

### グローバル債券市場レポート

# タントラムか、 フェア・バリューへの回帰か

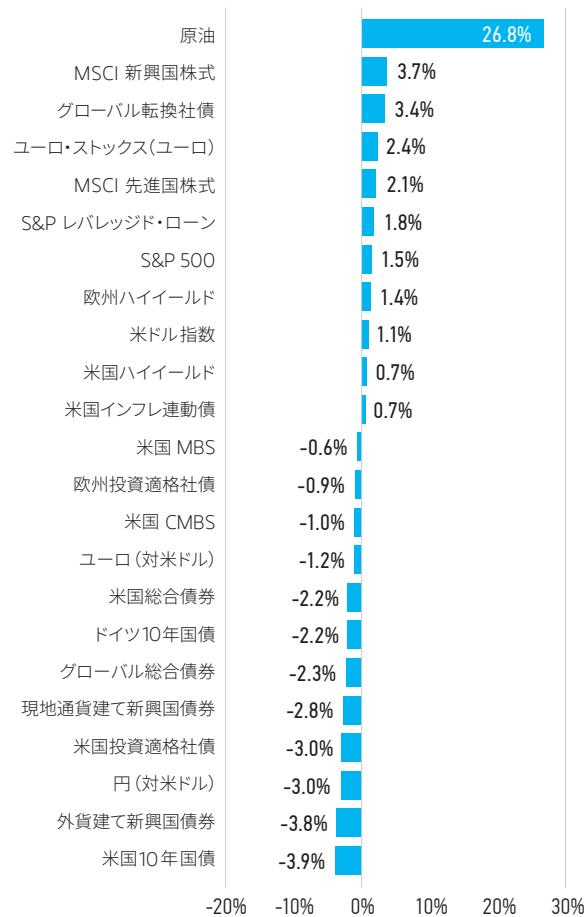
債券 | 債券運用部門 | マクロ・インサイト | 2021年3月

経済と市場について、少し前までは、中央銀行による緩和政策の継続、金利とインフレの低位推移、そして経済が完全雇用に戻るまでは長い時間を要する、といったことについてのみ議論されていました。こうしたセンチメントは、米国の金融緩和や財政緩和がどの程度追加で行われるか、あるいは行われ得るかが不明確であった1月においては、理にかなったものでした。事実、ファンダメンタルズ的には、ワクチン大多数接種のペースが不透明であった他、ヨーロッパはどの程度の期間に亘るか不明な厳しいロックダウン状態にあり、中国の成長はピーク期にあるように思われていました。また、世界の大部分で消費と生産活動が鈍化していました。今は、景気刺激が大きすぎる、インフレが高すぎる、成長が強すぎるといった状況かもしれません。潮目が変わったのでしょうか！

実際、今年に入ってからの国債利回りの動きは、「タントラム」という言葉を彷彿とさせるものでした。これは、FRBが量的緩和(QE)プログラムの縮小を議論し、金利の上昇、信用スプレッドの拡大、株価の下落という連鎖反応を引き起した2013年の「テーパー・タントラム」に遡ります。FRBが量的緩和を突然終了して引き締め政策を実施する意図がなく、経済が悪化に向かわないことが確認された後、クレジット・スプレッドの縮小、金利の低下、株式市場の反発がきました。現在起きていることは、2013年に起きたことと類似しているのでしょうか。

私たちはそうは思いません。ボラティリティが急上昇し、国債が突然大きく売られたものの、それは秩序のある調整であり、これまでのところ、クレジット市場に過度の影響は見られませんでした(バリュエーションの水準からすると株式に関しても同様のことがいえるかもしれません)。国債価格の急落は、市場価格の決定原理によって説明できる可能性が最も高いです。つまり、パンデミック、ワクチン接種率、政策行動、成長ダイナミクス、そしてクレジットや株式といった他の資産の価格決定に関する情報フローを考えると、これまでの国債利回りが低すぎたということです。直近で米国の10年債利回りが

図表1  
資産別年初来リターン



注記: 米ドル・ベースのパフォーマンス 出所: ブルームバーグ(2021年2月28日時点) 各インデックスは情報提供のみを目的として掲載しており、特定の投資実績を示唆するものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

上記は2021年3月時点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2021年2月末時点です。

1.50%の水準まで上昇したのは、パンデミック前の2020年2月頃です。資産クラス間での利回り／期待リターンの均衡化は、例えばクレジット・スプレッドの見通しに影響を与えるという点に関しては心配する必要はありません。金利が「過度に」上昇し、より引き締め的な領域に入った場合にのみ、世界経済の高い成長率見通しに疑問を持つ人が出てくるかもしれません。しかし、まだその段階にはきていません。金利上昇を根拠のないものであるとみなすのではなく、金利上昇は根拠ある楽観論に基づくと考えています。

