

グローバル債券市場レポート

本書はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントのグローバル債券運用部門が作成したレポートを邦訳したものです。2016 年 6 月現在の筆者の見通しおよび見解に基づくものであり、市場および経済状況の変化により必ずしも実現されるとは限りません。また、特に断りのない限り時点は 2016 年 6 月末現在です。

冷静に機会を見極めよ

1. アウトルック

- 世界経済が概して低迷していることを勘案すれば、米連邦準備制度理事会（FRB）はあらゆる手段を用いて、金利がハト派的な利上げの道筋をたどるよう誘導するものと思われる。これまで FRB は、2016 年の利上げ回数が 2 回にとどまるとの予測を示してきた。だが英国の国民投票で EU 離脱（Brexit）が決定したことにより、年内の利上げが 1 回だけになるか、ゼロになる可能性も出てきた。国債利回りが低水準にあることは明白だが、短期金利の道筋に関わりなく、国債利回りを最近のレンジから抜け出させる足元の起爆剤を見出すことは困難だ。事実、イングランド銀行（BoE）、欧州中央銀行（ECB）、日銀（BoJ）は揃って、2016 年下半年にさらなる緩和に踏み切ると予想されている。
- 英国の EU 離脱は長期的な時間軸の中で進められることから、国民投票直後の市場の急落場面は買いの好機となる可能性がある。新興国市場（EM）、証券化市場、およびクレジット市場で資産買い入れの機会を模索したい。
- 新興国資産は 2016 年に 1-2 度の追加利上げが行われることには対処できるとみられるが、それよりもタカ派的なサプライズに対しては依然脆弱であろう。そうした政策サプライズが、米国や世界経済の成長見通しの上振れではなく、切迫するインフレ懸念の高まりを反映する場合には、とりわけそのように言えそう。新興国債券は依然として実質ベースで魅力的な利回りを提供しているうえ、キャリーとスプレッド圧縮も見込まれる。米金利が上昇した場合に、これらがバッファーとなる可能性がある。
- クレジット市場は一方では高い不透明感と、他方では中央銀行の政策に起因するテクニカル的な強力な需要の狭間にあるとみられる。こうした状況下、投資家は引き続きクレジット・スペクトラムを下方にたどって高リスク証券に投資することにより、追加的なリターンを模索するものと思われる。以上により、これらの機会から恩恵を享受すべく、ポートフォリオを構築している。高利回りを提供する市場に注目し、ハイブリッド社債、金融機関が発行する劣後債など、ハイイールド市場全般をオーバーウェイトする。
- 足元ではエージェンシーMBS は引き続き堅調なパフォーマンスが期待できようが、クレジット関連 MBS との比較では、エージェンシーMBS は妙味に乏しい。欧州では、発行以来かなりの期間が経過しており、金融危機の際にも借り手の返済が滞らなかった英住宅ローン債権担保証券（RMBS）を引き続き選好する。これらの借り手は経済にストレスがかかったり、住宅価格が下落する局面でも強い抵抗力を有していることが判明している。これらの成熟した案件の証券はレバレッジ削減や構造的信用補完の強化から恩恵を享受している。加えてイングランド銀行は、今や利下げを予測していることから、今後借り換えが増加するとともに、住宅のアフォーダビリティ（買いやすさ）改善が見込まれる。

1 アウトルック

金利および為替見通し

新興国市場見通し

クレジット市場見通し

証券化商品市場見通し

2 市場サマリー

先進国債券市場

新興国債券市場

1) 米ドル建て新興国債券

2) 現地通貨建て新興国債券

3) 新興国社債

社債市場

証券化商品市場

市場のリスクが低下したと考え始めたまさにその矢先、英国の国民投票で EU 離脱の判断が下され、世界の金融市場は不意打ちを食われた。6 月は、しばしば引用される次の言葉を地で行く展開となった——政府の舵取りを狂わせるのは何かとのジャーナリストの質問に答えて、ハロルド・マクミラン元英首相は、首相（と市場）が最も恐れなければならないのは「イベントだよ、君、イベントだ」と答えたのだ。

当然ながら、6 月には Brexit（英国の EU 離脱）の決定が市場の最大の関心事となり、投資家はそれが（市場や経済に）どのような影響を与えるか考えを巡らせた。英国国民が EU 離脱の判断を下したことを受けて、市場のボラティリティは急騰したが、低迷局面は概ね短期間で終息した。この事実から、大幅に売られる場面があれば買いの好機と捉えたいとの思惑から、投資家がキャッシュ・ポジションを高めていたことが、実証データにより確認される格好になったと思われる。加えて、先進国の中央銀行による金融引き締め懸念が薄れ、世界的にデレレーションを模索する動きが広がったことも、新興国の追い風になった。6 月に FRB は Brexit の行方と米労働統計の悪化を念頭に置き、慎重に金利の安定を図った。さらに、アルゼンチン、インドネシア、ロシアなどの中央銀行は、利下げに踏み切った。そして世界中の金融当局が、英国の EU 離脱に伴う市場の動揺に備えて、スワップ枠や外貨準備バッファなどの市場支援策を発動する用意を整えた。

これまでのところ、英国の EU 離脱に対し、市場は概ね落ち着いた反応を示している。国民投票直後には価格が激しく乱高下したものの、流動性逼迫や、システミックな金融危機に特徴的な劇的なリスク回避トレードが起きている様子は見られなかった。現在まで、資本市場に対する国民投票後の金融市場の調整の大半は、為替市場を通じて行われ、英ポンドの対ドル相場は 30 年来の水準にまで下落した。一方、リスク市場ははるかに安定的な推移を見せた。当初、株式市場のボラティリティが上昇したものの、VIX は 6 月初めの 15.6% から 1.5% 上昇するにとどまり、欧州の Stoxx インデックスは同じ期間にわずか 1% 上昇しただけだった。S&P500 は横ばい、英国の FTSE インデックスはポンド建てで 5% 上昇して 6 月を終えた。欧州株式市場のリターンは最も低迷し、STOXX 600 は 6 月に 5% 近く低下した。英国の EU 離脱が欧州の景気動向に及ぼす影響を、市場が懸念したためとみられる。

