

# 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。

債券 | グローバル債券運用部門 | マクロ・インサイト | 2016年10月

## 第4四半期に入り慎重姿勢を強める

### 1. アウトルック

- 足元の展開としては、金利の変動性が低位にとどまる環境が続くとの見方は変わらない。このことは、キャリーにとって明るい環境が続くことを意味する。世界的に緩やかながら安定した経済成長が続く一方、インフレ期待の上昇が見込まれるという相反する要因の綱引きの中で、長期金利はレンジ内の取引となり、やや上方バイアスがかかるとみている。しかしながら、主要中央銀行で政策の見直しが行われていることや、来年は世界的に経済成長が向上くと予想されていることを勘案し、イールドカーブの急速なステイプニングに警戒を怠らない。リスクフリー金利をアンダーウェイトすることが、キャリー志向の戦略の優れたヘッジになると考える。
- 2016年一杯、新興国債券の見通しを引き続き楽観的とする。ファンダメンタルズやテクニカル要因、マクロ環境が依然として明るいためである。投資家を新興国資産に誘引している様々な要因は、今も健在だ。例えば、先進国市場の利回りは依然極めて低位にあり、新興国の経済指標は下げ止まったもようである。米FRBが数回にわたる利上げを実施するとの不安は薄れ、中国経済の失速懸念も後退している。しかしながら、一部の主要新興国と世界貿易の見通しにあっては、米大統領選が最大のイベント・リスクとなる。
- 緩和政策と世界的な利回り低下が、米国クレジットを中心に、引き続き世界のクレジットの追い風になっている。世界のクレジット市場のテクニカル環境は、年末に向けてスプレッドが少しずつタイト化することを示唆している。しかしながら、2016年第4四半期も慎重姿勢を崩さず、潜在的なリスクを引き続き注視していく。

グローバル危機後、市場における中央銀行の役割が強まるなか、9月にはすべての関係者の目が再び中央銀行に注がれた。資産価格は月初に荒い動きを見せた後、前月比ほぼ横ばいで9月を終えた。月初、FRBによる利上げ懸念が強まってリスク資産が弱含み、国債利回りはそれまでの取引レンジを一時的に上回った。しかしながらFRBがニュートラルなスタンスを維持したことで、利回りは下げ戻し

### TABLE OF CONTENTS

#### 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

た。9月の会合でFOMC（連邦公開市場委員会）は将来の利上げ予想を再度引き下げ、2016年内の利上げは1度だけとした。FOMCを受け、FRBは緩やかなペースで金融政策を標準化し、市場の変動性を最小限に抑えるとの確信を、我々は強めている。その結果、リスク資産の価格は回復、月末に向けて原油価格の上昇が、リスク資産価格の一段の上昇を後押しした。

マイナス金利について、中央銀行は依然手探り状態にあるようだ。この背景には、一つには市場参加者の間で、コストはメリットと同程度に高いとの批判が強まっていることがある。実際にそうかどうかはともかく、こうした批判が中央銀行の行動に影響を及ぼしていることは確かだ。例えば、日銀はマイナス金利を深堀りせず、金融政策を円滑に行うための新たな枠組みの導入を発表、幾分市場を驚かせた。9月の金融政策決定会合で金利を一段とマイナス圏に押し下げる代わりに、日銀は10年債利回りをゼロ程度に誘導（「ペッグ」）するとともに、長短金利の操作を行ってイールドカーブ全体に影響を及ぼすべく、QEにおける資産購入の柔軟性を高めると発表した。「イールドカーブ・コントロール」の導入は、マイナス金利や資産購入政策の生産性が低下している——イールドカーブのフラット化を招いている——ことを暗黙裡に認めたことを意味している。これらの政策は銀行の収益性に打撃を与え、ひいては銀行の貸出意欲を低下させて、クレジット状況のタイト化を招いている。加えて、マイナス金利をこれ以上深堀りしても、消費者や企業の行動に大幅な影響を与えられるか明白ではない。今後、イールドカーブをステイプニングし、銀行を支える方向に政策の舵が切られるだろう。こうした動きは、我々の選好セクターである銀行と、経済にとって明るい展開と言えよう。経済成長の加速とインフレ期待の上昇は、往々にしてイールドカーブのステイプニングと連動しているからである。

中央銀行がイールドカーブのステイプニングに焦点を合わせれば、インフレ期待は上

昇し、長期利回りが一段と上昇する可能性がある。長期にわたりインフレが平均を下回り続けた局面を経て、中期的にインフレ上昇を後押しする舞台が整いつつあると思われる。原油価格が安定を維持すれば、今後数ヵ月間、CPIへの押し下げ圧力は緩和するだろう。政策面では様々な面において、代替金融政策戦略の実験という点で、他の中央銀行の先頭に立つ日銀は、フォワード・ガイダンス（時間軸政策）の枠組みの中で、2%の「物価安定の目標」を緩和し、金融緩和政策を引き締めに転じる前に、物価上昇率が目標をオーバーシュートし、安定的に2%を超えることを容認する姿勢を明確にした。これは極めて重要な政策シグナルであり、インフレ期待の押し上げを目指すものだと受け止めている。また、さらなる財政テコ入れ策の導入もあり得る。カナダと日銀はすでに財政出動しており、米国も追随する公算が大きい。以上のように、循環的なデフレ圧力の多くが消滅し始めている。事実、最近の反グローバル化センチメントの高まりが実際に世界貿易の障害となるなら、今後数年にわたりインフレ率は構造的に上昇する可能性もある。もっとも、このシナリオが実現するかどうかは極めて不透明である。

