

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3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。

2月のレビュー

- ✓ どこから始めましょう？世界情勢は急速に変化しており、流動的な状況が続いています。これらの変化の広範さと深さを踏まえると、私たちは歴史的な転換点を目の当たりにしているのかもしれませんが、それが良い方向に向かうのか、悪い方向に向かうのかはまだ分かりませんが、世界情勢は急速に変化しています。
- ✓ 米国では、前例のない規模で政策変更が行われています。トランプ大統領は就任からわずか1ヵ月余りの間に、通商、外交政策、移民、公務員雇用、税制、社会政策、環境政策に関する数多くの大統領令を発令しました。幅広い分野にわたる一連の政策の発令のペースと方向性は、第二次世界大戦以降で類を見ない状況となっています。
- ✓ 注目すべきことは、トランプ大統領はわずか2日間のうちに、ウクライナへの軍事支援を一時停止することを発表し、ウクライナ情勢をめぐる国連決議でロシア側に立つ姿勢を示し、さらにカナダとメキシコからの輸入品に対して25%の関税を課すことを発表したことです。こうしたトランプ政権の動きに対して、世界各国は異例の反応を示しています。ウクライナへの軍事支援停止の決定を受け、ドイツは1990年の東西ドイツ統一以降最大規模の財政政策の変更に踏み切り、欧州委員会（EC）は8,000億ユーロ規模の「欧州再軍備計画」を提案しました。2012年に欧州債務危機が発生した当時の欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁の言葉を引用して、ドイツ次期首相候補のメルツ氏は、これまでの50年間にわたるドイツの厳格な財政規律を転換するために、連立政権樹立に向けた交渉を進めており、欧州を守るために「あらゆる措置を講じる」ことを宣言しました。
- ✓ こうした状況を受け、コロナ禍や2008年のリーマンショックのような外的要因が起きた時以外では見られなかったほど金融市場のボラティリティが上昇しており、例えば3月3日、ドイツの株式市場は2022年後半以降で最大の上昇を記録し、しかしその翌日の3月4日には、2022年以降で最大の

下落となりました。他にも多くの例がありますが、これはつまり、世界で最も強力な国が、貿易政策、地政学的連携、および財政政策などのすべてを一度に変更/廃止すれば、広範囲にわたって大きな影響が生じるのは当然であり、それが今日の市場で私たちが目の当たりにしている状況です。

先進国市場アウトLOOK

- ✓ トランプ政権の政策は、米国と世界の経済、世界の政治構造、および資産価格に対して短期的および長期的な影響を及ぼすため、投資家は前例のない不確実性に直面しています。トランプ大統領の就任直後には、彼の政策によって「例外的に良好な」米国経済力が更に強まるだろうとのコンセンサスが形成されていましたが、最近ではこうした見方が後退しています。トランプ大統領の強硬な政策は株価への悪影響が懸念されるため、「S&P 株価指数のプット」が政策転換の推進を抑制するだろうという考えがありましたが、現時点ではこのような考えはなくなりつつあるように見受けられます。
- ✓ トランプ大統領の関税引き上げ政策には、主に2つの意図があるようです。
 - 1 つ目は、比較的安価な方法で歳入を増やすということ（ただし、関税引き上げによって実際に歳入が増えるかどうかは定かではありません）。
 - 2 つ目は、中国や欧州連合諸国などの貿易黒字国が自国の景気を押し上げることに反対していることを考慮し、世界貿易の構造変革で米国の貿易赤字を削減することです。
- ✓ トランプ大統領の最初の任期や 2024 年の選挙戦での発言から、彼は関税を政策手段の 1 つとして（あるいは他の目的を達成するための交渉カードとして）活用する傾向があり、このことは市場も認識済みでした。しかし、関税の導入は米国の経済成長や資産価格に悪影響を及ぼすリスクがあるため、これまでに発表されたような大規模な関税が実際に導入されるとは、市場は想定していませんでした。実際、本格的な貿易戦争のリスクや、比較的高い関税、連邦政府の規模縮小に向けた政権の取り組みなどを受け、米国経済は勢いを失っており、株価も年初から下落しています。米国経済は、貿易問題が深刻化する前の1-3月期にはすでに減速しており、米国経済の健全性を疑問視する見方が広がっています。米国経済の減速は、山火事や寒波、あるいは関税引き上げ前の駆け込み輸入といった一過性の要因による一時的なものなのでしょうか？それとも、米国株の下落によって消費者の購買意欲が低下し、企業が設備投資を控え、少なくとも2025年にトランプ政権が政府支出の削減を目指す中で、米国経済は長期にわたりより大幅に減速するのでしょうか？貿易戦争が深刻化しない限り、今のところ米国経済の減速は一時的なものに止まると私たちは考えています。
- ✓ 市場は現在、米連邦準備制度理事会（FRB）が年内に3回の利下げを行い、2026年にさらに1回の利下げを行うことを織り込んでいます。これは、今年1月に2025年に1回の利下げしか予想されていなかったことと対照的です。インフレ率はFRBの目標である2%を上回って推移しており、関税発表の前後で家計のインフレ期待が高まっているにもかかわらず、FRBの利下げ回数見通しが増加するのに歩調を合わせて米国債利回りも低下しています。経済の健全性に対する懸念が再燃したことで、FRBの政策判断に再び注目が集まっています。これは、年初には想定していなかった状況です。
- ✓ とは言うものの、依然としてインフレ率の高止まりが見込まれており、関税導入によって短期的に経済に下押し圧力がかかる恐れがある中で、FRBが利下げに動くのは、景気減速懸念が台頭し、雇用情勢が悪化するリスクが高まると判断する場合に限られるでしょう。仮に失業率が再び上昇し、FRB