債券市場では、大半の高リスクのスプレッド商品で、スプレッドがワイド化した。リスク資産が売却されたためではなく、リスクフリー利回りが低下したことが、この最大の原因だと考えられる。世界的にイデオシンクラティック・ショック（個別要因によるショック）が起きやすくなっており、この点を反映

して、資産クラス全体にわたりリスク・プレミアムが上方に価格調整されても不思議はない。だが実際には、市場はリスクフリー金利を一段と押し下げて、ショックに対する再調整を行った。このことが、今年のテーマとなりつつある。

現在までのところ、Brexit はシステミックな事象というよりも、イデオシンクラティックな事象と受け止められる。Brexit が英国にネガティブな影響を及ぼすことは明らかな。とりわけ、英国が GDP 比 5.8% に達する経常赤字のファイナンスを海外資金の流入に依存しており、さらに英国の製品輸出の 50% を占める欧州単一市場へのアクセスがリスクにさらされていることを考えれば、猶更である。しかしながら、Brexit が他の国に悪影響を及ぼすかどうか、換言すれば Brexit がイデオシンクラティックなリスクからよりシステミックな事象に変容するかどうかは、さほど明確ではない。対英輸出は EU の製品輸出のわずか 4% にすぎない。Brexit の影響がシステミックな広がりを見せた場合に想定される最も明白なリスクとして、政治情勢への波及、欧州懐疑主義や世界的なポピュリズムの拡大、長期にわたる政治的リスクの拡大が投資や経済面での判断に及ぼす影響などが指摘できる。

現時点で、Brexit が市場にとって重要なのは金融面での影響ではなく政治的な影響であり、時間軸も長期に及ぶ。英国の EU 離脱をめぐる国民投票が行われた 2 日後に、スペインの議会総選挙が行われた。蓋を開けてみると、実際には中道右派の与党が議席を伸ばす結果となった。このことは、Brexit を巡って大衆迎合主義が強まったことの不透明感を危惧し、有権者が現状維持の姿勢を強めた証左とも受け止められる。

結局のところ、英国は EU 離脱とそれに伴う自由貿易合意、および EU との新たな関係構築のためだけでも 2 年間にわたる交渉を行う必要があり、その後、全欧州政府の批准を受けなければならない。この一連の困難な過程が明らかになるにつれ、EU 離脱を考慮していた人々の抑止力となる可能性がある。ユーロ圏の今後に関してあらゆる陰鬱なシナリオが想像できるものの、投資家は極度にネガティブなシナリオやそれが示唆する価格に飛びつくべきではない。

英国の EU 離脱は長期的な時間軸の中で進められることから、国民投票直後の市場の急落場面は買いの好機となる可能性がある。Brexit に端を発するボラティリティの上昇懸念に備え、各国中央銀行は一段の緩和に踏み切る用意を整えると思われる。FRB は利上げを先送りして、2016 年内の追加利上げを 1 回に抑えるか、あるいはゼロにすることも考えられる。そうした展開となれば金融市場に安定がもたらされ、キャリー商品を下支えすることとなろう。米国の金利が長期にわたり低位に据え置かれれば、新興国資産、とりわけ英国との関係性の薄い新興国資

産は追い風を受けよう。証券化市場やクレジット市場でも、資産買い入れの機会を模索したい。

金利および為替見通し

世界経済が概して低迷していることや、Brexit をめぐる不透明感の高まりとその影響を勘案すれば、FRB はあらゆる手段を用いて、金利がハト派的な利上げの道筋をたどるよう誘導するだろう。このことは、市場が積極的に米短期債の再評価を進めた場合には、実際の利上げの道筋が失望を呼びかねないことを示唆している。一方、長期債はグローバル・リスクプレミアムに関わるテクニカル要因を大きく織り込んでいるもようだが、そうした要因が反転すれば、利回りは押し上げられよう。こうした動向と市場の現状に照らして、米国のデュレーションを引き続き小幅アンダーウェイトする。但し、新興国を中心に、他地域のデュレーションはオーバーウェイトする。さらに、インフレ連動債（TIPS）を通じたインフレに対する現在の市場のブラッシングは、インフレ上昇の可能性を過小評価していると考ええる。

ECB による継続的な資産買い入れにより、ユーロ圏諸国の実質金利は引き続き低下に向かう。ECB の目的は、インフレ期待を上向かせるべく、必要な金融および経済のリバランスを実現することにある。以上の観点から、これまで通りイタリアとスペインのインフレ連動債を選好し、ユーロ圏のデュレーションを引き続き基本的にニュートラルとする。ECB は量的緩和（QE）の期間延長を通じて一段の緩和を図る可能性が大きい。

オーストラリアとニュージーランドは、中国関連コモディティの低迷を主因とする景気減速と成長鈍化への配慮から、金融緩和を維持すると考える。乳製品価格の低下が続いていることに照らせば、ニュージーランド国債は市場をアウトパフォームするとも思える。同国国債はオーバーウェイトを維持する。

新興国資産は、大幅な下落を経て投資価値が上昇し始めている。中国経済の成長への依存度の高い他の多くの新興国とは対照的に、メキシコは米国経済が回復すれば、ファンダメンタルズの改善が見込まれる。このため、新興国の中ではメキシコ国債をより強気にみている。中欧の債券も、最近のアンダーパフォーマンスにもかかわらず、依然魅力的だ。ブラジルおよび南アフリカに対し、戦術的にポジティブなスタンスを取る。

通貨ポジションについては、FRB がハト派的スタンスを強めていることから、足元、米ドルは軟調に推移するとみている。但し、リスクオフ・シナリオの下では、ドルは強含むとも考えられる。ポーランド・ズロチ、ノルウェー・クローネ、ロシア・ルーブルなど、割安感の出ている通貨にエクスポージャーを追

