

---

# CARON'S CORNER

## スクリプト要約

---

マルチアセット運用を担当するポートフォリオ・ソリューションズ・グループの市場に対する見方を紹介するものであり、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見解ではありません。

2026年5月4日

### 債券投資：ポートフォリオにおける重要なアルファの源泉

- クレジット・スプレッドはタイトな水準にあるものの、パブリック債券市場には依然として魅力的な投資機会が存在すると考える。
- エネルギー価格の上昇やインフレ懸念を踏まえ、デュレーション戦略について議論。
- 投資家の地政学リスクへの警戒感が高まる中、新興国債券は、米国市場のドライバーとの相関が低い資産クラスであるうえ、キャリー収益の源泉となり得ると考える。

---

#### Jim Caron :

こんにちは。ポートフォリオ・ソリューションズ・グループのCIOを務める Jim Caron です。

今回のポッドキャストは、MSIMの債券運用部門を統括する Jeff Mueller を特別ゲストとして迎えています。マルチアセット・ポートフォリオを構築する上で、債券は極めて重要な役割を果たします。その位置づけは、単なる株式のヘッジにとどまる存在ではなく、もっと積極的な役割があると考えています。債券をアクティブに運用することで、ポートフォリオのアルファの大きな源泉になり得るのです。債券を適切に運用すれば、株式運用に加え、追加的なリターンを獲得できる可能性があると考えています。それでは早速、本題に入りましょう。

Jeff、足元ではパブリック市場のクレジット・スプレッドは相対的にタイトな水準にあります。また、プライベート・クレジットや地政学リスク等も指摘されています。こうしたリスクを踏まえても、パブリック債券市場には依然として魅力的なバリューが存在していますか。それとも、債券市場はリスクを過小評価しているのでしょうか。

---

---

**Jeff Mueller** : シンプルな質問ですが、掘り下げるべき論点が多く含まれていると思います。まずクレジット・スプレッドからお話しします。ご指摘のとおり、パブリック市場のクレジット・スプレッドは、一部ではタイトな水準にあります。投資適格社債のスプレッドを見ると、現在は歴史的に見て十分位の最もタイトな水準にありますし、ハイイールド債のスプレッドも、同様あるいはそれに近い評価水準のレンジにあります。但し、こうしたスプレッド水準で取引されている背景には、重要な理由があると考えます。企業ファンダメンタルズを見ると、全体として比較的健全な状態にあり、レバレッジやインタレスト・カバレッジ（利払い能力）も概ね妥当な水準にあります。企業収益の成長も全体として堅調です。さらに、社債市場の一部では、過去と比べてクオリティは格段に高くなっています。例えば米国のハイイールド債券市場では、BB 格の比率が約 58%を占めています。これは金融危機前の約 38%と比べると、大きな変化です。しかし、当然のことながら、これらの市場セグメントに投資する際には、現在のタイトなスプレッドがリスクの取り方を考えるうえでは大きな材料になります。

ただし、債券市場は単一の市場ではありません。インデックス全体ではスプレッドがタイトに見えても、実際には資産クラス間、セクター間、さらには個別の発行体間で、大きなばらつきが存在します。ハイイールド債券や投資適格社債のスプレッドが例えタイトな水準にあるとしても、ローン、証券化商品、新興国債券といった他の債券セクターでは、依然として魅力的な投資機会が存在しています。こうした環境では、アクティブ運用の役割が非常に重要になります。スプレッドがタイトな局面では、クレジット市場全体のデータは一見すると魅力に欠けるように見えるかもしれませんが、個別銘柄の選別を通じて、依然として意味のある付加価値を創出することは可能だと考えています。

もう一つ重要なのは、スプレッドのバリュエーションと、オール・イン・イールドは切り分けて考える必要があるという点です。特定の市場セグメントではスプレッドが相対的にタイトである一方、利回り水準そのものは、少なくとも歴史的に見て依然として非常に魅力的な水準にあります。

