

nuveen

A TIAA Company



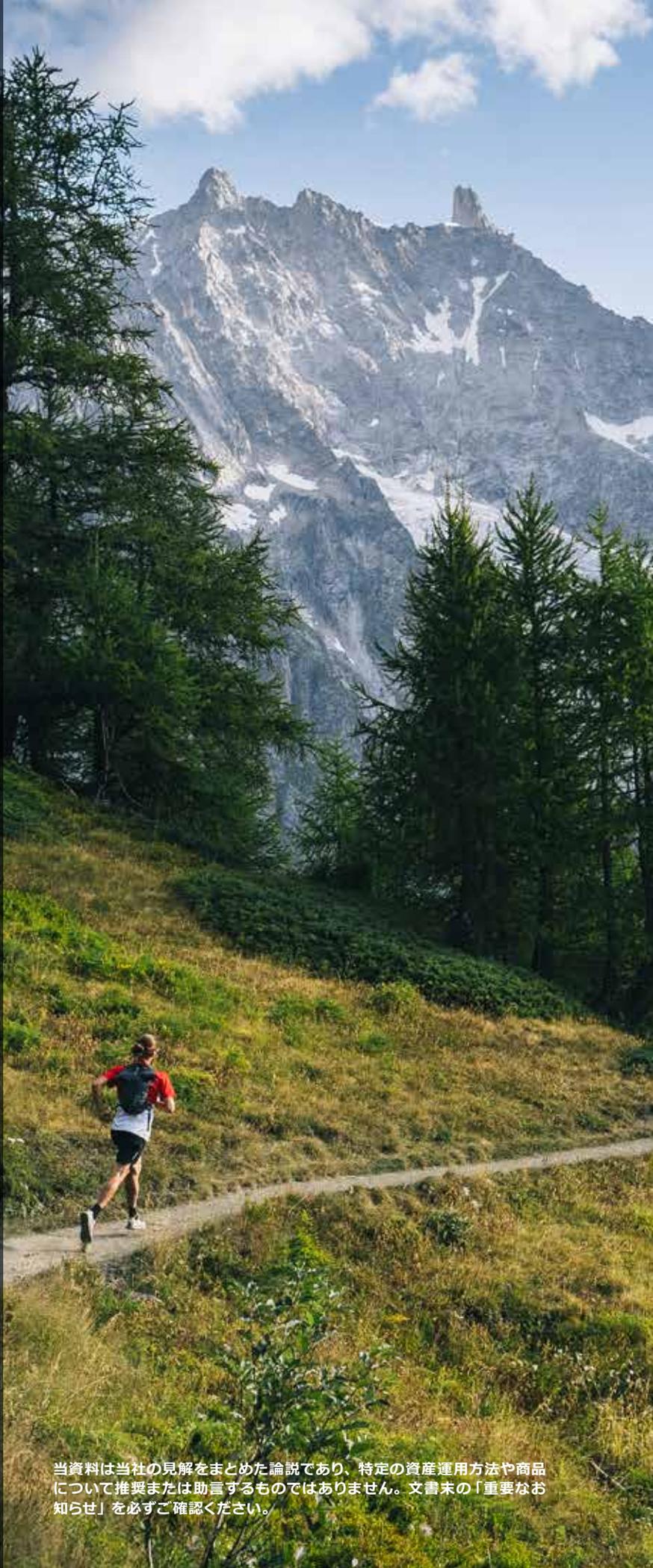
2025年の債券市場展望

ペースを 決めるのは

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。

目次

2025年の投資テーマ	3
世界市場の見通しを左右するのは米国	4
セクター見通し	7
レバレッジド・ファイナンス	7
新興国債券	10
米国以外の先進国市場	11
証券化クレジット	11
優先債	12
投資適格債	13
課税地方債	14
非課税地方債	15
インパクト投資	16
マルチセクター	17
著者	19



2025年の投資テーマ



アンダース・パーソン、CFA®
最高投資責任者、
グローバル債券統括責任者

「ペースを決めるのは」という本レポートのタイトルは、今年米国がグローバル債券市場の先導役になるとの当社見解を表すものです。グローバル債券市場のトーンを決定するのは、米国経済の相対的な強さと、次期政権をめぐる不透明感となるでしょう。

次のセクションでは、様々な地域経済へのその影響を説明し、米国のソフトランディングから日本の利上げ、さらには欧州内で明暗が分かれる経済の先行きや中国の景気低迷まで、2025年のマクロ経済動向について検討します。

これらの要因は債券市場全体を通して投資機会とリスクに影響を与えるものであり、ここではそれがセクター見直しにとって何を意味するのか、掘り下げて考えてみます。グローバル債券市場のバリュエーションは概ね割高に見えますが、向こう1年の見直しに関して重要な点は、堅調なファンダメンタルズと需給要因に変わりはない、ということです。

債券市場で成功するには、常に機を見て、アロケーションを決定する際は臨機応変に対応することが肝要です。2025年に向けて、当社が投資決定の指針とするテーマは以下の4つです。

1. 足元環境は過去15年間で最高の開始時利回りを提供しており、債券投資家にとって魅力的なエントリーポイントとなっている。
2. 長期でも短期でも金利が高止まりしていることで、インカムゲインを手に入れる機会が継続している。
3. リスク調整後リターンを最適化するには、政策の変更や景気減速などによって市場のボラティリティが高まる時期に向けたポジションが不可欠である。
4. 投資の分散と安定を実現するため、マルチセクターのポートフォリオ間で信用リスクとデュレーションのバランスをとることが重要である。

2025年に投資家は独特の課題と機会に直面することになるでしょう。しかし、そうした環境にあっても、経済動向に常に注意を払い、予想される金融政策に合わせた分散戦略を採用することで、自信を持って難局を乗り切ることができるはずです。

世界市場の見通しを 左右するのは米国

すべてとまではいなくても、多くの先進国債券市場で金利はピークを打ったかもしれませんが、さまざまなセクターで堅調な債券リターンを確保できる可能性があります。2025年のグローバル債券市場はおそらく米国が先導役となり、米国経済の相対的な強さと次期政権をめぐる不透明感がグローバル債券のトーンを決定することになるでしょう。

2024年前半を席卷していた米国リセッション懸念は大きく後退しました。当社では、2025年は実質成長率の鈍化とインフレ率の緩和、米連邦準備制度理事会（FRB）による追加利下げを特徴としたソフトランディングを予想しています。とはいえ、トランプ政権の復活によって、世界の経済と金融市場にとって財務・規制面で新たな不透明感が生じていることも確かです。

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。

堅調な米国経済

経済活動はやや鈍化したものの、依然として堅調です。2024年の実質GDP成長率は約2.5%になる見込みで、2023年に記録した3.2%という非常に速いペースからは減速したと思われ、当社ではこの減速傾向は続き、来年の成長率は2.0%をわずかに下回ると予想しています（図表1）。労働市場は既に減速が目立ち、失業率は極めて低い水準から0.7%程度まで上昇しました。今後も労働市場の軟化は継続すると当社はみています。

インフレの見通しは不透明

失業率が上昇し、それと平行して世帯所得の伸びが鈍化すれば、全体的な経済成長の足かせとなるでしょうが、一方でインフレ圧力は若干和らぐ可能性があります。反対に、米国でさらなる減税や財政政策の緩和があれば、それとは反対の影響をもたらすでしょう。当社では、これらの力が拮抗して、インフレは比較的根強く残るとみています。コア財のインフレ率は既に目標値に戻っていますが、コアサービスのインフレ率は特に住宅価格など、高水準にとどまっています。

