

**nuveen**

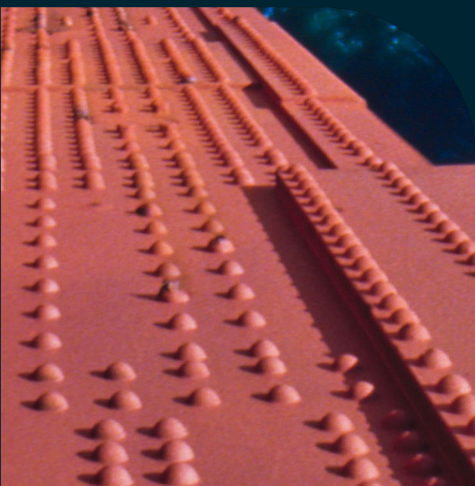
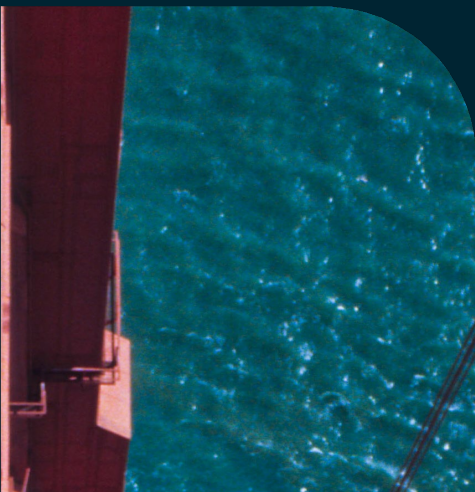
A TIAA Company

2026年債券市場の見通し

# 構造的変化がもたらす 戦略的投資機会



当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。  
文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。



## 要旨

- ・ 財政政策が市場の方向性を左右する主な要因になると考えられます。利下げサイクルが終盤に差し掛かる中で、財政赤字の拡大や政府支出の増加が長期ゾーンのターム・プレミアム(上乗せ利回り)を押し上げる要因となります。
- ・ クレジット・ファンダメンタルズは良好であり、選別的なリスクテイクを後押ししています。景気の底堅さを踏まえると、非投資適格社債セクターにおいてもリスクオンの姿勢を取ることが適切であるとみています。
- ・ 流動性の低い債券セグメントには、魅力的なインカム収入を獲得できる機会が存在します。流動性が低い一部の債券セグメントでは、同等の信用格付けであってもスプレッドが大きく上乗せされる傾向があるため、高いインカム収入が期待できません。
- ・ 新興国市場と先進国市場の区分が曖昧になりつつあります。政治・政策運営をめぐる不確実性が強まる中で、新興国市場の分析で使用してきた枠組みをすべてのソブリンに対して適用する必要性が高まっています。

## 結論:

# 規律ある運用姿勢により、投資機会を捕捉

Nuveen(以下、「当社」)の2026年の投資テーマは、世界の債券市場においてここ数年間と比べて差別化が進み、政策主導の色彩が強く、結果として投資機会が拡大する局面にあることを示唆しています。財政政策は、イールドカーブやターム・プレミアム(上乗せ利回り)を形成する上で、これまで以上に重要な役割を果たすと見込まれることから、投資家には中央銀行のこれまでの金融政策運営の枠組みに依存した見方を超えた視点が求められます。また、先進国市場と新興国市場の区分が次第に曖昧となる中で、制度の信認性、政治の継続性、および政策運営の枠組みを評価することが重要となっています。このことは、これまでのように新興国市場だけに限ったことではなく、主要国すべてにわたり共通する投資判断のポイントとなっています。

こうした構造的な変化が進む一方で、マクロ環境の基調は依然として良好です。主要国・地域では経済成長ペースの改善が見込まれ、インフレの沈静化が続き、企業のバランスシートも健全に推移しています。伝統的なクレジット市場におけるバリュエーションは、歴史的にみてタイトな水準にあるものの、堅調な資金流入と底堅いファンダメンタルズに支えられており、選別的な投資家にとって投資機会が存在していることを示唆しています。

このような環境下では、規律と創意工夫を組み合わせた投資アプローチが最も有効であると考えられます。すなわち、高クオリティかつ持続性のあるインカム収入源へのエクスポージャーを維持しつつ、財政動向の重要性が高まっていることを踏まえ、魅力的なリスク調整後リターンを提供しているセクター(証券化クレジット、米国地方債、優先証券、レバレッジド・ファイナンス、および新興国債券の各セグメントなど)に分散投資することが重要です。変化しつつある政策レジームを正確に把握し、慎重なポートフォリオを構築することが求められています。これにより、当初懸念されていたほど不安定ではないものの、これまで以上に精緻な分析を必要とするサイクルに対して、効果的に備えることが可能となります。


# 大転換の時代

## 次なる時代を定義する投資テーマ




世界経済は現在、これまでの政策の枠組みが後退し、新たな成長要因とボラティリティ要因が台頭する構造転換期を迎えています。今後を展望すると、4つの長期的な要因が、市場全体にわたる投資テーマと投資機会を形作ると考えられます。

- **財政赤字は歴史的な高水準で推移し、政府債務残高の対国内総生産（GDP）比は大幅に上昇する見通しです。**財政赤字の拡大は、ターム・プレミアム（上乗せ利回り）を押し上げ、長期金利のボラティリティを高めています。短期的には、政府支出の増加により、雇用や需要が安定化しつつある一方で、政府債務と財政赤字の拡大により、将来の成長余地が損なわれる可能性があります。
- **貿易政策は世界的に保護主義的な方向へ移行しており、これにより市場のボラティリティが高まり、成長に対する下振れリスクとインフレに対する上振れリスクが生じています。**一方、こうした動きにより、サプライチェーンの分散化や自らの域内での製造活動が加速し、自国内生産者やニアショアリング事業者にとって収益機会が生じています。長期的には、広範にわたる関税措置は貿易量の減少、投入コストの上昇、生産性の鈍化を招き、GDP成長率や実質賃金の伸びを抑制する可能性があります。
- **人口動態と移民動向が、労働供給の構造を根本的に変えつつあります。**人口の高齢化や、移民流入の制約は労働力不足を招き、これにより賃金上昇圧力が高まっています。今後10年を見据えると、他の条件が同じであれば、労働力人口の伸びの鈍化はGDP成長率を押し下げる可能性が高いでしょう。ただし、人工知能（AI）や自動化への投資がこのマイナス効果を一部相殺しており、医療分野やテクノロジー・インフラではこのような技術革新に対する持続的な需要が見込まれます。当社は、これらのテーマとその長期的な影響を注視しています。
- **企業がデータセンター・インフラ、半導体、および自動化への投資を加速させている中で、AIの普及による生産性向上の『スーパーサイクル』は、“期待・話題先行の段階”から“実行段階”へと移行しつつあります。**国際通貨基金（IMF）の推計によると、先進諸国における雇用の60%がAIの影響を受ける可能性があります。ただし、AI関連産業は現在、成長、電力需要、および企業の利益率の牽引役になり始めています。AIの活用により生産性が向上すれば、中期的な成長率が大幅に改善し、持続的な収益が生み出される可能性があるものの、これら要因が成長に与える最終的な影響は依然として不透明です。

投資家は、柔軟な姿勢を維持し、分散を図り、これらの長期的なテーマに注目することで、新たな投資機会を最大限に活用し、それに伴うリスクへの備えを進めることが可能となります。



# 2026年の 投資テーマ

- 
- 1 主役交代の局面：  
金融政策よりも財政政策が  
重要
  - 2 経済の底堅さ：  
スプレッドはタイトだが、  
クレジット・リスクを負うことで  
収益獲得の余地
  - 3 分散投資をさらに推進：  
伝統的なクレジットの枠を  
超えた分散投資
  - 4 新たな投資戦略：  
先進国市場と新興国市場の  
収斂
- 
- 

# 1 主役交代の局面： 金融政策よりも財政政策が重要

2026年は、金融政策ではなく財政政策が世界の債券市場を形成すると考えられます。日本を除く先進諸国の主要中央銀行の利下げサイクルが終盤に差し掛かる一方で(図表1参照)、財政運営の方向性は国・地域によって依然としてばらつきがあります。高水準の財政赤字、人口の高齢化、防衛支出・産業政策・エネルギー転換への継続的なコミットメントといった要因を背景に、財政政策は今後数四半期から数年にわたり、経済成長率、インフレ、およびターム・プレミアムに重要な影響を及ぼすと考えられます。

米国、ユーロ圏、および日本では、政府が比較的拡張的な財政運営を維持する見通しです。すでに債務水準が高いことから、巨額の財政赤字を背景に、ほとんどの国債市場でターム・プレミアムが押し上げられる恐れがあります(図表2参照)。中央銀行の政策運営は、より予見性の高い新たな局面に入りつつある可能性があるものの、投資家は政策金利の先行き見通しだけでなく、財政計画の信認性や中期的な持続可能性も評価する必要があります。先進国の中では英国が明るい材料の一つであり、同国では金融・財政の両面で慎重な調整が進められると見込まれることから、先進国市場内での差別化が一段と進む可能性があります。

