

グローバル債券市場レポート

仏大統領選挙の試練を通過

本書はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの債券運用部門が作成したレポートを邦訳したものです。2017年5月現在の債券運用部門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2017年4月末現在です。

債券 | 債券運用部門 | マクロ・インサイト | 2017年5月

1. アウトルック

- 仏大統領選挙という重大な試練を通過した今、世界的なショックが起きない限り、欧州リスクフリー金利のターム・プレミアムは、極端な低水準から上昇すると予想される。第2四半期に入るにあたって、我々はデュレーションのアンダーウエイト幅を引き下げるが、政治的リスクの後退に伴い、デュレーションを再び短期化し始めた。米国では、景気先行指標と信頼感調査はともに堅調である。このため米経済は第2四半期には第1四半期の低迷から抜け出し、成長が加速すると期待される。そうした展開が実現すれば、FRBは年内にさらに2度の利上げを実施すべく、順調に歩を進めると思われる。6月にも次の利上げが行われる可能性が高い。
- 米国では、提案されている税制改革や規制変更是、経済成長を押し上げるための適切な施策を含んでいると考えられるものの、税制改革の実現までには相当な時間を要しよう。財政政策を巡る論議の不透明さが嫌気されてボラティリティが高まった時には、今年後半から2018年にかけて見込まれる成長の上振れに備えたポジション構築の機会を見なしたい。
- 先進国のイールドカーブがステイプニングしつつある点を踏まえて、デュレーションに対するエクスポージャーを短期化すべきであると考える。魅力的な特質を備えている高利回り通貨/国をオーバーウェイトする。新興国の経済成長については、米国の成長加速の恩恵は、恐らくはトランプ政権下におけるより保護主義的な貿易政策によって、一部相殺されることとなる。インドをはじめ経済がかなり閉鎖的で経常赤字が限定的な国は、今後も世界の金融情勢から独立した動きを示し、良好なパフォーマンスを記録する公算が大きい。メキシコ・ペソは、引き続き米国の貿易保護主義の高まりから最も影響を受けるみられる。とは言え、NAFTAについては再交渉が行われるというのが、最も確率の高いシナリオであろう。それ以外の点では、メキシコ経済は改善基調にある。
- 米国クレジット市場では、スプレッドはサイクルの底に向けて徐々に低下を続けると思われる。現在の水準からスプレッドがタイト化する状況が整っていること、テクニカル要因が概ね同資産クラスの追い風になっていること、ファンダメンタルズが安定していることが、そのように考える根拠である。投資適格クレジットについては、金融関連クレジットに対し前向きなスタンスを維持する。とりわけ劣後債を選好する。BBB格非金融クレジットに対しても、依然やや前向きな姿勢を維持する。A格非金融リスクに対しては、引き続きそれほど前向きには見ていない。これまで通り、ハイイールド債と転換社債市場における投資機会を模索する。両セクターとも、ビジネスサイクルの後半に好パフォーマンスを見せる傾向がある。
- エージェンシーMBSは引き続きアンダーウエイトする。名目スプレッドとオプション調整後スプレッドがいずれも記録的にタイトな水準にあること、FRBがMBSの利金、償還金の再投資停止を決断するリスクが高まっていることによる。

TABLE OF CONTENTS

1. アウトルック

先進国市場の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

先進国市場

新興国市場

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

投資適格社債市場

ハイイールド社債市場

証券化商品市場

樂觀センチメントが広がっていた第一四半期が終わり、4月には一転、政治リスクに焦点が移った。4月の大半を通じて投資家はリスクの引き下げに動いた。仏大統領選挙で接戦が予想され、極右政党「国民戦線」のマリーヌ・ルペン党首が大統領になるリスクが台頭したことが背景。こうした状況下、米国債および独国債の利回りが低下、フランスおよび周縁国、そして社債のスプレッドが拡大した。その後第1回投票で中道派のマクロン候補が勝利しただけでなく、マクロン氏が決選投票でもルパン氏に20%の差をつけて勝利する公算が高まった。こうした流れが市場に好感された結果、4月最終週にはそれまでの流れが反転し、利回りが上昇してスプレッドがタイト化した。

政治リスクの高まりを予期し、4月に向けて我々はリスクを引き下げた。仏大統領選挙という重大な試練を通過した今、欧洲リスクフリー金利のターム・プレミアムは、極端な低水準から上昇すると予想される。ファンダメンタルズの観点からは、ユーロ圏のインフレ率と経済成長が改善している一方で、欧洲中央銀行（ECB）は金融緩和の縮小（テーパリング）を急がない意向を示唆している。このことは経済成長を後押しし、利回り上昇を促すであろう。仏大統領選挙が好ましい結果となったことを機に、金利リスクを引き下げたい。

米国では市場の樂觀ムードが冷めつつある。第1四半期には個人消費の落ち込みを受けて、米国内総生産（GDP）が軟化した。もともと第1四半期にGDPが低迷するのは過去数年間のパターンであるため、この数値を過度に深刻に捉えることはしない。我々は第2四半期には個人消費と在庫回復が改めて成長を押し上げるとみている。景気先行指標と信頼感調査は堅調である。今回の景気回復／拡大サイクルで出遅れていた企業投資が、第1四半期に回復に転じ、成長の押し上げ要因となったことが注目される。重要なことに、設備投資調査によれば、第2四半期も企業投資の堅調が見込まれる。FRB

は年内にさらに2度の利上げを実施すべく、順調に歩みを進めると思われる。次回利上げは6月とも考えられる。市場は現在、6月の利上げ確率を60%とみている（5月5日の雇用統計発表前の時点）。

米新政権は選挙公約の実現に難航しており、リフレに対する樂觀論に疑問が投げかけられている。ここまでではリフレ期待が金融資産の好調なパフォーマンスを牽引してきた。期待通りにリフレが実現するかどうかは、財政改革案の成立如何にかかっている。仮に成立すれば第2四半期から第3四半期にかけて、米経済成長の追い風となり得る。トランプ政権は4月に積極的な税制改革案を発表した。同案の骨子は、個人所得税の区分を3段階に簡素化し、住宅ローン金利と寄付を除くほとんどの控除を廃止、法人税率を15%に引き下げて、法人税制を地域別課税方式（源泉地課税方式）に移行するというものである。新政権を巡る現実と、ヘルスケア改革が改めて注目されていることを踏まえるならば、税制改革が実現するのは2018年以降となりそうである。