目先に予想される刺激策

こうした環境下、当社はFRBの緩和バイアスは続くともていますが、緩和ペースは鈍り、従来予想されていたよりも少ない回数の利下げになるのではないかと考えています。当社が予想するターミナルFFレートは3.75~4.00%で、FRBの想定する長期予想3.0%未満を大幅に上回っています。

当社予想がFRB予想と異なるのは主に、目先、財政刺激策が発表されるとみているためです。2024年の米国選挙結果を受けてその可能性はさらに高まっているようにみえます。2026~27年にはおそらく、減税が経済成長を阻害するのではなく、若干の経済押し上げ効果をもたらすことになるでしょう。そうした動きも、FRBによって一部相殺される確率が高く、結局は目先の金利は予想以上に高止まりすることが予想されます。

通商政策のリスク

トランプ次期大統領はすべての輸入品の関税を10%とし、特に中国など特定国からの輸入品に的を絞ってさらに高い関税率を適用することを提唱しています。そうなれば、おそらく物価が急上昇する一方で他国は報復措置として関税を導入し始め、ドル高が高進して、結局のところ、中期的に成長の足かせとなるでしょう。

魅力的な利回り水準

当社はマクロ経済および政策見通しに基づき、10年物米国債利回りは2025年も4.25~4.75%近辺にとどまるとみています。上振れリスクは、予想以上の財政刺激策、インフレ再燃、予想外の雇用市場の堅調などです。一方、予想以上に高率の関税となれば成長にとって下振れリスクとなり、金利の低下につながる可能性があります。

欧州に成長の兆し

欧州経済は、底堅い雇用市場と欧州中央銀行（ECB）による金融政策の緩和を背景に、2024年は1%と緩やかな成長率となりそうです。2025年を通してECBはおそらく利下げサイクルを継続し、年末の預金金利は1.75%になると予想されます。2025年の欧州の経済成長を支える要因として、例えば、金融緩和、実質所得の上昇に支えられた消費支出増、中国政府の刺激策によって外需が増える可能性、在庫取り崩しが一巡したあとの在庫積み増しなどが挙げられます。とはいえ、米国の関税を取り巻く不透明感が信頼感に重しとなれば、2025年の実質GDP成長率が0.3~0.5%押し下げられる可能性があり、来年の成長率は1%未満になると予想されています。

ドイツは低迷

欧州最大の経済国、ドイツのセンチメントは既に、エネルギーコストの高騰や地政学的な緊張、製造活動の構造的な鈍化などによって落ち込んでいます。米国による関税引き上げリスクによって信頼感がさらに悪化すれば、ドイツは若干の景気後退局面に入る恐れがあり、財政支援の必要性が高まるでしょう。

ドイツの債券投資家は、最近の連立政権崩壊を受けてそうした刺激策の可能性を織り込み始めています。新政権が樹立されれば今までより安定した連立政権と柔軟な財政への道が開けるかもしれませんが、交渉には時間がかかると思われ、2025年内に大きな変化はおそらく期待できないでしょう。また、ドイツでは憲法で年間の財政赤字は上限がGDP比0.35%と定められており、その債務ブレーキを改正するには政治的な抵抗に直面する可能性もあります。

財政面での動きによるドイツ債券利回り上昇は行き過ぎのように思われ、今後債券ニーズの高まりが予想されます。スペインやイタリアなど周辺国の国債については、地政学的な圧力を受けてスプレッドが拡大しても、利回りを追求する投資家によって下支えられるでしょうが、フランス国債は財政悪化により、さらに需要が抑えられる可能性があります。

日本の金利は数年ぶりの高水準

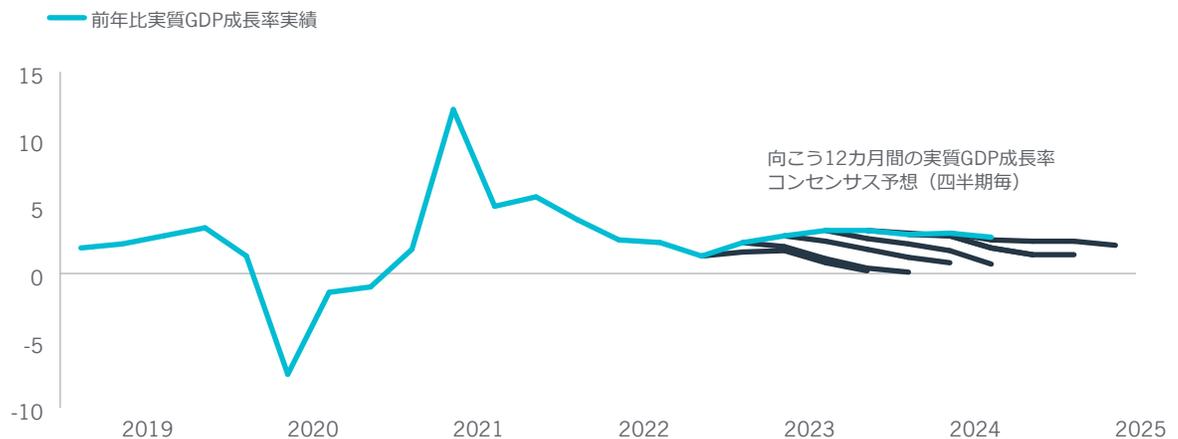
各国の金融当局が緩和的政策を進めているのとは対照的に、日本ではインフレが続く兆しが見られることから、日銀は2025年を通して政策の正常化を継続するでしょう。国政選挙後の政治的不透明感が財政緩和を後押しする一方で、金融政策の引き締め圧力も高まると予想されます。ただし、利上げは緩やかなペースで進み、年末の政策金利は1%、実質GDP成長率は1.2%に達すると予想されています。前回、政策金利が1%だったのは30年近く前の1995年のことでした。

新興国市場のパフォーマンスに格差

より高い米金利がより長く続き、地政学的緊張も高まる中で、新興国の見通しにも不透明感が生じています。政治・経済情勢が安定している国は地政学的なリスクも乗り切れるでしょうが、米国の貿易規制に大きく依存している国はパフォーマンスが低下する可能性があります。そのため中国の成長には下振れリスクがあるものの、関税導入のタイミングが不透明なため、当社分析による2025年の実質GDP成長率の予想は4.3%から4.8%と幅があります。