加する。英ポンドについては、Brexit をめぐる不透明感が成長見通しを陰らせるとみられることから、アンダーウェイトとする。

新興国市場見通し

年初、金融市場は波乱含みのスタートを切ったのに続き、6 月には英国の国民投票で EU 離脱の判断が下された。にもかかわらず、エネルギー価格の安定、FRB による利上げ不安の緩和、中国の景気減速懸念の後退を踏まえ、引き続き慎重ながらも楽観的なスタンスを継続する。年末までにさらに 1 回、FRB による利上げが実施される可能性はあるが、先進諸国が総じて緩和的な金融政策を採っている事実と、中国経済の失速懸念の緩和が、2016 年第 3 四半期を通じて引き続き資産価格を突き動かす原動力になるものと思われる。6 月には金融市場は好パフォーマンスを記録し、5 月の低迷をほぼ打ち消した。この好パフォーマンスの牽引役となったのは主にデュレーションへの選好。最近の声明で英中銀が一段の緩和を示唆、ECB も QE プログラムの条件緩和を検討していると報じられたことが、その背景にある。新興国市場が続伸し、より長続きする影響を及ぼすためには、新興国市場の経済ファンダメンタルズの改善やドルの安定に加え、先進国の金利がボックス圏で推移する必要がある。英国の EU 離脱の不安に対して新興国が底堅い動きを見せている点は心強く、夏場にかけて新興国資産がキャリアを提供するための舞台が整いつつあると考えてよからう。

新興国資産は、2016 年中の 1、2 度の追加利上げには対処できよう。しかしながら、それよりもタカ派的なサプライズに対しては、依然脆弱だ。そうした政策サプライズが、米国や世界経済の成長見通しの上振れではなく、切迫するインフレ懸念の高まりを反映する場合には、とりわけそのように言えそう。しかしながら世界全体としてみれば、インフレ環境は相対的に良好との考えは変わらない。英国の EU 離脱が決定し、中国の景気減速にブレーキがかかっていない現状では、尚更である。米国では、2015 年末までに GDP ギャップがほぼ解消したことを背景に、コア消費者物価上昇率が引き続き安定・回復の兆しを見せよう。原油価格はすでに底入れし、2016 年下期には緩やかに回復するとの我々の予想が正しければ、コモディティ価格の下落に端を発するデフレ圧力は、和らぎ始めるはずである。

全般的に、2016 年から 2017 年にかけてブラジルとロシアのネガティブな影響が弱まるにつれ、新興国の成長は緩やかに回復すると予想している。中国については、中期的には成長減速が続こうが、足元では小幅な回復が見込まれる。ただ、財政出動、預金準備率の引き下げ、利下げなどの大胆な措置が講じられているにもかかわらず、経済成長が上向いてこないことは意外だ。

米ドルの安定は人民元にとって好都合で、中国当局は一息つける。当局は外貨準備高の減少ペースを落としながら、対通貨バスケットで人民元をコントロールすることが可能となるからだ。我々は、2016 年の中国の「公式な」成長率は 6.5%に減速し、「実際の」経済成長率は 5%近辺にとどまるとみている。人民元を対通貨バスケットで管理する態勢に徐々にシフトすることにより、中国が G20 の議長国となっている今年一杯、元の急落リスクは抑制されよう。

クレジット市場見通し

英国の国民投票の結果を巡って不透明感が高まり、それが経済成長にネガティブな影響を及ぼす恐れがあるにもかかわらず、クレジット市場は底堅い動きを続けている。需給に関わるテクニカル要因は極めて良好で、均衡がとれているもようだ。市場の変動性が高まるなか、6 月にはユーロ建て債と英ポンド建て債を中心に、発行市場における起債額が急落した。米ドル建て債も、これまでの時期と比べて発行額が減少した。同時に、先進諸国全般にわたる金融緩和状況に後押しされ、クレジット商品に対する需要は堅調である。FRB は 6 月に利上げを見送り、ECB は社債の買い入れを開始、BoE は国民投票の結果を受けて、一段の緩和に踏み切る公算が大きいと示唆している。こうした行動が、世界中のリスクフリー金利に一段と下げ圧力を及ぼし、投資家を社債やハイイールド債などの高利回り資産に向かわせている。加えて、6 月には多数の市場参加者が、高まる不透明感を前に通常以上にキャッシュ・ポジションを高めていた。投資家が、国民投票の結果を見極めた上で、キャッシュを発行市場に向けたいと望んだためだ。しかしながら新規発行額が低水準だったことから、投資家はキャッシュを流通市場に振り向け、価格をさらに下支えした。

大半の市場参加者にとって、英国の国民投票の結果は予想外だったが、グローバル・クレジット市場のリスクを牽引する世界経済において、英国経済は相対的に小さな部分を占めているにすぎない。離脱の判断が下されたことは短期的には若干のリスク上昇につながるものの、世界経済全体としてみれば、経済は引き続き拡大基調にある。金融関連株は引き続きアンダーパフォームしているが、市場は銀行へのストレスが広がっていくとはみていない。このような状況から判断する限り、英国の EU 離脱決定が広範なシステムリスクを引き起こした気配はない。そうしたシステムリスクが発生していれば、英国をめぐる政治的不透明感に端を発するボラティリティが、世界経済に波及していくためのメカニズムとなった公算は大きかっただろう。

市場は一方では高い不透明感と、他方では中央銀行の政策に起因するテクニカル的な強力な需要の狭間にあるとみられる。こうした状況下、投資家は引き続きクレジット・スペクトラムを下方にたどって高リスク証券に投資することにより、追加的なリターンを得ようと模索するものと思われる。リスクフリー市場のリターンを強く求める投資家にとって、高いインカムを提供する資産は引き続き魅力的だ。このため我々は、これらの機会から得られるリターンを最大化すべく、ポートフォリオを構築している。高利回りを提供する市場に注目し、ハイブリッド社債、金融機関が発行する劣後債など、ハイイールド市場全般をオーバーウェイする。

証券化商品市場見通し

エージェンシーMBS はアンダーウェイトを継続する。名目スプレッドの歴史的な水準への低下やオプション調整後スプレッドの低下に加え、住宅ローン金利が過去最低に近い水準に落ち込んだのに伴い、期限前償還リスクとオプション・コストの大幅な上昇が予想されるためだ。流動性が高く、格付けの高いスプレッド商品に対する需要増大を最大の牽引役に、エージェンシーMBS は年初来、極めて良好なパフォーマンスを記録している。この数年間、エージェンシーMBS は金利ボラティリティが相対的に低水準にとどまるなか、極めて高いリターンを上げてきたものの、過去のスプレッドや利回りとの比較で、MBS には割高感が出ていると思われる。その結果、現在のキャリーを考慮しても、下振れリスクが上振れ余地を大幅に凌いでいると考えられる。加えて、現在はクレジット関連モーゲージ証券のリターン・プロファイルのほうが、リスク調整後ベースでより妙味がある。2015 年末から 2016 年初めにかけてスプレッドがワイド化し、キャリーが拡大している点を考えると、尚更だ。足元ではエージェンシーMBS は引き続き堅調なパフォーマンスが期待できようが、クレジット関連 MBS との比較では、エージェンシーMBS は妙味に乏しい。