今のところ、急激に金利上昇が進んでいます。金利の急上昇は、市場での消化不良や市場参加者間のリスク・ポジションの調整、将来に対する不安などを引き起こす可能性が高いものの、経済を低迷させる可能性は高くないでしょう。米国経済に投入される可能性の高い財政政策は前例のない規模となるでしょう。2020年12月からの財政パッケージ及び2021年に決定される見込みの財政パッケージの規模は、GDPの20%以上に達する可能性があります。手に負えないレベルの金利上昇が起きず、金利上昇が緩やかであれば、問題にはならないでしょう。労働市場の状況が依然として弱いことを考えると、米国債利回りが2%を超える水準まで急上昇するというのは時期尚早であると考えています。しかし、米国債価格の下落ペースが鈍化すれば、財政政策により経済を低迷させるような金利上昇が今年か来年に起きることを懸念する理由はなくなるでしょう。

このシナリオが意味することは非常に単純です。タントラムのような状況が現実のものとならない限りは（私たちはそのような状況にはならないと考えています）、金利／デュレーション・リスクは債券市場のパフォーマンスの逆風になるでしょう。高い成長率は、企業の純利益だけでなく、バランス・シート

にとってもポジティブでしょう。しかし、ボラティリティの上昇はリスク資産に悪影響を及ぼすため、短期的には、ポートフォリオのリスクを高めることには慎重になっています。当ファンダは引き続き、クレジット感応度が高い資産が国債をアウトパフォームすることで利益を得られる可能性があると考えています。また、引き続き、2021年を通してデュレーションがパフォーマンスの逆風になるとを考えています。

**図表3  
主要市場の金利水準および対10年債スプレッド**

国	10年 債利回り (%)	月次 変化 (BPS)	10年 スプレッド (BPS)	月次 変化 (BPS)
(対米国債スプレッド)				
米国	1.40	+34		
英国	0.82	+49	-58	+15
ドイツ	-0.26	+26	-166	-8
日本	0.16	+11	-124	-23
オーストラリア	1.92	+78	51	+44
カナダ	1.36	+47	-5	+13
ニュージーランド	1.90	+78	50	+44
(対独国債スプレッド)				
フランス	-0.01	+27	25	+1
ギリシャ	1.11	+43	137	+17
イタリア	0.76	+12	102	-14
ポルトガル	0.32	+28	58	+2
スペイン	0.42	+33	68	+7
(対新興国債券スプレッド)				
米ドル建て 債券スプレッド			383	-17
現地通貨建て 債券利回り	4.76	+15		
(現地通貨建て債券スプレッド)				
社債スプレッド			351	-27
ブラジル	7.27	+99	294	+6
コロンビア	5.57	+47	238	+15
ハンガリー	2.09	+48	100	+1
インドネシア	6.65	+41	165	+14
メキシコ	6.10	+48	221	+9
ペルー	4.24	+49	133	+28
フィリピン	3.48	-13	109	+11
ポーランド	0.92	+33	8	-12
ロシア	6.49	+52	167	+10
南アフリカ	9.81	+16	381	+1
トルコ	13.53	+22	447	+3
ベネズエラ	—	—	19296	-1223
(クレジットスプレッド)				
米国投資適格			90	-7
欧州投資適格			89	-4
米国ハイイールド			326	-36
欧州ハイイールド			311	-32
(証券化商品)				
エージェンシーMBS			77	+8
米国BBB格CMBS			356	-51

**ポジティブ ニュートラル ネガティブ**

出所：ブルームバーグ 2021年2月28日時点

出所：ブルームバーグ 2021年2月28日時点

上記は2021年3月時点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2021年2月末時点です。

# 債券市場アウトルック

すべては経済次第です。クリントン元大統領の選挙参謀であったジェームズ・カービルが、同様の発言をしました。しかし、その考え方には間違っていません。債券の見通しは、これまで以上に経済動向と経済情勢を受けた政策当局の姿勢の影響を受けます。2月までは、量的緩和、フォワード・ガイダンスといった中央銀行による金融政策により金利上昇が抑制されていたことで、経済情勢が改善し、金利見通しが緩やかに上昇していました。驚くような弱点が見つかったとしても、おそらく財政刺激策の拡大によって解決されるでしょう。

