

インサイト・インベストメント 2026年債券市場展望

2025年11月

要旨

グローバル金利：流動性がもたらす投資機会

4頁

投資家が金利上昇の恩恵を求めてマネー・マーケット・ファンド（MMF）へ資金を振り向けた結果、世界の現金（キャッシュ）残高は急増しました。米連邦準備理事会（FRB）が想定通り2026年にかけて金融緩和を継続した場合、イールドカーブのスティープ化の恩恵を享受するために、この流動性が債券市場に向かう可能性があります。機動的な運用戦略においては、グローバルなアプローチが魅力的な投資機会につながるでしょう。例えば、米ドルまたはユーロの為替ヘッジ付き日本国債は2025年の多くの期間、米国債やドイツ国債を上回る利回りプレミアムを提供しました。

インフレ：極めて異例なサイクル

6頁

2026年のインフレ見通しは、先進国間で大きな乖離があります。ユーロ圏と日本ではインフレ率が中央銀行の目標を下回る見通しです。対照的に英国と米国では物価上昇圧力が高止まると予想されます。この乖離は、欧州中央銀行（ECB）が金融緩和サイクルを主導してきた背景を表しています。FRBとイングランド銀行は現在、インフレ率が目標を上回っているにも関わらず、金融緩和を実施するという極めて繊細な調整を迫られています。これは近年前例がなく、現在のサイクルの特異性を浮き彫りにしています。

マルチアセット：テクノロジー投資は成長を下支えするか

7頁

米国企業の収益性は依然として堅調です。利益率は数十年ぶりの高水準にあり、これが投資と成長のための安定した基盤となっています。特に米国の巨大テクノロジー企業が数年にわたるAI主導の投資ブームをけん引しています。メディアの見出しを飾るような投資額は誇張されている可能性はあるものの、控えめな推計でも、世界経済の成長を力強く下支えし得る規模と言えるでしょう。世界的にデータセンターの拡張が加速する中、この投資サイクルは経済の不確実性に対する短期的なレジリエンス（耐性・回復力）をもたらす可能性があります。こうした背景から、インサイト・インベストメント（以下、当社）はリスク資産の見通しについては慎重ながらも楽観的な見方を維持しつつ、下振れリスクを注視しています。

投資適格社債：なぜ投資適格社債投資が魅力的なのか

9頁

絶対利回りの水準が歴史的に見て高く、スプレッドが過去のレンジの中でもタイトな現在の状況では、多くの投資家にとって利回りの水準はスプレッドよりも重要です。アクティブ運用者にとって利回りは、社債投資におけるリターンの起点になります。低成長の環境下では、企業は収益拡大に苦戦しても債務返済は可能であることから、投資適格社債は通常、株式を上回るパフォーマンスを示す傾向にあります。2026年は構造的に不透明な市場によって非効率性やミスプライスが生じやすいことから、アクティブ運用の運用者にとって好機となるでしょう。そのため運用者の選定が鍵になります。

米国地方債：米国債と社債の間の選択肢

11頁

米国地方債は、米国債と社債の中間的な位置づけとして、魅力的な利回りプレミアムと改善傾向にあるクレジット・ファンダメンタルズを兼ね備えています。強固な州財政、イールドカーブのスティープ化、好ましいテクニカル要因に支えられ、低成長環境下でも米国地方債はレジリエンス（耐性・回復力）とリターンの両方が期待でき、グローバル債券ポートフォリオの一つの選択肢として魅力的な債券セクターと言えます。

グローバル・ハイールド債券：リスクを再考する時

12頁

ハイールド債券は構造的な変容を遂げており、発行体の質の向上、規律ある債務管理、継続的に低水準のデフォルト率が、スプレッドの縮小を支えています。プライベート・クレジットの拡大により、よりリスクの高い借り手がパブリック市場からプライベート市場へと移行し、ハイールド債券全体の信用力が向上しています。魅力的な利回りと景気循環を通じた回復力を勘案すると、ハイールド債券は依然として株式に代わる魅力的な選択肢です。特に低成長環境下では、歴史的にハイールド債券が株式を上回るパフォーマンスを示す傾向にあります。

セキュアード・ファイナンス：AIインフラ投資ブームの活用

14頁

巨大テクノロジー企業がデータセンター、クラウド・プラットフォーム、光ファイバーネットワークなどへの投資を拡大させる中、その多くは負債による資金調達で賄われており、その金利は従来の社債よりも高くなっています。拡大を続ける資産担保融資（ABF）市場は、個々のニーズに合わせたリスク・プロファイルと魅力的なスプレッドを提供しますが、信用分析とディール・ストラクチャリングやスキームに関する専門知識が求められます。この複雑性プレミアムは、デジタルトランスフォーメーション（DX）の次の波にアクセスするための有力な手段になるでしょう。

新興国債券市場：再び注目を集める

16頁

新興国債券は、社債、ソブリン債、現地通貨建てなど、総じて良好な見通しです。魅力的な利回りの優位性、改善するファンダメンタルズ、分散効果を背景に、新興国債券は投資家の関心を再び集めています。地政学リスクが点在するものの、新興国債券市場のユニバースは広範にわたるため、グローバル・ショックの影響を受けにくい内需中心の投資機会を厳選することが可能です。

グローバル通貨：岐路に立つ米ドル

17頁

米ドルは2026年に重要な局面を迎えるでしょう。歴史的な高値からの最近の下落を受け、米ドルは反発するのか、それとも持続的な下落局面入りするのかが問われます。米ドルは依然として世界の基軸通貨ですが、財政懸念の高まり、政治の不確実性、対外投資ポジションの悪化を背景に、これまでの良好なパフォーマンスの時代は終焉するかもしれません。米ドル安は世界の資金フローを変化させ、米国資産に対するバリュエーション・プレミアムを縮小させるとともに、特に米国と主要国間の金利差が縮小する局面では、投資家に通貨エクスポージャーの再評価を促す可能性があります。

グローバル金利

流動性がもたらす投資機会

巨額な資金が債券市場へ流入する可能性

パンデミック後のインフレ上昇に対処するため、中央銀行が金利を正常化したことを受けて、ここ数年、投資家の行動は劇的に変化しました。金利が急上昇する中、最小限のリスクと高い流動性を保ちながら、魅力的な利回りを提供するマネー・マーケット・ファンド（MMF）は、個人投資家と機関投資家の双方にとって魅力的な投資選択肢となりました。世界金融危機後、米国のMMF残高は長年にわたり約3兆米ドル水準で安定していました。しかし、2025年半ばには、米国のMMF残高は約7.4兆米ドルに達し、FRBが2022年初頭に利上げを開始して以来、約2.3兆米ドルの増加となりました（図1参照）。また、英国では、現金ISA（個人貯蓄口座）への資金流入が2023年に約472億ポンドに達し¹、過去8年間の合計額を上回りました。

