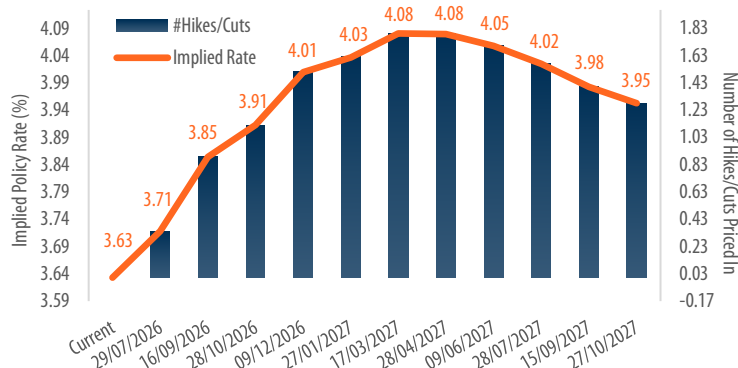




ウィリアムハウジー, CFA

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: FF金利のインプライド(予想)水準と利上げ・利下げ回数



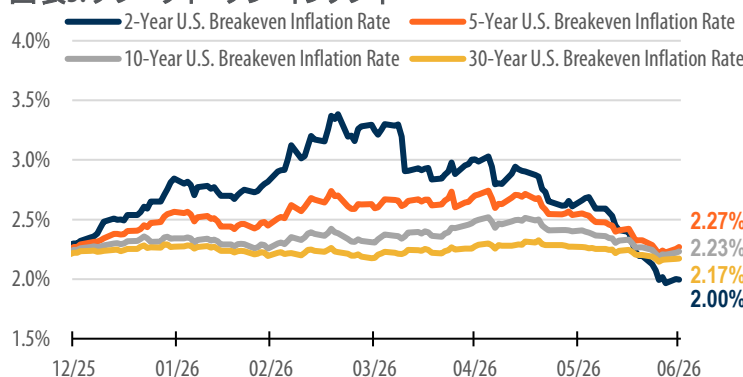
出典: ブルームバーグ。2026年6月30日現在。1回の利上げまたは利下げで想定される金利変動は+/-0.25%に相当します。予測が達成されるという保証はありません。フェデラルファンドレートは、商業銀行の超過準備に対する銀行間翌日物貸出金利です。米国のインプライドフェデラルファンドレートは、米国の推定フォワードレートであり、連邦準備制度が特定の会議で金融政策を変更する確率を決定するためにフェデラルファンド先物契約から導出されます。

図表2: 米国債利回り曲線(2年・10年)



出所: ブルームバーグ。データ対象期間: 2025年12月31日~2026年6月30日。過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。利回りスプレッドとは、異なる償還期間を持つ米国債の利回り差のことです。「ベース・ポイント」は金利を表す一般的な単位であり、1%の100分の1、すなわち0.01%に相当します。1%の変動は100ベース・ポイントに相当します。

図表3: ブレークイーブン・インフレ率



出所: ブルームバーグ。データ期間: 2025年12月31日~2026年6月30日。ブレークイーブン・レートは、予想年間インフレ率を示す市場指標です。過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。

債券: 迅速に、しかし慌てずに

ジョン・ウッデン氏は、大学バスケットボール史上最も支配的な王朝を築いた名将です。ヘッド・コーチとしてUCLAで12年間に10度のNCAA優勝を達成し、そのうち7連覇という前人未到の記録を残しました。彼が練習で繰り返し選手たちに伝えた言葉があります。「迅速であれ。しかし、慌てるな(Be quick, but don't hurry)。」彼が説いたのは、「迅速さ」は十分な準備と冷静なコントロールから生まれる一方、「慌て」はプレッシャーから生じ、そのプレッシャーこそがミスを招くということです。瞬間的にこの二つは似て見えるかもしれませんが、その結果は大きく異なります。現在の金融政策も、まさに同じ局面にあります。

