

債券市場アウトルック

マクロ・インサイト | ブロード・マーケット・チーム | 2026年8月

※本資料は、“Global Fixed Income Bulletin”の“Fixed Income Outlook”部分の参考和訳です。日本語版と英語版に齟齬がある場合には、英語版の内容を優先します。

資産クラス別の見通しとポジショニング

【先進国金利／外国為替】

（デュレーションはロング、イールドカーブは中立、高キャリー通貨を選別的に選好）

- ✓ 運用チームの見通しは、国ごとの差異がますます重要になっているマクロ環境に基づいている。米国では、堅調な労働市場データ、底堅い個人消費、および根強いインフレ圧力を背景に、投資家は年初に想定していたよりも金融政策が引き締めの経路をたどるとの見方へと期待を修正している。一方、その他の先進国市場では、この期待修正の太宗はより早い段階で進んだが、依然としてインフレ、エネルギー価格、財政動向、および成長率の違いが中央銀行の政策見通しを左右している。
- ✓ こうした環境の下、運用チームは先進国市場全般でロング・デュレーションのスタンスを維持しており、金融環境の引き締めに対して成長がより脆弱で、かつバリュエーション面で魅力度の高い地域を選別して投資している。即ち、エクスポージャーはカナダおよびニュージーランドの短期金利ならびにフランスを含むユーロ圏のデュレーションに重点を置いている。このポジションは、米国以外の地域で景気減速の余地がより大きく、地域ごとに政策軌道が分岐する可能性を反映したものである。
- ✓ インフレは引き続き主要なマクロリスクである。市場が織り込むインフレ期待は変動しているものの、基調的な物価圧力とFRBの反応関数を巡る不確実性を踏まえると、中長期ゾーンの米国ブレイクイーブン・インフレ率への投資は引き続き有効と考えている。市場が現在ヘッジしている以上にインフレが目標水準を上回る期間が長引くリスクに対し、ポートフォリオを防御する価値があるとみている。

- ✓ イールドカーブの方向性に対しては概ね中立的である一方、政策、成長、バリュエーションの違いによって魅力的な機会が生じている相対価値取引は継続している。具体的には、欧州域内のクロスマーケット取引やオーストラリアのカーブ戦略などであり、世界的なスティーピングまたはフラットニングを一方向で狙う見方ではない。
- ✓ 為替市場では、ファンダメンタルズとバリュエーションが依然として良好な高キャリアの新興国通貨を嗜好している。強気の見方はメキシコペソに集中しており、ユーロ、スイスフラン、スウェーデンクローナなどの低金利欧州通貨を資金調達通貨としている。より広い視点では、為替市場は今後も相対的な成長率、インフレ率、および中央銀行政策に敏感に反応するとみられ、国ごとの差異が先進国・新興国の双方で投資機会を生み出し続けると考えている。

【新興国債券】

（オーバーウェイト）

- ✓ 新興国のソブリン債および社債は、高い実質利回り、底堅いインカム収入、および一部の国におけるファンダメンタルズ改善に支えられ、引き続き魅力的な投資機会である。しかし、7月は先進国金利の急上昇、新興国ソブリン債スプレッドの拡大、および複数地域での現地金利上昇により、外部環境はあまり支援的ではなかった。中東では地政学的不確実性が続く中、リスクプレミアムが上昇しており、地域および国の選別の重要性が改めて示された。
- ✓ キャリーとインカムは引き続き期待リターンの主要な源泉であるが、市場間の格差が拡大していることから国選択の重要性は高まっている。最近のパフォーマンスは、コロンビアにおける政治環境や資本流入の改善といった個別要因投資の有効性を示した一方、インフレ、通貨、政策面で圧力に直面している市場では厳しい環境が続いている。エネルギー価格の上昇も、資源輸出国と輸入国の間でパフォーマンス格差を生み出している。
- ✓ 現地通貨建ておよびハードカレンシー建て市場の一部では依然として魅力的なバリュエーションがみられ、多くの新興国通貨は先進国通貨に対して魅力的なキャリアを提供している。世界金利の上昇、金融環境の引き締め、および根強いインフレは重要なリスクだが、信頼性の高い金融政策枠組み、改善する対外収支、および魅力的な実質金利差を持つ国を引き続き嗜好している。世界経済がプラス成長を維持し、デフォルトリスクが抑制される環境下では、この資産クラスは依然として魅力的なリスク調整後リターンを提供すると考えている。

【コーポレート・クレジット】

（投資適格社債はアンダーウェイト、ハイイールド社債は小幅オーバーウェイト）

- ✓ 投資適格社債については、バリュエーションの割高感、国債利回りの上昇、およびスプレッド縮小余地の限定性を理由にアンダーウェイトを維持している。7月は地域差の重要性を再確認させる月となった。米国 IG 市場では金利上昇と大量発行を背景にスプレッドがやや拡大した一方、欧州 IG 市場は比較的堅調だった。オールインイールドの魅力は増しているが、キャリアが依然として期待リター

