



## 2026年：世界の債券市場の展望



カスパー・ハンス  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー  
投資適格債チーム

2025年12月

2026年の世界の債券市場の見通しが、実のところ非常にエキサイティングである理由を、投資適格債チームのシニア・ポートフォリオ・マネジャーであるカスパー・ハンスが解説します！

### ポイント

- ▶ 来年、グローバル社債の純発行額は増加する見込みで、主にテクノロジー企業が人工知能（AI）投資を継続するための資金調達によるものです。
- ▶ ファンダメンタルズに基づかないトレンドに投資機会を見出しており、フォワードカーブは金利領域で過去25年間見られなかった新たな可能性を開いています。
- ▶ 大西洋の両側で堅調な経済成長が期待されていますが、インフレに関しては基調的なファンダメンタルズのトレンドが分岐するとみています。

### 2026年には債券の純発行額が高水準に留まる見込みです

米連邦準備制度理事会（FRB）が量的緩和政策（QE、ただしQEと呼ばれるべきではないとされていますが）を再開し、英国では英國債務管理局（DMO）が純発行額を大幅に削減することが予想されることで、世界の国債供給は多少抑制されるとみられる一方、社債の純発行額は約2,000億米ドル増加する見込みです。これは主にテクノロジー企業がAI投資を継続するための資金調達によるものです。

興味深いことに、これらの企業は米国のマネーマーケットの最大の保有者でもあり、多くの投資を行うことで、将来的にはメディア/公益セクターの社債の構造に近くなる可能性があるだけでなく、現在豊富にある米国債の需要を減少させることになります。

これは、ここ最近実際に見られた、いわゆるレポ危機の一因であり、FRBが量的引き締め政策（QT）を早期に終了させる原因となりました。このような簡単な解決策がある場合、市場にとって懸念の兆候と見なされるべきではありませんが、（FRBの資本バランスが依然としてマイナスであること相まって）、実際に米国の金融政策がどれほど制約的であるのかという疑問を投げかけるものです。実際、FRBが本当に（金融政策の）最後の一歩（ラストマイル）を踏み出したのかどうか、疑問を抱かせるものです。

来年に向けて、予測プラットフォームのPolymarketは、次期FRB議長が、利下げ派で知られるケビン・ハセット氏になると予想しています。90年代後半、同氏がダウ工業株30種平均は36,000ドルに達すると予想し、最終的には約25年後にそれが実現したことを思い起こさせます。次期FRB議長としては、同氏がよりタイマーであることを願っています！

## 需給の不均衡により、グローバル債券市場では大きな分岐が見られました

特に長期債は、ここ最近、国や地域によって非常に異なるパフォーマンスとなっています。これらのトレンドの多くが続くと予想していますが、ファンダメンタルズに基づかないトレンドから生じる投資機会も多くあるとみています。中でもフォワードカーブは、金利領域で過去25年間見られなかった新たな可能性を開いています。プラスの利回りを見つけることが出来る唯一のトリックはオーストリアの100年債であった過去10年間と比べれば、エキサイティングと言えるでしょう！

## 2025年に、米国が10以上のセクターで他地域をアウトパフォームしたことは驚くべきことです

これは以下の2つの主要な要因によるものです。

- ▶ 米国の年金制度は株式に焦点を当てており、規制が少ない一方、日本、欧州、英国は主にデュレーション・マッチングの負債を強いらています。オランダでは、確定給付から確定拠出制度に移行する中、同国の年金基金は今後2年間で約3億ユーロ相当の長期資産を売却する見込みであり、長期債の需要を減少させるとみられています。日本では、団塊世代が退職し始めたことで、セクターへのフローが反転しています。
- ▶ 米財務省は、はるかに反応が早く、アクティブに行動を起こしています。日本では財務省が国債のデュレーション特性をわずかに変更したのみで、英国では依然としてイングランド銀行（英中央銀行、BoE）が損失を出しながら債券を売却しています。一方、米国はペッセント財務長官の下、長期債の発行を減らすことで、（長期債利回りにリンクしている）住宅ローン金利を低下させるため、長期債の対応にフォーカスしています。