が以前に言及した 4.4% という望ましくない水準を上回った場合、FRB は利下げをする可能性があります。私たちは、FRB が 2025 年に 3 回の利下げを行う必要があるとの見方には懐疑的であるものの、通常とは異なる経済情勢や、政策の見通しを踏まえると、予想よりも早い利下げの可能性を否定することはできません。このような中で、2025 年に入ってから、米ドル建て債券は大幅にアウトパフォーマンスしています。これは、トランプ大統領の政策が成長を押し上げるのではなく、（少なくとも現状は）成長を損なうとの市場の不安や、「良い」政策（例えば規制緩和や減税）が実施される前に「悪い」政策が実施されるとの市場の懸念を反映しています。トランプ大統領は、成長にとって「悪い」政策を前倒しで実施し、先に痛みを経験することで、2026 年から 2027 年にかけて、力強い景気回復を実現させようとしているのでしょうか？

- ✓ こうした流れの中で、米国以外の債券は下落し、米国債をアンダーパフォーマンスしています。特に欧州では、経済成長と財政政策への期待が米国と比較して相対的に好転しています。潜在成長率を下回る成長性や、おそらく最も重要なこととして、トランプ大統領が安全保障上のサポートを撤回するのではないかとといった脅威が欧州に与える圧力により、前例のない政策変更を引き起こすこととなっています。欧州の政策アジェンダは、わずか 1~2 カ月前の基本シナリオと比較して、現在ではより緩和的な財政政策や、おそらく、より引き締め的な（或いは、少なくともこれまでほどは緩和的ではない）金融政策が予想されています。また、ウクライナとロシアの和平または停戦の可能性も、経済に対する楽観的な見方を後押ししています。ウクライナの再建とロシアとの和解交渉は、少なくともある程度までポジティブな動きと受け止められると考えられます。このことは、米国経済の優位性に対するプレミアムが、欧米間で縮小していることを意味します。このような状況下で、欧州の債券市場には数千億ドル、あるいは数兆ドルに上る追加発行を吸収することが求められるため、欧州債券の見通しはより不透明になっています。欧州の財政政策に関する詳細、そして特に米国の関税政策とそれに対する報復関税の動きについては、今後数カ月を経過しないと分からず、関税導入による悪影響が大きすぎると判断された場合、トランプ大統領は関税導入を撤回し、圧力を和らげる可能性もあります。しかし、欧州の自己防衛に向けた歴史的な変化やその影響は、止めることができない動きのように見えます。
- ✓ このような前例のない政策や、政策目標をめぐる不透明感を踏まえると、短期的な影響を予測することは難しくなっています。トランプ流の政策提案と、FRB の政策目標が相まって、ある種のスタグフレーション的な結果を生み出すため、利回りへの影響は不透明になっています。FRB の複数回の利下げを引き起こすほどの大幅な景気鈍化が起きるといふ明確な証拠はまだ明らかでない中で、4% 近い米国 10 年債利回りはやや低すぎるように思われます。
- ✓ このような中で重要な指標となるのは、労働市場の動向（特に新規失業保険申請件数）でしょう。消費者が不確実性に対処している中で、消費行動を控えている兆候が見られた場合、「ゴルディロックス経済」（経済が過熱でも冷え込み過ぎでもない、ちょうどいい状態）が弱体化すると見込まれます。同様に、目下の情報やトランプ政権の政策により、時間の経過とともにボラティリティが高まる可能性を踏まえると、今年に入ってから欧州債券の大幅なアンダーパフォーマンスは、やや時期尚早のように思われます。しかし、最近のトレンドが続いた場合、今後の方向性は明らかなように思われません。つまり、米国は欧州が自らの防衛を担うような多極化した世界を望み、世界で緩和的な財政政策が取られ、米国は自らの消費で世界経済を支えるのをやめ、関税の導入によって世界の貿易システムを改革しようとし、世界のサプライチェーンが見直され、ポピュリズム的な政策が世界中で実施される結果コロナ禍前よりもインフレ率が高くなるということです。また予想される通り、これら改革期