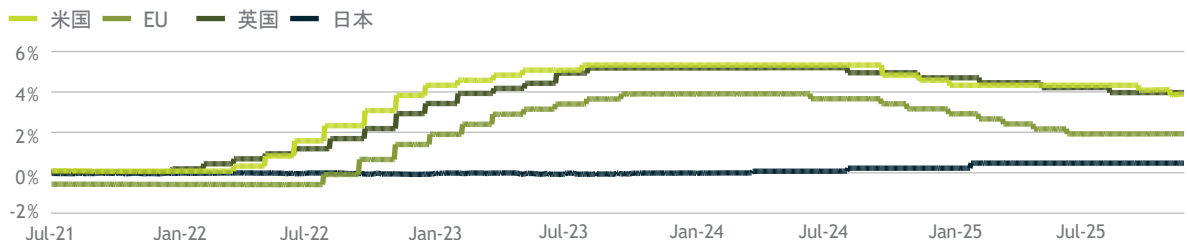
こうした財政動向を踏まえると、債券投資家にとって、イールドカーブや国債市場全体にわたりポジショニングを構築する上で慎重な対応が求められます。当社では、デュレーションを積極的に長期化するのではなく、イールドカーブが緩やかにスティープ化する局面を想定したポジショニングを構築することに投資妙味があるとみています。こうした環境は、構造的な需要が見込まれるセクターにとって、または国債供給動向への感応度が低いセクターにとって追い風となります。証券化商品、米国地方債、および高格付けクレジットは引き続き良好な需給に支えられると見込まれる一方で、今後は各国の国債発行動向や財政運営の枠組みを慎重に見極めることが一段と重要になる見通しです。

## 投資判断のポイント

- ・ 国債供給の影響を受けにくく、構造的な需要が見込まれるセクターに注目
- ・ デュレーションを積極的に長期化するよりも、イールドカーブがスティープ化する局面を想定したポジショニングを嗜好

図表1: 日本を除く先進諸国では中央銀行の金融緩和サイクルが終盤に差し掛かっている

先進諸国の主要中央銀行の政策金利



出所: スピーン、ブルームバーグLP、2025年11月10日現在

図表2: 一方、ターム・プレミアムの推計値は急速に上昇

タームプレミアムとは、長期債を保有することに伴い、より大きなリスクを負う対価として投資家に支払われる上乗せ利回り



出所: ブルームバーグLP、2025年11月17日現在

# 2 経済の底堅さ: スプレッドはタイトだが、クレジット・リスクを負うことで収益獲得の余地

当社は、2026年の世界経済について、基本的に前向きな見通しを維持しています。これまで長期にわたり抱いていた『景気後退には陥らない』との見方に変わりはありません。経済成長に対する逆風は持続しているものの、新たに浮上している成長分野が懸念される分野を十分に相殺しています。歴史的にみると、クレジット・スプレッドはタイトな水準にあります。足元の環境を踏まえると、妥当な水準であると考えられます。当社は、リスクオンのエクスポージャーを維持することを推奨しており、具体的には優先証券、米国ハイ・イールド社債、バンクローン（BSL）、およびミドル・マーケット・ローンなどへのエクスポージャーが挙げられます。

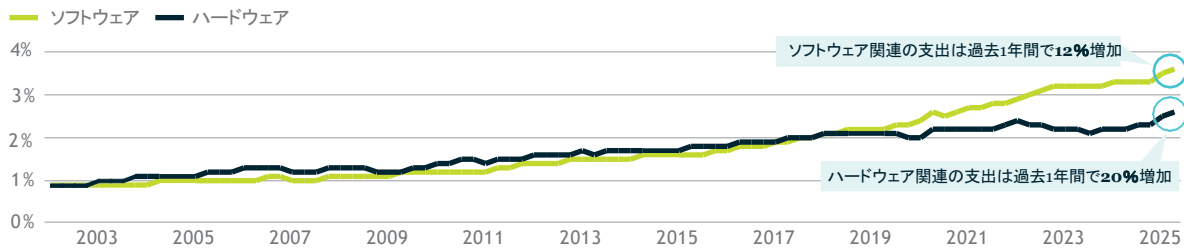
米国、ユーロ圏、および日本を含む先進国市場全体では、2026年の成長率は2025年を上回ると予想されます。世界のインフレ率は現在、前年比約2.5%であり、2023年の5%超から伸びが鈍化しており、従来の2%目標にかなり近づいています。

同時に、テクノロジー・インフラへの投資は2025年の米国名目GDP成長率の約20%に寄与しており、今後も高水準で推移すると見込まれます。AIツールが労働力全体にわたり幅広く導入されるに従って、生産性の伸びはさらに改善する余地があります（図表3参照）。企業を取り巻くファンダメンタルズは引き続き堅調であり、今後も健全なバランスシートにより引き続き支えられる見通しです。バリュエーションは歴史的にみて割高な水準にあるものの、過去のデータをみる限り、クレジット・スプレッドが数年にわたりタイトな状態で推移する場合があります（図表4参照）。当社は、健全なファンダメンタルズと妥当なスプレッドを併せ持つセクターでリスクを負うことを選好しています。投資適格セクターは、魅力的なインカム収入を提供していない一方で、米国ハイ・イールド債券セクターでは、予期せぬショックが起きた場合のリスクが高すぎるといえます。こうした中で、米国ハイ・イールド債券セクターの中でも比較的信用力の高いセクター（すなわち、優先証券、バンクローン、およびミドル・マーケット・ローン）が、最も魅力的な投資対象であると考えられます。

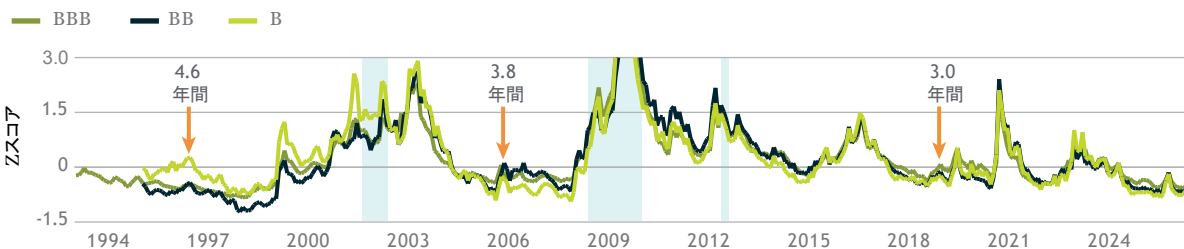
## 投資判断のポイント

- 優先証券、米国ハイ・イールド社債、およびローンにおいて、**リスクオンのエクスポージャーを維持**
- 米国ハイ・イールド社債市場の中でも**比較的信用力の高いセクターに注目**

図表3: GDPに占めるテクノロジーへの投資額の割合は長年にわたり拡大。特に直近では急加速



図表4: クレジット・スプレッドは長期にわたりタイトな水準で推移するケースが多い  
社債のスプレッド(格付け別)



4 当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

# 3 分散投資をさらに推進：伝統的なクレジットの枠を超えた分散投資

当社では、セクター全体にわたりインカム収入を積み増す機会が豊富に存在するとみているものの、バリュエーションが割高であることも認識しています。こうした状況は債券市場固有の状況ではなく、株式からコモディティ、クレジット・スプレッドに至るまで、幅広い資産クラスにわたりバリュエーションが歴史的に割高な水準にあります。スプレッドがタイトであるという理由だけで、リスクを引き下げる根拠にはならず、また割高なバリュエーションが調整されるまでには数年を要する可能性があります。ただし、足元の環境を踏まえると、リスクを負う場合には慎重なアプローチが必要です。

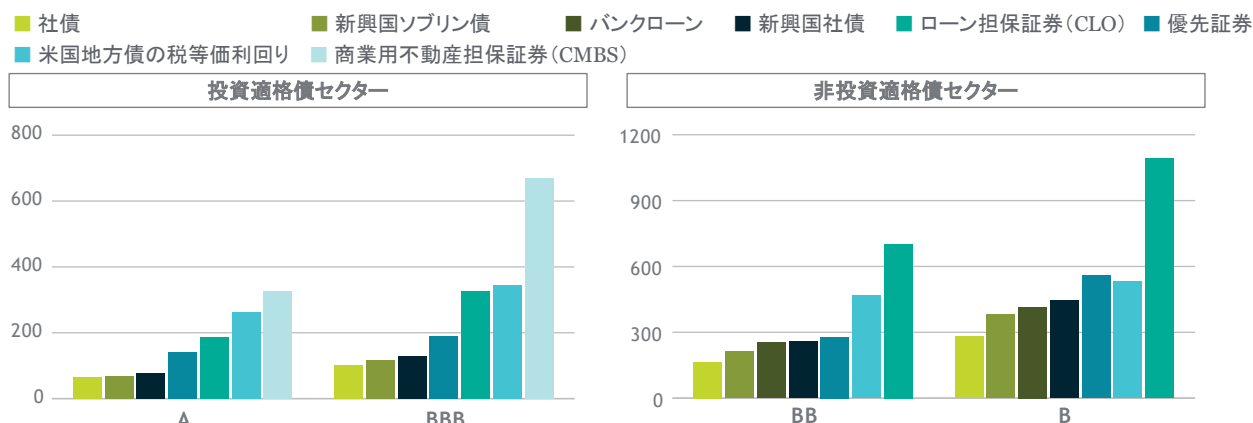
良好な経済見通しと、割高なバリュエーションが共存する市場環境においては、投資対象を深く掘り下げて分析することが特に重要となります。流動性の高い伝統的なクレジット市場では、多くの投資家が割安な銘柄を物色し尽くしているため、魅力的な投資機会を見出すことが難しくなっています。2025年に入ってから債券ファンドへの資金流入は非常に堅調であり、2025年10月末までの資金流入が、投資適格債ファンドでは債券ファンドの運用資産残高(AUM)の約7%、ハイ・イールド債では約4%、バンクローンでは約12%に達しています<sup>1</sup>。こうした資金が同じ投資機会を追い求めることから、クレジット・スプレッドの縮小につながっています。