我々の見解では、非エージェンシーMBS は、依然として相対的に安定性が高く、魅力的な債券クラスの 1 つである。魅力的なキャリー、ファンダメンタルズの改善、ネット・ベースでの供給減少を背景に、非エージェンシーMBS セクターのオーバーウェイトを維持する。非エージェンシーMBS のスプレッドは、米国債利回りに対して投資適格級で 200—275bps、非投資適格級で 275—325bps に達している（損失調整後ベース）。米国経済が堅調で、住宅ローン金利が依然として低く、住宅取得能力が過去平均を上回っているなどの要因に基づき、住宅市場の見通しは引き続き明るいとみている。供給面では、2016 年に非エージェンシーMBS の残高は 600 億—700 億米ドル減少する

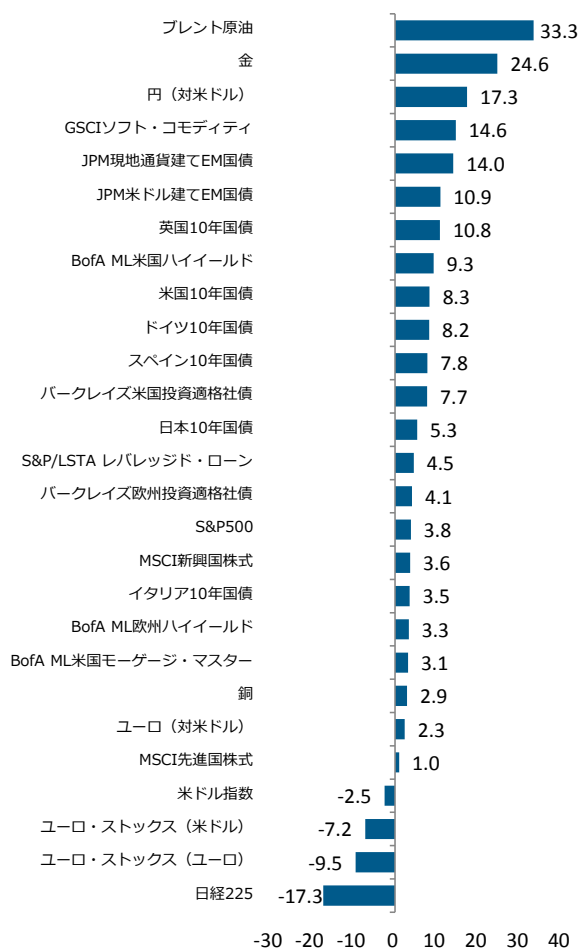
と予想される。また新規発行額は 200 億–300 億米ドル前後にとどまる見通しである。

商業用不動産ローン担保証券（CMBS）については、慎重ながらもオーバーウェイトとしている。商業用不動産のファンダメンタルズは米国経済の堅調さと足並みを揃えて改善を続けるとみられ、それに伴って CMBS も好パフォーマンスが期待される。だが、最近、スプレッドのボラティリティが高まっているうえ、今後、新規オリジネーションや発行が増加する見通しを踏まえれば、需給ダイナミクスに幾分の懸念が残る。さらに、2015 年から 2016 年にかけてオリジネーションされた CMBS については、ここ数年にわたる不動産価格の高騰が懸念要因となる。こうした点を勘案し、新発案件よりも、発行後時間が経過している CMBS を選好する。後者は直近の不動産価格上昇の恩恵を享受できるのに対し、前者は組み入れ物件のバリュエーションが幾分高くなっている懸念があることによる。より直近に発行された CMBS については、資本ストラクチャーの上方を選好する。これらの資産は最近のスプレッドのワイド化に伴い、魅力的なスプレッドを引き続き受け取れると同時に、一層の構造的信用補完の恩恵を享受できるとみられるためである。2016 年にも CMBS 市場のボラティリティは高止まりしそうだが、CMBS は引き続き魅力的な利回りを提供するのみならず、市場ファンダメンタルズの改善からメリットを受けるとの考えは変わらない。以上により、CMBS のオーバーウェイトを堅持する。但し、ボラティリティが高まっていることと、同セクターには時価への値洗いリスクがあることを考慮して、オーバーウェイト幅は管理可能な水準にとどめる。

欧州では、2015 年に英国と欧州周縁国でスプレッドが拡大しており、このことが 2016 年に魅力的な投資機会を提供しているとみている。英国の EU 離脱により、英国が景気後退に入る確率は高まっている。にもかかわらず、依然として発行以来かなりの期間が経過し、金融危機の際にも借り手の返済が滞らなかった英住宅ローン債権担保証券（RMBS）を選好する。これらの借り手は経済にストレスがかかったり、住宅価格が下落する局面でも強い抵抗力を有していることが判明している。これらの成熟した案件の証券はレバレッジ削減や信用補完の強化から恩恵を享受している。加えてイングランド銀行は、今や利下げを予測している。このため、今後借り換えが増加するとともに、住宅のアフォードビリティ（買いやすさ）改善が見込まれる。大陸欧州では、ECB が長期にわたり金利を低水準に据え置き、さらなる刺激策を提供するとのコミットメントを改めて示唆した。欧州の不動産市場は依然、金融危機からの回復途上にある。特に、不動産価格が今でもピークを大幅に下回る水準にとどまっている欧州周縁国については、なおその感が強い。ECB の刺激策が、不動産価格上昇を後押しすると期待される。ファンダ

メンタルズの改善とスプレッド水準の拡大を踏まえて、引き続き欧州 RMBS および CMBS 市場を選好する。

図表 1: 資産別 年初来リターン (%)



上記は米ドル・ベース。出所：トムソン・ロイター、データストリーム

2. 市場サマリー

6 月は米国、英国、欧州全般に、利回りが大幅に低下した。国民投票で英国の EU 離脱が決定するに伴い、リスクオフ・センチメントが市場を支配したことによる。英ポンドは対ドルで大幅に下落した一方、他通貨は米ドルに対し概ね値上がりした。

