

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2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。

1月のレビュー

- ✓ トランプ大統領は就任以降、様々な政策を矢継ぎ早に打ち出しています。中には撤回・延期された政策もありますが、市場参加者にとっては、トランプ大統領のやり方や、最終的な政策目標を理解することが極めて重要となっています。トランプ大統領は、就任直後から大統領令を立て続けに発令し、選挙公約の実現に向けて積極的に動き出しました。当初は移民問題や行政の効率化に取り組む姿勢を示す一方で、関税引き上げには着手しなかったため、市場に好感されていました。しかし、その安堵感は長続きしませんでした。
- ✓ トランプ大統領は1月31日、メキシコとカナダからの全輸入品に対して一律25%の関税を即時に課し、カナダからのエネルギー関連製品については10%の関税を適用し、さらに中国からの輸入品には10%の追加関税を課すことを発表しました。選挙期間中の発言からも、トランプ大統領が強硬な関税政策を打ち出すことは予想されていたものの、関税の規模と発動時期に関する発表を受け、市場に動搖が広がりました。幸いなことに（予想通りとも言えることですが）、メキシコとカナダは即座に米国と交渉を行い、関税の発動を1ヵ月間延期することができました。対中関税の引き上げについては予定通り実施される可能性がありますが、米国政府は、中国への「依存度を弱める」ことを目指しているため、それ自体は驚くべきことではなく、想定の範囲内であると言えます。

先進国市場アウトルック

- ✓ トランプ新政権に対するこれら懸念をなんとか乗り越えながら、金融市場は1月に好調なパフォーマンスとなりましたが、依然として先行き不透明感が強い状況が続いている。状況を複雑にしているのは、米国経済がソフトランディングを事実上達成しているためです。つまり、根強いインフレや景気後退リスクが市場の大きな関心事となっているにもかかわらず、実際には米国経済が非常に安定しています。米国経済は新たなより高い水準で均衡状態に達している可能性があり、実質経済成長率は2.5%前後、インフレ率は2.5%前後で推移しています。また、労働市場は安定しており、完全雇用

に近い状況にあります。さらに、米国連邦準備制度理事会（FRB）の政策金利も、適切な政策の結果か単に運が良かったのかは別として、適切な水準にあると考えられ、今後も安定した経済状態が続くと見込まれます。

- ✓ 米国経済は良好な状態にありますが、トランプ大統領の強硬な関税政策によって各国との貿易関係が悪化し、FRB の金融政策方針が変更となる可能性もあります。多くの分析によると株式やクレジットなどの資産価格はすでに割高もしくはそれに近い水準にあるため、トランプ政権の関税政策やFRB の金融政策の変更が資産価格の下落要因となる恐れがあります。米国以外では、各国の経済見通しや政策動向を踏まえると、ほとんどの国の 10 年債利回りは妥当な水準にあると考えられます。
- ✓ 古い格言にあるように、景気循環は「老衰で死ぬ」のではなく、一般には政策ミス、外的要因またはバブルなどの影響により「終わらされる」と言われています。現在の市場環境においては、様々な資産の価格水準を維持するには政策運営を誤らないことが必要です。トランプ政権は移民問題や貿易政策に優先的に取り組んでいるように思われ、同政権の政策によって米国経済の均衡状態が崩れるリスクが高まっています。
- ✓ 以上を踏まえると、米国 10 年債利回りはレンジ内で推移する可能性があります。市場における最大の関心事は、トランプ政権が資産価格の下落を招くことなく政策を実行できるかどうかです。トランプ氏が昨年 11 月に大統領選に勝利した当初、市場はポジティブな反応を示しましたが、これはトランプ政権の貿易政策や移民政策が経済成長を抑制し、インフレ圧力を高める要因になる一方で、規制緩和や法人減税といったその他の政策が経済成長を押し上げ、全体としては経済にプラスに働くと考えられたためです。しかしながら、こうしたシナリオが実現しない可能性が出てきています。実際に、トランプ政権は経済成長の抑制につながる政策を優先的に推し進める一方で、経済成長を促進する政策については後回しとなっており、現時点で後者の政策効果が遅れてしまう可能性が出てきています。また、共和党は議会で過半数を確保しているものの、共和党と民主党の議席数の差はわずかであるため、経済成長を促進する政策がどれだけ議会で可決されるかについて楽観視できない状況です。そして、特に貿易政策については、トランプ政権が最終的に何を目指しているのか、依然として不透明な状況です。
- ✓ トランプ政権は以下の 3 つの目標を示唆しています：
 - (1) 麻薬の取り締まりや不法移民対策などを、他の政策目標を達成するための交渉カードとして利用する、
 - (2) 減税のための財源を確保する、または、その財源を他の分野への支出に充てる、
 - (3) 貿易依存度を下げ、これまで以上に米国内での自立経済に移行する。