足元の展開としては、金利の変動性が低位にとどまる環境が続くとの見方は変わらない。このことは金利が上振れする事態は考え難いことを意味し、キャリーにとって明るい環境が続こう。中央銀行は引き続き、市場の変動性が高まった時に強硬な発言をしたり、こうした行動をとることを避けることにより、変動性を抑える努力を続けるとみられる。金利が安定する環境では、新興国市場、とりわけ新興国現地通貨建て債券、証券化商品、ハイイールドの好パフォーマンスが期待される。しかしながら、主要中央銀行で政策の見直しが行われていることを勘案し、イールドカーブの急速なステイプニングには警戒を怠らない。リスクフリー金利をアンダーウェイトすることが、これらのリスクに対する優れたヘッジとなろう。結論として、引き続きキャリー機会を追求するものの、リス

クテーリングに対しては、夏場よりも慎重な姿勢で臨むこととする。

### 金利および為替見通し

世界経済の停滞、中国の景気減速、FRBの引き締め、英国のEU離脱（Brexit）の影響をめぐる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と思われる。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るようだが、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する。さらに、インフレ連動債を通じた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る。

ECBによる継続的な資産買い入れにより、ユーロ周縁国の実質金利は引き続き低下に向かおう。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選好し、ユーロ圏のデュレーションを小幅ネガティブとする。しかしながら、ユーロ圏中核諸国の利回りが最近の取引レンジから逸脱するとはみていない。

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長引く乳製品価格の低迷を背景に、金融が緩和される公算が大きい。この点を考慮し、引き続き同国国債のオーバーウェイトを堅持する。新興国資産は、現在の世界的な低利回り・金融緩和環境において依然妙味がある。中欧の債券が依然魅力的で、インドネシアおよびアルゼンチンの債券についても同様だ。ブラジルに対しては、戦術的にポジティブなスタンスを継続するが、そのためには、政治的な変化が長期的な改革につながるとの確証が必要である。

上記は2016年10月現在の運用チームによる見通しおよび意見を示すものであり、市場環境および経済環境等の変化により変更される場合があります。データについては特に記載のない限り2016年9月末現在です。

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、米ドルは一部の通貨に対して軟調に推移するとみている。とはいっても、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。ノルウェー・クローネを含め、割安感の出ている通貨にエクスポージャーをとる。ノルウェーはG10諸国の中で、インフレが目標を上回っている数少ない国の1つであるにもかかわらず、通貨は過去数年にわたり大幅に下落している。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ことから、アンダーウェイトする。日本円も、日銀がここにきてイールドカーブのステイプニングに軸足を移し始めている点を勘案し、アンダーウェイトする。

#### 新興国市場見通し

9月に新興国債券市場はポジティブなリターンを達成した。9月に投資家が176億ドルの資金を新興国債券市場に配分したことが最大の牽引役となった。主要各国で金融政策決定会合が開催され、様々な政治的な展開があり、国債格付けが変更される中で、新興国債券市場がポジティブなパフォーマンスを記録したことが注目される。大方の投資家の予想通り、ムーディーズはトルコの外貨建て国債格付けを投資適格以下に引き下げた。対照的に、ハンガリーの格付けは引き上げられた。スタンダード・アンド・ Poor's (S&P) が外貨建て格付けを BBB- に引き上げたのだ。月初、新興国債券はボラティリティが上昇し、イールドカーブがステイプニングするなか、軟調な出足となった。FRBが利上げに踏み切るとの懸念が引き金になったが、そうした懸念は杞憂に終わった。月末に向けて、新興国の経済活動の安定やエネルギー価格の下げ止まりを追い風にリスク資産が値上がりし、バリュエーションが回復した。

2016年一杯、新興国債券の見通しを引き続き楽観的とする。経済ファンダメンタルズ、テクニカル要因、マクロ環境が依然として明るいためである。投資家を新興国資産に誘導している様々な要因は、今も健在だ。

上記は2016年10月現在の運用チームによる見通しおよび意見を示すものであり、市場環境および経済環境等の変化により変更される場合があります。データについては特に記載のない限り2016年9月末現在です。

例えば、先進国市場の利回りは依然極めて低位にあり、新興国の経済指標は下げ止まったもようである。米FRBが数回にわたる利上げを実施するとの不安や、中国経済の失速懸念も後退している。新興国資産は、2016年内から来年初めにかけて1度だけ利上げが行われるなら、その影響を吸収できよう。だが、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。ただ、新興国と先進国の成長格差の縮小にはブレーキがかかっており、ブラジルとロシアのネガティブな影響が弱まるにつれ、回復に向かう可能性もある。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。一部の主要新興国と世界貿易の見通しにとっては、米大統領選が最大のイベント・リスクとなる。