トランプ政権はまた、成長と雇用を押し上げる手段として規制改革にも焦点を当てている。法人税率の引き下げは、米国の税競争力を高め、設備投資の拡大のインセンティブとなり得る。今回のサイクルにおいては、設備投資の拡大が景気拡大に向けて欠けている要素の1つだった。個人所得税の最高税率の引き下げは中小企業のオーナーにとって追い風となり、ひいては雇用拡大に寄与するだろう。歴史的に、中小企業は雇用成長の最大の牽引役となってきた。税制改革によってこの層の税率が引き下げられれば、これまで比較的雇用の機会が小さく、所得が低かった米国の幅広い地域で雇用創出が刺激されることも考えられる。規制緩和が景気刺激策のもう1つの形態だ。トランプ大統領は可能な分野においては、規制の重石を低減させることを重視する人材の登用を続けている。例えば、規制当局の新たな布陣はドッド・フランク法への準拠原則を緩め

るとみられ、そうなれば中小規模の銀行は貸出基準を緩和することができる。このように税制改革や規制変更は経済成長を押し上げるための施策を含んでいると考えられるものの、税制改革の実現までには相当な時間を要しよう。米国の財政政策を巡る論議の不透明さを受けてボラティリティが高まり、悲観論が後退した時には、2018年に向けて予想される成長上振れに備えたポジション構築の機会を見なしたい。

先進国の金利および為替見通し

経済指標の一段の改善がない限り、米10年債は年初来定着しているレンジ内で推移する公算が大きい。経済成長が予想を上回れば、10年債の「適正水準」は押し上げられるだろう。この点は、1つにはトランプ政権下で導入される新たな政策ミックスにかかっている。逆に失望感が広がれば、利回りは低下すると思われる。第2四半期に向けてデュレーションのアンダーウェイト幅を引き下げたが、政治リスクが低下するに伴い、我々は仏大統領選の第1回投票以後、デュレーションを短期化した。

ユーロ圏では総合インフレ率が上昇したにもかかわらず、政治リスクの上昇を受けて、ユーロ圏コア地域の利回りは低下した。だが第1四半期には、経済成長およびインフレ動向の改善を受けて、市場ではECBが量的緩和を縮小する（テーパリング）との思惑が高まり、リスク・プレミアムが上昇し、イールドカーブがステイピングする可能性があった。このため我々は、バリュエーション判断と経済動向の改善に基づいて、ユーロ圏の金利リスクを若干ネガティブにみている。ユーロ圏周縁国では、ポピュリストの台頭により政治リスクが上昇したことを背景に、スプレッドが拡大した。この結果、スペインやポルトガルのような国では、経済・政治ファンダメンタルズに対して、スプレッドはミスプライシングされていると考える。

通貨については、米ドルは今後数カ月にわたり、横ばいで推移するとみている。世界各国の経済成長が米国と足並みを揃えるか、

上記は2017年5月現在の債券運用部門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2017年4月末現在です。

むしろ追い抜くと考えられることによる。バリュエーションや金利水準の観点から一部の通貨に対しては、米ドルは値上がりすることもあり得る。スウェーデン・クローナ、 ブラジル・レアル、メキシコ・ペソ、インドネシア・ルピア、インド・ルピー、ロシア・ルーブルに対するエクスポートナーをオーバーウェイトし、米ドル、カナダ・ドル、豪ドルをアンダーウェイトする。金融政策の有効性をめぐり世界的に懐疑感が強まるなか、経済が巡航速度を超える成長を見せているスウェーデンでは、中央銀行 (Riksbank) が一段の金融緩和を実施することは困難だろう。世界経済が力強さを増すなか、新興国通貨も興味深い。しかしながら、トランプ大統領が打ち出す保護主義的政策が、依然として波乱要因となり得る。来るべき英国の総選挙次第では、ブレグジットをめぐるリスク・バランスが変化すると予想される。ソフト・ブレグジット（稳健な離脱）の支持者が政府内で勢力を強める可能性があるからである。こうした展開はポンドの追い風となる。このため、ポンドに対するアンダーウェイト・ポジションを手仕舞った。

新興国市場見通し

先行きを見ると、先進国全般にわたる低利回りが、引き続き「適切な」キャリー戦略の機会を下支えするとみている。キャリー戦略とは、低利で借り入れを行い、高リターン資産に投資する戦略である。さらに、マクロ経済環境の改善が、一部の新興国債券を含む高利回り資産への資金流入を、引き続き後押しすると考えられる。世界の経済成長については、米国の成長加速の恩恵は、恐らくはトランプ政権下におけるより保護主義的な貿易政策によって、一部相殺されることになりそうだ。正味の効果を見極めるにはなお時間が必要だが、メキシコと中国が引き続き最大の焦点となろう。この点に関して若干明らかになりつつあるのが、依然として緊張関係が続いているにせよ、トランプ大統領と共和党内の自由貿易志向の強い旧来の勢力が歩み寄りの姿勢を見せており、保護主義的な影響が弱まる公算があることだ。こうした状態を受けて、北米自由貿易協

定 (NAFTA) については再交渉が行われる蓋然性が高まり、脱退を巡る不安は後退している。先進国と新興国との成長格差の縮小には歯止めがかかり、今後、ブラジルとロシアのネガティブな影響が弱まるにつれ、新興国がリードする形で、先進国と新興国との成長格差は再び拡大に向かうだろう。中国については、中期的には成長減速が続くと思われる。予想を上回る足元の成長を背景に、間もなく金融環境が引き締められるともみられることによる。

