

インベスコ・フィックス・インカム

2025年2月28日

**Turgut Kisinbay**  
Chief US Economist

**James Ong**  
Senior Portfolio Manager

## グローバル・マクロ・ストラテジー

### 1月のインフレ率は市場予想を上回ったものの、米国のインフレ動向は変わらず、金利は魅力的な水準

1月のインフレ率が予想を上回ったことで、米国のインフレの行方と、それがFRB（連邦準備制度理事会）の政策にどのような意味を持つかについて、疑問が呈されました。1月の消費者物価指数は季節調整値で0.5%上昇し、前月比の数字としては2023年8月以来の大幅な上昇となり、エコノミストの事前予想（0.3%上昇）を上回りました。1月の年間インフレ率は3%となり、12月の2.9%から上昇しました<sup>1</sup>。とはいえ、IFIは今回の数字に対しては、中期的なインフレ見通しとほぼ一致していると見ています。以下に説明するように、基調的な物価変動の構成はインフレ動向の根本的な変化を示すものではないとの見解です。

#### 1月のインフレ・レポートの構成要素は、継続的なトレンドを反映

1月のレポートで最も注目されたのは、持ち家帰属家賃（OER、持ち家の所有者が自分の家を賃貸した場合に得られるであろう賃料を推定したもの）です。OERと家賃のインフレ率はともに鈍化を続けています。直近の前月比変動は、2022年と2023年の最高値を大幅に下回っており、パンデミック前の標準値をわずかに上回っているレベルです。シェルター・インフレの月次ペースは今後も現在の水準前後で推移すると予想され、このカテゴリーの年間インフレ率は夏まで低下すると考えています。

主なサプライズは、輸送サービスの予想以上の値上げで、輸送サービスは変動が激しいですが、ここ数ヶ月は概してインフレ率は低下していました。財の方では、自動車、医療、娯楽用品が予想外のインフレとなりました。後者2分野のインフレが持続するとは思いませんが、自動車価格は輸入関税と値ごろ感の改善により今年上昇する可能性があると考えます。

全体として、今回のレポートは上方向のサプライズとなりましたが、その構成はインフレ動向の根本的な転換を示すものではないと考えます。デフレから脱却した緩やかな財インフレ、住居費のデysinフレの進行、住居以外のコア・サービス価格の安定といった、レポートで示された相反する力は、2025年初頭のインフレ率が粘着性を維持し、IFIの予想通り、ほぼ横ばいで推移する可能性が高いことを示唆しています。

#### 2025年のインフレ見通しと関税の潜在的影響

米国のインフレ率は、コア消費者物価指数（CPI）、コア個人消費支出価格指数（PCE）のいずれかで測定しても、過去6か月間は粘着性を示しています。

一方では、OERと家賃の構成要素が引き続きデysinフレをサポートすると見ています。さらに、住居費以外のコア・サービスは、賃金の伸びが緩やかになるため、今年前半のデysinフレに寄与すると予想します。

しかし、財のデフレは今や薄れつつあります。

供給サイドの改善は2023年半ば以降のコア財価格のデysinフレに大きく寄与しました。しかしながら、供給サイドがほぼ正常化したため、こうした改善による恩恵は減少しつつあります。パンデミック時の旺盛な消費の後、耐久消費財の需要は鈍化しましたが、財とサービスの相対的需要は現在正常化し、耐久消費財の需要は回復しています。パンデミックとその直後の異常な物価上昇を反転させた供給サイド主導のデysinフレは終焉を迎えたと言えます。

#### IN THIS ISSUE:

1. 1月のインフレ率は市場予想を上回ったものの、米国のインフレ動向は変わらず、金利は魅力的な水準  
Page 1
2. 金利見直し  
Page 4
3. 為替見直し  
Page 6
4. ホームエクイティローン担保証券：住宅関連ストラクチャード・クレジットで拡大するアセットクラス  
Page 7
5. 投資適格債は2025年に堅実なスタート  
Page 11

1. 出所: US Bureau of Labor Statistics, Feb. 12, 2025. Wall Street Journal, Inflation heated up in January, freezing the Fed, Feb. 12, 2025.

関税とその見通しは財インフレの話をさらに複雑にしています。関税は需要を前倒しさせ、価格を上昇させることで商品価格に影響を与える可能性があります。自動車セクターはその一例です。関税はすでにカナダとメキシコに対して発表されていますが、実施には至っていません。日本やユーロ圏など、米国が貿易赤字を抱えている他の国々も関税の対象になるかもしれません。消費者や自動車ディーラーはもちろんこの可能性を認識しており、関税導入の可能性に先駆けて自動車の購入や輸入を促すかもしれません。実際、自動車販売台数は、過去1年間安定していましたが、大統領選挙後に増加しました。自動車価格は1年間のデフレを経て、足元は上昇しています。関税の対象となる他の商品についても、同様の動きが見られる可能性があると考えています。

### FRBの金融政策見通し

FRBにとって、堅調な成長、タイトな労働市場、安定したインフレの組み合わせは、政策立案者が慎重な姿勢を維持し、物価安定に向けた進展のさらなる証拠を待つことを意味します。今回の利上げサイクルでは成長は懸念材料ではなく、労働市場もここ数か月で安定しているように見えるため、FRBは忍耐強いアプローチを取ることができるでしょう。

IFIの予測では、過去2年間の高水準から長期的な潜在成長率に収束するにつれて、2025年後半には成長が鈍化すると考えています。移民の鈍化も労働力人口の拡大鈍化に寄与すると思われる。さらに、高水準で推移してきた生産性の伸びは長期的なトレンドに向かって緩やかになると予想されますが、それでも世界金融危機後の10年間に観測された弱い生産性の伸びを上回るでしょう。