#### クレジット市場見通し

9月は投資適格債とハイイールド債のパフォーマンスが拡大するとともに、両資産クラスにおいて米国クレジットがアウトパフォームした。9月を通じて、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下支えし、ネガティブなニュースを一部緩和した。世界的な利回り低下を背景に、外国人投資家が引き続き米国市場に引き付けられたことに後押しされ、米国のクレジットがアウトパフォームした。加えて、世界のクレジット市場全体で、低格付けクレジットがアウトパフォームした。利回りを求める投資家の動きが引き続き低格付けクレジットを後押しした。9月は各国中央銀行が金融政策会合を開催、欧州では銀行を巡る懸念が広がり、コモディティ価格が下げ止まり、米大統領選をめぐる議論が白熱化するといったニュースが駆け巡るなか、クレジット市場ではボラティリティが高まり、極めて静かだった8月の環境から一変した。

政策や資金フローが米国のクレジットを中心、依然グローバル・クレジットの追い風になっており、年末に向けてスプレッドが

少しずつタイト化すると考えられるものの、2016年第4四半期も慎重姿勢を崩さない。幾つかのリスク要因が顕在化しているからだ。そうしたリスク要因の1つとして挙げられるのが、金融システムがさらなる課題に直面していることである。9月にはドイツ銀行の収益性問題まで浮上した。加えて、クレジットを巡るファンダメンタルズが軟化し、原油価格が改めて急落し、中央銀行による支援が後退する、などの可能性にもこれまでどおり注視していく。今後ともこれらの潜在的なリスクに対する監視は怠らないが、米国を中心とする強力なテクニカル的環境が、年末に向けて、グローバル・クレジットの価格動向を引き続き支配するとみている。

#### 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)の縮小に加え、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、高格付けのスプレッド商品に対する需要拡大を最大の牽引役に、エージェンシーMBSは年初来、まずはのパフォーマンスを記録している。しかしながら、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・キャリーを提供しているとみている。

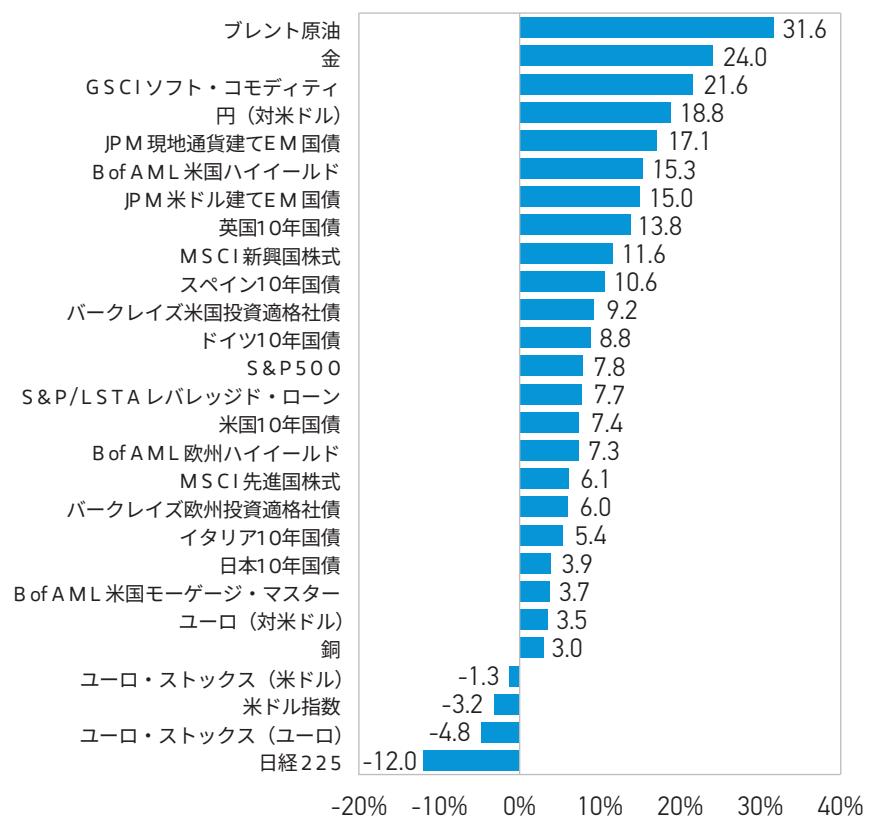
非エージェンシー MBS は、引き続き相対的に安定性が高く、魅力的な債券の1つである。魅力的なキャリー、ファンダメンタルズの改善、ネット・ベースでの供給減少を背景に、非エージェンシー MBS のオーバーウェイトを維持する。非エージェンシー MBS の対米国債利回りスプレッドは、投資適格級で 150–225bps、シニア非投資適格級で 250–300bps に達している(損失調整後ベース)。米国経済が概ね堅調で、住宅ローン金利が依然として低く、住宅取得能力が過去平均を上回る状況下、住宅市場の見通しを引き続きポジティブとする。供給