図表1：米国（および世界の）成長見通しは過小評価されている

成長率に関するコンセンサス予想はいつも過剰に悲観的となる傾向



出所：ブルームバーグおよびBEA（米国商務省経済分析局）、2019年3月31日～2025年6月30日

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。



セクター見通し

レバレッジド・ファイナンス

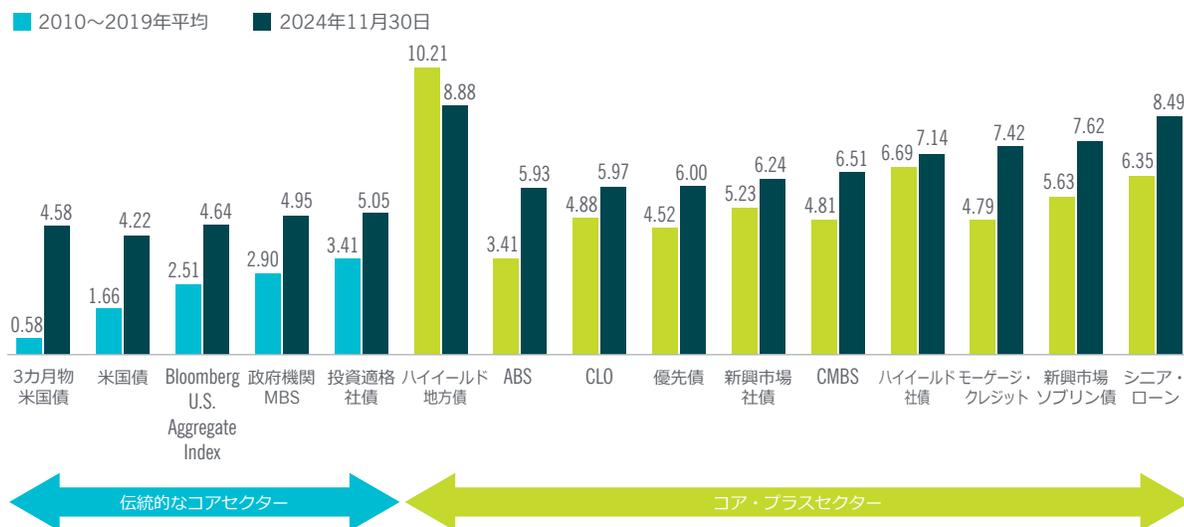
広範に組成・販売されるシンジケートローン(BSL)

- トランプ政権から経済成長施策が出れば短期金利も全体的な金利も高止まりが予想されるため、それを追い風にBSLは高水準のインカムゲインを提供しながら投資家を通常の金利リスクから守ることができるでしょう。(図表2)。
- 市場の需給要因は流通市場の価格水準を下支えし、一方でM&A活動は新たな発行機会を生み出して魅力的な利回りでキャッシュを投資できるでしょう。2024年に入ってこれまでの純新規発行額は2023年のほぼ2倍であり、2025年も大幅な成長が見込まれます。

- BSL独特の変動金利クーポン構造によって、広範な米国債券に対する相関は低くなっています。資本構造の中でBSLの担保権は第1順位であるため、リターン単位当たりのボラティリティは低く、魅力的なリスク調整後リターンを提供します。
- 政策の追い風を受けて、デフォルト率は比較的低水準が続くとみられますが、流動的なポートフォリオを維持することは依然として重要で、アクティブ運用と下振れリスクの回避は不可欠です。

図表2：上場市場ではシニア・ローンが依然として最も高利回りのアセット・クラスの1つ

債券セクター別YTW (最低利回り)



出所：BofA、ブルームバーグLP、クレディ・スイス（2024年11月30日現在）。代表的なインデックス：米国債：Bloomberg U.S. Treasury Index、3カ月物米国債利回り、ハイイールド地方債：Bloomberg Municipal Bond (HY) Index (税相当利回りは税率40.8%)、住宅ローン担保証券(MBS)：Bloomberg U.S. Mortgage-Backed Securities Index、商業不動産担保証券(CMBS)：ICE BofA AA-BBB US Fixed Rate CMBS、ABS：ICE BofA AA-BBB US Fixed Rate ABS、投資適格社債：Bloomberg U.S. Corporate Investment Grade Index、新興市場債ソブリン債：JPM EMBI Global Diversified、新興市場社債：JPM CEMBI Diversified、優先債：ICE BofA U.S. All Capital Securities Index、シニア・ローン：Credit Suisse Leveraged Loan Index、ハイイールド社債：Bloomberg U.S. Corporate High Yield 2% Issuer Capped Index、モーゲージ・クレジット：JPM CRT Mortgage Credit Reference Index。掲載されている運用実績データは過去の運用実績で、将来の結果を予測または保証するものではありません。インデックスへの直接投資はできません。

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。

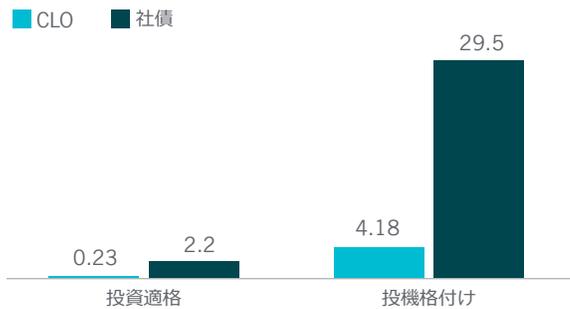
ローン担保証券 (CLO)

- 米国では政策によるサポートが予想されるため、2025年にはM&A活動の活発化によってシニア・ローンの新規発行が増えると思われます。その結果、シニア・ローンの需給が均衡してCLOの新規発行に恩恵となるでしょう。
- CLOデットのスプレッドが低下し、この数年発行されたデットの資金調達コストが抑えられたため2024年にはCLO市場が活況を呈し、リセットおよびリファイナンスが活発化しました。2024年11月半ばまでのCLO発行額は3,640億ドルで、2021年に記録した3,810億ドルに次ぐ金額でした。2025年のCLO発行額は2024年を上回ると予想されます。

- 2024年の発行分は、(i) CLO市場への新規参入、(ii) 他の類似/関連アセット・クラスと比較して魅力的な利回り、(iii) 金利デューションリスクへの感応度の高まりなどにより、投資家によって十分に吸収されました。これらの要因は2025年も (程度は異なりますが) 続くでしょう (図表3)。
- 当社は、2025年にはシニア・ローンとCLOの良好な需給要因とファンダメンタルズが相まって、CLO負債スプレッドがサポートされ、CLOエクイティに追い風が吹くとみています。
- CLOの資本構造は様々なリスクとリターンを選択肢を提供し、CLOは他のオルタナティブ・アセットや伝統的な債券を補完する魅力的なアセット・クラスとして主流になりつつあります。

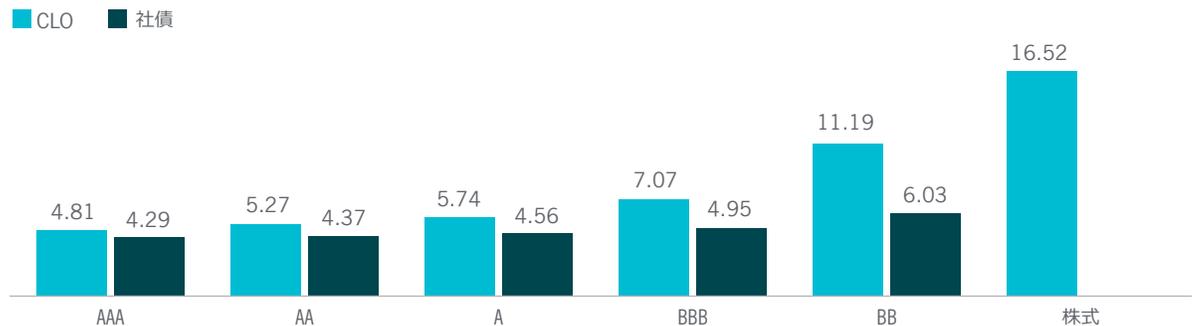
図表3：社債に比べてCLOのデフォルト率は低く、利回りは高い

CLO (1993~2023年) と社債 (1998~2023年) の累積デフォルト/貸し倒れ率



出所：社債：ムーディーズの『Default Trends – Global: Annual default study: Corporate default rate to moderate in 2024 but remain near its long-term average』より、1998~2023年の英数字格付け別10年平均累積発行体加重グローバルデフォルト率、CLO：ムーディーズの『Impairment and loss rates of global CLOs: 1993-2023』より、1993~2023年の当初格付け別米国CLO、10年WR未調整累積貸し倒れ率。

