

ブロード・マーケット債券 マルチセクター・プレイブック

マクロ経済と政策動向：分岐局面における投資機会

2026 年アウトルック

2026 年初の世界のマクロ環境は、構造的に高い実質利回り、財政政策の柔軟性の低下、そして金融政策の方向性が乖離する状況に順応しつつあります。米国と英国は緩和に向かう一方で、日本、オーストラリア、ニュージーランドは引き締めが進められ、その他の国々では据え置きとなる可能性が高いと見込まれます。実質金利は、グローバル金融危機後約15年間にわたる金融抑圧政策を経て世界的に調整され、足元では持続的な財政拡大の影響を反映しています。

地政学的リスクと貿易政策上の圧力が、過去の景気循環局面と比べ、マクロ経済に直接的な影響を及ぼす可能性があります。中国は、国内需要が依然として弱いものの、政策当局が積極的な金融緩和を避け、米国の貿易政策が一段と制限的になる中でも、生産および輸出の拡大を続けています。各国経済において、焦点は「**誰が最も早く利下げするか？**」から、「**高い実質金利、政府債務の増大を背景とした財政面の制約、そして不透明な地政学動向という環境の中で、持続的に政策を運営できるのは誰なのか？**」に移行しています。このような環境下では、選択的なデュレーション戦略、実質利回りへのエクスポージャー、インフレヘッジ、そして国（ソブリン）別配分が重要になります。

2025 年、金融市場では破壊的で相反する力によって形成された局面を乗り越える展開が見られました。関税は、連邦準備制度理事会（FRB）が利下げモードとなる中で、サプライチェーン、経済成長、インフレの不確実性を高める要因となりました。米国では政治の膠着状態が続き、史上最長となる43日間におよぶ政府機関閉鎖という歴史的な事態に至りました。しかしこうした逆風の中であっても、債券は、クレジットスプレッドが縮小する状況下、顕著な抵抗力を示しました。ブルームバーグ・グローバル総合指数（ドル建て）は2025年に8.17%のリターンを記録しました。これは2020年以来の最高水準（2008年以降では2番目の高水準）であり、2022年のFRB利上げ局面に生じた損失からの急激な回復を示しています。

筆者



VISHAL KHANDUJA
ブロード・マーケット債券
チーム責任者



UTKARSH SHARMA
グローバル・アグリゲート
戦略責任者



LEON GRENYER
欧州アグリゲート戦略
責任者



BRIAN ELLIS
米国アグリゲート戦略
シニア・ポートフォリオ・
マネジャー 兼
短期デュレーション戦略
共同責任者

「高い利回りとタイトなスプレッド（指数レベル）」というテーマは依然として継続していますが、マクロおよびクレジット市場双方において、格差がさらに拡大すると見込まれます。報道では社債スプレッドの縮小が強調されていますが、構造的要因がこうしたタイトな水準の維持を下支えする一方で、アクティブなクレジット選別こそが2026年のアウトパフォーマンスの主要なドライバーとなるでしょう。世界経済の成長は緩やかになるものの、プラスを維持し、下期には再加速する可能性があると考えています。企業のファンダメンタルズは、利益の増加に支えられて堅調であり、AI主導の生産性向上の可能性が大きく期待されています。

2026年の重要テーマ

- 米国と一部の新興国市場が牽引する堅調な世界経済の成長。
- 財政刺激策とAI主導の設備投資ブームによる需要の押し上げ。
- リスク資産・クレジットを下支えする主要な中央銀行による利下げまたは据え置き姿勢。
- 証券化クレジット、政府系MBS、新興国市場セクターにおける投資機会。
- 供給の増加と投資家層の変化により、市場の抵抗力が試され、選別力が一段と重要になる。

投資適格債およびハイイールド社債が記録的な発行量とタイトなスプレッドに直面し、ソブリン債が財政制約への対応を迫られる中で、最も有望な投資機会は証券化クレジットにあると考えています。実際、2026年における最も確信度の高い投資対象は、証券化セクター、特に政府系および非政府系MBS、CMBS、ABSです。こうしたセクターは、堅固なファンダメンタルズ、魅力的なバリュエーション、そしてテクニカル面が追い風となり、他の一部の高格付け債券セグメントと比較して、優れたリスク調整後リターンが見込まれます。健全な担保、厳格な引受基準、そして魅力的なスプレッドが当社の見通しを支えています。