## 今後数年間で、米国においてはバーゼル3の要件に大幅な変更が予想されています

資本要件やレバレッジ比率要件、カウンターシクリカルバッファーの引き下げにより流動性が増し、経済に影響をもたらす可能性のある以下2つの要因をサポートします。まず、これによって米国債及び不動産担保証券（MBS）の需要が増加し、アセット・スワップが拡大することで、財務省の資金調達コストが削減されるはずです。それを念頭に置いて、米国MBSについてはオーバーウェイトを維持します。次に、これによって銀行は高レバレッジの領域におけるビジネスを取り戻し、シャドーバンキング業界、具体的には規制が（意図的もしくは意図的ではなく作り出した）抜け道を利用したヘッジファンドの異常な成長を抑制します。

ヘッジファンド業界は約4兆米ドルの規模に成長し、今では米国債のみで2.4兆米ドル、さらに約1,000億英ポンドの英國債を保有しています。ヘッジファンド業界では約20倍のレバレッジがかかっていることを踏まえると、これら2つの数字を並べることはやや誤解を招きますが、レバレッジベースでは、現在の「リアルマネー」の投資業界全体と同規模であることを示しています。世界金融危機後に規制が厳格化される前は、利益は銀行の株主だけではなく税務当局とも広く共有されていたと言えるでしょう。

英国でも同様の動きが見られ、先物ベース取引やスワップ・スプレッドをサポートするはずです。

## 世界経済は、大西洋の両側で堅調な成長を続けると予想されています

米国では、減税や、適格資産の即時償却などの規制緩和、さらにAIインフラへの継続的な投資が成長を牽引するでしょう。ドイツでは、さらなる財政刺激策が成長を促すとみられ、EU周辺国では既に驚くほど強い基調的な成長が見られています。例えばギリシャやイタリア、スペイン、ポルトガルは、財政引き締めにもかかわらず、潜在成長率を約2%上回る成長を遂げています。結果としてこれらの国々ではさらなる信用格上げが予想され、主に銀行セクターなど政府関連の企業の格上げにもつながるはずです。

現在、ファンダメンタルズのトレンドが分岐しているのはインフレに関するものです。欧州のインフレ率は1.5%に低下すると予想しており、これにより地域全体のインフレが低下するとみています。結果として、欧州の中央銀行にとっては、成長を支えるためにさらなる利下げを実施する機会となるでしょう。これは、明らかに来年が欧州債にとって有利となることを示唆します。

米国では、今後数ヶ月間で関税がどれほど物価インフレをさらに押し上げるかは未だ不透明です。しかし、移民がほとんど残っていないことで、労働市場はかなりタイトに見えるはずで、採用が少ないにもかかわらず、インフレのリスクは残り続けるでしょう。当面、米国のインフレ率は上昇し、再び3%以上に留まる予想しています。最高裁判所の決定と関税収入の再構築は、世界的にインフレ取引の投資機会を精査する上で重要なでしょう。

英国は、経済的にはその中間に位置し、最も厳しい財政規則を持っていますが、政治さえなければ最悪の事態を脱しているかもしれません。「ラブ・アクチュアリー（クリスマスを題材にした英国の映画の題名）」を元に、クリスマスが英国の最善を引き出すのであれば、金利市場は興味深いものになるでしょう。しかし、現実には、スター・マーク・首相やリーブス財務相周辺の英政権の潜在的な混乱を踏まえれば、ショックに脆弱である英ポンドに対しては依然として慎重な見方を維持しています。

## 世界的に見れば、成長が堅調で、政策金利も全般的に底を打ったとみているものの、いくつかのイールドカーブは過度にステイプな状態にあるように見受けられ、フラット化のトレンドを予想しています

フラット化のトレンドは欧州においてはまだ時期尚早でしょう。欧洲中央銀行（ECB）には来年利下げを実施する余地があり、年金フローもまだ不透明です。しかし、バリュエーションがやや過大で、5%以上のフォワード利回りは買いとされる、特に太平洋地域では、利上げは最適な成長経路の微調整以上になると予想しています。

日本に関しては、微調整以上の利上げを期待しており、インフレがオーバーシュートし、2%前後で正常化する中で、日銀が今後2年間で政策金利を2%に近づけると予想しています。

## ディスクレーマー

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下のようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることになります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ヘンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プロライバート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意下さい。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay  
Asset Management