

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1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。

12月のレビュー

- ✓ 12月の債券市場は再びボラティリティの高い展開となり、世界的に債券利回りが上昇しました。さらに、クレジット・スプレッドも拡大しましたが、利回りの上昇幅と比べると限定的な動きにとどまりました。こうした中でも、証券化商品のクレジット・スプレッドは小幅に縮小し、明るい材料となりました。極端な例として、ブラジル中央銀行が政策金利を1%引き上げたことから、ブラジル国債利回りは12月だけで1%を大きく超えて上昇しました。このように、12月の債券市場は全体的に軟調な展開となり、2024年全体のリターンを大きく押し下げる要因となりました。
- ✓ 2024年全体のパフォーマンスを見ると、米国総合債券指数はプラス1.25%、グローバル総合債券指数（米ドル・ヘッジ・ベース）はプラス3.4%のリターンとなり、いずれも現金を大幅にアンダーパフォームし、市場予想を下回る結果となりました。一方、ハイイールド社債は好調となり、現金を大幅に上回る良好なリターンとなりました。

先進国市場アウトルック

- ✓ 先進国の中央銀行が金融緩和サイクルを開始したことを踏まえると、債券が全体的に低調なパフォーマンスとなったことは極めて異例なことです。実際に、米国連邦準備制度理事会（FRB）が2024年9月に利下げを開始して以降、米国10年債利回りは0.9%近く上昇しました。これは、FRBがインフレ抑制に楽観的な見方を示し、その一方で経済成長と雇用については悲観的な見方を示したタイミングで、経済指標が予想に反して再び堅調な結果となったためであると考えられます。実際に、FRBが利下げを開始する中で、米国の失業率は低下に転じました。これは、ただ単に運が悪かっただけでしょうか？あるいは当初のFRBの分析や予想が間違っていたのでしょうか？この質問に対する回答は、今後の展開を予想する上で重要な意味を持ちます。

- ✓ 2025年の市場動向について、確信を持った判断を行うのは困難です。実際に、過去5年を振り返ると、市場は予想外の展開の連続でした。まず初めに、2020年には新型コロナウイルスの感染が拡大し、1-3月期末までに市場環境が一変しました。2021年には大方の予想に反して、インフレ率が急上昇しました。一部では、インフレ率の上昇が「一時的」なものとの見方もありましたが、実際には全くそうではありませんでした。結果として、2022年には数十年ぶりとなる大幅な金融引き締めが開始されることとなりました。2023年には景気後退懸念が高まり、多くの市場参加者が景気後退期入りを予想しましたが、実際にはこの予想が外れただけでなく、経済は全く正反対の展開となりました。そして、2024年に入っても米国経済は減速することなく、米国の株価も大幅に上昇し、好調な展開が続きました。では、2025年はどのような展開が予想されるのでしょうか？
- ✓ 大きな注目を集めているのは、1月20日に予定されているトランプ新大統領の就任式です。（訳注：当コメントは1月上旬時点のもので）トランプ氏は、就任初日から多くの大統領令に署名する考えを示しています。政策の具体的な内容は不明ですが、トランプ政権の政策方針は明らかです。これらの政策は就任初日に大統領令で実施されるか、あるいは2025年中に法制化される見通しです。トランプ氏はソーシャルメディアへの投稿で、中国、カナダ、メキシコからの輸入品に対して追加関税を課す方針を既に表明しています。ただし、これらの国々や、世界の他の国々との間で、どのような貿易協定が締結されるかは現時点で不明です。したがって、トランプ政権の貿易政策については依然として不透明な部分が多いと言えます。各国間の貿易交渉がどのように進展するかは、今後の各国経済の方向性や、金融政策の方向性に重大な影響を与える可能性があります。パウエルFRB議長は12月の米国連邦公開市場委員会（FOMC）後の記者会見でこのことに言及し、一部のFOMCメンバーが、トランプ政権の政策による経済への影響を踏まえた上で、金融政策見通しを策定していると述べました。
- ✓ 金融政策についてはどうでしょうか？金融政策の方向性を決める上で重要となるのは、経済成長とインフレ動向です。ほとんどの先進国の中央銀行は、2024年に利下げサイクルを開始しました。インフレ率が低下傾向をたどっている中で、FRBと欧州中央銀行（ECB）は2024年にそれぞれ合計1.0%の利下げを実施しました。さらに、両中央銀行は2025年も利下げを継続する方針を示唆しています。しかし、FRBとECBにとっての主な懸念材料は、インフレ率が依然として目標を上回って推移していることです。また、ここ数カ月ではインフレ率の低下傾向に歯止めがかかる月もあり、今後は物価上昇圧力が強まる恐れもあります。さらに、トランプ政権が関税引き上げに踏み切れば、それも物価上昇圧力となります。
- ✓ 2024年には、市場は過度な利下げ期待を織り込んでいました。2025年は異なる展開となるのでしょうか？ここ数年、市場と中央銀行の見通しには乖離がありましたが、現在では両者の見通しがほぼ一致しており、これは注目すべき変化です。しかし、米国以外の世界経済は回復する可能性があり、米国経済も底堅さを維持する中で、（家計部門は好調であり、企業部門でも業績見通しが改善）市場での利下げ見通しが現実化するかは不透明になっています。重要な点は、現在の金融政策が引き締めのかどうかということです。堅調な株式市場、住宅価格の動向、安定した経済成長とインフレ率などを見る限り、金融政策が引き締めのであるとは言えないように思われます。さらに、2025年には米国の貿易政策、財政政策、移民政策、規制政策が変更されそうですが、これらの政策変更がどの程度の規模で実施されるのか、また諸外国がどの程度の報復措置を講じるのかは現時点では不明です。こうした政策面での不確実性により、2025年における世界各国の利下げペースを予想することは非常に困難です。

