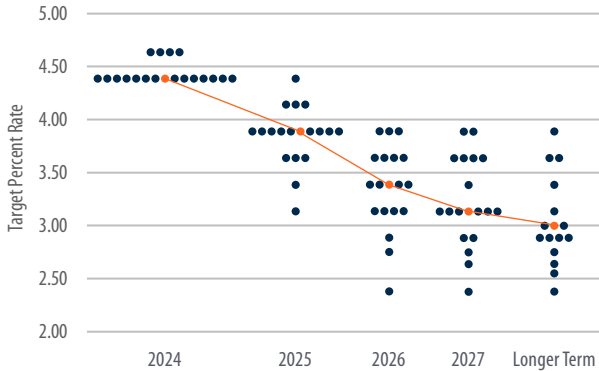




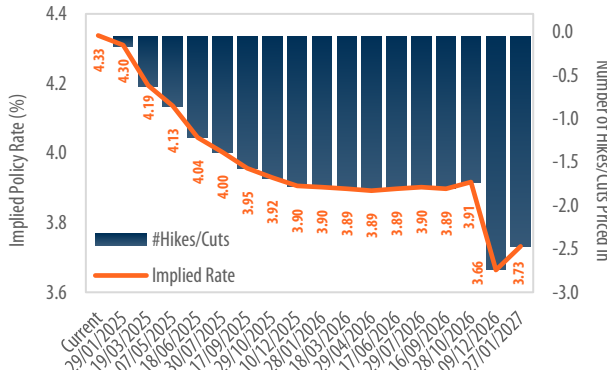
ウィリアムハウジー, CFA
 マネージングディレクター
 債券部門
 シニアポートフォリオマネージャー

Chart 1: Fed Dot Plot



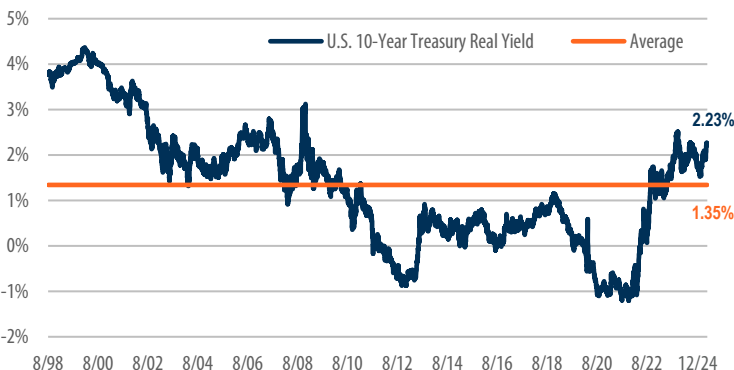
Source: Bloomberg. Data as of 31/12/2024. Orange dots are the Federal Open Market Committee Dots Median.

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



Source: Bloomberg, as of 31/12/2024. 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: 10-Year U.S. Treasury Real Yield



Source: Bloomberg. Data from 3/8/1998 to 31/12/2024. Past performance is no guarantee of future results. Real Yield is an interest rate that has been adjusted to remove the effects of inflation. Real Yield is calculated as the difference in yields between U.S. Treasury bonds and Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS).

Chart 4: Weekly U.S. Dollar Index (DXY)



Source: Bloomberg. Data as of 31/12/2010-27/12/2024. Past performance is no guarantee of future results. U.S Dollar Index is represented by DXY Index.

米連邦準備制度理事会(以下「FRB」)は直近3回の会合で合計100ベースポイント(bps)の利下げを実施しましたが、それにもかかわらず米国債の利回りは大きく上昇しました。9月の連銀会合前日から振り返ると、2年物米国債利回りは64bps、5年物は94bps、10年物は92bps上昇しています。FRBによる金融政策の再調整は、金融政策の制限性のある程度取り除くことを目的としていましたが、その効果はまちまちでした。これは、FRBが金融政策を再調整し、その引き締め度合いを一部緩和しようとしたものの、その効果が混在していることを示しています。たとえば、株式相場の上昇という観点から見ると金融環境は緩和されている一方で、住宅ローン金利は上昇している状況です。こうした見通しの不確実性を反映し、FRBは2025年の予測を修正し、9月時点の予測に比べて2回分の利下げを取りやめました。2025年末時点のFF金利の中央値は3.875%と示されており、成長やインフレの推移に関する不確実性が続いていることがうかがえます。(Chart1)