端的に言うと、年始も1月末も（そしておそらく2月も）利回りの水準を正当化するには、「良い」ニュースが多すぎたということです。まず、インフレ期待の高まりにより、1月に金利が上昇しました。元々の水準が低かったことを考えれば、これは大きな懸念にはならず、中央銀行や株式市場、クレジット市場でも歓迎されました。しかし、2月中旬頃には、風向きが変わりました。実質金利が上昇し始めたことで、金融情勢が引き締めに転じ、実体経済に影響を及ぼすという方向性に変わりました。単に成長期待の高まりが背景となって実質金利が上昇しているのであれば、大きな問題にならず、FRBや金融市场に対して必ずしも懸念する必要はないでしょう。経済成長は、必然的に実質長期金利の上昇をもたらします。しかし、金利動向に対するこのような明るい見通しは、FRBの政策に対するマーケットの見通しが急激に変わったことから現実的なものではなくなりました。2月末までには、マーケットの見通しは2023年までに40bpsの利上げを実施するというものになりました。40bpsの利上げ見通しはFRBの予想ではなく、2024年までは利上げを実施しないというFRBのコミュニケーションに反するものでした。利上げ見通しの高まりは、FRBの見通しに反しており、例えばリスク資産に悪影響を及ぼすといった弊害をもたらすものです。そして、経済がインフレ／労働市場の目標から乖離し、経済の不透明感が続いていることを考えると、リスク資産やFRBには歓迎されないものです。

実際、2020年後半における市場の第1四半期の米国経済成長率見通しは1-2%程度でした。2月までは、経済成長見通しは3-4%程度まで上昇し、2021年と2022年の経済成長率の見通しも同じ水準まで上昇しました。インフレが「あまりにも急激に」上昇するという不安材料がない限り、FRBは金利上昇を抑え込み、FRBの政策見通しを調整する必要はないと考えていました。また特筆すべきことは、金利の急上昇が世界的に起きているということです。米国では金利が急上昇し、年初としては過去最大規模の金利上昇となっただけでなく、カナダ、オーストラリア、英国のような国々でも金利が米国以上に上昇した

ということは、米国における歴史的に前例のない財政拡大がすべての国の経済を押し上げ、世界経済が成長することを示唆しています。いたるところで金利見通しは変わりつつあり、デュレーション戦略の観点からは行き先がないということです。エマージング市場のパフォーマンスは独特であり、先進国をアウトパフォームする国もあれば、アンダーパフォームする国も存在します。このようなパターンは今後も続くものと予想されます。クレジットやエマージング債のスプレッドは、金利が上昇しているにもかかわらず、非常に安定的に推移しています。私たちは、スプレッドが急拡大する際には買いのチャンスと捉えています。

良いことづくめなのでしょうか。政策は緩和的すぎるのでしょうか。中央銀行はノーと言っています。一方、FRBがいつ利上げを見込んでいるかという点で、少なくともマーケットはイエスと言っています。基本的には、マーケットは、FRBが想定しているよりも早い時期に金融緩和政策を縮小し、引き締めるとみています。しかし、FRBとECB（および他のほとんどの中央銀行）によると、経済は、金融引き締めに必要なインフレ・労働市場・経済成長目標を達成するには程遠い状態にあります。パウエル議長は、3月第1週の声明でこのことに何度も言及しました。言い換えれば、経済見通しが改善し、債券市場のボラティリティが高まり、債券市場が利上げ開始の前倒しを見込んでいるにもかかわらず、現在の政策が適切であると発言しています。金融政策に変更はないものの、マーケットは異なった見方をしています。

したがって、2021年以降の強力な順循環的な政策の継続、高い貯蓄率、大量ワクチン接種、世界的な景気循環の同時性、比較的低い水準の名目・実質金利を考慮すると、債券アセットアロケーションは、より循環的な資産にシフトし、高クオリティ／金利感応度の高い債券から遠ざかるべきです。とはいえ、国債が買いになる水準はありますが、それがどの水準なのかはまだわかりません。例のごとく、その水準は経済の状況と中央銀行の見通し次第です。しかし、バリュエーション水準や不安定なマーケットを考慮すると、選別は依然として重要です。マクロ経済見通しが非常に強いことを踏まえると、一般的により低い格付けに移行し、（足元の下落を考慮するとすぐにではないかもしれないが）金利感応度を低下させ、エマージング市場をオーバーウエイトし、適切なリスク・プレミアムを追求しようという動きは適切であるように思われます。足元の状況を鑑みると、経済が強すぎることや金利上昇に関するFRBの無関心に対するマーケットの懸念は間違っていると考えています。インフレの上昇を抑えられないほど、景気が良すぎるという懸念は、行き過ぎたものである可能性が高いです。