こうした環境下、新興国は勝ち組と負け組に分かれそうだ。米ドルが、反落の公算があるとは言え依然過大評価されており、コモディティ価格が上昇傾向にある状況下、勝ち組と目されるのはコモディティ輸出国である。コモディティ輸出国は依然ファンダメンタルズの改善と、大幅に割安な通貨が追い風となっている。対照的に、大幅な経常赤字を計上しているコモディティ輸入国は、魅力的なキャリーがクッション役を果たすにもかかわらず、アンダーパフォームすると思われる。また、インドを筆頭に、経済がかなり閉鎖的で、経常赤字が限定的な国は、今後も世界の金融情勢からは独立した動きを示すものと予想される。一方、メキシコ・ペソは米国の貿易保護主義の高まりに対し、引き続き最も影響を受けるとみられる。NAFTAに関する情勢が徐々に明確になるにつれ、ペソは底から回復したが、引き続き不透明感が漂っていることに変わりはない。

先進国のイールドカーブがステーਪニングしつつあることを踏まえて、デュレーションへのエクスポートナーを短期化すべきだと考える。焦点は、魅力的な特質を備えている高利回り通貨／国に置く。米大統領選挙後の世界経済の成長と貿易の見通しが変化していることが、このように判断する理由。新興国債券スプレッドの見通しは、引き続き高いとのスタンスを崩さない。依然としてファンダメンタルズとマクロ環境が追い風になっている。対照的に、世界貿易に対する依存度の高い国は、試練を強いられよう。投資

家を新興国債券市場に誘引・後押ししてきた各種要因は、今もなお健在である。例えば、先進国市場の利回りは依然極めて低位にとどまっている。新興国の経済指標も、回復に向かっているもうようである。米FRBは緩やかな利上げを続けると思われる。米国の保護貿易主義の高まりに対する不安は後退し、中国経済の失速懸念も和らいでいる。新興国資産は、米国の複数回の利上げがインフレ率上昇ではなく成長加速を背景とするものなら、その影響を十分に吸収できよう。だが、米トランプ政権に関わる政策不透明感の高まりに対しては、新興国資産は依然脆弱だ。さらに、FRBがよりタカ派的な姿勢に転換すれば、新興国資産には逆風が吹くことになる。欧州各国の選挙も下振れリスクとなり得る。

クレジット市場見通し

4月は月中に金利や株式市場が乱高下し、メディアでネガティブに取り上げられるヘッドライン・リスクも高かったにもかかわらず、世界的にクレジット市場は好調に推移した。米国、欧州ともに、投資適格市場もハイイールド市場も、好パフォーマンスを記録した。トランプ大統領の税制改革に加え、仏大統領選挙の第1回投票が市場にとって望ましい結果となったこと、世界的に企業収益が好調だったことが株式市場を後押しし、クレジットも値上がりした。

米国クレジット市場では、スプレッドは最近のサイクルの中での最もタイトな水準に向けて低下を続けると思われる。現在の水準からスプレッドがタイト化する状況が整っていること、テクニカル要因が概ね同資産クラスの追い風になっていること、ファンダメンタルズが安定していることが、そのように考える根拠である。投資適格クレジットについては、金融関連クレジットに対する前向きなスタンスを維持する。とりわけ劣後債にを選好する。また、BBB格非金融クレジットに対しても、引き続きやや前向きな姿勢を変えない。A格非金融リスクに対しては引き続きそれほど前向きにはみていない。これまで通り、ハイイー

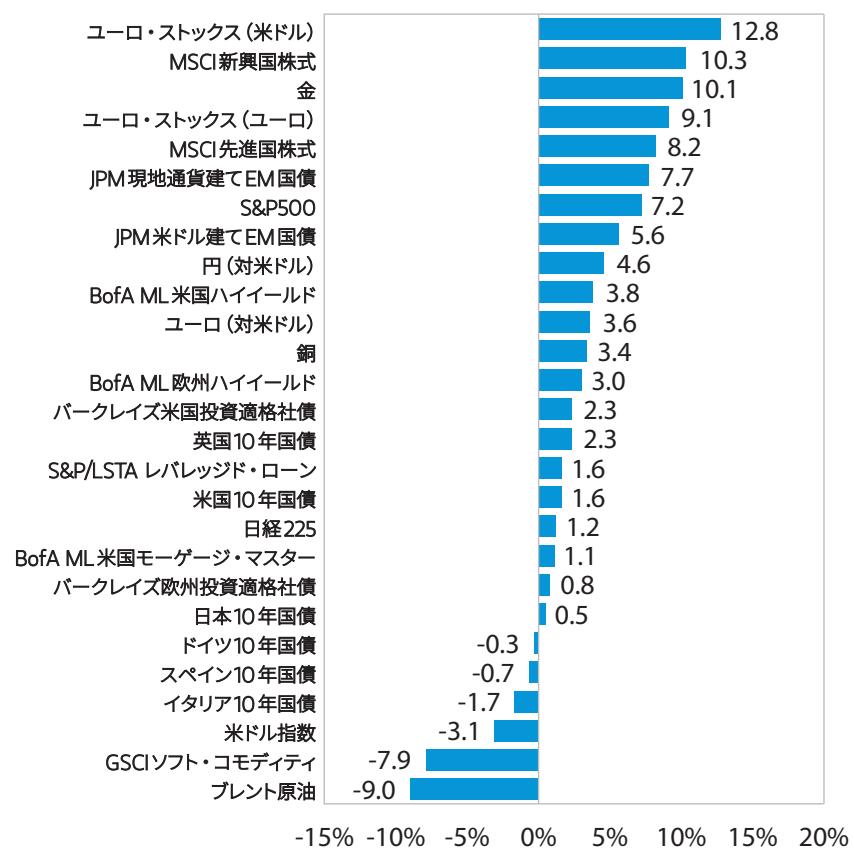
上記は2017年5月現在の債券運用部門による見通しおよび意見を示すものであり、市場環境および経済環境等の変化により変更される場合があります。データについては特に記載のない限り2017年4月末現在です。

ルド債と転換社債市場における投資機会を模索する。両市場は景気サイクルの後半に好パフォーマンスを見せる傾向がある。欧洲では、投資適格クレジット、ハイイールド・クレジットのいずれについても、欧洲中央銀行(ECB)およびイングランド銀行(BOE)の非金融社債の買い入れが追い風になるとみている。インフレ率上昇と通貨下落を目的に、ECBは量的緩和を柱とする緩和バイアスと、預金金利をマイナスに維持するという現在の政策ミックスを継続すると思われる。このように全般的に前向きな我々の見解にとって、引き続き政治的不透明感が最大のリスクとなる。2017年にはイタリア、フランス、ドイツで選挙が行われ、その結果次第では波乱が起きかねない。米国でも、トランプ新政権下でさらなる政策の変更が行われるか、あるいはどのような政策がとられるかが明確になるまで、これまで通り政局動向がメディアの注目を集めると予想される。