6 月に米 10 年債利回りは 38bps 低下、2 年債–10 年債のイールドカーブは 8bps フラット化した。独 10 年債利回りは 27bps 低下し、今やマイナス圏にある。独 2 年債利回りも 15bps 低下した。アイルランド、イタリア、スペインの 10 年債利回りは 10–24bps 低下した。ポルトガルの 10 年債利回りは 1bp 低下、ギリシャの 10 年債利回りは 103bps 上昇した。日本の 10 年債利回りは 11bps 低下した。30 年債利回りは今やゼロ近辺で推移している。

6 月の FOMC がハト派的な内容となったことを受けて米ドルは下落したが、英国国民投票で Brexit が決定した後、値上がりに転じた。ユーロは対米ドルで 0.2% 下落、英ポンドは 8.1% 下落し、同月に最も大幅に下落した通貨となった。日本円は 7.3% 上昇した。原油（ブレント）は 49 ドルで横ばいだった。

先進国債券市場

米国では、6 月の FOMC はハト派的な姿勢をとり金融政策を据え置いた。将来の FF 金利の動向についての委員会メンバーの予測、すなわち「ドット」は、メンバーが依然として 2016 年中に 2 回の利上げを見込んでいることを示している。しかしながら 2017 年および 2018 年に対する「ドット」はそれぞれ 25bps と 62.5bps 引き下げられ、ターミナル・レートも 3.0% に 25bps 引き下げられた。記者会見でジャネット・イエレン議長は中立的な実質金利、ひいては金融政策をめぐる不透明性について言及した。経済指標はまちまちだった。5 月の非農業部門雇用者数は、予想の 16 万人の増加に対し 3 万 8,000 人の増加にとどまり、予想を下振れした。3 月の数値も 16 万人増から 12 万 3,000 人増に下方修正された。非農業部門雇用者数が予想を大幅に割り込んだのは、ストライキ続行の影響があるともみられる。雇用増加が失望的な水準にとどまったにもかかわらず、失業率は 4.7% に小幅低下し、コンセンサスの 4.9% を下回った。労働参加率が急落したためだ。時間当たり平均賃金は 2.5% 増加した。他方、景気信頼感は予想を上振れし、ISM（サプライマネジメント協会）発表の 5 月の製造業指数は 51.3 に上昇し、コンセンサス予想の 50.3 を上回った。第 1 四半期の GDP 成長率は前期比 1.1% に上方修正され、コンセンサス予想の 1.0% を上回った。5 月の総合 CPI は 1.0%、コア CPI は 2.1% だった。

ユーロ圏では、ECB は 6 月の政策理事会で金融政策を据え置いた。経済指標を見ると、5 月のユーロ圏製造業 PMI は 51.5 となり、4 月の 51.7 を下回ったものの、コンセンサス予想の 51.5 と一致した。2016 年第 1 四半期のユーロ圏 GDP 成長率は前期比 0.5% に下方修正され、速報値通り 0.6% と予想されていたコンセンサスを下回った。5 月のユーロ圏インフレ率は -0.1% となり、4 月の -0.20% を上回った。

英国では、イングランド銀行が賛成 9、反対 0 で金融政策の維持を決定した。国民投票で EU「離脱」派が勝利した後、マーク・カーニー・イングランド銀行総裁は、イングランド銀行は金融ストレスが高まる兆候が見られた場合には、対応策を講じる用意があると強調した。加えて、カーニー総裁は恐らく、夏場にかけて金融緩和を迫られるとの見方を明らかにした。経済指標については、5 月の総合 CPI は 0.3% となり、4 月の水準から横ばいとなって、コンセンサスの 0.4% を下回った。4 月の失

業率（3 カ月平均）は 5.0% に小幅低下した。第 1 四半期の GDP 成長率は前期比 0.4% と速報値通りとなり、コンセンサスと一致した。5 月の英国の製造業 PMI は 50.1 に上昇し、4 月の 49.4、コンセンサス予想の 49.6 をともに上回った。

日本では、賛成 7、反対 2 で現在のマイナス金利政策が維持された。黒田日銀総裁は、インフレ目標を達成するためにマイナス金利が必要だとの持論を繰り返した。経済指標では、6 月の製造業 PMI は 48.1 となり、5 月の 47.7 から上昇した。5 月の全国コア CPI（食品およびエネルギーを除く）は 0.6% となって、4 月の 0.7% から低下、コンセンサスと一致した。2016 年第 1 四半期の GDP 成長率は速報値の前期比 0.4% から同 0.5% に上方修正され、コンセンサス予想と一致した。

