

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 | 2024年12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。

11月のレビュー

- ✓ 9月と10月は波乱に満ちた相場展開でしたが、11月の米国の選挙で共和党が予想外に圧勝したにもかかわらず、債券利回りは落ち着きを取り戻し、11月末にかけて低下基調で推移しました。米国10年債利回りは11月に0.12%低下し、欧州の国債利回りはさらに大幅に低下しました。米国の雇用統計が予想を下回る結果となり、米国連邦準備制度理事会（FRB）が11月の連邦公開市場委員会（FOMC）で0.25%の追加利下げを実施する中で、債券市場は正常な状態に戻りつつあると言えます。一方、最近では米国を中心にインフレが高止まりしているため、市場では2025年のFRBの利下げペースが鈍化するとの見方が浮上しています。とは言うものの、債券市場は10月の厳しい状況から一転し、11月には好調に推移しました。特に米国のクレジット市場は堅調なパフォーマンスとなりました。
- ✓ トランプ氏の圧勝と共和党の勝利を受け、関税引き上げによってインフレが再燃するとの懸念が高まったにもかかわらず、米国債利回りは予想外の耐性を示しました。米国大統領選挙後に米国債利回りは一時的に上昇したものの、その後は反転し、最終的には11月末時点では10月半ば以降の最低水準まで低下しました。これには複数の要因が影響を与えています。第一にFRBは9月のFOMCで利下げサイクルを開始し、金融緩和に転じたにもかかわらず、米国債利回りは予想に反して上昇基調で推移しました。これは通常の動きとは異なり、11月には米国債利回りが4.5%に達した後に反転し、月末にかけて低下基調で推移しました。
- ✓ また、米国以外の経済環境は総じて改善していないことも挙げられます。米国の関税引き上げ懸念（特に欧州からの輸入品に対する関税引き上げ懸念）が高まっていることに加え、ロシア・ウクライナ戦争や中国の景気減速による影響で欧州経済が打撃を受けていることから、市場では欧州中央銀行（ECB）が利下げペースを加速させるとの見方が強まっています。この状況は、FRBの利下げ予想回数が大幅に減少している米国債券市場とは大きく異なります。現時点において、FRBが12月の

FOMC で追加利下げを実施する確率は 50%となっており、以前の 75%から低下しています（訳者注：12月18日に25bps追加利下げ実施）。FRBが追加利下げを実施する可能性があること（ただし、利下げ期待は後退している）、米国経済が減速していること、米国以外の債券市場が良好なパフォーマンスとなっていること、米国10年債利回りの4.5%前後の水準がテクニカル面でサポートとなっていることなどから、市場は11月に落ち着きを取り戻し、債券利回りは小幅低下しました。

先進国市場アウトック

- ✓ とは言うものの、米国債利回りは今後数カ月にわたってレンジ内で推移する可能性があります。市場では、経済の方向性（成長率、失業率、インフレ率など）およびトランプ次期政権の政策方針が注目されている一方で、これらに対するFRBの対応にも大きな関心が集まっています。関税引き上げが実施されれば、インフレ圧力が高まり、経済成長に下押し圧力がかかる可能性があります（2018/2019年と同様）。また、移民制限政策も同様の影響が予想される一方、トランプ次期政権のその他の政策は経済成長の押し上げ要因になると見込まれます。米国では生産性が急激に向上しているように思われます。仮にこの傾向が続けば、インフレを抑制しつつ力強い経済成長を実現できる可能性があります。全体として、私たちは中期的に経済成長が高まる可能性があると考えていますが、経済成長、インフレ動向、およびFRBの政策対応について理解を深めるためには、トランプ次期政権の政策方針や米ドル以外の為替動向を見極めることが重要となります。ECBやカナダ中銀などの一部の中央銀行は利下げペースを加速させる可能性があります。一方、メキシコ中央銀行や新興国市場の中央銀行は、不透明感の継続や米ドル高を受け、利下げを一時停止する、または利下げペースを鈍化させる可能性があります。まとめると、米国債利回りの短期的な見通しについては中立的な立場を維持しており、米国10年債利回りは4~4.5%のレンジ内で推移すると予想しています。FRBの利下げ幅は、現時点で市場が織り込んでいる水準を上回る可能性は低いと考えています。米国債のイールドカーブが非常にフラットな状態であり、米国以外の国々の債券利回りの方が総じて魅力的であることを踏まえ、米国の長期債への投資を引き続き控える方針です。

