

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10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10月末現在です。

債券 | グローバル債券運用部門 | マクロ・インサイト | 2016年11月

金融政策から財政政策へとバトンを渡す

1. アウトルック

- 経済ファンダメンタルズは弱気なコンセンサスよりも明るいと思われる。だが、今年は政治が市場に予想以上に大きな動揺を引き起こしてきた。2017年には米国で新大統領が就任し、欧州中核諸国で選挙が実施され、英国のEU離脱交渉が控え、中国では政権交代が行われるなど、さらに波乱含みの展開となる可能性がある。こうした環境で、よりリスクの高いスプレッド商品は、リスクフリー金利の緩やかな上昇を乗り切ることができよう。経済ファンダメンタルズの下げ止まりもしくは改善が追い風になるなら、尚更そのように言える。しかしながら、心理的な抵抗が薄れるに伴い、利回り上昇が新たな形を取り始めることも認識している。このためリスクを削減し、予想される債券市場の動揺に備えるとともに、金利動向との連動性の低いスプレッド商品へのエクスポージャーを愛好する。
- 今後数週間で足元のイベント・リスクが解消することを前提に、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、マクロ環境が今なおそうした見解を支持しているからである。中国については、中期的には成長減速が続こうが、短期的な成長見通しは依然として財政・金融政策の支援が得られるか否かにかかっている。
- 引き続き米国の投資適格 (IG) クレジットが欧州の投資適格クレジットをアウトパフォームすると予想する。利回り環境がより良好な米国のほうが、欧州よりも一層強力なテクニカル要因の追い風を受けるとみられることによる。ハイイールド債に対して前向きなスタンスを堅持する。これは、利回りに対する世界的な需要が、米国および欧州のハイイールド資産クラスを引き続き下支えするとの見解に基づく。

世界経済の成長やインフレ動向に対する弱気な見解と、中央銀行による債券買い入れに伴うテクニカル的な要因が、2016年の大半を通じてターム・プレミアムを押し下げ、ファンダメンタルズが示唆する以上の水準にまでリスクフリー利回りを押し下げた。だが、これらの要因は今や反転しつつある。総じて市場はインフレ上昇の可能性や

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) ミ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

経済指標の改善、政策変更の影響を過小評価していると、我々は主張してきた。コンセンサスはしばらくの間、経済ファンダメンタルズを弱気に受け止めてきたが、このことは、何らかのポジティブ・サプライズが起きれば、市場は衝撃を受けるリスクがあることを意味する。10月の展開はそうした状況を如実に物語っている。

ユーロ圏PMIと米国ISMは8月に急落した後、9月に力強く回復した。英国では9月のPMIが年初来の最高水準を更新した。しかも、過去数カ月にわたって原油価格が安定するに伴い、原油安が物価に及ぼしてきたネガティブな影響が薄れ、ユーロ圏、米国、英国ではインフレ率が上昇した。経済成長が明るさを増し、インフレ率が上昇に転じるなか、大半の先進国で10年物国債利回りは20ベーシスポイント(bps)超の上昇を記録した。名目利回りの上昇に牽引され、米国ブレイクイーブン・インフレ率は年初来の高値を付けた。

市場は概ね、2016年内にFRBによる1回の利上げを織り込んでおり、2017年に2回の利上げを予想している。FRBは中立的な金利の水準は将来的に大幅に低くなる可能性があるとの見解を示した。このことは、従来の基準よりも緩やかで慎重な利上げの道筋が妥当であることを示唆していると思われる。つまり、インフレ率上昇を後押しし、イエレンFRB議長の言葉を借りれば「高圧経済」気味の政策運営を支持すると考えることができる。

経済指標の改善に加えて金融政策の転換が、イーールドカーブのスティープニングを促した。日本では日銀がスティープなイーールドカーブを維持するために、イーールドカーブのコントロールに焦点を置く考えを明確にした。日銀を先導役に、ECBをはじめ多数の国の中央銀行が同様の金融政策を踏襲することになりそうだ。ECBも同様に、イーールドカーブのフラットニングを招いていた金融政策を見直す公算が大きい。低調なパフォーマンスを強いられてきた年金基金や

生命保険は反発を強めている。銀行も現在の金融政策体制の下では収益が上げられないとの不満を募らせている。

金融政策の効果が薄れるにつれ、財政緩和が次の市場の牽引役となる可能性がある。英国では新財務相が公共支出の増額を約束し、財政赤字削減の期限を先送りした。イタリアでもレンツィ首相が赤字支出の拡大を視野に入れている。ドイツですら、緊縮財政に対する姿勢を転換し始めており、ウォルフガング・ショイブレ財務相は2017年にGDP比0.5%前後の減税に言及している。最後に、米国の新大統領は選挙戦中の公約を踏まえて、インフラ支出に焦点を置くものと思われる。これは少なくとも緩やかな財政出動が行われることを意味する。要するに、財政政策を巡る議論の高まりは、過去6年にわたって継続された金融政策が終息に近付いている公算があることを示唆している。