これら 3 つのうち、どれがトランプ政権にとって最も重要な目標なのかは依然として不透明なままであります。トランプ政権の真意は今後徐々に明らかになっていくと考えられますが、依然として不透明感が高いことから、今後数カ月間は投資判断が難しい状況が続く可能性があります。こうした不確実性は、FRB の金融政策にどのような影響を及ぼすのでしょうか？

- ✓ 関税政策が不透明であるため、米国の金融政策の先行きを予想することは困難です。トランプ政権が発表した大規模な関税措置は、世界の多くの国で導入されている付加価値税（VAT）のように、実質的には消費者への増税と同じものです。また、供給面からも経済に悪影響を及ぼす恐れがあります。したがって、関税引き上げは米国の経済成長を抑制する一方で、インフレ圧力を高める要因になる可能性があります。これに加えて、関税政策をめぐる不透明感自体も、高水準のインフレが持続する要因になる恐れがあります。こうした状況下では、FRBは追加利下げに慎重になる可能性があります。もともと私たちは、FRBが2025年中に2回の追加利下げを行うとの見通しに対して懐疑的な見方をしていましたが、市場においては2回の追加利下げが十分にあり得るシナリオであると考えられていました。しかし、現在では2回の追加利下げの可能性が以前よりも低くなっています。今後、実際に関税引き上げが実施されれば（トランプ政権の発表や政策目標から判断すると、10%の一括関税は十分にあり得るシナリオです）、FRBが利下げを停止する可能性すらあります。
- ✓ 一方、その他の国々では状況が大きく異なります。例えばカナダの場合、関税の影響でデフレ圧力が高まるとの見方から、市場では大幅な追加利下げを織り込む動きが見られました。このように、各国の金融政策の方向性に違いが出てきていることを踏まえると、米国債以外の国債に対する需要が高まる可能性があります（但し、日本は例外で、日銀は状況にかかわらず利上げを継続する方針です）。しかし、世界経済に対する下押し圧力が強まり、米ドル高基調が続ければ、一般にはリスク資産の価格が下落し、米国債利回りが低下する傾向があります。
- ✓ 以上を総合的に判断した結果、私たちは米国外の国々との比較で米国の金利を小幅なアンダーウエイトとする方針です。経済や政策に先行き不透明感が高いことを踏まえると、現時点では保守的な金利戦略を取ることが賢明であると考えます。関税に関する報道を受け、クレジット市場は一時的に動搖しましたが、すぐに落ち着きを取り戻しました。これは、市場ファンダメンタルズが依然として堅調であることを裏付けています。不確実性が増しており、市場のバリュエーションが割高であることから、通常以上に慎重な投資判断を行うことが求められています。トランプ政権の政策をめぐる不透明感が高まっていることなどから、クレジット・スプレッドが現在の水準から大幅に縮小する可能性は一段と低下しています。

クレジット市場アウトルック

- ✓ クレジット市場のファンダメンタルズは依然として堅調であり、投資家のリスク選好度が高まっているため、債券供給に対して十分な投資需要が存在しています。また、各国中央銀行が追加利下げを検討していることなども踏まえると、クレジットをアンダーウエイトとすることは賢明でないと考えられます。私たちのクレジット戦略では、リスクの高い企業や業種を回避することに努めています。具体的には、各企業固有の要因によるパフォーマンスの悪化が懸念される企業、構造的な課題に直面している業種、または経営陣が過度に積極的な戦略を採用している企業などへの投資を控えています。同時に、ポートフォリオ全体で適切な利回りを確保することを目指しています。その際に、信用力の低下やスプレッドの拡大によってリターンが悪化することなどを極力回避するように努めています。一口建ての債券市場では、米国企業の社債や欧州の銀行に依然として魅力的な投資機会があると考えていますが、これまでアウトパフォームした銘柄については選別的にオーバーウエイト幅を縮小しています。