関税は今後の進展が予測不可能なため、FRBのインフレ見通しをさらに複雑にするでしょう。貿易摩擦は急速にエスカレートし、価格圧力と潜在的なサプライチェーンの混乱に不確実性をもたらしています。標準的な中央銀行のスタンスにおいては、関税の影響を持続的なインフレではなく、物価水準の単発的な変化とみなし、関税を「見直し」ます。しかし、これは「言うは易く行うは難し」であり、FRBは、特にインフレ率が目標を上回ったままで、その後も進展の兆しが見られない場合は、関税やその他の政策が景気に与える影響を見極めるために時間が必要になると考えられます。

政権の積極的で前向きなアプローチを考慮すれば、今年後半には、FRBは貿易政策やその他の政策行動をより明確にする可能性があります。さらに、年後半には経済成長が鈍化すると予想されるため、インフレ圧力が相殺される可能性もあります。これらの要因を総合すると、FRBは利下げサイクルを再開する可能性が高いものの、少なくとも6月の会合まで、場合によってはそれ以降まで、利下げに踏み切るのを待つ可能性が高いと思われる。

### FRBが利上げに踏み切る可能性は？

市場関係者の中には、FRBは今年まったく利下げを行わないかもしれない、あるいはインフレが持続しているため、次の動きは利上げになる可能性さえある、と考えている人もいます。しかし、IFIは利上げのハードルは高いと考えます。FRBが利上げを検討するためには、関税の影響を除いたコア・インフレ率が大幅に上昇する必要があるからです。また、インフレ期待の悪化など、セカンド・ラウンド効果（第二次効果）を示す証拠も必要となるでしょう。

インフレの持続に対するFRBの第一の防衛手段は、緩和バイアスを解除し、政策金利変更の長期休止を示唆することです。セカンド・ラウンドのインフレ効果とコア・インフレ率の上昇に関する明確な証拠が示された場合のみ、FRBは高い確率で利上げを検討するでしょう。現時点においては、このシナリオはFRBのベースラインケースには含まれていません。上述したように、FRBの予測では、2025年の最初の2～3四半期はインフレ率が大幅に安定し、年後半に景気が潜在成長率に収束するにつれてデスインフレが再開するとなっています。

### インフレとFRBの政策展開が市場に与える影響

中長期の金利は、選挙前の9月につけた水準から大幅に上昇しました。2024年第4四半期と2025年第1四半期に見られた利回りの上昇は、成長率とインフレ率の上昇に対する市場の期待を反映しています。2024年第3四半期末時点で、市場は2026年末までに8回近い利下げを予想していましたが、現在の市場の織り込みでは、この期待はわずか1～2回に低下しています。

この変化は、市場が一時的なインフレ率の上昇の影響をほぼ織り込んでいることを示唆しています。このような市場織り込みの変化から、FRBが今年前半に利下げを行わなかったとしても、金利市場が悪影響を受けることはないと思われまます。利下げの織り込みが低いということは、年が明けて成長率が鈍化した場合、市場が反応する余地が広がる可能性があるということでもあります。移民受け入れの減速や関税の上昇が年後半の成長に悪影響を及ぼすことがあれば、金利市場は恩恵を受けることになるでしょう。いつものことではありますが、市場がこうした影響をいつ織り込むかを正確に見極めるのは難しいです。

短期的には、金利ポジションに対する主なリスクはインフレ・データ周りにあると考えます。強いインフレはFRBが中立スタンスからタカ派スタンスに転じる要因として最も可能性が高いものでしょう。金利の長期的なリターンは堅調に推移すると思いますが、インフレ・データの発表前後にはボラティリティが上昇することが予想されます。

**Rob Waldner**

Head of IFI Strategy and Macro Research

**James Ong**

Senior Portfolio Manager

**Gareth Isaac**

Head of Multi-Sector Portfolio Management

**Tom Sartain**

Senior Portfolio Manager

**Michael Siviter**

Senior Portfolio Manager

**Yi Hu**

Head of Asia Credit Research

## 金利見通し

**米国：オーバーウェイト。**短期的には、新政権の政策と季節的なインフレ効果により金利の変動性が高まると予想されます。中期的には、米国金利は過去10年間で最も高いリスクプレミアムを示しており、市場はより強力な経済データに適応し、FRBの利下げ期待を秋まで先延ばしにしています。上半期には力強い成長が見込まれ、下半期には成長が緩やかになるものと予想されますが、供給リスクは引き続き主要な焦点となるでしょう。しかし、米国債の供給が大幅に増加する可能性は、2026年初頭までは低いと思われず。短期的なリスクが後退するにつれ、金利市場は現金と比較して高い超過収益をもたらすものと予想されます。長期的には、米国債はファンダメンタルズの要因と比較して割安に見えますが、大幅な利回り上昇があるとすれば債務懸念によって促される可能性が高いでしょう。しかし、下院における共和党の僅差の多数派は、債務/GDP比率を大幅に引き上げるような法案の成立を妨げる可能性があります。全体として、現在の評価を踏まえ、長期金利のリターンについては引き続き楽観的な見通しを維持しています。

