Morgan Stanley
INVESTMENT MANAGEMENT



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 10 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】

（デュレーションは選別的にロング、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、成長が底堅さを示す一方、金融引き締めの強まりによる影響が今後数四半期に一段と顕在化する可能性が高いというマクロ環境を前提としている。米国では、景気の持続的な強さと根強いインフレが追加引き締め観測を支える一方、利回り上昇によって金融環境はすでに大幅に引き締まっている。短期的には成長の底堅さが続く可能性があるが、金利上昇の累積的な影響が経済に波及するにつれ、成長率は予想を上回るよりも、予想並みとなる局面が増えると考えている。
- ✓ こうした環境のもと、運用チームはデュレーションを選別的に長期化する方針を維持している。その方針を最も強く反映しているのが、米国金利に対するニュージーランド金利の相対的なデュレーション・ロングである。グローバル市場横断的に一方向へのデュレーション・エクスポージャーを取るのではなく、相対的な成長と政策見通しが適切に織り込まれていないとみられる市場間のクロス取引での投資機会を引き続き選好している。また、最近のボラティリティ上昇を受け、全体のデュレーション・リスクを削減しており、特に米国で削減を進めた。一方、利回り上昇により、現行の金融政策の引き締め度合いに照らして成長が弱いとみられる市場では、より魅力的なエントリー水準も生まれている。
- ✓ 世界的な利回り上昇により、質の高い債券の将来リターン特性は改善したと考える。現在の利回り水準では、相応のインカム収入が価格下落に対するクッションとなるだろう。また、米国 10 年国債利回りは、企業、消費者、住宅市場の活動に対して一段と抑制的となる水準に近づいていると考える。

© 2026 MORGAN STANLEY

このため、デュレーション投資の機会はよりバランスの取れたものとなっているが、短期的なインフレと政策のリスクを踏まえると、過度に方向性の強いエクスポージャーは避けるべきだと考える。

- ✓ インフレは引き続き主要なマクロ・リスクであり、運用チームは米国 10 年ブレークイーブン・インフレ率へのエクスポージャーを維持している。基調的な物価上昇圧力の持続、高い名目成長、FRB による追加引き締めの時期と規模を巡る不確実性を踏まえると、インフレが現在の市場予想より長く目標を上回るリスクへの備えは引き続き妥当と考えている。
- ✓ イールドカーブの方向性については世界全体で概ね中立を維持しつつ、市場間で選別的な相対価値のポジションを取っている。現在のポジショニングは、世界横断的なスティープ化またはフラット化を広く見込むものではなく、米国とカナダのカーブ形状の差、および日本の長期ゾーンのフラット化を選好している。このアプローチは、先進国間で金融政策の道筋、財政動向、タームプレミアムの動きが異なることを反映している。
- ✓ 為替では、米ドルに対して円を選好し、下方リスクを抑えるためにオプションを活用している。より広くは、相対的な政策見通し、成長格差、ボラティリティが急速に変化しているため、通貨エクスポージャーは小幅にとどめている。

【新興国債券】

（オーバーウェイトを縮小）

- ✓ 運用チームは、好調なパフォーマンスが続いてきたこと、割高なクレジット評価、世界的な政策環境の追い風の弱まりを受け、新興国債券のオーバーウェイトを縮小し始めた。高い実質利回りと改善するファンダメンタルズにより、一部の国には引き続き魅力的な投資機会があると考えられるが、新興国クレジット全般では、スプレッドから得られるリスク対価が年の前半に比べて低下しており、米ドル高によって無差別なリスクテイクのハードルも上がっている。
- ✓ これに伴いポートフォリオ・リスクを削減し、より魅力的な投資機会が現れるまで柔軟性の維持を重視している。新興国クレジット・スプレッドは 9 月の大半を通じて比較的底堅く推移したが、月末の需給悪化と再拡大を受け、クレジット・ベータを幅広く取ることよりも選別的なエクスポージャーを選好する見方が強まった。ポートフォリオ・リスクは複数年来の低水準付近にあるが、これはマクロおよび政治の不確実性が高いなかで、より慎重な投資姿勢を取っていることを反映している。
- ✓ この資産クラスにおいては、金融政策、政治情勢、対外収支が明確なカタリストとなる現地通貨建て債券の金利および国別の投資機会を以前にも増して選好している。ブラジルの最近の動きは、政治情勢の帰結が金利と通貨の双方に有意義な投資機会をもたらし得ることを示している。一方、アルゼンチン、ルーマニア、エクアドルの市場は、地域全体を一括りにしないことの重要性を浮き彫りにしている。キャリーとインカムは引き続き重要な期待リターン源だが、バリュエーションを踏まえると選別性を一段と高める必要がある。引き続き、信認の高い金融政策の枠組み、改善する対外収支、魅力的とみられる実質利回り格差を有する国を選好する。一方、ドル高圧力、政治的不確実性、またはタ

