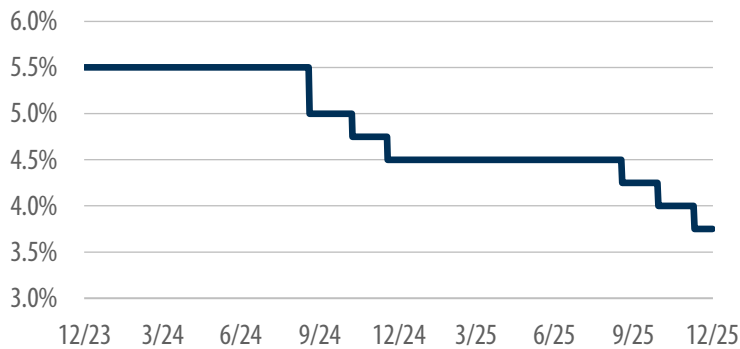




## ウィリアムハウジー, CFA

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

図表1: フェデラル・ファンド(FF)金利目標レンジ(上限)



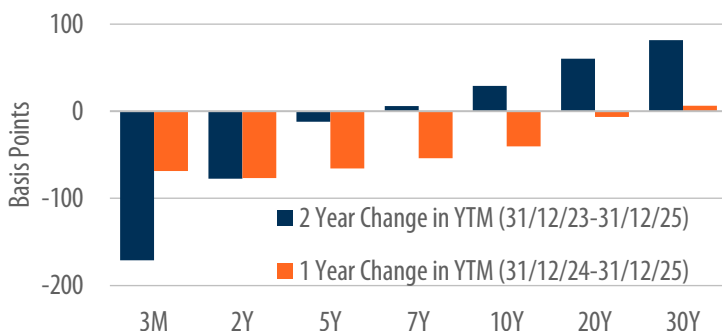
出典: ブルームバーク, 2023年12月31日 ~ 2025年12月31日。フェデラルファンド金利は、商業銀行の超過準備金に対する銀行間翌日貸出金利です。

図表2: 米国2年/10年国債イールド・カーブ



出典: ブルームバーク, 2023年12月29日 ~ 2025年12月31日。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。イールドスプレッドとは、様々な満期を持つ米国債の利回り差です。1ベースポイントは金利の一般的な測定単位で、1%の100分の1、つまり0.01%に相当します。1%の変化は100ベースポイントに相当します。

図表3: 米国公債利回りの前年比変化



出典: ブルームバーク, 2025年12月31日時点。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。YTMは満期利回りを表します。

## 債券: ロープ・ア・ドープ

ボクシングにおいて、ムハメド・アリの「ロープ・ア・ドープ」戦略が最も鮮やかに示されたのが、1974年のジョージ・フォアマンとの一戦、「キンシャサの奇跡(Rumble in the Jungle)」でした。より強く、若く、圧倒的本命と見られていた相手を前に、アリはロープにもたれ、攻撃を受け止めながら体力を温存し、ここぞという瞬間を待ちました。重要だったのは最大の一撃を放つことではなく、ポジショニング、忍耐、そしてタイミングでした。この比喻は、今日の債券投資家にとっても有用です。市場は政策の不確実性、財政を巡る雑音、そしてグローバルな複合要因という強烈なパンチを次々と繰り出しています。あらゆるヘッドラインに反応して強く打ち返したくなる誘惑がありますが、弊社は、リターンの見返り(補償)が最も高く、結果が二者択一になりにくいポジションに構える方が賢明だと考えています。実際、米国債券市場は2025年に7.3%上昇し、過去15年間で4番目に高い年間リターン、2020年以来の最高水準を記録しました(ブルームバーク米国総合債券指数ベース)。

