

# グローバル債券市場レポート

本書はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントのグローバル債券運用部門が作成したレポートを邦訳したものです。2016 年 8 月現在の筆者の見通しおよび見解に基づくものであり、市場および経済状況の変化により必ずしも実現されるとは限りません。また、特に断りのない限り時点は 2016 年 8 月末現在です。

## 中央銀行の金融政策を巡る議論

### 1. アウトルック

- 今後数カ月間の動向は極めて重要であり、注視する必要がある。9 月には各国・地域で中央銀行の政策決定会合が開かれる。中央銀行はこれまでの政策を見直す可能性があり、その間、国債市場は一時的に尻の状態に入ることになりそうだ。市場は今後数カ月についても、これまでと同様の展開が続くと予測してきたが、予測通りには運ばない公算も幾分ある。ただ政策の修正が行われても、調整に見舞われるのは国債市場だけだろう。我々は中央銀行の政策は趨勢的にスプレッド商品とキャリー戦略の追い風になるとの見方を維持している。しかしながらデュレーションには慎重に臨み、過度にデュレーションを長期化することは避けたい。利回りが極端な水準に低下しており、市場が金融政策についてあまりにも楽観視しているからである。
- 世界経済の穏やかな成長と低インフレが、今後予想される最も確率の高い道筋である。新興国のファンダメンタルズが安定もしくは好転しつつある今、新興国債券はまずまずのパフォーマンスが期待できると考える。
- クレジット・サイクルが成熟化する兆しを引き続き見守りたい。しかしながら、今後も中央銀行の政策に起因する力強いテクニカル要因が、引き続きグローバル債券市場を支配すると考える。利回りを追求する投資家は、グローバル・クレジットを買い続けるとみられ、米国市場の相対的に魅力的な利回りが外国人投資家を引き付けるに伴い、米国のクレジットはアウトパフォームする公算が大きい。

### 1 アウトルック

金利および為替見通し

新興国市場見通し

クレジット市場見通し

証券化商品市場見通し

### 2 市場サマリー

先進国債券市場

新興国債券市場

1) 米ドル建て新興国債券

2) 現地通貨建て新興国債券

3) 新興国社債

社債市場

証券化商品市場

8月の国債市場はボックス圏で推移した。市場関係者が、米ワイオミング州ジャクソンホールにおける年次経済シンポジウムでの金融当局者らの発言を基に、中央銀行の政策を読み解こうとしたことによる。

米10年債は8月を通じて18bps程度変動しただけで、2006年以降で最もタイトな変動幅を記録した。S&P500の日次リターンは±1%のレンジにとどまった。こうした静かな商いが続くなか、スプレッド商品の多くは極めて好調に推移した。投資適格債、ハイイールド債ともにスプレッドがタイト化し、新たな底を付けた。原油価格の上昇を追い風に、エネルギー関連セクターが先導役を果たした。

方向感を欠いた国債市場の値動きは、各国中央銀行の政策を巡る不透明感が一段と高まったことを反映している。見方はまだ分かれているようだが、中央銀行の反応関数は変化しつつあると我々は捉えている。その証左の1つとして、日銀および欧州中央銀行（ECB）メンバーが、金融機関と預金者にコストを強いるマイナス金利の適用に消極的になっていることが挙げられる。加えて、米連邦準備制度理事会（FRB）のジャネット・イエレン議長が連邦公開委員会（FOMC）において、金融政策の新たなツールについて検討することに前向きだとみられることがある。インフレ・ターゲットを3%にすることも、そうしたツールの1つである。こうした状況は、インフレ期待を上向かせるため、かなり長期にわたりインフレの上振れを当局が容認することを示唆すると思われる。翻ってこのことは、経済指標が改善しても、長期間、低金利が維持されることを意味する。

資産価格に対する予想としては、引き続き中央銀行が緩和政策をとり、資産リフレを目指している環境は変わらないと思われる。むしろ、国によって状況は多少異なるかもしれない。例えば、日本と欧州はマイナス金利政策を維持し、量的緩和（QE）を拡大して資産価格の下支えを図ると考えられる。これに対し、FRBは極めて緩やかなペースで利上げに動く公算が大きい。英国は金利を低位に据え置き、QEを継続するだろう。以上を総合すると、中央銀行には、金利を引き上げることで資産価格や企業の景況感にネガティブな影響を及ぼすといった余地はほとんどないことが分かる。前述のように、中央銀行のメンバーの間で、インフレ期待は低すぎ、押し上げる必要があるとのセンチメントが高まりつつあるとみられる。こうした状況はイールドカーブのスティープニングをサポートするであろう。このことは概ねリスク資産の価格上昇を促すとみられる。

以上の点を踏まえ、現在の環境においてはキャリー戦略とスプレッド商品の好パフォーマンスが期待される。我々としては、金利動向との相関性の低いスプレッド商品を保有したい。かかる環境では、ハイイールド債や証券化商品などの資産クラスが

底堅く推移すると考えられる。多くの場合、これらの資産クラスでは、各セクターの基本的なファンダメンタルズは力強い。にもかかわらず、ファンダメンタルズと比較して割安な水準で取引されている。ハイイールド債については、紙、包装材、住宅建設などのセクターが、底堅いファンダメンタルズを有しているうえ、魅力的な利回りを提供している。同様に、非エージェンシー・モーゲージおよび商業用モーゲージ担保証券（CMBS）も魅力的に映る。これらは主に米国内の動向が材料となるが、商業用・住宅用不動産価格の上昇という強固なファンダメンタルズ要因が追い風となっている。

この数年にわたり、8月に市場は乱高下してきたことからすれば、今年8月に静かな商いとなったことは歓迎すべきだと言える。しかしながら、今後数カ月間の動向が極めて重要であり、注視する必要がある。9月には各国・地域で中央銀行の政策決定会合が開かれる。中央銀行はこれまでの政策を見直す可能性があり、その間、国債市場は一時的に風の状態に入ることになりそうだ。