クレジット市場アウトック

- ✓ クレジット市場は底堅く推移しており、今後もこうした状況が続くと予想しています。米国のクレジット市場では11月にスプレッドが再び縮小しました。これは共和党の政策方針、堅調な米国経済、相対的に高い利回り水準などを背景に、投資家の買い意欲が高まった結果です。中央銀行の金融緩和、米国の力強い経済成長、企業の良好なファンダメンタルズ（投資適格債券とハイイールド債券の両方）などは、今後も継続すると見込まれます。私たちは、共和党政権が掲げる公約がある程度実施されると予想しており、関税引き上げよりも、規制緩和や税率引き下げが実施される可能性の方が高いと見ています。その場合、米国企業は好調な業績を維持すると見込まれ、これはクレジット・スプレッドの縮小要因になると考えられます。一方、欧州経済のファンダメンタルズの悪化や、トランプ次期政権の関税政策に対する懸念を受け、欧州のクレジット市場は11月にアンダーパフォームしました。
- ✓ 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・スプレッドが縮小傾向にある中で（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）、投資機会としては依然として魅力的ですが、特に高いリターンは期待できないと考えられます。クレジット市場の現在のバリュエーションを踏まえると、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、問題のある企業や業種を回避しつつ、過度なリスクを取らずに、できるだけ高い利回りを確保することを目指しています。トランプ政権の政策をめ

ぐる不確実性が存在するものの、特に中期的な観点からは、利回りの絶対水準は満足できるレベルにあるように思われます。社債のスプレッドは歴史的にもタイトな水準にありますが、利回り（スプレッドと米国債利回りを合わせた総合利回り）は歴史的に魅力的な水準となっています。リスク面については、経済成長が底堅く推移し、中央銀行が利下げを行っている局面では、スプレッドが大幅に拡大すると考える理由はほとんどありません。しかし、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も低いと言えます。利回りを求める動きが続いているため、スプレッドの拡大は抑えられるでしょう。ポートフォリオでは引き続きクレジットを小幅なオーバーウェイトとしており、格付けの高いクレジットを重視しています。ユーロ建ての債券市場では、多くの米国企業の社債や欧州の金融債が、11月に軟調なパフォーマンスとなりましたが、これらの銘柄には依然として魅力的な投資機会があると考えています。

証券化商品アウトトラック

- ✓ 世界的に不透明感が高まる中、米国の不動産担保証券（MBS）などの証券化クレジット関連に投資妙味があると引き続き考えています。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。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。高クーポンの米国エージェンシー・モーゲージ証券は、投資適格社債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。欧州でスプレッドが縮小していることや、マクロ経済リスクが高まっていることを踏まえると、社債クレジットにおけるポジションと同様に証券化クレジットについても、より信用力の高い銘柄にシフトするほか、米国以外の銘柄から米国銘柄へのシフトを検討しています。証券化クレジットの中でも商業用不動産担保証券（CMBS）は、FRBの政策転換の影響を受けやすいと考えます。FRBの利下げペースが市場予想を下回り、金利が高止まりした場合、米国のオフィス関連のCMBS案件の多くで借り換えが困難になる可能性があります。したがって、私たちは引き続きCMBSセクターへの投資を控える方針です。

新興国市場アウトトラック

- ✓ トランプ氏率いる共和党政権下では、新興国市場（EM）債券が堅調なパフォーマンスとなる可能性は低いと考えます。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より高い金利が続き、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。BRICS諸国に対するトランプ氏の発言を聞く限り、これらの国々の市場環境は今後数年間にわたって不安定に推移する可能性が高く、各国はその対応を迫られると予想されます。とは言うものの、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、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。従って、国と銘柄の選択が引き続き重要となります。メキシコとブラジルについては、不安定な政治情勢（メキシコ）、財政リスク（ブラジル）、およびトランプ次期政権の政策が懸念材料となっており、両国の債券への投資を引き続き控えています。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LOOK

- ✓ 為替市場では、米国大統領選挙以降、米ドル高見通しが優勢となっています。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。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。一方、米国の雇用市場が悪化し、FRB が積極的な利下げ姿勢に転じた場合には、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。この点には注意する必要があります。米国の雇用情勢がさらに悪化した場合、FRB の利下げ余地が拡大すると見込まれますが、トランプ次期政権の政策によってインフレ圧力が同時に高まれば、FRB は難しい政策運営を迫られることとなります。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を実現することは困難であると言えます。したがって、米ドルの相対的な優位性に変わりはないと考えます。

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