イトなクレジット・スプレッドによってリスクに対する余裕が乏しい投資対象には、より慎重な姿勢を維持している。

【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）

- ✓ 運用チームは、割高なバリュエーションではマクロおよび金利ボラティリティに対する緩衝余地が限られるため、投資適格社債のアンダーウェイトを維持している。9 月のスプレッド拡大でバリュエーションは幾分改善したが、このスプレッド拡大の動きは秩序立っており、企業ファンダメンタルズの悪化ではなく、主に市場全体のボラティリティによるものだった。健全なバランスシート、底堅い利益、魅力的なオールイン・イールドは引き続き資産クラスを支えているが、期待リターンの主な源泉は、広範なスプレッド縮小ではなくキャリーである。
- ✓ 米国投資適格社債より欧州投資適格社債を全般的に選好する方針は、もはや維持していない。9 月には、フランス国債のボラティリティ、エネルギー価格上昇、大量の新規発行、弱い資金フローがスプレッドを圧迫し、欧州クレジットが大幅に劣後した。対照的に、米国投資適格債の需給環境は比較的強く、継続的な資金流入、魅力的なオールイン・イールド、予想を下回る発行額に支えられた。このため地域配分はより均衡させつつも、地域横断的な投資配分よりも個別銘柄選択と相対価値を優先している。
- ✓ 最近のスプレッド拡大により、従来はリスク対価が不十分だった米国投資適格債の一部にも選別的な投資機会が生まれていると考える。スプレッドが大幅に拡大し、建設、資金調達、事業遂行の各リスクに見合う対価が改善したテクノロジー企業、ハイパースケーラー、データセンター関連の発行債券を、以前より積極的に検討している。ただし、AI 関連発行の増加が見込まれるため投資判断の基準は引き続き厳格である。AI 関連証券が最終的に債券指数で占める比重は今後高まる可能性がある。
- ✓ ファンダメンタルズは概ね堅調だが、M&A 活動の活発化、インフラ投資、AI 関連設備投資、株主還元の増加を通じて、景気サイクル後半の圧力が強まりつつある。運用チームは、底堅いキャッシュフロー、強固なバランスシート、管理可能な借り換え需要を持つ発行体を引き続き選好する一方、技術革新による既存事業への破壊的影響、レバレッジ、複雑な資金調達構造によって信用力が弱まり得るセクターには慎重である。
- ✓ 一部の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。最近のスプレッド拡大で投資機会は改善したと考えられるが、ばらつきは依然として大きく、低格付けクレジットは引き続き劣後している。このため、ハイイールド・ベータを横断的に取るのではなく、底堅いキャッシュフロー、管理可能な償還スケジュール、強い価格決定力を持つ BB 格および質の高いシングル B 格の発行体を選好している。
- ✓ ファンダメンタルズ環境の多くは引き続き支援的だが、マクロ・ボラティリティは高く、アクティブな個別銘柄選択が引き続き極めて重要になると考えている。オールイン・イールドの上昇により将来

のインカムは改善したが、多くの高格付けセクターではスプレッドが依然としてタイトであり、投資判断の誤りや想定外の悪化を吸収する余裕は限られている。

【レバレッジド・ローン】

（中立）

- ✓ 運用チームは、レバレッジド・ローンに対する中立の見方を維持している。この資産クラスは引き続き、CLO の旺盛な需要と個人投資家からの底堅い資金流入の恩恵を受けているが、最近の相対的な好調さにより、ハイイールド債やその他の固定金利クレジット・セクターに対する魅力度は低下した。このため、リスク追加には一段と選別的となり、スプレッドによる上乗せが引き続き魅力的な投資機会に注目している。
- ✓ 当資産クラス内のパフォーマンス格差は引き続き大きい。ソフトウェアおよびテクノロジー関連の発行体は AI による破壊的影響を巡る不確実性に引き続き直面し、信用力の低いセクターや景気感応度の高いセクターでも個別要因による軟調さが強まっている。運用チームは、質が高く、事業上不可欠な製品・サービスを提供し、持続的なキャッシュフロー、十分なインタレスト・カバレッジ、管理可能な満期構成を持つ企業を引き続き選好している。
- ✓ 政策金利は高止まりしているが、現在の変動金利による借入コスト上昇は、まだデフォルトの大幅な増加にはつながっていない。これは、多くの発行体が引き続き十分なヘッジを行っていることも一因である。CLO 需要も、引き続き市場を支える重要な需給要因となっている。
- ✓ 総じてローンには選別的な投資機会があるとみているが、最近の相対パフォーマンスと引き締まった需給環境を踏まえると、ハイイールド債やその他の固定金利代替資産との比較では、より均衡した姿勢が妥当であろう。