当社は、クレジット・リスクを負うことに加えて、複雑性、非流動性、および地域特有のプレミアムから投資家が恩恵を受ける分野に投資妙味があると考えています(図表5参照)。流動性の低いクレジット・セクターでは、非流動性の対価としてより高い利回り、ひいては高いリターンが得られる可能性があります。マクロ経済に対する前向きな見通しと、伝統的なクレジット全体にわたる割高なバリュエーションを踏まえると、このトレードオフは魅力的であると思われます。

同一の信用格付けであれば、相対的に流動性の低いクレジットを組み入れることで、ポートフォリオのインカム収入を大きく増やせるかもしれません(図表5参照)。例えば、A格の社債のスプレッドは約66ベース・ポイント(bps)であるのに対して、同様のクレジット・リスクにもかかわらず、ローン担保証券(CLO)や商業用不動産担保証券(CMBS)といった流動性の低い証券化商品では、それぞれ約186bps、約326bpsのクレジット・スプレッドを提供しています。また、格付けが低い分野では、この上乗せスプレッドがさらに魅力的になり得ます。BB格の社債が約165bpsで取引されているのに対して、BB格の新興国社債では約257bps、BB格のCLOでは700bps超のスプレッドが提供されています。

図表5: クレジット・セクターの投資対象を拡大することで、格付けカテゴリー全体にわたり魅力的な投資機会が浮き彫りとなる

オプション調整後スプレッド(bps)



出所:ブルームバーグ L.P.、JPモルガン、S&P、ファクトセット、2025年11月28日。パフォーマンス・データは過去の運用実績を示すものであり、将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。参照指数:●社債(A格・BBB格):Bloomberg U.S. Corporate Index、●社債(BB格・B格):Bloomberg U.S. High Yield Index、●新興国ソブリン債:JPM EMBI Global Diversified Index、●バンクローン:S&P UBS Leveraged Loan Index、●新興国社債:JPM CEMBI Broad Diversified Index、●ローン担保証券(CLO):JPM U.S. CLO Index、●優先証券:ICE BofA U.S. All Capital Securities Index、●米国地方債:Bloomberg Municipal Bond Index(税等価利回りの算出では、37%の連邦所得税率、3.8%のメディケア付加税率を前提)、●商業用不動産担保証券(CMBS):Bloomberg CMBS ERISA Eligible Index、

# 4 新たな投資戦略： 先進国市場と新興国市場の収斂

2026年の投資環境における大きな変化の一つは、マクロ経済の安定性、制度の信認性、政策の予見性という点において、先進国市場と新興国市場の差が縮小していることです（図表6参照）。政治の継続性、中央銀行の独立性、および財政面・制度面の基盤の耐久性など、投資家がかつて新興国を分析する際に重視してきた論点が、いまや主要な先進諸国においても重要な検討事項となりつつあります。

世界的にターム・プレミアムが上昇している中で、フランスや日本における政治情勢の転換に加え、2026年初めに予定される米連邦準備制度理事会（FRB）の議長の後任人事などにより、不確実性が高まる可能性があります。一方、サプライチェーン再編の継続、地政学的緊張の高まり、貿易環境の分断化の進行を背景に、先進国経済は、これまで新興国市場に特有であった構造的な力学に直面しています。

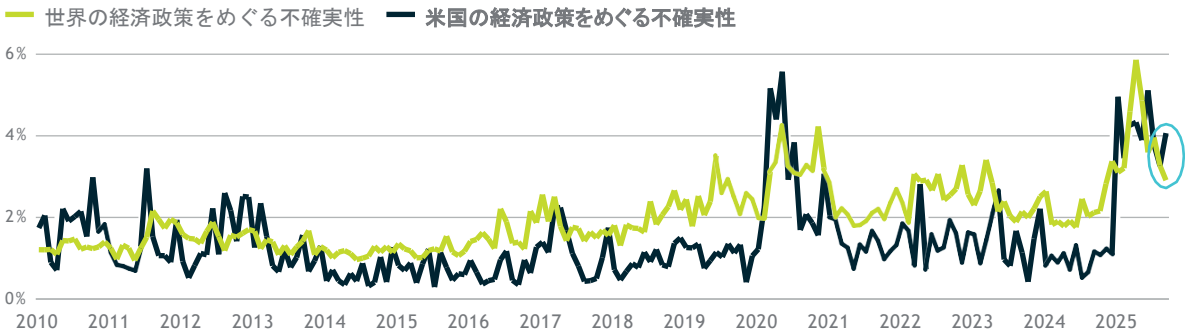
同時に、多くの新興国ではファンダメンタルズが着実に改善しています。積極的かつより断固とした金融引き締め、より健全なバランスシート、および信認性の高い政策の枠組みを背景に、新興国資産は相対的に安定した状態で2026年を迎えています。

これらの要因を踏まえると、投資家が先進国市場の発行体を分析する際には、新興国市場の分析の枠組みを採用する必要があると考えられます。すなわち、クレジット全体、金利、および為替の見通し分析において、政治面や制度面のリスクを包括的に評価することが重要となります。また、このことは証券化商品や米国地方債など、ソブリン・レベルのボラティリティの影響を受けにくい分野への選別的な配分を支持する要因ともなります。その一方で、格付けの高い新興国債券は、これまで先進国市場の資産に期待されてきた分散効果を提供する可能性があることを認識する必要があります。

## 投資判断のポイント

- 先進国市場および新興国市場のいずれの配分においても、政治面および制度面のリスク分析が重要
- 証券化商品や米国地方債といったソブリン要因の影響を受けにくい資産を選好

図表6：米国の経済政策をめぐる不確実性は、世界全体よりも高くなっている



出所：ブルームバーク L.P.、Baker、Bloom、および Davis が開発した 日次 ニューススペースの経済政策不確実性指数、2025 年 11 月 10 日 現在

6 当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

# セクターの 見通し



## レバレッジド・ファイナンス

### ローン担保証券(CLO)

伝統的なクレジットのバリュエーションが高水準にある一方で、経済ファンダメンタルズが健全な状態で推移している環境下では、CLOは投資家にとって追加のクレジット・リスクを負うことなく魅力的なキャリイを獲得できる投資対象となります。CLOは通常、同等の信用格付けの社債に対して上乗せ利回りを提供します(図表7参照)。例えば、A格のクレジットでは、社債のスプレッドが約66bpsである一方、CLOは同程度のクレジット・リスクで、約186bpsのスプレッドが得られます<sup>2</sup>。この上乗せ利回りは、主にストラクチャー面の複雑性や流動性の差異を反映しています。すなわち、CLOのストラクチャーがどのように機能するかを分析する必要があることや、社債と比べて流動性がやや劣る金融商品を保有することの対価として、投資家は高い利回りを享受することができるのです。実際、A格のCLOにはある程度の流動性がありますが、A格の社債と比較すると、その流動性は劣っています。

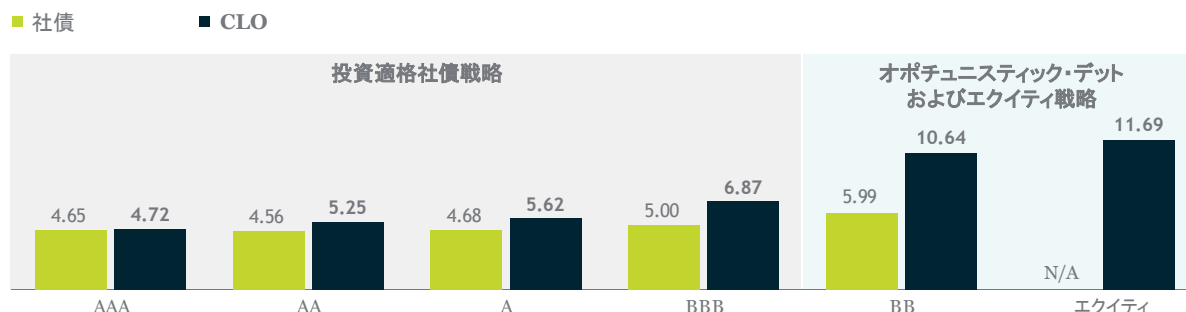
ストラクチャー面の複雑性は、必ずしもクレジット・リスクまたはデフォルト・リスクが高いことを意味するものではありません。歴史的にみると、CLOはストラクチャー上のプロテクションや裏付け資産の質の高さに支えられ、デフォルト面に関しては同等の信用格付けの社債と比較して、優れたパフォーマンスを示しています。

各CLOは、知名度の高い大手企業が発行する幅広いローン債権を裏付け資産として組成されることが多く、分散されたポートフォリオであり、AAA格のシニア・トランシェから格付けなしのエクイティ・トランシェに至るまで、リスク/リターン特性の異なる複数のトランシェに分かれています。多様な業種における多数のローンの組み入れでリスクを分散することで、単一の企業または業種の業績悪化リスクが抑えられます。したがって、CLOを組み入れることで、安定性の高いポートフォリオを構築することができます。

さらに、CLOはアクティブに運用される金融商品であり、運用マネージャーはパフォーマンスが悪化したローン売却し、より質の高いローン、または魅力的な相対価値を提供する銘柄を購入することができます。市場のボラティリティが高まる局面では、この柔軟性が特に有効に機能します。すなわち、ファンダメンタルズが健全な企業が発行するローンが過小評価された場合には、高品質なローンを割安な水準で購入できる機会が生じ、借り手企業の経済的頑健性を最大限に活用することができます。2026年に向けて、当社では市場のボラティリティが断続的に高まると予想しており、ディフェンシブで、かつ価格変動を上手く活用できるポートフォリオを構築することで、リターンの向上を目指します。

