

# 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7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7月末現在です。

## 政策当局が頼みの綱

### 1. アウトルック

- 英国の EU 離脱 (Brexit) 決定が世界の中央銀行の協調緩和をもたらした。このことは市場にとってサプライズであり、今後、リスク資産の上昇とスプレッド縮小につながるものと予想される。国債利回りはボックス圏での推移となりそうだ。ターム・プレミアムが多少なりとも正常化すれば利回りは押し上げられようが、引き続き成長低迷や政治的リスクに対する懸念が台頭し、時折、リスクフリーの国債利回りに下押し圧力を及ぼす場面も予想される。政策緩和と相対的なリスクフリー金利の安定を踏まえて、キャリア商品にポジティブなスタンスをとる。米国のデレレーションに対しては小幅アンダーウェイトを維持する。一方、新興国を中心に、その他の一部地域のデレレーションはオーバーウェイトとする。
- 新興国の債券市場は年初来で力強いパフォーマンスを記録している。米連邦準備制度理事会 (FRB) による利上げ不安が和らぎ、中国の景気失速懸念が後退している点を踏まえ、年内の見通しを引き続き楽観的にみている。年末までにもう 1 回、FRB による利上げが実施される可能性はあるものの、先進諸国が総じて緩和的な金融政策を採っており、中国関連の不安も薄れている状況が、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。
- 各国の中央銀行が足並みを揃えて緩和政策をとっている結果、引き続きクレジットへの需要は衰えないだろう。とりわけ、質の高いハイイールド債および劣後債などの市場が、ポートフォリオ・リバランスによって引き続き旺盛な需要が続くとみている。総需要落ち込みの兆候を捉えるべく、エネルギー市場の動向を引き続きモニターしていく。政治リスクに対しても、注視を怠らない。
- エージェンシー・モーゲージ担保証券 (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。代わりに、米住宅市場を依然ポジティブにみていることから、非エージェンシー MBS を引き続き選好する。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のスタンスを継続する。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。さらに、発行以来かなりの期間が経過している英住宅ローン債権担保証券 (RMBS) を選好する。これらの RMBS では、金融危機の際にも借り手の返済が滞らなかった。イングランド銀行 (BoE) が利下げに踏み切れば、借り換え活動が増加し、住宅が取得しやすくなると期待される。

### 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

7月初め、英国のEU離脱（Brexit）に対する懸念が金融市場の見通しを陰らせたが、こうした懸念は時間の経過とともに急速に薄れた。月初、Brexit決定に反応してリスクフリー利回りは一段と低下、米国債利回りは一時、1.35%まで低下した。しかしながら英国が、冷静で物事に動じないという評価の高いテリーザ・メイ新首相に率いられて長い交渉期間に入ることが明らかになるにつれ、ショックは和らいでいった。Brexitは中央銀行によるさらなる金融緩和という副次効果をもたらした。Brexitに伴うこの予想外の効果を受けて、リスク資産が値上がりし、スプレッドがタイト化した。このことは、リスク資産のそれまでのパフォーマンスやリスクフリーの国債利回りの低下に照らせば、やや意外だった。

国債市場の外に目を転じると、リスク資産が一段と値上がりしており、投資家はBrexitにまつわる不安を振り切っているように見受けられる。S&P500、米ハイイールド債、新興国現地通貨建て債はいずれも年初来高値を更新した。雇用統計、小売売上高、ISM製造業景気指数を含め、7月の経済指標が堅調だったことも、米国資産を下支えした。米国以外の市場については、中央銀行が一段の支援策を導入するとの期待感が追い風となった。事実、Brexitにより、世界的な協調緩和の環境が作り出され、イングランド銀行（BoE）、欧州中央銀行（ECB）、日銀はいずれも、さらなる緩和策導入の用意があると示唆した。8月の金融政策委員会で、BoEは緩和策を導入するとともに、英国債買い入れプログラムを再開する可能性もある。同様に日銀は、先の金融政策決定会合で預金金利の引き下げや、国債買い入れ額の拡大などの策を打ち出さず、期待を募らせていた市場を失望させたが、株式指数連動型上場投資信託（ETF）買い入れプログラムは拡大した。さらに、政府の財政政策の発表を待って、9月の会合に向けて政策を見直すことを示唆した。加えてFRBが金利の引き上げに対し、引き続き慎重に対応する姿勢を示唆したことを受けて、利上げ期待は一段と冷え込んだ。