面では、2016年に非エージェンシーMBSの残高は700億~800億米ドル減少すると予想される。また新規発行額はわずか300億~400億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している。CMBSは今年、ほとんどのクレジット・セクターをアンダーパフォームした。同セクターに対するスパンセラシップも依然低調だと感じられる。しかしながら、失業率が低く、米国経済が緩やかな成長を続ける限り、商業用不動産市場のファンダメンタルズは依然堅調であろう。こうした健全な経済状況を追い風に、CMBSはパフォーマンス改善が見込まれ、相対的なアンダーパフォーマンスの反転が期待される。とはいえ、リスクも若干存在する。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に照らせば、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、引き受けの際の不動産バリュエーションに若干割高感のある新發案件よりも、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。最後に、2016年一杯、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は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。

上記は2016年10月現在の運用チームによる見通しおよび意見を示すものであり、市場環境および経済環境等の変化により変更される場合があります。データについては特に記載のない限り2016年9月末現在です。

**図表1  
資産別年初来リターン(%)**



出所：トムソン・ロイター、データストリーム。2016年9月30日現在。上記は米ドル・ベースのパフォーマンス。

欧州は、オーバーウェイト幅を引き下げた。MBSおよびCMBSに対する見通しを後退させたことを反映させた。英国のEU離脱決定を受けてファンダメンタルズの不透明感が強まっているにもかかわらず、今やスプレッドはBrexit前の水準よりもタイトになっている。とはいっても全体としては、同セクターに対してはポジティブな姿勢を堅持する。ECBとイングランド銀行(BoE)は当面、金利を低水準にとどめるとの確信は揺るがず、これらの緩和策により欧州経済と、より重要なことには不動産市場は恩恵を享受するとの考えは変わらない。欧州では住宅用不動産担保証券(RMBS)およびCMBSの新規発行額は今も極めて低水準にとどまっている。だが、発行以来時間が経過したRMBSやCMBSの中には依然として魅力的な案件が散見される。ファンダメンタルズがこれまでどおり良好で、不動産価格が上

昇傾向にある点を踏まえて、引き続き欧州RMBSおよびCMBS市場を選好する。

## 2. 市場サマリー

9月に米国、英国、欧州のイールドカーブは概ねステイプ化した。月半ばに開催されたFOMCを受けて、ドルはグローバル通貨に対して下落した。これに対し、原油価格の上昇が好感されて、産油国通貨は値上がりした。

9月に米10年債利回りは1bp上昇、2年債-10年債のイールドカーブは5bpsステイプ化した。独10年債利回りは5bps低下、独2年債利回りも2bps上昇した。スペインでは政治リスクの低下を受けて10年債利回りが13bps低下、対照的にイタリアでは、選挙制度に関わる国民投票に関わる政治リスクの上昇を反映して、10年債利回りは4bps上昇した(イタリアでは、議会制度を事实上

の一院制に変える憲法改正の是非を問う国民投票が実施される）。ポルトガルの10年債利回りは29bps上昇、ギリシャの10年債利回りも18bps上昇した。日本の10年債利回りは3bps低下した。30年債利回りは9月に3bps上昇して46bpsに達した。

9月にドルは大半のG10通貨に対して下落した。対米ドルでユーロは0.7%値上がりした。一方、英ポンドは1.3%下落した。日銀が、利下げも量的緩和における資産購入の増額も行わないことが明らかになったことを受けて、日本円は2.1%値上がりした。原油（ブレント）価格は47ドルから49ドルに上昇した。原油価格上昇を好感し、ノルウェー・クローネとロシア・ルーブルはそれぞれ4.3%と4.0%上昇した。

#### 先進国債券市場

米国では、FRBは9月のFOMCで金利を据え置くことを決定した。FOMCメンバーのFF金利予想（ドット）の中央値は2016年が0.625に、2017年が1.125に、2018年が1.875に下方修正された。このことは、年内の利上げが1度、2017年が2度、2018年が3度となることを意味している。長期FF金利予想も3%から2.9%に引き下げられた。声明で、FOMCは金利引き上げの根拠は強まつたとしながらも、景気回復のさらなる証拠を待つと決めた。8月の経済指標は総じて軟調だった。8月の非農業部門雇用者数は15万1,000人の増加にとどまり、予想の18万人の増加を下回った。とはいえ、6月の数値は25万5,000人増から27万5,000人増に上方修正された。失業率は4.9%で横ばいとなり、コンセンサスの4.8%を上回った。労働参加率は62.8%で横ばいとなった。時間当たり平均賃金は2.4%増加した。ISM（サプライマネジメント協会）発表の8月の製造業指数は49.4となり、コンセンサス予想の52を下回った。第2四半期のGDPは0.3%ポイント上方修正され、前期比1.4%となってコンセンサス予想の1.3%を上回った。8月の総合CPIは1.1%となって7月の0.8%から上昇、コアCPIは2.3%だった。

上記は2016年10月現在の運用チームによる見通しおよび意見を示すものであり、市場環境および経済環境等の変化により変更される場合があります。データについては特に記載のない限り2016年9月末現在です。