2026年のテーマとポジショニング

テーマ	ポジショニング
市場が高い実質金利に適應する中で進む、タームプレミアムの上昇	米国、英国、オーストラリアにおけるイールドカーブのスティープ化、ならびに欧州およびオーストラリアにおける長期実質利回り
マクロおよびクレジットの分散によるアクティブ運用の投資機会	スプレッドデューレーションへの依存を低減し、キャリー収益とインカムをメインとしたデューレーション×スプレッドを重視
AIインフラ設備投資ブームによる成長の追い風と、バランスシートへの圧力	全体的に高格付志向を維持しつつ、アクティブなクレジット選別により財務基盤の弱いクレジットを回避
規制緩和と成長志向のEU財政政策	ユーロ圏における選別的なソブリンスプレッドとインフレ・リンク債券への投資機会
米国最高裁の関税への判決（Q1）および中間選挙（Q4）	構造的なドル安を見据えたポジショニングを維持し、通貨の恩恵を受ける新興国を含むグローバルのソブリン債へ分散投資

セクターの見通し：価値を見出す分野

バリュエーションは、債券のみならず幅広い資産クラスにおいて、歴史的に見てタイトな水準にあります。こうした状況は、堅調な世界経済、堅固な企業・消費者ファンダメンタルズ、魅力的な実質利回りが資金流入を促し続けていること、より正当化されますが、スプレッドが大幅に縮小するとは見込んでいません。むしろ、債券セクター間および業種間の格差がさらに拡大すると見えています。このような環境下では、ボトムアップによる個別銘柄選択が、より高利回りの投資機会を見極め、優れたリスク調整後リターンを獲得する上で極めて重要になると考えています。

政府系MBSおよび非政府系RMBS（オーバーウェイト）

政府系住宅ローン担保証券（MBS）および非政府系住宅ローン担保証券（RMBS）は、2026年において最も確信を持ってオーバーウェイトとする対象です。2025年、政府系MBSへのオーバーウェイトは、絶対リターン、超過リターン、相対リターンのいずれにおいても好調な結果となりました。これは、イールドカーブのブル・スティープ化が進み、インプライド・ボラティリティが2021年以降の水準まで低下、テクニカル要因が緩やかながらも着実に改善したことによるものです。こうしたセクターでは、歴史的に見ても他の主要債券セクターと比べても、引き続き魅力的なスプレッドが見込まれ、社債やキャッシュ代替商品と比べても、相対的に高い投資価値があると判断しています。規制が緩和され、短期金利が低下する中、銀行や資産運用会社からの需要がさらに強まると見ており、FRBの支援的な政策スタンスがさらなる追い風になると考えています。非政府系RMBSについても、安定した住宅価格、低いローン・トゥ・バリュー（LTV）比率、低い延滞率、そして良好な需給環境に支えられ、魅力的な投資対象になると見ています。FRBが保有するポジションが緩やかに解消されていくことに加え、借り換えリスクが限定的であることも、同セクターの先行きをさらに下支えすると見えています。

最後に、デンマークのカバードボンドについては、政治的に安定し、経済および住宅市場のファンダメンタルズが強固、規模が大きく厚みのある市場であることから、引き続き前向きに評価しています。高クオリティ資産については、バリュエーション面での魅力が高く、国債イールドカーブのスティープ化を背景に、ドルヘッジ後でも魅力的な利回りを確保できると見えています。

CMBS（オーバーウェイト）

商業用不動産担保証券（CMBS）については、ファンダメンタルズが堅調であり、特に高級ホテル等の高品質なホスピタリティ分野においてその傾向が顕著です。オフィスCMBSについても、稼働率の改善、キャッシュフローの安定化、さらには低位かつ安定した金利環境を背景に、魅力的な投資機会がある

と見ています。また、物流施設、倉庫、高クオリティな集合住宅についても、運営実績が堅調に推移していることから、投資対象として選好しています。CMBSは依然として確信度の高い資産配分先ではありますが、物件タイプや地域間での格差が拡大すると見込まれることから、同セクター内での銘柄選択が極めて重要です。そのため、キャッシュフローを精緻に選別できるSASB（単一資産・単一借り手）市場に注力しています。