財政出動に対するスタンスも変化し始めている。今年、数カ国の中央銀行が非伝統的な金融政策のコストについて仄めかし、こうした政策が銀行の収益を圧迫し、預金者のリターンを押し下げている可能性に言及した。これらの外部要因や、低金利の恩恵は限界に達しているとの懸念から、財政緩和策の魅力が高まりつつある。日本では、日銀は7月の会合で国債買い入れプログラムを拡大しなかったものの、市場は安倍政権の財政でこ入れ策に期待を寄せることができる。財務省は今後数年間をカバーする財政パッケージを発表すると予想されており、来年の支出額はGDP比1%程度引き上げられる見込みである。過去5年間、前年比GDP成長率が平均0.6%程度にとどまってきたことに照らせば、この支出増大の規模が極めて大きいことが理解

できる。今後、世界中でさらなる財政支援策が導入され、金融緩和策を補完するものと予想される。

以上の点を踏まえて、国債利回りはボックス圏で推移するとみている。仮に財政出動が金融市場の一層強力な牽引役となれば、ターム・プレミアムが幾分正常化する可能性がある。ここまでは、中央銀行の資産買い入れがターム・プレミアムの低下を促し、ターム・プレミアムの圧縮が利回り低下の原動力となってきた。事実、7月の日銀会合の後、日本の10年債利回りは上昇に転じた。しかしながら世界経済の伸び悩み、ポピュリストの台頭や反グローバル的風潮の高まりといった要因が、市場のリスクとなり、利回りを圧迫している。他方、キャリー商品にとっては、これはいいニュースだ。政策当局がボラティリティの高まりに対するクッションとして、財政状況を緩和するなか、投資家が利回りを模索するに伴い、スプレッドが縮小するものと予想される。

## 金利および為替見通し

世界経済の全般的な低迷や、Brexitの影響をめぐる根強い不透明感への配慮から、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。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を踏まえて、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、他の一部地域のデュレーションはオーバーウェイトする。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プライシングは、インフレ上昇の可能性を過小評価していると考えられる。

ECBによる継続的な資産買い入れにより、ユーロ圏の実質金利は引き続き低下に向かおう。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选好し、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に対応すべく、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、現在の低利回り、金融緩和環境で引き続き妙味があ

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、依然魅力的である。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・シナリオが台頭すれば、ドルは強含むこともあり得る。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公算が大きいことから、アンダーウェイトとする。

## 新興国市場見通し

新興国の債券市場は年初来、力強いパフォーマンスを記録している。FRB による利上げ不安が和らぎ、中国の景気失速懸念が後退している点から、引き続き楽観的な見通しとしている。年末までにもう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おり、中国関連の不安も薄れている状況が、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月から7月にかけてのパフォーマンス改善の牽引役となったのは、主にデュレーションへの選好だ。英中銀による緩和期待と、ECB が QE プログラムの条件緩和を検討しているとの報道が、この誘因となった。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に加え、原油が40~50ドルのレンジで推移すること、ドルが安定すること、先進国の金利がボックス圏に入ることが必要である。

新興国資産は、2016年中に1度もしくは2度の追加利上げが行われるだけなら、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、中国が依然脆弱な状況に置かれている現状では、尚更そのように言える。

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できるからだ。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

今後数カ月にわたり、中央銀行の政策がハイイールド市場を後押しするとの見方を継続する。ECB は社債購入プログラム(CSPP) 開始後の7週間で130億ユーロ超の社債を買い入れており、市場では引き続きこうしたECB の活動が続けられる見込みである。各国の中央銀行が足並みを揃えて緩和政策をとっている結果、引き続きクレジットへの需要は衰えないだろう。とりわけ旺盛な需要が続くと予想されるのが、ポートフォリオのリバランス努力から最も大きな恩恵を期待できる、質の高いハイイールド債および劣後債などの市場である。