こうして、以前に織り込まれていた利下げ期待が後退したことが、足元の米国債利回り上昇を大きく後押ししています。9月当時は、より積極的な利下げサイクルが市場で予想されていたが、その後の経済指標で底堅さが示されたため見通しが修正されました。市場の期待が変化した結果、あらゆる満期の利回りが急上昇し、FRBの政策見直しに対する想定が再調整されたわけでは。

しかし、振り子は振れすぎたかもしれません。2025年の利下げが2回しか織り込まれていない現在(Chart2)、債券市場は投資家にとって魅力的なエントリー・ポイントを提供していると考えられます。インフレ調整後の実質利回りは魅力的な水準にあり(Chart3)、特に現在と予想されるインフレ率に照らして評価すると、中間デュレーション債が魅力的です。このことは、市場がFRBの保守的なスタンスに過剰反応した可能性を示唆しており、高い利回りを確保する機会を逃したと考える投資家にチャンスをもたらしています。

一方、新政権の政策は債券市場に大きな不確実性をもたらし、ダモクレスの剣を思わせる影を落としています。関税の導入や既存税率の延長、さらなる減税案、規制緩和など、複数の要素が入り組んで作用するため、財政赤字の膨張やインフレ急騰を懸念する声も根強いです。しかし、実際にはより複雑なシナリオとなる可能性が高いと私たちは見えています。この複雑さに加えて、2024年第4四半期には米ドルが約8%上昇し(Chart4)、多国籍企業の収益に逆風となる可能性があるほか、原油をはじめとするハード・コモディティ価格にも下落圧力がかかり、インフレ圧力が弱まる可能性があります。債券市場にはこのような不透明感がつきまとっていますが、必ずしも悲惨な結果を示唆するものではないと考えます。それどころか、総合的に見れば、こうした政策転換が財政赤字やインフレの劇的な増加につながる可能性は低く、最終的には極端な懸念を緩和し、債券市場にある程度の安定と安心感をもたらすと弊社は考えます。

このように常に変化する局面では、次の経済指標が示されるまで特定の見方が市場で優勢となりやすいため、投資家は警戒と柔軟さを併せ持つことが肝要です。一方で、魅力的な実質利回りや政策修正を織り込んだ債券市場には、高いリターンを狙える有望な投資機会が潜んでいると私たちは見えています。こうした可能性を活用できる投資家にとって、債券市場は引き続き魅力的な選択肢であると考えています。

セクター・ポジショニング

超短期債

FRBの利下げ期待は前四半期末から弱まり、過去15年と比べても超短期ゾーンの利回りが引き続き高水準にある中、FRBは来年の利下げペースを一段と緩やかにする見通しを示唆しています。私たちは、超短期資産が元本を保全すると同時に、投資戦略の中で有益となる魅力的な実質利回りを引き続き提供すると考えています。

住宅ローン担保証券

住宅ローン担保証券は、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に対するパラストを提供すると考えます。モーゲージのバリュエーションは「フェア」バリュエーションであり、過去の平均と同水準にあると思われます。ポラティリティが引き続き高いため、ディフェンシブ・エクスポージャーを選好し、商業用および非エージェンシー証券化セクターの利回り向上機会を選択的にポジショニングすることを勧めます。

米国国債

FRBの見通しが最近変化していることから、米国債市場参加者は2025年末までの利下げ幅を9月末時点より100 bps程度少なく見積もっています。長期的には、イールド・カーブのスティープ化がさらに進むと予想されます。イールド・カーブのスティープ化は、巨額の財政赤字を米国債の発行増で賄うことによるイールド・カーブのロング・エンドへのさらなる圧力や、FRBによる緩やかな中立金利への引き下げという形でたらされる可能性があります。米国債は、市場の調整または経済情勢の悪化に備え、信用リスクにさらされるセクターに対するパラストになると考えます。