**図表2  
主要国の債利回り**

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	1.55	11	1.60	8	1.91	8
ベルギー	-0.64	-6	-0.47	-4	0.14	-4
カナダ	0.52	-5	0.62	-5	1.00	-3
デンマーク	-0.53	0	-0.36	-4	0.01	-3
フランス	-0.64	-6	-0.44	-5	0.19	1
ドイツ	-0.68	-7	-0.58	-7	-0.12	-5
アイルランド	-0.46	-44	-0.24	-9	0.33	-10
イタリア	-0.11	-3	0.26	1	1.19	4
日本	-0.29	-9	-0.25	-7	-0.09	-3
オランダ	-0.65	-5	-0.47	-5	0.00	-4
ニュージーランド	1.89	8	1.94	12	2.27	3
ノルウェー	0.53	-32	0.73	-76	1.21	12
ポルトガル	0.40	-13	1.91	1	3.33	29
スペイン	-0.22	-4	0.04	-9	0.88	-13
スウェーデン	-0.67	-4	-0.37	-1	0.17	7
スイス	-0.94	-8	-0.84	-6	-0.55	-7
英国	0.10	-4	0.22	1	0.75	10
米国	0.76	-4	1.15	-5	1.59	1

出所：ブルームバーグ 2016年9月30日現在

ユーロ圏では、ECBは9月の会合で政策を据え置いた。ECBのマリオ・ドラギ総裁が資産購入プログラムの延長について特段言及しなかったことから、市場では失望感が広がった。同プログラムは2017年に3月に終了する。経済指標を見ると、8月のユーロ圏製造業PMIは51.7となり、7月の水準から横ばい、コンセンサス予想の51.8を僅かに下回った。2016年第2四半期のユーロ圏GDP成長率は前期比0.3%となり、速報値、並びにコンセンサス予想と一致した。8月のユーロ圏インフレ率は0.2%となり、7月比横ばいとなった。

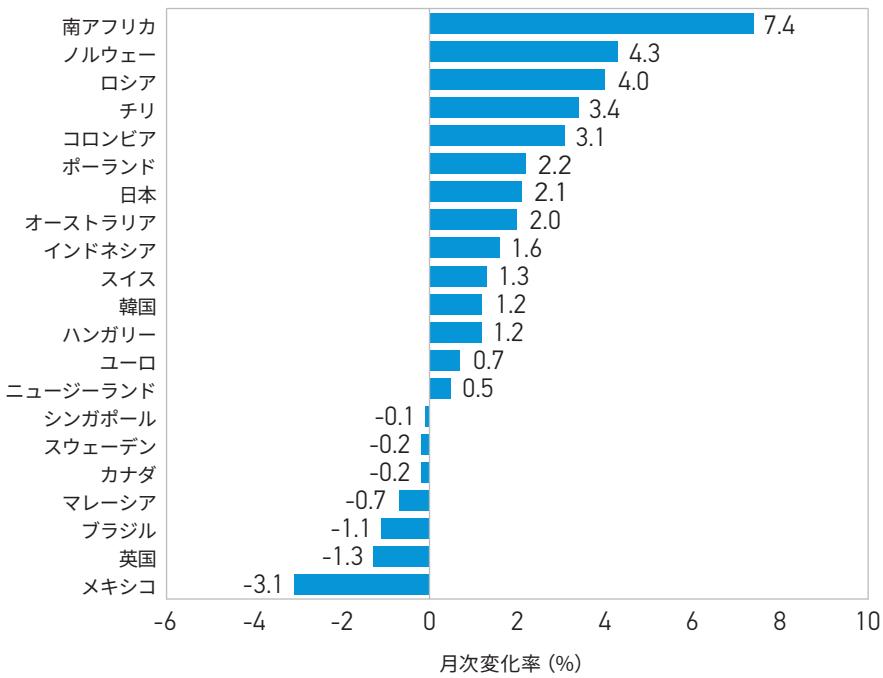
英国では、イングランド銀行が賛成9、反対0で政策金利の据え置きを決定、緩和バイアスを維持した。経済指標については、7

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ヶ月平均）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、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、日銀は金利を据え置いたが、「イールドカーブ・コントロール」を導入した。イールドカーブ政策により、柔軟な国債の購入を通じて、10年物国債利回りがゼロ%程度で推移すること目標に、国債のイールド・カーブを現在の水準近辺に保つことが可能になる。加えて、黒田日銀総裁は

**図表3**  
対米ドルでの月次為替変化率

(プラス：上昇、マイナス：下落)



出所：ブルームバーグ。2016年9月30日現在

物価上昇率が2%の目標を安定的に超えるまで緩和を続けると言明した。経済指標では、9月の製造業PMIは50.4となり、8月の49.5から上昇した。第2四半期のGDPは前期比0.7%増となり、コンセンサス予想の0.2%を上回った。8月の全国コアCPI（食品およびエネルギーを除く）は0.2%となり、7月の0.3%から低下、コンセンサスと一致した。