クレジット市場のテクニカルな背景を踏まえて、クレジットに対するポジティブなスタンスを維持するものの、マクロ経済問題への注視を怠らない。特に懸念されるのが、原油価格が5月末のピークである50ドル/バレルから20%下落していることである。年前半にリスク資産の取引と原油市場の取引に高い相関が見られたことから、総需要落ち込みの兆候を捉えるべく、エネルギー市場の動向を引き続きモニターし、世界的な政治リスクにも注視を続ける構えである。スペイン政府を取り巻く不透明感、米大統領選の行方、イタリアの国民投票、フランス、オランダ、ドイツの総選挙が波乱要因となって、市場のボラティリティが高まる恐れがある。

これらの不透明感にもかかわらず、中期的には中央銀行の政策に起因するテクニカルな背景が、債券市場における資産価格を支配すると考える。非伝統的な金融政策により、利回りは引き続き抑制されており、利回りを模索する投資家は、オルタナティブ資産のより高いインカムを求めることを余儀なくされている。以上により、クレジットの保有を通じて得られる高いキャリーが引き続き投資家を引き付け、低利回り・低経済成長環境において魅力的なリターンを提供する舞台を用意することとなる。

## 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の拡大を最大の牽引役に、エージェンシーMBSは年初来で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、高いリターンを上げてきた。しかしながら、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。そのうえ、現在はクレジット関連モーゲージ証券のほうが、より高いリスク調整後リターンと、キャッシュフローを提供しているとみられる。過去1年間に多くのセクターでスプレッドがワイド化した点を考えると尚更である。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を見込めようが、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。

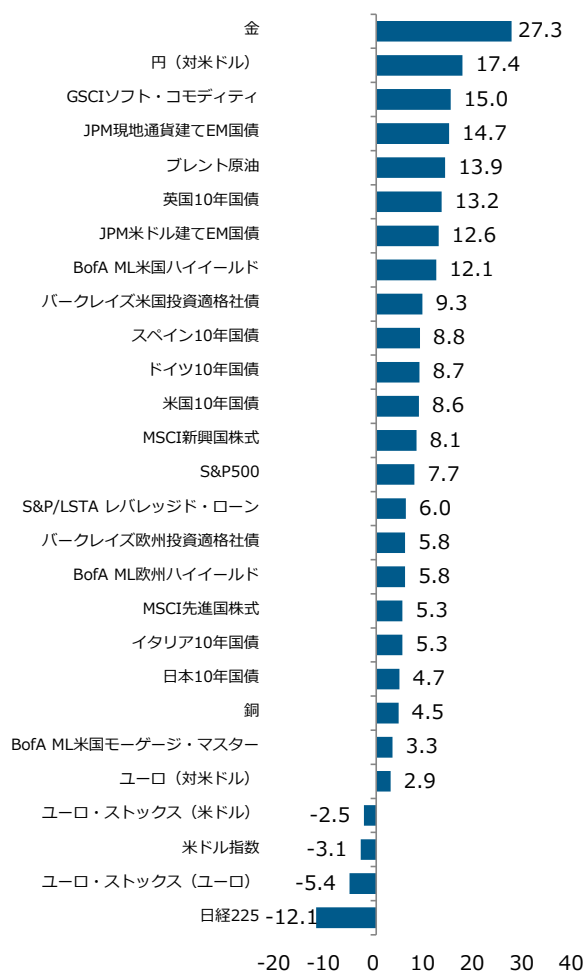
非エージェンシーMBSは、依然として相対的に安定性が高く、魅力的な債券クラスの1つである。魅力的なキャリー、ファンダメンタルズの改善、ネット・ベースでの供給減少を背景に、非エージェンシーMBSのオーバーウェイトを維持する。非エージェンシーMBSの対米国債利回りスプレッドは、投資適格級で200-250bps、シニア非投資適格級で275-300bpsに達している（損失調整後ベース）。米国経済が概ね堅調で、住宅ローン金利が依然として低く、住宅取得能力が過去平均を上回っているといった要因に基づき、住宅市場の見通しは引き続き明るいとみている。供給面では、2016年に非エージェンシーMBSの残高は600億-700億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回復と歩調を合わせ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ことや、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年末から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若干の懸念要因となる。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、前者は引き受けの際に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ためだ。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からである。2016年もCMBS市場のボラティリティは高止まりし続けるとみるが、CMBSは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依然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に伴うポートフォリオのリスク・プロフィールを考慮して、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離脱決定により、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、発行以来かなりの期間が経過した英住宅ローン債権担保証券（RMBS）の中で、金融危機の際にも借り手の返済が滞らなかつた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を自ら証明した。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。しかも、イングランド銀行は、今や利下げが予測されている。このため、今後借り換えが増加するとともに、住宅のアフォーダビリティ（買やすさ）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姿勢を改めて示唆した。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をめぐる状況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