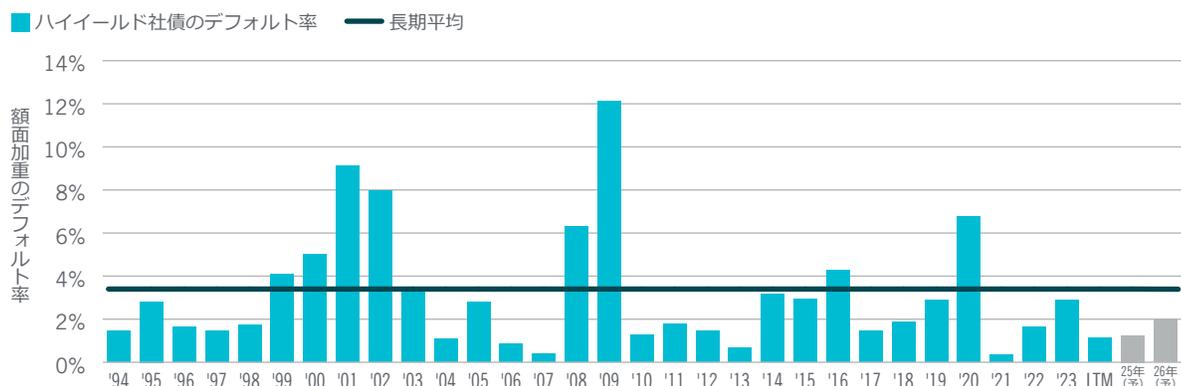
同様の格付けの社債と比較したCLO債の利回り (%)²



出所：Nuveen、ブルーミングバーク、JPモルガン、バンクオブアメリカ (2024年9月30日現在)。代表的なインデックス：投資適格社債 (AAA-BBB)：Bloomberg U.S. Corporate Investment Grade Index、ハイイールド社債 (BB-B)：ICE BofA US High Yield Index、投資適格およびハイイールドCLO (AAA-BBB)：J.P. Morgan Collateralized Loan Obligation Index (CLOIE)、CLOエクイティ：米国BSL CLO株式分配金 (IO) の中央値。それぞれの結果は、ベンチマーク、経済的期間、手法、市況などによって異なります。どのアセット・クラスもインデックスも、時間の経過とともにプラスのパフォーマンスになるという保証はありません。インデックスへの直接投資はできません。

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。

図表4：2025年もデフォルト率は過去平均を下回る状態が続くと予想



出所：J.P. モルガン、2000～2026年（推定値）2024年11月現在。LTM：過去12カ月間

米国ハイールド社債

- 米国ハイールド社債の利回りは現在7%超で、魅力的な水準にあります。通商政策、移民法の改正、規制の変更などによってFRBの緩和サイクルが影響を受け、セクター間で大きな差異が出てくる可能性もあります。平均デュレーションが約3年のハイールド債は、投資適格社債や国債に比べて、金利変動から受けるリスクは小さいといえるでしょう。そして、足元のオールイン利回りも高く、ダウンサイドリスクに対しても株式より強力なクッションとなります。さらに、大半のハイールド社債の発行体は時価総額が比較的小規模な企業で、売上の大半は米国に集中しているため、より幅広くグローバルにエクスポージャーがある大型企業ほど関税の影響を受けません。
- 急激な経済悪化がない限り、ハイールド社債は魅力的なリスク調整後リターンを提供するでしょう。クレジット・スプレッドは過去最低水準まで引き締まっていますが、市場のファンダメンタルズは堅調で、デフォルト率は低位

にとどまると予想されています（図表4）。このアセット・クラスを構成する銘柄のクレジット・クオリティは高く、債務残高の50%近くはBB格付けで、CCC格付けは10%ほどに過ぎません。発行体は通常健全なバランスシートを有しており、良好なマクロ経済状況によってハイールド社債の見通しはさらに上向いています。

- マクロ経済の不確実要因によってセクターや発行体間でパフォーマンスに大きな違いが出るため、投資家は常に注意が必要です。そうすることで、堅牢なクレジット引受プロセスを持つアクティブ・マネージャーはレラティブ・バリューの獲得機会を活用して、市場の流動的な分野でアルファを創出できるでしょう。当社のトータルリターン・ポートフォリオと、もっと選別的なクオリティの高いポートフォリオでは、利回りが7～10%（または米国5年国債に対して300～500bpのスプレッド）の債券を対象としています。通信セクターは投資妙味が見出せる分野でと考えており、一部の発行体はAI（人工知能）などの成長ドライバーから恩恵を受ける好位置にあります。

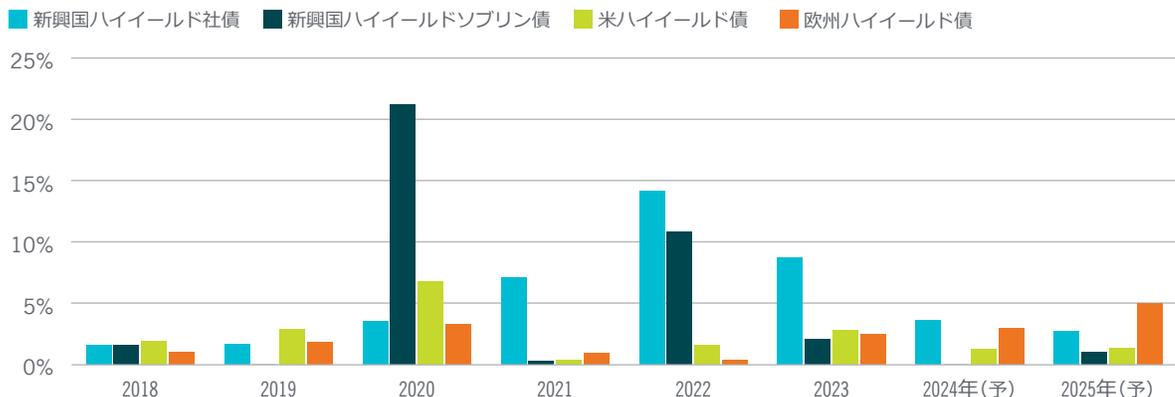
新興国債券 (EM)

- 2025年に入り、新興国市場のファンダメンタルズは堅調です。いくつかの国は国際通貨基金 (IMF) のサポートを受けて経済状況はほぼ再建し、経済が低迷していた国々も最近、債務再編を完了しています。格上げと格下げの比率が2対1であることも好ましい傾向です。また、ハイイールド分野においても社債や国債へのオープンな市場アクセスがあることは好感されます。
- 当社は強固なファンダメンタルズが今後も持続するとみています。新興国ハイイールド社債のデフォルト率は2.7%と、長期平均を大幅に下回り、2019年以来の最低水準まで低下すると予想されています。同様に、2025年のソブリン・ハイイールド債のデフォルト率は、1%未満になると予想しており、これは過去5年平均の7%や20年平均の約2%も大きく下がります (図表5)。
- 分散は、依然としてこのアセット・クラスの最も魅力的な点の1つです。一定程度の投資魅力もありますが、クレジット・スプレッドがタイト化し、ディストレスト債から簡単に得られる利益は既に実現済みであることから、投資家は注意が必要です。
- 新興国社債は引き続き傑出したアルファ機会を提供しており、分散ポートフォリオでソブリン債を補完するために使うことが最善策といえるでしょう。当社はメキシコやブラジル、南アフリカなど安定した国では社債を 선호します。メキシコでは、関税懸念はありますが、米国との強い結びつきが社債市場を支え、ブラジルでは、実績ある経営