## 金利および為替見通し

世界経済の相対的な停滞や、英国のEU離脱（Brexit）の影響をめぐり根強い不透明感から、FRBはあらゆる手段を用いて金利がハト派的な利上げの道筋をたどるよう誘導するだろう。長期債はグローバルなリスク・プレミアムに関わるテクニカル要因を大きく織り込んでいようだが、そうした要因が反転すれば、利回りは押し上げられよう。こうした動向と市場の現状を踏まえて、米国のデュレーションを引き続き小幅アンダーウェイトする。但し、新興国を中心に、他の一部地域のデュレーションはオーバーウェイトとする。さらに、インフレ連動債（TIPS）に基づくインフレに対する現在の市場のプライシングは、インフレ上昇の可能性を過小評価していると考えられる。

ECBによる継続的な資産買い入れにより、ユーロ圏の実質金利は引き続き低下に向かう。ECBの目的は、インフレ期待を上向かせるべく、必要な金融および経済のリバランスを実現することにある。以上の観点から、これまで通りイタリアとスペインのインフレ連動債を选好し、ユーロ圏のデュレーションを引き続き基本的にニュートラルとする。ECBは量的緩和（QE）の期間延長を通じて、一段の緩和を図る可能性が大きい。

オーストラリアとニュージーランドは、中国関連コモディティの低迷を主因とする景気減速と成長鈍化に対応すべく、金融緩和を維持すると思われる。乳製品価格の低下が続いていることに照らせば、ニュージーランド国債は市場をアウトパフォームす

る公算が大きい。同国国債はオーバーウェイトを維持する。新興国資産は、現在の低利回り・金融緩和環境においては依然妙味がある。中欧の債券も依然魅力的である。ブラジルおよび南アフリカに対し、戦術的にポジティブなスタンスをとる。

通貨ポジションについては、FRB がハト派的スタンスをとっていることから、足元、米ドルは軟調に推移するとみている。但し、リスクオフ・シナリオが台頭すれば、ドルは強含むこともあり得る。ポーランド・ズロチ、ノルウェー・クローネ、ロシア・ルーブルなど、割安感の出ている通貨にエクスポージャーをとっている。英ポンドについては、Brexit をめぐる不透明感が成長の足枷となる公算が大きいことから、アンダーウェイトする。

## 新興国市場見通し

新興国の債券市場は年初来、力強いパフォーマンスを記録している。先進国市場の利回りが依然極めて低位にあり、新興国の経済指標に下げ止まりの兆しが見えることを踏まえて、年内の見通しを引き続き楽観的としている。FRB による複数回の利上げ見通しが和らぎ、中国の景気失速懸念が後退していることも好材料である。年末までにもう 1 回、FRB による利上げが実施される可能性はあるにせよ、先進諸国は総じて緩やかな金融政策を採っている。中国関連の不安も薄れており、こうした状況が 2016 年一杯、引き続き資産価格を突き動かす原動力になるものと思われる。新興国市場の相対利回りやバリュエーションは依然魅力的だが、上昇がより長続きするためには、新興国市場の経済ファンダメンタルズが持続的な改善を見せる必要がある。加えて、原油が 40～50 ドルのレンジで推移し、ドルが安定し、先進国の金利がボックス圏に入ることも必要である。

新興国資産は、2016 年中に 1 度もしくは 2 度の追加利上げが行われるだけなら、その影響を吸収できるだろう。但し、インフレ急騰に起因する利上げに対しては、新興国資産は依然脆弱だろう。しかしながら世界全体としてみれば、インフレ環境は相対的に良好との考えは変わらない。英国の EU 離脱が決定し、中国の脆弱性が解消していない現状では、尚更そのように言える。全般的に、2016 年一杯および 2017 年にかけてブラジルとロシアのネガティブな影響が弱まるにつれ、新興国の成長は緩やかに回復すると予想している。中国については、中期的には成長減速が続こうが、足元の成長見通しは引き続き財政・金融政策の支援が得られるか否かにかかっている。人民元を対通貨バスケットで管理する態勢に徐々にシフトすることにより、中国が G20 の議長国となっている今年一杯、元の急落リスクは限定的だろう。

今後に目を向けると、経済成長見通しの改善と金融政策が依然緩和の域にあることが、引き続き新興国債券の追い風になるものと予想される。新興国と先進国の成長格差が縮小傾向にあり、グローバル金融危機以降、新興国のファンダメンタルズは弱まっているが、それでも新興国経済は 10～15 年前に比べて依然健全な状態にあると言える。総じて対 GDP 比率でみて対外債務が低下し、変動相場制度が導入され、外貨準備高増大の形でバッファーが厚みを増していることが、新興国経済のポジティブな要因となっている。概ね堅固で強健な資本力を誇る銀行システムに支えられて、現地通貨建て債券市場が成長を遂げた結果、かつて経済に深刻な打撃を及ぼした海外資本の調達リスクも限定されている。市場関係者の多くが世界経済の緩やかな成長と低インフレを予想している。そして新興国のファンダメンタルズは安定もしくは好転しつつある。そうしたなか、新興国債券は分散投資先と利回り/キャリーおよびトータルリターンを求める投資家に、まずまずのリターンを提供するものと見込まれる。

## クレジット市場見通し

年末に向けて、クレジット・サイクルが成熟化している兆しや、サイクル後期のクレジット環境にまつわるネガティブな要因と、前例のない中央銀行の支援のバランスをとる試みに引き続き注視していく。足元では、テクニカル要因が潜在的なサイクル後期のリスクを凌駕する公算が大きいだろう。しかしながら、政策の支援が後退したり、サイクル後期の環境の中で市場が企業クレジットに対する堅調な見通しを修正するならば、クレジットの価格が調整される可能性があることも認識している。加えて、2016 年末から 2017 年初めにかけて、イタリアの憲法改正に関わる国民投票と米国の大統領選挙の行方に、我々は依然として警戒感を抱いている。いずれも政治的・政策的な不透明感の高まりを招き、グローバル・クレジット市場の脆弱性を示す要因となり得る。

