

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12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。

オーバービュー

- ✓ 各国中央銀行が利下げサイクルをさらに進める中、債券市場はより微妙な局面に移っています。各国中央銀行の金融政策に関するシグナルは以前ほど一様ではなく、インフレは引き続き低下傾向にあるものの、経済成長の勢いは地域毎に不規則に減速しています。
- ✓ このことは、変化する需給ダイナミクスに市場が適応し、ターム・プレミアムが再調整される中で、柔軟性を維持しつつ、クオリティの高いインカムを重視することの重要性を改めて裏付けています。

資産クラス別の見通しとポジショニング

【先進国国債】

- ✓ 日本を除く先進国市場全体では、デュレーションについては概ね中立的な姿勢を維持しつつ、ターゲットを絞った各国間取引のポジションを継続しています。
- ✓ 米国については、ターム・プレミアムの再拡大が続いていることや、利下げ局面が終盤に差し掛かりつつあることから、従来通りスティープナーのポジションを維持しています。
- ✓ カナダについては、堅調な経済を背景にカナダ銀行（BOC）がハト派姿勢を弱めると予想し、米国国債に対してカナダ国債をアンダーウェイトとしています。
- ✓ オセアニア地域では、引き続きニュージーランド国債に対してオーストラリア国債が相対的に魅力的であると見ています。
- ✓ 英国の政府予算について前向きなシグナルが示されたことを受け、英国国債の見通しを上方修正しました。
- ✓ 日本については、先進国市場のポジションの中では例外的な状況が続いています。（物価連動債等の）インフレ・ブレイクイーブンのロング・ポジションを維持しながら、デュレーションについては、シ

ョート・ポジションを追加しました。これは、金融政策見通しの変化、利回り曲線における継続的な調整、ターム・プレミアムの拡大といった複数の弱気要因が重なっているためです。

【投資適格社債】

- ✓ 投資適格社債市場については、慎重ながらも前向きな姿勢を維持しています。企業のファンダメンタルズは堅調で、レバレッジの規律は保たれており、流動性も健全であるため、今後想定される緩やかな経済成長下では格下げや債務不履行のリスクは限定的と見ています。
- ✓ ユーロ圏および米国における 11 月の記録的な新規発行によって、テクニカル要因で一時的に市場が軟化しました。しかしながら、発行体やセクターごとに差異が生じつつあるものの、全体的なテクニカル環境は引き続き良好であると見ています。
- ✓ キャリーが依然として主なリターン源泉となっていますが、スプレッドの縮小や大量の発行計画、高水準の M&A 活動を踏まえると、引き続き選別的な姿勢が求められます。財務が健全で、景気感応度が低く、フリーキャッシュフローの持続性が高い発行体を選好しています。特に、金融政環境が緩和的で、財政リスクが抑制されている地域に注目しています。

【ハイイールド社債】

- ✓ ハイイールド社債については慎重ながらも前向きな見通しを維持しています。マクロ環境は概ね良好な状態が続いています。米国経済は減速しているもののプラス成長を維持し、インフレは予想に近い水準で推移し、企業収益も堅調です。
- ✓ 一方、労働市場の軟化、低所得者層への圧力、まちまちなサーベイデータ、AI による楽観論に支えられた関連分野の高いバリュエーションなど、依然として一部で懸念材料が残っています。
- ✓ ハイイールド社債のスプレッドは、世界金融危機後の最低水準をわずかに上回る水準にあり、バリュエーションのクッションは限られています。それでも、オールイン利回りは依然として歴史的に魅力的な水準にあり、引き続き投資家資金の流入が見込まれます。ファンダメンタルズは安定し、借換えリスクは管理可能な状況で、テクニカル面からも下支えされていますが、好材料の多くはすでに価格に織り込まれています。引き続き持続的なキャッシュフロー、管理可能なレバレッジ、資本市場への十分なアクセスを有する発行体で、家計ひっ迫の影響を受けにくいセクターを重視しています。

【証券化商品】

- ✓ 米国のエージェンシーMBS のバリュエーションについては、引き続き前向きな見方を維持しており、スプレッドは時間とともに徐々に縮小していくと予想しています。他の主な債券セクターや現金代替商品と比べて相対的価値があるため、マネー・マネジャーに加えて、銀行からの資金流入が継続すると考えられます。特に規制上の制約が緩和され、短期金利が低下するにつれて、この傾向は強まる見通しです。ただし、スプレッドの縮小が完全に実現するのは、FRB の利下げサイクル最終盤になると見ています。
- ✓ 証券化クレジットについては、スプレッドは概ね現在の水準で推移すると予想しています。年初来でクレジット・カーブはすでに大幅にフラット化しており、エージェンシーMBS が市場を牽引しない限り、一段の縮小の余地は限られています。
- ✓ デュレーションが短いことが相対的なパフォーマンスの重荷になっていますが、高いキャリーを背景に、リターンはエージェンシーMBS とほぼ同水準を保っています。
- ✓ 今後数か月の期間においては、引き続きキャリーが主なリターン源泉になると予想しています。ファンダメンタルズ面では、高水準にある金利が依然として一部借り手の負担となっています。家計のバ

ランスシートは低所得者層を中心に一段と悪化すると見込んでおり、消費者関連の ABS の一部セグメントには圧力がかかると想定しています。

- ✓ 商業用不動産は、金利負担が若干和らいだ中でも引き続き課題に直面しています。一方、住宅ローン関連の証券化クレジットは、私たちが選好している投資機会であり、格付の低い部分含めて最も安心して投資対象を広げることができる分野です。

【新興国市場】

- ✓ 新興国については、多くの国々が強力な改革アジェンダを実行していることから、見通しは引き続き堅調です。特に現地通貨建て資産のバリュエーションは魅力的と見ています。加えて、新興国と先進国の実質利回りの格差も引き続き魅力的な水準です。
- ✓ マクロ経済環境は新興国市場にとって追い風となっており、投資家はこの資産クラスへの配分を継続しています。一方で、新興国市場の状況は多様であるため、各国固有のファンダメンタルズや政策の方向性に焦点を当てることが不可欠です。

【米国課税地方債】

- ✓ 課税地方債については、引き続き金融政策の不確実性が短期的なパフォーマンスを左右するものと見ています。連邦公開市場委員会（FOMC）からのメッセージでは、今後の緩和ペースについて意見の対立が深まっていることが見て取れます。連邦政府機関の閉鎖によって遅延していたデータは、年末に向けて政策当局が労働市場の冷え込みとインフレの方向性を明確に見極める上で重要となるでしょう。
- ✓ 課税地方債のスプレッドは、クレジット市場全体で価格の再評価が発生した場合、わずかに拡大する傾向があるものの、おおむねレンジ内で推移すると見ています。そうした中でも、安定した需要、管理可能な供給、そして州や地方政府の健全なクレジット・ファンダメンタルズは引き続き魅力的な相対価値を提供すると考えます。

【為替市場】

- ✓ キャリーが追い風となっていることや、相対的に各地域の成長性に改善が見られることから、引き続き米ドルに対して、主にハイ・ベータ通貨（景気感応度が高い通貨）で構成される通貨バスケットの買いを選好しています。

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、信頼し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