ABS（オーバーウェイト）

資産担保証券（ABS）については、消費者関連セクターの一部にストレスが見られるものの、全体としては安定的に推移していると見ています。高所得層の借り手および自動車ローンABSは、健全な家計バランスシートと延滞率の低さに支えられ、引き続き底堅さを維持しています。データセンターABSの中でも、従来型のクラウドインフラについては前向きに評価する一方で、技術面および供給面のリスクが顕著なAI主導の設備拡張については慎重な姿勢を保っています。これは、供給増加の見通し、技術の陳腐化、長期的に経済的かどうか不透明であること、過剰建設の可能性といった懸念材料に対し、スプレッド水準が見合っていないと判断しているためです。同セクターについては、キャリア収益が高く、デュレーションが短い特性を備えていることから、ポートフォリオの分散効果と耐性に寄与すると見ています。航空機ABSおよび特定事業を証券化したABSについては、消費者関連以外のABSセクターの中でも、ファンダメンタルズが堅固かつ安定的に推移し、テクニカル要因も堅調で、依然として絶対的・相対的バリュエーションが魅力的であることから、高い確信を持っています。

投資適格社債（アンダーウェイト）

投資適格（IG）社債については、バリュエーションが割高であることに加え、テクニカル要因が弱含みであること、ファンダメンタルズがピークに達していることから、アンダーウェイトを維持しています。ファンダメンタルズの観点からは、IG社債は堅固な基盤を維持しています。過去2年間、政府の財政状況が悪化する環境下にあっても、IG社債はスプレッドおよび利回り重視の双方の投資家からの需要による、極めて底堅いテクニカル要因に支えられてきました。IG社債のファンダメンタルズは堅固であり、バランスシートは保守的で格下げリスクは低く、健全な流動性を備えています。スプレッドは歴史的に見てタイトな水準にあります。現在の水準では、スプレッドがわずかに拡大するだけで、数年分の超過キャリア収益を失う可能性があり、わずかなスプレッド拡大を吸収できる余地はほとんどありません。AI関連インフラ設備投資の資金調達を目的とした長期債の発行が記録的なものとなり、さらに大規模なM&A案件が積み上がっている状況から、テクニカル要因は一段と悪化しています。

こうした中、よりバランスのとれたテクニカル要因を背景として、地域的には米国よりも欧州を選好する姿勢を維持しています。セクター別では、金融セクター、特に銀行を選好しています。銀行は、歴史的に強固な自己資本水準、十分な流動性、底堅い収益力といった堅固なファンダメンタルズを有しているためです。銀行の収益は、イールドカーブのスティープ化の恩恵を受ける可能性が高く、需給環境が崩れにくいことから、セクターとしての投資魅力がさらに高まると見ています。一方、シングルA格の非金融セクターについては、M&Aリスクの影響がより顕著に現れると見込まれることから、アンダーウェイトとしています。

ハイイールド社債（ややオーバーウェイト）

米国およびユーロ圏のハイイールド社債市場では、厳選した発行体を対象に小幅なオーバーウェイトとしています。米国ハイイールド社債のファンダメンタルズは、引き続き相対的に魅力的な水準を維持しています。平均的なクレジットクオリティは過去10年間で着実に改善しており、デフォルト率も低位で推移しています。バランスシート管理やレバレッジ水準は概ね適正な範囲内にあり、同セクターの底堅さを裏付けていると評価しています。スプレッドは過去20年間の10%タイル水準まで縮小していますが、過去と比較して現在の市場はBB格が中心でありクレジットクオリティが改善していること、流動性がより高く、スプレッド・デュレーションがより短い、といった市場構造の変化を反映しています。

欧州では、財政拡張に支えられた経済成長、堅固で健全な資本構造、そして過去1年間に実施された十分な金融緩和により、満期を迎える債務の借り換えが容易になっています。そのため、欧州のデフォルト率は抑制された水準にとどまると見込まれます。

全体として、スプレッド・デュレーション・リスク当たりの利回りは、投資家にとって魅力的な水準にあると評価しています。重要なのは、ハイイールド社債における利回りのばらつきが投資適格社債と比較して大きいこと、銘柄選択による投資機会が拡大していることです。一方、ハイイールド社債のスプレッドは金融危機以降で最もタイトな水準に近づいており、ファンダメンタルズの堅固さを示す一方で、わずかなスプレッド拡大を吸収できる余地はほとんどありません。デフォルト率は緩やかに増加すると見込まれますが、管理可能な水準に留まり、ハイイールド社債は引き続き利回り重視の投資家を惹きつけると評価しています。機関投資家の保有比率は増加しており、テクニカル要因は概ね良好な状態を維持していますが、こうした好材料の多くは既に価格に織り込まれています。