ご案内のとおり、債券投資においては、投資開始時の利回りは将来リターンを予測する上で最も有効な指標の一つです。現在の市場では、投資適格社債では 5%前後、ハイイールド債券では 7%程度、ローンでは 8%超の利回りが確保できます。さらに、証券化商品や新興国債券など、債券ユニバースの他のセグメントにも魅力的なインカム機会が存在しています。これらの利回り水準は、仮に環境が悪化した場合にも一定のクッションを提供すると同時に、歴史的に見れば、これまでそうしたリターンを得るために必要だったようなリスク要因を必ずしも取らずとも、魅力的なトータルリターンを獲得できる可能性を投資家に提供していると考えています。

---

最後に触れておきたいのがプライベート・クレジットです。この分野では足元で一部消化不良のような状況も見られており、話題として取り上げられるのはもっともだと思います。ダイレクト・レンディングはすでに規模が大きく、成熟した市場へと成長しており、とりわけミッド・スモール企業に対する重要な資金供給源として、これまで果たしてきた役割は大きいと考えています。そして、今後もクレジット資産クラスの中で重要な役割を担い続ける分野であると考えています。一方で、この市場の一部に対して懸念が生じている背景についても理解できます。特に、ダイレクト・レンディング型 BDC では、ソフトウェアを中心とする AI 関連の技術革新によって負の影響をうけるであろうセクターへのエクスポージャーが 20~40%程度と高く、ビジネスモデルの持続性、レバレッジ・リファイナンス・ウォール、或いはその他のデフォルト率見通しを押し上げる要因が今後高まっていくかもしれないという懸念が高まっています。こうした動きはパブリック・クレジット市場にも一定の影響をもたらす可能性はありますが、実際には、ローン市場におけるソフトウェアへのエクスポージャーは 10%台半ば程度にとどまり、ハイイールド債市場では 3~4%と極めて限定的です。そのため、パブリック・クレジットのデフォルト率は相対的に抑制された水準にとどまると見ており、システムリスクが顕在化する可能性は高くないと考えています。結論として、債券市場も他の金融市場と同様、リスクが全く存在しないわけではなく、一部のサブセクターではスプレッドがタイトな水準にあります。しかし、日次の流動性、高い透明性、相対価値投資機会、そして魅力的な利回り水準の組み合わせこそが、投資家を惹きつけてきた要因であり、今後もポートフォリオにおいて債券が果たす役割は極めて重要であると考えています。

---

**Jim :**

スプレッドの状況について整理していただき、ありがとうございます。確かに、インデックスだけを見ていると、全体像は捉えきれないように思います。足元のインデックスは、クレジットの質が高く、レバレッジも抑えられており、それがスプレッドのタイトさの一因になっているのでしょう。一方で、ご指摘のとおり、スプレッドが広く、非常に魅力的なセグメントも市場には存在しており、まさにそうした部分でアクティブ運用が大きな役割を果たす余地があると感じます。

もう一つ伺いたいののが、デュレーションと金利リスクについてです。エネルギー価格が上昇し、インフレに対する懸念が高まる中で、債券ポートフォリオのリターンにおいて大きな要素を占める金利リスクを、どのように管理しているのでしょうか。債券運用部門全体として、金利リスクをどのようにコントロールしているのかを教えてください。

---

**Jeff :**

デュレーションは、債券運用における最も重要なリスク調整手段の一つであり、私たちは

---

これをポートフォリオ運営上の戦略的な投資判断の一つとして位置づけています。私たちの運用スタイルは、あくまでボトムアップによるファンダメンタルズ調査を基軸としていますが、これは、ベンチマーク・エクスポージャーから自動的に生じる受動的な結果ではないと受け止めています。特定の市場環境においては、トップダウンによるデュレーション配分がパフォーマンスの主要因となることもあります。このため、当社では状況に応じて機動的に対応し、リスク管理においては包括的な運用手法を用いています。

まず最初に行うのは、インフレ圧力の種類を見極めることです。例えば、エネルギー価格主導のインフレは、ヘッドライン・インフレ率を短期的に押し上げる可能性はありますが、一過性にとどまるケースが多いと言えます。投資判断上より重要なのは、そうしたショックが賃金の上昇や中央銀行の対応を通じてインフレ期待の上昇につながり、結果としてインフレが持続的なものになるかどうかという点です。

ただし、このその中でも区別は重要だと考えています。すべてのインフレショックに対して、同じポートフォリオ対応を取るべきではないからです。例えば、供給制約に起因するインフレであれば、デュレーションを一律に引き下げるのではなく、イールドカーブのポジショニングやブレイクイーブンを通じて、より慎重なスタンスをとることが考えられます。一方で、インフレがより定着する局面では、よりディフェンシブなポジションをとることが重要になります。