目下、マクロ経済見通しの観点からは、9 月は 8 月よりもはるかに活発な月になりそうだ。具体的には、9 月第 1 週から第 3 週にかけて、米国の雇用統計が発表され、ECB、イングランド銀行（BoE）、FOMC、日銀の金融政策決定会合が予定されている。このように 9 月はマクロ経済上のスケジュールが目白押しだが、先行き、中央銀行の政策に起因する力強いテクニカル的な要因が、グローバル債券市場を引き続き支配すると考える。利回りを追求する投資家は、グローバル・クレジットを買い続けるとみられ、米国市場の相対的に魅力的な利回りが外国人投資家を引き付けるに伴い、米国のクレジットはアウトパフォームする公算が大きい。米国投資適格債およびハイイールド債市



場では大幅な供給が見込まれており、9 月を通じてクレジット・リスクを積み上げるための魅力的な機会を提供しよう。以上により、グローバル・クレジット市場を通じて、底堅いテクニカル環境が引き続き支配的なテーマとなり、低利回り・低経済成長環境においてクレジットは引き続き魅力的な資産クラスとなるだろう。

## 証券化商品市場見通し

エージェンシー・モーゲージ担保証券（MBS）は大幅なアンダーウェイトを維持する。名目スプレッドの歴史的な水準への低下やオプション調整後スプレッド（OAS）の低下に加え、住宅ローン金利が過去最低に近い水準に落ち込んでいることを背景に、期限前償還リスクとオプション・コストの大幅な上昇が予想されるためだ。流動性が高く、格付けの高いスプレッド商品に対する需要拡大を牽引役に、エージェンシーMBS は年初来、まずまずのパフォーマンスを記録している。この数年間、エージェンシーMBS は金利ボラティリティが相対的に低水準にとどまるなか、高いリターンを上げてきた。しかしながら、過去のスプレッドや利回りとの比較で、MBS には割高感が出ていられると思われる。その結果、現在のキャリーを考慮しても、下振れリスクが上振れ余地を大幅に凌いでいると考えられる。そのうえ、現在はクレジット関連モーゲージ証券のほうが、より高いリスク調整後リターンと、キャッシュフローを提供しているとみられる。以上により、エージェンシーMBS は引き続きアンダーウェイトするものの、エージェンシーMBS が提供する高い流動性や分散化メリットを勘案すれば、クレジット関連MBS ポートフォリオを補完することができよう。

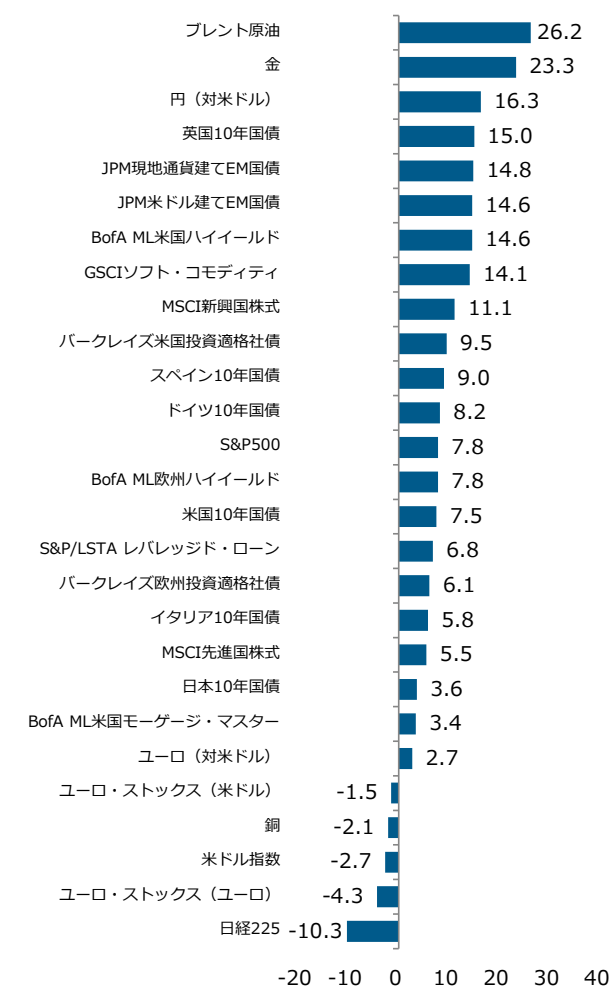
非エージェンシーMBS は、依然として相対的に安定性が高く、魅力的な債券の 1 つである。魅力的なキャリー、ファンダメンタルズの改善、ネット・ベースでの供給減少を背景に、非エージェンシーMBS のオーバーウェイトを維持する。非エージェンシーMBS の対米国債利回りスプレッドは、投資適格級で 200－250bps、シニア非投資適格級で 275－300bps に達している（損失調整後ベース）。米国経済が概ね堅調で、住宅ローン金利が依然として低く、住宅取得能力が過去平均を上回る状況下、住宅市場の見通しは引き続き明るい。供給面では、2016 年に非エージェンシーMBS の残高は 600 億－700 億米ドル減少すると予想される。また新規発行額はわずか 200 億－300 億米ドル前後にとどまる見通しである。

商業用不動産ローン担保証券（CMBS）については、慎重ながらもオーバーウェイトとしている。商業用不動産のファンダメンタルズは米国経済の回復と歩調を合わせて改善が続けるとみられ、それに伴って CMBS も好パフォーマンスが期待される。だが、最近、スプレッドのボラティリティが高まっていること