近年、各国の中央銀行の政策は乖離しており、ECBは先進国中央銀行の中でも積極的な金融緩和を実施してきました。しかし、FRBが2026年までに金融緩和を行うことで、この乖離は縮小すると予想されます（図2参照）。現金金利が低下し、イールドカーブがスティープ化する中、当社は、投資家が現金からイールドカーブに沿って資金を移動させる自然な流れが生じ、これが債券市場への流動性の波を引き起こす可能性があるかと予想しています。

図1：米ドル建てMMFに保有される現金残高²

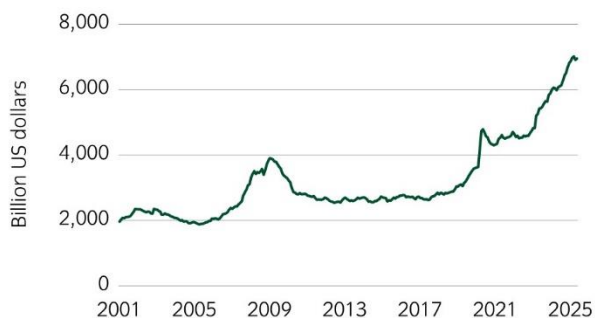
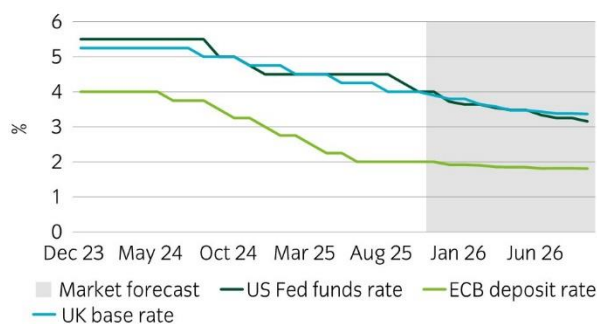


図2：FRBは2026年に向けて利下げを継続する見込み²



グローバルな投資機会が豊富に存在

機動的な運用が可能な投資家は、グローバルなアプローチを採用することで、絶対収益戦略と相対価値戦略の両方にまたがる、より広範な投資機会に恵まれます。その好例が日本です。日本と他の先進国市場との金利差が依然として高水準であったにもかかわらず、日本国債の利回りは2025年を通じて着実に上昇しました。こうした動きは、海外投資家にとって魅力的な環境を生み出しました。日本国債を購入し、その為替リスクを米ドルやユーロにヘッジすることで、同年限の米国債やドイツ国債を直接購入した場合よりも高い利回りプレミアムを獲得できるからです（図3参照）。このようなクロス・マーケット戦略は、リターンの上昇や分散効果の強化につながる可能性があります。

図3：日本国債はヘッジベースで米国債およびドイツ国債を上回る利回りを提供²

10-year JGB's hedged into US dollars



10-year JGB's hedged into euros



¹ Source: [Investment Management in the UK 2023-2024.pdf](#), (PDF), October 2024, Investment Association.

² Source: Insight and Bloomberg. Data as at 31 October 2025. Hedged JGB rate calculated using 1mth forward rate differentials.

イールドカーブのロールダウン

債券市場における隠れたリターンの源泉

投資家は、債券投資を現行の利回り水準の関数と考えがちです。しかし、債券投資において、インカムはリターンの出発点に過ぎません。イールドカーブが順イールドの場合、債券が時間の経過とともに「イールドカーブを下る」ことで、債券価格が満期に向けて自然に上昇するいわゆるロールダウン現象が生じます。

仕組みは以下の通りです。

- イールドカーブが順イールドの場合、長期債は短期債よりも高い利回りを提供します。
- 時間の経過とともに、イールドカーブの形状が変化しないと仮定すると、債券の残存期間は短縮し、イールドカーブのより低い利回りのセグメントへと移動します。
- 残存期間が短くなり、利回りが低下するため、これは債券価格が上昇することを意味します。
- この価格上昇は、クーポン収入に加えて債券のトータルリターンに寄与します。

例えば、クーポン利率約0.2%、償還期限2032年の10年利付日本国債（第368回）を購入した投資家を考えてみましょう。投資家は当該債券を現在の市場利回り約1.4%で購入し、そのイールドカーブでのセグメントにおける傾きは年率約-10bpです。1年間保有した後、利回りは約0.1%低下して約1.3%となりますが、これは約60bpの価格上昇を意味します。したがって、投資家は債券の利回りから1.4%の収益を得るとともに、債券がイールドカーブに沿って「ロールダウン」する効果による価格上昇から約0.6%を獲得し、約2.0%のトータルリターンを得ることとなります。1年後、投資家はこの債券を売却し、同様の満期の新発債に再投資することでこのプロセスを繰り返すことができます。これは、ロールダウンがいかに債券市場のリターンに重要な役割を果たし得るかを示しています。

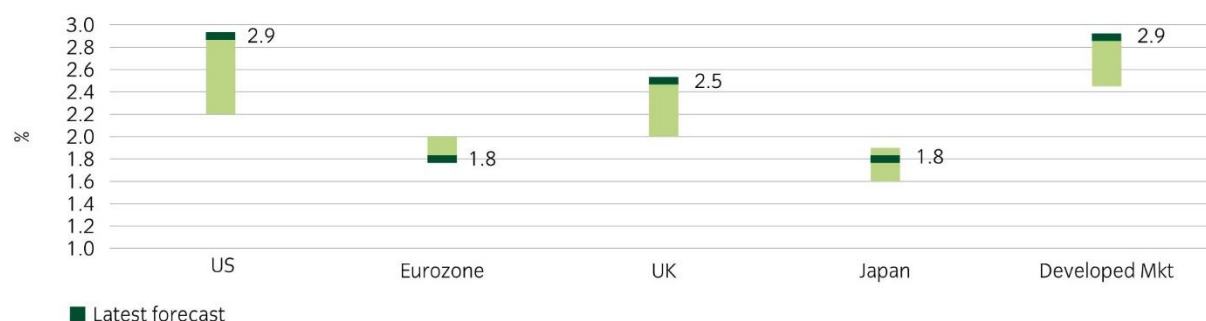
中央銀行が利下げを開始するにつれてイールドカーブがスティープ化すると予想される中、ロールダウンは債券ポートフォリオにおける重要なリターンの源泉として再浮上する見込みです。こうした動きは、各イールドカーブの中で最も魅力的な領域を積極的に狙うことができる、柔軟な運用方針を持つ運用者にとって有利に働くでしょう。