**欧州：オーバーウェイト。**欧州のマクロ経済データは、低迷した2024年以降は安定していますが、潜在的な関税は明確な逆風となっています。欧州の成長見通しは芳しくなく、米国の通商政策次第では下振れする可能性があります。欧州連合（EU）内では政治的な課題が依然として残っています。ドイツの選挙では、弱い連立政権が誕生する可能性を示唆しており、フランスの政治的不安定性は一時的に後退しているものの、夏には新たな危機が発生し、議会選挙が混乱する可能性もあると考えています。さらに、ウクライナ紛争へのトランプ大統領の関与により、欧州の投資家にはさらなる不確実性と混乱が生じています。欧州のインフレ率は目標値に向かって徐々に低下を続けており、この傾向は今後も続く予想されます。しかし、欧州中央銀行（ECB）が後手に回る可能性もあり、インフレ率が下半期に目標値を下回るリスクもあります。その結果、ECBは市場関係者が現在予想しているよりも積極的な利下げを行う必要に迫られるかもしれません。

**中国：ニュートラル。**強気の株式市場のセンチメントは、国内投資家による資産の再配分につながり、国内債券市場における長期上昇トレンドに調整が起こる可能性があると考えています。一方で、緩和的な中央銀行政策、潜在的な融資の伸びの鈍化、おそらく抑制された財政措置により、国内債券市場のパフォーマンスの下落は限定的になることが予想されます。3月初旬に開催される全国人民代表大会で示されると予想されるマクロの方向性は、注目されるこのようになるでしょう。

**日本：アンダーウェイト。**日本の10年物国債（JGB）利回りは、日銀（BOJ）の利上げ決定と予想を上回る賃金およびGDP成長を背景に、この1か月で20ベースポイント上昇しました<sup>2</sup>。現在の経済情勢を踏まえると、日銀の金融政策の正常化が予想よりも早まるリスクが高まっています。市場は、日銀の中立金利推計と比較して依然として低い最終金利水準に向けて、緩やかな利上げ経路を織り込み続けています。したがって、IFIの見解では、10年未満のセクターでは、日本国債利回りはさらに上昇する余地があると考えます。長期債はすでに利回り2%超で取引されています。その結果、10年から30年/40年のスロープは引き続きフラット化すると予想されます。

**英国：オーバーウェイト。**英国の国債利回りは、1月中旬の4.9%というピークから30ベースポイント低下しました。これは、国内の経済成長データが比較的軟調であったこと、イングランド銀行（BOE）で政策を緩和すべきという意見が大勢を占めたこと、そして世界的な国債利回りの低下が重なったことが原因です<sup>3</sup>。GDP成長率は、第4四半期の速報値では予想を若干上回ったものの、国内民間需要の基調は非常に弱いものでした。企業および消費者信頼感に関するほとんどの調査はここ数ヶ月で悪化するか、横ばいとなっており、民間部門の成長率が上昇する可能性は依然として低いことを示唆しています。公共支出と依然として高い実質所得の伸びは、短期的な成長を支える要因となっていますが、ほとんどの指標が雇用減少を示していることや、昨年10月の予算以降、国債利回りが急騰していることから、政府は支出計画の削減を余儀なくされており、この支援もいずれは消滅すると予想しています。インフレ率と賃金データは、イングランド銀行（BOE）の以前の予測や諸外国と比較すると、依然として比較的堅調です。しかし、雇用情勢の悪化の兆候により、賃金上昇圧力は今後抑制される見通しであり、コア指数やサービス消費者物価指数（CPI）シリーズよりも急速に緩和しているいくつかの基礎的なインフレ指標もあります。さらに、2月の利下げを全会一致で決定したことは、成長見通しと労働市場の見通しが悪化する中で、政策立案者たちが目先のインフレの堅調さを無視する姿勢を強めていることを示唆しています。イングランド銀行のハト派的な反応は、労働市場の悪化やインフレ圧力の低下の兆候が現れた場合、イールドカーブのフロントエンド部分に下方圧力をもたらすと考えられます。長期金利は、特に3月に予算責任局が最新予測を発表するまでは、国際的要因や財政プレミアムに大きく影響される可能性が高いと考えています。しかし、債務管理局が発行増をイールドカーブの短期部分に傾斜配分するよう選択すれば、予算とのずれ込みによる影響は軽減される可能性があります。長期的には、イングランド銀行の予想通りインフレ率が落ち着くのであれば、長期国債利回りが4.5%を超えることは、相対的に魅力的な実質リターンを提供すると考えています。

2. 出所: Bloomberg L.P. Data as of Feb. 17, 2025.

3. 出所: Bloomberg L.P. Data as of Feb. 19, 2025.

**オーストラリア：オーバーウェイト。**オーストラリア準備銀行（RBA）はようやく利下げに踏み切りましたが、インフレ率が明確に2.5%以下に向かう軌道に乗るか、労働市場が明らかに軟化の兆しを見せるまでは、段階的に進める可能性が高いと考えています。現在、経済活動および労働市場のデータは比較的堅調であり、利下げサイクルが加速する余地は限られています。短期金利は短期的には比較的低下余地が限られているかもしれませんが、長期的には長期金利は比較的魅力的であると考えています。RBAがインフレ抑制に重点を置いていることから、経済活動とインフレ上昇リスクは抑制される可能性が高く、長期金利の上昇は限定的になると思われます。オーストラリアのイールドカーブは、市場間および絶対ベースで比較すると比較的スティーブであり、スワップおよび債券の長期フォワードは5%前後となっていますが、これは過去6ヶ月間のインフレ率平均2.7%と比較すると高いように思われます。