#### 新興国債券市場

ほぼ大方の投資家の予想通り、ムーディーズはトルコの外貨建て国債格付けを投資適格以下に引き下げた（Baa3からBa1へ）。この動きは「膨大な対外調達所要額に伴うリスクが高まった」ことに伴うものだ。経済成長の減速と、7月のクーデター未遂事件後に、（公務員や教職者の）職場追放により政府の組織基盤が弱まったことも、格下げを促した。格下げは予想されておりほぼ織り込み済みだったにもかかわらず、格下げ報道を受けて格付けに敏感な投資家がポジション縮小に動いたため、トルコの資産

は1~2%下落した。対照的にハンガリー国債の格付けは引き上げられた。スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）は外貨建てハンガリー国債の格付けをBB+からBBB-に引き上げ、見通しを安定とした。予想を上回る経済パフォーマンスに加え、財政規律が保たれたことで、外的ショックに対する脆弱性が低下したとの判断に基づく。格上げ報道を受けて、ハンガリー当局は、国家債務の調達計画の変更を発表した。投資家は、ハンガリーが引き続き現地通貨建て債券の発行を増やし、米ドル建ておよびユーロ建て債券の発行額を減らして、対外的ショックに対する脆弱性を低下させるとみている。

ラテンアメリカでは、メキシコ国営石油会社、PEMEXが米ドル建て債券を新たに発行し、負債管理手法を執行して債務プロファイルを延長した。政治的な理由でメキシコの財務相、ルイス・ビデガライ氏が辞任に追い込まれ、代わりに社会開発相で外相も務めたホセ・ミード氏が財務相に就任した。とはいってもこの動きが財政再建努力の妨げに

なるとはみられていない。メキシコ政府は財政再建に取り組むことを改めて繰り返し、基礎的財政収支黒字目標をGDP比+0.2%から+0.4%に引き上げた。これはほぼ市場の予想の線で、からうじて最低水準クリアするにすぎないと見なされている。格付け機関や投資家を確信させるためには、政府は財政再建に向けてさらなる具体策を導入する必要がある。ベネズエラは、流動性ポジションの回復を目指し、国営石油会社ペネズエラ石油公社（PDVSA）が発行した債券の債務交換を提案した。これは、2018年に償還期限を迎える社債を、PDVSAの川下の石油精製会社、Citgoの株式ポジションの一部を担保とする長期債と交換すること、投資家に求めるものだった。当初の提案が投資家に拒絶された後、同社は甘味材を付加して、株式公開買い付けにより過半数持分を取得することにより、債務不履行の回避を目指している。ブラジルでは、国営石油会社ペトロbrasを舞台とした大規模汚職「ラバジャト事件」の捜査が続けられており、元財務相のギド・マンテガ氏や元官房長官のアントニオ・パロッソ氏らが逮捕された。

#### 1) 米ドル建て新興国債券

9月の米ドル建て新興国債はJPモルガンJPモルガンEMBIグローバル・インデックスで0.34%上昇し、年初来のパフォーマンスは15.04%に達した。8月はベネズエラ国債を筆頭に、低格付け・高利回り債が投資適格債をアウトパフォームした。モンゴル国債はアウトパフォームした。巨額の財政赤字に対処するため、IMFと交渉するとの期待が追い風になった。ガーナ、クロアチア、南アフリカ、エクアドル、イラクも市場全体をアウトパフォームした。一方、メキシコ、ベトナム、パキスタン国債はアンダーパフォームした。

#### 2) 現地通貨建て新興国債券

9月の現地通貨建て新興国債は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2.02%上昇し、年初来のリターンは17.07%に拡大した。新興国通貨は対米ドルで0.90%上昇し、新興国債

上記は2016年10月現在の運用チームによる見通しおよび意見を示すものであり、市場環境および経済環境等の変化により変更される場合があります。データについては特に記載のない限り2016年9月末現在です。

券のリターンは現地通貨ベースで1.12%となった。9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たのに伴い、南アフリカ、コロンビア、ロシア、チリ、インドネシアが市場全体をアウトパフォームした。フィリピン、メキシコ、マレーシアは対ドルでの通貨下落が足枷となり、現地通貨建て国債はアンダーパフォームした。フィリピンの資産は下落した。麻薬ディーラーやユーザーの苛烈な取り締まりを続けたことが国際世論の反発を呼んだが、これに対してロドリゴ・ドゥテルテ大統領が敵意を露わにしたことが嫌気され、圧力にさらされた。

### 3) 新興国社債

新興国社債の9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0.15%となり、年初来のパフォーマンスは11.11%に達した。9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、アフリカ（南アフリカ）、欧州（ハンガリー、カザフスタン）、アジア（中国、香港、インド、インドネシア）がアウトパフォームした。対照的に、中東（カタール、UAE）、ラテンアメリカ（ジャマイカ、メキシコ）はアンダーパフォームした。セクター別では、運輸、金属・鉱業、インフラ、石油・天然ガスが市場全体をアウトパフォームし、TMT（テクノロジー、メディア、通信）、製造、消費関連セクターが出遅れた。

### 社債市場

米国ハイイールド市場は9月も好調に推移した。FRBと日銀がややハト派的な声明を発表したことによって、市場では利回りを模索する動きが続いたことによる。米国ハイイールド債のトータル・リターンは0.67%、超過リターンは0.54%となった。マクロ経済懸念の後退、コモディティを巡る環境の回復、中央銀行による緩和スタンスの維持、世界的な低金利の持続といった要因が、米国のハイイールド資産クラスを支えた。加えて9月にはOPEC関連のニュースが、ハイイールド市場におけるポジティブなセンチメントを牽引した。OPEC関連の

