

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9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となるマクロ環境を前提としている。米国では、堅調な労働市場、底堅い個人消費、および根強いインフレ圧力を背景に、投資家は金融政策見通しを年初時点で想定されていたよりも引き締めの方向へと修正している。一方、その他の先進国ではこうした調整の大部分は既に進んでいるものの、インフレ、エネルギー価格、財政動向、および成長見通しの違いが引き続き中央銀行の政策見通しを左右している。
- ✓ このような環境下、運用チームは先進国債券全体でロング・デュレーションのポジションを維持しているが、そのエクスポージャーは、成長が金融環境の引き締めの影響を受けやすく、かつバリュエーション面で魅力的と考えられる地域に選別的に集中している。具体的には、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を保有しており、このポジションは、米国以外の地域で景気減速リスクがより大きいこと、また各地域の金融政策の方向性が分岐する可能性を反映したもの。
- ✓ インフレは依然として主要なマクロリスクであろう。市場が示唆する期待インフレ率は変動しているものの、基調的なインフレ圧力やFRBの金融政策を巡る不透明感を踏まえると、米国の中長期ゾーンでのブレイクイーブン・インフレ率に関わるエクスポージャーには依然として投資妙味があると考えられる。運用チームは、市場予想よりも長期間にわたりインフレ率が目標を上回るリスクに対するヘッジとして、TIPSのポジションに投資妙味があるとみている。

- ✓ 運用チームはイールドカーブ全体に対して概ね中立的な見方を維持している一方で、政策、成長、バリュエーションの違いからより魅力的な投資機会が存在すると考える分野については、選別的な相対価値取引を継続している。具体的には、世界全体でのスティーピングあるいはフラットニングを見込むポジションではなく、欧州域内でのクロスマーケット戦略や豪州におけるイールドカーブ戦略などに着目している。
- ✓ 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良好な高キャリー新興国通貨を引き続き選択的に選好している。ユーロ、スイスフラン、スウェーデンクローナといった低金利の欧州通貨で資金調達して特にメキシコペソを強気に見ている。また、より広範には、為替市場は相対的な成長率、インフレ率、および中央銀行政策の違いに引き続き敏感であり、国別の差異が先進国・新興国の双方で投資機会を生み出すとみている。

【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、相対的に安定したインカム収益、および一部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とみている。8月は先進国の金融政策を巡る不透明感が続く中でも、ハードカレンシー建て債券のスプレッドが広範に回復し、この資産クラスのキャリー妙味が再確認された。同時に、国・地域ごとの選別の重要性も浮き彫りとなった。
- ✓ キャリーとインカムは引き続き期待リターンの中心的要因であるが、市場間の格差が拡大していることから、国別選択の重要性は高まっている。最近のパフォーマンスは、各国の政治動向、政策判断、対外収支などが、グローバル金利環境以上に重要な影響を与え得ることを示している。運用チームは、信認性の高い金融政策運営、改善するファンダメンタルズ、および良好な資本流入環境がリターンを支えていると考える市場を引き続き選好している。
- ✓ 現地通貨建て市場、ハードカレンシー建て市場の双方で、一部市場のバリュエーションは依然として魅力的とみており、多くの新興国通貨も先進国通貨に対して高いキャリーを提供している。世界的な高金利環境、根強いインフレ、地政学的な不確実性は依然として重要なリスクであるが、8月にソブリン債・社債スプレッドが広範に縮小したことは、インカム資産に対する需要の底堅さを示している。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ている足元の環境下では、運用チームは、この資産クラスが引き続き魅力的なリスク調整後リターンを提供するとみている。

【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、バリュエーションが割高であり、スプレッドの一段の縮小余地が限定的であることから、投資適格社債に対するアンダーウェイトを維持している。8月には金融政策見通しが大きく修正されたにもかかわらず、IG スプレッドは非常に安定して推移した。これは、市場がもはやスプレッド縮小ではなく、需給面の支援や高いオールイン・イールドに依存していることを示している。した

がって、キャリアが主要なリターン源である一方、足元のタイトなスプレッドはボラティリティ上昇に対する十分な緩衝材を提供していない。

- ✓ ファンダメンタルズは、健全なバランスシート、低い格下げリスク、底堅い収益に支えられ、引き続き良好な状態を維持しているとみている。しかし、M&A 活動の活発化、AI およびインフラ関連投資の増加、株主還元の拡大などを通じて、景気サイクル後期特有の圧力が徐々に高まっている。特にAI 関連の資金調達需要は、大手テクノロジー企業やハイパースケーラーを中心に発行増加の要因となっており、バランスシートへの負担増加を踏まえると、より慎重な銘柄選別が必要と判断している。
- ✓ 地域別では、堅調な需給環境と安定したスプレッド推移を背景に、運用チームは米国よりも欧州を 선호している。米国では、設備投資、M&A、および株主還元による財務負担の増加が懸念される工業セクターや低格付けの非金融企業よりも、金融および公益セクターを 선호している。また、技術革新による競争激化や投機的な資金調達活動が信用力を損なう可能性のある分野では、特に慎重な姿勢を維持している。
- ✓ 運用チームは、米国および欧州の一部ハイイールド債に対する小幅なオーバーウェイトを維持している。8月の上昇相場は主としてBB 格およびシングルB 格銘柄に集中し、CCC 格債券は軟調に推移した。この動きは、広範なベータエクスポージャーではなく、より質の高いハイイールド債を 선호する運用チームの見方を裏付けるものである。即ち、投資家需要は信用力の低い債券全体に広がっているのではなく、良質なクレジットにおけるキャリア収益の獲得に向かってしているとみている。そのため、相対的に安定したキャッシュフロー、無理のない借換負担、および投機的または景気敏感なビジネスモデルへの依存度が低い発行体を引き続き選好している。
- ✓ 運用チームは、需要が大幅に減退するシナリオをメインシナリオとはみていない。財政支出、エネルギー関連投資、AI およびインフラ投資に支えられた低成長ながらプラス成長の環境は、概ね良好なデフォルト環境と整合的である。ただし、多くの好材料は既にバリュエーションに織り込まれていることから、銘柄選別の重要性は一段と高まっている。
- ✓ セクター、発行体、格付けごとの格差拡大は、アクティブ運用にとって魅力的な投資機会を提供していると考えられる。運用チームは、相対的に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、および景気循環への耐性を持つ企業を 선호している。ハイイールド債のスプレッドには大きな余裕が残されているわけではないものの、スプレッド・デュレーション当たりの利回りは投資適格債と比較して依然として魅力的とみている。