今後12~18か月間、債券投資家にとって最も重要なのは、FRB(米連邦準備制度理事会、連銀)がすでに何をしたかではなく、2026年に経済が再加速するか、そしてインフレがそれに必然的に追随するかどうかです。弊社は、この二つは切り離せない関係ではないと考えています。過剰需要ではなく、供給サイドの改善によって成長がもたらされる場合、インフレを伴わずに経済成長を堅調に維持するが可能です。規制緩和や投資促進的な税制優遇といった政策は、税引後資本収益率を改善し、企業投資を促し、生産性を押し上げることで、経済の供給能力を拡大します。さらに、供給制約の緩和と政策緩和に伴う金利敏感セクターの回復と相まって、物価が「高騰」することなく、経済が「より強く」なる可能性があります。成長は経済活動の拡大を示し、インフレは需要が継続的に供給を上回るかどうかを反映します。両者は重なり合う部分はありますが、同じ戦いではありません。

この違いはデュレーション戦略において重要です。短期金利(フロント・エンド)の利回りが低下し続ける中、現金や超短期債にとどまっている投資家は、利回りの取り逃しをますます強く感じ、デュレーションを延ばす方向に動くでしょう。2024年9月以降、25ベース・ポイントの利下げが7回行われた結果、フロント・エンドで得られるインカムは大幅に低下し、短期金利に固執する投資家にとってはおよそ3分の1減少しています(図表1)。弊社は、現在のイールド・カーブでは、中期ゾーンがキャリア、ロール・ダウン、リスクのバランスという点で、短期・長期のどちらの極端なゾーンよりも魅力的だと考えています(図表2)。

一方、イールド・カーブの長期ゾーンは、財政動向や、海外政府の借入れ、為替変動、国際資本フローといったグローバル要因からの打撃を吸収する「ロープ」になり得ます。金融緩和局面にあっても、これらの要因により長期金利は不安定になりやすい状況が続く可能性があります。実質利回りが魅力的でありながら、長期金利は最終的には低下する可能性はありますが、その道筋は現時点では不透明だと見えています(図表3)。

この市場環境では、規律ある運用が勝利につながる可能性があります。実質・名目金利がいずれも歴史的水準と比べて依然として高い中、債券は現在、安定したインカムを提供すると同時に、時間をかけて金利が低下すればキャピタル・ゲインの可能性も備えています。このような環境下では、一般的に、中期ベンチマークよりやや長めのデュレーションを維持しつつ、超長期ゾーンには慎重な姿勢を保ち、スプレッドがタイトで運用結果のばらつきが大きい状況では、アクティブ運用に依拠する戦略を選好しています。

## セクター・ポジショニング

## 超短期債

2025年第4四半期、連銀(FRB)は追加利下げを実施し、金融引き締め政策からの段階的な転換を進めました。2025年12月の米連邦公開市場委員会(FOMC)では、インフレの沈静化と経済成長の減速(ただし底堅さは維持)を背景に、2026年の利下げペースがより緩やかになるとの見通しが示されました。また連銀は、2026年4月まで毎月約400億ドルの米国短期国債を購入する計画を発表し、マネー・マーケットの流動性を強化しました。超短期の社債および証券化商品への需要は引き続き堅調です。短期デューレーション証券の利回りは、リスク調整後、なお魅力的ですが、2026年に向けた動きは、市場がすでに織り込んでいる内容に対して、連銀が実際にどの程度のペースで緩和を進めるかに左右されるでしょう。弊社は、分散された債券ポートフォリオの中で、実質利回り確保しつつ元本保全を図る手段として、引き続き超短期投資を偏好しています。

## モーゲージ担保証券

エージェンシーMBSは、リスク資産の調整局面や景気後退局面において、広範なクレジット市場に対する安定装置(バラスト)として機能すると見えています。金利ボラティリティは落ち着いてきている一方、モーゲージ・スプレッドは概ね安定しており、長期平均と比べてややタイトな水準です。弊社は防御的な姿勢を基本としつつも、住宅ローン・セクター全体を選択しており、エージェンシーMBSを補完する形で、コマーシャルおよびノン・エージェンシー分野における利回り向上機会に選別的に投資したいと考えています。