### 図表7: CLOは利回り向上の可能性を提供

同等格付けの社債と比較したCLO債利回り(%)\*



\*利回り: 表示されている利回りは、CLOのエクイティ部分を除いた最終利回りです。CLOのエクイティ部分については、バンクローン(BSL=Broadly Syndicated Loan)におけるCLOのエクイティ部分の年率換算分配金の中央値です。

出所: スピーン、ブルームバーグLP、JPモルガン、およびバンク・オブ・アメリカ、2025年9月30日現在。パフォーマンス・データは過去の運用実績を示すものであり、将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。エクイティは、直近四半期時点の株式市場における年率換算分配金の中央値です。参照指数: ●投資適格社債(AAA~BBB格): Bloomberg U.S. Corporate Investment Grade Index, ●米国ハイ・イールド社債(BB~B格): ICE BofA US High Yield Index, ●投資適格およびハイ・イールドのCLO(AAA~BBB格): J.P. Morgan Collateralized Loan Obligation Index (CLOIE), ●CLOエクイティ: US BSL CLO Equity Distributions (IO)の中央値。ベンチマーク、経済局面、算出方法、市場環境の違いにより、結果は異なります。

# 2026年債券市場の見通し

## バンクローン

景気後退リスクが限定的であるとの見通しの下で、クレジット・ファンダメンタルズの観点からすると、バンクローン（BSL）市場は有利なポジションにあり、投資家に対して経済的頑健性を提供する可能性があります。2025年全体を通じて、BSLのデフォルト率は2024年後半に達したピークから低下しており、良好なファンダメンタルズ動向を反映しています。この傾向は2026年に入っても継続すると予想されます。平均的なBSLの借り手は、売上高を前年比約3%、EBITDAを同約4%のペースで伸ばしており、平均のインタレスト・カバレッジ・レシオは3.0倍であり、前年から改善しています<sup>3</sup>。

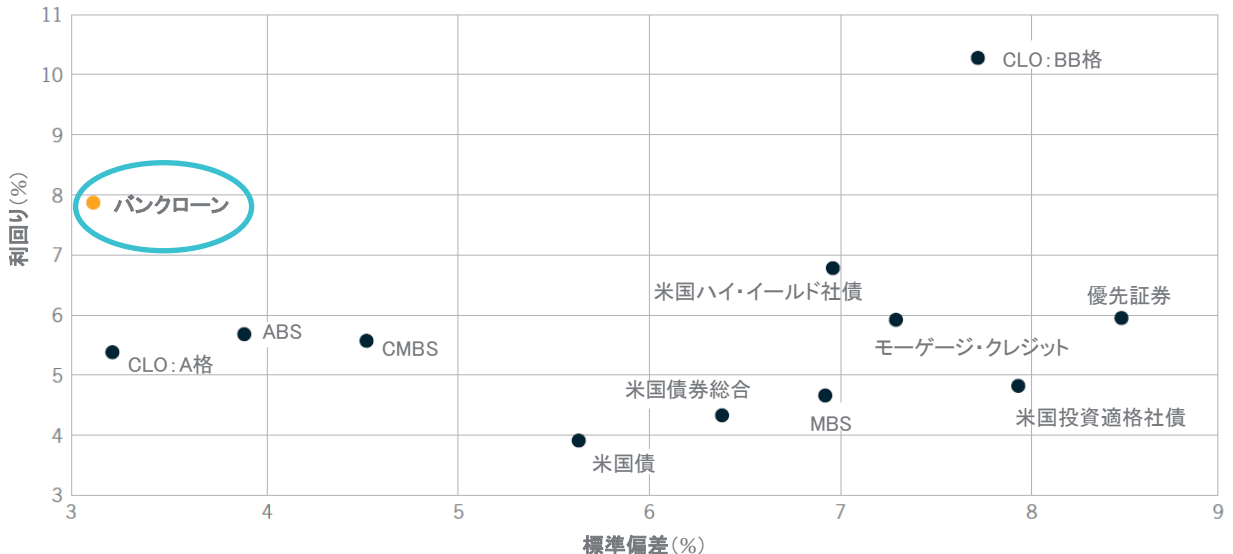
BSL市場の低格付けセクターでは、発行体のファンダメンタルズのばらつきが依然として大きいことから、銘柄選択が依然として重要な要素となっています。当社は、このセグメントで利回りおよびリターンを大幅に上積みできると考えており、リスクと機会を積極的に管理しています。

BSL市場は、高水準のインカムを引き続き生み出していると同時に、投資家に対して低いボラティリティと分散効果を提供しています（図表8参照）。イールドカーブの形状を考慮すると、今後も金利のボラティリティが続くと見込まれる中で、バンクローンは変動金利で組成されることが多いことから、金利リスクを抑える一方で、高水準のインカム収入を享受する機会を投資家に提供しています。緩やかながらもプラスの経済成長が期待される環境の中で、クレジット・リスクが堅調に推移すると見込まれることから、高水準のインカム収入が期待できます。

BSL市場は依然として透明性が高く、市場規模は約1兆5,000億ドルに拡大しており、1日当たりの取引高は約40億ドルに迫っています。さらに、合併・買収（M&A）やレバレッジド・バイアウト（LBO）の活発化により、BSL市場では新規発行が増加すると見込まれており、この資産クラスの戦略的重要性が一段と高まっています。最後に、世界の投資家からの需要が継続すると予想されます。特に、同資産クラスへの配分が比較的まだ少ない投資家、またはクレジット市場の中でもリスクの高いセクターに過度に配分している投資家からの需要が強まると期待されます。

BSL市場では3年間の利回りが約8%近い水準となっております<sup>4</sup>。市場が織り込む短期金利の見通しを考慮した場合でも、債券市場の中で最も高い利回りを投資家に提供する資産クラスの一つとなっています。2025年全体を通じてクレジット・スプレッドは縮小してきた一方で、同市場に内在するリスク（デフォルト・リスク）の対価として投資家は十分な利回りを享受していると考えられます。こうした環境の中で、ダウンサイドのボラティリティを回避しつつ、割安な水準で取引されているローンの中から投資機会を見出すために市場の流動性を活用する上では、アクティブ運用が引き続き重要であると考えられます。こうした取り組みにより、BSL市場全体が投資家に提供する高水準のインカム収入に加え、高い利回りおよびトータル・リターンを獲得できる可能性があります。

図表8：魅力的な利回り、リスク特性を有するバンクローン



出所：ブルームバーグL.P.、2025年10月31日。指数利回り：バンクローンを除いて最低利回りです。バンクローンについては、3年までの利回りをを用いています。標準偏差：2025年6月30日現在の5年間の月次リターンに基づいています。パフォーマンス・データは過去の運用実績を示すものであり、将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。指数に直接投資することはできません。分散投資は、市場の下落局面における損失を回避するものではありません。参照指標：●ABS（資産担保証券）：ICE BofA AA-BBB US Fixed Rate ABS Index、●米国債券総合：Bloomberg U.S. Aggregate Index、●CLO（ローン担保証券）：JPM CLO A-Rated Index およびJPM CLO BB-Rated Index、●CMBS（商業用不動産担保証券）：ICE BofA AA-BBB U.S. Fixed Rate CMBS Index、●米国ハイ・イールド社債：Bloomberg U.S. Corporate High Yield 2% Issuer Capped Index、●米国投資適格社債：Bloomberg U.S. Corporate Investment Grade Index、●MBS（住宅ローン担保証券）：Bloomberg U.S. Mortgage-Backed Securities Index、●モーゲージ・クレジット：ICE BofA AA-BBB Home Equity Index、●優先証券：ICE BofA U.S. All Capital Securities Index、●バンクローン：S&P UBS Leveraged Loan Index、●米国債：Bloomberg U.S. Treasury Index

8 当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

## 米国ハイ・イールド社債

米国のハイ・イールド社債市場は現在、約7%の魅力的な絶対利回りを提供しています<sup>5</sup>。発行体のファンダメンタルズは健全な状態で推移しており、2025年7-9月期時点でネット有利子負債倍率は3.9倍、インタレスト・カバレッジ・レシオは4.1倍となっています。当該市場の構成も構造的に変化しており、規模が大きく、かつBB格の上場企業が当該市場全体に占める割合が高まっています。これにより、米国ハイ・イールド社債市場全体のデフォルト・リスクは低下しています。クレジット市場全体にわたりボラティリティの高い状況が続くと見込まれる中でも、2026年のデフォルト率は1.75%の水準にとどまると予想されており(図表9参照)、この水準は長期平均(3.13%)を下回っています。重要なこととして、予想されるデフォルトに伴う損失の多くは、すでに市場に織り込まれている点が挙げられます。企業のバランスシートは底堅く推移しており、売上高およびEBITDAの成長トレンドは継続しています。ただし、米国ハイ・イールド社債市場の中でも格付けの低いセクターでは、銘柄選択が依然として重要なポイントとなります。