経済ファンダメンタルズの改善は利回り上昇とイーールドカーブのスティープニングを裏付けているものの、今年は政治が市場に予想以上に大きな動揺を引き起こしている。2017年は欧州中核諸国で選挙が実施され、英国のEU離脱交渉が控え、中国で政権交代が行われ、米国の大統領選挙の結果が困難な波及効果をもたらしかねない。こうした政治的な展開がさらに波乱を呼ぶことも考えられる。このように様々な要因が交錯して、利回り上昇が抑えられることもあり得る。よりリスクの高いスプレッド商品は、リスクフリー金利の緩やかな上昇を乗り切ることができよう。経済ファンダメンタルズの下げ止まりもしくは改善が追い風になるなら、尚更そのように言える。しかしながら、心理的な抵抗が薄れるに伴い、利回り上昇が新たな形を取り始めることも認識している。このためリスクを削減し、予想される債券市場の動揺に備えるとともに、金利動向との連動性の低いスプレッド商品へのエクスポージャーを偏好する。

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。2017年の2回の利上げ予想は妥当であろう。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るようだが、そうした要因が反転すれば、利回りはファンダメンタルズが示唆する水準以上に押し上げられることもあり得る。2013年以来初めて、2017年には高利回り債にとって弱気な材料が顕在化することになりそう。具体的には、経済指標の改善/物価上昇、金融緩和の縮小、リスク・プレミアムの上昇である。こうした見通しを踏まえて、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これまでどおり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られる。

ECBによる継続的な資産買い入れにより、ユーロ圏縁国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。とはいえ、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。

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引き続き妙味がある。中欧の債券が依然魅力的で、メキシコ、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である。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の確証が必要である。

上記は2016年11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10月末現在です。

通貨ポジションについては、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とみられることから、アンダーウェイトする。日銀がここにきてイールドカーブのスティーピングに軸足を移し始めている点を勘案し、日本円もアンダーウェイトする。

新興国市場見直し

今後数週間で足元のイベント・リスクが解消することを前提に、2016年一杯、新興国債券の見直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向かわせ、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ようである。米連邦準備制度理事会（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12月に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である。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いる。ブラジルとロシアのネガティブな影響が弱まるにつれ、新興国の成長が回復し、先進国との成長格差は再び拡大に転じつつあるとみられる。中国については、中期的には成長減速が続こうが、足元の成長見直しは引き続き財政・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直しにとっては、米大統領選が最大のイベント・リスクとなる。

クレジット市場見直し

11月を迎え、グローバル・クレジットに対する慎重ながらも楽観的な姿勢を継続する。テクニカル要因が依然として同資産クラスを

後押ししている。とりわけ米国では、外国勢の買いがこれまでどおり利回りの低位安定に極めて大きな役割を果たしている。米国の投資適格（IG）クレジットが引き続き欧州の投資適格クレジットをアウトパフォームすると予想する。利回り環境がより良好な米国のほうが、欧州より一層強力なテクニカル要因の追い風を受けるとみられるからである。ハイイールド債に対して前向きなスタンスを堅持する。これは、利回りに対する世界的な需要が、米国および欧州のハイイールド資産クラスを引き続き下支えするとの見解に基づく。ECBによる大規模な資産買い入れも、こうした見解を支えている。年末に向けて、金利ボラティリティの上昇、価格動向、中央銀行の政策、米国の選挙結果がもたらす影響が、引き続きマクロ経済の重要なテーマとなり、世界のクレジット市場のパフォーマンスに影響を及ぼし、当社のグローバル・クレジット市場の見直しも左右することとなろう。さらに、国際商品の値動きと、クレジット市場を取り巻くファンダメンタルズ悪化が、クレジット市場特有のリスクとなる。これらの要因を潜在的なマイナス材料として、今後とも注視を怠らない。とはいえ、これらの潜在的な逆風にかかわらず、環境は引き続きクレジット市場を下支えするとの見解は変わらない。

証券化商品市場見直し

米エージェンシー・モーゲージ担保証券（MBS）はアンダーウェイトを維持する。名目スプレッドが歴史的な水準に低下し、オプション調整後スプレッド（OAS）が縮小しているうえ、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ためだ。エージェンシー MBSは、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、2016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、金利ボラティリティが相対的に低水準にとどまるなか、エージェンシー MBSは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・キャリーを提供しているとみられる。目先、エージェンシー MBSは引き続き好調に推移しそうだが、クレジット関連MBSとの比較では、エージェンシー MBSは魅力に乏しい。