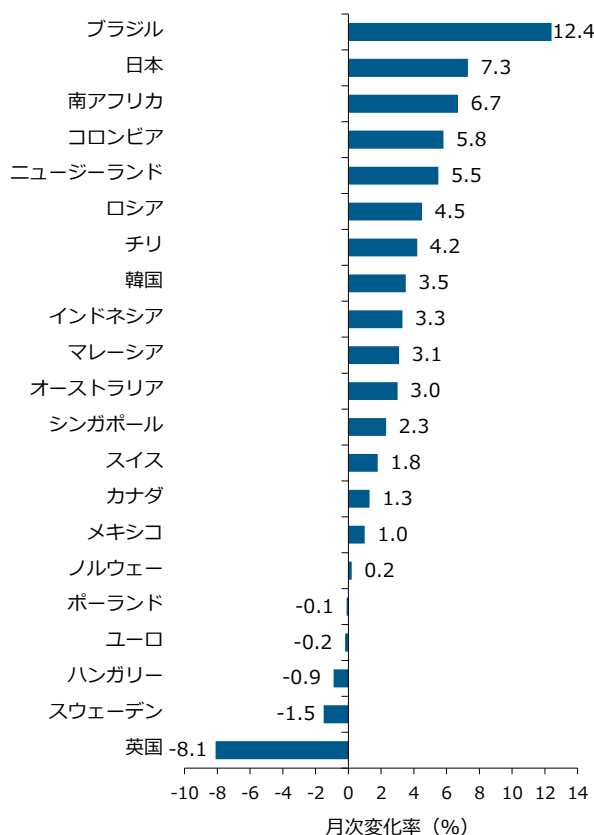
図表 2: 主要国の国債利回り

国	2年債 利回り (%)	当月 変化 (bps)	5年債 利回り (%)	当月 変化 (bps)	10年債 利回り (%)	当月 変化 (bps)
オーストラリア	1.59	-8	1.65	-18	1.98	-32
ベルギー	-0.58	-10	-0.40	-8	0.23	-28
カナダ	0.52	-10	0.57	-17	1.06	-26
デンマーク	-0.56	-19	-0.31	-21	0.09	-32
フランス	-0.54	-10	-0.35	-16	0.18	-30
ドイツ	-0.66	-15	-0.57	-19	-0.13	-27
アイルランド	-0.36	-48	-0.04	-15	0.52	-24
イタリア	-0.11	-3	0.29	0	1.26	-10
日本	-0.30	-6	-0.31	-8	-0.22	-11
オランダ	-0.59	-6	-0.42	-3	0.09	-26
ニュージーランド	2.01	-10	2.03	-14	2.35	-26
ノルウェー	0.51	-20	0.47	13	1.01	-37
ポルトガル	0.58	8	1.82	1	3.01	-6
スペイン	-0.19	-9	0.18	-29	1.16	-31
スウェーデン	-0.62	-3	-0.28	-10	0.26	-26
スイス	-1.07	-25	-1.00	-27	-0.58	-26
英国	0.10	-33	0.35	-55	0.87	-56
米国	0.58	-30	1.00	-37	1.47	-38

出所：Bloomberg

図表 3:対米ドルでの月次為替変化

(プラス：上昇、マイナス：下落)



出所：Bloomberg

新興国債券市場

6月に新興国債市場は上昇した。月中に一時腰折れする場面があったものの月末に向けて反騰し、力強いパフォーマンスで6月を終えた。Brexitの直後は、金融市場を通じて新興国に影響が及んだとはいえ、対ドル為替相場はわずかに下落しただけだった。経済に及ぼす中長期的な影響は未だ不透明だ。これは、英国のEU離脱のペースや道筋が、Brexitが実際にどのような性格・形態のものとなり、どのようなプロセスが必要で、見通しの不透明感がどの程度のボラティリティを引き起こすかにかかっているからだ。新興国にとってより幅広い問題は、英国の国民投票の結果が政情の変化を促し、保護主義の動きが強まって、世界貿易の冷え込みにつながるかどうかである。もしこのような展開となれば、新興国には一層の逆風となる。こうしたトレンドからの顕著な例外が、ラテンアメリカ諸国だ。太平洋同盟貿易圏（メキシコ、チリ、コロンビア、ペルー）諸国は、エネルギーおよびインフラ部門への海外投資を促し、関税を引き下げ、金融面でのつながりを強化するため、国境を超えた投資、イノベーション、金融サービスなどについて協議を行っている。

驚くほど良好な市場環境の恩恵を享受すべく、多数の企業やソブリンが起債に踏み切った。オマーンは19年ぶりに国際債券市場に復帰、25億ドルに上る資金を調達、財政赤字の穴埋めに充てた。オマーンでは原油価格の下落により、財政赤字が拡大している。アルゼンチンは引き続き国際債券市場にアクセスし、幾つかの地方政府と企業が起債を実施した。先のデフォルトの際のホールアウト債権者（債権の減額や放棄に応じず全額の返済を求めている債権者）との紛争解決を受けて、資金調達の機会が開かれたことによる。マクリ大統領は引き続き国民の支持を必要としており、アルゼンチン経済を再活性化するという目的に向けて、妥協点を探っている。

ラテンアメリカ数か国で選挙が行われたが、政局に大幅な変化は見られなかった。メキシコでは与党が支持基盤を守り、ペルーでは市場よりの候補者が大統領に選出された。メキシコの知事選挙では、野党（ロペス・オベラドル氏率いる国家再生運動）は支持を広げることができなかった。しかしながら、与党の制度的革命党（PRI）は重要なベラクルス州において、野党連合 PAN PRD（野党第1党の国民行動党と、左翼政党の革命党）に敗北した。ペルーでは、大統領選の決選投票でペドロ・パブロ・クチンスキー氏が接戦の末、ケイコ・フジモリ氏を破った。両候補者とも市場寄りとみなされていた。クチンスキー大統領は経済政策を維持し、インフラ支出を拡大すると予想されている。市場にとってポジティブなサプライズは、S&Pが南アフリカの外貨建て国債格付けをBBB-に据え置いたことだ。アウトルックは引き続きネガティブとなっている。とはいえ、政情不安や財政状況を踏まえると、同国の格付けは依然、引き下げリスクにさらされている。

1) 米ドル建て新興国債券

6月の米ドル建て新興国債・準国債市場のリターンはJPモルガン EMBI グローバル・インデックスで3.73%となり、年初来のパフォーマンスは10.90%に拡大した。米国債利回りの低下が南アフリカ、コロンビア、メキシコ、ペルー国債をはじめとする投資適格資産のパフォーマンスを支えた一方、クレジット・スプレッドの縮小が、ベネズエラ、ザンビア、アゼルバイジャン、ガーナ、イラクなど高利回りの低格付け資産の追い風となった。ベリーズ、レバノン、エクアドル国債は新興国債券全体に出遅れた。

2) 現地通貨建て新興国債券

6月に現地通貨建て新興国債はJPモルガン GBI-EM グローバル・ディバースファイド・インデックスで6.15%上昇した。新興国通貨は対米ドルで3.56%上昇し、新興国債券のリターンは現地通貨ベースで2.59%となった。ブラジル、南アフリカな

どの高ベータ国のほか、コロンビア、ペルー、インドネシア、ロシアが市場全体をアウトパフォームした。ルーマニア、ハンガリー、ポーランドなどの高格付け・低利回りの東欧諸国は市場全体をアンダーパフォームした。これらの国は英国の国民投票で EU 離脱派が勝利したことにまつわるボラティリティの上昇に直撃された。

