

Caron's Corner

米国債の満期構成の変化： 資産配分への示唆

マルチアセット運用を担当するポートフォリオ・ソリューションズ・グループの市場に対する見方を紹介するものであり、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの会社としての見解ではありません。

2026年8月24日

サマリー

先週発表の米財務省による国債買い戻しでは、債務残高そのものは変わらないものの、長期債務を短期債務に借り換えることで債務デュレーションの短期化が進み、イールドカーブのフラットニングが見込まれる。また、今回の国債買い戻しは、米ドル安を伴う金融環境の緩和を通じて、株式市場を含む金融資産全般の下支え要因となる可能性がある。こうした動きを受けても、当運用チームの資産配分見通しに変更はなく、引き続きデュレーションリスクを抑える一方で、株式市場については更なる上昇余地があるとみている。本稿では、今回の米財務省の政策対応が市場と資産配分に示唆する幾つかの点について考察する。

米国債買い戻しの概要

先週は政策面で重要な動きがあった。その代表例が、米財務省による国債買い戻しの発表である。現在起きているのは、米国債の満期構成の変化であり、本日はそれが資産配分にどのような意味を持つのかを考察したい。詳しく検討していこう。

米財務省はこのほど、10年から30年ゾーンの長期米国債を対象に、少なくとも40億米ドル規模の買い戻しを発表した。これは通常の同様なオペレーションの約2倍の規模にあたる。

では、どのような仕組みなのか。9月9日から11月4日までの四半期定例入札期間中、米財務省は国債買い戻し入札を実施する。プライマリー・ディーラーが米財務省の代理人であるFRBに売却希望を提示し、財務省が国債を買い戻して償還する。買い戻し資金はより短期の国債発行で賄われるため、債務残高そのものは減少せず、債務のデュレーションのみが短期化する。このため短期金利には上昇圧力がかかり、イールドカーブはフラットニングしやすくなる。

市場への影響

これによって何が起ころのか。狙いは長期金利の上昇ペースを抑えることであり、この期間中は米国債のショート・ポジションを取る投資家がより慎重になる可能性がある。そのため、債券市場と株式市場の双方にとって下支え要因となり得る。

SPEAKER



JIM CARON

マネージング・ディレクター
ポートフォリオ・
ソリューションズ・
グループ CIO

では、その調整はどこで起こるのか。米ドルである。米国債利回りが政策的に低く抑えられることで、米ドルには下落圧力がかかりやすくなる。海外投資家にとっては、為替が調整役となる必要があるためである。

結果として、株価上昇、債券利回り低下、米ドル安を通じて、金融環境は緩和方向に向かう可能性がある。米ドル安は輸出にも追い風となり得る。こうした要因は、緩和的な金融環境と金融市場全般の下支えにつながると考えられる。

デュレーションを積み増すべきか

では、この政策を受けてポートフォリオのデュレーションを積み増すべきだろうか。答えは「NO」だと考える。このオペレーションの目的は長期金利上昇のペースを抑えることであり、一時的な措置に過ぎない。利回り上昇という大きな方向性を変えるものではないと見ている。日本の過去の経験を振り返ってみても、この点は繰り返し示されてきた。

債務管理の考え方

米財務省は、借り換えリスクを管理するため、債務全体の満期構成を調整している。これはどの国に共通する債務管理の考え方である。

現在の米国債のデュレーションは約71か月、すなわち5年11か月であり、2023年には75か月でピークを付けた。長期的な20年平均は65か月である。つまり、現在の米国債のデュレーションは平均を上回っている。

米財務省が、長期的に債務のデュレーションを数か月短縮することでリスクを抑えられると判断するのであれば、それは自然な対応といえる。これは債務管理の一環であり、必要以上に大きな意味を持たせるべきではないと考える。

長期金利の水準には、他にもさまざまな市場要因が影響している。

この1年、ハイパースケーラーによる債券発行は社債市場において大きな存在感を示しており、発行ペースは通常の約2倍に達している。発行額は約1.7兆米ドル規模に達する可能性があると思われている。こうした動きは長期金利に上昇圧力をかけており、米財務省が自らの債務デュレーションを管理しようとする背景の一つである可能性がある。また、米国債のデュレーションが現在の71か月という平均を上回る水準に維持されれば、テクノロジー企業による設備投資資金の長期での調達など、より生産的な新規資本調達を圧迫する可能性がある。こうした設備投資は、これまで市場全般を支える要因となってきた。