**Rob Waldner**

Head of IFI Strategy and Macro Research

**James Ong**

Senior Portfolio Manager

**Gareth Isaac**

Head of Multi-Sector Portfolio Management

**Tom Sartain**

Senior Portfolio Manager

**Michael Siviter**

Senior Portfolio Manager

**Yi Hu**

Head of Asia Credit Research

**為替見通し**

**米ドル：ニュートラル。**トランプ政権の新たな政策に関する不確実性を踏まえ、米ドルについては概ね中立の立場を維持しています。米国の国内経済は堅調に推移しているように見えるものの、貿易の混乱の可能性と、それによる成長とインフレへの影響が懸念されます。米国経済が過去数年に沿った成長を維持できるのであれば、米ドルが堅調に推移しない環境は考えにくいでしょう。しかし、現在は不確実な時代であり、為替への影響をより正確に評価するためには、政策についてある程度の明確性が必要となります。

**ユーロ：アンダーウェイト。**ユーロ圏の成長見通しには数多くの逆風が吹いているため、当社は引き続きユーロをアンダーウェイトしています。ECBは現在の市場価格が示唆するよりもはるかに大幅な利下げを行うと当社は予想しており、それに伴う域内の国債利回りの低下は、投資家がより高い利回りを求めて域外に向かう可能性があるため、ユーロにとっては厳しい環境となるかもしれません。

**人民元：オーバーウェイト。**人民元は、バスケットベースで見た場合、市場の変動が激しい中でも、米ドル/人民元為替レートの変動にもかかわらず、他の通貨に対して底堅さを維持すると予想されるため、私たちは人民元に強気の見方をしています。株式市場のセンチメントが堅調であること、および中国の輸出品に対する貿易関税が予想よりも穏やかな水準にとどまっていることは、人民元のパフォーマンスを下支えするでしょう。ポジションは依然として軽微な水準にあると思われ、今後数か月間に上記の2つの要因がさらに強まった場合には、調整局面が訪れる可能性があります。

**日本円：オーバーウェイト。**円は、日本と他の先進国市場、特に欧州との金利差が縮小していることから、ますます下支えされています。これはEUR/JPY為替レートやその他の欧州通貨ペアに下落圧力をかけることになるでしょう。米国ドルに対するポジションは、FRBの利下げサイクルの一時停止や貿易関税の脅威により、より曖昧なものとなっています。しかし、トランプ政権が財政緩和よりも貿易や移民の管理をより積極的に推進しているように見えるため、米国の成長に対する失望のリスクが高まっています。これは、USD/JPY為替レートの上昇を制限する可能性もあります。また、日本も米国の関税脅威を回避する手段として円高を選択する可能性もあります。現時点では、日本の投資家による本国送金は限定的であり、外国資産、特に米ドル建て資産に対するヘッジ比率は依然として低水準にとどまっています。しかし、海外の金利低下や米国株式への投資意欲の低下により、ヘッジや本国送金の流れが増加する可能性があります。

**英ポンド：アンダーウェイト。**英国内の成長の低迷と利回りプレミアムの低下が組み合わさり、イングランド銀行が金利を引き下げているため、英ポンドには引き続き重しとなるでしょう。さらに、成長の悪化により労働党政権の財政政策の信頼性が疑問視される程度に応じて、財政リスクプレミアムの上昇により英国資産からの資金流出が起こり、ポンドにさらなる圧力が加かるでしょう。英国は、米国の関税措置による直接的な影響は他国ほど受けなくてもいいかもしれませんが、選挙前の予測に比べ関税の脅威が拡大していることから、英国が全く影響を受けないという期待はもはや持てないでしょう。ウクライナ情勢により、欧州連合（EU）が安全保障政策において英国との協力を強化せざるを得なくなる可能性があり、そうなれば貿易に関する交渉における英国の交渉力を高めることにつながるかもしれません。しかし、これは長期的な展開です。最後に、ポンドは、特にユーロやアジア通貨に対して、ほとんどの評価指標において依然として割高であると弊社では考えています。

**豪ドル：ニュートラル。**米国ドルに対する豪ドルの上昇余地は、短期的には限定的であると弊社では見えています。FRBが利下げサイクルの一時停止を発表した一方で、RBAは利下げを開始しており、世界的な成長見通しは不透明になっています。特に、米国の関税脅威という文脈においては、RBAが迅速な利下げに消極的であり、金利の抑制を主張していることから、欧州や非日本アジア諸国の通貨との金利差は、豪ドルにとってより有利な方向に動くはずですが、さらに、オーストラリアは米国との貿易のつながりが比較的少ない商品輸出国であるため、欧州、カナダ、メキシコ、東アジアと比較すると、関税の直接的な影響を受けにくい立場にあります。したがって、今後は、成長見通しが弱く、金利が低く、米国の関税による下振れリスクにさらされているユーロ、英ポンド、カナダドル、人民元に対して、豪ドルがアウトパフォームする余地があると考えています。