証券化商品市場見通し

証券化商品市場の見通しは、3月時点の状況からほとんど変わっていない。前月に続きモーゲージ・クレジットをオーバーウェイトし、金利動向に関わるリスクがより大きいエージェンシー・モーゲージ担保証券(MBS)のアンダーウェイトを維持する。過去数ヶ月間、エージェンシー MBS はまずまずのパフォーマンスを上げてきた。市場のボラティリティが低下したうえ、金利が新しい取引レンジを見出したと受け止められることによる。このまま金利がボックス圏で推移すれば、期限前償還リスクもデュレーション長期化リスクも、相対的に落ち着きを見せる可能性が高く、エージェンシー MBS はアウトパフォームすることもあり得る。だが、FRBが利上げを続行するに伴い、金利ボラティリティは上昇すると思われる。そうなれば、昨年11月から12月にかけての状況と同様に、エージェンシー MBS はアンダーパフォームすることも考えられる。エージェンシー MBS は過去数年にわたり、スプレッドがさしてタイト化しなかった数少ないセクターの一つだが、現在、全般的にバリュー機会がほとんどないこと、および FRB がポートフォリオ

**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。2017年4月28日現在。上記は米ドル・ベースのパフォーマンス。

の再投資を停止すれば需給ダイナミクスが悪化しかねないこの2つの要因に照らし、同セクターに対して慎重な姿勢を崩さない。加えてこの2年間、エージェンシー MBS のリターンは冴えず、2017年も他の資産クラスと比較して明るいスタートを切ったとは言えない。したがって、同セクターが割安になり、バリュー機会が改善するまで、需要が大幅に上向くとは思えない。

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一つとみなせる。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踏まえて、非エージェンシー MBS セクター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、年初来、およそ 50bps 程度タイト化している。しかしながらキャリーが依然魅力的で、ファ

ンダメンタルズが改善基調にあることに基づき、非エージェンシー MBS の見通しをこれまで通りポジティブとする。また、米住宅市場についても全般的に強気なスタンスを継続する。景気が緩やかな改善を続けており、住宅ローン金利が今も低位にあり、住宅の買取易さが平均を上回っていることが、そうしたスタンスをとる根拠である。供給面では、2017 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みている。新規証券化案件はわずか 250 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)は、二極化の様相を強めている。商業施設へのエクスポージャーの大きい CMBS のパフォーマンスは低迷しているのに対し、その他のすべての種類の不動産を担保としている CMBS は、好パフォーマンスを記録して

上記は2017年5月現在の債券運用部門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2017年4月末現在です。

いる。このところ小売店の店舗閉鎖が相次いでいるため、多数の小売りショッピング・センターの将来に対する懸念が浮上している。その結果、商業施設へのエクスポージャーの大きいCMBSは、今年、下げ圧力にさらされている。確かに今後、多数のモールの破綻が予想され、恐らくは伝統的な室内型ショッピング・モールの20%程度が破綻することも考えられるが、大半のモールは依然として黒字を計上しており、深刻なクレジット・リスクを引き起こすとは思えない。加えて、地域の人口構成や、個別物件ごとのテナント構成、地域における他のモールとの競争状況、不動産スponサーの財務力などが、モールの優勝劣敗を決するカギとなる。この市場が厳しい状況に追い込まれつつあることは、重大なリスクと同時に多大な機会がもたらされていることを意味している。こうした中では、個々の証券の注意深い選別が極めて重要である。商業施設以外のCMBS、具体的にはホテルやオフィスビル、産業施設、複数世帯用賃貸物件を担保とするCMBSは、概ね底堅く推移している。空室率の低下、賃料、NOI（営業純利益）の改善と、それに伴う不動産バリュエーション上昇が、牽引役となっている。昨年は商業用不動産価格の上昇がスローダウンしたものの、上記のタイプの不動産は、依然としてプラス圏内で推移している。経済全般の好調と金利の安定を踏まえて、これらの資産クラスに対してポジティブなスタンスを継続する。2007年に発行された大量のローンの借り換えに牽引される形で、CMBSの供給はますますのペースとなった一方、CMBSに対する新たなリスク・リテンション（保持）規制が幾分足枷となった。2017年以降、CMBS証券の発行体は、ディール全体の5%のポジションを保有することが義務付けられた。この規則が、潜在的なCMBS証券化案件の発行額を若干抑えたとみられる。

欧州では、MBSおよびCMBSの見通しに対し、穏やかなオーバーウェイトを維持する。英国のEU離脱（ブレグジット）決定に伴い、ファンダメンタルズの不透明感が高まつ

ていると考えられるにもかかわらず、スプレッドはブレグジット前の水準よりも依然タイトになっている。さらに、他の欧州諸国でも政局の不透明感が強まっている。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BOEは当面、金利を低水準に誘導するとの確信は揺るがず、こうした緩和策が欧州経済と、さらに重要な点として不動産市場の追い風になるとの考えは変わらない。住宅価格は欧州のほとんどの地域において、2年連続で値上がりした。住宅ローンの低下と景気の緩やかな改善が追い風になった。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。政治的リスクはあるにもかかわらず、金利が低く、不動産価格が上昇傾向にあるなど、ファンダメンタルズが健全であり続ける限り、これまで通り欧州 RMBS および CMBS 市場を選好する。

2. 市場サマリー

市場の楽観センチメントが後退し、政治的リスクに対する懸念が高まるなか、4月の大半を通じ先進国全般にわたって利回りが低下した。仏大統領選の第1回投票の直前には利回りは底をつけたが、エマニュエル・マクロン氏が大差で勝利するに伴い、利回りは反発した。ドルは他の主要通貨に対して下落した。