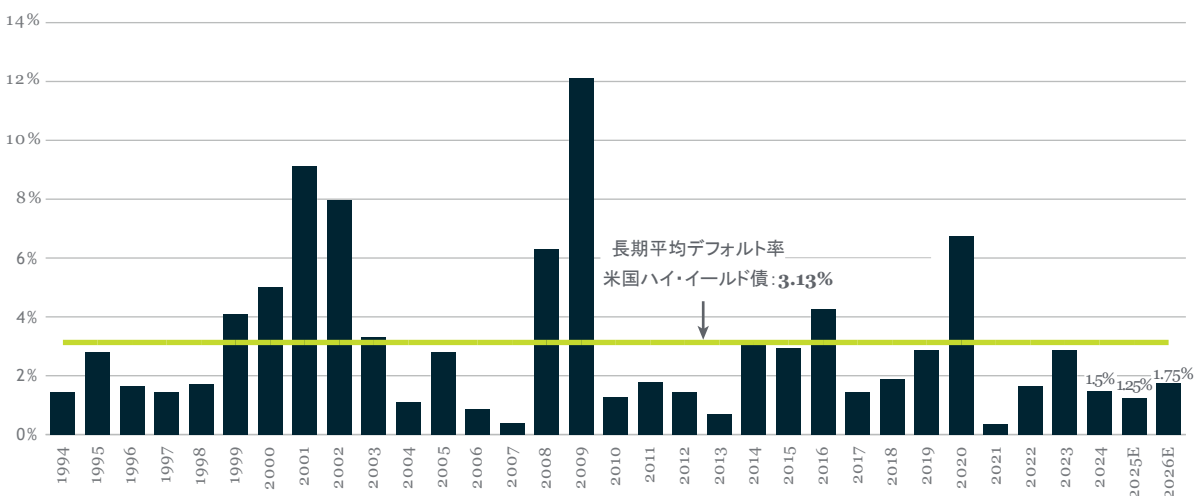
2026年には、財政政策の動向と金融緩和が米国ハイ・イールド社債市場に影響を与えると予想されます。貿易政策、移民政策の変更、および規制改革は、経済活動やFRBの利下げサイクルに影響を及ぼす恐れがあり、セクター間や発行体間においてパフォーマンス格差が拡大する可能性があります。借換需要やM&A活動の活発化を背景に、2026年の発行総額は、前年比15%増の3,750億ドルに拡大すると予想されており、アクティブ運用マネージャーにとって投資機会が広がると見込まれます。

FRBの追加利下げにより、2026年半ばには政策金利の指標であるフェデラル・ファンド(FF)金利が約3.25%まで低下すると予想されていることから、クレジット・スプレッドは引き続き縮小し、市場のボラティリティが低下することが考えられます。さらに、米国ハイ・イールド社債市場ではデュレーションが概ね3年程度にとどまっており、これにより、短期金利が低下する局面ではポジティブ・コンベクシティ効果が生じる可能性があります。一方、今後もボラティリティの高い状態が続くと予想される中で、米国ハイ・イールド社債市場は長期金利の変動の影響を受けにくい状況にあります。

クレジット・スプレッドは長期平均と比べるとタイトな水準で推移しているものの、経済の底堅さや、米国ハイ・イールド社債市場を取り巻くファンダメンタルズおよび需給環境を踏まえると、足元のタイトなスプレッド水準は適切な水準にあるといえます。米国ハイ・イールド社債のスプレッドは2026年全体を通して概ね足元の水準を中心にレンジ内で推移すると予想され、高水準のクーポンと相まって、年間のトータル・リターンは6~8%程度になる可能性があります。深刻な景気後退に陥らない限り、米国ハイ・イールド社債は引き続き魅力的なリスク調整後リターンを投資家に提供すると見込まれます。また、発行体間のパフォーマンスのばらつきが今後も続くと考えられ、堅固なクレジット分析力を有するアクティブ運用マネージャーは、相対価値機会を最大限に活用し、クレジット市場全体にわたり分散効果を高めることが可能になります。

図表9: デフォルト率は、過去の水準を大きく下回って推移すると予想

米国ハイ・イールド債の年平均デフォルト率(%)\*の推移



出所: JPモルガン、2025年9月30日現在。\*額面加重デフォルト率(%)を使用。

新興国債券

先進国市場と新興国市場を区別してきた境界線は、ますます曖昧になりつつあり、これまで新興国市場に特有とされてきた課題に先進国市場が直面する中で、魅力的な投資機会が生じています。財政赤字の拡大、目標を上回るインフレ率、中央銀行の独立性をめぐる懸念、および通貨安といった要因は、これまでは新興国市場特有のリスクとして位置づけられ、その結果、投資家はその対価としてリスク・プレミアム(上乗せ利回り)を求めてきました。しかし近年では、多くの先進国において同様の懸念が高まっているにもかかわらず、投資家は新興国市場ほどのリスク・プレミアムを要求していません。つまり、先進国市場と新興国市場で似たようなリスクがあるにもかかわらず、前者には“甘い評価”がされ、結果として後者には“厳しい評価”がされている状況です。

財政運営の先行きや幅広い政策運営をめぐる懸念は、英国から日本に至るまで先進国市場全体に共通する課題となっています。一方、新興諸国では、ファンダメンタルズが改善し、中央銀行はより慎重かつ規律ある政策運営を行っています。新興国市場では、国レベルでも企業レベルでも、先進国市場の国や企業よりも市場の厳格な監視にさらされる場合が多く、結果として、より慎重な財政運営や経営が求められる傾向があります。こうした相対的な強さは、新興諸国の政府債務の対GDP比が先進諸国と比較して大幅に低く、また新興国市場の企業のネット有利子負債倍率が先進国市場の企業よりも顕著に低いことにも表れています。しかし、中国の輸出競争力の高さを背景に、一部のセクターでは業績に下押し圧力がかかる恐れがあります。

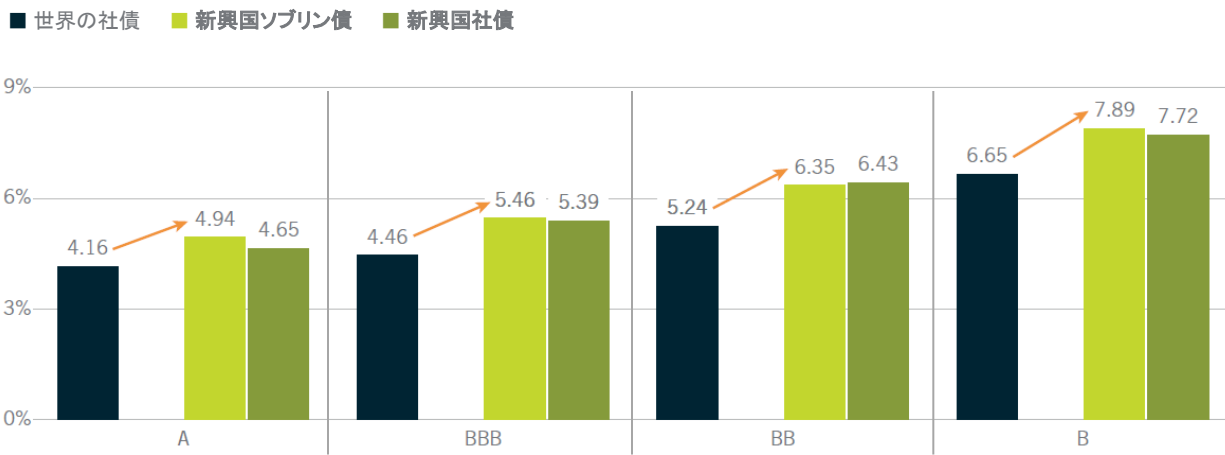
足元では、堅調なリターンを背景に、新興国のリスクプレミアムの見直しが進みつつあるものの、新興国市場の外貨建て債券(ソブリン債と社債の両方)は、格付け調整後ベースでみても、グローバル・クレジットに対して平均で約100bpsの上乗せ利回りを提供しています(図表10参照)。

新興国市場投資では、発行体や銘柄を対象としたボトムアップ分析に基づく投資判断を行う上で、まず国レベルの分析を行うことが重要となります。当社では独自のカントリー・コホート分析を用いることで、新興国社債の投資妙味が高い国を見極めます。社債への投資拡大において最も魅力的な機会は、概ね『Steady』コホートに属する国々にみられます。一方、『Frontier』コホートでは、当社のソブリン・チームが多くの時間を割いて分析を行っており、パフォーマンスのばらつきが大きいことに加え、スプレッド・プレミアムが組み込まれている場合が多いため、社債へと投資対象を広げる動機付けがほとんど存在していません。

新興国市場の現地通貨建て債券は+17.5%のリターンを計上しており、その約半分は外国為替(FX)の寄与によるものです<sup>6</sup>。先進国市場をめぐる懸念が強まる中で、新興国市場の現地通貨建て債券は、今後もアウトパフォームし続ける可能性があると考えられます。利回りやスプレッドに関する投資妙味を追求し、分散効果を高めたい投資家にとって、新興国市場のファンダメンタルズの強さは、ますます魅力的なようにみえます。また、今のところ米ドル高進行のリスクが後退していることから、このことが債務返済能力やインフレ動向の改善を通じて、外貨建て債券の投資家にとっても追い風になると考えられます。

図表10: 新興国債券は、同等の信用格付けを有するグローバル・クレジットに対して、約100bpsの上乗せ利回りという魅力的な優位性を提供

最低利回り (%)



出所: JPMorgan, ブルームバーグL.P., 2025年11月30日。パフォーマンス・データは過去の運用実績を示すものであり、将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。

10 当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

## 証券化クレジット

証券化クレジットは、伝統的な社債を超えた分散を求める投資家にとって、2026年に魅力的な投資機会を提供する可能性があります(図表11参照)。

証券化クレジットは、企業収益との相関が相対的に低く、関税措置の影響を受けにくいほか、変動金利またはデュレーションの短い投資へのエクスポージャーを取ることから、イールドカーブのステープ化による影響を抑える効果が期待できます。また、証券化クレジットの契約上のキャッシュフローと実物資産を裏付けとする担保により、先進国市場における財政の持続可能性に対する懸念が強まる局面においても、相対的に高い安定性が提供されます。