非エージェンシー MBSは、引き続き相対的に安定性が高く、魅力的な債券資産の1つとみている。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、住宅市場の見直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直しである。

商業用不動産ローン担保証券（CMBS）については、引き続き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ポンサー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引き続き堅調に推移すると考える。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る。とは言え、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直しに照らせば、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

上記は2016年11月現在の運用チームによる見直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10月末現在です。

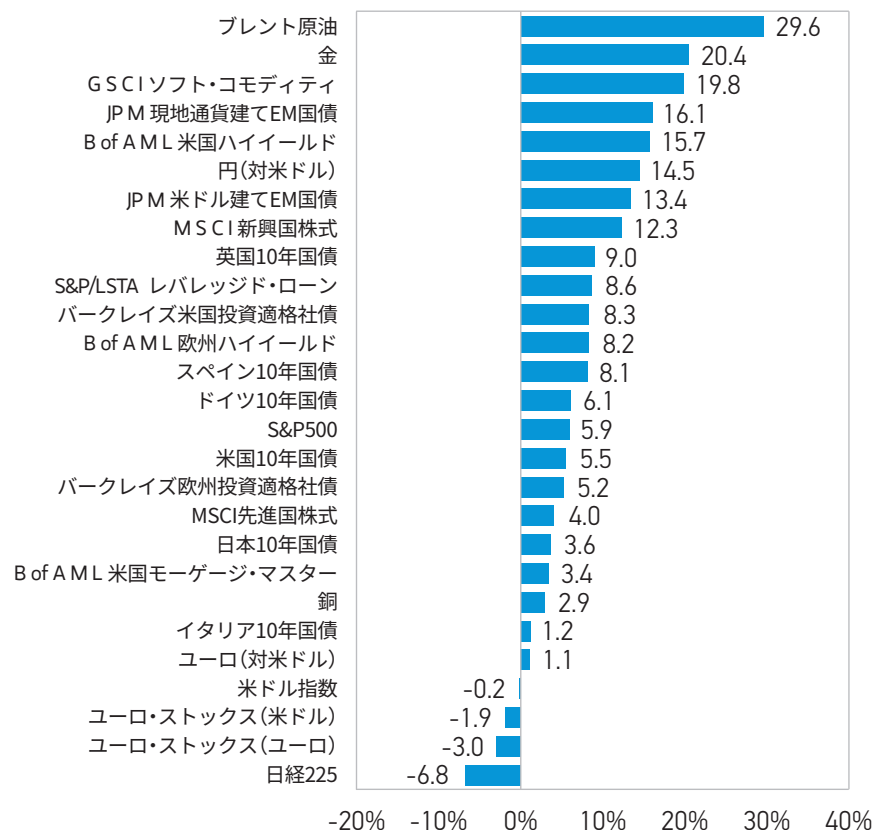
では、ここ数年にわたる不動産価格の高騰が若干の不安要因となる。かかる状況を考慮し、引き受けの際の不動産バリュエーションに若干割高感のある新発案件よりも、発行後時間が経過しているCMBSを 선호する。発行後時間が経過しているCMBSは、直近の不動産価格上昇の恩恵を享受している。2016年内はCMBS市場のボラティリティは高止まりしそうだが、CMBSは魅力的な利回りを提供するのみならず、市場ファンダメンタルズの改善からこれまでどおりメリットを享受するとの考えは変わらない。以上により、CMBSのオーバーウェイトを堅持する。但し、ボラティリティが高まっていることや、同セクターには時価への値洗いリスクがある点を考慮して、オーバーウェイト幅は管理可能な水準にとどめる。

欧州は、これまでの大幅オーバーウェイトから穏やかなオーバーウェイトにシフトする。MBSおよびCMBSに対する見通しを後退させたことによる。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。しかしながら全体としては、同セクターに対して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、こうした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受け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失望的なまでの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今も良好で、金利が低く、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 선호する。

2. 市場サマリー

10月に先進国のイールドカーブは概ねスティープニングした。ドルは、2016年内の

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10月31日現在。上記は米ドル・ベースのパフォーマンス。

利上げ見通しを織り込む形で、他通貨に対して値上がりした。

10月に米10年債利回りは23bps上昇、2年債-10年債のイールドカーブは15bpsスティープ化した。独10年債利回りは28bps上昇、独2年債利回りは7bps上昇した。スペインでは10年債利回りが32bps上昇、イタリアでも、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48bps上昇した(イタリアでは、議会制度を事実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1bp上昇、ギリシャの10年債利回りも1bp上昇した。日本の10年債利回りは4bps上昇した。