7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。先進国の通貨は対ドルで総じて値上がりした。対照的に、原油価格がふたたび下落に転じたのに伴い、産油国の通貨は下落した。

7月に米10年債利回りは2bps低下、2年債-10年債のイールドカーブは5bpsフラット化した。独10年債利回りは1bps上昇、独2年債利回りも4bps上昇した。アイルランド、イタリア、スペインの10年債利回りは9-14bps低下した。ポルトガルの10年債利回りは7bps低下、ギリシャの10年債利回りは14bps上昇した。日本の10年債利回りは3bps上昇した。30年債利回りは7月に5bpsで底入れした後、26bpsに上昇した。

7月に入りドルは上昇基調をたどったが、連邦公開市場委員会(FOMC)と日銀の金融政策決定会合を受けて、小幅反落した。

ユーロは対米ドルで0.6%上昇した。一方、英ポンドは0.6%下落した。日本円は1.1%上昇し、とりわけ金融決定会合以降、上げ足を速めた。原油(ブレント)価格は49ドルから42ドルに下落した。これを受けて、カナダ・ドル、ノルウェー・クローネ、メキシコ・ペソ、ロシア・ルーブルはいずれも下落した。

## 先進国債券市場

米国では、7月の会合でFOMCは金融政策を据え置いた。6月のFOMC後の声明と比べて、7月の声明では経済見通しのリスクが減少したとのコメントが付け加えられた。7月の経済指標は極めて堅調だった。6月の非農業部門雇用者数は28万7,000人の増加となり、予想の18万人の増加を大幅に上回るポジティブ・サプライズとなった。但し、5月の数値は3万8,000人増から1万1,000人増に下方修正された。雇用増加が予想を上振れしたにもかかわらず、失業率は4.9%に小幅上昇し、コンセンサスの4.8%を上回った。労働参加率が0.1%上昇して62.7%に達したことによる。時間当たり平均賃金は2.6%増加した。景気信頼感に予想以上の改善を見せ、ISM(サプライマネジメント協会)発表の6月の製造業指数は53.2に上昇し、コンセンサス予想の51.3を上回った。第2四半期のGDPは前期比1.2%となり、コンセンサス予想の2.5%を下回った。6月の総合CPIは1.0%、コアCPIは2.3%だった。

ユーロ圏では、ECBは7月の政策理事会で金融政策を据え置いた。マリオ・ドラギECB総裁は、現在の金融政策を見直す前に、Brexitの影響についてなお情報を収集することが必要だと感じている。経済指標を見ると、6月のユーロ圏製造業PMIは52.8となり、5月の水準からほぼ横ばいとなって、コンセンサス予想の52.6を僅かに上回った。2016年第2四半期のユーロ圏GDP成長率は前期比0.3%となり、コンセンサス予想と一致した。6月のユーロ圏インフレ率は0.1%となり、5月の-0.1%を上回った。

英国では、イングランド銀行が賛成8、反対1で金融政策の維持を決定した。市場は25bpsの利下げを予想していた。しかしながら金融政策委員会は8月の会合で利下げに踏み切るとの見通しを示唆した。8月には新しい経済予測も発表される。経済指標については、6月の総合CPIは0.5%となり、5月の水準およびコンセンサス予想の0.4%を上回った。5月の失業率(3カ月平均)は4.9%に小幅低下した。第2四半期のGDP成長率は前期比0.6%となり、コンセンサス予想の0.5%を上回った。6月の英国の製造業PMIは49.1に急落し、5月の52.1から低下したが、コンセンサス予想の48.7は上回った。