バリュエーションは割高に映るものの、投資適格社債とハイイールド社債には大幅なスプレッド格差があり、デフォルト率も低位で推移していることから、スプレッドの縮小傾向は2026年も継続すると見えています。

新興国市場（オーバーウェイト）

新興国市場（EM）のソブリン債および社債は、2026年においても注目すべき投資対象です。多くの国々でインフレ期待が低下し、実質利回りが上昇する中、堅固な改革方針が進められていることが背景にあります。特に現地通貨建て資産のバリュエーションは魅力的であり、多くのEM通貨は弱含む米ドルに対して相対的に割安と見られています。こうしたマクロ環境は、投資家がこの資産クラスへの配分を続けることをサポートしているようです。ただし、新興国市場は多様であるため、国の選別や政策分析が不可欠です。各セクター内で選別的に投資するという2026年のテーマは、新興国市場においても極めて重要です。そのため、信頼性の高い政策枠組みを有し、改革が前向きに進展しており、先進国市場と比べて魅力的な実質利回り差を示す国々を選好しています。

レバレッジド・ローン（アンダーウェイト）

レバレッジド・ローンについては、ネット供給量の増加と銘柄間格差の拡大が見込まれます。CLOの需要は引き続き重要な下支え要因であり、景気感応度の高い業種が弱含みとなる一方で、ソフトウェアやテクノロジー関連分野が堅調に推移しているため、セクター間の格差は拡大しています。健全な借り換えおよびリプライシング継続的な発行を下支えしていますが、多くのスポンサーは特に魅力的なバリュエーションが得られる案件について、より積極的に取り組んでいます。また、ローンとプライベートクレジットの間では、資金調達条件が改善すればシンジケートローンへ移行し、貸し手が困難な状況に局面すれば、再びプライベートクレジットへ戻るという動きが続いています。FRBが利下げを行うと見込まれる中、変動金利よりも固定金利の保有を選好しています。

金利と為替（デュレーションは中立、イールドカーブはスティープ化、米ドルはアンダーウェイト）

ハト派的な見通しが再評価される中、先進国市場全体では中立的なデュレーションを維持しつつ、地域別の見通しを反映した戦術的なポジション調整を実施しています。日本国債については、さらなる金融引き締め政策への期待に伴うタームプレミアムの上昇を反映したショートポジションをとっています。一方、米国および欧州では、財政規律の欠如からタームプレミアムが上昇するとの見方を反映し、イールドカーブのスティープ化を狙ったポジションを取っています。利回りが高く、スプレッドが縮小している環境下では、キャリー収益がリターンの主要なドライバーとなっています。米国、英国、オーストラリアでは、イールドカーブのスティープ化によって、リスク対比で魅力的な投資機会が得られると見えています。

2026年の為替相場は、より投資妙味が高まっています。米ドルについては、歴史的水準から見て依然として割高と捉えており、FRBの利下げが実現し世界の資本フローが調整される中で、さらなる下落が見込まれます。こうした環境下では、高キャリー通貨や、成長ファンダメンタルズの改善に支えられた通貨（特定の新興国通貨など）への選別的な投資が有利となります。ドルに対しては高キャリー通貨のバスケットを引き続き選好する一方で、ボラティリティを高め得る政策変更や地政学的動向には警戒を続けています。

本書は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で発行したレポートを邦訳したものです。本書と原文（英語版）の内容に相違がある場合には原文が優先します。本書は信頼できると判断した情報を元に、十分な注意を払い作成しておりますが、その正確性や完全性をお約束するものではありません。本書の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。本書中の数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。

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社に一任し、当社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社に委任し、当社は委任された権限を行使するにあたっては、当社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、受託資産に組み入れられた株式その他の有価証券等の価格変動リスク、株式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。

リスクの開示

受託資産が組み入れる有価証券等の価値の変動が受託資産の運用成果に影響を与えます。受託が組み入れる可能性のある有価証券等には以下の主なリスクを伴います。

1. 債券

価格変動リスク：金利は、景気や経済の情勢等の変化の影響を受け変動し、それに伴い債券価格も変動します。一般に金利が上昇した場合には、債券の価格は下落し、それに伴い投資元本を割り込むことがあります。また、債券の値動きの幅は、残存期間が長いほど大きくなる傾向があります。金利変動等に基づく価格変動リスクを伴う債券に投資をするため、投資元本を割り込むことがあります。

