

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5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。

5月のレビュー

- ✓ 5月5日の時点で、ほとんどの株価指数と米国債利回りは4月2日の「解放の日」の水準に近いところまで戻りました。一方、米ドルは4月初めの水準から大幅に下落しており、クレジット・スプレッドも大幅に拡大した状態となっているため、米国債利回りや株価とは幾分乖離した動きとなっています。こうした市場間の乖離が縮小するかどうか（株式市場が下落する、またはクレジット市場が上昇する）は、以下の3つの要因によって決まると考えられます：
 - ① 関税政策の最終的な着地点、
 - ② 米国経済の強さ、
 - ③ インフレ水準
- ✓ 金融市場が回復を示したのは、トランプ政権が関税政策において強硬姿勢を軟化させたことや、最近の経済指標がそれほど悪化せず、最悪のシナリオを回避できたことによるものと考えられます。4月2日以降、経済成長とインフレの見通しが悪化したことは間違いありませんが、これまでのところ、その影響が米国や世界の経済指標に表れているとは言い難い状況です。米国の製造業とサービス業の両部門は引き続き好調となっています。米国経済をめぐり先行き不透明感が存在しているにもかかわらず、1-3月期のGDPはグローバルで0.3%のマイナス成長にとどまりました。4月に発表された経済指標も、これまでのところ比較的落ち着いた内容となっています。ただし、世界全体を見ると経済成長見通しは徐々に悪化しています。米国の消費者信頼感急落しており、ほとんどの国で企業景況感指数が低下しています。このような現状と見通しの乖離はいずれ解消されると見込まれますが、どの程度解消されるか、そしていつ解消されるのかは依然として不透明です。以上を踏まえると、米国と世界の経済は今年下半期に大幅に減速する可能性があると考えられます。

先進国市場アウトLOOK

- ✓ 関税引き上げが生産量、所得、物価に影響を及ぼすまでには時間がかかります。企業が米国への輸入を前倒ししていることで、世界の生産量は一時的に増加していますが、こうした前倒し需要が一巡すれば、7-9月期と10-12月期には米国以外の経済が大幅に減速する恐れがあります。重要な問題は、物価上昇によって米国の消費者が打撃を受け、在庫積み増し後の需要減退と生産鈍化によって経済活動が減速した場合、何が起こるかということです。こうした「関税ショック」にもかかわらず、世界の雇用情勢は今のところ安定しています。しかし、今年下半期に向けて企業景況感や消費者信頼感が現在の水準にとどまった場合（あるいは更に低下した場合）、雇用情勢が底堅く推移するかどうかは不明です。この状況を更に複雑にしているのは、米国が、財政・金融政策によって今後の経済ショックに適切に対応することが困難であるということです。
- ✓ 一方、米国以外の国々は柔軟な政策対応ができるため、今年下半期に米国の輸入需要が減少し、総需要ショックが発生した場合でも、その影響をある程度緩和することが可能です。需要減速に対応するため、米国以外の国々は金融・財政政策を緩和する可能性があり、これにより経済への打撃が緩和され、米国との成長格差が縮小する可能性があります。その場合、米国経済および米国の金融市場の「優位性」が薄れることになると思込まれます。
- ✓ 一方、米国では関税引き上げによって物価上昇圧力が高まると見込まれ、また、コロナ禍で厳しいインフレ・ショックを経験したことを背景に、インフレ期待が定着するリスクがあるため、米国連邦準備制度理事会（FRB）は追加利下げに踏み切ることが困難になる可能性があります。更に、関税引き上げの影響が実体経済に浸透するには時間がかかる可能性があることから、FRBが追加利下げに踏み切るとしても、早くても夏以降になると見込まれます。ただし、たとえインフレが高止まりしていたとしても、経済が予想より速いペースで減速した場合、FRBは積極的に利下げを行う可能性があります。米国が巨額の財政赤字を抱えていることに加え、共和党が議会で予算調整法案を可決することが難しい状況にあるため、米国では財政政策による景気対策が困難となっています。現時点では、米国が年内に財政刺激策を実施する可能性は低く、2017年減税・雇用法（TCJA）に基づく減税措置を維持できれば、それだけでも成功と言えます。
- ✓ 世界的に景気後退リスクが高まっており、特に北米では関税ショックの影響が懸念されることや、政策の柔軟性が限られていることなどから、景気後退リスクが最も高いと考えられます。米国と世界の経済が景気後退に陥るかどうか（または、どれだけ深刻な景気後退に陥るか）は、以下の要因によって決まると言えます。
 - 1) 関税がどこまで引き上げられるか。
 - 2) 景気減速の兆候や資産価格の下落傾向を受け、トランプ政権が方針転換を迫られるかどうか。
 - 3) 支出を大幅に削減せずに関税ショックに対応できるという自信を、家計と企業がどれだけ持てるか。
- ✓ 米国の民間部門が依然として健全な財務状態にあることを踏まえると、米国経済は緩やかな景気後退にとどまり、前年比ではプラス成長を維持すると予想されます。ただし、成長率は2%を下回る可能性があります。これらが意味することは、貿易面で予想外の進展や後退がない限り、米国債利回りは目先は現在の水準付近で推移し、最近のレンジを大きく突き抜ける可能性は低いということです。米国の資産に対して投資家がこれまでよりも高いリスク・プレミアムを要求していることや、現在の経

