

Asset Class Views

グローバル債券市場の見方 | 2026年第1四半期

公開日：2025/12/18



Bob Michele

Global Head of Fixed Income, Currency & Commodities

要旨

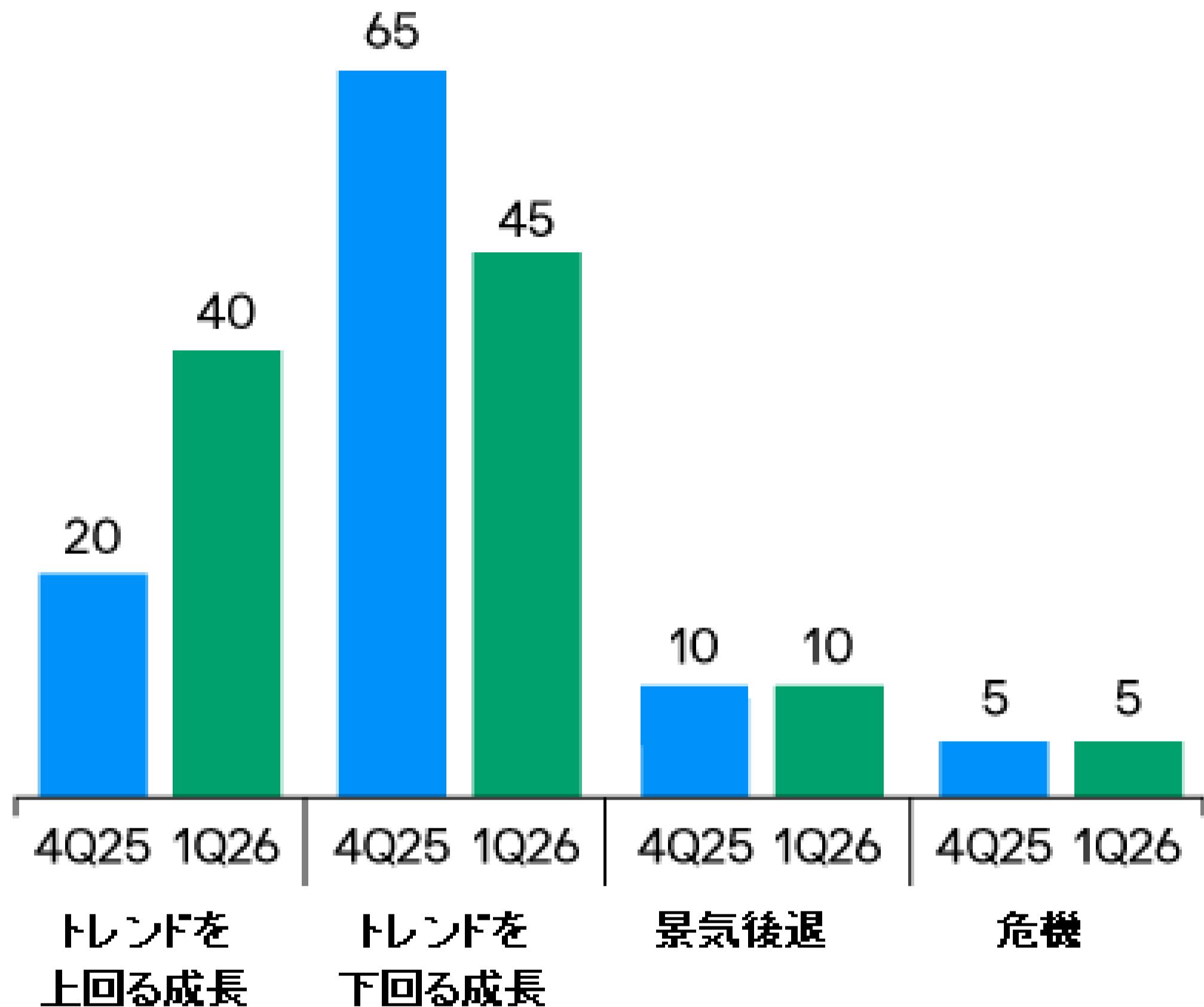
- 債券セクターが堅調に推移し、米連邦準備制度理事会（FRB）が利下げサイクルを再開した環境下、経済成長の継続とインフレの緩やかな鈍化を見込む。労働市場への懸念や低所得層の弱さは存在するものの、消費者全体は安定しており、財政政策による景気刺激が下支えになると期待される。
- 今回の四半期投資戦略会議（IQ）では、トレンドを下回る成長の発生確率は45%とし、引き続きメインシナリオとした。そのほか、トレンドを上回る成長の発生確率を40%に引き上げ、景気後退および危機の発生確率はそれぞれ10%、5%に据え置いた。
- メインシナリオでは、FRBが来年2回の利下げを実施し、10年物米国債利回りは3.75%から4.25%の範囲になると予想する。
- トレンドを上回る成長の発生確率を引き上げたのは、経済の力強さを示す兆候が多いからである。政府のビジネス重視の姿勢や、AI主導の設備投資ブームが投資と生産性を押し上げ、企業収益の再加速につながる可能性がある。
- このような環境下、当チームでは、キャリー重視の投資を選好する。具体的には、投資適格社債、ハイ・イールド社債や転換社債、新興国債券、証券化商品（エージェンシー・モーゲージや商業用不動産担保証券など）である。