クラウドファンディングアウト・リスクを抑える観点からは、財務省が国債発行のデュレーションを短期化することは合理的と考えられる。

当運用チームの見解

今回の米財務省の対応によって、当運用チームの資産配分見通しが変わるわけではない。

当運用チームは、ポートフォリオにおいてデュレーションを構造的にアンダーウェイトとしている。名目成長率が、現在の米国債利回りの水準に比べて依然として高いと考えているためである。

[前回のポッドキャスト](#)でも述べた通り、名目GDPの水準が高い状況下では、金利が上昇しても、成長や株式パフォーマンスを損なわずに推移する余地がある。2026年第2四半期のデータに基づき、PCEインフレ率を用いると、名目成長率は約6.5%で推移している。

当運用チームは引き続き株式をオーバーウェイトとしている。名目GDPの拡大は、企業収益やフリーキャッシュフローを支える傾向があるためである。

また、デュレーションのアンダーウェイトを維持するとともに、クレジット・セクターについては一定のオーバーウェイトを維持している。

本書は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で発行したレポートの一部を邦訳したものです。本書と原文（英語版）の内容に相違がある場合には原文が優先します。

本書はポートフォリオ・ソリューションズ・グループのキャピタル・マーケット・グループが情報提供を目的として作成したものであり、法令に基づく開示資料ではありません。本書は信頼できると判断した情報を元に、十分な注意を払い作成しておりますが、その正確性や完全性をお約束するものではありません。本書の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。本書中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。また、特定の銘柄及び市場等全般の推奨や価格の上昇又は下落を示唆するものではありません。

当社の事前の許可無く、本書を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

リスクについて

ポートフォリオ・ソリューションズ・グループが運用する運用戦略は主に海外の有価証券等を投資対象とするため、当該有価証券の価格の下落により投資元本を割り込むことがあります。また、外貨建ての資産は為替変動による影響も受けます。従ってお客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。投資する可能性のある金融商品等には、価格変動リスク、信用リスク、流動性リスク、為替変動リスク、デリバティブ取引に伴うリスク、カウンターリスク等のリスクを伴います。

重要事項

本書は、当社の投資一任契約および投資顧問契約に関する業務に関連して提供されるものであり、特定の金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を目的とするものではありません。また、当社は、ポートフォリオ・ソリューションズ・グループが運用する投資戦略によって運用されている金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を行うものではありません。

- 1. 投資一任契約の概要：**投資一任契約は、お客様の資産の運用に関し、お客様があらかじめ運用の基本方針を定めた上で、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断のすべてを当社に一任し、当社がこれをお引き受けするものです。お客様は投資を行うのに必要な権限を当社に委任し、当社は委任された権限を行使するにあたっては、当社の投資判断に基づきこれを行い、お客様は個別の指示を行わないものとします。
- 2. 元本損失が生ずることとなるおそれ：**受託資産の運用には、受託資産に組入れられた株式その他の有価証券等の価格変動リスク、株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク及び株式その他の有価証券等を売却あるいは取得する際に市場に十分な需要や供給がないため、十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる流動性リスク等による影響を受けます。また、外貨建て資産に投資するため為替変動リスクの影響を受けます。受託資産の運用による損益はすべてお客様に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失が生ずることとなるおそれがあります。
- 3. 投資一任契約締結に際しての留意事項：**受託資産の運用は、個別の受託資産ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、投資一任契約を締結する際には、契約締結前交付書面をよくご覧ください。
- 4. 受託資産の運用に係る費用について：**投資顧問契約及び投資一任契約に係る投資顧問報酬として、契約資産額に対して年率2.20%（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かかります。また、一部の戦略では、前記の報酬に加えて成功報酬がかかる場合があります。その他の費用として、組み入れ有価証券の売買手数料、先物・オプション取引に要する費用、有価証券の保管費用等を間接的にご負担いただく場合があります。

これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なる為、事前に料率、上限額等を示すことができません。

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社

www.morganstanley.com/im/jp

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第410号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人資産運用業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会