陣と世界的な競争力を持つ企業が十分な機会を提供し、南アフリカは安定した政権と発電能力をバックに、企業にとっての事業環境が改善しています。トルコは出遅れ組ですが、当社は通貨の変動によく耐えられる位置付けの企業を 선호します。アルゼンチンの社債には依然として懐疑的に臨みます。

- 新興国ソブリン債に関しては、先進国市場の歴史的なタイトなクレジット・スプレッドに対する超過リスクプレミアムと相対価値は依然として残っています。ペルー、ハンガリー、サウジアラビアなど、ファンダメンタルズ上安定したクレジット特性を持つ安定国は、魅力的なスプレッドの上昇余地と、深く流動的な債券カーブを提供します。アンゴラやエジプトなどのフロンティアと呼ばれる国々は利回りが2桁近く、当社は好感しています。変革が進む国の中では、政府が前進を続けているコートジボワールに投資魅力があるとみています。よりストレス下にある国の中では、エクアドルの当局が財政調整に意欲を示しており、アップサイドが期待できます。
- 新興国市場の安定化に向けて重要なのは、ファンダメンタルズの改善と、幅広い基盤を持つ正統派的な政策決定でしょう。緩和サイクルが比較的緩やかな国、例えば南アフリカやポーランドにプレミアムがみられます。関税懸念に照らし、当社は国内政策スタンスの差別化を注視しており、米ドルとの相関が強いウルグアイ・ペソや一部のフロンティア通貨などの通貨がユーロに対して上昇するとみています。

図表5：新興国ハイイールド社債のデフォルト率は低下する見込み



出所：J.P. モルガン（2024年11月26日現在）。新興国のデフォルト率にはディストレスト債の交換が含まれます。

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。

米国以外の先進国市場 (DM)

- 2025年に入って不透明感が生じており、バリュエーションもタイトであることから、流動性とポートフォリオのリスクバランスを維持することが必要です。当社は主要市場を通して最適な金利ポジションをとり、クレジット市場の中で市場全体をアウトパフォームするレラティブ・バリューを見出すことに注力しています。
- 金利市場ではおそらくFRBが引き続き大きな影響力を持つでしょうが、当社は各国間で金融政策に格差が生じると予想します。欧州中央銀行 (ECB) とイングランド銀行 (BOE) はさらなる利下げの実施を予想する一方、日銀は引き締めを継続するでしょう。世界の国債の間で違いはありますが、当社はデフレーションに対する全体的な警戒姿勢を維持し、よりニュートラルスタンスを愛好します。
- 米国で新政権の政策詳細が明らかになるにつれて、特に関税や国際関係など、政治動向が引き続き注目されるでしょう。ドイツ、カナダ、オーストラリアでも選挙が実施されます。ドイツでは成長が鈍化する中、フランスの政治的な分裂を受けてEUのリーダーシップが必要とされているため、ドイツの選挙は特に注目されます。一方、米中間の緊張は戦略的競争の様相を呈しています。
- 当社では長期日本国債にバリューがあり、ドイツ国債はソブリン債のアロケーションとしてディフェンシブと考えます。フランス国債は、今も見通しが不透明な政治情勢を踏まえ、当社はアンダーウエイト、ショートデフレーションのスタンスを維持します。しかし、ドイツ国債に対してフランス国債のスプレッドが大幅に拡大して過剰とみられる場合は、機を見て買い増しを再考してもよいでしょう。カナダ、オーストラリア、ドイツでは総選挙が注目されますが、それまでは金利動向の影響を受けた変動の激しい期間が続く可能性があり、当社は臨機応変に対応します。
- 社債セクターでは、ドイツの自動車セクターにとって中国勢の進出が脅威となっており、景気敏感セクターへの圧力が高まっています。欧州の金融セクターはバリューがあり、欧州投資適格債は依然として、ショートデフレーションのポジションで大きな利回り上昇オプションを提供しています。
- 米国の関税引き上げがどうなるか、その結果が待たれますが、中国が先進国市場のペースメーカーであることには変わりはありません。中国政府による景気刺激策が、貿易関係が継続する先進国市場に影響を与える可能性があります。特に台湾やフィリピンをめぐる紛争など、米中間の緊張が高まれば、地政学的な状況は悪化するでしょう。

- 日本は今も金融引き締めの方にあり、当社はあと2回の利上げを予想しています。当社はまた、米国関税引き上げと財政緩和の可能性について注視していますが、初期の兆候を見る限り、金利への影響はそれほどないとみえています。

証券化クレジット

住宅ローン担保証券 (MBS)

- 保険会社と資産運用会社を中心に、MBSに対する投資家需要は依然として旺盛です。2025年に新規発行が減ったことでバリュエーションが下支えられ、トータルリターンへの獲得機会が生まれるでしょう。
- 規制環境が改善し、イーロードカーブ環境も有利となれば、銀行からMBS市場への資金流入が増えるでしょう。
- 住宅価格は1年を通じて3~5%上昇すると予想されており、モーゲージ・クレジットのファンダメンタルズは依然として健全です。MBS商品は、社債や国債に比べて、クレジット・ニュートラルベースで魅力的な利回りを提供します。
- クオリティの高いセクターに投資機会はシフトするでしょう。エージェンシーMBSやクレジット・クオリティの優れたノンエージェンシーMBSが優れた需給要因と健全なファンダメンタルズならびに利回りを提供しています。証券化クレジットへの投資においては各セグメントの強みを活用してポートフォリオを分散することで市場の変動による影響を抑えることができます。

商業不動産担保証券 (CMBS)

- CMBSのバリュエーションも、全体的な商業用不動産市場と同様、厳しい状況にあります。オフィス市場の一部は2025年も低迷が続くでしょうが、当社は、商業用不動産 (CRE) のデフォルトが全体に波及するという懸念は主にセンチメンタリズムによる認識の問題と考えています。
- 2025年は商業用不動産買収資金の借入調達市場シェアを拡大すると予想されます。2024年には資本コストの上昇と市場の不透明感によって低調な取引件数となりましたが、バイヤーは今年、この市場に戻って来ることを検討し始めています。
- 借り手は、低コストでの資金調達はもはや過去のものであることを受け入れており、取引件数も徐々に回復しています。特定のオフィス物件や期間が経過したコンデューイトCMBSは見越ざされており、魅力的なトータルリターンへの獲得機会を提供します。

図表6：ABS市場の成長

(単位：10億ドル)



出所：JP モルガン 2025年の見通し 2014～2025年（予想）2024年11月26日現在。

資産担保証券 (ABS)

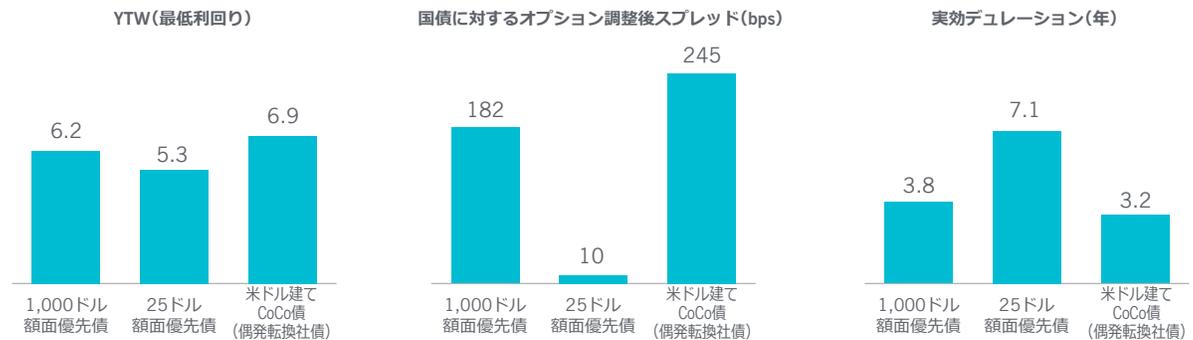
- 2024年にABSの新規発行は世界金融危機以来最大となり、スポンサー数、担保の種類など、いくつかの指標でもABS市場は拡大しました（図表6）。年間25～30%という記録的な成長率を維持することは難しいでしょうが、一部の分野では長期的な追い風が続いています。
- 市場が拡大中のエソテリックABSは成長の主なけん引役となるでしょう。このセグメントは今後も魅力的なリスク調整後リターンのおもな源泉となる可能性が高く、投資家によって広く受け入れられています。エソテリック債券は魅力的なスプレッド、レジリエントなキャッシュフロー特性、伝統的なアセット・クラスとは一線を画した分散投資を提供します。