3) 新興国社債

新興国社債の6月のリターンは、JP モルガン CEMBI ブロード・ディバーシファイド・インデックスで 1.79% となった。6月には、高利回りで低格付けの社債が投資適格社債とほぼ同じパフォーマンスを記録した。地域別では、ラテンアメリカ（ブラジル、コロンビア、メキシコ）、アフリカ（南アフリカ）、欧州（トルコ）が、中東（オマーン）およびアジア（台湾）をアウトパフォームした。セクター別では、インフラ、金属・鉱業、石油・天然ガス・セクターが市場全体をアウトパフォームし、パルプ・製紙、TMT（テクノロジー、メディア、通信）セクターが出遅れた。

図表 4: 新興国国債のスプレッド変化

国	米ドル建て 債券 スプレッド (bps)	当月変化 (bps)	現地通貨建 て債券 利回り (%)	当月変化 (bps)
ブラジル	366	-52	11.9	-57
コロンビア	257	-40	7.3	-57
ハンガリー	224	16	2.4	-25
インドネシア	284	2	7.6	-32
マレーシア	232	5	3.7	-12
メキシコ	293	-11	6.0	-25
ペルー	200	-13	5.9	-45
フィリピン	113	17	4.7	-13
ポーランド	130	14	2.3	-14
ロシア	235	-10	8.4	-51
南アフリカ	337	-47	9.2	-47
トルコ	294	-14	8.9	-64
ベネズエラ	2659	-274	-	-

出所：JP モルガン

社債市場

英国の国民投票の結果、離脱派が勝利したことは市場の予想外だったため、その後数日にわたり、ボラティリティが顕著に高まった。しかしながら、短期的には一部で激しい値動きを見せる場面もあったとはいえ、月末までには世界のクレジット市場への影響は概ね払拭されたもので、多くの市場が直後の下落から回復し、一部の市場はポジティブなリターンを記録して投資家を驚かせた。

グローバル・クレジット・インデックスの6月のトータル・リターンは 1.83% となり、年初来のリターンは 6.5% 超に達した。しかしながら、このように力強いパフォーマンスの主たる牽引役となったのは、リスクフリー金利の下落である。グローバル・クレジット・インデックスの超過リターンは -0.43% にとどまった。国民投票の結果の影響を最も大きく受けたのは、英国に近い市場。ポンド建て投資適格の超過リターンは -1.66% となり、マイナス圏に沈んだ。欧州の超過リターンは -0.36%、米国の超過リターンは -0.38% だった。欧州クレジット市場への影響は、そうした結果が出た場合に想定されたよりも小さかった。これは、6月に開始された ECB による社債買い入れプログラムが、テクニカル的に強力な下支えとなったためである。同プログラムは始まったばかりだが、ECB の社債買い入れペースは市場の期待を上回っているとみられ、6月8日のプログラム開始以降、ECB は 64 億ユーロ近い社債を買い入れた。

6月には金融機関が発行した社債と非金融法人が発行した社債とでパフォーマンスが乖離し、グローバル鉱工業セクターの超過リターンが -0.29% となったのに対し、グローバル金融セクターの超過リターンは -0.82% となった。これは、ECB の社債買い入れが鉱工業分野のクレジットにとって、より大きな支えになっていることを一部反映している。しかしながら、国民投票で英国の EU 離脱が決定されたことにより、景気が一段と減速し、銀行の収益性が打撃を受けるとともに、銀行の信用内容により大きな影響が及ぶと市場が見ていることも、一因であろう。

6月はハイイールド債もアンダーパフォームした。国債の反発に対する感応度が低いことや、景気減速がデフォルト率を押し上げ、投資家がハイイールド債への投資に高いプレミアムを要求するとの懸念が、その背景にあると思われる。ハイイールド債のトータル・リターンは 0.93% にとどまり、投資適格債を約 54bps 下回った。但し、超過リターンについてはほぼ同様だった。

図表 5: 社債セクター別スプレッド変化

セクター	米ドル スプレッド 水準 (bps)	当月 変化 (bps)	ユーロ スプレッド 水準 (bps)	当月 変化 (bps)
インデックス	156	+7	137	+9
産業（素材）	215	-1	144	-6
産業（資本財）	115	+7	101	+5
産業（消費財[市況]	137	+6	119	-2
産業（消費財[非市況]	128	+8	106	+4
産業（エネルギー）	225	-9	134	+3
産業（テクノロジー）	146	+8	94	+4
産業（運輸）	143	+8	110	+3
産業（通信）	182	+9	134	+4
産業（その他産業）	127	+6	177	+18
公益（電力）	140	+8	131	+3
公益（ガス）	156	+5	116	+1
公益（その他公益）	165	+7	110	+3
金融（銀行）	144	+13	140	+19
金融（証券）	168	+6	150	+9
金融（金融会社）	179	+17	103	+9
金融（保険）	170	+9	303	+36
金融（REIT）	176	+5	142	-4
金融（その他金融）	246	+2	197	+24

出所：パークレイズ

証券化商品市場

証券化商品市場は数か月にわたり相対的に静かな動きを見せた後、英国国民投票の結果を受けて、6 月には再びボラティリティが高まった。米 10 年債利回りは月中に一旦 40bps 上昇した後、38bps 低下して 1.47% に下げ戻した。6 月のエージェンシー MBS のパフォーマンスはまちまちとなり、低クーポン MBS がデュレーションの等しい米国債をアウトパフォームしたのに対し、高クーポン MBS はデュレーションの等しい米国債をアンダーパフォームした。Brexit をめぐる国民投票以降、スプレッドは概ねワイド化した。パフォーマンスはセクターによって大幅に乖離した。パークレイズ米国 MBS インデックスは 6 月に 0.83% 上昇、年初来 6 月末までのリターンは 3.11% となった。6 月に米財務省金利は上昇した。10 年債利回りが 38bps 低下、2 年債利回りが 30bps 低下した結果、イールドカーブは横ばい化した。カレントクーポン物（新発物）エージェンシー MBS の対米国債名目スプレッド（線形補完後）は前月の水準から横ばいとなり、6 月末に 100bps にとどまった。オプション調整後スプレッドは 17bps から 10bps 低下して 7bps となった。潜在的な期限前返済のオプション・コストが上昇したことによる。30 年物住宅ローン金利は 12bps 低下して 3.53% となり、依然、過去

