では、今後さらに金利が上昇したとしても、より安定したリターンが期待できます(図表1)。米国10年国債の実質利回り、すなわち米国債利回りから予想インフレ率を差し引いた利回りは、現在ほぼ3%に達しており、約18年ぶりの高水準となっています(図表2)。弊社は、この水準がインフレに対する相応のクッションになると考えています。また、今回の原油価格ショックが予想以上に長期化したとしても、十分に魅力的な投資対価を提供する水準だと見ています。過去1年間の債券リターンにはばらつきがありますが、2022年の状況とは大きく異なります。ブルームバーグ米国総合債券指数は1.8%下落していますが、2022年の13%の下落と比較すれば、その規模ははるかに小さいものです。デュレーションの長い債券は相対的に低調でしたが、ハイ・イールド債やシニア・ローンでは、高いインカム収益と信用スプレッドによるクッションが、その価値を発揮しています(図表3)。

リック・バリーのシュート・フォームは、決して格好良く見えるものではありませんでした。しかし、それでも約90%の確率で成功しました。そして債券には、それ以上に優れた実績があります。1987年以降に発生したS&P500指数の8回すべての弱気相場(ベア・マーケット)において、債券は株式をアウトパフォームしました。つまり、フリー・スローに例えれば「8回中8回成功」という完璧な成績です。今後、利上げサイクルに入る可能性がある局面で債券を保有することは、一見すると格好の良い投資には見えないかもしれません。しかし弊社は、それこそが「成功するショット」だと考えています。私たちは現在、中期債のベンチマークよりもデュレーションをやや長めに維持することを選択しています。一方で、超長期ゾーンについては引き続き慎重な姿勢を取り、アクティブ運用を活用することが重要だと考えています。

出所: ブルームバーグ、2026年9月30日現在。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。説明のみを目的としたものであり、実際の投資を示唆するものではありません。指数には運用報酬や売買手数料は課されておらず、表示されたパフォーマンスからそれらの費用は差し引かれていません。米国シニア・ローンはMorningstar® LSTA® US Leveraged Loan Index、米国ハイ・イールド債はICE BofA U.S. High Yield Constrained Index、新興国債券はICE BofA U.S. Emerging Markets External Sovereign Index、優先証券はICE BofA Core Plus Fixed Rate Preferred Securities Index(30%)、ICE BofA U.S. Investment Grade Institutional Capital Securities Index(30%)、ICE BofA USD Contingent Capital Index(30%)、ICE BofA U.S. High Yield Institutional Capital Securities Index(10%)から成る合成ベンチマーク、モーゲージ担保証券はICE BofA U.S. Mortgage Backed Securities Index、コア債券はBloomberg U.S. Aggregate Bond Index、米国債はBloomberg U.S. Treasury Index、投資適格社債はICE BofA U.S. Corporate Index、米国債(20年超)はBloomberg U.S. Treasury: 20 + Year Indexでそれぞれ表されています。

セクター別ポジショニング

超短期債

米連邦準備制度理事会(連銀、FRB)は9月、依然として2%の目標を大幅に上回る根強いインフレを受け、政策金利を引き上げました。地政学的要因によってインフレ見通しはさらに複雑化しており、商品価格が上昇する一方、主としてAI関連の設備投資に支えられ、実体経済の活動もより底堅さを増しています。利下げ期待は単に後退しただけでなく、完全に反転しており、現在では今後1年間のさらなる金融引き締めがイールド・カーブの短期ゾーンに織り込まれています。こうしたなか、超短期の社債・クレジット商品に対する需要は引き続き旺盛です。弊社の見方では、高水準の総合利回りに加え、地政学的の不透明感の高まりや信用スプレッドのばらつきが拡大するなか、投資家がデュレーションの短い資産を選好していることが背景にあります。短期債の利回りは、リスク調整後で見ても引き続き魅力的であり、短期金利が「より高く、より長く」維持される環境が続けば、その魅力も当面維持される可能性があります。弊社は、分散された債券ポートフォリオのなかで実質利回りを確保しつつ、元本保全を重視する観点から、引き続き超短期債への投資を選好しています。