世界的なインフレ

極めて異例なサイクル

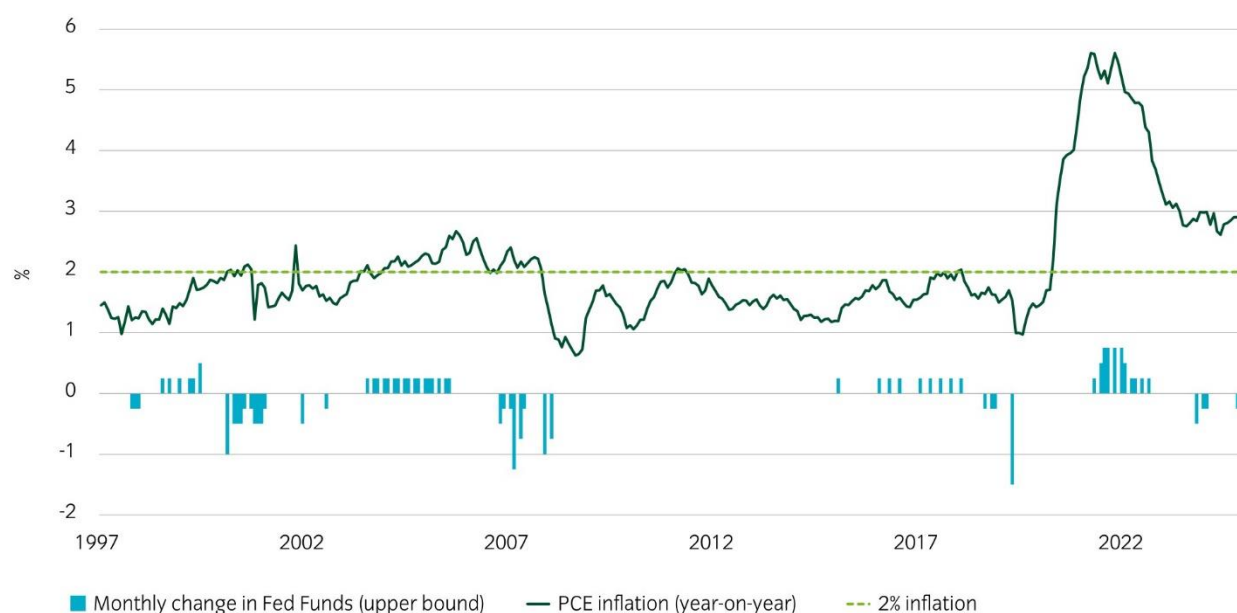
2026年を見据えると、先進国の間でインフレ予想に大きな乖離がみられます。ユーロ圏では、インフレ予想が着実に緩和され、コンセンサスではインフレ率はECBの目標である2%を下回り、当初の予想よりも低下するとみられます（図4参照）。日本について専門家たちは、2026年のインフレ予想を引き上げたものの、依然として2%を大きく下回る水準で推移すると予想しています。一方、英国と特に米国は、全く異なる状況を呈しています。両国の経済予測からは、インフレ率が2%を大幅に上回る水準で推移することが示唆されており、時間の経過とともにインフレ予想を着実に引き上げています。

図4：2026年のインフレ予測（Bloombergコンセンサス予測の過去レンジとの比較）³



このような背景を踏まえると、ECBが他の中央銀行に先駆けて金融緩和の余地を見出し、日本銀行が段階的な引き締めを継続している理由は明らかです。対照的に、FRBとイングランド銀行ははるかに複雑な課題に直面しています。両者とも、インフレが頑固に高止まりする一方で、経済成長とその基盤となる労働市場が軟化しつつある状況に対応しています。FRBには二重の使命があるにもかかわらず、インフレが依然として問題視される状況で利下げに踏み切るのは近代史において前例がなく、現在の景気循環がいかに異例であるかを浮き彫りにしています（図5参照）。今後の動向は、労働市場の軟化がインフレ圧力を抑制するのに十分かどうか、そして関税関連の価格上昇が一時的なものにとどまるかどうか大きくかかっています。

図5：近年、FRBがこれほど困難なインフレに直面しながら利下げを行った事例はない⁴



^{3,4} Source: Insight and Bloomberg. Data as at 31 October 2025.

マルチアセット：マクロ動向

米国の経済成長の不思議な回復力

米国と貿易相手国間の貿易摩擦激化による経済的影響への懸念が広がる中、米国の経済成長は驚くほど堅調に推移しています。その一因として、「貿易戦争」が概ね一方的なものであったことが挙げられます。多くの国が米国の要求を迅速に受け入れ、報復の範囲と強さを限定的にしたためです。

しかし、これが唯一の要因ではありません。関税の導入は段階的に進められ、定期的な中断や延期が行われたため、企業には調整を行い、影響を緩和する時間的余裕が生まれました。多くの企業は戦略的に在庫を前倒しで積み増すことで、短期的にはサプライチェーンへの影響を抑制していますが、在庫が徐々に減少するにつれてこの状況は変化する可能性があります。

財政政策と金融政策もまた、重要な相殺効果をもたらしました。「ワン・ビッグ・ビューティフル・ビル（大きく美しい1つの法案）」と呼ばれる税制改革法案は企業の投資意欲を大きく刺激し、FRBは利下げを実施し、さらなる金融緩和が予想されます。金融環境は大幅に緩和され、クレジット・スプレッドの縮小に伴い企業の借入コストが低下し、株式市場は反発しました。

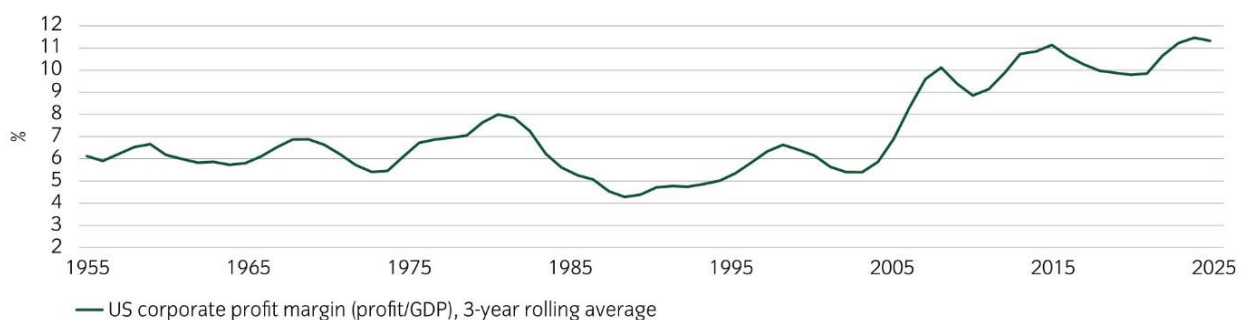
興味深いことに、貿易戦争の最中、米ドルは歴史が示唆するような上昇を示しませんでした。主要通貨に対する米ドルの強さを測るドル指数は、ピーク時から約9%下落し、米国の輸出企業にとって追い風となりました。