## 優先証券

優先証券およびハイブリッド証券市場では、リテール向けセグメントが機関投資家向けセグメントに比べて相対的に魅力的なバリュエーションを提供していると考えています。また、タックス・ロス・ハーベスティング(含み損が出ている投資資産を売却し、他の投資で得たキャピタル・ゲインと相殺することで、当期の税負担を軽減すること)後に投資家が市場に戻ることで、テクニカル要因による追い風も期待されます。今後も、リターンの大部分はインカム創出によってもたらされると見えています。連銀の利下げは、優先証券・ハイブリッド証券市場への資金流入をさらに促し、価格上昇の触媒となる可能性があります。さらに、高いインカム創出力と強固な発行体基盤の組み合わせは、金利低下やスプレッド拡大を伴いやすい経済・地政学環境の悪化に対するバッファ(緩衝材)になると考えています。銀行、保険、公益事業、エネルギーといった主要セクターにおけるクレジット・ファンダメンタルズも引き続き安定しています。

## 米国債

2025年第4四半期、連銀は金融緩和サイクルを継続し、12月の会合では今後より慎重な政策運営を行う姿勢を改めて示しました。連銀は2026年の利下げ回数を従来想定より少なく見積もっていますが、市場価格は引き続きより緩やかな軌道を織り込んでいます。弊社の見方では、経済が大きく悪化しない限り、イールド・カーブの短期ゾーンにおける利下げ期待の多くはすでに織り込まれています。一方で、中期ゾーンは相対的にスティーブな形状を保っており、金利が横ばいで推移したとしても、時間の経過とともに低い利回りへ移行することで追加的なリターンを得られる「ロール・ダウン効果」という魅力的な機会を提供しています。

長期ゾーンは、追加的なデューレーションを求める投資家にとって魅力的である可能性はあるものの、財政動向や海外政府の借入れ、為替変動、国際資本フローといった金融政策以外の要因に対して感応度が高く、依然としてボラティリティが大きい状況です。こうした特性を踏まえると、財政政策やグローバル要因が変化し続ける環境下では、中期ゾーンがインカム、ロール・ダウン効果、金利リスク補償のバランスという点で最も優れていると考えています。

## ハイ・イールド債

ハイ・イールド債の利回りは現在、長期平均に近い水準にあり、歴史的に見ても将来リターンが魅力的となりやすいレベルにあります。ここ数か月、バリュエーションは概ね安定しており、市場は最近のマクロ不確実性を大きなリスク再評価なしに吸収してきたことが示唆されます。ファンダメンタルズ面において、市場環境は依然として良好です。ハイ・イールド債発行体の業績は総じて予想を達成または上回っており、ネガティブ・サブライズは限定的で、デフォルト率も抑制されています。

重要なのは、現在の利回り水準は、特に金利が低下傾向にある環境では、市場のボラティリティが高まった場合のスプレッド拡大に対するバッファ(緩衝材)として機能する点です。このインカム・クッションが耐久性を高め、下方リスクに対する防御力を向上させます。このような局面では、アクティブ運用の重要性が一段と高まると考えています。キャッシュ・フローが安定し、景気循環への感応度が低い、より高品質な発行体に焦点を当てることで、信用サイクルの成熟局面においても、魅力的なインカムを確保しつつ下方リスクを選別的に管理できると見えています。

## シニア・ローン

シニア・ローンは、連銀が金融緩和をさらに進める中でも、名目金利が長期平均を上回る水準にあり、引き続き魅力的です。第4四半期に連銀は追加利下げを実施し、2025年12月会合では2026年の緩和ペースがより緩やかになるとの見通しを示しました。連銀のドット・プロットは、市場が織り込む水準より少ない利下げを示唆していますが、先物市場は依然としてより緩やかな政策軌道を予想しています。最終的に金融緩和が連銀の現在の想定を上回る環境では、投資家がデューレーション延長やイールド・カーブ上での再配分を進めることで、シニア・ローン・ファンドからの資金流出圧力が高まる可能性があります。それでも、現在の利回り水準は十分なインカム・クッションを提供しており、金利が予想以上に低下するシナリオでも、プラスのトータル・リターンを支えると考えています。企業のデフォルト率は低水準にとどまり、発行体のファンダメンタルズも堅調であることから、シニア・ローンはクレジット型債券配分におけるインカム源および分散手段として引き続き有効です。