## グローバル・クレジット・ストラテジー

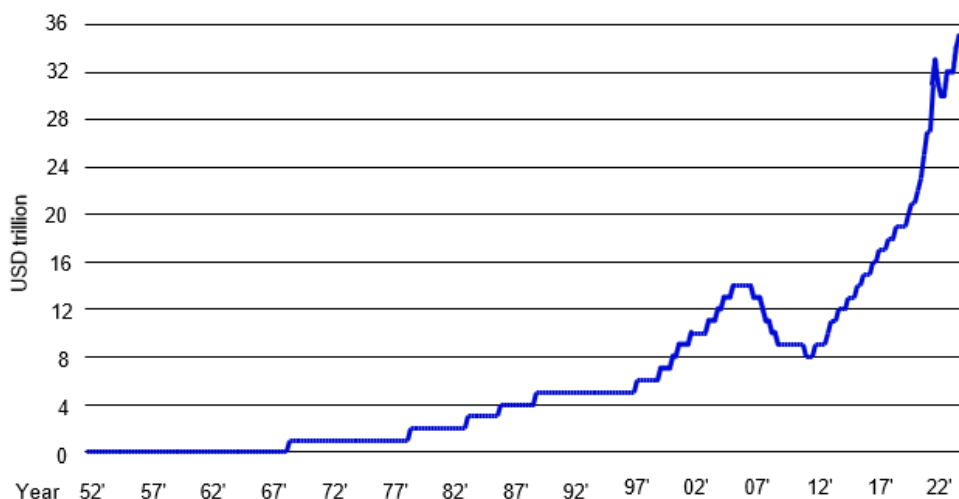
# ホームエクイティローン担保証券：住宅関連ストラクチャード・クレジットで拡大するアセットクラス

### 増加するホームエクイティローンの証券化

米国の住宅所有者は、過去10年間で住宅価格が大幅に上昇したことにより、膨大な住宅資産を蓄積してきました。従来、住宅所有者は、現金化を目的とした借り換え（キャッシュアウト・リファイナンス）によってこの資産を活用しようとしてきました。しかし、2021年以降の住宅ローン金利の上昇により、住宅所有者は、現在の低金利を維持したまま、この資産を活用できる他の手段を模索するようになりました。その結果、多くの人々がホームエクイティローンを利用するようになりました。ホームエクイティローンの人気が高まるにつれ、それらを担保とするノンエージェンシー住宅ローン担保証券（RMBS）の発行も急増しています。

第一抵当権付き住宅ローンの金利は当面の間、高止まりが続くと予想されるため、住宅所有者は引き続き、住宅の資産価値を現金化するために、従来の住宅ローン借り換えよりもホームエクイティローンを選ぶと予想されます。ホームエクイティローンの証券化も増加すると見込まれ、プライベート・ラベルの住宅ローン担保証券市場におけるそのシェアも拡大すると予想されます。

図 1: 米国の住宅所有者の純資産は近年、大幅に増加しています。



出所: US Federal Reserve. Data from Jan. 1, 1952 to July 1, 2024.

### CESとHELOCs

ホームエクイティローンで最も一般的なものは、クローズドエンド型セカンドモーゲージ（CES）とホームエクイティ・ラインオブクレジット（HELOC）です。CESは「セカンドモーゲージ」とも呼ばれ、一般的な第一抵当権付き住宅ローンとほぼ同様の仕組みです。借り手はローン契約時に一括で資金を取得し、10年から30年かけて返済します。

HELOCはクレジットカードに近い機能を持ちます。借り手は「借入期間」中に必要に応じて信用枠を引き出し、その後返済期間に入ります。借り手は借入期間中に借り入れた金額に対して利息を支払い、返済期間は通常10年から20年です<sup>4</sup>。

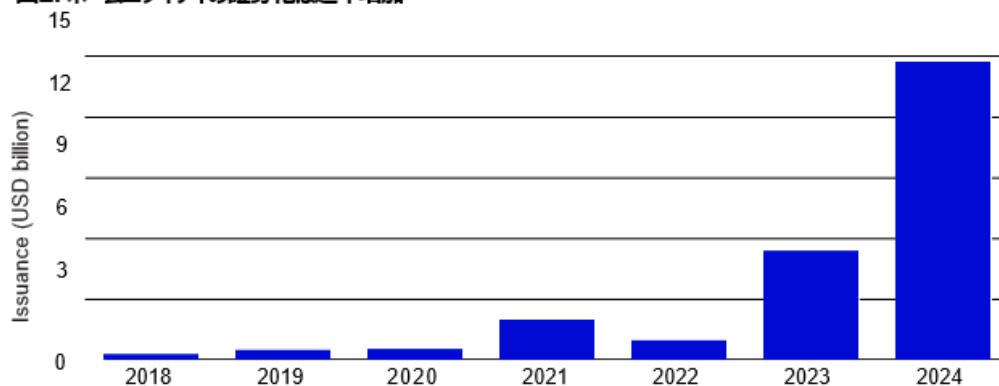
4. 出所: Wall Street Journal, "Heloc vs. Home Equity Loan: Which One Is Right for You?", Jan. 29, 2025.

## ホームエクイティの証券化

CESとHELOCの人気上昇を背景に、近年、ホームエクイティプロダクトを担保とする有価証券の発行が大幅に増加しています。

2024年には、ホームエクイティモーゲージ担保証券の発行額は150億米ドル近くに達しました（図2）。

図2: ホームエクイティの証券化は近年増加



出所: Intex. Data from Dec. 31, 2019 to Dec. 31, 2024.

## ホームエクイティローン担保証券の利点

CESおよびHELOC担保証券には、魅力的な投資対象となるいくつかの特徴があると考えます。

貸し手は、申請者の現在のクレジットスコア、新規融資に対する支払い対収入比率に関して最低基準を設けており、通常、新規融資を受けた後も、借り手が自宅の少なくとも20%の持分を維持できるよう、融資額を制限しています。住宅担保貸付の引受審査では、不動産の新たな評価も必要となり、CESローンでは対面式の評価が求められる傾向にある一方、HELOCの引受審査では、自動評価モデルが一般的に使用されています。

## CES担保証券

### より予測可能な期限前返済の傾向

CES担保証券の投資家は、金利の変動に左右されにくい、より予測可能な借り手の繰上返済行動から利益を得ることができます。政府機関による住宅ローンと同様に、残高の少ないローンの繰上返済は、借り換えの固定費に比べると金銭的なインセンティブが小さいため、住宅ローン金利の低下に左右されにくい傾向があります。これは、抵当権付き住宅ローンよりも残高が少ない傾向にあるホームエクイティローンについても同様です。