証券化商品

リスク資産が調整局面に入った場合や景気後退が発生した場合、政府機関系モーゲージ担保証券(エージェンシーMBS)は、より広範なクレジット市場と比較してポートフォリオの安定装置として機能すると考えています。バリュエーションは歴史的レンジのなかでも割高な水準に近づいていますが、政府支援機関(GSE)による2,000億ドル規模の購入プログラムが下支えしています。景気がより深刻な「ハードランディング」に陥った場合、エージェンシーMBSは広範なクレジット商品をアウトパフォームし、米国債と連動した値動きをすると予想しています。私たちは、よりディフェンシブな証券化商品への投資に前向きです。変動金利証券に引き続き投資価値を見いだす一方、高品質かつ大幅なディスカウント価格で取引されているエージェンシーMBSを中核とし、それを補完する形で、より高利回りの商業用MBS(CMBS)や非エージェンシーMBSを選別的に組み入れています。エージェンシーMBS以外では、特にローン担保証券(CLO)と非エージェンシー住宅ローン担保証券(RMBS)に際立った投資価値があると考えています。なかでも、最上位かつ最高品質のシニア・トランシェを選好しています。AAA格CLOについては、2026年のリターンが5%を上回ると予想されています。また、非エージェンシーRMBSについても、高水準の住宅ローン金利によって既存住宅所有者が現在の住宅にとどまる傾向が強まっていることに加え、住宅所有者の自己資本(ホーム・エクイティ)が過去最高水準に近いことが、インカム収益を下支えしています。私たちは引き続き、高品質のエージェンシーMBSをポートフォリオの中核としつつ、同セクター内のその他の投資機会を選別的に組み合わせる戦略を選好しています。

優先証券

優先証券およびハイブリッド証券市場は、金利が急上昇したにもかかわらず底堅く推移し、2026年9月までの下落幅は小幅にとどまっています。額面1,000ドルの機関投資家向け市場は、債券市場全体のなかでも特に良好なパフォーマンスを示してきました。一方、金利感応度の高い額面25ドルの個人投資家向け市場は大幅に出遅れています。今後については、年末までのリターンの大部分はインカム収益から生み出されると考えています。個人投資家向けセグメントは、機関投資家向け商品に対して引き続き利回り面で優位性を持つとみられます。一方、1,000ドル額面の商品は変動金利構造と短いデュレーションを持つため、価格変動は相対的に小さくなると予想しています。銀行、保険、公益事業各セクターの信用ファンダメンタルズは安定しています。2026年第2四半期の銀行決算は米国、欧州、カナダのいずれにおいても堅調で、イラン紛争による影響も限定的でした。ETFへの資金流入は引き続き旺盛ですが、その動きは二極化しています。パッシブ運用の25ドル額面ファンドからは大規模な資金流出が続く、同セグメントの重石となっている一方、アクティブ運用型および機関投資家向けファンドには資金が流入しています。新規発行は依然として高水準ですが、昨年の過去最高ペースを下回っています。年末にかけても個人投資家向け市場には逆風が続くと考えています。しかし、高いインカム収益、底堅いバリュエーション、高品質な発行体という組み合わせを考慮すれば、さらなる価格下落が生じた場合には、魅力的な投資機会となる可能性があります。

米国債

連銀は金融引き締めを開始しており、今後さらに小幅な引き締めを行う可能性があります。ただし、追加利上げはすでにイールド・カーブの短期ゾーンに相当程度織り込まれており、実質金利も魅力的な水準に近づいていることから、その多くはすでに市場価格に反映されていると考えています。インフレが制御不能なほど加速するか、金融引き締めサイクルが予想以上に長期化しない限り、短期金利の上昇余地には一定の上限があるとみられます。また、米財務省による国債買い戻しの拡大と、連銀による慎重なペースでの金融引き締めは、長期金利への上昇圧力を抑制する要因になると考えられます。一方、イールド・カーブの長期ゾーンは引き続きボラティリティが高く、金融政策以外の要因にも敏感です。具体的には、拡大する財政赤字、戦争関連支出、そして海外投資家が米ドル建て資産からさらに分散を進めるリスクなどが挙げられます。長期金利が財務省の期待通りに低下しない場合、米財務省はいずれ国債発行の年限構成を短期側へシフトする可能性があると考えています。その一環として、20年国債の発行を縮小、あるいは廃止する可能性もあります。私たちは、インカム収益と金利リスクに対する補償のバランスがより優れていることから、中期ゾーンの米国債を選好しています。

