

---

# CARON'S CORNER

## スクリプト要約

---

マルチアセット運用を担当するポートフォリオ・ソリューションズ・グループの市場に対する見方を紹介するものであり、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見解ではありません。

2025年1月14日

### 注目すべきは債券利回り上昇よりもイールドカーブのステープ化

#### 債券利回りに何が起きているのか？

- 2024年9月にFRBが利下げを開始したが、米国10年債利回りは同月16日が底となり、それ以降は100bp上昇している。
- 米国30年債利回りは4.90%で、2023年の上昇(5.15%)以降は見られなかった水準に近づいている。2023年以前でこの水準にまで達したのは2007年である。
- 英国30年債利回りは1998年以降で最高の水準に達している。
- **主なポイント：**どの利回りが上昇しており、どの利回りは上昇していないかに注目する必要がある。
  - **短期国債の利回りは低いままであり、中央銀行の利下げ計画と一致している。**
  - **一方、長期国債の利回りは上昇している。言い換えると、イールドカーブはステープ化している。**
  - イールドカーブ全体が上昇しているわけではなく、FRBや他の中央銀行が利下げするとの予想は変わっていない。
  - **これは、重要なポイントだろう。**

- 
- 債券利回りが上昇しているという説明は、部分的には正しいが、そこだけに注目してはいけない。なぜイールドカーブがスティープ化しているのか、その意味は何かを考える必要がある。通常、イールドカーブのスティープ化は、経済成長の加速や株式パフォーマンスの改善と結びついている。
  - 詳しく検討していこう。
  
  - **何が起きているのか？**
    - FRB による 2025 年の利下げは 2 回のみで、FF 金利は 4%になると予想されている。これまでの予想よりも利下げ回数が減っているが、他にも注目すべき点がある。
    - タームプレミアムが上昇し、イールドカーブがスティープ化しているのはなぜだろうか？
      - 関税やそれに関連する不確実性により、リスクプレミアムが上昇している。
      - 米国債 2-10 年のカーブは 2022 年 5 月以降で最もスティープ化している。
      - インフレはより粘着的なようであり、予想ほど鈍化していない。10 年ブレイクイーブンインフレ率は上昇している (2.40%) 。
      - 労働市場や消費に関する指標はまだ強く見える。
      - 財政赤字に焦点が当たり、懸念が高まっている。財政赤字は周知の事実であり、サプライズではないが、市場は注目している。
    - また、市場のテクニカル要因を見ると、多くの投資家がデレレーションをオーバーウェイトにしていたが、ポジションを解消しつつあるようだ。

**債券利回り上昇は株式やクレジットスプレッドに影響するか？ これは、利回り上昇の原因や、どの利回りが上昇しているか次第だろう**

- **株式：**

- 
- 米国の経済成長見通しが引き続き堅調となり（例えば年率+2~2.5%のGDP成長）、企業利益も拡大し、特定銘柄への集中も緩和されるならば、株式は上昇トレンドを維持できるだろう。
  - その理由は、「P」（株価）よりも「E」（利益）が重要な局面だからである。幅広いセクターで利益成長が続き、利ざやが維持され、フリーキャッシュフロー利回りや収益性が堅調なままであれば、まだ良い状況にあると言えるだろう。
  - リスクとしては、利回り上昇と米ドル高が金融環境を逼迫させ、借入が減り、支出と消費も縮小すれば、状況は悪化するだろう。
  - 市場参加者は、米国10年債利回りの上昇が悪影響を及ぼし始める水準を特定しようと試みている。多くの市場参加者は約4.50%と推定しているが、当運用チームはそれより高い約5%と考えている。
  - もちろん、利回りが上昇するペースや、その原因も重要である。例えば、財政赤字や債務が原因だとしたら、市場の信認にネガティブなショックを引き起こす可能性がある。
  - それを除けば、債券利回りが安定した状態に達して上昇トレンドではなくなった場合、4.5~5%の米国10年債利回りは株式バリュエーションに悪影響を及ぼさないと当運用チームは考えている。
  - 実質的に、これはFRBの政策金利が4%に向けて低下し、3カ月TBと10年債のスプレッドが約75~100bpになる可能性があることを意味している。歴史的に見ると、それは珍しい状態ではない。

● **債券／クレジットスプレッド：**

- 当運用チームのベースシナリオでは、リセセッションは発生せず、したがってデフォルト率も低いまま維持される。
- このシナリオでは、利回り上昇によって債券の魅力が高まる。
- 以下2つの理由から、買い手を引きつけることになるだろう。
  - 利回りが4.75%以上（例えば5%）の債券から得られる潜在的リターンは、株式の期待リターンに匹敵する。

- 
- そのような利回り水準のハイクオリティ債券は、より高リスクな資産に対するヘッジ手段として適切な価格になっている可能性がある。
  - 以上から、債券利回りは一定レンジ内で推移し、市場に壊滅的な打撃を与えることはないと考えている。

イールドカーブが順イールドに戻ると長期利回りは上昇し、利回り上昇による当初の影響はリスク資産にとって好ましくないだろう。しかし、そのイールドカーブは将来の成長加速とインフレ低下の兆候を示している可能性がある。この点については今後も注視していく。

---

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。添付資料はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で作成した音声メッセージの内容の要約（以下、原書）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、当社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当社に帰属します。当社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当社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。

当社およびモルガン・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。

**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**

[www.morganstanley.com/im/jp](http://www.morganstanley.com/im/jp)

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

CRC 5460322, Exp. 01/14/2026