や、今後、新規オリジネーションや発行が増加する見通しを踏まえれば、需給ダイナミクスに幾分の懸念が残る。さらに、2015 年末から 2016 年にかけてオリジネーションされた CMBS については、ここ数年にわたる不動産価格の高騰が若干の不安要因となる。こうした点を勘案し、新発案件よりも、発行後時間が経過している CMBS を選好する。発行後時間が経過している CMBS は、直近の不動産価格上昇の恩恵を享受しているためである。より直近に発行された CMBS については、資本ストラクチャーの上方を選好する。これらの資産は最近のスプレッドのワイド化に伴い、魅力的なスプレッドを引き続き受け取れる。しかも一層の構造的信用補完の恩恵も享受できるとみられる。2016 年も CMBS 市場のボラティリティは高止まりしそうだが、CMBS は魅力的な利回りを提供するのみならず、市場ファンダメンタルズの改善から依然メリットを受けるとの考えは変わらない。以上により、CMBS のオーバーウェイトを堅持する。但し、ボラティリティが高まっていることと、同セクターには時価への値洗いリスクがあることに伴うポートフォリオのリスク・プロファイルを考慮して、オーバーウェイト幅は管理可能な水準にとどめる。

欧州では、今やスプレッドは Brexit 前の水準にまでタイト化している。だが、ECB の購入対象とならない資産のほとんどに関しては、スプレッドは引き続きワイドだ。英国の RMBS は最も魅力的な資産クラスの 1 つだと考える。英国の EU 離脱決定により、英国が景気後退に入る確率は高まっている。にもかかわらず、発行以来かなりの期間が経過した英住宅ローン債権担保証券（RMBS）の中で、金融危機の際にも借り手の返済が滞らなかった RMBS を引き続き選好する。これらの借り手は、経済にストレスがかかったり、住宅価格が下落する局面でも、強い抵抗力を有していることを自ら証明した。これらの成熟した案件の証券はレバレッジ削減や信用補完の強化から恩恵を享受している。しかも、今やイングランド銀行は利下げに動くと予測されている。このため、今後借り換えが増加するにつれ、住宅のアフオードビリティ（買いやすさ）の一段の改善が見込まれる。大陸欧州では、ECB が長期にわたり金利を低水準に据え置き、さらなる刺激策を提供するとの姿勢を改めて示唆した。欧州の不動産市場の多くは依然、金融危機からの回復途上にある。特に、不動産価格が今でもピークを大幅に下回る水準にとどまっている欧州周縁国については、なおその感が強い。ECB の刺激策が、不動産価格上昇を後押しすると期待される。ファンダメンタルズをめぐる状況改善とスプレッド水準の拡大を踏まえて、引き続き欧州 RMBS および CMBS 市場を選好する。

図表 1:資産別 年初来リターン (%)



上記は米ドル・ベース。出所：トムソン・ロイター、データストリーム

## 2.市場サマリー

8月は、グローバル・リスクの認識が後退するに伴い、日本国債の利回りが上昇、それを追いかける形で米国、英国、欧州の利回りが上昇した。市場が足元の利上げ期待を強めるなか、ドルはグローバル通貨に対して上昇した。

8月に米10年債利回りは13bps上昇、2年債－10年債のイールドカーブは2bpsフラット化した。独10年債利回りは5bps上昇、独2年債利回りも1bp上昇した。アイルランド、イタリア、スペインの10年債利回りはほぼ横ばいだった。格付け機関DBRSが格下げを検討中との噂が流れ、ポルトガルの10年債が売られ、利回りは11bps上昇した。ギリシャの10年債利回りは6bps低下した。日本の10年債利回りは13bps上昇した。30年債利回りは8月も17bps上昇して43bpsに達した。

8月にドルは力強く上昇した。ジャクソンホールで開催された年次経済シンポジウムにおいて、よりタカ派的な利上げの道筋もあり得ることが示唆されたことに牽引された。対米ドルで

ユーロは0.1%の下落、英ポンドは0.7%の下落、日本円は1.3%の下落となった。原油（ブレント）価格は42ドルから47ドルに上昇した。これを受けて、ノルウェー・クローネ、ロシア・ルーブルがそれぞれ1.4%と0.8%上昇した。

## 先進国債券市場

米国では、FOMCのメンバーがジャクソンホール・シンポジウムに集まり、金融政策について検討した。講演で、ジャネット・イエレンFRB議長は利上げの条件が整ってきたと述べた。だが、実際の利上げ判断は経済指標の内容次第であることは変わらない。年内に1度か2度の利上げはあり得るとのスタンレー・フィッシャーFRB副議長の言及を、市場はタカ派的シグナルと受け止めた。8の経済指標は引き続き極めて堅調だった。7月の非農業部門雇用者数は25万5,000人の増加となり、予想の18万人の増加を大幅に上回るポジティブ・サプライズとなった。但し、6月の数値は28万7,000人増から27万1,000人増に下方修正された。失業率は4.9%に小幅上昇し、コンセンサスの4.8%を上回った。労働参加率が0.1%上昇して62.8%に達したことによる。時間当たり平均賃金は2.6%増加した。ISM（サプライマネジメント協会）発表の7月の製造業指数は52.6となり、コンセンサス予想の53を幾分下回った。第2四半期のGDPは0.1ポイント下方修正され、前期比1.1%となってコンセンサス予想と一致した。7月の総合CPIは0.8%、コアCPIは2.2%だった。

ユーロ圏では、ECBは7月の政策理事会議事録を発表した。議事録はバランスの取れた内容だった。ECBはBrexitに伴うリスクが全体的な見通しに影響を及ぼす可能性が高いことを認識し、迅速な対応を行うことを強調した。経済指標を見ると、7月のユーロ圏製造業PMIは52となり、6月の水準を下回ったものの、コンセンサス予想の51.9を僅かに上回った。2016年第2四半期のユーロ圏GDP成長率は速報値と同様、前期比0.3%となり、コンセンサス予想と一致した。7月のユーロ圏インフレ率は0.2%となり、6月の0.1%から上昇した。