当チームの12月のIQはホリデーシーズンのはじまりとともに、新たな本社である270パークアベニューで開催された。FRBが再び利下げを実施し債券市場が年初来で目覚ましいリターンを記録したことから、本来であれば祝祭ムードのはずだった。しかし、当然ながら投資に関する懸念が意識され米国の労働市場や消費者の健全性、根強いインフレ、中央銀行の独立性、そして人工知能（AI）のコストと便益について疑問が浮上した。

要するに、足元の市場と経済の状況は「うますぎる話」なのではないかという疑念が生じたのである。

我々はいつものように、膨大なデータを徹底的に分析し、それらを基に疑問への答えを導き出した。「解放の日」の影響は最悪期を脱したのか、さらに目覚ましい市場リターンが待ち受けているのか。それとも、市場は実現不可能な、理想的な経済状態を織り込んでいるのか。

シナリオの発生確率 (%)



出所: J.P.モルガン・アセット・マネジメント GFICC投資戦略チーム 2025年12月11日

マクロ経済の動向

我々は、FRBの二重の使命である「完全雇用（経済成長）」と「物価安定（インフレ）」に焦点を当て、今後の金融政策の道筋を探ろうとした。米国経済は力強さの兆候を数多く示している。まずホワイトハウスに注目すると、現政権が成長重視かつビジネス重視であることは明らかである。米国企業も関税政策に対応し、前進しているように見受けられる。企業は価格上昇の一部を吸収し、また残りは消費者に価格転嫁している。企業の利益や売上高見通しは、ここ数四半期で最も力強い水準にあり、今後再加速の可能性もある。

所得下位20%の層には消費の弱さが見られるものの、消費者全体の状況は安定しており、「一つの大きく美しい法案（OBBA : One Big Beautiful Bill Act）」の税還付という形の財政刺激策も、数か月後に控えている。しかしながら、我々は労働市場の軟調さについて懸念を抱き続けている。企業は、関税やAIが自社の事業モデルに与える影響が明確になるまで、単に採用を一時停止しているだけかもしれない。しかし現実には、雇用者数の伸びは鈍

化し解雇の発表も増加しており、失業率は**4.6%**と、**2023年4月**の最低水準から**1.2**ポイント上昇している。労働市場データが不安定であるため、**FRB**の政策担当者は「完全雇用」の目標を達成していると自信を持って断言することができない状況である。

同時に、インフレは依然として根強く、**FRB**がコア個人消費支出（**PCE**）で目標の**2%**を達成してから、ほぼ**5年**が経過している（現在は前年比**+2.8%**）。**FRB**メンバーの間では、インフレへの懸念が高まり、さらなる金融緩和に抵抗感を示す者が増えている。それにもかかわらず、我々は来年に追加で**2回**の利下げが実施されると考えている。利下げを後押しする要因としては、**FRB**が中立金利を**3%**と示し続けていること（現在の政策金利は**3.625%**）、労働市場が軟調であること、サービスおよび賃金のディスインフレ傾向が続いていることが挙げられる。さらに、近く発表される見込みの新しい**FRB**議長は、ハト派寄りの姿勢を取ることが確実視されている。このような状況下では、米国**10年債利回り**は**3.75%**から**4.25%**の範囲に留まる可能性が高いと考える。