ンの主な源泉であり、出発点のスプレッドがタイトなため追加的なボラティリティへの耐性は限られている。

- ✓ 発行体のファンダメンタルズは健全なバランスシート、格下げリスクの低さ、および概ね堅調な利益成長に支えられている。しかし市場は、M&A 活動の活発化、AI およびインフラ関連投資の増加、株主還元の拡大といった特徴を持つ後期景気サイクル局面へ入りつつある。AI 関連の資金調達には特に大型テクノロジー企業やハイパースケーラーを中心に加速しており、インフラ投資が社債発行の重要な原動力であり続けるとの見方を強めている。
- ✓ 地域的には、需給環境の良好さとスプレッドの動きの相対的な強さを背景に、米国より欧州を選好している。米国では、設備投資、M&A、株主還元による財務負担が高まりやすい産業セクターや低格付け非金融企業よりも、金融および公益事業セクターを選好している。また、技術革新による破壊や投機的な資金調達活動によって信用力が低下する可能性のあるセクターでは、特に慎重な選別を行っている。
- ✓ 米国および欧州の一部ハイイールド発行体については小幅なオーバーウェイトを維持している。ファンダメンタルズは依然として概ね良好と見ているが、7月のスプレッド拡大は主として米国の低格付けクレジット、特に CCC 格に集中しており、現在のバリュエーションでは投資失敗余地が小さいことを示している。このため、安定したキャッシュフロー、管理可能な借換需要、および投機的な AI・データセンター関連資金調達への依存度が低い BB 格および質の高いシングル B 格を選好している。
- ✓ 運用チームは依然として需要破壊を伴う深刻な景気後退シナリオを基本ケースとは考えていない。財政支出、エネルギー関連投資、および継続する AI・インフラ投資に支えられた低いながらもプラスの経済成長は、概ね良好なデフォルト環境と整合的である。しかし、多くの好材料は既にバリュエーションに織り込まれており、銘柄選択の重要性は高まっていると思われる。
- ✓ セクターおよび発行体間の高いばらつきは、アクティブ運用の機会を依然として提供している。運用チームは、安定したキャッシュフロー、強い価格決定力、低い借換リスク、および景気循環による需要圧力への耐性を備えた企業を選好している。ハイイールド債のスプレッドは投資失敗余地が限られているものの、スプレッド・デュレーション・リスク当たりの利回りは投資適格社債に比べ依然として魅力的であると考える。

【レバレッジド・ローン】

(中立)

- ✓ レバレッジドローンについては、銘柄間格差の拡大とこれまでのスプレッド拡大によって市場の一部でバリュエーションが改善したことから、中立スタンスを維持している。依然として需給面は選別的であり、発行体ごとの差異も大きい。とりわけハイイールド債と比較した場合、バリュエーションの魅力は高まっていると見ている。CLO 需要は引き続き重要なサポート要因であり、投資家の選好は高格付け発行体と事業基盤の強固なセクターに集中している。

- ✓ ソフトウェアおよびテクノロジー関連発行体については、AIによる事業環境変化を巡る不確実性が続いているため慎重な見方を維持している。一方で、セクター全体に広がった売りに伴い、価格がファンダメンタルズから乖離している銘柄には選別的な投資機会も生じている。投資家が一律にエクスポージャーを削減した結果、高品質で企業活動に不可欠なサービスを提供し、安定したキャッシュフロー、独自のデータ資産、高いスイッチングコストを有する企業に魅力的な投資機会が生まれていると考える。
- ✓ より広い視点では、全体的な企業ファンダメンタルズは比較的安定しているものの、景気敏感セクターは依然として高い資金調達コスト、インフレの不確実性、および投入コスト上昇の圧力に直面している。世界的な金利上昇と政策見通しを巡る不透明感が高レバレッジ企業への圧力を長引かせる可能性があり、運用チームは引き続き高いインタレスト・カバレッジ、管理可能な償還スケジュール、および安定したキャッシュフロー創出力を持つ発行体を選好している。
- ✓ CLO 発行と変動金利資産への需要は引き続き支援材料であり、小口投資家資金流入の弱さを補っている。銘柄選択は依然として重要だが、現在のバリュエーションは、高格付けセグメントにおける借換リスクおよびマクロリスクに対して以前より魅力的な補償を提供していると考えられる。