### AAAに対する実質的な保護

住宅ローン担保証券（RMBS）では、原資産であるローンが適切に履行されている限り、AAA格のシニア・トランシェと一部のジュニア債が元本支払いを同時に受けることが一般的です。しかし、CES証券化は順次構造化されており、AAA証券が元本支払いをすべて受け取るまで、ジュニア証券が元本支払いを受けることはありません。また、CESおよびHELOC証券化は、超過スプレッドと呼ばれる概念の恩恵を受けています。証券に支払われるべき金利をすべて支払った後に残る金利回収分は、原資産ローンにおける元本損失を相殺するために利用することができます。最近の発行書類によると、住宅ローン担保証券のクーポンは通常6%未満であるのに対し、住宅ローン金利は通常9%から11%の範囲であるため、すべての債券に金利を支払った後に利用可能な超過スプレッドの額は相当な額となり、これらの証券化における債券の信用保護が強化されます。

### 強固な債務者プロフィールと審査

ホームエクイティローンの承認を受けた借り手は、一般的に十分な資格を有しています。彼らは強固な支払い履歴を示しており、第一抵当権付き住宅ローンを現在返済中です。CESおよびHELOCの承認には、借り手の現在の財務状況に関する詳細な書類の提出が必要であり、収入および資産の確認も含まれます。



### エクステンションリスクが低い

一般的に、当初の予想よりも遅いペースで借り手がローンを繰り上げ返済することによって生じるエクステンションリスクは、RMBSに共通するものです。しかし、ホームエクイティローン証券化商品には、当初の期間（通常は3年）が経過した時点で、発行者が担保を再購入し、すべての債券を償還する権利（義務ではない）を持つ担保コールと呼ばれるオプションが組み込まれています。担保価値が上昇した場合には、発行者がこのコールを行使することが経済的です。ホームエクイティローンは金利が高いため、額面で取引を清算することが発行者にとって経済的であり、その結果、これらの証券の信用リスクが低減される可能性が高いと予想されます。

### HELOC AAAsは、スケーラブルな変動金利オプションを提供

HELOC証券化の上位クラスは、変動金利のAAA格債券への投資という興味深い機会を提供しています。近年、AAA格付けの変動金利型住宅ローン担保証券（RMBS）の供給は限られてきました。その背景には、ほとんどの住宅ローンが固定金利であるという事情があります。しかし、HELOCは通常、変動金利型ローンであり、借り手は1年物プライムレートにスプレッドを上乗せした金利を支払うため、HELOCを担保とする債券が投資家に変動金利のクーポンを支払うことは、より自然なことです。

### 相対的な価値提供

CESおよびHELOCローンを担保とするAAA格証券の利回りは、投資適格社債と比較して、魅力的なスプレッドの拡大をもたらすと考えられます。下の表では、CESおよびHELOCのAAA格は、同等の投資適格社債と比較して、およそ25～70ベース・ポイントの追加利回りをもたらすことを示しています。これらの証券は、短期債で魅力的なキャリー収益を得る機会を提供すると同時に、社債に関連するリスクからの分散投資も可能にします。

図3: 主要な住宅ローン担保証券の相対価値比較

Subsector	Rating	Coupon type	Spread or Discount margin	Yield	Weighted avg. life	Spread duration
CES	AAA	Fixed	130	5.51%	2.00	1.82
HELOC	AAA	Float	107	5.12%	2.00	1.86
IG Corps	A	Fixed	52	4.82%	2.01	1.85
IG Corps	A+	Float	39	4.89%	2.57	1.88

出所: Bloomberg LP., JP Morgan, Wells Fargo. Data as of Jan. 31, 2025.

## パネリスト



**Matt Brill**  
Head of North America  
Investment Grade



**Todd Schomberg**  
Head of Investment Grade  
Portfolio Management



**Craig Altholz**  
Client Portfolio Manager

## ボトムライン:投資適格債は2025年に堅実なスタート

1月は債券市場にとって充実した1ヶ月でした。年初は金利の急落で始まり、消費者物価指数（CPI）の発表でインフレ懸念が一旦高まったものの、その後落ち着きを取り戻しました。1月にはこの他にも、中国のDeepSeekへの懸念による株式市場の急落、カリフォルニア州で発生した悲惨な山火事、そして今年最初の連邦準備制度（Fed）の会合などがありました。新政権が発足し、投資適格資産クラスに影響を及ぼす可能性のある政策の数々が発表されました。その多くは、我々の見解ではポジティブな内容です。北米投資適格債チームの責任者であるマット・ブリルとシニア・ポートフォリオ・マネージャーのトッド・ショーンバーグに、2025年の米国投資適格の状況について話を聞きました。

### Craig:市場のさまざまな逆風が吹き荒れる中、年初の債券市場はどのような状況でしょうか？

**Matt:** 上述の出来事の中で、債券市場にとって最も重要な要因の一つは、年初の利回り水準です。米国債券市場の代理指標として優れたブルームバーグ総合債券インデックスを見ると、年初の利回りは5%弱でした。これを超える水準に達することは何度かありましたが、2007年以来、年初にこの水準で始まったことはありません。これは重要です。なぜなら、投資適格債の1年間のパフォーマンスを示す最も優れた指標の一つは、歴史的に年初の利回りだからです<sup>5</sup>。この水準付近では多少の変動があるものと予想されますが、私は年初に低い利回りで始まるよりも高い利回りで始まることを望みます。