4月に米10年債利回りは11bps低下し、2年債-10年債のイールドカーブは10bpフラットニングした。独10年債利回りは1bp低下、独2年債利回りは1bp上昇した。イタリアとスペインの10年債利回りはそれぞれ4bpsと2bps低下した。

良好な仏大統領選の結果を受けて、リスクの高い周縁国の利回りが低下した。ポルトガルの10年債利回りは43bps、ギリシャの10年債利回りは64bps、それぞれ低下した。日本の10年国債利回りは5bps低下した。

FRBが金融引き締めに動いたにもかかわらず、ドルは概ね下落した。ユーロは2.3%上昇した。英ポンドは3.2%上昇し、4月に最も大幅に値上がりした通貨となった。テリーザ・メイ首相が総選挙の前倒しを発表したことが好感された格好。日本円はほぼ横ばいとなった（正確には0.1%値下がりした）。NAFTAの再交渉を行うとのトランプ政権の発言を受けて、カナダ・ドルは2.5%下落、4月の最大の負け組となった。原油（ブレント原油）価格は3月の53ドルから52ドルに下落した。

先進国債券市場

米国では、FRBが3月のFOMCの議事要旨を公開した。これによれば、大半の委員が今年後半にはFRBのバランスシートの再投資を段階的に縮小する、あるいは終了することが適切だとみられると判断していた。経済指標は3月に発表された高水準の数値と比較して軟調だった。3月の非農業部門雇用者数は9万8,000人の増加にとどまり、予想の18万人増を大幅に下回った。失業率は4.5%に小幅低下、コンセンサス予想の4.7%を下回った。労働参加率は63.0%と横ばいだった。時間当たり平均賃金は前月の2.8%増から2.7%増に減速した。ISM（サプライマネジメント協会）発表の3月の製造業景況感指数は57.2に低下し、コンセンサス予想の57.2と一致した。第1四半期のDP成長率は前期比0.7%（前期比年率）にとどまり、コンセンサス予想の1.0%に届かなかった。3月の総合CPIは2.4%となり2月の2.7%から低下した。3月のコアCPIは2.0%だった。

ユーロ圏では、ECBは4月の政策理事会で金利を据え置いた。マリオ・ドラギ ECB 総裁は金利および経済成長の下振れリスクは一段と軽減したと改めて繰り返した。とは言え、成長に対するリスクはまだ不均衡なままだ。しかしながら、ドラギ総裁は長期にわたり、金利を現在近辺の水準に据え置くと予想している。経済指標を見ると、3月のユーロ圏製造業PMI（購買担当者景気指数）は

上記は2017年5月現在の債券運用部門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2017年4月末現在です。

56.8となり、2月の水準およびコンセンサス予想を上回った。3月のユーロ圏インフレ率は1.5%となり、2月の水準から低下した。

英国では、テリーザ・メイ首相が6月8日に前倒しで総選挙を行うと発表した。メイ首相はEU離脱交渉を進める間、議会の支持を固めたい意向と思われる。経済指標については、3月の総合CPI上昇率は前年同月比2.3%となり、2月実績から横ばい、コンセンサス予想と一致した。コア・インフレ率は1.8%となり、予想の1.9%を上回った。2月の失業率(3ヵ月平均)は4.7%となり前月比横ばいだった。3月の英国の製造業PMIは54.2となり、2月実績並びにコンセンサス予想の54.5から低下した。

日本については、日銀は4月の金融政策決定会合で金融政策を据え置いた。日銀は現在の経済活動についての評価と2017年の予想を引き上げた。春闘は2016年の2%増を僅かに上回る2.02%の賃上げで決着した。しかしながら、物価の下振れリスクについても指摘された。経済指標に関しては、3月の製造業PMIは52.4となり、2月の53.3から低下した。3月の全国コアCPI(食品およびエネルギーを除く)上昇率はマイナス0.1%となり、2月の水準並びに横ばいを見込んでいたコンセンサス予想を下振れした。

新興国債券市場

新興国を取り巻くマクロ経済環境の改善を受けて、新興国債券市場は4月も好調な相対パフォーマンスを記録した。新興国の発行体による供給が限定的だったことや、米国債利回りが低下したこと、新興国債券資産の追い風となった。新興国通貨は一服した。米ドルが上昇に転じたことと、投資家がロシア・ルーブル、コロンビア・ペソ、ブラジル・レアル、メキシコ・ペソなどの好パフォーマンスを記録した通貨の一部の利益を確定したことが背景。しかしながら現地通貨建て債券は好調だった。ロシア、ブラジル、コロンビア、チリなど数カ国の中央銀行が、経済成長を支援すべく金利を引き下げたことによる。インフ

**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	1.65	-10	2.11	-13	2.58	-13
ベルギー	-0.55	-5	-0.16	-7	0.78	-7
カナダ	0.72	-3	1.01	-11	1.55	-8
デンマーク	-0.58	1	-0.26	-3	0.61	0
フランス	-0.46	-17	-0.10	-22	0.84	-13
ドイツ	-0.73	1	-0.39	-1	0.32	-1
アイルランド	-0.43	-8	0.17	-10	0.85	-14
イタリア	-0.08	-5	1.05	-6	2.28	-4
日本	-0.21	-2	-0.15	-4	0.02	-5
オランダ	-0.64	-1	-0.32	-5	0.55	-3
ニュージーランド	2.08	-6	2.43	-5	3.04	-15
ノルウェー	0.65	-39	0.97	-36	1.63	-1
ポルトガル	0.43	-19	2.02	-26	3.55	-43
スペイン	-0.26	-9	0.44	-6	1.65	-2
スウェーデン	-0.65	-5	-0.07	-2	0.59	-2
イス	-0.85	1	-0.55	-1	-0.11	-2
英國	0.08	-5	0.50	-6	1.09	-5
米国	1.26	1	1.81	-11	2.28	-11

出所:ブルームバーグ 2017年4月28日現在

レの落ち着きと堅調な通貨が金融緩和の余地を用意した。トルコの中央銀行も流動性窓口金利を50bps引き上げて金融環境を引き締めた。これにより、平均借り入れコストは25bps上昇した。