は、改革の執行リスクや意図しない結果を招くリスクが高まり、通常よりもビジネスサイクルのボラティリティを高める恐れがあります。

クレジット市場アウトLOOK

- ✓ クレジット市場は不確実性を好まず、低調かつ変動の大きな株式市場も好みません。米国におけるクレジット・スプレッドは関税導入の下で拡大しています。私たちは、景気が大きく落ち込まない限り、スプレッドのこれ以上の大幅な拡大を想定していませんが、マクロ見通しがより明らかになるまで、スプレッドが安定を取り戻す可能性は低いとも考えています。逆説的ではありますが、トランプ大統領の政策は、欧州および米国以外の財政政策および貿易政策への相対的な影響を通じて、欧州および米国以外の株式市場にプラスの影響をもたらした一方で、米国株式市場にはマイナスの影響を与えています。政策変更に伴って市場が混乱する中で、ユーロ建て投資適格債券は米国の投資適格債券よりもこの混乱をうまく乗り切ることができています。私たちは、米国の投資適格債券よりもユーロ建て投資適格債券を愛好しており、最近のイベントによってこの方針が変わることはありません。
- ✓ とは言うものの、最近のユーロ建て投資適格債券は大幅にドル建て投資適格債券をアウトパフォーマンスしているため、最近の市場におけるボラティリティの高まりや平均回帰の傾向（つまり、市場がオーバーシュートし、その後修正される傾向）を踏まえると、私たちはこの動きに追随することには慎重です。こうした市場環境では、今後 12 カ月間に生じる可能性のある問題を回避するために、投資先を厳選し、アクティブ運用によって格付け、国および業種の保有比率を適切に管理する必要があります。
- ✓ 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。また、信用損失またはスプレッドの拡大によってリターンを損なうことを避けつつ、ポートフォリオには可能な限り利回りの高い証券を組み入れています。私たちは、投資適格債券へのエクスポージャー全体を選別的に削減しているものの、ユーロ建ての米国企業および欧州銀行債券には魅力的な投資機会を見出しています。

証券化商品アウトLOOK

- ✓ 証券化クレジットおよび米国のエージェンシー住宅ローン担保債券（MBS）は、その他の債券と比較して、最近のボラティリティによる影響をそれほど受けておらず、依然として私たちが最も愛好するオーバーウェイトの対象となっています。ただしこのセクターでも、ここ最近で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。最近の利回り低下により、債券自体の魅力度が薄れていますが、このセクターでの相対的なアウトパフォーマンスが続いたことにより、社債と比較して相対的な魅力度がやや低下しています。しかしながら、今回のように景気をめぐる不透明感が高まっている時期において、証券化クレジットは米国の社債と同様の問題に直面していません。また、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。
- ✓ エージェンシー債セクターでは、高クーポン債券が投資適格社債や他のエージェンシー債と比べて投資妙味が高く、米国債をアウトパフォーマンスする可能性があると考えます。また、直近の米国債利回り

の大幅な低下を踏まえると、欧州の住宅ローン担保債券は現在、米国のものより高い相対価値を提供しています。ただし、慎重な銘柄選択が引き続き重要です。

為替市場アウトルック

- ✓ 為替市場については、ここでもやや逆説的ではありますが、米ドルは軟調な展開となっています。米国の関税導入は、その他の国が米国の関税引き上げからの影響を抑えるために通貨安に誘導することを促すため、ドル高要因になるはずでしたが、実際にはドル安の動きになっています。中国のような国では、自らの主張を頑として譲らず、通貨の切り下げに抵抗しており、関税引き上げの影響を抑えるための財政政策を模索しています。一方、欧州では予想に反して、これまでに前例のない水準の財政拡大計画を発表しました。

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