これらすべては、保護主義と不確実性という構造的なリスクは依然として残っているものの、現時点ではまだ、経済への深刻な打撃が生じていないことを示唆しています。真の影響がこれから現れる可能性もありますが、今のところリスク資産にはストレスの兆候はほとんどみられません。

テクノロジー投資は成長を下支えするか

近年の特徴の一つは、米国企業の収益性における驚異的な強さです。利益率は21世紀の大半を通じて着実に拡大を続け、それが一時的に中断されたのは、世界金融危機とパンデミックの期間のみでした（図6参照）。高水準で拡大を続ける利益率は、企業がより高い確信を持って投資判断を下せる環境を提供し、米国の成長と企業の優位性を支える一因となっています。

図6：米国企業の利益率は70年ぶりの最高水準⁵



企業収益の急上昇による恩恵を最も受けているのは、選りすぐりの巨大テクノロジー企業です。これらの企業、特にアルファベット、アマゾン、メタ、マイクロソフト、オラクル⁶といった「ハイパースケーラー」と呼ばれる企業は、現在、AI主導の設備投資ブームという強力な長期成長トレンドの中心に位置しています。これらの企業は、過去10年間に蓄積した利益を活用し始め、AIとクラウドコンピューティングへの急増する需要に対応するため、インフラ投資を拡大しています。この設備投資の加速は2023年に始まり、技術的・商業的需要の多様化に対応する中で、少なくとも今後5年間は継続すると予想されます。

⁵ Source: Insight and Bloomberg. Data as at 31 August 2025.

⁶ The mention of a specific security is not a recommendation to buy or sell such security.

図7：ハイパースケーラーの設備投資見通し⁷

Year	Total capex (USD bn)	Year-on-year growth (%)	Cumulative capex (USD bn)	Cumulative capex as a percentage of US GDP
2023	228	59%	228	0.8%
2024	348	52%	576	2.0%
2025	405	16%	981	3.4%
2026	452	12%	1,433	4.9%
2027	498	10%	1,931	6.7%
2028	543	9%	2,474	8.5%

これらの予測は劇的ではあるものの、ある程度、懐疑的に見る必要があります。当社のクレジット分析チームは、複数の州にまたがる重複したプロジェクト申請によって、実際の投資額が過大評価されている可能性があると指摘しています。しかし、約50%の削減といった保守的な調整を適用した場合でも、設備投資額の推計値は世界経済成長に有意な影響を与えるのに十分な規模となっています。米国企業がこの拡大の中核を担っている一方で、成長への影響は世界的に波及する見込みです。

図8：データセンターのキャパシティの予想成長率⁸

Region	Data-centre capacity growth (expected compound annual growth rate, 2024-2030)	Estimated GDP impact
Global	23%	High
US	26%	Very high
China	16%	High
Europe	19%	Moderate
United Arab Emirates	100%	High
Saudi Arabia	117%	High

この投資の長期的な生産性については議論の余地がありますが、短期的な見通しは、現在の米国の政策を取り巻く不確実性を相殺する、この堅調な投資環境によって下支えされているように見受けられます。

歴史的に見て、米国の景気後退は投資支出の急激な減少によって引き起こされてきました。戦後のすべての景気後退において、投資は一貫して景気の収縮期における最大のマイナス要因でした。したがって、企業収益性の変化やそれが投資意欲に及ぼす影響は、注視すべき重要な指標となります。

このような考えを投資の枠組みに組み込み、当社は今後1年間の見通しについて慎重ながらも楽観的な見方を維持しています。一方で、当社が観察する回復力の兆しとともに存在する明らかな下振れリスクとのバランスを取る必要性についても注視しています。

^{7,8} Source: Morgan Stanley, September 2025.

投資適格社債

なぜ今、投資適格社債投資なのか

社債投資のジレンマ

投資適格社債は現在、スプレッドがタイトな水準にある一方、利回りは歴史的に高い水準にあります。債券投資において利回りは、多くの投資家にとってスプレッドよりも重要な要素であります。インサイト・インベストメント（以下、当社）は、利回りが社債投資におけるリターンの起点になると考えています。

図9：投資適格社債のスプレッドはタイト化⁹



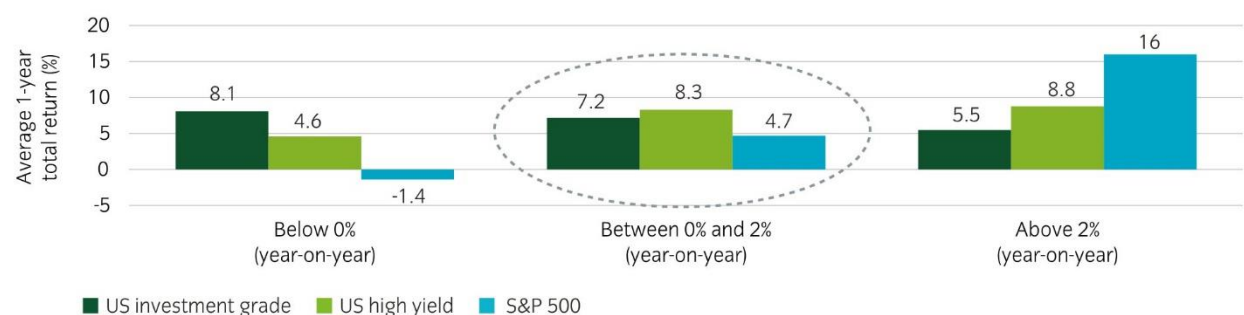
図10：一方、絶対利回りは引き続き魅力的¹⁰



低成長環境下、投資適格社債投資は魅力的

当社は世界的に景気後退に陥るとは予想していませんが、景気は低迷すると見ています。ただし、プラスの名目成長率が続く限り、社債市場にとって景気減速は必ずしも問題ではありません。一方、株式投資にとって景気減速は利益成長率を維持できなくなるため、難しい投資環境となるでしょう。債券投資においては、いかに企業が成長を加速できるかよりも、債務返済能力があるかどうか鍵となります。そのため、名目成長率がわずかにプラスであっても、社債投資にとって好ましい投資環境と言えます。歴史的に見ても、GDP成長率が0%～2%の期間、投資適格社債は良好なパフォーマンスを示す傾向にありました。

図11：歴史的にGDP成長率が低い環境で債券は株式をアウトパフォームする傾向¹¹（期間：1990年～2025年10月）



こうした投資環境は、アクティブな社債運用者にベンチマークを上回る付加価値を創出できる投資機会をもたらします。債券市場は株式市場に比べて構造的に効率性と透明性が低いため、熟練した運用者がミスプライスや非効率性を発掘する機会が多く存在します。パッシブ運用の台頭は、むしろこうした市場の歪みを増幅させています。社債市場は、相対価値に基づく投資機会がより豊富であり、ロールダウン効果をより獲得できる可能性もあります。そのため表面上の利回りに目を奪われず、ベンチマークを継続的にアウトパフォームしている、実績ある運用者を慎重に選定することが重要です。

^{9,10} Source: Insight and Bloomberg. Data as at 31 October 2025.

