

# 債券市場アウトルック

マクロ・インサイト | ブロード・マーケット・チーム | 2025年4月

※本資料は、“Global Fixed Income Bulletin”の“Fixed Income Outlook”部分の参考和訳です。日本語版と英語版に齟齬がある場合には、英語版の内容を優先します。

## 4月のレビュー

- ✓ 英国の諺に「3月はライオンのように訪れ、子羊のように去る」というものがありますが、今年3月の金融市場はこの諺とは逆に、「子羊によう訪れ、ライオンのように去る」展開となりました。
- ✓ トランプ政権は相互関税を発表した4月2日を「解放の日」と呼んでおり、経済、金融・財政政策および金利動向の見通しについて今後議論する際には、この歴史的な「解放の日」を考慮に入れる必要があります。メディアでも広く報じられた通り、トランプ大統領の関税引き上げ幅は予想を大きく上回っており、1900年代初頭の関税率を超える可能性があります。かなりタカ派のアナリストでさえ、米国の平均関税率がせいぜい11%程度までしか上昇しないと予想していました（2024年の水準は2%~3%）。トランプ大統領の発表をそのまま受け止めれば、米国の平均関税率は20%台半ばの水準に達すると見込まれ、各国が報復関税を発動すれば、平均関税率はさらに上昇する恐れがあります。中国は予想通り、すでに報復措置を発動しており、米国からの全輸入品に対して34%の追加関税を課すほか、レアアースの輸出も制限しています。もちろん、より穏当な見方をすれば、これらの措置は米国政権の交渉戦術であり、海外市場における米国製品のアクセスを容易にしたり、その他の有利な条件を引き出すための交渉カードである可能性もあります。
- ✓ トランプ政権が現在想定している関税措置は、米国と世界の経済成長に大きな打撃を与えるだけでなく、特に米国においては大きなインフレ圧力をもたらし、スタグフレーションを引き起こす恐れがあります。これに対応するため、金融・財政政策の緩和、報復的な貿易措置、関税引き下げ交渉および融和政策など、様々な政策措置が講じられる可能性があります。ただし残念ながら、どの政策措置が講じられたとしても、リスク・センチメントの悪化や米国の政策に対する信頼感の低下などを踏まえると、2025年に世界経済が景気後退に陥る確率は高まっているように思われます。2025年の景気後退を回避するためには、迅速な政策転換が必要となります。

- ✓ 欧州や日本では大幅な財政緩和が可能であり、アジア諸国でもある程度の財政緩和が可能と見込まれますが、米国ではそれほど容易ではないでしょう。今回の関税率では、米国の関税収入は国内総生産(GDP)の3%以上に達することになります。過去において関税収入の対GDP比が最も高かったのは、1930年代半ばの0.5%でした。現在、関税収入の対GDP比が非常に高いのはなぜでしょうか？世界経済のグローバル化が要因です。1930年代と比べて世界貿易の規模は大きく拡大しており、マクロ経済の中で輸入が占める割合も大きく高まっています。実際に、米国の輸入額は年間3兆ドルを超える規模となっています。
- ✓ ただ忘れてはならないのは、関税とは米国の消費者や企業に課される税金であり、今回の関税措置は1960年代以降で実質的に最大規模の増税になるということです。この実質的な増税は経済に悪影響を与え、厳しい緊縮財政政策と同じような効果をもたらすと考えられます。試算によると、これによりGDPが1%~2%低下する可能性があり、経済成長率がゼロまたはマイナスとなる可能性も想定されます。インフレへの影響以外の観点で言うと、米国の関税収入の使途は、米国の経済見通しを左右する重要な要素です。残念ながら、財政政策の変更は米国議会での決定に委ねられており、その議会は現在、予算策定プロセスで行き詰まっており、これが解決するのは夏の終わり頃になる可能性があります。しかし、関税収入が家計部門や企業部門に還元されれば、マクロ経済への悪影響はある程度緩和され、景気後退の可能性も低下すると考えられます。
- ✓ 金融政策についてはどうでしょうか？発表された関税措置は物価上昇圧力を高める要因になると予想されており、これにより米国連邦準備制度理事会(FRB)は難しい政策運営を迫られる可能性があります。2025年のコア消費者物価指数(CPI)は3.5%から5%の範囲で推移すると予測されています。ジェローム・パウエル議長が4月4日の講演で述べたように、FRBは一時的な物価上昇圧力が恒久的なインフレにつながらないように監視する必要があり、少なくとも短期的には金融緩和を実施する余地が限られる可能性があります。さらに、米供給管理協会(ISM)が発表した景況感指数によると、インフレ圧力が企業レベルで徐々に高まっている兆候がすでに始まっており、受注額が減少しています。これは、スタグフレーションがすでに進行していることを示す証拠と言えるでしょう。
- ✓ したがって、仮に経済が大幅に減速した場合、FRBが追加利下げに踏み切る可能性は十分にあります。しかし、経済が緩やかな減速にとどまった場合には、FRBは追加利下げを見送る可能性が高いと私たちは考えています。状況がより明確になるまで、FRBは様子見姿勢を維持すると予想されますが、状況が明確になるのは早くても6月以降になるでしょう。そして追加利下げが行われる場合、今年下半期になると考えます。
- ✓ 米国では他の国々と比較してスタグフレーションが進行しているように見られ、経済成長への悪影響は世界的に広がっていますが、インフレ圧力の高まりは主に米国の問題であると言えます。米国経済は1-3月期および4-6月期にマイナス成長となる恐れがある一方、インフレ率は大幅に上昇する可能性があります。一方で、最近の好材料としては、エネルギー価格が大幅に下落していることが挙げられます。これは関税によるインフレ圧力を緩和し、米国の消費者(および企業)の負担を軽減する要因になると考えられます。