世界のその他の地域の政策と成長の軌道は、よりまちまちの展開となった。英国のインフレ率が他の先進国経済並みの水準に収束し、労働市場の弱さが賃金成長を抑制する中、我々はイングランド銀行が**FRB**と同様に利下げに踏み切ると予想する。欧州中央銀行（**ECB**）は、インフレ率が目標水準にある一方で財政支出が増加し始めているため、政策を据え置く見通しである。オーストラリア準備銀行と日本銀行は、成長とインフレ圧力が続く中で利上げを実施すると見込まれる。中国は新興市場において依然として重要な存在であるが、他地域にも多くの投資機会が見込まれる。中国では、記録的な財の貿易黒字により、世界経済にデフレを輸出し続けるだろう。国内消費の弱さは、固定資産投資や来年の**GDP成長率4.5%**を支えるための財政刺激策によって部分的に相殺される見通しである。

全体として、我々は世界経済が関税の影響を吸収する力に感銘を受けた。また、**AI**の構築に必要な設備投資が短期的な成長と長期的な生産性向上の双方に有益であることを認識した。さらに、広範なディスインフレ傾向が今後も続くと考えている。このようなマクロ経済環境は、市場にとって好ましいものである。

シナリオ見通し

当チームは、**トレンドを上回る成長**の発生確率を**20%**から**40%**へと引き上げた。関税の影響はすでに過去のものとなり、米国と欧州では財政刺激策が進行中であり、**AI**関連の設備投資も加速している。成長が今後も堅調に推移すると考える一方で、インフレは依然として緩やかに推移する可能性があると見ている。消費者は明らかに価格に敏感になっており、これが企業の価格決定力を制限している。また、**AI**主導の生産性向上によって成長が加速しても、労働市場が再び逼迫するとは限らないと考える。

トレンドを下回る成長の確率は**65%**から**45%**へと引き下げた。依然としてメインシナリオであるが、「トレンドを上回る成長」との差はわずかである。緩やかなペースに留まる失業率の上昇と健全な経済成長に鑑みると、労働市場は時間をかけて正常化（足元の過去平均を下回る水準から上昇）すると考えられるものの、経済に大きな損失をもたらすことはないだろう。ただし、所得下位**20%**の層は依然として苦しんでおり、**OBBA**が十分な効果を発揮してこの問題を解決できるかは不透明である。景気後退と危機の確率はそれぞれ**10%**と**5%**に据え置いた。金融緩和、財政刺激策、リスク資産の大幅な下落を容認しない政治スタンスに鑑みると、今の世界で経済収縮を想像するのは難しい状況である。

リスク

最大のリスクは、コロナ禍の世界的な景気刺激策や過去の中央銀行による量的緩和によって金融システム内に溢れている資金が、急激な成長とインフレの高騰という形で一気に噴き出すことである。利下げの効果はまだシステム全体に浸透しきっておらず、今後の財政刺激策が投資家心理（アニマルスピリッツ）を再び活性化させる上で大きな役割を果たす可能性がある。もし、インフレを抑制するはずの**AI**主導の生産性向上がまだ遠い未来の話であり、データセンターや電力網などの構築が短期的な成長を加速させる要因となる場合、インフレは急騰する可能性がある。我々はまた、世界的な財政規律の緩みにも注目した。これらが現実となれば、中央銀行は利上げ体制に戻らざるを得ず、資産価格の下落を招くことになるだろう。

他にも、上記よりはリスクが小さいと考えるが、経済収縮の可能性もある。企業が**AI**投資のリターンが得られにくくと判断すれば、支出の縮小や減損が発生する。株式市場は調整を余儀なくされ、失われた資本が景気の減速につながる。しかし、こうした事態には政策担当者が危機に至る前に対応すると見られ、現実的なシナリオだとは考えにくい。

債券投資戦略への示唆

安定した成長とインフレの緩やかな鈍化は、債券市場および資産価格全般にとって好材料である。当チームはキャリー重視の投資アイデアに強気な見方をしている。具体的には投資適格社債からハイ・イールド社債、転換社債まで、幅広い企業クレジットを選好する。デフォルト率の低さと企業収益の力強さも追い風となっている。新興国債券、特に現地通貨建て債券についても、高い実質利回りと通貨の上昇余地から投資妙味があると考える。