**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	324	9	11.2	-50
コロンビア	221	-11	6.9	-45
ハンガリー	155	-20	1.9	-13
インドネシア	229	-5	7.1	-11
マレーシア	195	-12	3.5	4
メキシコ	294	36	6.2	21
ペルー	154	-8	5.7	-9
フィリピン	102	9	4.5	22
ポーランド	92	9	2.4	16
ロシア	219	-1	8.2	-7
南アフリカ	291	-21	9.1	-34
トルコ	322	9	9.2	-20
ベネズエラ	2053	-403	—	—

出所：JPモルガン。2016年9月30日現在

好材料によりファンダメンタルズの低迷が打ち消されるとの思惑が浮上、コモディティ関連セクターを後押しした。米国投資適格市場と同様に、ハイイールド市場でも、CCC格クレジットがハイイールド市場全体をアウトパフォームするなど、低格付けのハイイールド債が高格付けのハイイールド債を上回るパフォーマンスを記録した。コモディティ関連セクターは原油価格の上昇が追い風となり、掘削、生産、金属セクターがアウトパフォームした。対照的に、医薬品および航空宇宙・防衛関連ハイイールド債については、個別の悪材料が下落圧力を及ぼした。ハイイールド債の起債活動は依然活発で、9月には252億ドルの米ドル建てハイイールド債のプライシングが行われた。発行市場は活況を呈したとはいえ、新たに発行されたハイイールド債の7割が既存債務の借り換えに充てられ、ネットの新規起債額は引き続き低水準にとどまったことに注目したい。欧州ハイイールド市場の9月のトータルリターンは-0.56%とマイナス圏に沈み、

米国ハイイールド市場をアンダーパフォームした。欧州ハイイールド市場では、総合エネルギー（0.8%）とメディア・娯楽（1.5%）が、最も高いパフォーマンスを記録した。

9月に米国投資適格社債のスプレッドは2bpsワイド化した。高水準の供給が行われ、金融関連クレジットが低迷し、マネー・マーケット改革の施行日が迫る状況下、クレジット市場のスプレッドが拡大した。9月末に米国投資適格クレジットのスプレッドは131bpsとなり、デュレーションの等しい米国債を7bpsアンダーパフォームした。投資適格市場では、金融関連クレジットが産業関連クレジットをアンダーパフォームした。欧州における銀行を巡る懸念が米国市場に波及したことによる。具体的には金融関連クレジットは6bpsワイド化したのに対し、産業関連クレジットは2bpsワイド化しただけだった。金融関連クレジットのアンダーパフォーマンスの大半は銀行サブセクターに起因したもので、銀行関連クレジットは9月に7bpsワイド化した。産業関連クレジッ

上記は2016年10月現在の運用チームによる見通しおよび意見を示すものであり、市場環境および経済環境等の変化により変更される場合があります。データについては特に記載のない限り2016年9月末現在です。

トについては、コモディティ価格上昇に連動する形で、金属およびエネルギーなどのコモディティ関連セクターがアウトパフォームした。クレジット全体のリターンが圧縮される中で、このことがBBB格クレジットの一段のアウトパフォーマンスを後押しした。一方、シングルA格クレジットは市場全体をアンダーパフォームした。9月の投資適格社債の供給額は1,553億ドルに達し、月間供給額としては過去最高を記録した。米国投資適格社債の供給で支配的な役割を果たしたのが産業関連クレジット（投資適格社債全体のうち794億ドルがプライシングされた）。金融部門の低迷を受けて、銀行部門の発行額は冷え込んだ。8月および9月の2カ月にわたり記録的な投資適格社債の供給が行われた背景には、10月に発効するマネー・マーケット改革に先立ち、発行体が短期債の借り換えを急いだことがある。9月に高水準の発行が行われたにもかかわらず、銀行関連クレジットは平均4bpsタイト化、平均コンセッションは1bpとなるなど、新規発行社債は好調に推移した。8月から9月にかけて発行市場が活況を呈したのに伴い、10月には供給は減少する公算が大きい。10月の供給額は500億～700億ドルにとどまるとしている。

9月に欧州の高格付け市場は米国の投資適格市場をアンダーパフォームした。超過リターンはそれぞれ—31bpsと—3bpsで、いずれもマイナスとなった。金融関連クレジットは欧州投資適格市場全体をアンダーパフォームした。ドイツ銀行の収益性に対する不安が金融セクターに重くのしかかったことによる。セクター別では、金融関連（超過リターン—42bps）、公益事業（同一31bps）、製造関連（—21bps）のパフォーマンスが最も低迷した。年初来の流れを引き継ぐ形で、9月も欧州投資適格クレジットが米国投資適格をアンダーパフォームした。年初来の超過リターンは欧州投資適格クレジットが2.45%、米国投資適格クレジットが3.05%となった。これは、米国投資適格市場の力強いテクニカル要因を物語って