## 先進国市場アウトLOOK

- ✓ 世界の他の国々でも経済成長への悪影響が見込まれるものの、欧州連合（EU）、日本、および中国は財政余力のある巨大な経済圏であり、特に EU は今後数カ月にわたって積極的な財政緩和を行い、景気減速に対応できると考えられます。また、財政緩和がすぐに実施されなくても、政策転換への期待によって家計および企業レベルで信頼感が改善する可能性があり、これによって経済成長が下支えされることが見込まれます。それでもなお、世界中で景気後退リスクが高まっていると考えられます。
- ✓ 良いニュースとしては、今年に入ってから世界経済のファンダメンタルズが堅調に推移していることです。これにより、関税引き上げによる経済への悪影響が緩和されると見込まれます。実際に、米国は景気後退を回避できる可能性もありますが、多くの危険信号が点滅しています。各国が報復措置に踏み切れば、経済成長の下振れリスクが高まりますし、企業景況感の大幅な低下や、それに伴う労働市場の悪化なども、下振れリスクを高める要因となります。一方で、世界経済のファンダメンタルズが堅調であることに加え、多くの国々で金融・財政緩和（場合によっては積極的な緩和）が行われる可能性があることは、関税政策による悪影響を緩和する要因となります。
- ✓ 残念ながら、こうした経済ショックの震源地である米国では、財政政策が行き詰まっていることに加えて、インフレ懸念の高まりによって FRB の選択肢が限られているため（少なくとも現時点では）、経済ショックへの対応が最も困難な状況にあると言えます。国債利回りは底堅く推移しています。米国債価格は上昇に転じており、3月に下落した欧州の国債価格も、足元は上昇に転じました。利回りはわずか数週間のうちに大幅に低下しましたが、これが現在の水準からどれだけ低下するかは、関税に関する今後の報道や関税以外の政策対応、そして株式市場の動向などに左右されると考えられます。
- ✓ これまでのところ、株価が下落する一方で国債価格は上昇しています（分散効果を発揮）。米国株式市場の多くのセクターは、高値から現在の水準まで大幅に下落しており、悪材料が出尽くせば市場の底打ちも近いでしょう。さらなる悪材料（例えば、米国の財政政策の引き締めや関税のさらなる引き上げ）が出ない限り、米国 10 年債利回りが 2024 年の最低水準に近い 3.75% を下回る可能性は低いと考えます。私たちは金利リスクとクレジット・エクスポージャーをともに小幅なオーバーウェイトとしています。全体的なリスク・エクスポージャーについては過去の水準と比べて低く抑えています。

## クレジット市場アウトLOOK

- ✓ クレジット・スプレッドは3月に入ってすでに拡大し始めており、株式市場の動きに追随して現在ではアンダーパフォームが加速しています。関税関連のニュースにより、クレジット・スプレッドの拡大傾向が続く可能性はありますが、クレジットのバリュエーションはやや割高であるものの、関税政策の発表によって経済が混乱するまでは、クレジットのファンダメンタルズは非常に堅調でした。経済は減速していますが、民間部門には不均衡が存在していないため、関税引き上げによる悪影響をある程度吸収することができると考えます。例えば、投資適格債券指数では BBB- 格の発行体が占める割合が過去最低水準となっています。
- ✓ 一方で米国の投資適格社債のオールイン利回りは依然として 5%~5.5% 前後となっており、インフレ率がゆっくりとでも最近の水準に戻れば、この水準は名目・実質ともに魅力的な利回りであると言えます。最後に、経済が混乱する局面では企業はより保守的な行動をとる傾向があり、このことは一般的に債権者に有利に働きます。