- ✓ 世界の先進国の債券利回りは、概ね適正な水準にあると考えられます。仮に FRB と ECB が、2025 年に少なくとも 0.5% の追加利下げを実施しなければ、債券価格の上昇を期待することは難しくなります。世界各国が拡張的な財政政策を継続する可能性が高く、インフレ率も（緩やかな低下傾向をたどりながらも）高止まりする恐れがあります。こうした中で、債券のタームプレミアムは引き続き上昇する可能性があります。実際に、12 月に債券利回りの上昇をもたらした主な要因の 1 つは、長期国債のリスクプレミアムが上昇したことでした。しかし、リスクプレミアムは依然として長期平均を下回っているため、上昇のタイミングや上昇幅については不透明ですが、今後もリスクプレミアムは上昇する可能性があります。2025 年には米国債利回りが 4~5% のレンジで推移する可能性が高いと考えられます。米国債は 2024 年に低調なパフォーマンスとなりましたが、仮に米国債利回りがこのレンジ内で推移すれば、2025 年には良好なリターンが期待できます。他の先進国の国債市場は、米国債市場と比べて相対的に良好な状況にあるものの、米国が直面している課題の多くは他の国々にも当てはまるため、楽観視はできません。実際に、2024 年にはドイツ国債やカナダ国債は、米国債と比較して良好なパフォーマンスとなりました。これらの市場は 2025 年も堅調に推移する可能性があります。私たちは英国債市場にも注目しています。英国はユーロ圏と同様に低成長が予想されますが、利回りと政策金利は米国に近い水準にあるため、投資妙味があると見ています。このような状況は 2025 年に投資機会をもたらす可能性があります。
- ✓ 果たして 2025 年は、（ハイイールド債を除く）債券市場全体でようやく良好なリターンが期待できる年となるのでしょうか？まず初めに、米国長期国債利回りは現在、2024 年初めの水準を上回っています。仮に今後も利回りが上昇し、これによって国債価格が下落したとしても、高い利回りが価格下落の影響を一部相殺すると考えられます。私たちは、2025 年には債券が現金をアウトパフォームすると期待していますが、そのためには中央銀行が利下げを継続する必要があります。利下げサイクルが続く可能性は高いと考えられますが、最近の経済成長が底堅く推移し、インフレ率が依然として目標を上回っていること（そして、トランプ政権の政策がインフレ圧力を高める可能性があること）から、2025 年に利下げが見送られる可能性もあると考えられます。一方、絶対値で比べると、2025 年の債券リターンは 2024 年を上回る可能性があり、特に投資適格債券についてはその可能性が高いと思われます。米国ハイイールド債券の利回りは 7% 前後で推移しており、2025 年に 8% 超のリターンを生み出すことは、全く不可能ではないものの、難しいと思われます。これらの状況を総合的に判断すると、ポートフォリオにおいてデュレーション・リスクを取ることは、依然としてそれほど魅力的とは思われません。2024 年と比べると、金融政策や経済に対する市場の見方は改善しています。具体的には、市場は景気後退を織り込んでおらず、失業率の大幅な上昇も予想されていません。また、米国以外の地域で景気回復の兆しが見られ、中国も景気刺激策を継続しています。しかしながら、経済成長が予想以上に堅調となり、インフレ率が上昇する可能性も依然として残されています。