MSIM 債券運用部門としてのアプローチは、いくつかの要素から構成されています。まず重要なのは、金利水準そのものに対するリスクと、イールドカーブの形状に関するリスクを切り分けて考えることです。インフレリスクが高まる局面では、大きなデュレーションを取ることは必ずしも望ましくありませんが、それでもカーブ上には相対的な投資機会が存在します。足元の市場では、イールドカーブの中期ゾーンに魅力があると考えています。第二のポイントは、単一のシナリオだけを想定していないということです。私たちは、複数の状況を想定してポートフォリオのストレステストを実施しています。具体的には、成長が減速しデュレーションがプラスに働くケース、インフレショックによりデュレーションがマイナスに働くケース、さらには相関が上昇するスタグフレーション環境などを想定しています。そうした環境下では、クレジットと金利の双方を適切に管理することが不可欠となります。第三のポイントは、デュレーションを分散効果をもたらす手段として活用できるという点です。先ほど触れたとおり、一部セクターではクレジット・スプレッドがタイトな水準にあります。そのような環境下であっても、成長の鈍化やリスク資産の大幅なリプライシングが生じると本当に考えるのであれば、信用力の高いデュレーションは重要な防御的役割を果たし得ます。そのため、私たちはこの市場環境においてデュレーションを構造的に回避しているわけではなく、保有する水準、保有するセグメント、そしてポートフォリオにおける役割を慎重に選別しています。

---

最後のポイントは、債券市場の中にはデュレーションが大きいセグメントもありますが、債券ユニバース全体には多様な投資手段が存在するという点です。例えば、変動金利ローン市場や CLO などデュレーション・エクスポージャーが相対的に小さい資産を活用することで、金利感応度を抑えることが可能です。また、証券化商品の中には、より高いインカムを提供しつつ、金利感応度が低いセグメントも存在します。さらに、TIPS（物価連動国債）やブレイクイーブン戦略を、戦術的に活用することも可能です。マルチセクター・ポートフォリオであれば、市場環境の変化に応じて、デュレーションとスプレッドの投資機会の間を柔軟かつ動的にローテーションすることが可能です。総括すると、インフレという一つの課題に対して、単に金利ポジションを通じて時間をかけて対応するだけ、というアプローチを取りたいわけではありません。むしろ、さまざまな結果を吸収できるポートフォリオを構築することを重視しています。デュレーションは分散手段として有効な要素である一方、現在の市場環境においては、金利水準そのものだけでなく、イールドカーブの形状、そしてポートフォリオ全体のリスクバジェットを含めて、よりアクティブに管理していくことが不可欠だと考えています。

---

**Jim :**

要するに、金利サイクルに振り回されないよう、アクティブ運用を通じてデュレーションを分散手段として位置づけている、ということですね。率直に言えば、長期デュレーションは市場におけるテールリスク・ヘッジでもありますから、他の要素と組み合わせてポートフォリオに組み入れることは非常に重要だと思います。

それでは、こうしたリスクを踏まえ、新興国債券について、地政学リスクとの関係で少し議論してみましょう。これはまさに投資家の関心の中心にあると言えます。新興国は依然として投資機会と考えられるのでしょうか。それとも、より明確な見通しが得られるまで避けるべきセグメントでしょうか。

---

**Jeff :**

新興国市場は非常に注目度の高いテーマですね。実際、この分野では多くの動きがあり、足元で私たちが行っているクライアントとの対話の多くも、このテーマを中心に展開されています。まず強調したいのは、新興国市場を一括りにして考えるべきではない、という点です。非常に幅広い投資ユニバースであり、各国とのファンダメンタルズ、政策の信認性、そして改革のモメンタムによって、投資機会は大きく異なります。現在の状況を論ずる前に景気サイクル的な観点から振り返ると、年初時点では、私たちは新興国債券を取り巻く環境について非常に前向きな見方をしていました。インフレ動向を見ると、多くの国・地域で総じてインフレは抑制されており、多くの先進国とは対照的にパンデミック以

