Promotional material of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook week 21

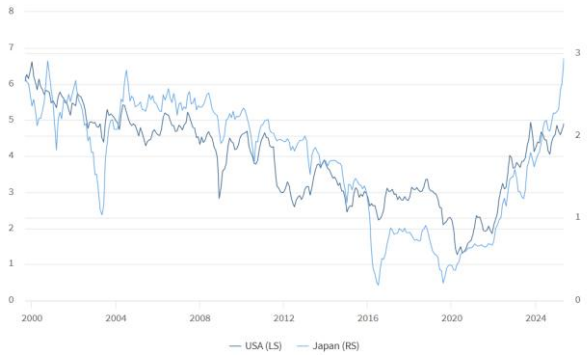
May 27, 2025

日米の国債市場に不安広がる

国債市場に波乱の予兆？

米国 30 年国債の利回りは先週、5.15%まで上昇しました。その理由としてよく挙げられるのは、ムーディーズによる米国の信用格付けが Aaa から Aa1 に引き下げられたこと、20 年国債の弱い入札、ドナルド・トランプ政権からの十分な財源の手当てなしに計画された大規模な減税と支出計画です。一方、米国 5 年国債利回りは、2022 年 9 月以降、4.1%程度で推移しています。こうした年限間による方向感の違いによって、30 年債と 5 年債の利回り格差は、2023 年 3 月の約-0.5%ポイントから約+1.0%ポイントに拡大しました。利回り格差の拡大は、投資家が神経質になり、長期国債のリスクプレミアムの引き上げを求めていることを示しています。

グローバル債券市場における波乱の予兆
30 年物国債利回り(%)



出典: Refinitiv Datastream, Metzler; 最終更新日:2025.5.22

日本でも同様の動きが見られます。日本の 30 年国債の利回りは、先週を通じて 3.2%弱まで上昇しました。これは主に、入札需要の低迷と日本銀行による国債買入額の減少によるものです。また、日本では、30 年債と 5 年債の利回り格差は約 2.2%ポイントまで拡大し、1999 年初頭の統計開始以来の最高水準となっています。

日本で国債利回りが上昇している理由

日本国債の利回り上昇の背景には、高水準の国家債務とそれが長期的に持続可能であるかという問題があります。日本政府は昨年、プライマリー赤字を GDP 比 1.6 パーセントにまで減らすことに成功しました。今年はプライマリーバランスの黒字化、すなわち利払い前の財政黒字を達成することが求められます。

一方で、日本ではインフレ率も大幅に上昇しています。例えば、発表された 4 月 CPI（東京）は約 3.4%でした。これは、日本の 30 年債の利回りが約 3.2%であっても、実質金利がマイナスになることを意味しており、日本銀行は、中期的には 2.0%までインフレ率を引き下げる展望を示す必要があります。

日本政府は、早急に一兆ドルを超える外貨準備を清算し、その資金を国債の買い戻しに充てるべきであると考えています。こうすることで、円高によってインフレ率が低下し、債務の削減と、自国の債券市場に落ち着きを取り戻すことが可能になるでしょう。

また、ロイター通信によると、日本の個人投資家は約 2 兆 3 千億ドルの外国債券を保有しており、これらの外国債券を売却し、自国市場の高い利回りの債券を購入することも出来ます。これは、日本債券市場の混乱が米国債券市場に波及するリスクが一定のリスクであることを意味しています。

現時点では、日本政府は短期債を通じて資金を調達することができるため、深刻なソブリン債務危機が発生する可能性は低いと考えています。しかし、リスクプレミアムの急激な上昇は、こうした問題に日本政府が早急に対応すべきであると告げるシグナルであり、予兆であると考えています。

米国:減税は中止すべき

米国債市場は、莫大な連邦債務、現時点で高いプライマリー赤字、そして現在検討中の減税によってさらにプライマリー赤字が拡大する可能性があることから、非常に神経質な動きとなっています。米政府は、減税の検討を即座に中止し、増税と歳出削減を決定すべきであると考えられます。米国債の利回り上昇は利払いコストを増加させ、結果として、連邦債務の持続可能性を悪化させ、更に利回りが上昇する、という負のスパイラルに陥る可能性があります。もちろん、米政府が現在の債券市場の混乱を危惧し、米連邦準備制度理事会(FRB)に国債の購入を求める可能性も考えられます。

また、経済指標の間に二極化がみられます。これまでに発表された消費者信頼感(5 月 27 日発表予定、日本時間)など景況感指数はより悲観的な数値を示していますが、消費者支出(5 月 30 日発表予定、日本時間)など実体経済はより楽観的な状況を示しています。これは、関税の影響は実体経済に数か月後にようやく波及する、あるい