証券化市場も支持を集めた。政府系**MBS**市場は政府系機関¹による後ろ支えがあるほか、安定した消費者の存在が住宅ローン市場や自動車ローン市場を下支えすると期待される。一方で意外だったのは、商業用不動産担保証券への関心の高まりである。オフィス物件市場を覆っていた不透明感は晴れ

つつあり、再開発が進行している状況である。

まとめ

グローバル経済と金融市場は、驚くほど良好な状況で年末を迎えており、関税や地政学的圧力の影響は薄れつつあり、財政刺激策が導入されようとしている。企業の関心は、今最も注目されているAIに向けられており、政策担当者は経済のいかなる下振れリスクにも備える姿勢を取っている。我々の方針は、そのような環境を活かしてさまざまな市場で利回りを積み上げ、バリュエーションの変化に応じて積極的にポジションを入れ替えることである。われわれにとってのホリデーギフトは、「2026年に非常に良好な債券市場のリターンが期待できるということ」である。

※本稿は2025年12月18日時点における当社グループの見解です。

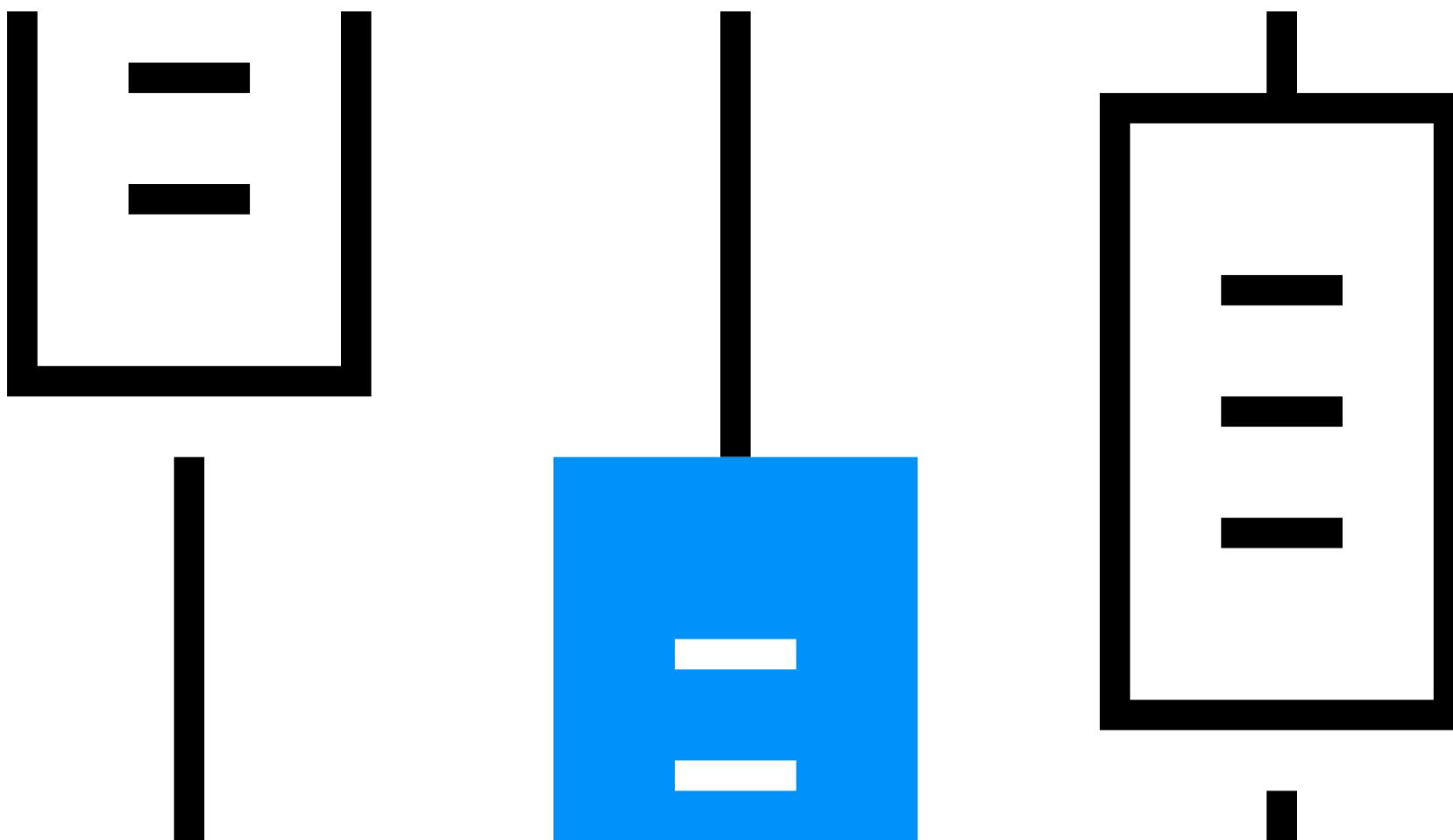
拡大		縮小	
トレンドを上回る成長 グローバルGDP成長率 > 3.5% グローバルのインフレ率 > 2%	トレンドを下回る成長 グローバルGDP成長率 2%~3.5% グローバルのインフレ率 ~2%	景気後退 グローバルGDP成長率 < 2%	危機 市場における無秩序な変動が、 金融システム不安を誘発
(発生確率40%／前期比20%増)	(発生確率45%／前期比20%減)	(発生確率10%／前期比変化なし)	(発生確率5%／前期比変化なし)
<ul style="list-style-type: none">アメリカの失業率は安定し、消費者の支出が増加。AI主導の設備投資に加え、政府の積極的な財政政策や政策金利の引き下げが、経済成長の再加速を後押し。企業および消費者の健全なバランスシートが、経済のレジリエンス(回復力)を支える。	<ul style="list-style-type: none">労働市場の需給ギャップの拡大が続き、価格圧力は抑制される。税還付による後押しは、雇用の先行きを懸念する消費者の慎重な姿勢を十分に打ち消すには足りず、消費支出の抑制が続く。事業計画の具体化には時間がかかるため、設備投資は穏やかなものにとどまる。	<ul style="list-style-type: none">雇用者数の伸びがマイナスに転じ、失業率が大きく上昇。解雇の増加により所得の伸びが鈍化し、消費も減少。中低所得層と小規模企業へのストレスにより、全体的に成長が落ち込む。	<ul style="list-style-type: none">世界経済が外的衝撃を受け、当初予見されていなかった金融システム内の過剰なレバレッジが露見。