10月にドルは大半のG10通貨に対し上昇した。対米ドルでユーロは2.3%下落した。

英ポンドも5.6%下落した。Brexitを巡る交渉がこれまで予想されていたよりも困難との不安が高まったため、10月にポンドは最弱の通貨となった。日本円は3.3%下落した。同月、原油(ブレント)価格は49ドルから47ドルに下落した。

先進国債券市場

米国では、FOMCが9月の議事録を公表した。数人のメンバーが比較的早期の利上げが妥当だと考えていたことが明らかになった。議事録では9月の利上げ見送りは「僅差」の決定だったと表現されている。10月の経済指標はまずまず堅調だった。9月の非農業部門雇用者数は15万6,000人の増加にとどまり、予想の17万2,000人の増加に届かなかった。とはいえ、8月の数値は15万1,000人増から16万7,000人増に上方修正された。失業率は5.0%に小幅上昇、コンセンサスの4.9%を上回っ

上記は2016年11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10月末現在です。

た。労働参加率が62.9%に上昇したことによる。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9月の製造業指数は51.5となり、コンセンサス予想の50.4を上回った。第3四半期のGDP成長率は前期比2.9%となってコンセンサス予想の2.6%を上回った。9月の総合CPIは1.5%となり8月の1.1%から上昇した。コアCPIは2.2%だった。

ユーロ圏では、ECBは10月の会合で政策を据え置いた。ECBのマリオ・ドラギ総裁は政策委員会において量的緩和（QE）プログラムの延長について協議せず、現在委員会が進めている検討内容が出揃うのを待って決定を下すと述べた。また10月にはカナダの格付け会社ドミニオン・ボンド・レーティング・サービス（DBRS）がポルトガルの投資適格格付けを維持し、見通しを安定的に据え置いた。これにより、ポルトガル国債はQEの国債購入プログラムの適格担保としての地位を維持した。経済指標を見ると、9月のユーロ圏製造業PMI（購買担当者景気指数）は52.6となり、8月の水準から横ばい、コンセンサス予想と一致した。2016年第3四半期のユーロ圏GDP成長率は前期比0.3%となり、コンセンサス予想と一致した。9月のユーロ圏インフレ率は0.4%となり、8月の0.2%から上昇した。

英国では、フィリップ・ハモンド新財務相が新たな財政計画の導入を表明した。財政赤字削減のペースを落とし、2019-2020年に財政黒字の達成を目指すとしていた従来計画から財政均衡化の目標時期が先送りされる見通しだ。代わりに、公共投資支出の拡大が盛り込まれよう。マーク・カーニー現イングランド銀行総裁は、任期を1年延長し、2019年まで留任することを決定したと発表した。経済指標については、9月の総合CPI上昇率は前年比1.0%となり、8月実績およびコンセンサス予想の0.9%を上回った。8月の失業率（3カ月平均）は4.9%となり、前月の水準から横ばいとなった。第3四半期

図表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	1.64	9	1.95	35	2.35	44
ベルギー	-0.63	1	-0.31	16	0.40	26
カナダ	0.55	3	0.69	7	1.20	20
デンマーク	-0.45	9	-0.19	17	0.29	28
フランス	-0.59	5	-0.27	16	0.47	28
ドイツ	-0.62	7	-0.40	18	0.16	28
アイルランド	-0.46	-47	-0.08	16	0.65	32
イタリア	0.00	11	0.65	38	1.66	48
日本	-0.24	5	-0.19	6	-0.05	4
オランダ	-0.61	5	-0.31	16	0.28	27
ニュージーランド	2.00	11	2.19	25	2.71	44
ノルウェー	0.61	-33	0.75	-35	1.39	18
ポルトガル	0.36	-4	1.86	-5	3.32	-1
スペイン	-0.17	5	0.18	13	1.20	32
スウェーデン	-0.74	-7	-0.34	3	0.26	9
スイス	-0.89	4	-0.75	9	-0.39	15
英国	0.26	16	0.59	37	1.25	50
米国	0.84	8	1.31	16	1.83	23

出所：ブルームバーグ 2016年10月31日現在

のGDP成長率は前期比0.5%となり、コンセンサス予想の0.3%を上回った。9月の英国の製造業PMIは8月の53.4から55.4に上昇、コンセンサス予想の52.1を凌いだ。

日本については、日銀は引き続きイールドカーブを現在の水準近辺に保つことを目標に、資産購入を行っている。計画によれば、10月は長期および超長期の資産買い入れ額を引き下げた。経済指標では、10月の製造業PMIは51.7となり、9月の50.4から上昇した。9月の全国コアCPI（食品およびエネルギーを除く）上昇率は横ばいとなり、8月の0.2%から低下、コンセンサス予想を0.1%下回った。