英国では、イングランド銀行が政策金利を25bps引き下げて0.25%とするとともに、向こう18カ月間にわたる資産買い取りを開始すると決定した。EU離脱に伴い予想される経済への悪影響に対処するためである。イングランド銀行は今後6カ月間に600億ポンドの国債を買い入れ、18カ月間に100億ポンドの社債を買い入れる予定。量的緩和（QE）計画の導入は市場にとってハト派的なサプライズとなった。またイングランド銀行は、銀行への流動性供給を目的に、ターム・ファンディング・スキームを導入した。金利が低下している現在、同スキームの導入は銀行セクターの収益を下支えすることとなる。経済指

標については、7月の総合CPIは0.6%となり、6月実績およびコンセンサス予想の0.5%を上回った。6月の失業率（3カ月平均）は4.9%となり、5月の水準から横ばいとなった。第2四半期のGDP成長率は前期比0.6%となり、速報値およびコンセンサス予想と一致した。7月の英国の製造業PMIは6月の49.1から48.2に低下して2カ月連続の下落を記録、コンセンサス予想の49.1を下回った。

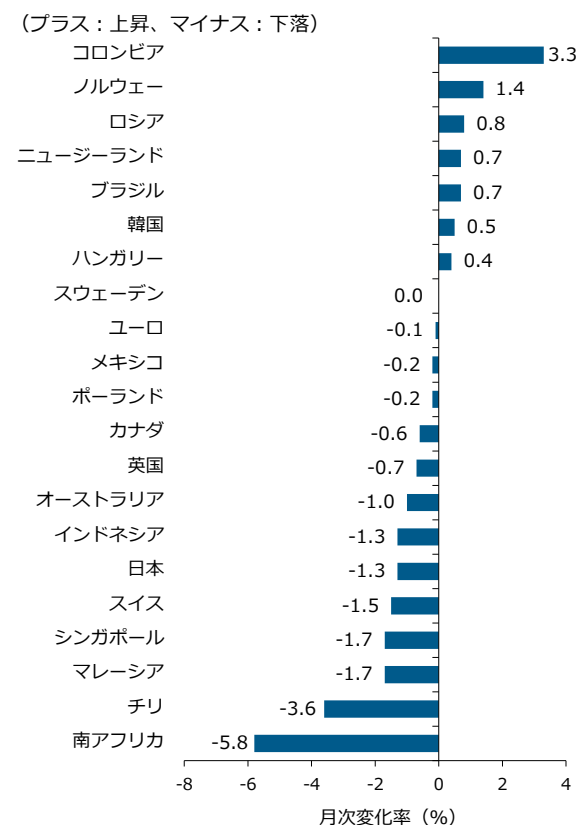
日本については、黒田日銀総裁がジャクソンホールでの年次経済シンポジウムで講演し、日銀は必要ならさらなる緩和を行う政策ツールを有していると繰り返した。黒田総裁は追加の量的緩和やマイナス金利が依然政策ツールとして利用できると述べた。しかしながら、過去のインフレ率に引きずられる形で、インフレ期待は従来認識していたよりも上がりにくくなっている可能性を認めた。経済指標では、8月の製造業PMIは49.5となり、7月の49.6から低下した。第2四半期のGDPは前期比0.2%増にとどまり、予想の0.7%、第1四半期の2%をともに下回った。7月の全国コアCPI（食品およびエネルギーを除く）は0.5%となり、6月の0.7%から低下、コンセンサスの0.7%を下回った。

表 2: 主要国の国債利回り

国	2年債 利回り (%)	当月 変化 (bps)	5年債 利回り (%)	当月 変化 (bps)	10年債 利回り (%)	当月 変化 (bps)
オーストラリア	1.44	-7	1.51	-3	1.82	-5
ベルギー	-0.59	-2	-0.43	4	0.18	5
カナダ	0.58	4	0.67	7	1.02	0
デンマーク	-0.53	-5	-0.32	-1	0.04	-2
フランス	-0.57	-3	-0.38	1	0.18	8
ドイツ	-0.62	1	-0.50	3	-0.07	5
アイルランド	-0.37	-59	-0.14	-2	0.43	1
イタリア	-0.09	-3	0.25	-4	1.15	-2
日本	-0.20	5	-0.17	9	-0.06	13
オランダ	-0.60	-1	-0.42	5	0.04	6
ニュージーランド	1.81	-1	1.82	-6	2.24	3
ノルウェー	0.54	-32	0.58	-60	1.08	11
ポルトガル	0.53	7	1.90	18	3.04	11
スペイン	-0.18	-2	0.14	-4	1.01	-1
スウェーデン	-0.64	3	-0.36	2	0.11	0
スイス	-0.86	-2	-0.78	12	-0.48	9
英国	0.14	3	0.21	-6	0.64	-4
米国	0.81	15	1.20	17	1.58	13

出所：Bloomberg

図表 3: 対米ドルでの月次為替変化



## 新興国債券市場

新興国債券資産は8月はポジティブなパフォーマンスとなった。米ドル建て国債と社債が現地通貨建て債券をアウトパフォームした。8月後半に新興国通貨全般が対ドルで下落したことによる。ジャクソンホール・シンポジウムでややタカ派的な発言が浮上したにもかかわらず、世界の金融政策は引き続き債券市場の追い風となった。投資家が引き続き高利回り資産を追求した結果、8月には70億ドル超の資金が同市場に流入し、年末までに資金流入量は400億ドルに達するとの期待が高まった。魅力的な利回りに加えて、新興国の経済成長が下げ止まりつつあるもようで、米ドルの安定やコモディティ価格、インフレの動向によっては注目度の高い経済指標が反発する可能性がある。