---

前の水準を下回っているケースも見られました。また、政策金利は概ね高水準にあり、実質利回りも魅力的でした。さらに、米ドル安基調の環境も、新興国債券にとって追い風となっていました。一方で、地政学的な要因が、足元では短期的なボラティリティを生み出していることも確かです。商品価格の上昇、通貨安、そして一部でのスプレッド拡大が見られています。足元では不確実性が高いため、ポートフォリオ運営における私たちのスタンスは、引き続き機動的なものとなっていますが、中長期的には、この紛争はいずれ何らかの形で解決に向かうというのが基本シナリオであると考えています。

こうした状況下、ベンチマークに限定されず、より広範な投資可能な新興国ユニバース全体を活用するという私たちの運用哲学の真価が問われることとなります。構造的な前向きな変化や経済改革が進展している国々に注目する一方で、財政負担が大きい国、政策の不確実性が高い国、あるいは一次産品の輸入依存度が高く脆弱性を抱える国々については回避することが可能となります。

構造改善や経済改革により、これらの国々の債務返済能力は改善することが期待できます。重要なのは、多くの新興国でファンダメンタルズが改善しているという点です。パンデミック後の非常に厳しい局面を経験し、その結果、財政面で慎重な姿勢を余儀なくされた国々では、中央銀行も現在は比較的良好なポジションにあります。脆弱だったバランスシートの整理が進んだことで、エマージング・マーケットは足元ではかなり良好な状況にあると言えます。分散ポートフォリオの一部として見た場合、新興国債券は、キャリー収益と分散効果の双方を提供し得る魅力的な位置づけにあると考えています。

先進国市場では、インフレの観点から、これまで述べてきたさまざまな要因により、デフレーションが引き続き大きな影響を受けやすい環境にあります。また、スプレッドがタイトである点についても触れてきましたが、新興国市場では高い初期利回りを確保できるほか、政策を起点としたアルファ機会や、米国の景気サイクルに必ずしも依存・連動しない国別の改革ストーリーといった投資機会を見出すことが可能です。だからこそ、新興国市場は、特に米国資産へのエクスポージャーに偏りがちな投資家にとって、有力な投資機会だと言えるでしょう。この市場ではアクティブ運用が不可欠です。地政学、エネルギー価格、政策の信認性といった要因により、国ごとに勝者と敗者が大きく異なる結果となるためです。私の考えでは、長期的に見て資産価格を最終的に左右し続けるのは、やはり「政策」であると考えています。

---

#### Jim :

このように整理していただくと、現在の市場環境がいかに重要な局面にあるかがよく分かります。金利サイクルは、もはや一方向に低下していく局面ではなく、レンジ内で変動する状況にありますし、地政学リスクも数多く存在しています。さらに、新たなFRB議長の就任も控えており、不確実性の高い環境が続いています。そうした中で、このアプローチは、明確な戦略と、それを実行に移すためのプロセスを有しており、金利リスクだけで

---

なく、クレジットリスクにも対応しつつ、債券市場全体の幅広い投資機会を活用できるものだと感じました。そして、これはこの対話の冒頭で私が申し上げたポイントとも重なりますが、現在のような環境下では、債券運用をパッシブで行うよりも、アクティブに管理する方が、より最適なアプローチであるように思われます。総括すると、マルチアセット・ポートフォリオにおいて、アクティブ運用はアルファの重要な源泉となり得る——それが今回の対話から得た私の結論です。

---

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の一部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。

本書はポートフォリオ・ソリューションズ・グループのキャピタル・マーケット・グループが情報提供を目的として作成したものであり、法令に基づく開示資料ではありません。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。本書中のグラフ、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。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下さい。

### リスクについて

ポートフォリオ・ソリューションズ・グループが運用する運用戦略は主に海外の有価証券等を投資対象とするため、当該有価証券の価格の下落により投資元本を割り込むことがあります。また、外貨建ての資産は為替変動による影響も受けます。従ってお客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。投資する可能性のある金融商品等には、価格変動リスク、信用リスク、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、カントリーリスク等のリスクを伴います。

### 重要事項

本書は、当社の投資一任契約およ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、当社は、ポートフォリオ・ソリューションズ・グループが運用する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。

- 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。また、外貨建て資産に投資するため為替変動リスクの影響を受けます。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**

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

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 5473057 EXP 5/31/2027