新興国債券市場

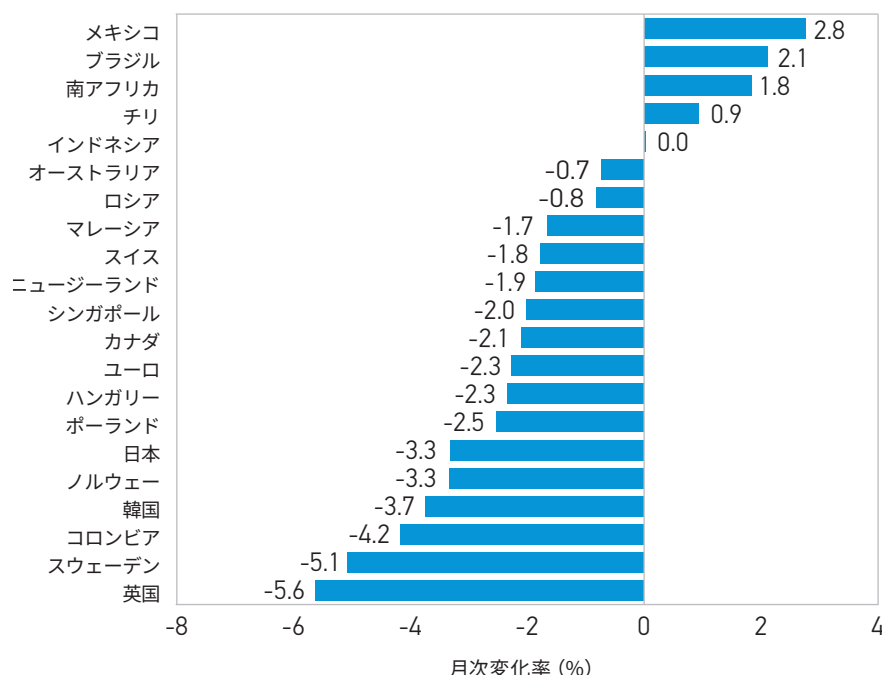
10月は新興国国債資産は下落した。インフレ加速に対する投資家の懸念と、米FRBによる利上げに伴い米国債利回りが上昇するとの見通しが逆風となった。金利動向の不透明感に加えて、各国中央銀行のリーダーらが金融政策の効果が薄れつつあるとの懸念を表明し、景気を上向かせるべく財政出動を求めたことも、足枷となった。最も大きな打撃を受けたのが、通常、デュレーションが長く、米国債利回りに対する感応度の高い投資適格資産。対照的に、高利回り・低格付け資産はアウトパフォーマンスした。投資家は引き続きドル建て資産を選好しているものの、新興国債券のポジションを幅広く引き上げた。10月に新興

上記は2016年11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10月末現在です。

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10月31日現在

国債資産に70億ドルの資金が流入、年初来の流入額は559億ドルに達した。

投資家が買い意欲を見せていることや、高まる資金調達ニーズに後押しされ、サウジアラビアは初めて国際債券市場での起債に踏み切った。サウジアラビアは幾つかの年限にわたり合計175億ドルの資金調達に成功、年初来の湾岸諸国の起債額は390億ドルに上った。アルゼンチン政府も引き続き国際債券市場にアクセスし、ユーロ建て国債と現地通貨建て国債の発行を行った。イーロードカーブを構築する狙いがある。ベネズエラ国営石油会社、ペトロレオス(PDVSA)は子会社のCitgo Petroleum Corp.の株式を担保として使用することにより、28億ドルの債務の満期を延長することで債権者と合意した。この合意により、ベネズエラは2017年に償還期限を迎える債務の返済が可能になったものの、中期的な流動性逼迫問題が解決されたわけではない。ベネズエラ経済は依然として厳しい課題を抱えており、野党は全国規模のス

トライキと、ニコラス・マドゥロ大統領の罷免を巡る国民投票の実施を求めて、大統領官邸までデモ行進を行うよう繰り返し呼び掛けた。

10月はコロンビアと南アフリカでも政治的な展開が資産価格を牽引した。予想に反して左派ゲリラ組織、FARC(コロンビア革命軍)との和平合意が国民投票で否決されたことを受けて、サントス大統領が政治的資本を財政改革に向けられるか、疑念が生じている。より幅広い支持を得るべく、政府は再び和平合意達成を目指して交渉の席に戻ることを余儀なくされた。しかも、同国は投資適格格付けを維持するため、財政再建努力も続けなければならない。南アフリカでは、権力の集中化を狙うジェイコブ・ズマ大統領が、依然としてゴードン財務相の追い落としを図っている。不正容疑でゴードン財務相に対する召喚状が出されたが、訴追は見送られた。しかしながら検察は、税務当局責任者時代に関与したとされる詐欺事件に関連して、今も調査を続行し