【レバレッジド・ローン】

（中立）

- ✓ 運用チームは、銘柄間の格差拡大と過去のスプレッド拡大によって一部でバリュエーションが改善したことから、レバレッジド・ローンに対する中立スタンスを維持している。この資産クラスでは発行体ごとの差異が大きく、CLO 需要が引き続き重要な需給サポート要因となっている。投資家需要は引き続き質の高い発行体や景気耐性の高いセクターに集中しており、現在のバリュエーションは借換リスクやマクロ経済リスクに対してより適切な補償を提供している。
- ✓ 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への不透明感から引き続き慎重な見方をしている。一方で、セクター全体の調整が進んだ結果、市場価格が実態ファンダメンタルズから乖離している銘柄については選別的な投資機会も生じていると見ている。運用チー

ムは、事業上不可欠なサービスを提供し、相対的に安定したキャッシュフロー、独自データによる競争優位性、高いスイッチングコストを有する質の高い企業を引き続き選好している。

- ✓ より広範には、高止まりする資金調達コストとインフレを巡る不透明感が、高レバレッジ企業への圧力となっている。一方で、企業全体のファンダメンタルズは依然として比較的安定している。中央銀行による追加引き締めの可能性を踏まえ、運用チームは十分なインタレスト・カバレッジ、無理のない償還スケジュール、相対的に安定したキャッシュフロー創出能力を有する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市場を支えており、小口投資家資金の流出入による影響を相殺している。銘柄選別は依然として重要であるものの、現在のバリュエーションは、特に質の高いセグメントにおいて借換リスクやマクロ経済リスクに対する補償として以前より改善しているとみている。

【証券化商品】

（オーバーウェイト）

- ✓ 運用チームは、エージェンシーMBS およびノンエージェンシーRMBS に対する高いオーバーウェイトを維持している。エージェンシーMBS は、8 月の金利ボラティリティ低下の恩恵を受けた。金利市場が落ち着きを取り戻し、住宅ローン金利もやや低下したことでスプレッドは縮小した。運用チームは、カレントクーポンのエージェンシーMBS について、魅力的なオールイン・イールド、期限前償還リスクの低下、および夏場のスプレッド拡大後の相対価値改善を背景に、他の高格付け債券セクターと比較して引き続き魅力的とみている。
- ✓ テクニカル要因は概ね支援的であるものの、このセクターは依然として金利ボラティリティの変化に敏感である。魅力的なオールイン・イールドは運用会社、銀行、および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。ボラティリティの再上昇や長期金利の急変動は短期的なリスクであるが、8 月はより安定した金利環境がエージェンシーMBS に恩恵をもたらすことを示した。
- ✓ ノンエージェンシーRMBS は、ストラクチャード・クレジットの中でも特に魅力的な投資機会を提供していると考ええる。住宅価格の安定、低いLTV、担保資産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。発行は大きく増加しているが、特に住宅関連クレジット分野では投資家需要も強く、近年ビンテージの案件は良好なパフォーマンスを示している。
- ✓ 証券化クレジット全般は8 月も底堅く推移した。CMBS およびABS のスプレッド変動は小幅にとどまり、セクターのパフォーマンスが担保資産の劣化ではなく、主として需給環境や金利ボラティリティに左右されていることを示している。
- ✓ CMBS は引き続き魅力的な投資分野と考えるが、銘柄選別は極めて重要である。質の高いセグメントのファンダメンタルズは堅調であり、高金利環境下でも強い需給が市場を支えている。運用チームは、ホテル、物流施設、セルフストレージ、高品質なマルチファミリー住宅を引き続き選好している。

- ✓ CMBS を含む証券化市場全体の発行は引き続き活発であるが、新規案件は概ね良好に消化されており、投資家需要の強さを示している。不動産タイプ、地域、資本構造による格差は依然として大きく、運用チームは、担保資産の質、スポンサーの信用力、およびキャッシュフローの見通しに優れた高品質案件に注力している。
- ✓ 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によって支えられている。発行は高水準で推移しているが、質の高い証券化資産への需要がスプレッドの安定につながっている。運用チームは、このセクターをキャリー収益と分散投資効果を提供する有用な投資対象とみている。
- ✓ また、非消費者向け ABS の一部にも魅力的な投資機会が存在するとみている。一方で、将来的な供給増加、技術革新による影響、または長期的な事業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、引き続き慎重な姿勢を維持している。
- ✓ 最後に、運用チームはデンマークのカバードボンドについても前向きな見方を維持している。ディフェンシブな特性、強固な法制度、および米ドルヘッジ後でも魅力的な利回りを背景に、相対的な投資価値は引き続き高いとみている。

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がかかります。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 5956761 Exp. 2027/9/30