**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	138	+3	115	+7
産業（素材）	187	-3	112	+7
産業（資本財）	106	+4	82	+1
産業（消費財[市況]）	124	+4	105	+7
産業（消費財[非市況]）	116	+3	89	+3
産業（エネルギー）	190	-3	114	+9
産業（テクノロジー）	124	+2	74	+4
産業（運輸）	127	+1	90	+5
産業（通信）	161	+3	111	+7
産業（その他産業）	120	+3	145	+9
公益（電力）	131	+2	106	+7
公益（ガス）	141	-3	98	+7
公益（その他公益）	153	+0	87	+7
金融（銀行）	129	+7	117	+10
金融（証券）	151	+3	115	+7
金融（金融会社）	165	+6	92	+4
金融（保険）	151	+1	269	+17
金融（REIT）	156	-4	116	+4
金融（その他金融）	231	+50	160	+4

出所：ブルームバーグ・バークレイズ。2016年9月30日現在

いる。世界的な低利回りを受けて、外国人投資家が米国市場に引き付けられている。9月のユーロ建て投資適格市場の発行額は472億ユーロにとどまり、予想の600億ユーロを下回った。9月には非金融部門が先導役を果たした。この背景には、銀行の資本健全性に対する懸念が再浮上したことがある。9月はポンド建て高格付け債の発行額が引き続き好調に推移し、9月にプライシングされたポンド建て投資適格債は83億ポンドに上った。

#### 証券化商品市場

モーゲージ関連クレジット市場は9月も堅調に推移した。一方、より金利感応度の高い

エージェンシーMBSのリターンはより小幅にとどまった。

9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（新發物）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98bpsとなった。オプション調整後スプレッド（OAS）も、デュレーションの等しい米国債に対して3–6bpsタイト化した。ブルームバーグ・バークレイズ米国MBSインデックスは9月に0.27%上昇、年初来9月末までのリターンは3.74%となった。

上記は2016年10月現在の運用チームによる見通しおよび意見を示すものであり、市場環境および経済環境等の変化により変更される場合があります。データについては特に記載のない限り2016年9月末現在です。

9月に30年物住宅ローン金利は6bps低下して3.34%となり、過去最低水準にわずか数ポイントに迫った。FRBは最近の期限前償還の増加を補うべく、9月のエージェンシーMBSの購入額を300億ドル超に引き上げた。ポートフォリオの規模は約1.75兆ドルに維持した。

非エージェンシーMBSは9月にスプレッドが約10-20bps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2014年以降で最もタイトな水準となった。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。7月には、全米住宅価格が前月比0.7%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37%値上がりし、2006年7月のピーク水準にわずか1%に迫った。8月の中古住宅販売は7月比0.9%減少したものの、前年同月の水準を0.8%上回った。中古住宅販売は2カ月連続で減少し、今や2016年で最も低い水準に落ち込んだ。それでも過去最高水準に近いことに変わりはない。8月の新築住宅販売は7月比7.6%減少となったが、2015年8月の水準は20.6%上回っている。新築住宅販売は、中古住宅販売と比べて絶対水準が低いため、より変動性

の高い指標である。住宅ローンのパフォーマンスも引き続き堅調だ。8月の新規デフォルト発生率は年率0.68%となり、前月比ほぼ横ばいとなったものの、2015年8月の0.84%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。

9月のCMBSのスプレッドはまちまちとなった。AAA格CMBSが2-3bpsタイト化したのに対し、BBB格CMBSは幾分ワイド化した。9月にはほとんどのクレジット・スプレッド、とりわけモーゲージ関連クレジット・スプレッドが大幅にタイト化するなか、例外的にCMBSはアンダーパフォームした。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、大幅に乖離している。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。9月のCMBSの新規発行額は増加して合計80億ドル近辺となった。

基本的に、CMBSのパフォーマンスは引き続き健全だ。9月に商業用不動産価格は0.8%値上がりし、過去12カ月間の上昇

幅は5.2%に達した。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26.5%上回っている。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若干の懸念要因となっているが、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。

9月にECBの買い取り対象となっていないMBS資産のスプレッドは15-30bpsタイト化し、今やBrexit前の水準よりもタイトになった。ECBの買い取り対象となっているABSのスプレッドは、9月にほぼ10%タイト化し、年初来で15-25bpsタイト化した。供給が限られていることから、ECBによるABSの買い入れペースは依然鈍く、8月の欧洲ABSポートフォリオはネットでおよそ2億2,600万ユーロ縮小した。現在、ECBは201億ユーロの欧洲ABSを保有している。9月の欧洲のABS発行額は減少し、80億ユーロ近辺にとどまった。2016年初来の証券化案件は合計622億ユーロとなり、2015年初来9月までの発行ペース633億ユーロを下回った。

上記は2016年10月現在の運用チームによる見通しおよび意見を示すものであり、市場環境および経済環境等の変化により変更される場合があります。データについては特に記載のない限り2016年9月末現在です。

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はありません。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、信頼したり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19-7

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

[www.morganstanley.co.jp/im/](http://www.morganstanley.co.jp/im/)