ている。ゴードン財務相は市民権擁護団体や企業経営者、与党アフリカ国民会議(ANC)メンバーなど、民衆の幅広い支持を得ている。タイでは、在位70年にわたったプミポン国王の逝去が市場を突き動かす最大の要因となった。「適切な服喪期間」の後、長男のマハ・ワチラロンコン皇太子が後継国王に即位する予定で、市場は円滑な王位継承を見守ることとなる。

1) 米ドル建て新興国国債

10月の米ドル建て新興国国債はJPモルガンEMBIグローバル・インデックスで1.46%値下がりし、年初来のパフォーマンスは13.35%に縮小した。全般に、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。先導役を果たしたのはエクアドル、ガーナ、パキスタン、ウクライナ、モンゴル。ベネズエラ、ドミニカ共和国、コロンビア、フィリピン、ウルグアイ、エジプト、ペルーはアンダーパフォームした。年初来の好パフォーマンスを受けて、投資家が利益確定に動き、ポジションの小さいクレジットとデュレーションへのエクスポージャーを縮小したことが背景となった。

2) 現地通貨建て新興国国債

10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・ディバースファイド・インデックスで0.85%下落し、年初来のリターンは16.08%に低下した。新興国通貨は対米ドルで0.54%値下がりし、新興国債券のリターンは現地通貨ベースで-0.30%となった。10月は対米ドルでの通貨下落がコロンビア、ルーマニア、トルコ、ポーランド、ハンガリー、マレーシア国債のパフォーマンスの重い足枷となった。これに対し、ブラジル、南アフリカ、メキシコ、ペルー、チリは現地通貨建て新興国債券市場をアウトパフォームした。

3) 新興国社債

新興国社債の10月のリターンは、JPモルガンCEMBIブロード・ディバースファイド・インデックスで-0.01%となり、年初来のパフォーマンスは11.10%となった。10月には、高利回りで低格付けの社債が高格付け社

上記は2016年11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10月末現在です。

債をアウトパフォームした。地域別では、アフリカ（ナイジェリア）、ラテンアメリカ（ブラジル、ジャマイカ）の社債がアウトパフォームし、中東（イスラエル）、アジア（韓国、中国、香港、タイ）、欧州（チェコ共和国、ロシア）がアンダーパフォームした。セクター別では、金属・鉱業、運輸、インフラ、製造セクターが市場全体をアウトパフォームし、消費関連、不動産、ディバーシファイド、公益事業セクターが出遅れた。

社債市場

10月の社債市場のリターンはマイナスになった。世界中で長期金利が大幅に上昇したことが逆風となった。にもかかわらず、原油価格の上昇、FRBのタカ派的な声明、予想外に堅調な英国の経済指標、ユーロ圏、英国、米国におけるインフレ期待の上昇などの要因が相まって、世界のクレジット市場を後押しし、同資産クラスのスプレッドがタイト化した。10月に世界のクレジットは引き続き好パフォーマンスを記録、高ベータ・クレジットが低ベータ・クレジットをアウトパフォームした。新発債市場は引き続き活況を呈し、クレジット・リスクに対する需要は高止まりした。10月も米国投資適格クレジットが欧州投資適格クレジットをアウトパフォームした。米国の相対的に高い金利が外国人投資家を引き付けたためだ。一方、欧州ハイイールド市場は米ハイイールド市場をアウトパフォームした。グローバル・クレジットに対し引き続き慎重ながらも楽観的なスタンスをとる。政治的な不透明感、金利上昇、予想される金利ボラティリティの高まり、クレジットを巡るファンダメンタルズの悪化にもかかわらず、慎重ながらも前向きなスタンスを維持する。投資家が利回りを追求する動きが続くなか、テクニカル要因が上記のリスクを凌駕するとの見解を維持する。

10月に米クレジット市場は5bpsタイト化し、対国債スプレッドは125bpsに縮小した。10月は米投資適格市場において金融関連クレジットが産業関連クレジットを顕著にアウトパフォームし、2016年初来の趨勢が反転した。超過リターンで見て、年初来、産業関

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	316	-8	11.0	-18
コロンビア	237	16	7.1	27
ハンガリー	152	-3	2.0	3
インドネシア	232	3	7.4	29
マレーシア	192	-3	3.6	11
メキシコ	293	-1	6.4	21
ペルー	155	1	5.8	13
フィリピン	111	9	4.7	19
ポーランド	85	-7	2.6	16
ロシア	225	6	8.5	35
南アフリカ	282	-9	9.1	4
トルコ	327	5	9.7	43
ベネズエラ	2316	263	-	-