### Craig:この資産クラスの流動性向上は、あなたの見解にどのように影響しますか？

**Matt:** 一般的に信用スプレッドはタイトですが、債券のスプレッドは信用リスク以外の要因も反映しています。例えば、投資適格社債のデフォルトによる損失は年間10ベースポイント未満と推定されます。しかし、米国債に対するスプレッドは、発行体が最高格付けの企業であっても、それを大幅に上回ります。スプレッドプレミアムの大部分は、米国債と比較した流動性の低さを補うためのものです。しかし、ポートフォリオ取引の採用により、近年、米国の投資適格債市場の流動性は大幅に改善されました。ポートフォリオ取引とは、流動性の高い上場投資信託（ETF）に効率的にリスクを移転できる単一の取引相手に、大量の債券をまとめて売却できることを意味します。例えば、過去においては、リスク軽減のために5億ドルの社債を売却したい場合、債券ごとに売却する必要がありました。このプロセスには1日か2日かかり、ある程度のコストもかかっていました。しかし現在では、複数のソースから数分でバスケット全体に対して競争入札を行うことができ、債券を個別に売却するよりも有利な価格で取引することができます。事実上、流動性の高い大型ETFとテクノロジーにより、市場での取引に必要なコストと時間が削減され、その結果、投資家が求める流動性プレミアムは、従来よりも低くなるはずで

### Craig:現在の投資適格市場の「テクニカル」、すなわち新規発行の需給バランスをどのように説明しますか？

**Todd:** 今年に入ってから、高い利回りが新規発行を妨げることはありませんでした。1月だけでも投資適格債の新規発行は1750億ドル近くに達しており、これは同月の記録を更新する可能性があります<sup>7</sup>。この新規発行の注目すべき特徴は、償還期間が長期から短期へとシフトし、変動金利債の発行が増えていることです。これは、企業の財務担当者が今後数年間で金利が低下すると考えていること、そして10年から30年もの間、現在の高い利回りを固定したくないことを示しています。この証券に対する需要は堅調です。今年に入ってから、この資産クラスには約140億米ドルが流入しています<sup>8</sup>。需要の多くは利回りに牽引されています。発行体は債務の高利回りを固定化したいとは思わないかもしれませんが、投資家は違います。つまり、市場は需給バランスを見つけ出しているのです。このダイナミクスにより、投資家はイールドカーブのより遠くへと押し出されています。投資家は手持ちの短期債の一部を売却し、10年債や30年債をより多く購入しています。これはテクニカルな観点からは非常に望ましいことであり、企業が発行する供給を市場が吸収するのに役立っています。新規発行の多くは銀行セクターによるもので、今年発行された総額1750億ドルのうち約1250億ドルを占めています<sup>9</sup>。これは経済と信用のファンダメンタルズにとって良い兆しです。

### Craig:銀行セクターは経済について何を語っているのでしょうか？

**Matt:** 銀行が資金を借り入れているということは、融資需要が堅調であることを示す良い指標であり、経済が健全であることを示唆しています。今四半期はイールドカーブのステープ化により、銀行収益は堅調に推移しました。イールドカーブがステープ化すると、銀行はより低い金利で資金を借り入れ、より高い金利で貸し付けを行うことができます。この「純受取利息」が増加したことで、銀行の事業活動が支えられています。健全な銀行は健全な経済を意味し、マクロ経済データは第4四半期に非常に堅調でした。投資の観点から見ると、高格付けの銀行は優先証券を6.5%前後の利回りで発行しています<sup>10</sup>。つまり、高格付けのクレジットはハイ・イールド市場と同等の利回りを提示しているということです。全体として、投資適格の価値は、堅調なテクニカル指標、堅実なファンダメンタルズ、そして高い水準のインカムにより、今年に入ってからかなり魅力的なものになっていると考えています。

5. 出所: Bloomberg LP., Bloomberg US Aggregate Bond Index yield to worst. Data as of Dec. 31, 2024.

6. 出所: JP Morgan, NA Credit Research, "When it comes to HG returns, the starting yield matters." Jan. 14, 2025. According to JP Morgan, the relationship between starting high grade yields and returns is reasonably strong: A regression of total returns on starting yield has an R-Squared of 39% over the past 40 years (versus 50% for Treasuries).

7. 出所: JP Morgan. Data as of Jan. 31, 2025.

8. 出所: Invesco. Data as of Jan. 31, 2025.

9. 出所: JP Morgan. Data as of Jan. 31, 2025.

10. 出所: Invesco. Data as of Feb. 3, 2025.

**Craig:**なぜ資産配分という観点から債券が重要なのでしょうか？

**Todd:**債券の現在の利点のひとつは、債券が再び債券らしくなっていることです。つまり、株式の分散投資先となっているのです。中国のAI企業、ディープシークがより安価にAIを提供できる可能性があるというニュースがきっかけとなって、最近の株式市場が急落しましたが、この特徴が試されました。ディープシーク関連の株価急落の当日、債券は上昇し、株式は下落しました。これは、債券が潜在的な分散効果をもたらす可能性があることを示す良い兆候です。信用スプレッドは、株式の変動を基本的に無視し、その理由の一部は、信用市場が米国の全体的な好景気と幅広い分散効果と結びついているためです。

