

# 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 6 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。

## 6月のレビュー

- ✓ 5 月の 1 カ月間で、色々なことが変わりました。5 月末までに、投資適格債券のクレジット・スプレッドは、トランプ大統領の「解放の日」宣言後の拡大分をすべて取り戻し、ハイ・イールド債券のクレジット・スプレッドは 4 月 2 日と比較して 50bps (0.5%) 縮小しました。この動きは、同じ期間中に株式市場が 4%以上上昇したことを反映しています。また、リスク資産のこの回復局面において、債券利回りはわずかに上昇しました。
- ✓ 依然として米国の貿易政策が不透明であり、政策のひずみを示す兆候の兆しが見え始めているにも関わらず、米国経済は底堅さを示しています。関税に関する裁判所の判決が保留となり、貿易交渉が未解決となっている中で、関税政策の結末は不透明なままですが、市場は最悪のシナリオの可能性が後退したことに安心感を示しているようです。
- ✓ 現在、市場の注目は「ワン・ビッグ・ビューティフル・ビル法案」(OBBBA) 及び、この法案が米国の債務と財政赤字にどのように影響するのかに移っています。米国議会予算局 (CBO) は、OBBBA 法案によって、今後 10 年間で政府債務が 3 兆米ドル (対 GDP 比 10%) 増加すると予測しています。また、その多くは法案成立後の初期に集中すると見られており、財政赤字は 2026 年までに対 GDP 比 7%に達すると予想されています。

## 先進国市場アウトルック

- ✓ G7 加盟国の中で、同水準の財政赤字に近づいているのはフランスだけです。
- ✓ 米国連邦準備制度理事会 (FRB) がバランスシートを縮小し、外国人投資家が米国債市場から大きく減少し、所得に占める家計の貯蓄率が 5%を下回る中で、米国債利回りを上昇させることなく、そして他の資産クラスに悪影響を与えることなく、財政赤字を賄うことができるのかが問題視されています。実際、5 月 16 日に、ムーディーズが米国の格付けを Aaa から Aa1 に引き下げたことは、こうした懸念を浮き彫りにしています。経済成長率とインフレ率の先行きは、依然として不透明です。

減税によって経済成長を促進させることで財源を賄い、収支を合わせることができるのだろうかという長年の議論が、OBBBA 法案を受けて再燃しています。

- ✓ 労働生産性を予測するのは難しいものの、労働力人口の伸びは人口動態の様々なトレンドに左右されるため予測し易く、その傾向から経済成長の減速が示唆されています。これらのトレンドは、過去 10 年間の年間平均成長率 2.4%よりも低い成長軌道となることを示唆しています。CBO は今後 10 年間の年間成長率をわずか 1.8%と予測しており、労働統計局も同様の 1.9%と見積もっています。すでに完全雇用に近い米国経済に対して、追加の景気刺激策を導入することは、FRB の政策運営を一層難しいものにします。特に個人消費支出（PCE）のコア・インフレ率が依然として目標を 0.5%も上回っている状況では、なおさらのことです。
- ✓ FRB はインフレ抑制のスタンスを維持しており、フェデラル・ファンド金利（FF 金利）はコア・インフレ率を 200bps（2.0%）近く上回っていますし、イールド・カーブは 3 カ月物米国財務省短期証券から 7 年物米国債まで逆転した（逆イールドの）ままです。利下げについての市場見通しは、「解放の日」以降、年 4 回の利下げから 2 回に減りましたが、それでも年初の予想より 1 回多い状況です。インフレの明確な鈍化が見られない限り、この政策金利見通しは楽観的過ぎるかもしれません。特に関税が物価を押し上げる中、近い将来インフレが鎮静化するのには厳しいと考えられます。このように目先の経済成長の見通しは、関税政策の不確実性によって不透明な状況です。
- ✓ しかし、関税が市場の最大の関心事であることに変わりはありません。また、OBBB 法案が最終的にどうなるのかに加えて、移民政策の動向も市場のセンチメントに重くのしかかっています。消費者マインドは急激に悪化しており、ミシガン大学消費者信頼感指数によると、世界金融危機の時と 2022 年のインフレ・ピーク時に記録された最低水準に迫っています。加えて、米供給管理協会（ISM）が発表した非製造業景況感指数は 50 を割り込み、製造業景況感指数の冬場における回復の勢いが、春には消えてしまいました。新規雇用者数は堅調に推移していますが、依然として注目すべき重要な統計であることに変わりはありません。国内総生産（GDP）成長率が 2023-2024 年の水準から 1.5%減速した場合、失業率はコンセンサス予想である 4.4%に達するか、それを上回る恐れもあります。景気後退確率の中央値は、2 月時点の 20%から 40%に上昇しています。これらが示唆することは、全体として経済状況はスタグフレーション的な状況のままであり、FRB は対応に苦慮しています。経済指標が一方向に明確に振れるまで、債券利回りはレンジ内に留まると見込まれます。
- ✓ 一方、米国とは対照的に、ユーロ圏の金融・財政見通しはシンプルに見えます。財政の健全性は現在、それほど懸念されておらず、フランスが顕著な例外ではあるものの、いくつかのソブリン格付けは格上げされています。ドイツでは、大規模な財政出動による景気浮揚効果への期待は弱まっています。これは、設備投資関連支出の効果が現れるには時間が必要であり、ドイツ経済へ波及効果が出るのは、2026 年後半と考えられるためです。サービスを含む欧州のインフレ率は低下しており、市場はインフレ率が今後数年間で、ECB の目標値を下回るだろうと予想しています。関税問題は、ユーロ圏の成長率とインフレ率を低下させると予想されるため、市場は ECB の追加緩和を織り込み易い状態となっています。その結果、ドイツ 10 年国債は 2024 年 5 月に米国 10 年国債を 20bps アウトパフォームしました。しかしながら、ECB はすでに 6 月に利下げを実施し、成長率も予想以上に持ちこたえていることから、ネガティブ・ショックが顕在化しない限り、追加利下げは限定的なものになる可能性があります。

- ✓ 日本国債（JGB）利回りは、5月に再び上昇基調を強めました。これは、日本が米国との貿易協定の合意が近づき、下振れリスクが払拭されたことによるものです。一方、インフレが予想を上回り、金融政策の正常化の必要性が高まる中で、日銀は予想に反してハト派的な姿勢を示し、市場を驚かせました。長期日本国債は、入札結果が低調だったことを受けて、大きな売り圧力にさらされました。長期日本国債の利回りが、国内機関投資家にとってこれまで魅力的と見なされていた水準に達しているにもかかわらず、国内機関投資家からの需要は著しく乏しく、長期ゾーンの国債がどう下支えされるか懸念が生じているのです。

## 為替市場アウトlook

- ✓ 為替市場は、再び米ドルが主導する展開となりました。米ドルは月初、リスク資産の回復や関税懸念の後退とともに上昇しましたが、月末にかけてその上昇幅は縮小しました。これは、米国財政の健全性に対する懸念が前面に出てきたためです。米国の貿易赤字、財政赤字、そして従来の指標から見てすでに米ドルは割高であることなど、これらの要因は相互に深く結びついています。このうちのどれかが急激に変動すれば、他の問題においても大幅な価格調整が生じる恐れがあります。現在のところ、外国人投資家が米国資産への投資エクスポージャーを削減しているという証拠はほとんど見られませんが、貿易赤字を補填する資金の出し手である外国人投資家の投資意欲が減退すれば、米ドルや米国経済全体に深刻な影響を及ぼす恐れがあります。

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