済環境がスタグフレーション状態にあることから、米国債のイールドカーブは、スティープ化傾向が続く可能性があります。

クレジット市場アウトlook

- ✓ クレジット・スプレッドは、4 月に見られた変動の範囲内で推移する可能性があります。クレジット・スプレッドが 2025 年初めまたは 2024 年末に見られた縮小した水準に戻る可能性は低いと考える一方、4 月前半の混乱時に見られた水準を超えて拡大することもないと見込まれます。クレジットの利回りは過去と比べるとある程度魅力的ですが、今後数カ月の不確実性が高まっていることを踏まえると、十分に高い水準とは言えないかもしれません。そのため、金利リスクを中立に近い水準に保ちつつ、相場が大きく変動した際には機動的に対応することが最善の戦略であると考えられます。関税関連の状況により、クレジット・スプレッドの拡大傾向が続く可能性がありますが、クレジットのファンダメンタルズはかなり堅調に推移しています。更に、経済環境が不透明な時期には、企業はより保守的な行動をとる傾向があり、このことは一般に債権者に有利に働きます。
- ✓ 以上を踏まえると、クレジット・スプレッドが過去の景気後退期に見られたような高水準まで拡大する可能性は低いと考えられます。スプレッドはセクター間で差があり、さらに拡大しているものの、将来的には社債の投資妙味が高まり、より魅力的な投資機会が訪れると予想されます。関税ショックに対して、欧州連合は柔軟な金融・財政政策で対応することができるため、ユーロ建て投資適格債券を相対的に選好します。ハイ・イールド債券は関税ショックによる影響を受けやすいものの、クレジット・スプレッドが過去の景気後退期に見られたような水準まで拡大するとは予想しておりません。また、多くの投資家が予想しているように、現在提案されている関税率が今後数カ月間で交渉により引き下げられる可能性も依然として存在しています。

証券化商品アウトlook

- ✓ また、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証券（MBS）も関税措置導入に伴うリスクや市場ボラティリティによる影響を受けています。とは言いつものの、このセクターは依然として私たちが最も選好するオーバーウェイトの対象となっています。エージェンシーMBS は、2025 年に最も高いパフォーマンスを記録したセクターの 1 つとなっており、証券化クレジットも好調なパフォーマンスを維持しています。今後数カ月のリターンについては、キャピタル・ゲインではなく、キャリーが太宗を占める可能性が高いと思われます。関税リスクが後退、および（または）FRB が利下げを行うまで（可能性としては、今年下半期の利下げ）、スプレッドが縮小する可能性は低いと思われます。私たちは、住宅ローン担保証券セクターに最も魅力的な投資機会があると考えており、このセクターでは格付けの低い証券にも積極的に投資する方針です。現在の金利環境を踏まえると、消費者関連資産担保証券（ABS）および商業用不動産担保証券は投資妙味が薄いと考えられます。エージェンシーMBS は投資適格社債と比較して依然として魅力的となっています。

為替市場アウトlook

- ✓ 米ドルの見通しも 4 月初め以降、不透明な状況になっています。トランプ政権の関税措置により、例外的に堅調であった米国経済が弱体化しつつあります。「解放の日」の相互関税の発表を受け、その後米国債利回りが低下しなかったことは、投資家が米国資産に対して高いリスク・プレミアムを要求していることを示唆しており、これは米国資産の魅力度が薄れていることを示しています。米国は巨額の経常赤字を抱えており、この赤字を埋める必要があることや、米国外の投資家が米国からその他の国・地域に資産を分散する可能性があることを踏まえると、世界の多くの投資家が米ドル建て資産をオーバーウェイトしている可能性があることは、米ドル安要因になり得ると言えます。米国にお

ける巨額の双子の赤字、割高なバリュエーション、米国経済や政策当局に対する信頼の低下などにより、米ドルは2025年全体で更に下落する可能性があります。

- ✓ 更に、ここ最近でアジア通貨が上昇していることから、経済規模の小さいアジアの輸出国と米国との間で、関税緩和の見返りに、アジア通貨高を容認／促進するといった重要な取引がなされている可能性が示唆されます。こうした取引が中国にも適用される可能性があるため、状況を注視する必要があります。とは言え、米ドルはここ数週間にわたり急落しているため、短期的には値固めの展開となる可能性があります。私たちは今後数週間／数ヵ月にわたり、その他の通貨に対して米ドルを売却する機会を模索していく方針です。

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