

# 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11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。

## 10月のレビュー

- ✓ 債券市場は夏場にかけて一貫して上昇傾向を示していましたが、10月には明確に下落に転じました。米10年債利回りは10月に約0.5%上昇し、この影響により債券市場全体の月間パフォーマンスは2022年7-9月期以降で最悪となりました。この結果、債券市場（ハイ・イールド債とローンを除く）の年初来リターンは、キャッシュやその他ほとんどのセクターのリターンを下回る水準となりました。
- ✓ 米連邦準備制度理事会（FRB）が9月に0.5%の利下げを実施したことを踏まえると、このような市場の動きは異例です。米国大統領選挙で共和党が予想外に圧勝したことで、マクロ経済、政策および金利の面でさらなるボラティリティが予想されることから、今後も不安定な相場展開が続く可能性があります。

## 先進国市場アウトルック

- ✓ 夏場にかけて米国の雇用統計が予想を下回る結果となり、労働市場が軟化したことを受け、FRBは0.5%の利下げに踏み切りました。一方、8月と9月の雇用統計は持ち直し、失業率は4.3%から4.1%に低下しました。さらに、実体経済のデータも堅調に推移しました。米国の7-9月期国内総生産（GDP）は年率3%に近いプラス成長となったほか、10-12月期も2.5%程度のプラス成長が見込まれています。雇用者数の伸びが鈍化していることは確かですが、雇用市場が崩壊したわけではありません。現在見られる雇用市場の弱さは、採用活動における周期的な変動によって説明することができ、米大統領選挙の結果をめぐる不確実性も影響している可能性があります。ここ1年にわたり失業率が上昇傾向を示したのは、労働需要の弱さだけが原因ではなく、労働供給の増加からの影響も受けていると考えられます。今後は雇用情勢がより安定し、悪化ペースも緩やかになると見込まれます。その場合、FRBが今後12カ月にわたって積極的に利下げを行う必要性は低くなります。11月初めの時点で、私たちは年内にあと1回の利下げが妥当であると考えており、これによりFF金利の誘導目標の上限は4.5%となる見通しです。