¹¹ Source: Bloomberg (US investment grade = Bloomberg US Aggregate Corporate Bond Index, US high yield = Bloomberg US High Yield Corporate Index, S&P 500 = S&P 500 Total Return Index), 1990 to October 2025.

財政見通し

投資機会に繋がり得る弱点を探す

フランスは2026年の懸念材料

複数の国が財政的に持続不可能な道筋を辿っているように見える中、フランスは欧州における財政不安の震源地となっています。かつてはユーロ圏の安定を支える中核的存在だったフランス国債市場は現在、慢性的な財政赤字、債務の増大、政治的な膠着状態、投資家の懸念といった圧力の高まりに直面しています。

- **悪化するフランスの財政指標：**フランスの公的債務は2025年にGDP比116%まで急増し、2026年には118.4%に達する見込みです。財政赤字はGDP比5.6%と高止まりしており、EUにおける3%の基準をはるかに上回っています。利払いのみで年間670億ユーロが費やされ¹²、同国は慢性的な基礎的財政赤字、低成長に苦しみ、年金および医療制度において財源未確保の債務を抱えています。
- **政治的な膠着状態が阻む改革の実現：**フランスの政治情勢は分断されています。議会採決を回避するための憲法上の手段（第49条第3項）の使用が常態化していますが、これは政治の深刻な不安定さを示しています。投資家は、重大な改革なしには状況が悪化する可能性が高いことを織り込んでおり、そのリスクに見合う、より高い利回りを求めています。

市場が解散総選挙の行方をどう予想するかによって、フランスの国債・社債市場に重大な不確実性をもたらす可能性があります。

米国は長期的には持続不可能な道を歩んでいる

米国の財政に関する長期的な懸念は、恒常的な財政赤字、債務対GDP比率の上昇、改革に向けた実質的な政治的モメンタムの欠如という、複合的な要因に起因しています。最近の予算案は、国家債務が従来の予想よりもさらに急速に増加することを示唆しています。そのため、今後10年間で米国の債務対GDP比率は100%から127%に上昇すると予測されています。同時に、米国は高水準の利払い負担と資金調達の増大に直面しているだけでなく、医療保険と年金制度において多額の財源未確保の債務を抱えています。

米国は世界の基軸通貨を発行するという特権的な地位と、大規模で流動性の高い金融市場からの恩恵を享受していますが、景気拡大期における財政規律の欠如により、持続不可能な道筋を辿っています。これは2026年の問題ではないものの、重大な政策転換が行われない限り、市場は時間の経過とともに米国債に対してより高いリスクプレミアムを要求する可能性が高く、多少の差があっても、あらゆる米国資産に影響を及ぼすでしょう。

¹² Source: Insight, IMF, Macrobond as at 30 September 2025.

米国地方債

米国債と社債の間の選択肢

当社は2026年、米国地方債が利回りと回復力を求める世界の債券投資家にとって、引き続き魅力的な選択肢となる可能性が高いと考えています。今後を見据えると、この資産クラスは、多くの点で改善傾向にある信用力を維持しつつ、米国債に対して魅力的な利回りプレミアムを提供できるという点で際立っています。地方債のイールドカーブは依然として顕著にスティープであり、長期投資家とアクティブなイールドカーブ・ポジショニングを通じてリターンの上を目指す投資家の双方に投資機会を提供しています。

図12：地方債は米国債や同格付けの社債と比較して実質的な利回りの向上を提供し得る¹³



図13：歴史的な水準と比較してスティープな地方債のイールドカーブ¹³



米国各州の信用状況は、潤沢な現金準備金と税収の増加を背景に引き続き改善傾向にあります。州政府は近年、記録的な規模の財政安定化基金を積み増しており、健全な個人消費と堅調な労働市場に支えられ、税収は堅調に推移しています。

図14：州の現金残高は高水準を維持¹⁴

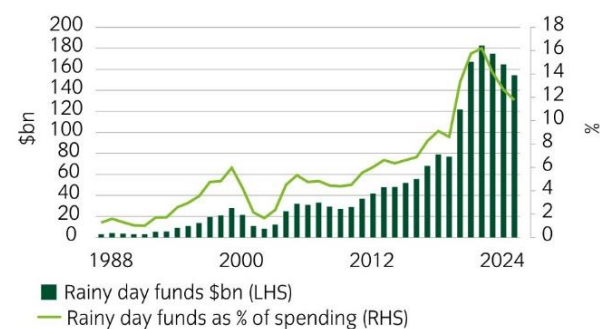
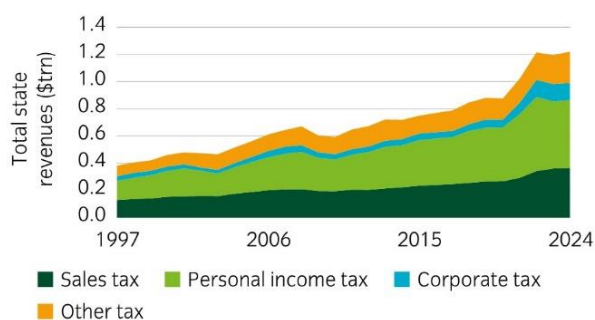


図15：州の税収は過去最高水準に迫る¹⁵



多くの州では均衡財政が法令により義務付けられており、この厳格な財政規律は連邦政府による継続的な財政拡張とは対照的です。地方債市場の需給環境も良好です。総発行は高水準ながら、課税地方債の供給は前年から減少し、需要は引き続き堅調です。これらを勘案すると地方債の組み入れは、社債に対する魅力的な代替策になると考えられます。

¹³ Source: Insight and Bloomberg. Data as at 31 October 2025. Bloomberg Municipal AAA curve slopes.

¹⁴ Source: Pew Trust, National Association of State Budget Officers. Data as at December 2024, published October 2025.

¹⁵ Source: National Association of State Budget Officers. Data as at December 2024, published October 2025.