市場は今、「慌てる」誘惑に駆られています。ケビン・ウォーシュ氏が米連邦準備制度理事会(連銀、Fed)の議長に就任すると、インフレ抑制という使命への揺るぎないコミットメントを速やかに再確認しました。このメッセージは、インフレ率が予想を上回る結果が続いていることに加え、最新の経済見通しでは今年中の利上げを支持する「ドット」が9つ示されていること(図表1)によって、さらに裏付けられています。こうした状況を受け、債券市場は当然の反応を示しました。短期金利は上昇し、市場では来年前半までに1~2回の利上げが実施される可能性が以前より大幅に織り込まれるようになりました。

しかし、イールド・カーブは同時に二つの異なるメッセージを発しています。短期ゾーンの利回りが上昇する一方で、米国債2年物と10年物の利回り格差は、2025年末の69ベース・ポイント(bp)から29 bpへと縮小しました(図表2)。短期ゾーンが「連銀は利上げするかもしれない」と示唆している一方、長期ゾーンは「利上げは政策ミスになる」と警告しているのです。ここまでフラット化したイールド・カーブは、市場が「利上げは、すでに勢いを失いつつあるインフレを抑える効果よりも、景気を減速させる影響の方が大きい」と判断していることを意味しています。

弊社は、この点については長期ゾーンの見方の方が正しいと考えています。前四半期のレポートでは、原油価格ショックについて二つのシナリオを提示し、いずれの場合でも将来的な確率分布は債券投資家に有利に傾くと述べました。そして現在、実際に進行しているのはデysinフレ(インフレ率の鈍化)シナリオです。原油価格は4月初旬の1バレル約113ドルのピークから38%下落しており、これまでインフレを押し上げていた要因は、今や逆にインフレを押し下げる追い風へと変化しています。インフレ期待もこれに合わせて低下しており(図表3)、インフレ期待を控除した実質利回りは、インフレ・リスクに対して十分なクッションとなり得る水準まで上昇したと弊社は考えています。市場は目の前にある情報に反応します。現時点では、それは直近の高いインフレ指標と、新任議長による物価安定への強い決意です。しかし、重要なのは今後の経済環境がどのように変化するかであり、インフレの方向性はすでに変わり始めています。

実質利回りの上昇に加え、弊社は連銀が利上げを実施するとは考えていないことから、イールド・カーブの短中期ゾーンは特に魅力的な投資機会を提供しているとみています。前四半期にも短期ゾーンを魅力的な投資タイミングと評価しましたが、その後さらに利回りは上昇し、市場は弊社が実現しないと考える利上げを一段と織り込むようになりました。このゾーンの投資家は、高い利回りを受け取りながら待つことができ、利上げ懸念が後退して利回りが低下すれば、価格上昇の恩恵も期待できます。弊社の見方では、将来的なシナリオの確率分布はますます債券保有者に有利になっています。もし連銀が「慌てて」利上げを行えば、長期ゾーンの警告が正しかったことが証明され、デレレーションを維持してきた投資家が恩恵を受けます。一方、デysinフレの進展を見極めながら連銀が忍耐強く政策を維持すれば、短期ゾーンで織り込まれている利上げ観測は後退します。どちらのシナリオであっても、実質利回りを保有する投資家は、「待つこと」に対して報われるのです。弊社は連銀が利上げを実施するとは予想しておらず、引き続き中期ベンチマークよりやや長めのデレレーションを維持する戦略を選択しています。超長期ゾーンについては引き続き慎重な姿勢を維持し、結果のばらつきが大きい環境下ではアクティブ運用を重視しています。これは、規律ある投資家が勝つ市場です。迅速に、しかし慌てずに。

## セクター・ポジショニング

## 超短期債

連銀(米連邦準備制度理事会)は6月のFOMCで政策金利を据え置く一方、これまで示してきた金融緩和へのバイアスを取り下げました。更新されたドット・チャートでは、年内に利上げが実施される可能性が示唆されています。弊社では、短期金利の今後の動向は、インフレ情勢に起因するインフレ圧力が一時的なものにとどまるのか、それともコア・インフレへ波及するのかわによって左右されると考えています。地政学的な不透明感が高まる中でも、超短期の投資適格社債に対する需要は引き続き堅調です。この需要は、依然として高い総合利回り(オールイン・イールド)に加え、クレジット市場全体でスプレッド格差が拡大する中、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に支えられているとみています。弊社は、分散された債券ポートフォリオの中で、元本保全を重視しながら実質利回りを確保する手段として、超短期債への投資を引き続き選好しています。