ハイ・イールド債

7%台後半の利回りは、過去15年間の平均を大幅に上回っており、歴史的な水準と比較して魅力的なインカム獲得機会を提供しています。過去を見ると、利回りが現在と同程度の水準に達した後の12カ月間では、ほぼすべてのケースでプラスのリターンを記録しており、通常は10%台前半のリターンとなっています。これは、現在の高いインカム収益そのものがリターンの大部分を生み出すためです。ハイ・イールド債の信用スプレッドは、AIによる産業構造の変化への懸念を背景とした以前の価格調整から回復し、再び歴史的レンジのタイトな水準に近づいています。それでも絶対利回りは依然として魅力的です。また、ハイ・イールド債指数のデュレーションは歴史的に短く、信用の質も大幅に向上しています。現在ではBB格が指数の約60%を占めており、これらの要因が今後の価格変動リスクを抑制すると考えられます。ファンダメンタルズも引き続き良好です。2026年第2四半期の企業業績は予想を上回り、予想を上回った企業数は予想を下回った企業のおよそ2倍となりました。デフォルト率も十分に抑制され、長期平均を下回っています。マクロ経済環境も底堅く、「One Big Beautiful Bill Act」に伴う税還付、データ・センター関連設備投資による経済への波及効果、活発なM&A(合併・買収)活動、そしてIPO(新規株式公開)サイクルなどが下支えしています。需給環境も良好です。「ライジング・スター」、すなわちハイ・イールドから投資適格級へ格上げされる企業の存在によって需要が供給を上回る状況が続いています。また、より高格付けのデータ・センター関連発行体加わることで指数全体の信用力が改善しており、将来のリターンのばらつきを抑える要因となっています。一方、セクター間のばらつきは依然として大きいため、アクティブ運用が極めて重要だと考えています。高品質な発行体と安定したキャッシュ・フローに重点を置く規律ある運用会社にとって、現在の市場環境は魅力的な投資機会を提供しています。

シニア・ローン

私たちの見方では、シニア・ローンは課税対象となる債券資産のなかでも、名目・実質の両面で最も魅力的な利回りを提供する資産クラスの一つです。市場が利下げではなく利上げを織り込む方向へ転換したにもかかわらず、シニア・ローンのスプレッドは長期平均に近い水準にあります。シニア・ローンとハイ・イールド債の相対的なバリュエーション関係は依然として通常とは逆転した状態にあり、シニア・ローンはハイ・イールド債に比べて割安な水準にあります。また、指数を構成するセクターのおよそ3分の1が平均を上回るスプレッドで取引されており、幅広い投資機会が存在しています。ファンダメンタルズも引き続き良好だと考えています。デフォルト率は歴史的に低い水準にあり、さらに低下傾向にあります。また、2027年までに満期を迎えるローンは指数全体の2%未満にとどまっています。現在進行している金融引き締めサイクルは、変動金利クーポンを持つシニア・ローンにとって追い風であり、そのインカム面での優位性をさらに高めています。ただし、シニア・ローン市場はソフトウェアおよびAI関連企業へのエクスポージャーが比較的大きいうえ、平均的な信用力もハイ・イールド債より低いため、将来のリターンにはより大きなばらつきが生じる可能性があります。それでも、現在の高い利回り水準は十分なインカムのクッションを提供しており、トータル・リターンがプラスになるとの見通しを支えています。市場内での銘柄間格差が続いていることから、弊社は引き続き規律ある信用分析と慎重な銘柄選択を重視しています。

セクター別ポジショニング(続き)

新興国債券

弊社は、現地通貨建て新興国債券は引き続き魅力的であると考えています。その背景には、高い実質金利と、購買力平価ベースで見て歴史的に割安な水準にある通貨があります。新興国の金利市場は、一部の先進国市場と比較して比較的安定して推移しており、高水準からスタートした実質金利が引き続きインフレに対するクッションとして機能しています。ファンダメンタルズも引き続き良好です。購買担当者景気指数(PMI)は景気拡大を示しており、経済サプライズ指数もプラス圏で推移しています。ただし、弊社の見方では、これまでの金融緩和寄りの姿勢には変化が見られます。一部の中央銀行が金融引き締めに転じ始めているためです。キャリー収益と並び、為替動向が引き続きリターンを左右する最大の要因となっています。為替市場ではモメンタムの改善とボラティリティの低下が追い風となっており、年初来の投資家資金フローも底堅く推移しています。主なリスクとしては、米国の主要金利が上昇するなかでの米国金利および政策を巡る不透明感、地政学的緊張の高まり、そして短期的なリスクオフ局面の発生が挙げられます。弊社は引き続き、実質金利の高い市場を選別的に選好するとともに、資源輸出国と資源輸入国との間で投資環境の差が拡大していくと考えています。