最低に近い水準にある。FRB は引き続きエージェンシー MBS ポートフォリオからの償還金を再投資し、同ポートフォリオの規模を約 1.75 兆ドルに維持した。

非エージェンシー MBS は 6 月に再び好パフォーマンスを記録した。スプレッドが 10-15bps タイト化するとともに、キャッシュフロー・パフォーマンスが改善を続けたことによる。非エージェンシー MBS のスプレッドは 2016 年の大半を通じて大幅にワイド化した後、現在は前年の水準とほぼ変わらない水準にまで戻った。基本的に、米住宅市場およびモーゲージ市場の状況は依然として明るい。4 月には、全米住宅価格が前月比 1.0% 値上がりし、2015 年の水準から 5.0% 上昇した。全米住宅価格は 2012 年の底から 33% 値上がりし、2006 年 7 月のピーク水準にわずか 3% に迫った。5 月の中古住宅販売は 4 月比 1.8% 増加、前年同月の水準を 4.5% 上回り、2007 年 2 月以降で最も高い水準となった。失業率が 5% と低く、米 GDP が緩やかに成長している状況下、米国では引き続き、過去の水準と比べて住宅が極めて買いやすい状況にある。家計所得（中央値）に対する住宅取得コスト（中央値）の比率を算出した全米不動産協会（NAR）の住宅取得能力指数によれば、住宅の購入しやすさ（アフォーダビリティ）は、過去 20 年間の平均をほぼ 10% 上回っている。4 月の月収に占める住宅ローン返済額の比率（いずれも中央値）は 15.4% となり、3 月の 14.7%、2015 年 4 月の 14.9% から上昇した。住宅ローンのパフォーマンスも依然堅調だ。5 月の新規デフォルト発生率はなお低下して年率 0.63% にとどまり、4 月の 0.69%、2015 年 5 月の 0.74% をともに下回った。失業率が低く、経済がゆるやかな改善に向かっており、住宅価格がおおよそ 10 年前の住宅ローン危機から依然回復を続けている今、モーゲージ関連クレジットのパフォーマンスは引き続き改善が期待できよう。

6 月に CMBS のスプレッドは拡大し、引き続き 2016 年初来、パフォーマンスが最も低迷したセクターの 1 つとなった。AAA 格 CMBS のスプレッドは 6 月におおよそ 2bps 拡大したものの、年初来では 10-15bps ほどタイト化した。BBB 格スプレッドは 6 月に 25bps ワイド化し、年初来では引き続き 125-150bps 程度ワイドな水準にある。6 月の CMBS の新規発行額は 30 億ドル近辺となり、極めて低水準にとどまった。年初来 6 か月間の発行額も約 280 億ドルと引き続き予想を下回った。年初時点で、我々は年初 6 か月間の発行額を 500 億-600 億ドルと予想していた。また年初時点では、1,000 億ドル超の CMBS が今年満期を迎えて借り換えの必要があることから、2016 年の発行額は 1,000 億-1,200 億ドルに達すると予想していた。この予想を 500 億-600 億ドルに再度引き下げる。貸し手が証券化 CMBS の新たな買い手を見出していることがこの背景にある。2015 年および 2016 年には、全体として CMBS のスプレッドが大幅に

ワイド化した結果、商業用ローン債権の証券化によるファイナンスの効率性が低下した。基本的に、CMBS のパフォーマンスは引き続き健全だ。5 月に商業用不動産価格は 1% 上昇し、過去 12 カ月間では 6% 値上がりした。商業用不動産価格は過去数年にわたり年間 10% 超の上昇を記録した後を受けて、商業用不動産価格の上昇ペースは減速しつつあるが、依然としてプラス圏内で推移している。商業用不動産価格は今や 2007 年 8 月につけた前回のピークを 25% 上回っている。5 月に小売売上高は 0.5% 上昇し、2015 年 5 月の水準を 2.5% 上回った。過去 3 か月間の小売売上高合計は、2015 年の同じ時期を 2.4% 凌いだ。同様に、5 月の個人所得は 0.2% 増加、5 月の個人消費も 0.4% 増加した。一方、6 月の消費者信頼感はわずかに低下した。6 月のミシガン大学消費者信頼感指数は 93.5 となり、5 月の 94.7 から低下した。ホテルの客室稼働率は、主に 2015 年から 5 月まで記録的な水準に客室稼働率が高止まりしたことを映して、引き続き高い水準で推移している。客室稼働率の上昇にはすでにブレーキがかかっているものの、依然として過去 15 年あまりで最も高い水準となっている。全米のオフィス空室率は 2016 年第 1 四半期にやや上昇したが、それでも引き続き 8 年ぶりの低水準となっている。複数世帯用住宅の空室率も引き続き低水準にとどまっており、産業用スペースに対する需要も依然旺盛だ。CMBS 市場では価格変動性の高まりや、需給ダイナミクスは引き続き多少懸念されるが、同市場の裏付けとなる不動産市場のファンダメンタルズは安定しているように見受けられる。

主に Brexit をめぐる国民投票の結果を受けて、6 月に欧州の ABS スプレッドはワイド化した。スプレッドは 6 月に 15-25bps ワイド化し、今や ECB の買い取り対象となっていない資産のスプレッドは、英国の RMBS を筆頭に、年初来 25-75bps ワイド化した。この最大の要因は、英国の EU 離脱に対する懸念。一方、ECB の買い取り対象となっている ABS は、6 月に横ばいとなり、年初来で 5-10bps タイト化した。ECB による ABS の買い入れペースは鈍く、過去 2 か月間の欧州 ABS の買い入れ額は 1 億ユーロ弱にすぎなかった。現在、ECB は 191 億ユーロの欧州 ABS を保有している。6 月も欧州の ABS 発行額はスローダウンし、合計で 52 億ユーロ近辺にとどまった。2016 年初来の新発債の発行額は合計 413 億ユーロとなり、2015 年 6 月までの発行ペース 421 億ユーロを下回った。

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、すべてのデータはモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントのグローバル債券運用部門によるものです。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わるものではなく、また商品を推奨するものでもありません。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、当資料に示す意見は、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、信頼し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

大手町フィナンシャルシティ 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

一般社団法人投資信託協会会員、一般社団法人日本投資顧問業協会会員

一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員

© 2016 Morgan Stanley. All rights reserved.