グローバル・ハイールド債券

リスクを再考する時

当社の見解では、ハイールド・クレジットは歴史的にみられたよりもタイトなスプレッドをおそらく正当化する構造的な変革を遂げています。ハイールド債券の発行体は、信用力の改善と持続的に低いデフォルト率に支えられ、目覚ましい回復力を示してきました。重大な景気後退やシステム危機が発生しない限り、当社はこれらの動向が引き続き需要を下支えすると予想しています。

過去数十年にわたり、ハイールド債券市場は世界金融危機、パンデミック、そして最近の金利急騰など複数の危機を乗り越えてきました。これに対応して、発行体はガバナンス体制を強化し、より規律ある財務戦略を採用しました。経営陣は、明確に定義された成長計画の執行、資金調達の確実性の確保、事業の市場変動からの遮断にますます注力する傾向を強めています。パンデミックはこの姿勢をさらに強固にし、後戻りの兆候はみられません。

その結果、企業は償還期日の構成を積極的に管理し、しばしば償還予定日より大幅に前倒しで借り換えを行っています。この行動は、借り換えリスクを低減するだけでなく、プレミアムでの前倒しの債券償還を通じて既存投資家にも利益をもたらします。そうして現在は、新規発行の大半を借り換え案件が占めています。

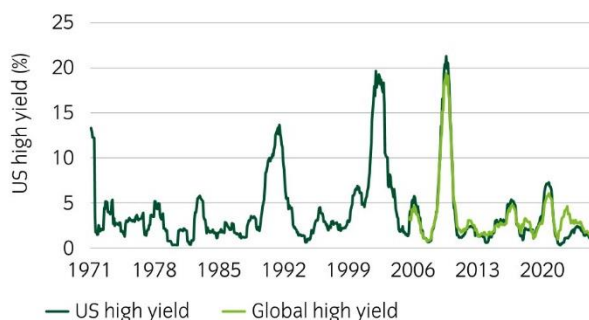
プライベート・クレジットの台頭は、ハイールド債券市場の状況をさらに再編しました。より小規模で財務状況がより厳しい発行体は、歴史的にデフォルトに傾く傾向がありますが、オーダーメイドの資金調達や柔軟なリストラチャリングがより容易なプライベート市場へ移行するケースが増加しています。この移行により、パブリック市場のハイールド債券全体の信用力は著しく改善しました。

例えば、米国のハイールド債券市場におけるBB格付けの発行体の割合は、1999年の35%から2025年10月には54%超へ上昇しています（図16参照）。この変化はデフォルト率の低下につながっています。米国における過去12カ月間のローリング・デフォルト率は約1.1%、世界全体で約1.6%であり、長期平均の約3.4%を大きく下回っています（図17参照）。

図16：ハイールド債券のクレジット・クオリティは上昇傾向¹⁶



図17：デフォルト率は歴史的水準を大幅に下回る¹⁷



^{16, 17} Source: Bank of America. Data as at 31 October 2025.

当社はハイイールド債券市場におけるこの進化がパフォーマンスを牽引し、グローバル・ハイイールド債券は今世紀に入ってからグローバル株式よりも優れた年率ベースのリスク調整後リターンを生みだしていると考えています（図18参照）。歴史的に見て絶対利回りが魅力的な水準にあるため、今後数年間でこれが変化する理由はほとんどないと考えます。

仮に世界経済が景気後退に陥ったとしても、当社はハイイールド債券の契約上の性質から、この資産クラスでは株式市場よりも小さい下落幅と、早い回復を経験すると考えています。より低いボラティリティを求める投資家にとって、短期債に投資することがリターンを大きく犠牲にすることなくこれを達成する一つの方法となっています。

図18：長期的にみてグローバル・ハイイールド債券はグローバル株式投資と比較して優位な傾向¹⁸



過去20年間でハイイールド債券市場が大幅下落したのは、2008年の世界金融危機と2022年のパンデミック後のインフレショックの局面でした。どちらのケースでも、翌年のリターンは力強い回復を示しました。

図19：過去20年でハイイールド債券市場が大幅な下落を記録したのは、世界金融危機とパンデミック時のみ¹⁹



¹⁸ Source: Insight and Bloomberg. Data between 2000 and 31 October 2025.

¹⁹ Source: Source: Bank of America Merrill Lynch indices total returns as at 30 September 2025. Euro Stoxx is Euro Stoxx 50 Index.

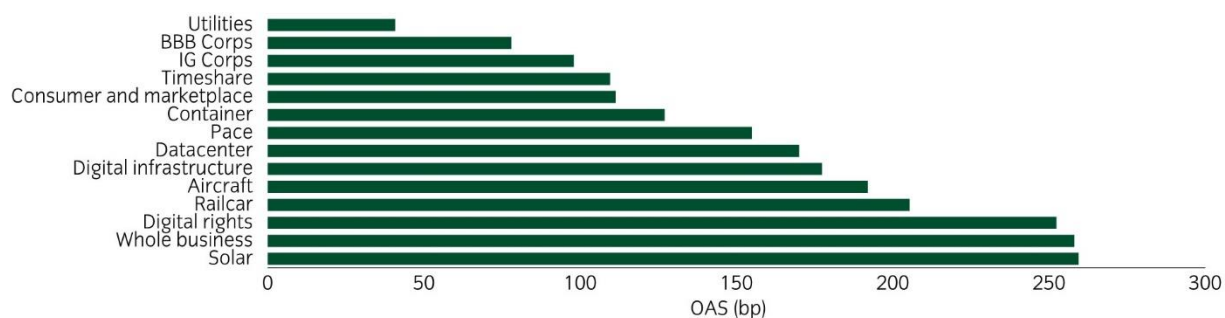
セキュアード・ファイナンス

AIインフラ投資ブームの活用

人工知能（AI）の規模拡大に向けた世界的な競争は、デジタル・インフラ投資の急増を引き起こしました。株式投資家がすでに高騰したバリュエーションを追いかける一方で、基盤となるデータセンター、クラウド・プラットフォーム、携帯電話基地局、光ファイバーケーブルは、社債発行を通じて資金調達されることが増えています。債券投資家は、インフラ構築への資金提供によって市場の主導権を競い利用する機会を得ています。発行体は資金調達を確保するため、社債市場全体よりも高い利回りプレミアムを支払う用意がある場合が多くみられます。一般的に、複雑性や非流動性のレベルが高いほど、提供されるプレミアムも大きくなります。

資産担保ファイナンス（Asset-Based Finance: ABF）市場は急成長しており、事業全体の証券化、タイムシェア、コンテナ、航空機、メディアの著作権、訴訟費用など、幅広い種類の担保が含まれています。より広範にはこれは「非伝統的ABS」と呼ばれます。担保が主に住宅ローンや消費者関連ローンである従来の資産担保証券（ABS）と同様に、これらの取り引きは、信用が借り手のバランスシートではなく、倒産隔離されたハード・アセットまたは金融資産のプールに基づいている点で、プライベート・ダイレクト・レンディングとは性格を異にします。

図20：新しい経済の複雑性プレミアム — 非伝統的ABSにおける価値²⁰



ABFのプライベートな性質は、発行体と投資家が、債券投資の目標により合致するディールの組成、例えば安定したキャッシュフローの確保、デレッションの管理、リスクエクスポージャーの最適化など、について直接協力することを可能にします。例えば、光ファイバーの証券化においては通常、成熟した、収益を生み出す事業に焦点を当てており、新規開発や巨額の設備投資に伴う不確実性を回避しています。これ程の精密なリスク分類は一般の社債市場では滅多に実現できません。

ABFセクターが拡大し成熟を続けるにつれて、当社はそれが証券化市場のより主流の一部とみなされると予想しています。早期に組み入れた者は、複雑性プレミアムと投資家のこれらの資産に対する不慣れさから利益を得ることができ、同格付けの社債と比べて魅力的なスプレッドを確保する機会を得られる可能性があります。

しかし、ABFへの投資には、信用分析、法的な枠組み、そして深い業界ネットワークといった専門的な知識が求められます。投資家は、ディール構造をモデル化し精査し、分散化が図られ、高品質な担保に裏付けられ、下振れリスクを軽減するよう設計されていることを確認しなければなりません。例えば、データセンターを担保とする証券への投資は、不動産、発電、クラウド・インフラ、テクノロジーにわたる知識を必要とします。事業証券化（Whole business securitisations: WBS）は、スポンサーの運営能力とフランチャイズ管理力がキャッシュフローの安定性にきわめて重要となるため、もう一段の複雑さが加わります。

²⁰ Source: Insight and Bloomberg. Data as at 31 October 2025.

