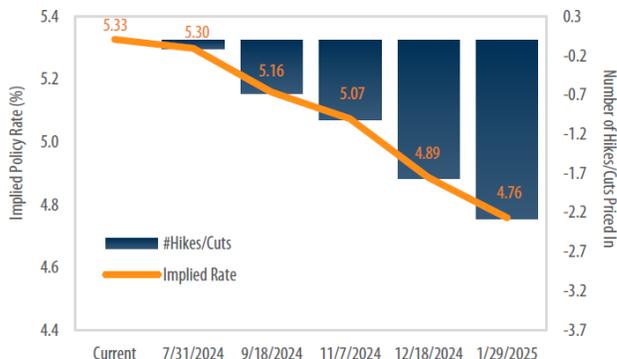




**ウィリアム ハウジー, CFA**  
マネージングディレクター  
債券部門  
シニアポートフォリオマネージャー

Chart 1: Implied Federal Funds Rate & Number of Hikes/Cuts



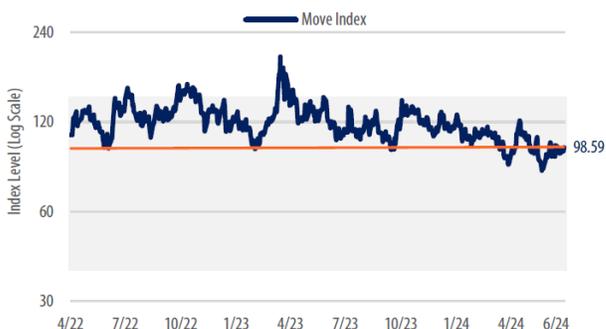
Source: Bloomberg, as of 6/28/2024. The assumed rate movement for one rate hike or cut is equivalent to +/- 0.25%. There is no assurance forecasts will be achieved.

Chart 2: Fed Dot Plot



Source: Bloomberg. Data as of 6/30/2024. Orange dots are the FOMC Dots Median.

Chart 3: Move Index



Source: Bloomberg. Data from 12/31/2021 to 6/28/2024. 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 12/31/2021 to 6/28/2024.

無謀な連邦政府による支出、膨れ上がる財政赤字、爆発的な米国債発行に多くの資金が垂れ流されていますが、こうした懸念はすでに債券市場に織り込まれていることに留意する必要があります。1982年、パスタソース会社のPregoが “It’s in there.” というスローガンを使いました。テレビ・コマーシャルは、消費者に、おいしいソースを作るのに必要な材料はすでに「入っている」ことを繰り返し伝えました。同じように、政府の財政赤字と歳出の合意による影響を含め、今日の債券市場にあるすべての既知の材料を評価するとき、私たちは “それは市場に織り込まれている” というでしょう。金利は、インフレ、雇用、経済成長など、基本的なデータから切り離されておらず、最近の米国債入札は整然としています。だからといって追加的な財政赤字支出や、現行水準での永続的な財政支出、あるいは将来の政策変更が債券市場に悪影響を与えないとは言いません。しかし、現在の国債発行のラン・レート（年換算傾向）は、市場に織り込まれていると考えています。

今年前半、市場の期待は大きく変化しました。2024年に向けて、インフレ率が3%を着実に上回っていたにもかかわらず、市場は今年中に7回もの25ベース・ポイントの利下げを織り込んでいました。その後、インフレ率と労働市場の継続的な堅調さが相まって、債券市場のトレーダーはついに7回の利下げのうち5回を見送り、利回りは上昇しました(図表1)。米連邦準備制度理事会(連銀、FRB)は6月の連邦公開市場委員会(FOMC)で、利下げの中央値を2024年に1回のみと再調整し、同様の、よりタカ派的な方向に動きまわりました。連銀のドット・プロットを観察すると、連銀は今年1~2回の利下げで意見がまとまったようです。(図表2)。当社としても引き続き2回の利下げを基本シナリオと見ており、最近の軟調なインフレ・データもこれを後押ししています。

連銀による前回の利上げから7月で1年が経過します。金利が高止まりしている期間は確かに長いですが、金利ボラティリティは低下しています(図表3)。連銀が引き締め政策の終了を示唆し、追加利上げのハードルの高さを示唆していることから、金利ボラティリティの低下は継続し、債券投資家にとっては落ち着いた状況が続くと予想されます。弊社は10年物米国債利回りが4.70%を超えることはない予想し、10年物米国債利回りが4.35%を下回るようであれば、次のストップは4.00%になると予想します。

弊社のメッセージは単純です。今年2回の利下げが織り込まれているため、市場の金利期待は妥当であり、国債利回りは適正と思われる。財政赤字支出はどう考えても無謀ですが、イールド・カーブにはすでに織り込まれているようです。さらに、連銀は12カ月近く利上げを行っておらず、今年後半には利下げに転じる可能性が高いと思われる。さらに、今日の債券市場の利回り(「キャリア」と、コンバクシティ(金利と債券価格の非線形の関係)水準は、投資家に対してダウンサイド・プロテクション(下落リスクを保護する)と魅力的なトータル・リターン(機会)の両方を提供していると思われる。要するに、債券市場の投資家は待つ(継続して債券を保有する)ことで報酬を得ているのです。そのため、当社のデュレーション目標は、コア債券についてはブルームバーグ米国総合債券インデックスのデュレーションの105%に据え置きます。

