

債券市場アウトルック

「今知っていることを、当時知っていたならば」

マクロ・インサイト | ブロード・マーケット・チーム | 2025年8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。

7月のレビュー

- ✓ 過去3カ月にわたる不透明な関税問題をほぼ乗り越え、7月の債券市場は、米国経済は目覚ましいとまでは言わないものの、着実なペースで成長しているという投資家のセンチメントを反映した動きとなりました。しかし、6月のコア・インフレ指標（消費者物価指数（CPI）および個人消費支出（PCE））は、依然としてインフレの粘着性を示しており、5月からわずかに上昇しました。
- ✓ 7月初めに発表された6月の非農業部門雇用者数の速報値は、予想（10万6,000人）を上回る14万7,000人の増加となり、米国経済のレジリエンス（強靭性）に対する市場の信頼を高める結果となりました。しかしながら、指標発表当初は、トレーダーたちは雇用統計の速報値を、緩やかで健全な経済成長の兆しと捉えていたものの、過去の雇用統計データの改訂では、5月と6月の雇用者数が合計で25万8,000人も下方修正され、労働市場の堅調さは過大評価されていたことが明らかになりました。
- ✓ 米国連邦準備制度理事会（FRB）は予想通り政策金利を据え置きましたが、労働市場への懸念を理由に利下げを主張したボウマン理事とウォラー理事が反対票を投じました。これは注目すべき変化です。7月末までに、米国10年国債利回りは15bps上昇していました。
- ✓ また、フェデラル・ファンド金利先物は6月末時点で、年内に最大3回の利下げが実施される確率を65%織り込んだ水準でしたが、その後、7月31日には2回の利下げが実施される確率を30%強織り込んだ水準まで修正が進みました。
- ✓ 真夏の時期に良くあることですが、債券市場の取引は低調で、流動性の乏しい状態が続きました。投資適格債券とハイ・イールド債券のクレジット・スプレッドは、年初来で最も低い水準にまで縮小しました。また、証券化商品のスプレッドも縮小し、米国国債のボラティリティを示すMOVE指数は、FRBが利上げサイクルを開始する直前の2022年1月以降で最も低い水準で取引を終えました。
- ✓ FRBの利下げ観測が後退する中、イールド・カーブ（利回り曲線）はフラット化し、5年物米国国債と30年物米国国債の利回り格差は、5bps(0.05%)縮小しました。

- ✓ さらに、他の G10 諸国の国債市場も、概ね米国国債市場の動きに追随しました。欧州中央銀行（ECB）、日本銀行、カナダ銀行、オーストラリア準備銀行はいずれも政策金利を据え置き、イングランド銀行（BOE）は会合がありませんでした。各国の 10 年国債利回りは、米国国債に連動する展開となり、先進国市場全体で利回りが上昇しました。

アウトルック

- ✓ トランプ大統領が自ら設定した 8 月 1 日の貿易交渉の期限が近づく中、トランプ政権の関税の全体像が明確になってきました。「解放の日」以降、停止期間を経て合意に達した貿易交渉では、英国を除き、米国との関税率の基準は 15% であることを示唆しています（一方、英国は 10% で合意）。欧州連合（EU）、日本、韓国は米国製品に対して報復関税を設定せず、15% の関税を受け入れ、あわせて数千億米ドル規模の米国への投資を約束しました。一方、インド（25%）、スイス（39%）、ブラジル（50%）は、もっと高い関税率に直面しています。カナダは引き続き交渉中であり、現在は USMCA（米国・メキシコ・カナダ協定）に準拠していない製品に対して 35% の関税が課せられています。ただし、メキシコは追加関税の最終決定について、90 日間の延期で米国と合意しました。
- ✓ イエール大学の予算研究所（Budget Lab）によると、鉄鋼、アルミニウム、銅に対する追加関税や医薬品の WTO 免除の撤廃により、米国の輸入品に対する実効関税率は、平均して 1 月時点の 2.4% から 18.3% へ上昇しています。このような関税措置により、代替効果を考慮しても、米国の消費者物価は 1.5% 押し上げられたと見込まれています。各国との交渉合意が発表されるに伴い、期待インフレ率を反映する代表的な指標である米国インフレ連動国債（TIPS）のブレークイーブン・インフレ率は上昇しており、5 年物のブレークイーブン・インフレ率は、7 月初めの 2.31% から月末には 2.48% へ上昇しました
- ✓ トランプ政権によるもう一つの重要な政策である「一つの大きく美しい減税法案（One Big Beautiful Bill Act）（OBBBA）」についても、7 月 4 日の法案署名によって全容が明らかになりました。債券市場の視点からすると、最大の懸念は、経済が成長を続け完全雇用に近い状態であるにもかかわらず、すでに高水準にある財政赤字がさらに拡大する可能性が高いということです。以前にも指摘した通り、このような持続的な財政赤字は、イールド・カーブ全体にわたって実質金利に対する上昇圧力に繋がる予想されます。
- ✓ 今月の「債券市場アウトルック」の表題に「今知っていることを、当時知っていたならば（If We Knew Then What We Know Now）」というタイトルを付けたのは、7 月の穏やかな市場の動きが、安定した経済成長見通しを前提としていたからです。しかしながら、8 月 1 日に発表された雇用統計と、過去の雇用者数の大幅な下方修正は、当初の印象よりも米国経済の実態が脆弱であった可能性があることを示唆しています。今後数カ月のうちに、多くの実態が明らかになるでしょう。

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

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、信頼しまし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