- ✓ とは言うものの、市場では現在、米大統領選挙の結果が及ぼす影響に注目が集まっています。11月6日（水曜日）に米大統領選挙の結果が判明した直後、市場は明確な反応を示しました。選挙結果を受け、株価は上昇し、特に金融株の上昇が目立ちました。また、クレジット市場は好反応を示した一方、米国債は下落し、世界の債券市場も下落しました。一方、米ドル高が進みました。トランプ氏と共和党の公約や政策方針を踏まえると、こうした資産価格の動きは自然な反応だと思われます。政権交代に伴う政策の変更と経済情勢の変化により、市場環境が今後どのように変化していくのかについては、多くの不確実性が残されています。一つの疑問は、バイデン政権が制定したインフレ抑制法（IRA）や、CHIPS および科学法にどれだけの修正が加えられるのか？という点です。これらの政策は米国経済に大きなプラスの効果をもたらしてきました。しかし、仮に共和党がこれらの政策を撤回し、代替政策を推進しなかった場合、財政政策は予想ほど拡張的にならない可能性があります。その結果、インフレ圧力が後退し、FRB の利下げペースが緩やかになる可能性があります。
- ✓ 11月の選挙で共和党が圧勝したことを受け、債券市場の今後の見通しが大きく変化したことは間違いありません。選挙前においても、米国経済の予想以上の底堅さを受け、FRB がどの程度利下げを行うのか不透明感が高まっていました。FRB による利下げは、明確な景気減速懸念への対応というよりも、金融政策の「再調整（recalibration）」という意味合いが強かったため、FRB の今後の金融政策をめぐる不透明感は特に顕著です。FRB による予防的な利下げの必要性については、大統領選挙前からすでに疑問の声が上がっていましたが、選挙後にはその妥当性についての疑問がさらに深まっています。
- ✓ トランプ氏が大統領選挙に勝利したことと、共和党が上下両院を制する見通しとなったことから（執筆時点では下院の過半数政党は未確定であるものの、共和党が優勢となっております）、トランプ次期政権は政策綱領や選挙公約で掲げていた政策の大部分を実行に移す余地が生まれました。しかしながら、これらの政策のうち、実際にどの程度が実行可能かは現時点で不透明です。閣僚人事や政策の優先順位などが決定され、政策の実態が明らかになるまでには数カ月を要すると見込まれます。当面の間、市場は私たちが現在認識しているトランプ次期政権の政策方針、すなわち、減税政策（新たな減税および2017年減税・雇用法の継続）、関税政策（及び貿易戦争の潜在リスク）、規制緩和、移民政策（移民受け入れの制限および強制送還強化の可能性）などを判断材料とするでしょう。市場では、トランプ次期政権が優先的に取り組む法案や大統領令の詳細、およびそれらの実施時期や実行方法に注目が集まっています。これらは、今後のインフレ動向や経済成長を見極める上で重要な要因になると考えられます。
- ✓ 市場が織り込む2025年の利下げ回数が減少したことは妥当な反応ですが、今後どの程度まで利下げ期待が修正される必要があるかは不明です。また、これによる各国中央銀行への影響については、さらに不透明な状況です。トランプ氏の勝利が決定した直後の11月6日に、市場は強気の反応を示しました。市場は、トランプ次期政権の政策方針が米国の経済成長とインフレを押し上げる一方で、他国の経済成長には悪影響を及ぼすことを予想しました。その場合、米国以外の中央銀行は金融緩和を強化する可能性があり、こうした見方を反映して、イールドカーブのステイプ化が進みました。米国以外の中央銀行が金融緩和を強化するだろうという市場の見方は理解できるものの、完全に正しい見方とは言いきれません。なぜなら、米ドル高、関税の引き上げ、非効率なリソース配分は、米国以外の国にとってインフレ要因となり、金融緩和を強化することが困難になるからです。トランプ次期政権の政策は、世界経済の成長にマイナスの影響をもたらす可能性があります。問題なのは、（1）インフレの上昇と経済成長の悪化のどちらが先に顕在化するか、そして（2）金融政策の観点から、どちらがより深刻な問題とみなされるか、という点です。これらを踏まえると、各国の中央銀行は難

しい政策運営を迫られる可能性があります。実際に、ノルウェーとインドネシアでは通貨安が進んでいるため、両国の中央銀行は利下げ判断を先送りしています（このことは、共和党が勝利したことは直接関係していないものの）。

- ✓ 債券利回りへの影響については、以下が予想されます。インフレ圧力とリスク・プレミアムの上昇により、利回りにはさらなる上昇圧力がかかり、イールドカーブはスティープ化すると見込まれます。米 10 年債利回りについては、下限を 4%、上限を 2023 年のピークである 5%と想定しています。

### クレジット市場アウトLOOK

- ✓ クレジット市場は大統領選挙前にも堅調に推移しており、選挙後数日間にはさらに堅調な展開となりましたが、こうした動きは妥当な反応でした。実際に、市場では米国経済が堅調に推移すると予想されており、企業業績の改善が見込まれています。また、規制緩和や保護主義的な政策も米国企業の業績に少なくとも全体的にはプラスに働くと予想されています。しかしながら、トランプ次期政権がクレジット市場に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。
- ✓ 私たちのクレジット戦略では、問題のある企業を回避しつつ、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。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。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。

### 新興国市場アウトLOOK

- ✓ 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、経済成長が加速していても、金利が上昇傾向を示し、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。一方で、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、中央銀行が利下げを行うことができ、かつ利下げに意欲を示している場合、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。

### 証券化商品アウトLOOK

- ✓ トランプ次期政権の政策運営をめぐる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特に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。

### 為替市場アウトLOOK

- ✓ 為替市場では、トランプ氏が大統領選挙に勝利して以降、米ドルの見通しが改善しています。拡張的な財政政策、（従来の予想と比べて）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、米国の雇用市場が予想外に弱くなった場合は米ドル安要因であり、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。このような米国の強固なファンダメンタルズを踏まえると、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