デジタル資産（Digital Assets）

2026年とそれ以降

米国では、2025年7月に成立したGENIUS法（Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins Act: GENIUS Act）が資産のデジタル化における重要な規制上の節目となりました。これにより、米ドルやその他の安定資産にベッグされた暗号資産の一種である決済用ステーブルコインに対する初の包括的な連邦規制の枠組みが確立されました。今後成立が予定されているClarity法は、米国が幅広い資産クラスのトークン化をどのように可能にするかについて切望されている法的な確実性を提供すると期待されています。

この動きは米国に限りません。英国では金融行動監視機構（Financial Conduct Authority: FCA）がファンドのトークン化を進めるための協議を開始し、財務省はデジタル英国債を発行する場合の問題を調査しています。香港と中国もまた、デジタル資産の枠組みを積極的に模索しており、香港では2025年6月に導入されたLEAP枠組みが法的明確性を提供し、トークン化の利用範囲を拡大しています。

当社は、2026年が資産のトークン化への世界的な移行における重要な転換点となり、これらの製品に対する需要が今後数年間で急速に加速する可能性が高いと予想しています。スマート・コントラクトも、より自動化され効率的なクライアント・ソリューションを提供するために、ますます重要な役割を果たすでしょう。

トークン化は取引コストを削減し、より迅速な24時間決済を可能にし、業務効率を高め、運用リスクを低減します。このイノベーションは決済期間を延長することなく資産の即時移転を可能にすることで、担保管理に大きな利点をもたらす可能性があります。当社は、お客様への潜在的な利益を理解するために、デジタル資産（トークン化された国債など）を当社の投資ポートフォリオに長期的にどのように組み込むことができるかを探求しています。

マネー・マーケット・ファンド（MMF）のトークン化は、特に有益であると当社が考える応用例です。規制当局と中央銀行がこれらのデジタル資産を担保として適格と認めるならば、グローバルな金融安定性に資すると当社は考えます。現在、投資家はMMFを現金化することで担保要求に応じるための現金を調達していますが、これを受けたMMFは流動性の低い市場環境で短期債を売却せざるを得ません。トークン化されたMMFを即時担保として差し入れることが可能になれば、システムから不必要なストレスを取り除くことができます。

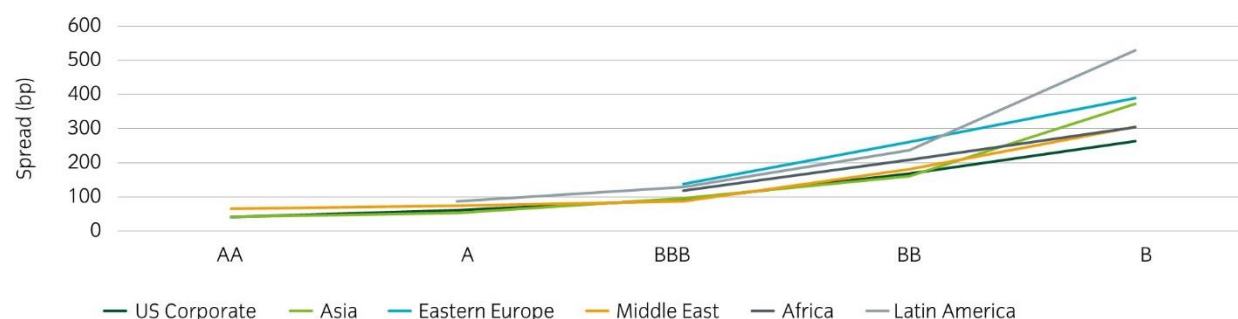
新興国債券市場

再び注目を集める

新興国市場の社債、ソブリン債、現地通貨建て債券の見通しは、何年かぶりに全体的に魅力的と言えるでしょう。2026年を見据えると、新興国債券市場は利回りの優位性だけでなく、分散効果とファンダメンタルズの強化が際立っており、投資家の関心が高まっています。

アクティブ運用者にとって、米ドル建て債券の発行における地域や信用格付け間のスプレッドのばらつきは、超過収益機会を生み出す大きな可能性を秘めています（図21参照）。この可能性は、ユーロ建て債券の発行増加と現地通貨建て債券市場の広がりによってさらに高まっています。新興国債券市場は、2024年末時点で総額約30兆米ドルを超えました²¹。70カ国以上の国と多様な社債発行体が存在し、アクティブ投資にとって豊かで多様な投資環境を提供しています。

図21：米ドル建て債券市場の多様な投資機会はアクティブ運用の潜在的可能性を示す²²



短期的に新興国債券市場が魅力的であるとする理由は以下の通りです。

- **成長の優位性**：新興国経済の先進国経済に対する成長優位性は、2025年に10年ぶりの高水準である約2.6%に上昇し、2026年には約2.4%と高止まりすると予測されます²³。これがより強固な財政動向、所得の増加、投資機会の拡大を支える要因となります。
- **堅調な企業ファンダメンタルズ**：新興国市場の社債発行体は、堅固なバランスシート、保守的なレバレッジ、健全なインタレスト・カバレッジ・レシオをもって2026年を迎えます。多くの発行体が、しばしば現地市場で積極的に借り換えを行っており、短期的な借り換えリスクを軽減し、信用力を強化しています。
- **支援的な需給環境**：新興国社債における純発行額はマイナスに転じており、調達される資本よりも投資家に返還する資本が上回る状況が続いています。これは今後しばらく続く傾向であると予想されます。一方、魅力的な利回り水準に支えられ、新興国債券ファンドへの資金流入はプラスに転じています。米ドルの下落傾向が続く場合、現地通貨建てでソブリン債を発行することへの関心が高まる可能性があり、同時に米ドル建て債券の発行体の財政見通しも改善すると見込まれます。
- **地政学リスクと分散**：地政学リスクは残っていますが、それらは個別的かつ局所的になりつつあります。新興国市場の広範な多様性は、投資家に緊張が高まった地域から分散することを可能にし、特にラテンアメリカやアジアの多くの地域は、世界的な地政学的ショックから比較的隔離されたままです。さらに、米国の関税や外部の貿易圧力へのエクスポージャーが最小限である内需志向の企業に投資する余地も大きくあります。

²¹ Source: JP Morgan. Data as at 31 December 2024.