- ✓ 以上を踏まえると、クレジット・スプレッドが過去の景気後退期に見られたような水準まで拡大する可能性は低いと考えられます。セクター間で差はあるものの、将来的に社債の投資妙味が高まり、より魅力的な投資機会が訪れると予想されます。関税ショックに対して、EU は柔軟な金融・財政政策で対応することができるため、ユーロ建て投資適格債券を相対的に選好します。
- ✓ ハイ・イールド債券は関税ショックによる影響を受けやすいものの、クレジット・スプレッドが過去の景気後退期に見られたような水準まで拡大するとは予想しておりません。また、多くの投資家が予想しているように、現在提案されている関税率が今後数カ月間で交渉により引き下げられる可能性も依然として存在しています。とは言うものの、すでに市場は混乱しており、米国政権の経済政策によって先行き不透明感が大きく高まっているため、見通しは以前ほど楽観的ではありません。

### 証券化商品アウトトラック

- ✓ 証券化クレジットおよび米国のエージェンシー住宅ローン担保債券（MBS）は、その他の債券と比較して、最近のボラティリティによる影響をそれほど受けておらず、依然として私たちが最も選好するオーバーウェイトの対象となっています。ただし、最近までこのセクターでの相対的なアウトパフォーマン스가続いたことにより、社債と比較して相対的な魅力度がやや低下しています。しかしながら、今回のように景気をめぐる不透明感が高まっている時期において、証券化クレジットは米国の社債と同様の問題に直面していません。世界的に雑音と不透明感が高まる中、証券化クレジット・セクターは引き続き良好なパフォーマンスを示すと考えています。

### 為替市場アウトトラック

- ✓ 為替市場については、ここでもやや逆説的ではありますが、トランプ政権の関税発表を受けて米ドルは軟調な展開となっています。米国の関税導入は、その他の国が米国の関税引き上げからの影響を抑えるために通貨安に誘導することを促すため、ドル高要因になるはずでしたが、実際にはドル安の動きになっています。中国のような国では、自らの主張を頑として譲らず、通貨の切り下げに抵抗しており、関税引き上げの影響を抑えるための財政政策を模索しています。一方、欧州では予想に反して、これまでに前例のない水準の財政拡大計画を発表しました。これらの政策ミックスは、少なくとも今のところドル安につながっていますが、これは米国の政策は別の方向、つまり緊縮財政や金融緩和といった方向に向かっているように思われるためです。こうした状況がいつまで続く可能性があるかは不明であり、世界各国の政策実施に左右されると思われるためです。為替相場の動向が不透明であることから、現時点では様子見姿勢を維持する方針です。

当資料の複製、公衆への提示・引用および販売用資料への利用はご遠慮ください。当資料はモルガン・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。邦訳に際してその解釈や表現に細心の注意を払っておりますが、邦訳による解釈や表現の違いが生じる場合は英文が優先し、我々は一切の責任を負いません。当資料に含まれる情報等の著作権その他のあらゆる知的財産権は我々に帰属します。我々からの事前の書面による承諾なしに、当該情報を商業目的に利用することを禁止します。

当資料の予想や見解は、必ずしもモルガン・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予想や見解ではありません。また予想や見解が実際に実現するとは限らず、将来のパフォーマンスを示唆するものではないことにご留意ください。当資料の情報はモルガン・スタンレーの金融商品にかかわるものではなく、また商品を推奨するものでもありません。当資料で表明された見解は原書執筆時点の筆者の見解であり、市場や経済、その他の状況による変化を免れません。これらの見解は推奨意見ではなく、広範な経済テーマの説明としてご理解ください。当資料は情報提供のみを目的としたものであり、金融商品取引法、投資信託及び投資法人に関する法律に基づく開示資料ではありません。また、商品の売買の助言もしくは勧誘または我々が提供するサービスに関する勧誘を意図するものではありません。当資料に含まれる情報は信頼できる公開情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。当資料で表示している過去の実績は、必ずしも将来の結果を保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り原書執筆時点現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り原書執筆時点の見解を示すものです。当資料で表示した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性があります。

我々およびモルガン・スタンレーは、当資料に含まれる情報を利用し、信頼または利用できなかったことに起因する一切の直接および間接の損害に対する責任を負いません。

#### お問い合わせ先

#### 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

〒100 - 8109

東京都千代田区大手町 1 - 9 - 7

大手町フィナンシャルシティ サウスタワー

tel: 03-6836-5100

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