南アフリカの資産は出足こそ荒い値動きを見せたが、結局は上昇して4月を終えた。ズマ大統領による内閣改造を受けて、政府の財政規律が疑問視され、格付け機関はしかるべき対応を行った。S&Pは同国の外貨建て国債の格付けをBB+に、現地通貨建て国債の格付けをBBB-に引き下げた。フィッチも外貨建て国債と現地通貨建て国債の格付けをいずれもBB+に引き下げた。主要格付け機関3社のうち2社が南アフリ

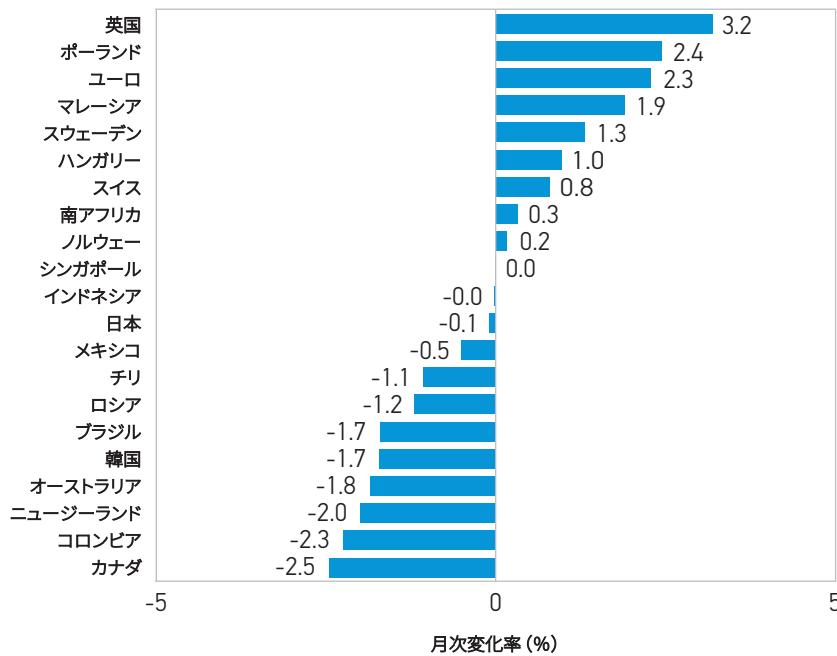
カの格付けを投資適格以下に引き下げたことにより、同国の外貨建て国債は投資適格インデックスから除外された。この結果、格付けに対する感応度の高い投資家は当該国債の売却を余儀なくされた。その他の格付けアクションとしては、エルサルバドルの外貨建て格付けが、S&P(CCC-へ)とフィッチ(CCCへ)により引き下げられた。国内年金基金に対する国債の利払いができなかったことが理由。

ラテン・アメリカでは、ベネズエラとパラグアイで社会不安が高まった。エクアドルでも大統領選挙が行われ、接戦の末に左派のレンニ・モレノ氏が勝利した。ベネズエラでは独裁色を強める政権に抗議するデモが繰り広げ

上記は2017年5月現在の債券運用部門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2017年4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。2017年4月28日現在

られた。4月を通じて反政府デモは激しさを増し、多数の死者が出た。欧州新興国では、トルコ政府が憲法改正の是非を問う国民投票を実施、大統領権限の強化などを定めた改憲案が僅差で承認された。正式な承認を待って、トルコでは以下の憲法改正が施行される運びとなる。即ち、大統領の政党所属が認められるほか、軍事裁判所が解体され、最高裁判所の裁判官と検察官は30日以内に改めて任命される。今回の国民選挙の結果を受けて、エルドアン大統領はさらに大きな権力を手にすることになる。

1) 米ドル建て新興国債券

3月の米ドル建て新興国債・準国債のリターンはJPモルガンEMBIグローバル・インデックスで1.63%となり、年初来のパフォーマンスは5.60%となった。4月は高利回り・低格付けのクレジットが低利回り・高格付けのクレジットをアウトパフォームした。同月は、ベネズエラ、アルゼンチン、コートジボアール、トルコ、ザンビア、ナイジェリア、ウクライナ、ド

ミニカ共和国が市場全体をアウトパフォームした。他方、ボリビア、エルサルバドル、トリニダードトバゴ、ラトビア、中国、インドネシア、インドが市場全体をアンダーパフォームした。

2) 現地通貨建て新興国債券

4月の現地通貨建て新興国債のリターンは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1.17%となり、年初来のパフォーマンスは7.75%に達した。新興国通貨は対米ドルで0.22%上昇した。新興国債券のリターンは現地通貨ベースで0.95%となった。対米ドルでの通貨下落がコロンビア、ロシア、メキシコ、タイ、ブラジル、チリ、アルゼンチン国債のパフォーマンスの重い足枷となった。これに対し、トルコ、チェコ共和国、ポーランド、ルーマニア、ハンガリーなどのユーロ連動通貨については、対米ドルでの通貨上昇がリターンに寄与した。ハンガリー、インドネシア、フィリピン国債は市場全体をアンダーパフォームした。対照的に、トルコ、アルゼンチン、マレーシア、チェコ共和国、

ポーランド、ルーマニア、ペルー、南アフリカは4月に市場全体をアウトパフォームした。

3) 新興国社債

新興国社債の4月のリターンは、JPモルガンCEMBIプロード・ディバーシファイド・インデックスで1.12%となった。4月は、高利回りの低格付け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、ラテン・アメリカ（ジャマイカ、アルゼンチン、ペルー）、欧州（クロアチア）、アフリカ（ナイジェリア、南アフリカ）が市場を先導し、アジア（中国、韓国、フィリピン）、中東（UAE）が出遅れた。セクター別では、インフラ、TMT（テクノロジー・メディア・通信）、消費関連、公益事業の各セクターが市場全体をアウトパフォームし、ディバーシファイド・セクターが出遅れた。