クレジット市場アウトルック

- ✓ クレジット市場は引き続き好調に推移する可能性があります。絶対利回り、米国の堅調な経済指標、企業の良好なファンダメンタルズ、および中央銀行の金融緩和姿勢と追加利下げ期待などがクレジット市場の下支え要因となっています。トランプ政権と共和党が掲げる規制緩和や減税などの政策もクレジット市場にとってプラスに働くと考えられます。しかしながら、共和党政権の政策が及ぼす長期的な影響はそれほど明確ではありません。事業機会が拡大し規制緩和が進めば、企業はよりリスクの高い行動を取り、レバレッジを増加させる傾向がありますが、これは一般に、債権者にとって好ましい状況とは言えません。クレジット・スプレッドはすでに縮小した水準にあるため（ただし、過去の水準と比較すると割高に見えるものの、過大評価されているわけではありません）、クレジットが大幅にアウトパフォームする可能性は低いと考えられます。クレジット投資については、他のセクター

や資産クラスと比較した相対パフォーマンスよりも、絶対値ベースのパフォーマンスに注目しています。ファンダメンタルズ分析、テクニカル分析、バリュエーション分析を総合的に判断すると、銘柄を厳選する投資戦略が適切であるように思われます。

- ✓ 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、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や、過度なリスクを取ることを極力回避するように努めています。なお、現在のスプレッド水準を考慮すると、社債のスプレッドがさらに大きく縮小する可能性は低いと言えるものの、マクロ環境や各業種のファンダメンタルズは引き続き良好であるため、スプレッドのさらなる縮小を完全に否定することはできません。ユーロ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。
- ✓ 繰り返しになりますが、私たちは引き続き証券化クレジットに注目しており、特にエージェンシー証券および非エージェンシー証券に魅力的な投資機会を見出しています。世界的に雑音と不透明感が高まる中、証券化クレジット・セクターが引き続き良好なパフォーマンスを示すと考えています。米国の家計全体の中でも特に高い信用力を持つ家計は、非常に健全なバランスシートを有しています。住宅価格が底堅く推移し、失業率が低水準にとどまっている中で、このことは引き続き消費者関連のクレジットや、これに関連する証券化商品のサポート材料になると見込まれます。

証券化商品アウトLOOK

- ✓ 米国の税制改革も証券化商品市場に有利に働く可能性があります。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ると考えます。一部の資産担保証券（ABS）および商業用不動産担保証券（CMBS）も引き続き魅力的な投資機会を提供していますが、オフィス物件を裏付資産とするCMBSへの投資に関しては、特に慎重な銘柄選択が必要です。

新興国市場アウトLOOK

- ✓ トランプ氏率いる共和党政権の発足当初は、新興国市場（EM）債券は低調なパフォーマンスにとどまる可能性があります。一般的には、米国の経済成長が加速していても、金利が長期にわたり高水準で推移し、国際的な貿易関係が悪化すれば、新興国市場が力強いパフォーマンスを示すことは困難となります。とは言いつものの、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となります。
- ✓ ブラジルについては、財政・金融政策面でのリスクが依然として解消されていないため、同国債券への投資を引き続き控えています。実際に、ブラジル中央銀行はタカ派姿勢を堅持し、積極的な利上げを継続しているものの、今のところ目立った効果は現れていません。ですが、2025年のどこかのタイミングで、ブラジルの現地通貨建て債券の投資妙味が高まってくると考えています。

- ✓ 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、米ドルが引き続き堅調に推移しており、この傾向は当面続く可能性があります。米ドルは過去の水準と比較すると割高であるものの、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。米国の拡張的な財政政策、（従来の予想と比べて）より引き締め気味の金融政策、貿易戦争、および米国の力強い経済成長などはすべて、米ドル高を後押しする要因です。
- ✓ ただし、米国の雇用市場が悪化した場合には、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。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。そのような事態が起きない限り、米国経済は堅調に推移しており、米国の成長軌道、生産性、企業収益、および金利水準は依然として他国を大きく上回っています。米ドルは強固なファンダメンタルズに支えられており、共和党政権が関税引き上げ政策を強く支持していることなどを踏まえると、他国が米国と同じようなファンダメンタルズに支えられた通貨高を実現することは困難です。米国経済に何らかの問題が生じない限り、米ドルが下落する可能性は低いと思われます。
- ✓ 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、米国経済に問題が発生すること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りうると考えています。

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