金融・財政環境: <ul style="list-style-type: none">各国の中央銀行は、政策金利を中立的な水準で安定させ、経済成長がインフレを引き起こさない水準にあるかを注視。世界各国の財政政策が成長を促進。	金融・財政環境: <ul style="list-style-type: none">中央銀行はリスク管理型のアプローチを取り、徐々に中立的な政策へと緩和。財政刺激策が、関税の影響を相殺。	金融・財政環境: <ul style="list-style-type: none">中央銀行は利下げベースを加速し、市場が中立金利を下回るターミナル・レートを織り込む。景気回復を意図した政策に組み込まれた自動安定化装置が、景気の底割れ回復に寄与する。	金融・財政環境: <ul style="list-style-type: none">中央銀行の金融緩和、財政政策共にシステム不安を抑制するには力不足。
有望と思われる投資対象及び戦略: <ul style="list-style-type: none">ハイイールド社債、投資適格社債の中でも格付が低い債券、低クオリティの新興国債券、などのリスク性資産	有望と思われる投資対象及び戦略: <ul style="list-style-type: none">証券化商品、ハードカレンサーおよび現地通貨建ての新興国債券中期ゾーンのデュレーションが効果的なキャリーとヘッジの機能を発揮	有望と思われる投資対象及び戦略: <ul style="list-style-type: none">先進国国債とエージェンシーMBS国債のイールドカーブは、大きくブルスティープ化	有望と思われる投資対象及び戦略: <ul style="list-style-type: none">資産間のあるべき相関関係が崩れる中、現金及びその他準備通貨がアウトパフォーム

出所: J.P.モルガン・アセット・マネジメント GFICC投資戦略チーム 2025年12月11日時点。金融市場のトレンドに関する当社グループの意見、推測、予測、記述は作成時点のものであり、投資判断に影響しています。またこれらは予告なく変更となることがあります。これらは将来を保証するものではありません。MBS: Mortgage-backed Securities