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

利回りが5%前後である超短期債は、絶対リターンとリスク調整後リターンが比較的魅力的な水準にあります。これは、金融緩和の時期が今年さらに先送りされる中で、特に注目すべきことです。当面の債券市場は、利回りとスプレッドが狭いレンジで推移するでしょう。このような環境下では、超短期資産への配分は引き続き利益を生み出すものと考えます。

## 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(重量のバランスを取る脚荷のような役割)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、スプレッドは過去の平均より大きいににもかかわらず、収益水準は低いです。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・ポジションを好み、民間および非エージェンシー・セクターにシフトすることによる利回り向上を選択します。

## 米国債

米国債の価格は、昨年末に予想されていた短期金利の緩やかな低下という、より現実的な連銀の予想に近づいています。仮に金利が上昇することになれば、米国債のデフレーションを拡大する好機と捉えるでしょう。また、経済リスクが予想以上に加速することになれば、米国債がリスク資産の弱さを相殺すると予想されます。

## ハイ・イールド債

ハイ・イールド債は、平均より薄いクレジット・スプレッドにもかかわらず、利回りの優位性と額面対比の魅力的なディスカウント価格の両方を提供すると考えます。景気拡大が続くシナリオでは、金利収入と価格上昇の両方から魅力的なトータル・リターンが期待できます。逆に、債務不履行が加速し、景気後退が予想より早く顕在化した場合、当社の分析によると、現在の利回りは金利低下と相まって、そのようなスプレッドの拡大に対して大きな緩衝材となるでしょう。当社は、セクター分散と限定的なシクリカル・エクスポージャーに重点を置きながら、ハイ・イールド債へのエクスポージャーを維持し続けています。さらに、ハイ・イールド債は、一般的にボラティリティの高い優先株式など、他の高収益を生む証券と比較して、資本構造において上位に位置します。

## シニア・ローン

国債金利が2024年に上昇し、固定金利債券投資への逆風となる中、シニア・ローンはその魅力的な変動金利収入部分から恩恵を受けてきました。現在の金利上昇環境を考慮すると、シニア・ローンが他の資産クラスと比較して生み出す利回りの優位性は引き続き魅力的であると考えます。さらに、シニア・ローンの変動金利という性質は、現在、ハイ・イールド債に対して過去最高の利回り優位性を提供しており、これが今年のトータル・リターンを支える可能性があると考えます。このような魅力的な利回りにより、年初来100億ドルを超える資金が流入しています(24年5月31日現在)。最後に、この景気サイクルの後期段階を考慮すれば、アクティブ運用と慎重なクレジット選択の両方が、分散ポートフォリオにおいて魅力的な収益拡大をもたらす可能性があると考えます。

## 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

当社の見通しでは、米ドルは中期的に弱まるか、あるいは安定すると予想しており、エマージング市場の債券における魅力的なキャリー機会を捉えるための好環境が生まれる可能性があると思われます。新興市場の資産は回復力を示し始めており、Fed Funds Futuresなどの連銀の政策金利の期待値の変化に対する感応度は低下しています。新興市場のインフレ調整後金利は、引き続き新興国通貨を下支えしています。新興市場諸国は金融緩和を行いました。メキシコ、ブラジル、インドネシアなど数カ国は、インフレ率が緩やかなペースで低下する中、高い実質金利を維持するために金融緩和の一時停止または延期を選択しました。6.6%超の新興国現地利回りは魅力的であり、割安な通貨もバッファーになると思われます。

## 投資適格社債

魅力的な利回りは、歴史的に見て割高と思われるバリュエーションが割安になった場合に十分なクッションになると考えます。投資適格社債のファンダメンタルズは、低所得者層の消費者心理に若干の弱さが見られるものの、依然として魅力的です。したがって、景気サイクルのこの段階を乗り切るには、慎重な信用選択が必要であると考えます。魅力的な利回り金利低下により、スプレッドの小幅な拡大が相殺されるとの見解から、今後12ヵ月間、投資適格債券全体のトータル・リターンがプラスになる可能性があると考えます。

## 優先証券

優先証券およびハイブリッド証券市場は、銀行セクターのボラティリティが高まった後のスプレッドの回復に牽引され、2024年のこれまでのところ、他の債券資産クラスをアウトパフォームしています。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ヵ月間ほぼ横ばいです。当社は、優先証券市場の主要セクター(大手商業銀行、保険、公益事業、エネルギー)の信用ファンダメンタルズはマクロ経済の回復力を反映していると考えていますが、商業用不動産、コミュニティ・バンク、米国消費者金融には悪化の兆しが見られます。今後は、スプレッドのさらなる引き締めの可能性と、優先証券市場のより集中的なセグメント(特に地方銀行と商業用不動産)における不確実性を比較検討します。

## 地方債券

2024年6月12日現在、地方債ファンドへの年初来の資金流入額は110億ドルを超え、魅力的な課税対象等価利回り、および2024年後半には国債利回りが低下するとの予想から、短期・長期戦略ともにトータル・リターンはプラスになる可能性があると考えます。第3四半期に入り、地方債市場のテクニカルな背景は良好であると思われます。7月から8月にかけて、地方債の新規発行はネット・マイナスになると予想されます。これは、新規発行の大量供給が予想されるものの、債券の満期、コール、シンキング・ファンド、クーポンの支払いによって相殺されるためです。ミニ・トレジャーリー(地方債と国債)レシオは3年平均のフェアバリューに近い水準にあります。つきましてはクレジットのファンダメンタルズが安定的に推移していることから、年末までには、ハイ・イールド債へのエクスポージャーを一部含むデフレーションが長めの戦略が、今年最も高いトータル・リターンを上げる可能性があると考えられます。