## 新興国債券

弊社は、実質金利が高水準にあり、通貨高の可能性も見込めることから、自国通貨建て新興国債券に対して前向きな見方を維持しています。足元でやや軟化しているものの、米ドルのバリュエーションは依然として歴史的水準と比べて高く、連銀の追加緩和は、新興国通貨に対する米ドルの金利優位性をさらに低下させる可能性があります。このような環境下で、一部の新興国は魅力的な実質利回り、比較的スティーブなイールド・カーブを提供しています。これらの組み合わせにより、時間の経過とともに低い利回りへ移行するロールダウン効果を通じた追加的なリターン機会が生まれると同時に、債券ポートフォリオ全体の分散効果も期待できます。

## セクター・ポジショニング（続き）

## 投資適格社債

投資適格社債の利回りは、足元でやや低下しているものの、依然として長期平均と比べて魅力的な水準にあります。クレジット・スプレッドは、名目金利を求める投資家需要に支えられ、過去12か月平均を下回る水準で安定しています。新規発行は大幅に増加しており、2025年11月にはAI関連の設備投資資金調達を背景に過去最高の発行額を記録しました。2026年の総発行額は約20～25%増加する可能性があると考えています。クレジット・ファンダメンタルズは概ね安定しており、一部改善も見られるものの、格付け動向にはやや悪化の兆しが見られます。その結果、バリュエーションは景気循環型セクターと非循環型セクターの間で二極化が進む可能性が高く、選別的なアクティブ運用の重要性が一段と高まっています。リスク面では、スプレッド・デュレーションが長く、マクロ経済の変化に対する感応度が高い長期ゾーンに脆弱性が集中していると考えています。これに対し、短期および中期の投資適格社債は、魅力的なインカム水準を享受しつつ、価格変動リスクが相対的に抑えられるため、より良好なリスク調整後リターンを提供すると見ています。

## 地方債

弊社は、供給の緩和、労働市場の軟化、連銀の金融緩和、そして資金流入の好調さを背景に、地方債が2026年初頭まで堅調に推移すると考えています。ただし、2026年第1四半期後半にかけては、納税シーズンに伴うパフォーマンス低下の典型的な局面に近づくことで、潮目が変わる可能性があります。地方債は、歴史的な地方債/国債比率に基づけば概ね適正水準にありますが、スプレッドは長期平均と比べてタイトです。それでも、名目金利および課税等価利回りは引き続き魅力的であり、これが投資家需要を支えると見ています。2025年の発行額は過去最高水準に達する見込みで、2026年も引き続き発行額の多い年となる可能性があります。2025年に見られたような立法上の重石は2026年には想定していませんが、政府閉鎖、債務上限問題、中間選挙といった政治イベントには注意が必要です。クレジット・ファンダメンタルズは安定しており、ブライトライン・イースト・アンド・ウェストのようなデフォルトにより額面金額は増加しているものの、デフォルト件数自体は減少しています。また、ムーディーズおよびS&Pは、格上げよりもや多くの発行体を格下げしています。このような環境下では、12～20年の満期と、A格、BBB格、ハイ・イールド債を選好しています。

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.

**FOR INFORMATIONAL USE ONLY. THE INFORMATION CONTAINED HEREIN DOES NOT CONSTITUTE AN INVITATION, OFFER, SOLICITATION OR RECOMMENDATION TO ENGAGE IN ANY INVESTMENT ACTIVITY.**

*This report was prepared by First Trust Advisors L. P., and reflects the current opinion of the authors. It is based upon sources and data believed to be accurate and reliable. Opinions and forward looking statements expressed are subject to change without notice. This information does not constitute a solicitation or an offer to buy or sell any security.*