## モーゲージ担保証券

当社では、政府保証機関(Agency)が保証するモーゲージ担保証券(Agency MBS)は、リスク資産市場が調整局面や景気後退に陥った場合、一般的なクレジット資産に対する安定化資産(バラスト)として機能する可能性があると考えています。政府支援機関(GSE)が2,000億ドル規模のAgency MBS購入を発表したことを受け、バリュエーションは一時的に引き締まりました。しかし、その後はインフレを巡る市場のボラティリティが落ち着き始めたことから、スプレッドはやや拡大しています。弊社では、主なりスクとして、質への逃避(Flight to Quality)によって市場ボラティリティが急上昇すること、景気停滞とインフレが同時進行するスタグフレーション環境が挙げられます。こうしたリスクを踏まえ、Agency MBS全体に対しては概ね中立的なスタンスを維持しています。一方で、ストラクチャード商品やディフェンシブ性の高い証券については、より前向きな見方をしています。また、変動利付証券(フロートイングレート証券)については引き続き投資妙味があると考えており、Agency MBSを中核とするポートフォリオを補完する形で、商業用証券化商品や非Agency証券化商品の中から利回り向上が期待できる投資機会を選別的に組み入れています。

## 米国債

弊社は、インフレ情勢に起因するインフレ圧力を踏まえ、連銀は当面政策金利を据え置く可能性が高いと考えています。もともと、市場ではすでに複数回の利上げが織り込まれていることから、連銀が市場予想を上回る追加的な金融引き締めを実施する可能性は低いとみています。インフレは依然として根強く、仮に紛争が終結したとしても、多くの市場参加者が期待するほど急速には低下しない可能性があります。しかし、そのインフレは供給要因による部分が大きいとみられ、エネルギー価格が落ち着けば、追加利上げを正当化する理由は次第に薄れていくと考えています。弊社では、大幅な景気減速や、安全資産への逃避(フライト・トゥ・クオリティ)が起きた場合、イールド・カーブのスティープ化(長短金利差の拡大)が進み、投資リターンを押し上げる可能性があると考えています。一方、イールド・カーブの超長期ゾーンは、金融政策以外の要因にも左右されやすく、依然としてボラティリティが高く、懸念材料としては、戦費の増加によって一段と拡大する米国の財政赤字や、海外投資家が米ドル資産への依存を徐々に減らす(ドル離れ)リスクが挙げられます。また、長期金利への上昇圧力を抑えるため、米財務省は将来的に国債発行を短期債へシフトする可能性があるものの、当面は発行構成が大きく変わることはないと考えています。

## ハイ・イールド債

ハイ・イールド債券の利回りは、引き続き過去15年間の平均を上回る水準にあり、歴史的にみても魅力的な将来リターンが期待できる水準にあると弊社は考えています。スプレッドは年初に見られた拡大局面から一部縮小したものの、当社は依然としてAIデータ・センター投資の拡大に関連する信用力の高い発行体に魅力的な投資機会を見出しています。大規模な設備投資を主導するのは、アルファベットやアマゾンといった投資適格企業であることが多いです。しかし、その設備投資はハイ・イールド市場にも波及し、データ・センター運営会社、電力・インフラ事業者、さらには設備・通信機器の供給企業などのキャッシュ・フロー改善につながっています。加えて、2026年第1四半期の企業決算は堅調であり、信用デフォルト率も長期平均を下回る水準にとどまっていることから、ファンダメンタルズは良好な状況が続いています。現在のような利回り水準では、インカム収益(利息収入)がリターンの中心的な源泉となり、仮にスプレッドが拡大したとしても、その影響を吸収する一定のクッションになると弊社は考えています。ハイ・イールド債券はデュレーションが短い資産クラスであるため、長期金利よりもイールド・カーブの短期ゾーンの動きに敏感です。弊社は、この短期ゾーンは現在、市場で誤って価格付けられていると考えています。もし市場が織り込んでいる利上げ期待が後退すれば、短期金利の低下はハイ・イールド債券の価格上昇につながるでしょう。つまり、高いインカム収益に加え、金利低下によるキャピタル・ゲインという追い風も期待できると考えています。