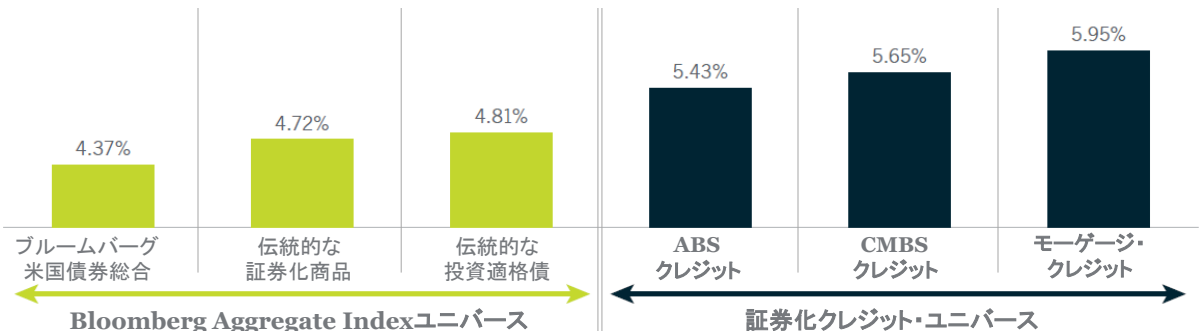
**モーゲージ担保証券(MBS)**は、魅力的な投資機会を引き続き提供しています。家計のバランスシートが健全であり、厳格な与信審査が維持されていることが、同セクターを下支えしています。エージェンシーMBSは、関税措置の影響を受けにくい特性、高い流動性、米国債と比較して高品質のインカム収入を兼ね備えた魅力的な投資対象です。一方、ノン・エージェンシーMBSは、構造的な住宅供給不足と規律ある引受基準による恩恵を引き続き受けています。米国資産に限定した担保により、世界的な貿易摩擦や地政学的リスクからの影響を受けにくいという特徴もあります。

投資家が利回りを求める中で、消費者の健全な信用力、堅調な雇用環境、および継続的な商業向けの資金ニーズを背景に、**資産担保証券(ABS)**はここ数年にわたり過去最高水準の供給が続いています。信用力の低いクレジットでは弱含みの兆しがみられるものの、非伝統的な担保タイプへの投資を厭わない投資家にとっては、投資機会が引き続き存在しています。投資家の選別志向が強まる中で、最も信用力の高い投資機会は恩恵を受ける見通しです。

不動産市場において追い風が期待される中で、**商業用不動産担保証券(CMBS)**は恩恵を受けると見込まれます。バリュエーションは底打ちの兆しをみせており、需要は安定し、供給過剰は概ね解消されています。また、今後予想される利下げにより、同セクターはさらに下支えされるとともに、多くの借り手にとって資金調達コストが低下すると見込まれます。

図表11: ABS、CMBS、および住宅ローン関連のクレジットへの投資は、追加リターンを生み出す可能性

最低利回り(%)



出所:ブルームバークL.P.、2025年9月30日現在。パフォーマンス・データは過去の運用実績を示すものであり、将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。参照指数:●ブルームバーク米国債券総合:Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index、●伝統的な証券化商品(クレジット):Bloomberg U.S. securitized: MBS/ABS/CMBS Index、●伝統的な投資適格債:Bloomberg U.S. Corporate Index、●ABSクレジット:ICE BofA AA-BBB U.S. ABS Index、●CMBSクレジット:ICE BofA AA-BBB U.S. Fixed Rate CMBS Index、●モーゲージ・クレジット(住宅ローン・クレジット):ICE BofA AA-BBB Home Equity Loan U.S. ABS Index。最低利回りは、発行体がデフォルトしないことを前提とした場合、債券で得られる可能性のある最も低い利回りを指します。

優先証券

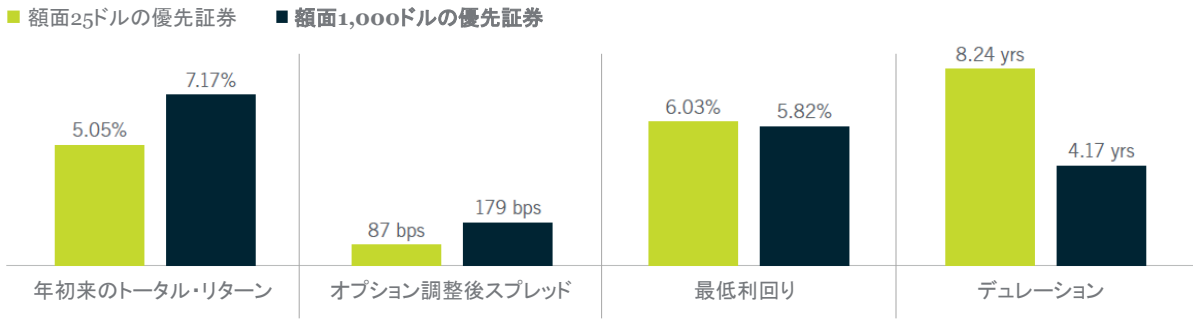
優先証券は、景気変動の影響を受けにくいセクターであり、税制面で優遇された魅力的なインカム収入と、主に高格付けの発行体へのエクスポージャーを投資家に提供します。このセクターはファンダメンタルズが健全であり、個別証券ベースの平均格付けがBBBであり、発行体全体の平均格付けは通常、BBBよりさらに3～5ノッチ高い水準にあります。当社では厳しい規制を受けているセクター（例えば、銀行、保険会社、および公益事業会社）を中心に投資を行っており、これらのセクターは外部監督を受けていることから、比較的安定した投資先であると考えられます。優先証券は、伝統的な投資対象ではないものの、高い利回りが期待できるクレジット・セクターです。優先証券は他の債券や株式との相関が低いことから、投資家は優先証券への投資によって、ポートフォリオ全体の分散効果を高めることも期待できます。

銀行は、優先証券ユニバースの中で最大のセクターであり、そのファンダメンタルズは極めて健全な状況にあります。米国の銀行は、2025年のストレス・テストで良好な結果を示し、堅調な収益基盤を有し、保守的なリスク・ポジションを維持しています。2番目に大きなセクターである保険の見通しも良好です。歴史的にみると、保険会社はリスク・ベースの資本比率が高水準であり、規制当局による厳しい監督という追加の安心材料を提供しており、金利上昇による構造的な恩恵を受けています。さらに、年金商品の販売は過去3年間にわたり、過去最高水準近くで推移しています。銀行業界と保険業界はいずれも、関税による影響は間接的なものにとどまっています。

優先証券は新規供給が増加しているものの、バリュエーションに大きな悪影響を及ぼす可能性は低いと考えられます。新規発行の多くは、ノンバンク金融機関や、伝統的な投資適格社債指数またはハイ・イールド社債指数に組み入れ可能なコーポレート・ハイブリッド型商品によるものであり、優先証券に特化した投資家以外にも幅広い投資家層を呼び込んでいます。したがって、こうした新規供給は市場で容易に消化されています。

スプレッドは長期平均を下回る水準で推移しているものの、過去最低水準を上回っています。ファンダメンタルズの強さと良好な需給環境により、足元のスプレッド水準が下支えされる可能性があると考えられます。優先証券は直近でアウトパフォームしているものの、当社では、オプション調整後スプレッドが高く、魅力的なインカム水準を提供し、かつデュレーションが短い“額面1,000ドルの優先証券”を引き続き選好しています（図表12参照）。一方、“額面25ドルの優先証券”は、価格変動が大きく、流動性が低く、デュレーションが長い傾向にあり、足元ではスプレッドが大きく縮小した水準で取引されています。

図表12: 額面1,000ドルの優先証券: 魅力的なスプレッド、インカム収入、およびデュレーション特性



出所: ブルーム・バーグL.P., 2025年9月30日現在。パフォーマンス・データは過去の運用実績を示すものであり、将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。参照指数: ●額面25ドルの優先証券: ICE BofA Core Plus Fixed Rate Preferred Index、●額面1,000ドルの優先証券: ICE BofA U.S. Institutional Capital Securities Index

12 当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

米国非課税地方債

当社では、米国非課税地方債について長期ゾーンを中心に前向きな見方を維持しており、米国非課税地方債の上昇が今後も続くと予想しています。スターティング・イールド（債券が発行された時点の利回り）が高いことに加え、クレジット・ファンダメンタルズが底堅いこと、需給環境が良好であることなどにより、2026年には米国地方債の堅調なリターンが下支えされることが見込まれます（図表13参照）。

2026年は金融政策よりも財政政策が市場動向を左右する重要な要因になる可能性があります。こうした中で、米連邦政府の財政赤字拡大をめぐる報道が、米国債利回りのボラティリティを高める要因になると考えられます。一方、米国地方債のイールドカーブが米国債と比べて大幅にステープル化しているため、米国地方債は相対的にその影響を受けにくくなっています。実際に、米国地方債では20年債の利回りが10年債を112bps上回っているのに対して、米国債では同じ年限比較における利回り格差は60bpsにとどまっています（2025年11月25日現在）。2026年にはこのような関係が正常化する可能性が高いことから、米国地方債ではデュレーション・リスクを負う戦略を選好します。