出所：JP モルガン。2016年10月31日現在

連クレジットは金融関連クレジットをアウトパフォームした（それぞれ4.59%と1.75%）。しかしながら10月に入り、金融関連クレジットはそれまでの趨勢を覆して産業関連クレジットをアウトパフォームし、金融関連クレジットの超過リターンは64bpsに達した。一方、産業関連クレジットの超過リターンは49bpsにとどまった。10月は、超過リターンで見て、Lower tier 2の金融、生命保険、エネルギー（それぞれ1.39%、1.88%、1.55%）を含む高ベータ・セクターと、金利上昇からメリットを受けるセクターがアウトパフォームした。パフォーマンスが最も低迷したのは、通信（-43bps）、たばこ（-14bps）などのセクター。これらのセクターはM&A案件の発表が嫌気された。米投資適格市場では、BBB格クレジットがA格クレジットをアウトパフォームした（超過リターンはそれぞれ0.64%と0.36%）。10月を通じ、世界的な利回り追求の動きが続いたことが背景。高格付けクレジットの新発債発行高は8月の1,120億ドル、9月の

1,440億ドルから10月は1,010億ドルにスローダウンした。コンセンサス予想によれば、11月の発行高は一段と減速し、合計発行高は700億～900億ドルにとどまるとみられる。11月のブラックアウト期間が過ぎた後も発行高が減速したのは異例だが、第3四半期に供給が前倒しされたこと、M&A関連の未発行残高が少ないこと、米国大統領選を巡る不透明感といった要因はすべて、供給減少につながり得る。10月の新発債のパフォーマンスは前月までのパフォーマンスより低調だった。10月に引き受けの際のセリング・コンセッション（売り手側の報酬）が8bpsと9月の1bpから増加したことが主因。10月には金融セクターの発行高が460億ドルとなったのに対し、非金融セクターの発行高は550億ドルに達し、非金融セクターが引き続き供給の過半を占めた。

10月は米国と同様、欧州の投資適格市場もタイト化し、月末時点での対国債スプレッドが5bps縮小した。超過リターンベースで、欧州投資適格債は米投資適格債を

上記は2016年11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10月末現在です。

アンダーパフォームし（それぞれ45bpsと56bps）、2016年初来の流れを引き継いだ。2016年初来の欧州投資適格債の超過リターンは2.9%となったのに対し、米投資適格債の超過リターンは3.62%に達した。米投資適格債のアウトパフォーマンスをもたらした最大の要因は、米国の金利が欧州を上回ったこと。外国人投資家が米国投資適格市場に引き付けられたことが、テクニカル面で米国投資適格市場を支えた。10月は米投資適格市場と同様、金融関連クレジットが産業関連クレジットをアウトパフォームし、年初来のトレンドが反転した。10月の欧州の金融関連クレジットの超過リターンは60bpsに達し、33bpsにとどまった産業関連クレジットを上回った。年初来では、欧州産業関連クレジットが金融関連クレジットをアウトパフォームした。両セクターの超過リターンはそれぞれ3.5%と2.17%となった。10月のユーロ建て社債の発行高は予想を上回り、468億ユーロの社債がプライシングされた。

10月の米ハイイールド市場のトータルリターンは0.39%、超過リターンは0.92%にとどまった。米ハイイールド・セクターではBa格債のトータルリターンは+19bpsとなったのに対し、B格債のトータルリターンは+24bps、Caa格クレジットのトータルリターンは1.11%に達するなど、低格付け債がアウトパフォームした。セクターでは、ベータの高さやコモディティへのエクスポージャーを映して、油田サービス（4.34%）、独立系（2.2%）、金属（1.1%）が最も高いパフォーマンスを上げた。他方、パフォーマンスが最も低迷したのは、医薬品（-4.4%）とヘルスケア（-1.07%）。大統領選挙に関連した神経質な動きと個別材料が、両セクターに重くのしかかった。10月は米ハイイールド債の発行高が8カ月ぶりの低水準となり、166億ドルの起債が行われただけだった。5月以降の新規発行高の60%が既存債務の借り換えに向けられた（750億ドル）。ネットの新規発行高は500億ドルと引き続き低水準にとどまった。