証券化商品アウトルック

- ✓ 証券化クレジット・セクターを選好しており、引き続きオーバーウェイトとしています。ただし、このセクターはここ最近好調なパフォーマンスを続けているため、相対的にも絶対的にも投資妙味が低下しています。このセクターに分類される多く（商業用不動産担保証券（CMBS）、住宅ローン担保証券（RMBS）、資産担保証券（ABS）など）は、他の同等格付けのクレジット商品と比較すると依然として魅力的ですが、それらのクレジットと同様に、絶対的なスプレッドは過去の水準と比較して縮小しているため、投資妙味が薄れています。とは言ふものの、需給環境やファンダメンタルズは引き続き良好であると考えています。新規発行銘柄については応募倍率が数倍に達することが多いため、大きなポジションを構築することが難しい状況です。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。エージェンシー証券セクターでは、高クーポンの証券は投資適格社債や他のエージェンシー証券と比べて投資妙味が高く、米国債をアウトパフォームする可能性があります。慎重な銘柄選択が引き続き重要です。

新興国市場アウトルック

- ✓ 新興国市場（EM）債券は2月初めに好調なパフォーマンスとなりました。トランプ政権によるメキシコからの輸入品に対する追加関税適用の1ヶ月間延期の発表は市場で好感されました。しかし、こうした好調な展開がいつまで続くかは不明です。延期された関税が最終的に発動される可能性は依然として高いと言えます。したがって、現在の市場の落ちつきや最近の債券価格の上昇が今後も継続するとは考えにくい状況です。とは言ふものの、米国の政策が変化したとしても、経済見通しが良好であり、成長が適度な水準にあり、インフレ率が低下しており、実質金利が高水準にあり、中央銀行が利下げに意欲を示しており、かつ利下げを行うことができる国の場合、その国の債券価格は上昇する傾向があります。したがって、国と銘柄の選択が引き続き重要です。
- ✓ ブラジルについては、2025年の財政・金融政策の動向を注視しつつ、同国の現地通貨建て債券への投資機会を模索しています。また、利回りが高く、米国との貿易関係が希薄な国々（エジプトなど）については、比較的好調なパフォーマンスとなる可能性があります。

為替市場アウトルック

- ✓ 為替市場では、メキシコとカナダに対する追加関税の適用が延期されたことを受け、米ドルが下落する局面もありましたが、今後数カ月にわたり米ドルは堅調に推移する可能性があります。米ドルの下落は一時的なものである可能性があります。米ドルは過大評価されていますが、米ドルのファンダメンタルズは依然として強固です。一方、世界の他の通貨は、より厳しい状況に直面しています。
- ✓ 仮にトランプ政権が関税引き上げを実施し、他国がその影響を緩和するために通貨安誘導を行った場合は、米ドル高が一段と進む可能性があります。一方で、米国の雇用市場の悪化、経済成長の全体的な鈍化、または米国の財政政策に対する信頼の低下などが進んだ場合は、米ドル高シナリオの見直しを迫られる可能性があります。米国経済は海外からの資本流入によって支えられており、これは貿易赤字と表裏一体の関係にあります。米国外の投資家が米国への信頼を失えば、拡大する米国への投資資金や、巨額の財政赤字を賄うための資金を確保することが困難になる可能性があります。FRBは物価の安定と雇用の最大化を二大責務としているため、雇用市場や経済情勢などが悪化すれば、積極的な利下げ姿勢に転じる可能性もあります。

- ✓ 今後米ドル安が進むとすれば、それは米国の経済の悪化が理由になると考えます。しかし、関税引き上げが実施される見通しであることから、米ドル安を想定することは難しいでしょう。したがって、他の先進国通貨に対して米ドルをアンダーウェイトとすることを控える方針です。とは言え、新興国通貨については、各国の動向を慎重に見極め、個別の投資機会を追求すれば投資妙味があると考えます。

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