【証券化商品】

（オーバーウェイト）

- ✓ エージェンシーMBS およびノンエージェンシー住宅ローン担保证券（RMBS）は引き続き確信度の高いオーバーウェイトとしている。7月のエージェンシーMBSは、国債利回り上昇、イールドカーブのスティープ化、および住宅ローン金利上昇を受けて下落した。しかし、MBS利回りは大幅に上昇し、国債に対するスプレッドも拡大したことで、好調なパフォーマンスが続いた後の相対価値は改善している。より長期にわたり高金利が続く環境では高い利回りと低下した期限前返済リスクが期待できるため、カレントクーポンのエージェンシーMBSは他の高格付け債券セクターに比べ魅力的であると考えている。
- ✓ 需給環境は概ね良好だが、同セクターは引き続き金利ボラティリティの影響を受けやすいとみられる。魅力的なオールインイールドは運用会社、銀行、政府系機関からの需要を支えている一方、FRBのバランスシート縮小は供給要因となっている。金利変動率の持続的上昇や超長期ゾーンのさらなる急変動が、主な短期的なリスクである。
- ✓ ノンエージェンシーRMBSは、ストラクチャード・クレジット市場の中でも最も魅力的な投資機会の一つである。住宅価格の安定、低いLTV比率、担保パフォーマンスの改善、および限定的な借換リスクがファンダメンタルズを支えている。発行増加にもかかわらず投資家需要は強く、特に住宅関連クレジット分野では最近のビンテージが良好な実績を示している。
- ✓ 7月には証券化クレジットはエージェンシーMBSよりも底堅く推移した。CMBSのスプレッド変動は限定的であり、AAA格ABSはややスプレッドが縮小したことから、この月の弱さは主として金利上昇によるものであり、担保ファンダメンタルズの悪化によるものではないことを示している。

- ✓ CMBS は依然として魅力的な投資分野であるが、銘柄選択は極めて重要である。高格付けセグメントのファンダメンタルズは堅調であり、良好な需給環境が高金利環境下でも同セクターを支えている。運用チームはホテル、物流施設、倉庫、および高品質なマルチファミリー住宅への投資を選好しており、これらの分野では運営実績と担保の質が比較的良好であると見ている。
- ✓ CMBS を含む証券化市場での発行はシングルアセット・シングルボロワー市場を中心に堅調に推移しているが、多くの案件は十分に消化され、大幅な超過需要となっており、投資家需要の強さを示している。不動産タイプ、地域、および資本構成による格差は依然として大きく、担保パフォーマンス、スポンサーの質、およびキャッシュフローの見通しが良好な高格付け案件に引き続き重点を置いている。
- ✓ ABS は堅調な需要、魅力的なキャリー、および比較的短いデュレーション特性に支えられている。発行は活発だが、高格付けな証券化担保への需要は引き続き強く、高水準の供給にもかかわらずスプレッドは良好に維持されている。運用チームは、キャリーが主要なリターン源となる環境において、ABS を分散投資とインカム獲得の有効な手段と考えている。
- ✓ また、一部のノンコンシューマーABS にも魅力的な投資機会が残っているとみている。ファンダメンタルズが安定し、バリュエーションが魅力的な分野を選好する一方で、供給増加見通し、技術革新による影響、または長期的な収益性への不透明感がスプレッドに十分反映されていない分野については慎重な姿勢を維持している。

重要事項

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の一部を邦訳したものです。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。

お客様の判断に影響を及ぼす事となる特に重要な事項

1. 投資一任契約の概要

投資一任契約は、お客様の資産の運用に関し、お客様があらかじめ運用の基本方針を定めた上で、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断のすべてを当運用チームに一任し、当運用チームがこれをお引き受けするものです。お客様は投資を行うのに必要な権限を当運用チームに委任し、当運用チームは委任された権限を行使するにあたっては、当運用チームの投資判断に基づきこれを行い、お客様は個別の指示を行わないものとします。

2. 元本損失が生ずることとなるおそれ

受託資産の運用には、受託資産に組入れられた債券その他の有価証券等の価格変動リスク、債券その他の有価証券等の発行体の信用リスク及び株式その他の有価証券等を売却あるいは取得する際に市場に十分な需要や供給がないため、十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる流動性リスク等による影響を受けます。受託資産の運用による損益はすべてお客様に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失が生ずることとなるおそれがあります。

3. 投資一任契約締結に際しての留意事項

受託資産の運用は、個別の受託資産ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、投資一任契約を締結する際には契約締結前交付書面をよくご覧ください。

4. 受託資産の運用に係る費用について

投資顧問契約及び投資一任契約に係る投資顧問報酬として、契約資産額に対して年率 2.20%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。また、一部の戦略では、前記の報酬に加えて成功報酬がかかる場合があります。

その他の費用として、組み入れ有価証券の売買手数料、先物・オプション取引に要する費用、有価証券の保管費用等を間接的にご負担頂いただく場合があります。これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なる為、事前に料率、上限額等を示すことができません。

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

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 410 号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人資産運用業協会、

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

RO 5853533 Exp. 2027/8/31