8月を通じて政治情勢がボラティリティの急騰を招いた。特筆されるのが南アフリカで、与党アフリカ民族会議（ANC）内部の政争が激化するなか、プラビン・ゴードン財務相が失墜する恐れが浮上した。ゴードン氏は南アフリカ歳入庁長官時代の問題で責任を問われる可能性があるとの警告を受けた。それに先立つ統一地方選挙でANCは議席を減らし、ズマ大統領の権力基盤が一段と落ち込んだ。一連の政治工作が、同国の信用格付け見直しをさらに陰らせる結果となり、年末に格付けの見直しが行われる予定である。欧州では、「ルガンスク」人民共和国

リーダーの暗殺未遂事件を巡ってウクライナとロシアの緊張が一気に高まった。同事件では2人のロシア人軍関係者が死亡した。ロシアの指導者は攻撃を仕掛けたとしてウクライナの工作員を非難、緊張が高まる中、クリミア半島の兵力を増強し、航空防衛システムを強化した。

ラテンアメリカでは、ブラジルの上院議会はジルマ・ルセフ前大統領の弾劾裁判を採決した。有罪 61、無罪 20 で有罪判決に必要な 54 票を大きく上回り、ルセフ氏の罷免が決定した。大統領代行を務めていたミシェル・テメル副大統領が昇格、大統領に就任したことにより、関心は急速に財政改革問題に移った。これまでのところ、財政改革は失望的なものにとどまっている。コロンビア政府は左翼ゲリラ組織「コロンビア革命軍（FARC）」との停戦合意に達した。コロンビア国民がこれを承認すれば、52年にわたり続いた内戦に終止符が打たれる。メキシコについては、格付け機関のスタンダード・アンド・プアーズ（S&P）が同国の BBB+ の格付け見通しをネガティブに引き下げたことにより、経済の健全性に対する懸念が浮上した。格付け引き下げは主に財政に対する懸念と、債務の対 GDP 比率の急速な悪化を反映している。財政の観点からは、債務拡大は政府の過大な経済成長見通しと、その結果としての過剰消費が一因である。メキシコの債務水準の足取りにとっては、これはネガティブだが、債務の絶対水準は依然として管理可能な範囲にとどまっている（2016年の債務の対 GDP 比率は推定 45%）。債務の対 GDP 比率を安定させるためには、政府は2017年に基礎的財政収支を黒字化させるとの公約を達成しなければならない。

より明るいニュースとしては、インドで物品サービス税（GST）導入のための憲法改正案が上院を通過した。GST 法案はインド全土にわたり物品・サービスにかかる税金を一本化するもので、課税基盤を拡大すると同時に、中期的に効率性と全要素生産性を押し上げるとみられている。しかしながら、GST 実施までには時間がかかるだろう。

## 1) 米ドル建て新興国債券

8月の米ドル建て新興国国債は JP モルガン GBI-EM グローバル・ディバーシファイド・インデックスで 1.80% 上昇し、年初来のパフォーマンスは 14.65% に達した。8月は低格付け・高利回りの小規模で流動性の低い資産の多くが投資適格債をアウトパフォームした。エネルギー価格の上昇が産油国の資産を下支えし、ザンビア、イラク、ガーナ、アンゴラ、セネガル、ガボン、コートジボアール、ベネズエラ国債が市場を先導した。一方、モンゴル、南アフリカ、チリ、ホンジュラス国債のリターンはマイナスとなり、市場に出遅れた。モンゴル国債価格は

7.7% 下落、これを受けてチョイジルスレン・バットゴトク財務相は同国が「経済危機」状態にあると宣言した。モンゴルの経済成長率は 1.3% に減速し、財政赤字の対 GDP 比率は 21.1% に達すると予想されている。政府は問題解決のための提言を行うタスクフォースを組織すると発表した。格付け機関のスタンダード・アンド・プアーズは同国の格付け見通しをニュートラルからネガティブに変更した。

## 2) 現地通貨建て新興国債券

8月の現地通貨建て新興国国債は JP モルガン GBI-EM グローバル・ディバーシファイド・インデックスで 0.04% 上昇し、年初来のリターンは 14.75% に拡大した。新興国通貨は対米ドルで 0.29% 下落し、新興国債券のリターンは現地通貨ベースで 0.33% となった。8月は対ドルでの通貨のパフォーマンスが、現地通貨建て国債市場のパフォーマンスに支配的な影響を及ぼし、コロンビア、ロシア、フィリピン、ブラジルが市場全体をアウトパフォームした。南アフリカ、チリ、インドネシア国債は対ドルでの通貨下落が足かせとなり、現地通貨建て国債はアンダーパフォームした。

## 3) 新興国社債

新興国社債の 8 月のリターンは、JP モルガン CEMBI ブロード・ディバーシファイド・インデックスで 1.32% となり、年初来のパフォーマンスは 10.95% に達した。8 月には、高利回りで低格付けの社債が高格付け社債をアウトパフォームした。地域別では、幅広い市場が好パフォーマンスを記録し、出遅れたのはアジア地域のみとなった。マカオ、香港、台湾企業の社債が大幅にアンダーパフォームし、アジア地域全体のパフォーマンスを押し下げた。カザフスタン、ポーランド、トルコなどの欧州企業が市場を先導した。ラテンアメリカ企業（ブラジル、アルゼンチン、コロンビア）も好パフォーマンスを記録した。セクター別では、運輸、石油・天然ガス、金属・鉱業、インフラ、資本財・サービスおよび TMT（テクノロジー、メディア、通信）が市場全体をアウトパフォームし、紙・パルプ、公益企業、不動産セクターが足枷となった。



図表 4:新興国国債のスプレッド変化

国	米ドル建て 債券 スプレッド (bps)	当月変化 (bps)	現地通貨建 て債券 利回り (%)	当月変化 (bps)
ブラジル	315	-31	11.7	3
コロンビア	232	-38	7.3	-12
ハンガリー	175	-36	2.1	2
インドネシア	234	-20	7.3	13
マレーシア	207	-19	3.5	0
メキシコ	258	-36	5.9	-8
ペルー	162	-32	5.8	2
フィリピン	93	-8	4.3	-12
ポーランド	83	-15	2.3	-9
ロシア	220	-27	8.3	-25
南アフリカ	312	5	9.4	40
トルコ	313	-27	9.4	2
ベネズエラ	2456	-54	-	-