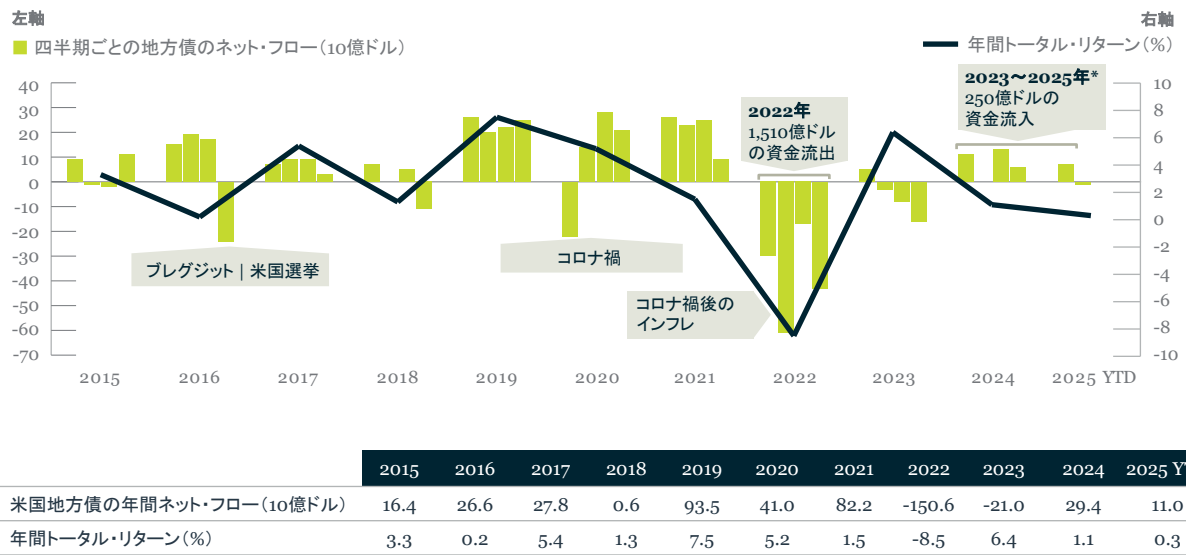
米国地方債のファンダメンタルズは堅調です。多くの発行体は、生活必需サービスの提供者であり、連邦政府からの支援が縮小する局面でも、安定した歳入を継続して確保できます。さらに、発行体は高い柔軟性を有しており、増税、公共サービスの削減、その他の手段を通じて財政収支を調整することができます。

格上げが数年にわたり続いたことを受け、米国地方債の信用力は高い水準にあります。一方で、米国地方債のスプレッドは2025年初めの水準と比べて拡大しています。

低格付けの発行体には、スプレッドが縮小する大きな余地があります。Bloomberg Municipal 10-year High Yield Indexの利回り格差は301bpsに達しており、これは5年平均と比べて71bps拡大した水準にあります（2025年11月28日現在）。経済の底堅さが市場を下支えることから、スプレッドの拡大につながるような主要因は今のところないと考えられます。

米国地方債市場の需給環境は、パフォーマンスを左右する重要な要素であるといえます。2025年には発行額が過去最高水準に達したものの、市場は大量の新規発行を消化し、底堅さを示しました。2026年には、供給が高止まりすると見込まれる一方で、投資家がマネー・マーケット・ファンド（MMF）から、より利回りの高い米国地方債へ資金を移す動きが続く中で、需要の拡大が継続すると考えられます。2025年後半に始まった市場の回復基調は、今後も継続する可能性が高く、これにより、早期にポジションを構築した投資家は恩恵を受けると見込まれます。

図表13: 米国地方債ミューチュアル・ファンドの資金フローは、パフォーマンスと強い相関



出所: モーニングスター・ダイレクト、2015年1月1日～2025年8月31日。ファンドへの資金のネット・フローは四半期ベース、パフォーマンスは年次ベースで示されています。\*グラフの2025年は第3四半期(7～9月)まで。パフォーマンス・データは過去の運用実績を示すものであり、将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。参照指数: Bloomberg Municipal Bond Index。米国地方債は、ハイ・イールドを含むすべての米国地方債オープンエンド型ファンドの合計を示していますが、上場投資信託(ETF)は除外されています。図中の網掛け部分は、重要な市場イベントを示しています。

米国課税地方債

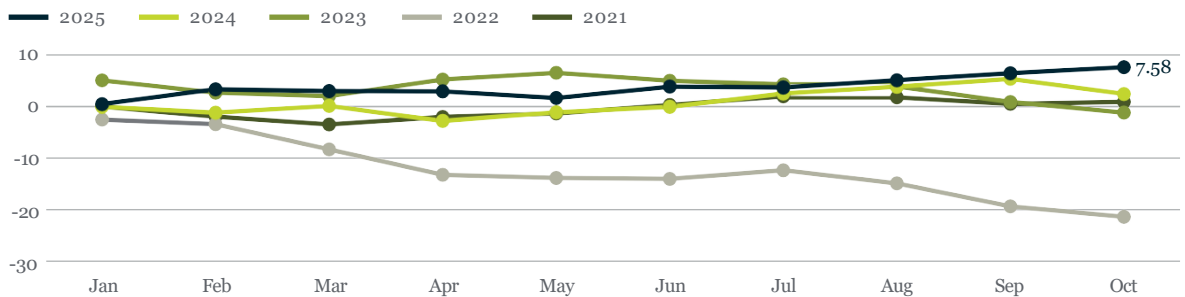
良好な需給環境と魅力的なバリュエーションを背景に、米国課税地方債は2026年に良好なパフォーマンスを生み出す可能性があります(図表14参照)。米国課税地方債の発行は低調に推移しており、2026年もこうした状況が続くと予想されていることから、市場では供給不足が強まると考えられます。当社では、長期金利が持続的に低下し、米国課税地方債の借り換えがコスト面で再び魅力的になるまで、供給が本格的に増加する可能性は低いと予想しています。一方で、同資産クラスへの資金流入は引き続き堅調であり、ビルド・アメリカ債(BAB)における特別償還条項(ERP:発行体の裁量により期限前に償還できる規定)の継続的な行使も、需要を支える要因になると見込まれます。

2026年には、投資家が分散投資の選択肢を広げようとしている中で、米国課税地方債は絶対利回りが高く、また一般にデフォルト・リスクが低いことから、社債と比べても魅力的な相対価値を提供しています。

財政の持続可能性や政策運営をめぐる問題が注目を集める中で、市場のボラティリティが高まる局面では、米国地方債の絶好の購入機会になると考えられます。

経済の底堅さと堅調なクレジット・ファンダメンタルズは、米国地方債市場を引き続き下支えし、足元のバリュエーションを正当化する要因になると見込まれます。一方で、スプレッドが年初時点よりも拡大しているBBB格以下の米国課税地方債には相対的に投資妙味があると考えられます。現時点では、信用状況が幅広く悪化するような直接的な要因は見当たらないものの、特に高等教育、医療機関、大都市圏において発行体間のパフォーマンスのばらつきが今後拡大すると予想されます。こうした環境下では、規律ある銘柄選択が良好な投資成果につながります。

図表14: 米国課税地方債のパフォーマンスは2025年の年初来(1~10月)で大きく回復  
Bloomberg Taxable Municipal Bond Indexのリターン(%)



出所:ブルームバーグL.P.、2021年1月1日~2025年10月31日。パフォーマンス・データは過去の運用実績を示すものであり、将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。参照指数:Bloomberg Taxable Municipal Index

14 当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

## マルチセクター・クレジット

2026年を迎え、金融緩和サイクルに入らる中で、マルチセクターの債券投資家は伝統的なコア・セクター全体にわたりバリュエーションが既に割高であるという環境に直面しています。

先進国市場では、高水準の財政赤字が是正されておらず、国債発行の増加圧力が長期ゾーンの金利を押し上げる状況が続くと予想されます。したがって、当社では標準的なベンチマークと比較して、デレベーション・リスクを大幅に抑えたポジションを維持しています。

先進国市場の脆弱性に注目が集まる中で、新興国市場はその恩恵を受ける立場にあります。財政の持続可能性や制度の信頼性をめぐる懸念（これまでは新興国市場に特有とされてきた懸念）が、先進国にも当てはめて論じられるようになってきています。このように両者の境界線が曖昧になっていることを背景に、投資家が新興国市場の相対的なファンダメンタルズの改善を認識するに従って、新興国市場のソブリン債、社債、現地通貨建て債券において幅広い投資機会が生じています。

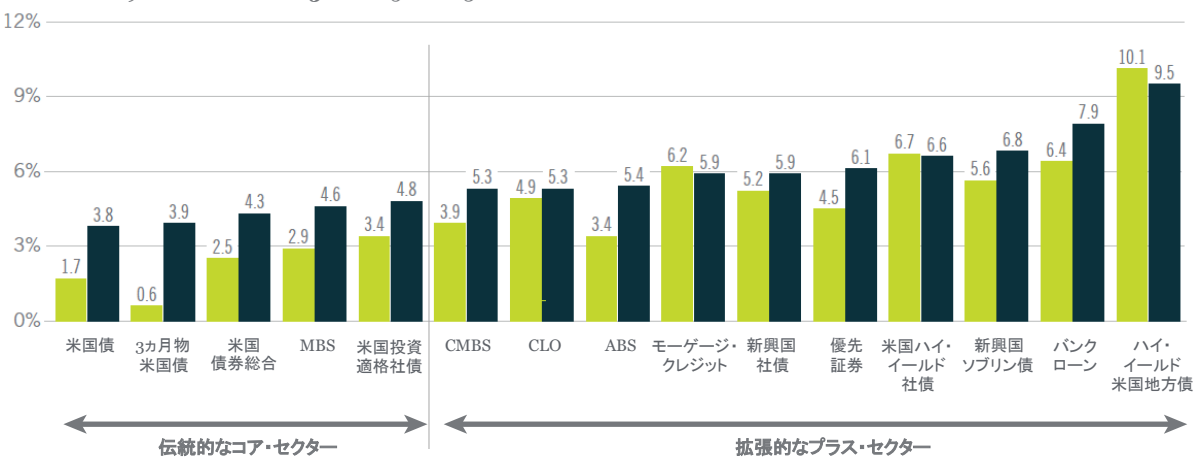
社債市場ではスプレッドが歴史的水準と比べてタイトであることから、信用力の低い銘柄ヘシフトする戦略は、投資家に大きな恩恵をもたらす可能性は低いと考えられます。当社では、伝統的なクレジットの枠を超えて、証券化商品、新興国債券、優先証券といったセクターに注目しています。これらのセクターには構造の複雑さに伴うプレミアムや、よりワイドなスプレッドが存在しており、バリュエーションを正確に見極めることができるクレジットのスペシャリストにとって有利な環境となっています。