ハイ・イールド(高利回り)債

ハイ・イールド債券のバリュエーションは利回りや価格に対して魅力的であると考えますが、リスク市場が景気のソフト・ランディングを織り込み続けているため、信用スプレッドは割高であると考えます。こうした状況が続けば、ハイ・イールド債はインカム・ゲインに牽引される魅力的なリターンを提供すると同時に、デレージョンが比較的短いことから、リファイナンスが活発化し、ディスカウント債がパーに引き戻されることで、価格上昇の可能性もあると考えます。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は、スプレッドの拡大に対して相当なバッファとなります。私たちは、質の高い発行体を重視したアクティブ運用が、景気が悪化した場合にもより持続力を発揮すると考えています。

シニア・ローン

シニア・ローンは、その変動金利の仕組みと、デフォルト率が非常に低い資産クラスとしてバランスの取れた信用リスクにより、高水準の収益を提供し続けています。予想される金利引き下げのペースが緩やかであることも、シニア・ローンの利回りの優位性を支えています。私たちは、ハイ・イールド債とシニア・ローンのバリュエーションを比較すると、シニア・ローンの方が有利だと見ていますが、シニア・ローンへの強い需要が大規模なリファイナンスを促し、スプレッドを引き下げる動きが進んでいるため、この優位性が今後圧縮される可能性があるとも考えています。

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 **U.S. Dollar Index (DXY)** indicates the general international value of the U.S. Dollar (USD). The index calculates this by averaging the exchange rates between the USD and major world currencies.

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.

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。

新興国債券

米国の金利が今後1年間の利下げ幅を縮小する方向で再調整された一方、新興国の中央銀行は緩和を続けているため、米ドルは前四半期に非常に強くなっています。さらに、米国の通商政策の不確実性が2025年初頭の見通しを曇らせています。新興国通貨は依然として魅力的なバリュエーションを維持していると考えますが、FRBの政策不透明性に代わって米政権の不透明性が高まっているため、新興国通貨セクターのモメンタムはマイナスに転じています。

投資適格社債

投資適格社債の利回りは2009年の最高値をわずかに下回る水準にあり、これが過去の平均を下回る信用スプレッドの下支えになっていると思われる。ファンダメンタルズは引き続き良好ですが、長期的には景気循環セクターと非循環セクターの間でバリュエーションが分岐し、クレジットの選択が重要になると考えます。スプレッドのデレージョンに対するエクスポージャーが大きいことから、長期債のリスクはより大きいと考えます。

優先証券

強力な市場テクニカルズ、高いインカム・ゲインの可能性、質の高い発行体基盤の組み合わせは、金利低下とスプレッド拡大を特徴とする経済環境の悪化に対する絶縁材となり得ると考えます。優先証券市場の主要セクター（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2024年までほぼ予想通りに推移しており、信用プロファイルは概ね安定しています。不動産投資信託 (REIT)、リスクの高い地方銀行、消費者金融銀行への大幅なアンダーウエイト（またはエクスポージャーを一切持たない）を伴う公益事業へのディフェンシブ・ポジショニングを強化し、欧州の銀行全体へのクオリティ・アロケーションを高めることが適切であると考えます。

地方債

短期・超短期戦略のトータル・リターンがプラスになる一方、中間・長期戦略のパフォーマンスは金利の方向性に大きく左右されると予想されず。2025年第1四半期については、地方債の供給がネット・マイナスとなる見通しであることに加え、堅調な資金フローが続き、信用力が安定から改善傾向にあることが、特に他の債券クラスと比較して、地方債の堅調なパフォーマンスを支えるものと思われます。バリュエーションはやや割高ですが、名目利回りや税等価利回りは長期平均から見て魅力的であると考えます。2025年は、議会が2017年減税・雇用法の延長に取り組みため、税制が中心となります。2017年と同様、当初の税制案には地方債に関するいくつかの変更が盛り込まれる可能性があり、その後、法案の交渉が進むにつれて修正、または削除されるものと思われます。