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	132	-6	109	-6
産業（素材）	176	-11	102	-10
産業（資本財）	102	-4	79	-3
産業（消費財〔市況〕）	121	-3	99	-6
産業（消費財〔非市況〕）	115	-1	85	-4
産業（エネルギー）	173	-17	109	-5
産業（テクノロジー）	118	-6	70	-4
産業（運輸）	121	-6	86	-4
産業（通信）	162	+1	109	-2
産業（その他産業）	116	-4	136	-9
公益（電力）	124	-7	101	-5
公益（ガス）	135	-6	93	-5
公益（その他公益）	160	+7	82	-5
金融（銀行）	122	-7	109	-8
金融（証券）	144	-7	115	+0
金融（金融会社）	159	-6	89	-3
金融（保険）	142	-9	251	-18
金融（REIT）	148	-8	114	-2
金融（その他金融）	164	-67	147	-13

出所：ブルームバーグ・バークレイズ。2016年10月31日現在

欧州ハイイールド市場の10月のトータルリターンは0.85%となった。10月に最も高いリターンを上げたセクターは運輸サービスとヘルスケア（それぞれ2.18%と1.85%）。パフォーマンスが最も低迷したのはスーパーマーケット（-0.37%）と固定電話（0.13%）。10月の欧州ハイイールド市場の起債額は46億ユーロに達した。これらはすべて欧州通貨建てで行われた。欧州発行体は、良好な借り入れ環境を利用して起債に踏み切り、満期の壁を引き続き先送りした。

証券化商品市場

モーゲージ関連クレジット市場は第3四半期に極めて好調に推移した後、10月

のパフォーマンスはより落ち着いたものとなった。より金利感応度の高いエージェンシー MBSも、小幅ながらプラスのリターンを達成した。同月、エージェンシー MBSはデュレーションの等しい米国債を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1bpsタイト化して97bps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2-4bpsタイト化した。金利上昇を映して、ブルームバーグ・バークレイズ・キャピタル米国 MBS

上記は2016年11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10月末現在です。

インデックスは10月に0.28%低下したものの、年初来のリターンは依然3.46%に達した。FRBは最近の期限前償還の増加を補うべく、10月のエージェンシー MBS の購入額を約400億ドルに引き上げ、MBS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10月にスプレッドがほぼ横ばいとなったが、キャッシュフローおよびクレジット・パフォーマンスは引き続き改善した。大半のクレジットに関して、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を付けている。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。8月の全米住宅価格は前月比0.5%上昇し、過去1年間では5.3%上昇した。全米住宅価格は2012年の底から38%値上がりし、危機前のピークとなった2006年7月の水準にほぼ戻った。9月の中古住宅販売は8月比3.2%増加し、前年同月の水準を0.6%上回った。9月の住宅販売急増を牽引したのは、主に住宅を初めて購入した買い手。これらの買い手が全体の34%を占め、2012年以降の最高を記録した。9月の新築住宅販売も8月比3.1%増加し、2015年9月の水準を29.8%上回った。住宅ローンのパフォーマンスも引き続き堅調だ。9月の新規デフォルト発生率は年率0.67%となり、前月比ほぼ横ばいとなったものの、2015年9月の年率0.76%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。

10月のCMBSのスプレッドはまちまちだった。AAA格CMBSが1-2bpsワイド化したのに対し、キャッシュ BBB 格CMBSは5-15bpsワイド化した。シンセティック CMBXはAAA格、BBB格インデックスともに小幅タイト化した。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、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50-75bpsワイド化した。10月のCMBSの新規発行額は増加して合計100億ドル近辺となった。年初来10月までの発行額は570億ドルに達した。2016年通年の発行額は700億-750億ドルに届きそうで、当初の予想起債額の70%程度に迫ろう。基本的に、CMBSのパフォーマンスは引き続き健全だ。9月の商業用不動産価格はほぼ横ばいとなったが、過去12カ月間では5.0%上昇となった。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。

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1四半期以来最も低い水準を記録した。集合住宅の空室率はほぼ13年ぶりの低水準に迫った。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基本的に底堅いようである。

10月に欧州MBSのスプレッドは5-10bpsタイト化し、今やBrexit前の水準より大幅にタイトな水準になっている。ECBの買い取り対象となっているABSのスプレッドは、10月にほぼ5%タイト化し、2016年初来で20-30bpsタイト化した。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10月に2-3bpsタイト化しただけで、年初来でも10-15bpsタイト化したのにすぎない。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、9月の欧州ABSポートフォリオは5億2000万ユーロ拡大しただけだ。現在、ECBは207億ユーロの欧州ABSを保有している。10月の欧州のABS発行額は増加し、約123億ユーロに達した。2016年初来の証券化案件は合計745億ユーロに乗せ、今や2015年初来10月までの発行ペース664億ユーロを上回った。RMBS、ABS、CDOの発行額はいずれも2015年の発行額を上回ったのに対し、今年のCMBSの発行額は前年の水準よりもはるかに少ない。

上記は2016年11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10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

www.morganstanley.co.jp/im/