投資適格債市場

4月は株式市場および国債市場が大幅な値動きを示した。にもかかわらず、投資適格社債は前月比ほぼ横ばいとなった。株式は4月を通じて反発した。トランプ大統領の税制改革案が示されたことを受けて、とりわけ月末にかけて上げ足を強めた。S&P500は4月に1%値上がりした。こうした市場全体の動きにもかかわらず、米国投資適格社債インデックスは2%タイト化ただけで、月末の対国債スプレッドは116bpsにとどまった。超過リターンは23bpsとなった。投資適格市場では、前月までと同様、セクター間の分散は低かった。金融セクターが小幅アウトパフォームしたもの（3bpsタイト化）、投資適格ユニバース全体では、セクターの顕著な動きはみられなかった。年初来では、投資適格債のスプレッドは7bpsタイト化し、超過リターンは61bpsに達した。対国債スプレッドが116bpsという現在の水準では、投資適格債インデックスはまさしく長期的な中央値で取引されていることになる。

4月を通じて米投資適格市場はワシントンの動向を注視した。トランプ大統領が提案する税制改革は、社債市場に重要なインパクトを及ぼし得る。提案通り法人税率が15%に引き下げられれば、多数の米企業が追い

上記は2017年5月現在の債券運用部門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2017年4月末現在です。

風を受ける。加えて税制改革案が成立すれば、海外に滞留していた米企業の利益の本国還流が促される可能性がある。一方、国境調整税に代えて源泉地課税方式を採用する案には、小売りや自動車などの輸入主体の産業が強く反対している。源泉地課税方式が導入されれば、これらの産業は悪影響を受けかねない。個別材料については、米銀の大半が好調な2017年第1四半期決算を発表した。金利上昇が収益に好影響を及ぼし始めたことによる。米銀に対して前向きなスタンスを維持し、今年一杯、非金融企業をアウトパフォームすると予想する。また通信部門では、今後数ヵ月にわたり合併・買収(M&A)の憶測が高まろう。通信各社は自社の事業ポートフォリオの強化を望んでおり、とりわけ移動体通信分野に参入することを狙っている。

4月の米投資適格債の供給額は600億ドルにとどまり、同月の過去4年間の平均(900億ドル)を大幅に下回った。年初来の発行額は4,320億ドルに達して、2016年1~4月のペースを若干上回った。4月には新発債は発行日から月末までに、加重平均ベースで6bpsタイト化した。

金利ボラティリティが高かったにもかかわらず、4月は欧州投資適格債が米投資適格債をアウトパフォームした。欧州株が2%値上がりしたことが好感され、欧州クレジット市場ではリスク・オン・センチメントが高まったことが背景。欧州投資適格債の対独国債スプレッドは4月に7bpsタイト化した。対独国債スプレッドのタイト化の大半は、仏大統領選挙の第1回投票が行われた後に起きた。明るい欧州の経済指標が発表されたこと、さらには決算発表が好調なスタートを切ったことも、欧州クレジット市場を支えた。4月を通じて、劣後金融債と中長期債、低格付け債がアウトパフォームした。4月は公益事業など仏企業が支配的な業界がアウトパフォームし、仏企業もアウトパフォームした。公益事業は10bpsタイト化し、金融セクターおよび製造セクター(いずれも7bpsタイト化)をア

**図表4
新興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	264	-16	9.6	-27
コロンビア	192	-10	6.5	-32
ハンガリー	138	-9	2.1	-15
インドネシア	190	-8	7.3	-44
マレーシア	142	12	4.1	11
メキシコ	255	-20	7.1	-34
ペルー	146	-6	5.9	-33
フィリピン	98	0	5.0	9
ポーランド	86	-2	2.9	-24
ロシア	161	-1	7.9	-34
南アフリカ	269	27	9.4	8
トルコ	314	-18	10.9	16
ベネズエラ	2377	327	—	—

出所：JPモルガン。2017年4月28日現在

トパフォームした。仏大統領選挙の第1回投票後、金融セクターでは2番手銀行と保険関連社債に対する需要が大きく高まった。4月にはハイブリッド社債も、投資家からの旺盛な需要を受けて好調に推移した。米国と同様、欧州の社債も長期的な中央値近辺で取引されている。

4月のユーロ建て投資適格債の新規供給は低水準で(主にカレンダー効果による)、このことがさらなるスプレッド圧縮につながった。欧州の投資適格市場では、総発行額が228億ユーロ(金融債が158億ユーロ、非金融債が70億ユーロ)にとどまった。

英ポンド建て投資適格債の総発行額は46億ポンド(金融債19億ポンド、非金融債28億ポンド)と高い水準で推移した。社債買い入れスキーム(CBPS)が公式に終了したにもかかわらず、4月には非金融債の発行額が増加した。4月の高水準の発行を受けて、年初来のポンド建て投資適格債の発行額は193億ポンドに上った。

ハイイールド債市場

4月の米ハイイールド市場のトータルリターンは+1.15%とプラス転換した。金利低下に伴い、ハイイールド債の超過リターンは0.62%に達した。4月には格付けの高いハイイールド債が格付けの低いハイイールド債をアウトパフォームした。4月のBB格債インデックスのリターンは+1.35%に達したのに対し、B格債インデックスのリターンは+1.13%、CCC格債インデックスのリターンは+66bpsにとどまった。BB格、B格、CCC格の超過リターンはそれぞれ+76bps、+61bps、+23bpsとなった。ハイイールド債インデックスの利回りは現在、5.63%となっている。4月にハイイールド新発債市場では合計162億ドルの米ドル建て債がプライシングされた。

月中の若干のボラティリティ上昇にもかかわらず、欧州ハイイールド債にとって4月は好調な月となった。4月を通じてシステム・リスクが後退し、欧州ハイイールド債市場を支えた。仏大統領選挙の第1回投票が市場に好感された結果、月末に市場は値上がり

上記は2017年5月現在の債券運用部門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2017年4月末現在です。

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	116	-2	111	-7
産業（素材）	146	-2	98	-5
産業（資本財）	90	-2	88	-5
産業（消費財[市況]）	109	+0	103	-7
産業（消費財[非市況]）	104	-2	95	-6
産業（エネルギー）	143	-4	110	-8
産業（テクノロジー）	96	-3	79	-4
産業（運輸）	111	-2	101	-5
産業（通信）	153	-2	115	-8
産業（その他産業）	100	-2	136	-7
公益（電力）	115	+0	107	-9
公益（ガス）	118	-3	108	-10
公益（その他公益）	137	-1	103	-4
金融（銀行）	106	-2	108	-6
金融（証券）	116	-4	108	-6
金融（金融会社）	114	-5	94	-4
金融（保険）	120	-3	215	-15
金融（REIT）	136	-1	122	-11
金融（その他金融）	0	+0	153	-9