は、関税が実体経済に与える影響は、懸念されているほど大きくないいうことを示しています。

ヨーロッパは安定性を保っている

逆説的ですが、米国の財政政策が崩壊しつつあり、中国経済が困難な状況にある中で、ヨーロッパは長い間弱点と考えられてきた「遅さ」と「複雑さ」がポジティブな評価を受けつつあります。
多くの欠点があるにもかかわらず、低下傾向にあるユーロ圏の債務比率や ECB による金融政策、行き過ぎた財政拡大を防ぐ制度に支えられ、ヨーロッパは財政的にも制度的にも強靭であることが証明されつつあるとみています。

地政学的な教訓から学ぶヨーロッパ

ウクライナ-ロシア戦争への欧州の対応は、戦略的な調整プロセスを明らかにしています。何十年にもわたる防衛費の軽視、経済的な結びつきが平和をもたらすという信念、これらはいずれも、2022 年に突然修正を余儀なくされました。以来、ヨーロッパでは防衛に対する考えを修正してきました。これは、マーストリヒト条約以来ヨーロッパに見られる「ゆっくりだが着実な」調整の典型的な例と言えます。
権威主義国家とは異なり、ヨーロッパは構造的にも、また意図的にも、攻撃的な地政学的行為に踏み切ることを避けてきました。経済政策の面でも、ヨーロッパは引き続き開かれた市場の擁護者であり続けていると思います。トランプ政権下でますます重商主義的になったアメリカの通商政策とは対照的に、ヨーロッパは中南米（メルコスール）やイギリス（2025 年のミニ・ディール）との新たな自由貿易協定やルールに基づく協力を目指しています。EU が近い将来インドとの貿易協定を締結できれば、大きな利益となるでしょう。

経済の中心地としてのドイツ

ドイツが積極的に欧州経済の中心的役割に返り咲こうとする動きは、非常に大きな変化と捉えています。長年にわたる財政的規律を経て、フリードリヒ・メルツによる新政権下の連邦政府は、いわゆる「債務ブレーキ」の枠内で積極的に裁量を使い始めています。これは経済政策とも関連しており、2026 年の GDP 成長率 1.4%という予測は、こうした状況下では現実的な数字と言えるでしょう。
ただし、今後数か月にわたり、アメリカとの貿易摩擦が経済成長を停滞させる可能性は依然として高く、火曜日に発表される企業景況感指数にもその傾向が表れると思われます。一方で、5 月 27 日に発表予定の GfK 消費者信頼感指数で、ドイツの消費者マインドに改善の兆しが見えるかもしれません。これはヨーロッパにとって非常に重要であると考えています。中央財政当局を持たないユーロ圏において、ドイツの財政政策は非常に大きな影響力を持っており、ドイツ経済が力強い成長を見せることで、ヨーロッパは経済的にも政治的にも安定すると考えています。

構造的な非対称が依然として存在

しかし、ヨーロッパは依然として構造的な制約を抱えています。イノベーションを広く波及させることができる資本市場が欠如しており、政治の仕組みが統一されておらず、効果的な経済政策の実行が難しくなっています。また、人工知能やデジタルプラットフォーム分野での遅れも明白です。ヨーロッパには、より強力なイノベーション政策が喫緊に求められています。
人口動態上の課題も深刻です。労働力人口の減少、高齢化社会、硬直した社会制度といった問題にも直面しています。これらの問題に対応する手段として、移民政策は、経済的には必要であるにもかかわらず、政治的には依然として議論の的となっています。ようやくドイツのように、より現実的な解決策が現れつつあります。すなわち、不法移民には厳しく、スキルを持つ人材には門戸を開くというアプローチです。

戦略的投資先としてのヨーロッパ

投資家の視点からすると、「不確実性が高まる世界で、資本をどこに投じるべきか？」という根本的な問いが浮かび上がります。ヨーロッパは平均を超える成長をしているわけではありませんが、相対的な安定性が高まっていると思われます。もし比較対象が、莫大な債務を抱え、政治的に分断され、制度にも歪みが散見される米国であるならば、ヨーロッパは「安全な避難先」として、長期的なポートフォリオ戦略において、より魅力的であると考えられます。「成長」は言うまでもなく重要ですが、経済の成功にとっては、「持続可能性」や「制度の質」も同様に重要です。ヨーロッパがすべてをうまくやれているわけではありませんが、今のところ他と比べて「欠点が少ない」と思います。

メッツラー・アセット・マネジメントGmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク

1.) 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
2.) 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
3.) 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
4.) 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があり、投資元本を割り込むこともあります。
5.) 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
6.) 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
7.) 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があり、当社はその変更等に起因する損
8.) 害について一切責任を負いません。
9.) 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
10.)本資料に紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
11.)本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
12.)本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社
〒100-0011
東京都千代田区内幸町2-2-2　富国生命ビル23階
Tel：03-3502-6610（代表）Fax：03-3502-6616
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第467号

W25-019