²² Source: CEMBI, JP Morgan and Insight, as at 30 September 2025.

²³ Source: Bloomberg consensus forecasts. Data as at 31 October 2025.

グローバル通貨

岐路に立つ米ドル

2026年は米ドルにとって極めて重要な転換点の年となる見込みです。最近の高値から下落した後（図22参照）、世界の市場は現在、この通貨が回復を果たすのか、それともより持続的な下落軌道に入るのかが問われます。米国経済の方向性が、米ドルの次の動きを決定する上で重要な要素となります。米ドルは世界の準備通貨としての地位を維持していますが、近年特徴的であった例外的なアウトパフォーマンスの期間は終わりを迎えているようです。

図22：米ドルは歴史的な高値圏に留まっている²⁴



米ドルの強さは、歴史的に米国のイノベーションにおけるリーダーシップ、強固なスタートアップのエコシステム、強い経済のファンダメンタルズ、そして世界の準備通貨を発行する「法外な特権」に支えられてきました。しかし、最近の傾向はこれらの優位性が侵食されつつあることを示唆しています。拡張的な財政政策が成長を促進することで米ドルを支えてきた一方で、債務の持続可能性に対する懸念の高まりと政治的不確実性の増加が向かい風として作用し始めています。加えて、現在の米国政権は米ドルが過大評価されているという見解を公然と表明しており、その強さを緩和するための措置を講じる用意がある可能性すら示唆しています。

過去15年間、米国の株式、債券市場、米ドルは一貫してアウトパフォームしており、これは同国のダイナミックでイノベーション主導の経済に支えられています。当然のことながら、この例外的なリターン時代は、米国資産への投資家の大きな関心を引き付けてきました。その結果、米国の純国際投資のポジション（外国人投資家が保有する米国資産と米国投資家が保有する海外資産との差）は着実に悪化し、2024年末までに約36兆米ドルの赤字に達しています（図23参照）。

図23：外国人投資家が保有する米国資産は、米国人が海外で保有する資産を上回る²⁵



²⁴ Source: Insight and Bloomberg. Data as at 31 October 2025.

²⁵ Source: Insight, Federal Reserve and Bloomberg. Data as at 31 December 2024.

債務の持続性への懸念が強まり、政権がレトリックから行動へと転じた場合、海外投資家は米国資産の大量保有を解消し始め、米国内の投資家も海外への分散投資を検討する可能性があります。その場合、米国の経済成長のペースが極めて重要となります。これまで米国経済は関税や政策の不確実性を最小限の混乱で吸収するなど、顕著なレジリエンス（強靱力）を示してきました。この強さが持続し、米国の経済成長が他国を上回るなら、米ドルは底堅く推移するでしょう。一方、成長の鈍化は構造的な弱含みを拡大させます。FRBの動向も重要であり、金利が低下するにつれて、米ドルリスクのヘッジコストは低下します。投資家は、引き続き米国のメガキャップのテクノロジー企業を選好するかもしれませんが、米ドル保有がその投資戦略に不可欠なのか再考する可能性が高いと言えます。

FIND OUT MORE

Institutional Business Development

businessdevelopment@insightinvestment.com

European Business Development

europe@insightinvestment.com

Consultant Relationship Management

consultantrelations@insightinvestment.com



company/insight-investment



www.insightinvestment.com

This document is a financial promotion/marketing communication and is not investment advice.

This document is not a contractually binding document and must not be used for the purpose of an offer or solicitation in any jurisdiction or in any circumstances in which such offer or solicitation is unlawful or otherwise not permitted. This document should not be duplicated, amended or forwarded to a third party without consent from Insight Investment.

Insight does not provide tax or legal advice to its clients and all investors are strongly urged to seek professional advice regarding any potential strategy or investment.

For a full list of applicable risks, investor rights, KIID/KID risk profile, financial and non-financial investment terms and before investing, where applicable, investors should refer to the Prospectus, other offering documents, and the KIID/KID which is available in English and an official language of the jurisdictions in which the fund(s) are registered for public sale. Do not base any final investment decision on this communication alone. Please go to www.insightinvestment.com

Documents such as the KIID or KID are not applicable to Australia.

Unless otherwise stated, the source of information and any views and opinions are those of Insight Investment.

Telephone conversations may be recorded in accordance with applicable laws.

For investors in the United Kingdom (UK): Insight's Ireland domiciled UCITS funds are authorised overseas but not in the UK. The Financial Ombudsman Service is unlikely to be able to consider complaints related to the Fund, its sub-funds, its operator or its depositary where relevant. Any claims for losses relating to the operator and the depositary of the Fund are unlikely to be covered under the Financial Services Compensation Scheme. A prospective investor should consider getting financial advice before deciding to invest and should see the Fund prospectus for more information.

For clients and prospects of Insight Investment Management (Global) Limited: Issued by Insight Investment Management (Global) Limited. Registered office 160 Queen Victoria Street, London EC4V 4LA. Registered in England and Wales. Registered number 00827982. Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. FCA Firm reference number 119308.

For clients and prospects of Insight Investment Management (Europe) Limited: Issued by Insight Investment Management (Europe) Limited. Registered office The Shipping Office, 20-26 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, D02 Y049. Registered in Ireland. Registered number 581405. Insight Investment Management (Europe) Limited is regulated by the Central Bank of Ireland. CBI reference number C154503.

© 2025 Insight Investment. All rights reserved.

重要な情報

- 当資料は、インサイト・インベストメント・マネジメントが作成した資料をもとに、BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社が情報提供を目的として翻訳・作成した資料であり、一般投資家への特定の有価証券の勧誘を目的とするものではありません。また、当資料の内容は必ずしも原文の内容と一致するものではありません。
- 当資料に示されている運用成果、データ、見解等は過去の実績および将来の予測であり、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。第三者機関提供データに関して当資料の作成者は、いかなる保証・責任を負うものではありません。
- 当資料に記載されているいかなる見解も、その執筆者が資料作成時点に入手可能な信頼できると判断した情報に基づき記述したものであり、情報の正確性、完全性等を保証するものではありません。また、将来予告なく変更することがあります。
- 個々のポートフォリオ運用チームは異なる見解を持ち、顧客ごとに異なる投資意思決定を行うことがあります。
- 当社の書面による同意のない限り、いかなる目的でも当資料の全体または一部を、転用、配布することはできません。

BNYメロン・インベストメント・マネジメント・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406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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会