出所：ブルームバーグ・パークレイズ。2017年4月28日現在

した。加えて、各国中央銀行の発言が引き続き市場の追い風になった。ECB政策理事会が当面金融緩和政策を続行すると示唆したこと、市場のさらなる追い風となつた。4月は経済指標の発表も市場を下支えしたほか、銀行を中心に第1四半期の決算発表が好スタートを切ったことが、なお市場のポジティブなセンチメントを押し上げた。欧州ハイイールド債市場は月初数週間にわたり資金流出が続いていたが、仏大統領選挙の第1回投票の結果が判明して以降、流れが反転した。投資信託の発表によれば、月末1週間は資金流入がプラスになった。堅調な需要を受けてリスク・プレミアムが急低下した。発表によれば、欧州ハイイールド債市

場の4月の超過リターンは1.1%と高い水準となった。超過リターンのほとんどは4月最終週に生み出されたものだ。

証券化商品市場

4月はエージェンシーMBSが控えめなパフォーマンスを記録したのに対し、クレジット関連証券化商品は全体として前月同様に堅調に推移した。カレントクーポン物エージェンシー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2bps縮小して97bpsとなった。オプション調整後スプレッドの、デュレーションの等しい米国債に対するスプレッドは1bp縮小して14bpsとなった。4月にブルームバーグ・パークレイズ・キャピタル米国MBSイン

デックスは0.67%上昇、年初来4ヵ月全体では1.14%上昇した。FRBはエージェンシーMBSの規模を1.75兆ドルに維持するため、4月にエージェンシーMBSを約220億ドル買い入れた。しかしながら最近、数人のFRB理事がポートフォリオの再投資の終了を推奨した。我々は第4四半期にも再投資が終了されるとみている。FRBは2016年に約4,000億ドルのエージェンシーリムバーストを購入しており、再投資が停止されれば、エージェンシーMBS市場に多大な悪影響が及ぶかねない。

キャッシュフローとクレジットのパフォーマンスが改善を続けたことを受けて、非エージェンシーMBSのスプレッドは4月もタイト化した。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。2月に全米の住宅価格は0.2%上昇、過去1年間では5.8%上昇した。事実、全米の住宅価格は2012年の底からは38%回復し、今や2006年7月につけた危機前のピーク水準を凌いでいる。3月の中古住宅販売件数（年率571万戸）は2月の水準から4.4%増加し、10年ぶりの高水準を記録した。前年同月比では5.9%増加した。住宅在庫は幾分増加したものの、前年同月比では22ヵ月で低下した。2016年3月の水準からは5.8%の減少。3月の新規デフォルトは年率0.75%と横ばいだったが、2016年3月の0.77%からは低下しており、過去10年間の最低水準に近い。失業率が低く、経済が緩やかな改善に向かっており、住宅価格が今も約10年前のサブプライム・ローン危機からの回復局面にある状況において、住宅ローン関連クレジットのパフォーマンスは、依然改善が見込まれる。

CMBSのパフォーマンスは、担保構成によって大きく乖離する状況が続いている。例えば、年初来、商業施設へのエクスポージャーが37%に達するCMBXの6件のBBB格案件（2012年発行）のスプレッドは133bps拡大したのに対し、商業施設へのエクスポージャーがわずか24%にとどまるCMBXの9件のBBB格案件（2015年発行）のスプレッドは113bps縮小した。

上記は2017年5月現在の債券運用部門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2017年4月末現在です。

レッドは逆に30bps縮小した。4月は実際には商業施設へのエクスポートの高いCMBSは好パフォーマンスを見せたものの、年初来では依然大幅にアンダーパフォームしている。小売店の閉鎖が増加し、小売企業の収益が不振に陥っていることを背景に、多くの商業施設不動産に対する信用懸念が高まっている。4月の非エージェンシー CMBS の新規発行額は減速し、発行額は40億ドルにすぎなかった。2017年初来の合計発行額は168億ドルとなった。2017年に発行される非エージェンシー CMBS は500億–600億ドルに上るとの見方は変わらないが、現在はこのレンジの下限のペースにとどまっている。2017年1月1日に発効した新たなリスク・リテンション規制が、CMBS の新規発行市場の冷え込みに多大な影響を及ぼしていると思われる。

基本的に、CMBSのパフォーマンスは依然健全だ。3月に商業用不動産価格は前月比0.4%下落した。商業用不動産価格は6カ月連続でほぼ横ばいにとどまっているものの、過去12カ月間で見れば3.2%上昇している。商業用不動産価格はこの数年にわたり年間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、それでもなお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26.2%上回る。ホテルの稼働率は前年比概ね横ばいとなっている。とは言え過去15年間の最高水準に近いことは変わらず、2011年の水準を5%超上回っている。しかも4月には商業施設セクターですら好材料が浮上し、米最大のモール運営者のサイモン・プロパティ・グループが、2017年第1四半期に増益になったと発表した。既存店の

純営業収益が3.8%増加、店舗入居率が95.6%と前年の水準を維持した。CMBSの発行額は今年に入って減速し始め、2018年には一段と急減すると予想されている。しかも実物不動産のファンダメンタルズは引き続き堅調とみられることから（小売りショッピング・センターを除く）、CMBSは2017年に好パフォーマンスが期待できよう。

4月も欧州MBSのスプレッドは縮小を続け、2017年初来では20–50bpsタイト化した。低金利と経済成長の早期兆候が、ブレギットに関わる懸念を抑え込んだ。供給が限定的だったことから、ECBによるABSの買入れペースは依然鈍く、4月の欧州ABSポートフォリオは2億ユーロ拡大したのみである。2017年4月21日現在、ECBは243億ユーロの欧州ABSを保有している。

上記は2017年5月現在の債券運用部門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2017年4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

ウェブサイトでは様々なレポートを掲載しています
www.morganstanley.co.jp/im