出所：JP モルガン

## 社債市場

8月にはグローバル・ベースで力強いテクニカル要因が背景となり引き続きクレジット・スプレッドを牽引したのに伴い、社債市場ではスプレッドがタイト化した。イングランド銀行は量的緩和の拡大と社債買い入れプログラムを発表した。これを受けて米国市場における外国人の買いが加速、8月を通じて米国クレジットがアウトパフォーマンスした。

8月に超過リターンで見て米国投資適格社債は欧州投資適格社債をアウトパフォーマンスした（それぞれ 0.82%と 0.49%上昇）。欧州社債で最も大幅にアウトパフォーマンスしたセクターは米国資本財・サービス。同セクターの超過リターンは 0.9%となり、超過リターンが 0.29%にとどまった欧州資本財・サービスをアウトパフォーマンスした。米国の投資適格社債が欧州の投資適格社債をアウトパフォーマンスした事実は、米社債市場における外国勢の強い買い意欲を浮き彫りにした。QEの執行と世界的な利回り低下を受けて、外国人投資家が米国社債市場に引き付けられたことによる。8月は米国および欧州社債市場全体を通じて、低格付け社債や劣後債務が引き続きアウトパフォーマンスし、世界的に非投資適格社債における強気なセンチメントが鮮明になった。

8月、米国投資適格発行体は過去最高の 1,000 億ドルの供給を市場にもたらした。米国クレジットに対する需要が増大していることに加えて、借入れコストが依然抑制されていることが

その背景にある。米国では年末に向けて供給期待は依然高止まりしており、9月の米国クレジット市場では引き続き起債が重要なテーマになるものと予想される。とりわけ米国投資適格社債に関しては、タイトなスプレッドと国債利回りの低下を踏まえて発行が前倒しされるなか、9月には 1,200 億ドルの供給が予想されている。加えて、10月14日のマネー・マーケット改革の期限を前に、発行体は短期債務を長期政務に転換することが予想される。予期せぬマクロ経済上の展開が起こらない限り、高水準の発行が行われているにもかかわらず、米国クレジットの良好なテクニカル環境に後押しされ、投資適格債セカンダリー市場は引き続き好パフォーマンスが期待される。欧州の8月の発行額は 196 億ユーロ近くに達した。非金融部門（121 億ユーロ）が先導役を果たした。コンセンサスによれば、9月の欧州発行市場における供給額は 600 億ユーロと 2015 年並みの水準が見込まれている。

8月の米国ハイイールド・インデックスのトータルリターンは 2.09%、超過リターンは 2.53%となった。米国ハイイールド・セクターでは低格付けクレジットがアウトパフォーマンスし、CCC格社債のトータルリターンが 3.29%に達した一方、B格社債のトータルリターンは 1.48%にとどまった。8月には米国ハイイールドの全セクターのリターンがプラスとなった。ミューチュアルファンドやETFの潤沢な資金フロー、市場全体の安定が、8月を通じてハイイールド市場を下支えした。セカンダリー市場の好調もあって、米国ハイイールド市場では8月に 166 億ドルに上る米ドル建て債のプライシングが行われた。欧州ハイイールド市場の8月のトータルリターンは 1.77%となり、米国ハイイールド市場をアンダーパフォーマンスした。米国ハイイールド市場と欧州ハイイールド市場の双方で、エネルギーおよび消費関連景気敏感セクターが最も高いパフォーマンスを記録した。現在の低利回り環境において高ベータ社債のスプレッドが依然最も妙味があることが追い風となった。欧州ハイイールド市場では8月に 23 億ドルの起債が行われた。欧州企業による米ドル建てハイイールド債の発行は行われなかった。グローバル・ハイイールド債は米国と欧州を通じて引き続き好パフォーマンスを上げた。力強いテクニカル背景が引き続き利回りを押し下げたことによる。



図表 5:社債セクター別スプレッド変化

セクター	米ドル スプレッド 水準 (bps)	当月 変化 (bps)	ユーロ スプレッド 水準 (bps)	当月 変化 (bps)
インデックス	135	-10	108	-6
産業（素材）	190	-7	105	-6
産業（資本財）	102	-6	81	-2
産業（消費財[市況]	120	-6	98	+0
産業（消費財[非市況]	113	-3	86	-1
産業（エネルギー）	193	-28	105	-6
産業（テクノロジー）	122	-13	70	+0
産業（運輸）	126	-5	85	-1
産業（通信）	158	-8	104	-4
産業（その他産業）	117	-5	136	-11
公益（電力）	129	-6	99	-3
公益（ガス）	144	-5	91	+0
公益（その他公益）	153	-4	80	-3
金融（銀行）	122	-9	107	-12
金融（証券）	148	-12	108	-13
金融（金融会社）	159	-7	88	-3
金融（保険）	150	-9	252	-19
金融（REIT）	160	-10	112	-1
金融（その他金融）	181	-67	156	-12

出所：パークレイズ

## 証券化商品市場

モーゲージ・クレジット市場は8月も堅調に推移し、より金利感応度の高いエージェンシーMBSのリターンは8月に小幅プラスとなった。8月にエージェンシーMBSはデュレーションの等しい米国債を僅かにアウトパフォームした。カレントクーポン物（新発物）エージェンシーMBSのデュレーションの等しい米国債に対する名目スプレッドは、前月の水準から3bpsタイト化して100bpsとなった。オプション調整後スプレッド（OAS）は、デュレーションの等しい米国債に対して6bps拡大して8bpsとなった。ブルームバーグ・パークレイズ米国MBSインデックスは8月に0.15%上昇、年初来8月末までのリターンは3.47%となった。8月に米10年債利回りが13bps上昇、2年債利回りが15bps上昇した結果、イールドカーブは再び小幅フラット化した。30年物住宅ローン金利は4bps拡大して3.40%となり、依然として過去最低に近い水準にとどまった。FRBは引き続きエージェンシーMBSポートフォリオからの償還金を月間約250億ドルのペースで再投資し、同ポートフォリオの規模を約1.75兆ドルに維持した。