上記は2021年3月時点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2021年2月末時点です。

## 当月のレビュー

## アウトロック

## 先進国市場

2月には、ワクチン接種ペースの加速および感染率の低下継続を背景に経済成長期待、インフレ期待が高まった結果、先進国市場全体で利回りが上昇しました。利回り上昇の大部分は、インフレ期待の高まりというより実質金利の上昇によるものでした。先進国市場の中央銀行は、継続的にサポートを行う姿勢と意欲を改めて表明しました。

新型コロナウイルスによる制限が解除に向かい、新型コロナウイルスによって先送りされていた需要が消費の回復を後押しすることで、今年は経済が世界的に力強い回復をみせると見込んでいます。需給ギャップは依然として大きく、また経済的リスクは依然ダウンサイドに偏り、インフレの上昇は一時的であるとみられていることから、米国を中心とした拡張的な財政政策は景気をさらに刺激し、中央銀行は緩和的な姿勢を維持すると予想されます。国債市場がさらに急落するとは見ていないものの、バリュエーションは歴史的にみても依然として高い水準にあり、長期金利のターム・プレミアムが上昇する余地があることから、金利上昇方向にリスクが偏っていると考えています。なお、これまでの金利上昇は金融環境の引き締めを引き起こしていないため、中央銀行は基本的に金利上昇に対して公式・非公式問わず懸念を表明しませんでした。

## 新興国市場

2月、新興国債券のリターンは、現地通貨建て、米ドル建てともにマイナスとなりました。セクター別では、インフラ、不動産、金融、消費者関連が牽引した一方、パルプ・紙、石油・ガス、複合産業が劣後しました。

今のところ、新興国債券にとって厳しい年となっているものの、2021年の残りの期間におけるエマージング債に対するポジティブな見通しを維持しています。世界的な金融緩和政策の継続、先進国における複数のワクチン接種の開始（新興国でも徐々に開始）、米国の財政拡大への期待は、エマージング資産に対する下支え要因になるとみています。ただし、バイデン政権下での貿易摩擦の減少（特に米中関係）の見方は過度に楽観的であり、世界貿易と成長に対する前向きなシナリオと対立し得るものであり、成長性に敏感なエマージング資産のパフォーマンスにマイナスの影響を与えるでしょう。

上記は2021年3月時点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2021年2月末時点です。

## 当月のレビュー

## アウトロック

## クレジット市場

経済の回復期待の高まり、追加財政刺激策、第4四半期の市場予想を上回る企業業績等を背景にスプレッドは縮小しました。

クレジット市場は、2021年の景気回復期待に下支えされると見ています。ベースケースは、新型コロナウイルスが一時的なものとなり、金融・財政政策が支援スタンスを崩さないこにより、中期的にはスプレッドがタイト化する可能性が高いというコンセンサス的な見方を反映しています。2021年上半期にバリュエーションがオーバーシュートし、下半期にはM&A活動の増加を受けて調整する可能性が高いとみています。しかしながら、2022年の量的緩和策の見通しが問われており、乗り遅れることへの恐怖が、歴史的に見ると割高感のあるバリュエーションで保有することへの恐怖に変わりつつあります。

## 証券化商品

金利上昇とエージェンシー MBS のアンダーパフォームが2月の主なテーマでした。一方、証券化クレジットは堅調に推移しました。エージェンシー MBS 市場に対するFRBのサポートは継続しているものの、期限前償還の鈍化とデュレーションの長期化に対する懸念が高まりました。米国のABSとRMBSのスプレッドは総じて横ばいとなった一方、欧州のRMBSのスプレッドはややタイト化しました。米国CMBSのスプレッドはまちまちで、格付けの低いCMBSがアウトフォームしました。

今後数カ月は引き続き堅調な推移を見込んでいます。エージェンシー MBS は年初来で軟調に推移したことを見て、見通しをネガティブからニュートラルに引き上げました。米国のノン・エージェンシー RMBS は、依然として非常に魅力的な相対価値を提供しています。2021年の米国ABSの見通しはまちまちであり、伝統的な消費者向けABSは割高である一方、新型コロナウイルスの影響を受けやすいセクターは依然として高い回復余地を有しています。CMBSには魅力的な投資機会を有しているセクターもあれば、潜在的なクレジット問題を有するセクターもあります。パンデミック後の世界で人々がどのように住み、仕事をしたいという姿勢に根本的な変化がみられれば、集合住宅(アパート)やオフィスビルは課題に直面する可能性があります。欧州市場も同様のセクター特有のパフォーマンス動向がみられます。

上記は2021年3月時点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2021年2月末時点です。

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。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、当資料に示す見解は、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

大手町ファイナンシャルシティ 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

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、

一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

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.com/im/jp](http://www.morganstanley.com/im/jp)