信用リスク：発行体が経営不振や資金繰りの悪化等に陥り、債券の利息や償還金をあらかじめ定められた条件で支払われなくなる（債務不履行）場合、もしくはそうなると予想される場合には債券の価格が下落することがあります。このような信用リスクを伴う債券に投資をするため、投資元本を割り込むことがあります。

カントリーリスク：一般に有価証券への投資は、その国の政治経済情勢、通貨規制、資本規制、税制等の要因によって影響を受けます。そのため、投資対象有価証券の発行国の政治、経済、社会情勢等の変化により、金融・証券市場が混乱し、資産価格が大きく変動することがあります。このようなカントリーリスクを伴う有価証券に投資をするため、投資元本を割り込むことがあります。

morganstanley.com/im/jp

2. 投資信託受益証券

投資一任契約に基づいて投資信託に投資する場合、当該投資信託が組み入れる金融商品等の価値の変動が投資信託の基準価額に影響を与えます。

基準価格変動リスク：投資信託に組み入れた有価証券等の値動き等により基準価額が上下しますので、当該基準価額が下がった場合には、投資元本を割り込むことがあります。また、組み入れた有価証券等が外貨建ての場合には、為替相場の変動により投資元本を割り込むことがあります。

組入れ証券等の発行者等の信用リスク：組み入れた有価証券等の発行者等の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により当該基準価額が下がった場合には、投資元本を割り込むことがあります。

権利行使期間又は解約の時期の制限：投資信託には、クローズド期間があるものがあります。クローズド期間中は、換金することができません。

解約による資金流出に伴うリスク：投資信託の解約請求額が追加設定額を大きく上回った場合、解約資金を手当てするために保有証券を大量に売却しなければならないことがあります。その際には、市況動向や取引量等の状況によっては、保有証券を市場実勢から期待される価格で売却できない可能性があります。その結果、投資信託の基準価額が下落することが考えられ、これにより投資元本を割り込むことがあります。

3. 外貨建資産

為替変動リスク：為替相場は、国内外の経済要因や金利差により変動します。円安方向への為替変動は価格の上昇要因のひとつとなりますが、円高方向への為替変動は価格の下落要因のひとつとなります。為替変動リスクを伴う外貨建資産に投資するため、為替相場の変動により、投資元本を割り込むことがあります。

為替ヘッジに伴うリスク：為替ヘッジを行う場合、ヘッジ・コストがかかる場合があります。ヘッジ・コストとは、為替ヘッジを行う通貨間の金利の差に相当します。為替および金利の動向によっては、為替ヘッジに伴うヘッジ・コストが想定以上に発生することがあり、これにより投資元本を割り込むことがあります。

4. デリバティブ取引に伴うリスク

債券先物・オプション取引その他のデリバティブ取引を行うことがありますが、デリバティブ取引は金利の変動の影響等により上下することにより損失が生ずることがあり、これにより投資元本を割り込んだり、証拠金や保証金の額を上回る等の元本超過損が生ずることとなるおそれがあります。

5. ベンチマークについて

運用のパフォーマンスは、ベンチマークを上回る場合もあれば下回る場合もあります。長期的にベンチマークを上回る投資成果の実現を目指す投資方針であっても、ベンチマークに対して一定の投資成果をあげることを保証するものではありません。

6. カウンターパーティ・リスク

金融商品の取引又はデリバティブ取引を相対で行う場合には、当該取引相手の倒産等により、投資元本を割り込むことや元本超過損が生ずることとなるおそれがあります。

その他の重要事項

本書の情報の正確性や完全性は保証されていません。本書の情報は、お客様に通知なしに追加・変更・削除されることがあります。本書の投資対象が、お客様の投資目的や金融ポジション等からみて、適当でないことがあります。投資の決定は、お客様自身の判断でなさるようお願いいたします。お客様の判断に基づき、必要に応じて専門家にご相談ください。当社の事前の許可無く、本書を第三者へ交付することはご遠慮ください。本書は、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や勧誘を目的とするものではありません。また、弊社は、本投資戦略によって運用されている金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を行うものではありません。

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

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