・当社はソフトランディングを予想していますが、この先、ABS市場を左右するのは、雇用、経済成長、インフレなど主にマクロ経済要因となるでしょう。当社は、ソフトランディングという経済環境を背景に、クレジットパフォーマンスは引き続き堅調に推移するとみています。

優先債

- 米経済がソフトランディングとなれば、優先債が有利となるでしょう。銀行のバランスシートは依然として健全で、高水準の自己資本規制により、高い信用格付けが裏付けられています。トランプ政権の下、FRBの政策と規制環境がどうなるかは不透明感を増しています。クレジットの面からいうと、高水準の自己資本規制と厳格な規制当局による管理によってファンダメンタルズが支えられ、魅力的な税優遇利回りも相まって投資家需要は押し上げられてきました。この需要は2025年も続くでしょう。
- 1,000ドル額面優先債と米ドル建てCoCo債（偶発転換社債）は、25ドル額面優先債よりも高いオプション調整後スプレッド（OAS）と利回りを提供します。また、1,000ドル額面優先債と米ドル建てCoCo債の平均デュレーションは25ドル額面優先債の約半分、さらにリスク調整後ベースで魅力的なセグメントとなっています（図表7）。
- 2025年の純供給はやや増えるでしょう。ムーディーズが最近、ハイブリッド証券のエクイティ割り当てに関する格付け手法を変更したことに加え、AI需要によって公益事業の設備投資ニーズが急増したこともあり、新規発行は増

図表7：1,000ドル額面優先債とCoCo債（偶発転換社債）が魅力的なスプレッドと利回り、デュレーションを提供



出所：バンクオブアメリカ、2024年10月31日現在。掲載されている運用実績データは過去の運用実績で、将来の結果を予測または保証するものではありません。代表的なインデックス：1,000ドル額面優先債：ICE BofA U.S. Institutional Capital Securities Index、25ドル額面優先債：ICE BofA Core Plus Fixed Rate Preferred Index、CoCo債（偶発転換社債）：ICE USD Contingent Capital Index。

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。

図表8 : 投資適格債の利回りは依然として魅力的

米国投資適格社債最低利回り (YTW, %)



出所：ブルームバーグ、2009年6月30日～2024年10月31日、日次YTW（最低利回り）。掲載されている運用実績データは過去の運用実績で、将来の結果を予測または保証するものではありません。代表的なインデックス：米投資適格債：Bloomberg U.S. Aggregate Index。

えるでしょうが、旺盛な投資家需要によって吸収され、全体的なバリュエーションへの影響は軽微と予想されます。

- 銀行や保険会社、公益事業などは厳しく規制されているため、それらの優先債は資本構造の中で下位にありながら、低いリスクで高いスプレッドと利回りを獲得する機会になると当社はみています。

投資適格社債

- 強気の米国経済見通しと、堅調な企業のファンダメンタルズ、良好な需給要因などによって投資適格社債にとって有利な状況が生まれています。2025年は企業利益とキャッシュフローの増加が見込まれます。
- 債券の償還期限到来と資本支出の拡大、M&Aの可能性などにより、発行高は増えるでしょう。米国大統領選挙前には短期での資金調達をしようとする動きがみられ、選挙後も政策見通しが明らかになるまではそうした傾向は続くと思われます。クレジットカーブの長期ゾーンはフラットな状況が続き、一部はオーバープライシングとなっています。5～10年ゾーンは利回りが魅力的でバリューを提供しています（図表8）。

- 長期の構造的な追い風によって、資産の質の改善と貸出増、資本市場活動などから銀行セクターが恩恵を受けています。通信塔やデータセンターを含む通信セクターは、根底にある旺盛な需要と高い参入障壁から恩恵を受け、優位にあります。公益事業は発行高が増えており、エクスポージャーを追加するための魅力的なエントリーポイントが見つかるでしょう。テクノロジー関連の電力需要から恩恵を受ける公益事業はほぼ景気に左右されず、このセクターの需要は堅調が続くと予想されます。

- 2025年にはM&Aの回復が予想され、それから恩恵を受ける優良銘柄を特定する選別能力が不可欠です。買収資金を主に借入調達しようとする企業は比較的风险が高くなります。企業統合が最も盛んになるとみられるのは、ヘルスケア、エネルギー、地方銀行セクターです。ファンダメンタルズを深く理解している投資家はこうした環境をうまく乗り切ることができるはずです。

課税地方債

- 課税地方債のファンダメンタルズは今後も、米国の国内政策変更からの影響はそれほど受けにくいでしょう。このアセット・クラスは、税収の伸びが続き、地方政府の準備金が潤沢にあることから、経済の不確実性による影響を受けにくくなっています。
- 課税地方債市場は今後も、需給不均衡の恩恵を受け、2025年に新規発行があればすぐに吸収されるでしょう。
- 優良なAA格の課税地方債のスプレッドは、米投資適格社債に比べて多少は縮小しているものの、11月末時点では依然として米投資適格社債よりもワイドです（図表9）。課税地方債は債券アロケーションにおいて魅力的な分散投資先となり得ます。

- 米国外の投資家にはヘッジコストと、米国債とのスプレッドがリスクです。米ドルエクスポージャーに対するヘッジコストは特に日本で高止まりしており、それが続けば、課税地方債の需要が抑えられる可能性があります。国債とのスプレッドに関しては、課税地方債はデレイトメントが長く、大きな利回りの変動に対するリスクが高くなるでしょう。財政赤字に歯止めがきかなければ需要面でも懸念が生じます。
- 課税地方債市場は、発行体が必需サービスの提供者であるため、押し上げられています。信用格付けが高く、デフォルトリスクが低く、需給不均衡が続き、他の市場セグメントとの相関にも魅力があることから、課税地方債はダウンサイドリスクを抑えつつ、デレイトメントの長い投資機会を提供します。

図表9：課税地方債スプレッドは米社債よりもワイド

AA格のスプレッド



出所：ブルームバーグL.P.、2018年1月31日～2024年11月29日、毎月表示。スプレッドは、オプション調整後スプレッド（OAS）です。掲載されている運用実績データは過去の運用実績で、将来の結果を予測または保証するものではありません。代表的な指数：課税地方債：Bloomberg U.S. Taxable Municipal Bond Index、米国社債：Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index。