## シニア・ローン

弊社は、シニア・ローンは名目利回り・実質利回りの双方で魅力的な投資対象であると考えています。スプレッドは長期平均付近にある一方、市場価格は年初の混乱局面から回復しつつあるものの、依然としてディスカウント水準で取引されています。また、シニア・ローンとハイ・イールド債券のバリュエーションの関係は逆転しており、スプレッド調整後の相対価値という観点では、シニア・ローンの方がハイ・イールド債券より魅力的であると弊社はみています。この通常とは異なる市場環境は、忍耐強い投資家にとって相対価値投資の好機となる可能性があります。市場では依然としてスプレッド格差が大きくなっています。その背景には、AIによる事業構造変化への懸念とプライベート・クレジット市場における資金流出への対応として、広範なシンジケート・ローンが売却されたことなどがあり、市場内では顕著な価格の歪みが生じています。しかし、ファンダメンタルズは引き続き良好です。信用デフォルト率は依然として低水準に抑えられており、2027年まで大きな償還期限を迎える案件は限られています。また、スポンサー企業が市場価格の下落を利用して、自社債務を割安な価格で買い戻す動きも見られます。当社は、現在の高い利回り水準が十分なインカム収益を提供し、トータル・リターンのプラスを支える重要なクッションになると考えています。もともと、ソフトウェア企業やAI関連企業へのエクスポージャーが比較的大きいことや、ハイ・イールド債券市場より平均的な信用格付けが低いことから、将来のリターンには幅広いシナリオが想定されます。さらに、シニア・ローンは変動金利型であるため、連銀が市場予想以上に速いペースで利下げを進めた場合には、受け取るクーポン収入が減少することが最大のリスクとなります。このような市場環境では、市場全体へ広く投資するよりも、個別銘柄を慎重に選別するアクティブ運用が高い成果につながると弊社は考えています。

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、また、利益が得られるものとみなされるべきでもありません。

## セクター・ポジショニング (続き)

## 新興国債券

当社は、現地通貨建て新興国債券について引き続き前向きな見方を維持しています。その背景には、高水準の実質金利と、歴史的に見て魅力的な水準にある新興国通貨のバリュエーションがあります。米ドル指数(DXY)は緩やかに上昇したものの、新興国通貨は堅調に推移しています。これは、インフレ調整後の実質金利が相対的に高いことに支えられているためだと弊社は考えています。年初来の投資資金流入は過去5年間で最大となっており、この資産クラスに対する投資家の前向きなセンチメントが継続していることを示しています。当社の見方では、新興国のファンダメンタルズは引き続き良好です。サービス業購買担当者景気指数(PMI)は景気拡大を示しており、エコノミック・サプライズ指数も大幅なプラス圏にあります。また、主要な中央銀行の多くは、インフレ圧力がおおむね抑制される中で緩和的な金融政策を維持しています。一方で、主要なリスクとしては、地政学的な不確実性の高まり、米国政策の予測困難性、さらに短期的なリスク回避局面が挙げられます。こうした要因は、キャリー収益と並ぶ主要なリターン源泉である新興国通貨に下押し圧力を与える可能性があります。また、資源輸出国と資源輸入国の間で市場環境の差異が拡大しているとみており、弊社は実質金利の高い市場を選別して投資する戦略を引き続き選好しています。

## 投資適格社債

弊社は、投資適格社債の利回りは長期平均と比較して依然として魅力的な水準にあると考えています。主要インデックスの利回りは15年平均を大きく上回っています。クレジット・スプレッドは過去12か月レンジの比較的タイトな水準にあるものの、旺盛な投資需要に支えられています。一方で、新規発行は引き続き活発であり、発行額は前年同期比で約20%増加しています。2026年第1四半期の企業業績は総じて良好であり、売上高と利益の成長率はいずれも2023年初頭以来で最も力強い水準となりました。ただし、格上げ銘柄数と格下げ銘柄数の比率は、およそ1対1まで縮小しています。地政学リスクや首都ワシントンの政策判断が引き続き市場の脆弱性要因であることから、景気敏感セクターとディフェンシブ・セクターとのバリュエーション格差は今後も続く可能性が高いと弊社はみています。このような環境では、銘柄選択を重視する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。リスクの観点では、イールド・カーブの超長期ゾーンに脆弱性が集中している一方、短期・中期ゾーンの社債はリスク調整後リターンの面でより魅力的であると考えています。