投資適格社債

投資適格社債の利回りは、長期平均と比較して引き続き魅力的です。ICE BofA米国社債指数の利回りは約5.75%で、過去15年間の平均を約2%ポイント上回っています。信用スプレッドは過去12カ月のレンジのほぼ中間にあり、前四半期と比較すると小幅に拡大しました。しかし、投資家需要は依然として堅調です。ファンドへの資金流入は前年同期を大幅に上回っており、新規発行債についても十分な応募超過となっています。新規発行も活発で、前年同期を大幅に上回るペースで推移しています。8月には過去最高の発行額を記録しました。その背景には、活発なM&A(合併・買収)と、ハイパースケーラーによる大規模な設備投資の資金需要があります。2026年第2四半期には、ファンダメンタルズが一段と改善しました。売上高および利益の伸び率は数年来の高水準に達し、格上げ件数と格下げ件数の比率も約5対1へと大幅に改善しました。これは新規発行がより高品質な発行体に偏っていることも背景にあります。また、指数に占めるBBBマイナス格の割合は過去最低水準となっています。今後のバリュエーションについては、景気循環セクターと非景気循環セクターの間で二極化が続く可能性が高いと考えています。また、地政学的リスクやワシントンの政策を巡るリスクも、引き続き市場の不安定要因となるでしょう。リスクの観点から見ると、弊社は引き続き長期債ゾーンが最も影響を受けやすいと考えています。一方、短期および中期の投資適格社債は、より魅力的なリスク調整後リターンを提供するとみています。

地方債

2026年第4四半期の序盤において、米国地方債のパフォーマンスはばらつきのある大きな展開になる可能性があると考えています。再投資需要が減少する一方、新規発行は引き続き高水準にあります。また、直近の金利上昇を受け、市場参加者は2026年を通じて堅調だったファンドへの資金フローを注視しています。新規発行額は、過去最高を記録した2025年のペースを約4~6%上回っています。このペースが年末まで続けば、2026年も新たな年間発行額の過去最高を更新することになります。ただし、11月の中間選挙が近づくにつれ、プライマリー市場における新規発行はある程度減速すると予想しています。地方債市場の信用力は、一部で格下げが増加しているものの、全体としては安定しています。信用スプレッドは依然としてタイトで、特にBBB格および一部の保有比率が高いハイ・イールド地方債ではその傾向が顕著です。一方、地方債利回りの米国債利回りに対する比率(Municipal-Treasury Ratio)は、過去3年間の平均と比較して魅力的な水準にあります。私たちの見方では、名目利回り、課税換算後利回り(Taxable-Equivalent Yield)のいずれも非常に魅力的です。地方債イールド・カーブでは10~15年ゾーンの傾斜が大きくなっており、名目利回りの上昇幅は30年ゾーンを上回っています。こうした状況に加え、年初来の金利上昇を踏まえ、私たちはこの10~15年の年限ゾーンを選好しています。また、満期20年程度までの地方債についても選別的に投資機会を探しています。その際には、期限延長リスク(エクステンション・リスク)に備えるため、5.5%以上の高いクーポンを持つ債券を重視するとともに、組み込まれたコール・オプションの行使可能時期がより先に設定されている銘柄を選好しています。2026年第4四半期に入り、米国債金利が比較的安定して推移することを前提とすれば、今四半期の地方債リターンを左右する決定的な要因は、ファンドへの資金フローになると考えています。11月中旬から年末にかけては、パフォーマンスが改善する可能性があります。高水準の利回りが投資家を呼び戻す一方、新規発行額が減少する可能性があるためです。短期的な価格変動を許容できる投資家にとって、現在の高い利回り水準は、より高いインカム収益を確保するとともに、将来的なトータルリターンの上昇余地を狙ううえで、魅力的な投資開始のタイミングとなる可能性があると考えています。

ここに引用したトレンドや予測が今後も継続する、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、収益性があると想定されるべきでもありません。

本資料で示した情報は、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、投資戦略を明示的・暗黙的を問わず推奨もしくは示唆するものではなく、読者の投資戦略に関する結論を導くものでも、いかなるファンドの現在または将来の価値や価格についての意見を示すものでもありません。ファースト・トラストは投資家に関する情報を一切把握しておらず、提供も受けていません。金融の専門家は、個々の投資が顧客にとって適切かどうかを判断する必要があります。

本資料は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、いかなる投資行為への勧誘、申込み、募集または推奨を構成するものではありません。

本レポートはFirst Trust Advisors L.P.が作成したものであり、執筆者の現時点での意見を反映しています。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が、表明された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ことがあります。本情報は、証券の売買の勧誘または申込みを構成するものではありません。