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。

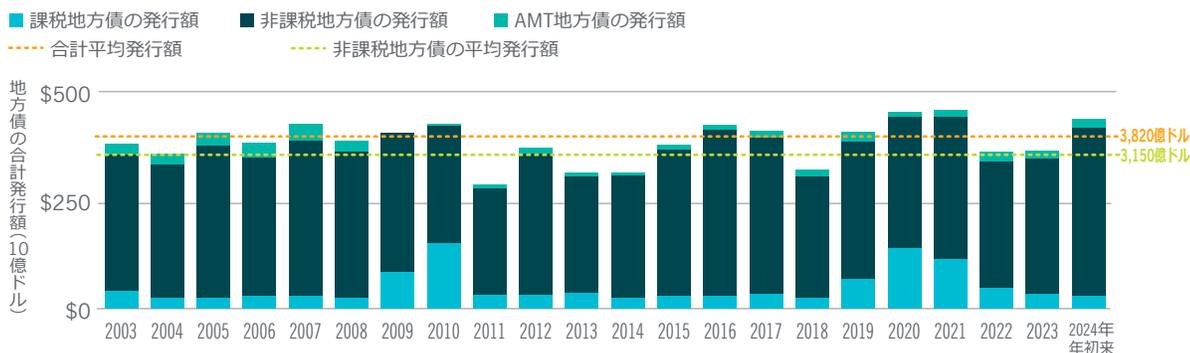
非課税地方債

- 米新政権による景気刺激策拡大見通しに加え、FRBもそれほどハト派的でなくなっていることから、米国債と地方債の利回りはより長くより高い水準が続くと考えられます。市場の目が金融政策から財政政策へと移る中で税制を巡る議論は続くでしょうが、地方債投資家にとっては現状維持となるでしょう。今後大規模な税制変更があると思われ、共和党はおそらく、高所得者層の限界税率や、収税および地方税の控除額上限など、もうすぐ期限が切れる2017年税制改革法の一部延長を推進すると社はみえています。
- 地方債の利回りとスプレッドは魅力的な水準であるため、投資適格債およびハイイールド債双方の需要増が見込まれます。米国世帯の資産は増えていますが、地方債市場ではまだ発行済み残高の同様の伸びがみられず、需給の不均衡が生じています。ハイイールド地方債のクレジット・スプレッドは良好な状況が続くとみられ、今後もタイト化が続く可能性があります。市場環境は健全で、信用状況もよく、市場の波及リスクも以前よりよくコントロールされていることから、当社はクレジット・スプレッドが拡大するリスクは予想していません。

- 供給面では、非課税地方債にとって2025年は堅調だった2024年に続き、力強い年になるでしょう。当社の調査によれば、供給はもっと分散され、人口増加に応じたインフラ資金としてハイイールド債が発行されるほか、利下げ観測に伴ってより小規模な発行体も市場に参入すると予想されます(図表10)。
- 地方債の需要は旺盛な状況が続くものの、利下げが予想以上に鈍いペースとなっていることから投資家は依然として現金同等物を保有しています。地方債市場は2022年と2023年に資金流出がみられた後、今後回復する余地があります。イールドカーブは2025年にスティープ化し、投資機会を狙っている投資家にとってデュレーションの長い地方債の魅力が増すでしょう。
- 州と地方自治体の政府では堅調な税収が予想され、準備金も記録的な水準に積み上がっているため、たとえ経済が下向いたとしても地方債はそれを乗り切れる有利な位置にあります。ヘルスケアや教育、公益事業など一部のセクターは共和党の圧勝によって影響を受けるかもしれませんが、多くの地方債発行体は広範な自治性と地域のコントロールから恩恵を受け、債務返済の担保となる歳入は比較的安定しています。当社のクレジット・リサーチ・チームは、力強い上値余地を持つ相対価値機会を特定するため、個々の発行体とセクターを丹念に評価しています。

図表10：2025年の非課税債の供給は堅調を予想

地方債の発行額



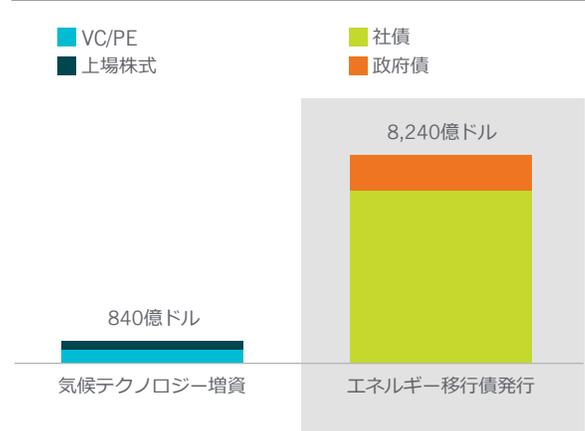
出所：証券業金融市場協会 (SIFMA.org)、米国債券市場発行額と残高、2024年11月4日、2024年10月31日までの期間。ここに示す平均合計発行額と非課税地方債の平均発行額は2003年1月1日～2023年12月31日の期間のデータです。AMT地方債の発行は、非課税地方債市場の一部です。

インパクト投資

- 2024年に、グリーン、ソーシャル、サステナブル（GSS）と銘打った債券の発行額は合計1兆ドルに上りました。これは過去2番目に多い発行額です。2025年も、発行体の間で資金使途ベースの構造を使用する動きが広がっており、同様の発行額が予想されます。さらに、2025年には多額の債券が償還期限を迎えるため、より長期のプロジェクトの借り換え機会が生まれるはずで、再生可能エネルギー・テクノロジーの規模拡大に伴うコスト低下に加え、資本コストの低下も相まって、借り手のマージンが改善し、クレジット特性も改善しています。当社は引き続き、資金調達の結果、事業モデルが成功し、貸し手（つまり債券投資家）としての当社への返済確率が改善するような投資機会に焦点を絞っています。
- 気候目標と脱炭素イニシアチブの重要性が世界的に増す中で、エネルギー移行は長期にわたり構造的な追い風を提供します。必要な資本支出は多額に上りますが、債券市場は投資家や資産オーナーから資本を集めるために効率的でスケーラブルな仕組みを提供します。しかし、エクイティとベンチャーの資金調達には、膨大な資金源とデューデリジェンス、交渉サイクルが必要です。インパクト投資家は債券市場を通して投資することに魅力を感じています。債券市場の方がより大規模で流動性に優れ、アクセスしやすい機会を提供するためです。図表11に2023年に世界中で行われた資金調達のコンセプトを示します。債券市場ではまた、多種多様なポートフォリオ構築が可能で、分散投資も可能です。
- グリーンボンド市場はインパクト投資家とその他の債券投資家にとって魅力的なエントリーポイントとなります。グリーンボンドの発行代金の用途はNuveenの環境インパクトテーマと合致しています。再生可能エネルギーや気候変動関連のアウトカムとしては、太陽光発電や風力発電の建設や拡大、発電・送電システムの効率改善、地球温暖化ガスの排出削減をもたらすプロジェクトなどが挙げられ、天然資源関連のアウトカムとしては、土地保全や持続可能な森林、海洋保全、持続可能な漁業、省エネビル、汚染地の修復および再開発、清浄な飲料水、廃棄物管理などが挙げられます。

- 当社は分析における深い専門知識を駆使して、いわゆるグリーン市場内外で投資機会を発掘します。各取引の調達資金の用途を理解し、アウトカムベースの報告フレームワークを使うことで、当社は必ずしもインパクト投資というラベルが付いていない債券も分析することが可能です。
- 世界中の高格付け債券と投資適格以下の社債市場で、スプレッドは今までにないほどタイト化しています。インパクト債はクレジット・アロケーションを補完する分散投資先として使えます。機会セットにはショート・ロング双方のデュレーションがあり、クレジットのプロフィールも幅が広く、証券化された地方債と混合金融セクターで利用できる非効率性を提供します。不透明な政治情勢、経済的ボラティリティ、国際関係の懸念に市場が直面する中で、インパクト投資は債券アロケーションで重要となる分散投資を可能にします。