開示事項

1これらには、ファニーメイ(連邦住宅抵当公社)、フレディマック(連邦住宅貸付抵当公社)、連邦住宅貸付銀行が含まれる。

記事のタグ 債券 資産クラスの見通し インフレーション 金利



MARKET INSIGHTS

Guide to the Markets

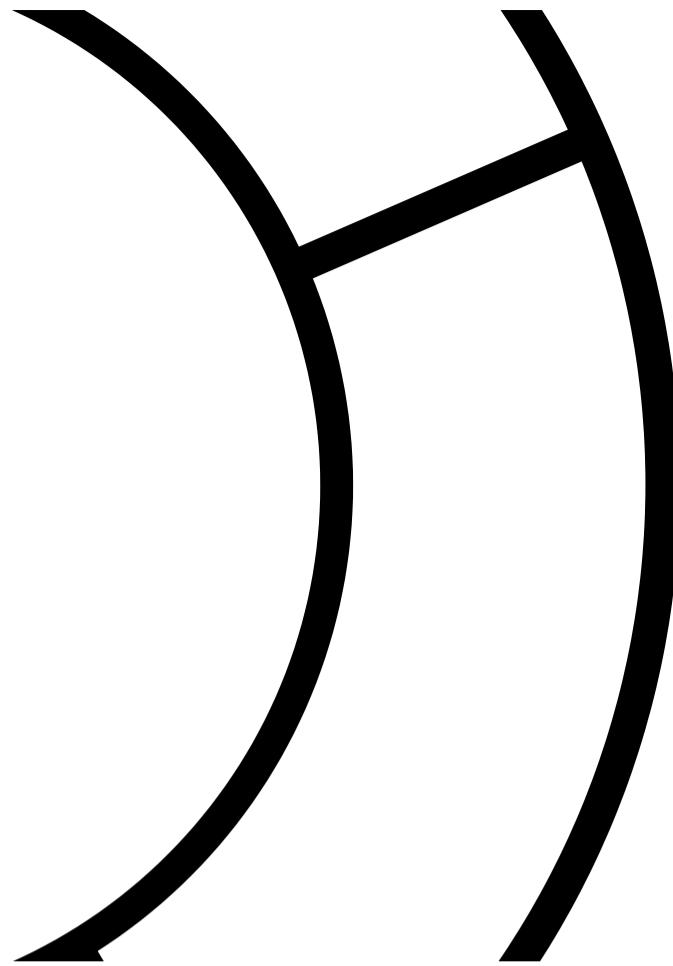
経済と金融市场を定点観測するチャート集。各チャートの解説も掲載しています。

An abstract graphic element featuring a large blue semi-circle at the top right. Below it, two black curved lines form a downward-pointing triangle on the left and an upward-pointing triangle on the right, creating a sense of movement and balance.

MARKET INSIGHTS

ストラテジストが語るグローバル市場展望

ストラテジストが経済や市場の最新情報をタイムリーかつコンパクトに解説します。



PORTRFOOLIO INSIGHTS

J.P.モルガンの超長期市場予測

経験豊かな運用プロフェッショナルが英知を結集して作成したもので、各資産、戦略の10～15年の期待リターンとリスクの分析結果を提供します。

J.P.モルガンは、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよびその各子会社または関連会社のマーケティングネームです。

J.P.モルガン・アセット・マネジメントは、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。

本ウェブサイトは、日本の居住者の利用に供する目的で作成されたもので、その他の国の居住者を対象とするものではありません。本ウェブサイトは、J.P.モルガン・アセット・マネジメントに関する情報のほか、証券投資一般等に関する情報提供を目的としたものであり、証券投資につき、勧誘を目的としたものではありません。本ウェブサイトは、J.P.モルガン・アセット・マネジメントが信頼性が高いとみなす情報等に基づいて作成しておりますが、その正確さを保証するものではなく、本ウェブサイトに掲載された情報を使用することにより被った損害を補償するものではありません。本ウェブサイトに掲載された意見・見通し等は表記時点あるいは掲載時点でのJ.P.モルガン・アセット・マネジメントの判断を反映したものであり、今後変更されることがあります。J.P.モルガン・アセット・マネジメントまたはその日本法人であるJPモルガン・アセット・マネジメント株式会社、それらの従業員は本ウェブサイトで言及している有価証券を保有している場合があります。

JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第330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

Copyright 2026 JPMorgan Asset Management (Japan) Limited. All rights reserved.