非エージェンシーMBSは8月にスプレッドが約10bpsタイト化するとともに、キャッシュフロー・パフォーマンスが改善を続

けた。非エージェンシーMBSのスプレッドは今や2016年で最もタイトな水準となり、2015年第2四半期の水準とほぼ変わらない水準に戻った。基本的に、米住宅市場およびモーゲージ市場の状況は依然として明るい。6月には、全米住宅価格が前月比1.0%上昇し、2015年の水準から5.1%上昇した。全米住宅価格は2012年の底から36%値上がりし、2006年7月のピーク水準にわずか1%に迫った。7月の中古住宅販売は6月比3.2%減少、前年同月の水準を1.6%下回ったものの、依然過去最高水準に近い。7月の新築住宅販売は6月比12.4%増加、2015年7月の水準からは31.3%増加した。失業率が5%と低く、米GDPが緩やかに成長している状況下、米国では引き続き、過去の水準と比べて住宅を取得しやすい状況にある。事実、家計所得（中央値）に対する住宅取得コスト（中央値）の比率を算出した全米不動産協会（NAR）の住宅取得能力指数によれば、住宅の購入しやすさ（アフオーダビリティ）は、過去15年間の平均をほぼ15%上回っている。6月は月間所得（中央値）に占める月間住宅ローン返済額（中央値）の比率が16.3%となり、5月の15.7%から上昇、2015年6月の16.1%を上回った。住宅ローンのパフォーマンスも依然堅調だ。7月の新規デフォルト発生率は年率0.66%となり、6月比ほぼ横ばいにとどまったものの、2015年7月の0.80%を下回った。失業率が低く、経済がゆるやかな改善に向かっており、住宅価格がおおよそ10年前の住宅ローン危機から依然回復を続けている今、モーゲージ関連クレジットのパフォーマンスは、引き続き改善が期待できよう。

8月のCMBSのスプレッドはまちまちとなった。キャッシュCMBSが5-10bpsタイト化したのに対し、シンセティックCMBXは幾分ワイド化した。2016年初来のCMBSのパフォーマンスは資本ストラクチャーにおける位置により異なっている。AAA格CMBSのスプレッドは2016年初来25-30bpsタイト化したのに対し、BBB格スプレッドは2016年初来40-75bpsワイド化した。8月のCMBSの新規発行額は増加して合計70億ドル近辺となった。年初来8カ月間の発行額は約390億ドルと引き続き当初予想を下回った。2016年の発行額は550億-600億ドルのペースとなっているが、これは年初の予想のほぼ半分に過ぎない。2015年および2016年には、全体としてCMBSのスプレッドがワイド化したのに伴い、商業用ローン債権の証券化によるファイナンスの効率性が低下した。基本的に、CMBSのパフォーマンスは引き続き健全だ。7月に商業用不動産価格は横ばいとなったものの、過去12カ月間では6.3%値上がりした。商業用不動産価格は過去数年にわたり年間10%超の上昇を記録した後だけに、価格上昇ペースは減速しつつあるが、依然としてプラス圏内で推移している。商業用不動産価格は現在、2007年8月につけた前回のピークを25.8%上回っている。7月に小売売上高は横ばいにとどまったが、2015年7月の水準から

は 2.3%増加した。過去 3 カ月間の合計小売売上高は 2015 年の同じ 3 カ月間の水準を 2.5%上回った。7 月の個人所得と個人消費はそれぞれ 0.4%と 0.3%増加し、CMBS の商業施設セクターを後押しした。8 月に消費者信頼感指数が急上昇し、過去 12 カ月間の最高を記録した。コンファレンス・ボードによれば消費者信頼感指数は 7 月の 96.7%から 101.1%に上昇し、米国人の景気と労働市場に対する見方は一段と明るさを増した。8 月のミシガン大学消費者信頼感指数は 89.8 と前月比ほぼ横ばいだった。7 月のホテル客室稼働率は 74.4%となり 2015 年 7 月の 75.3%をやや下回った。しかしながらこの水準は依然として過去 15 年間の最高水準に近く、2011 年の水準を 4.5%上回っている。全米オフィス空室率は 2016 年第 2 四半期に 13.0%に低下し、2008 年第 1 四半期以降で最も低い水準となった。複数世帯用住宅の空室率は 2016 年第 2 四半期に低下し、過去 13 年間の最低水準に迫った。CMBS 市場では価格変動性の高まりや、需給ダイナミクスは引き続き多少懸念されるが、同市場の裏付けとなる不動産市場のファンダメンタルズは堅調だと見受けられる。

8 月に ECB の買い取り対象となっていない資産のスプレッドは 15-30bps タイト化し、今や Brexit 前の水準に戻った。一方、ECB の買い取り対象となっている ABS のスプレッドは、8 月に横ばいとなり、年初来で 5-10bps タイト化した。ECB による ABS の買い入れペースは依然鈍く、7 月の欧州 ABS の買い入れ額はおよそ 8 億 5,000 万ユーロにすぎなかった。現在、ECB は 204 億ユーロの欧州 ABS を保有している。8 月の欧州の ABS 発行額は穏やかなペースにとどまり、72 億ユーロ近辺となった。2016 年初来の証券化案件は合計 542 億ユーロとなり、2015 年初来 8 月までの発行ペース 554 億ユーロを下回った。

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を邦訳したもので、すべてのデータはモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントのグローバル債券運用部門によるものです。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

一般社団法人投資信託協会会員、一般社団法人日本投資顧問業協会会員

一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員

© 2016 Morgan Stanley. All rights reserved.