当社では、2026年に景気後退が生じることはないと考えており、ポートフォリオでは、ある程度のクレジット・リスクを負う余地がまだあるとみています。一方で、伝統的ではないセクターにおいてクレジットへのエクスポージャーを増やしているものの、MBS、格付けの高い新興国ソブリン債、公益事業の投資適格社債といった景気後退の影響を受けにくいセクターは、スプレッドが拡大する局面において下振れリスクを緩和する役割を果たすと考えられます。

図表15: 足元の利回りは投資家にとって魅力的なエントリーポイントを示唆

債券セクター別の最低利回り(%)

■ 2010～2019年の平均 ■ 2025年(2025年11月30日)



出所: BofA、ブルームバーグL.P.、JPモルガン。2025年11月30日現在。参照指数: ●米国債: Bloomberg U.S. Treasury Index、●3カ月物米国債: U.S. Treasury 3-Month yield、●米国債券総合: Bloomberg US Aggregate Bond Index、●MBS(住宅ローン担保証券): Bloomberg U.S. Mortgage-Backed Securities Index、●米国投資適格社債: Bloomberg U.S. Corporate Investment Grade Index、●CMBS(商業用不動産担保証券): ICE BofA AA-BBB US Fixed Rate CMBS Index、●CLO(ローン担保証券): JPM CLO A Rated Index、●ABS(資産担保証券): ICE BofA AA-BBB US Fixed Rate ABS Index、●モーゲージ・クレジット: ICE BofA AA-BBB Home Equity Index、●新興国社債: JPM CEMBI Diversified Index、●優先証券: ICE BofA U.S. All Capital Securities Index、●米国ハイ・イールド社債: Bloomberg U.S. Corporate High Yield 2% Issuer Capped Index、●新興国ソブリン債: JPM EMBI Global Diversified Index、●バンクローン: S&P UBS Leveraged Loan Index、●ハイ・イールド米国地方債(税等価利回り): Bloomberg Municipal High Yield Bond Index(税率40.8%での税等価利回り)。パフォーマンス・データは過去の運用実績を示すものであり、将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。指数に直接投資することはできません。

# サマリー

債券投資家は大きく変化した投資環境に直面しており、伝統的な投資手法を見直す必要があります：

- 高水準の財政赤字とターム・プレミアムの上昇を背景に、金融政策よりも財政政策が市場動向を左右する重要な要因になる中で、イールドカーブ全体にわたりソブリンに対する慎重な分析が不可欠。
- 経済の底堅さが選別的なリスク・テイクを後押ししており、特に、ハイ・イールド債の中でも健全なファンダメンタルズと妥当なスプレッドを併せ持つ比較的信用力の高いセクターに投資機会が存在。
- 分散投資には、市場参加者が集中する流動性の高いクレジット市場の枠を超えて投資対象を広げる必要があり、非流動性プレミアムを享受できる分野や、従来型ではない分野に目を向けることで、追加的なクレジット・リスクを負うことなく、利回りを上乘せすることが可能。
- 先進諸国に不確実性が広がる一方で、多くの新興国発行体はファンダメンタルズの改善を示しており、先進国市場と新興国市場の格差は大きく縮小。こうした中で、政治・財政面を精査できる統一的な分析の枠組みが必要。

# 寄稿者

**Anders Persson, CFA®**

グローバル債券部門最高投資責任者 (CIO) 兼統括責任者

**Tony Rodriguez**

債券戦略統括責任者

**Laura Cooper**

マクロ・クレジット統括責任者兼グローバル投資ストラテジスト

**Quinn Brody**

シニア・ディレクター、マクロ戦略

セクター	ポートフォリオ・マネージャー	クライアント・ポートフォリオ・マネージャー
レバレッジド・ファイナンス	Scott Caraher James Kim Kristal Y. Seales, CFA® Himani Trivedi	Ravi Chintapalli, CFA® Lindsay Gruhl Shannon Jin, CFA®
新興国債券	Katherine Renfrew John Espinosa Alejandro L. ivera, CFA®	Jeffrey Smith, CFA®
証券化クレジット	Chris Jeltrup Aashh Parekh, CFA® Nicholas Travaglino	Samira Mattin Fogarty Jack Allen, CAIA, CFA®
優先証券	Douglas Baker, CFA®	Lisa A. Segner, CFA® Kari Stanway, CFA®
米国非課税地方債	Daniel Close, CFA®	Ellen Chenoweth Christopher Barron
米国課税地方債	Daniel Close, CFA® Kristen DeJong Bart Nowak Philip Traven	Ellen Chenoweth Christopher Barron
マルチセクター・クレジット	Nicholas Travaglino	Samira Mattin Fogarty Jack Allen, CAIA, CFA®

CFA®およびChartered Financial Analyst®は、CFA Instituteが所有する登録商標です。

## 詳細については、nuveen.comをご覧ください。

### 出所

- 1 出所: JPモルガン、EPFR、2025年10月31日現在。
- 2 出所: Bloomberg A Corporate Index、JPM US CLOIE A Dur Wgt DM (to worst)、2025年9月30日現在。
- 3 出所: JPモルガン、2025年10月31日現在。
- 4 出所: ブルームバーグL.P.、S&P UBS Leveraged Loan Index、2025年10月31日現在。
- 5 出所: JPモルガン、ICE BofA U.S. High yield Index、2025年9月30日現在。
- 6 出所: JPモルガン・マーケッツ、2025年11月30日現在。

## 重要なお知らせ

ヌブーン・ジャパン株式会社(以下「当社」といいます。 )は、第二種金融商品取引業、投資運用業及び投資助言・代理業を行う金融商品取引業者です。第二種金融商品取引業者として、当社は金融商品取引法(昭和二十三年法律第二十五号、その後の改正を含む)第二条二項に規定された有価証券についてのみ勧誘を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で当社が私募の取扱いを行う対象とはならない同有価証券、及びその他いかなる有価証券の取得の勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資運用業者として、当社は日本の投資家向けに投資一任運用サービスを提供することができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資助言・代理業者として、当社は投資助言の提供及び国内投資運用業者と海外の運用業者との間の投資助言契約あるいは投資一任契約の締結の代理を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

本資料に記載の情報は資料作成時点で実質的に正しいと考えられますが、その情報の正確性あるいは完全性を当社が表明あるいは保証するものではありません。データは資料作成者が信頼しうると判断した提供元から取得していますが、その正確性を当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産の価値および投資によりもたらされる収益は増加することもあり、減少することもあり、投資家は投資元本を失う可能性もあります。

本資料に含まれる見解は、資料作成時点での資料作成者の所見や展望であり、将来予告なく変更されることがあります。また、それらの見解は、過去あるいは将来の動向についての表明あるいは保証とみなして依拠されるべきものではありません。

経済あるいは市場に関する予測は不確実性を伴い、市場、政治、経済などの状況により変化する可能性があります。

本資料中に個別格付けの記載が含まれる場合、下記ウェブページの「無登録格付に関する説明書」をご覧ください。<https://www.nuveen.com/ja-jp/global/-/media/nuveen/documents/legal-and-compliance/unregisteredratingagencies.ashx>

Nuveen, LLC及びその傘下の関連会社を総じて「Nuveen」あるいは「ヌブーン」と称する場合があります。Nuveen, LLCはTeachers Insurance and Annuity of America (TIAA、米国教職員退職年金/保険組合)の資産運用部門です。

本資料は、情報提供を目的として、受領者限りの資料としてご提供するものです。本資料を当社の書面による許諾なく第三者による使用または第三者への提供を禁じます。本資料で特定のファンドについて言及している場合、本資料でご紹介する運用戦略を投資一任口座で実現するための投資対象の一例として掲載するものであり、当該ファンドの募集やその他勧誘を目的とするものではありません。

### 金融商品取引法に基づく広告規制に関する重要事項

【費用】 当社が投資一任契約口座にてお客様から受託した資産の運用を行う場合、お客様には、運用報酬、売買手数料、保管費用等をご負担いただきます。運用報酬やその他手数料については、投資形態、資産残高、運用手法等によって異なるため、あらかじめその料率やその上限値を本資料中に表示することはできません。具体的な費用については、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

【リスク】 受託資産の運用に際しては、組入れファンドの価格変動リスク、組入れファンド内で投資する有価証券等投資対象の価格変動リスク、金利および金融市場の変動リスク、流動性が十分でないために取引できない流動性リスク、株式や債券に投資する場合には発行体の信用リスク、外貨建て資産の場合は為替変動リスク等の影響を受けます。これらの影響により、組入資産の価格が変動して損失を生じ、投資元本を失う可能性があります。運用によって生じた損失はすべてお客様に帰属します。具体的なリスクについては、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

ヌブーン・ジャパン株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3132号

一般社団法人日本投資顧問業協会/一般社団法人第二種金融商品取引業協会加入

**nuveen**

A TIAA Company

WF3752450 5068013