【証券化商品】

（オーバーウェイト）

- ✓ 運用チームは証券化商品のオーバーウェイトを維持しているが、セクター内の投資判断では、一段と選別色を強めている。最近のボラティリティにより、エージェンシー市場とノンエージェンシー市場の双方で、より魅力的な相対価値の投資機会が生まれる一方、基礎となる信用ファンダメンタルズは概ね安定していると考えられる。
- ✓ エージェンシーMBS は、米国債利回り上昇、金利ボラティリティ上昇、デュレーション長期化リスクにより大幅に割安化した。スプレッド拡大の大半に先立ってエクスポージャーを削減していたため、その後の価格調整によって投資機会は大きく改善した。戦略的な観点からエージェンシーMBS に引き続き前向きで、バリュエーションが一段と魅力的になるなか、エクスポージャーを再構築する機会を検討している。ただし、現在の水準で無条件に確信度の高いオーバーウェイトと位置付けているわけではない。

- ✓ 住宅ローンのファンダメンタルズ環境は引き続き支援的である。住宅ローン金利が高水準にあるため、現在、借り換えによる経済的メリットがある借り手は、既存の住宅ローンの借り手全体の 1%未満にとどまっており、大半のクーポン水準の MBS で期限前返済リスクが大幅に低下している。最近のデュレーション長期化によってコンベクシティも改善した。住宅ローン証券の多くは現在、額面を下回る価格で取引され、デュレーションが長期化し得る上限に近づいているため、さらなる金利上昇に対するヘッジが容易になっている。短期的な主な論点は需給であり、銀行、海外投資家、ヘッジファンド、REIT は、買いを増やす前に米国債利回りが安定するかを引き続き注視している。
- ✓ ノンエージェンシーRMBS は、ストラクチャード・クレジットのなかで比較的魅力的な分野の一つである。最近の市場ボラティリティ局面でもスプレッド拡大は小幅にとどまり、ファンダメンタルズは概ね安定した。利回り上昇とスプレッドの一定の拡大により、将来リターンは改善していると考えられる。特に質の高い固定金利債券では、過度な低格付けリスクを取らずに、高い米国債利回りと追加的なクレジット・スプレッドの双方を確保できるだろう。
- ✓ CMBS は銘柄によっては引き続き魅力的だが、金利上昇が不動産評価額と元利返済負担に波及するにつれ、借り換えリスクの重要性が増している。強固なスポンサーと見通しの立つキャッシュフローを有し、必要に応じてエクイティ保有者が追加出資する能力と意思を備えた、質の高い物件を引き続き選好している。低格付けのコンデュイット型エクスポージャーは、借り換えの困難がより重大な信用毀損につながるリスクがあるため、相対的な魅力度が低いとみている。
- ✓ ABS は、短いデュレーションと概ね底堅いファンダメンタルズに支えられ、引き続き魅力的な分散効果とインカムを提供していると考える。ABS、RMBS、CMBS では供給が高水準にあり、年末に向けて需給環境が一段と重要になっている。このため、担保の質、キャッシュフローの予見可能性、構造の複雑さに見合う上乗せスプレッドが得られる商品を引き続き優先している。
- ✓ 総じて、最近のスプレッド拡大により証券化商品市場全体の相対価値機会は改善したが、エントリー水準については引き続き規律を維持している。信用ファンダメンタルズの悪化ではなくボラティリティによって価格が再評価された、質の高いストラクチャーおよびセクターを選好し、需給圧力によってさらなる機会が生じた場合にリスクを追加できる余力を確保している。

重要事項

本資料は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが作成した情報に基づき作成又はモルガン・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あり、情報提供のみを目的としたもので、法令に基づく開示資料ではありません。本資料と原文（英語版）の内容に相違がある場合には原文が優先します。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、当社は一切の責任を負いません。

本資料は特定の金融商品、有価証券、投資戦略又はサービスの取得、売買若しくは申込みの推奨又は勧誘を目的とするものではありません。

本資料に含まれる情報は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、完全性又は有用性を保証するものではありません。本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。本資料に記載された見解、意見、予測及び分析は作成時点のものであり、市場、経済その他の状況により予告なく変更されることがあります。また、それらが実現することを保証するものではありません。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。

本資料中の図表、数値、シミュレーション及び過去の実績は、将来の運用成果又は投資成果を示唆若しくは保証するものではありません。また、特定の銘柄及び市場等全般の推奨や価格の上昇又は下落を示唆するものではありません。

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モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントに帰属します。当社の事前の承諾なく、本資料の全部又は一部を複製、転載、配布又は第三者へ提供することはできません。

投資一任契約に関する事項

本資料は、当社の投資一任契約及び投資顧問契約に関する業務に関連して提供されるものであり、特定の金融商品の取引や申込みの推奨又は勧誘を目的とするものではありません。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。

リスクについて

受託資産の運用は、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や債券その他の有価証券等の発行体の信用リスク、金利変動リスク、流動性リスク、為替変動リスク、デリバティブ取引に伴うリスク及びカントリー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、元本損失又は受託資産に関して行われる取引に際し預託すべき委託証拠金その他の保証金の額を上回ることとなるおそれがあります。

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。

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。投資一任契約に基づいて投資信託を組み入れる場合は、投資する投資信託に係る費用等が投資顧問報酬に加えてかかる場合があります。また、一部の戦略では投資顧問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、組入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ため、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　6041736　Exp. 2027/10/31