**Craig:**米国経済の好調さについて、FRBの政策についてどうお考えですか？

**Matt:** FRBは1月に金利据え置きを決定しましたが、これは予想されていたことであり、インフレ率が目標値を上回って推移し、成長が堅調であることを踏まえ、妥当な判断です。デイスインフレの傾向は、特に商品市場や住宅市場において、年内も継続すると考えられます。しかし、FRBは金利を引き下げる前に、インフレ率が低下する兆候を見極めたいと考えていると思われます。インフレ率が引き続き低下するという見解を踏まえ、我々は年内にさらに2回の金利引き下げが行われると予想しており、これは市場の予想とも一致しています。同様に重要なのは、米国以外の地域で何が起きているかということです。カナダでは、カナダ銀行が1月に25ベースポイントの利下げを実施し、関税がカナダの成長見通しに打撃を与える可能性があるという指摘がありました。欧州中央銀行も25ベースポイントの利下げを実施し、関税に対する懸念を強調しました。世界的な成長に対する懸念と中央銀行の対応により、世界的な金利低下が促され、FRBの負担がいくらか軽減されていることは間違いありません。米国でインフレ率が低下し続ける限り、これは私たちの基本シナリオですが、債券を保有することで報酬を得ていると考えています。債券運用者としては、名目成長率5%、インフレ率2.5%という環境は快適です。

**Craig:**ワシントンで新政権が誕生したことで、今後の市場動向を考える上で政策の変更も考慮すべき要素となりました。投資適格債に関連する政策で、あなたが注目しているものは何ですか？

**Todd:** FRBの独立性は今後も変わらないと信じていますが、それ以外で最も注目しているのは、4つの主要政策分野、すなわち、税金、関税、移民、規制緩和です。トランプ大統領の政策イニシアティブに加えて、スコット・ベッセント財務長官の「3-3-3」経済計画が重要であると考えています。同氏の提案は、実質GDP成長率3%、財政赤字対GDP比率3%、石油生産量1日あたり300万バレル増を達成することを目的としています。言い換えれば、ベッセント氏は潜在成長率を上回る成長、原油価格の低下、そして債券市場にとって最も重要なのは、現在GDPの5~7%で推移している財政赤字の削減を望んでいます<sup>11</sup>。財務長官が財政赤字の抑制を優先事項として挙げたことは、債券市場にとって非常に強力な材料です。FRBが金利を引き下げ、長期金利も低下させる可能性もあります。ベッセントが成功すれば、イールドカーブ全体の利回りが低下し、2025年の債券市場全体のパフォーマンスを支える可能性が高いでしょう。

**Craig:** 現在魅力的だと感じている取引と、2025年に避けたいと考えている取引にはどのようなものがありますか？

**Matt:** 今年注目している投資対象のひとつは、電力分野です。AIテーマに基づく考え方で、企業がAI能力を強化するにつれ、電力需要が高まる可能性が高いというものです。特に、負債と株式の特徴を併せ持つ公益セクターのハイブリッド債に注目しています。石油や天然ガスの採掘を含む、エネルギーの伝統的な探査・生産部門にはそれほど積極的ではありません。石油生産に政策が重点を置くことは、消費者にとっては良いことでしょう。石油価格の低下につながる可能性が高いからです。しかし、探査・生産セクターにとっては良いことではないかもしれません。コーポレート以外では、政府機関による住宅ローンに価値を見出し、資産担保証券には独特な機会があると考えています。投資を避けるセクターとしては、カリフォルニアの山火事による巨額の保険金支払いが予想される保険セクター、および関税をめぐるヘッドライン・リスクを理由に新興市場を挙げます。トランプ政権は「米国第一主義」のアプローチを取っていると述べています。米国ハイ・イールド債、米国投資適格債、米国政府機関債を中心とした米国中心のポートフォリオが、米国経済の好調とデフレまたはデイスインフレ環境から最も恩恵を受けると考えます。

## 当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、弊社グループが作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも金融商品取引契約の締結の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

## 受託資産の運用に係るリスクについて

受託資産の運用にはリスクが伴い、場合によっては元本に損失が生じる可能性があります。各受託資産へご投資された場合、各受託資産は価格変動を伴う有価証券に投資するため、投資リスク（株価の変動リスク、株価指数先物の価格変動リスク、公社債にかかるリスク、債券先物の価格変動リスク、コモディティにかかるリスク、信用リスク、デフォルト・リスク、流動性リスク、カントリー・リスク、為替変動リスク、中小型株式への投資リスク、デリバティブ（金融派生商品）に関するリスク等）による損失が生じるおそれがあります。ご投資の際には、各受託資産の契約締結前書面、信託約款、商品説明書、目論見書等を必ずご確認ください。

## 受託資産の運用に係る費用等について

投資一任契約に関しては、次の事項にご留意ください。【投資一任契約に係る報酬】直接投資の場合の投資一任契約に係る報酬は契約資産額に対して年率0.88%（税込）を上限とする料率を乗じた金額、投資先ファンドを組み入れる場合の投資一任契約に係る報酬は契約資産額に対して年率0.605%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてそれぞれかかります。また、投資先外国籍ファンドの運用報酬については契約資産額に対して年率1.30%を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。一部の受託資産では投資一任契約に加えて成功報酬がかかる場合があります。成功報酬については、運用戦略および運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。【特定(金銭)信託の管理報酬】当該信託口座の受託銀行である信託銀行に管理報酬をお支払いいただく必要があります。具体的料率については信託銀行にご確認ください。【組入有価証券の売買時に発生する売買委託手数料等】当該費用については、運用状況や取引量等により変動するものであり、事前に具体的な料率、金額、上限または計算方法等を示すことができません。【費用合計額】上記の費用の合計額については、運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。

### インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306号

加入協会

一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会