図表11：エネルギー移行に向けて資本市場が重要な役割



出所：BloombergNEF、2023年12月31日。掲載されている運用実績データは過去の運用実績で、将来の結果を予測または保証するものではありません。代表されている地域には、米国、欧州、アジア、その他世界が含まれます。

マルチセクター

マルチセクターの中では、当社は4つの主要な投資テーマに焦点を絞ります。

- 足元利回りが15年以上ぶりに最適なスタート地点を投資家に提供している。
- 長期金利も短期金利も、より長期にわたって高止まりが予想されるため、魅力的なインカムゲインの機会が生じている。
- 政策シフトと経済減速の可能性を踏まえ、ボラティリティに備えたポジションとする。
- リスク要因エクスポージャーの源として、デフレーションと信用リスクとのバランスをとる。

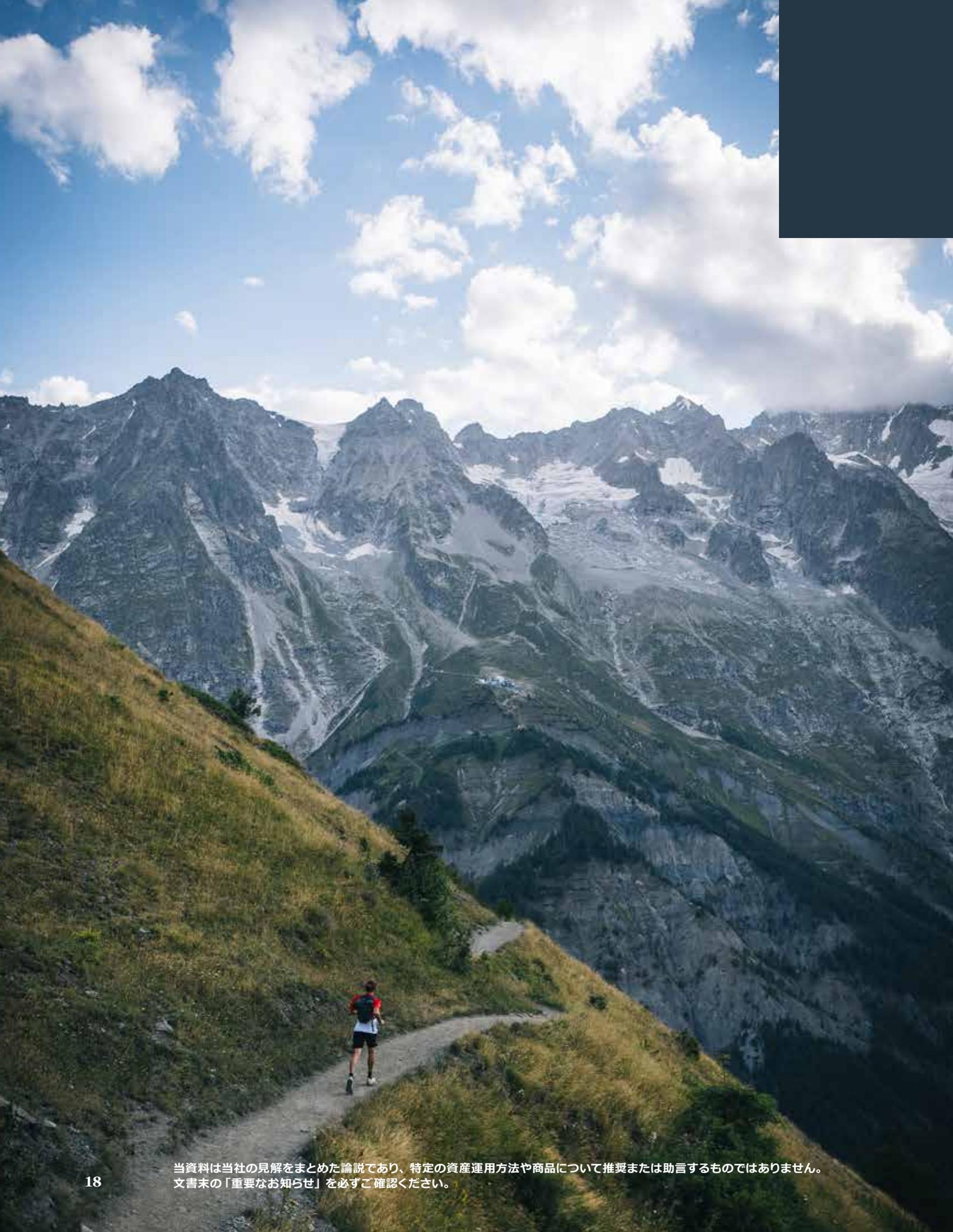
市場の変動は2025年に入っても続く可能性があり、FRBの利下げペースは当初予想したより鈍いものとなるでしょう。政策や経済指標、地政学的緊張の高まりなどをめぐる不確定要因によって、市場では短期的にショックが生じる可能性もあります。

トランプ政権の下で規制が緩和されれば、企業のキャッシュフローが増えて債務返済や金利支払いに充当されるでしょう。ハイイールド・セグメントの下限に位置する企業は、資金調達コストや金利コストの上昇から打撃を受ける可能性があり、よりクオリティの高いポジションが注目されます。

金利リスクを取った投資家は収穫を得始めています。当社は、イールドカーブの長期ゾーンにおけるオーバーウエイトを引き続き警戒視しますが、スプレッドの拡大に合わせて、より質の高い長期エクスポージャーを戦術的に増やします。

市況は、臨機応変に対応可能な分散戦略にとって有利となるでしょう。また、ボラティリティによって圧力が生じ、経験に基づいたクレジット選別が魅力的な利回りを生み出すと思われる。ハイイールド債は今後も全体的に有利な事業環境によって恩恵を受けるでしょう。





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。

著者

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	スコット・カラハー ケビン・ロレンズ、CFA® ヒマニ・トリベディ	ラビ・チンタパリ、CFA® リンジー・グルール シャノン・ジン、CFA®
新興国債券 (EM)	キャサリン・レンフルー	ジェフリー・C・スミス、CFA®
米国以外の先進国市場 (DM)	ジョン・エスピノサ	ジェフリー・C・スミス、CFA®
証券化クレジット	クリス・ジェルトラップ アシュ・K・パレク、CFA® ニコラス・トラバグリノ	ジャック・アレン、CAIA サミラ・マティン・フォガティ
優先債	ダグラス・M・ベイカー、CFA®	リサ・A・セグナー、CFA® カリ・スタンウェイ、CFA®
投資適格社債	ジョセフ・ヒギンズ、CFA®	ジャック・アレン、CAIA サミラ・マティン・フォガティ
課税地方債	ダニエル・J・クローズ、CFA®	クリストファー・G・パロン
非課税地方債	ダニエル・J・クローズ、CFA®	アンドリュー・J・ルバート、CFA®
インパクト投資	スティーブン・M・リベラトーレ、CFA®	アラン・パピエ、CFA®
マルチセクター	ニコラス・トラバグリノ	ジャック・アレン、CAIA デイビッド・R・ウィルソン、CFA® サミラ・マティン・フォガティ

CFA®およびChartered Financial Analyst®はCFA Instituteに帰属する登録商標です。

詳細については、nuveen.comをご覧ください。

重要なお知らせ

ヌベーン・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れば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「ヌベーン」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。

ヌベーン・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