## 優先証券

地政学的な混乱が続く中でも、優先証券およびハイブリッド証券市場は年初から概ね底堅く推移しています。ただし、額面25ドルの個人投資家向け市場(リテール市場)は、金利上昇の影響を受けて軟調に推移しました。一方、額面1,000ドルの機関投資家向け市場(インスティテューショナル市場)は、年初来でプラスのリターンを確保しています。弊社は、リテール市場には引き続き魅力的な相対価値があると考えています。この市場は、機関投資家向け優先証券よりも高い利回りを提供するだけでなく、コンバクシティ(価格変動特性)が大きいことから、長期金利が低下した場合には価格上昇の恩恵を受けやすいと考えられます。今後のリターンの大部分はインカム・ゲイン(利息収入)が中心になると見込んでいますが、高いインカム水準と信用力の高い発行体という組み合わせは、景気減速や地政学的な混乱が生じた場合でも一定の下支えとなるでしょう。2026年第1四半期の銀行決算は、米国、欧州、カナダのいずれにおいても総じて堅調な内容となりました。また、プライベート・クレジット市場に対する懸念は、主としてプライベート・エクイティ(PE)が支援するソフトウェア企業向け融資に集中しており、優先証券市場への直接的な影響は限定的であると弊社はみています。2026年の新規発行額は依然として高水準が続くものの、前年の過去最高ペースは下回ると予想しています。また、公益事業会社(ユーティリティ)の発行比率は引き続き拡大すると見込まれます。弊社は、利回り面での優位性と金利低下時の価格上昇余地を評価し、額面25ドルのリテール市場を選好しています。一方で、額面1,000ドルの機関投資家向け優先証券については、変動利付構造やデュレーションの短さから、価格変動は相対的に小さくとなると考えています。

## 地方債

弊社は、地方債市場は夏場にかけて良好な投資機会を提供すると考えています。市場では、利払い(クーポン)、償還資金、償還積立金(シンキング・ファンド)による支払いなど、季節的に再投資資金が増加する時期に入る一方、新規発行はやや減少する見込みです。年初来では、地方債ファンドへの資金流入は過去最高を記録しています。名目利回りおよび課税等価利回り(taxable-equivalent yields: TEY)は依然として魅力的であり、特にBBB格およびハイ・イールド地方債では、株式に匹敵する7%超の課税等価利回りが得られるケースもあります。地方債と米国債との利回り比率(Municipal-to-Treasury Ratio)は、長期的な歴史水準から見て概ね適正、あるいはやや割高な水準にある一方、クレジット・スプレッドは依然として比較的タイトです。地方債市場全体の信用ファンダメンタルズは概ね安定しており、多くの発行体は財政上の制約に直面しながらも、信用力を大きく損なうことなく対応しています。発行額は昨年の過去最高ペースをやや上回って推移しているものの、夏場にかけては減少すると見込まれます。弊社は引き続き、地方債イールド・カーブの残存12~20年ゾーンに投資妙味を見出しています。また、空港、ガス事業、病院、公益事業などの分野におけるA格、BBB格、およびハイ・イールドのレベニュー債を選別的に選好しています。

本資料に記載されている傾向や予測が継続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、利益が得られると想定されるべきでもありません。

本資料の情報は、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、投資戦略を暗黙的または明示的に推奨または示唆するものではなく、読者に対する投資戦略に関する結論を導き出すものでもなく、いかなるファンドの現在または将来の価値や価格に関する意見を提供するものでもありません。ファースト・トラストは、いかなる投資家についても一切の知識を有しておらず、また、いかなる情報も提供されていません。特定の投資が顧客にとって適切であるかどうかは、金融専門家が判断する必要があります。

**本資料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、いかなる投資活動への勧誘、提案、勧誘、または推奨を構成するものではありません。**

本資料は、ファースト・トラスト・アドバイザーズL.P.によって作成され、著者の現在の見解を反映しています。本情報は、正確かつ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。表明されている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場合があります。本情報は、いかなる証券の売買の勧誘または申し出を構成するものではありません。