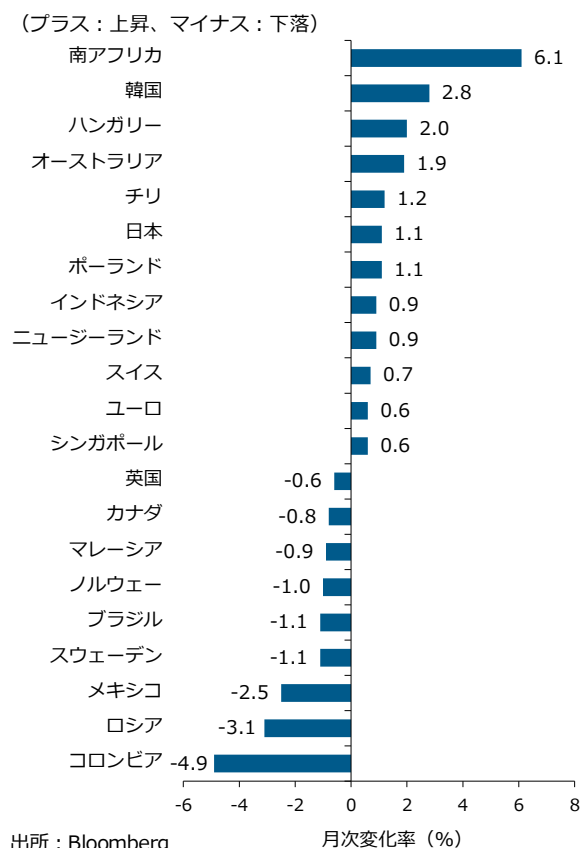
日本では、7月の金融政策決定会合でETFの買い入れ額の引き上げが決定されたが、金利および他の資産の購入額は据え置かれ、市場に失望が広がった。黒田日銀総裁は、企業と消費者の景況感がいずれも低下していることを認めた。同総裁は、9月の金融政策決定会合までに、2%のインフレ目標を達成するための包括的な政策についてまとめるよう、日銀執行部に指示した。経済指標では、7月の製造業PMIは49.0となり、6月の48.1から上昇した。6月の全国コアCPI（食品およびエネルギーを除く）は0.4%となっており、5月の0.6%から低下、コンセンサスと一致した。

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	1.51	-8	1.55	-10	1.87	-11
ベルギー	-0.57	1	-0.47	-7	0.12	-11
カナダ	0.54	2	0.60	3	1.03	-3
デンマーク	-0.48	8	-0.31	0	0.06	-4
フランス	-0.55	-1	-0.40	-5	0.10	-8
ドイツ	-0.63	4	-0.53	4	-0.12	1
アイルランド	-0.44	-38	-0.12	-8	0.42	-11
イタリア	-0.06	5	0.29	0	1.17	-9
日本	-0.25	5	-0.27	4	-0.19	3
オランダ	-0.59	1	-0.47	-5	-0.02	-10
ニュージーランド	1.82	-19	1.88	-15	2.21	-15
ノルウェー	0.54	-32	0.49	-37	0.97	-4
ポルトガル	0.46	-12	1.72	-10	2.93	-7
スペイン	-0.16	3	0.17	-1	1.02	-14
スウェーデン	-0.66	-4	-0.37	-9	0.10	-15
スイス	-0.84	23	-0.90	11	-0.56	1
英国	0.11	1	0.28	-7	0.69	-18
米国	0.66	7	1.02	2	1.45	-2

出所：Bloomberg

図表 3:対米ドルでの月次為替変化



### 新興国債券市場

資金流入が引き続き新興国債券資産を下支えする一方、投資家はトルコのクーデター未遂事件やエネルギー価格下落という逆風が吹く中での舵取りを迫られた。米FRBが金利を据え置き、ECBがQEプログラムの購入対象を拡大するなど、世界的な金融政策がキャリー取引の支援材料となっている。ECBに後押しされる形で、投資家はポジティブな利回りを提供する資産の模索を強いられている。同時に、ファンダメンタルズの改善と相対的に魅力的なバリュエーションに牽引されて、新興国債券資産は引き続き投資家を引き付けており、7月には150億ドルの資金が同市場に流入した。こうした背景下、米ドル建て債券投資が現地通貨建て債券投資をアウトパフォームし、利回りが高く往々にして小規模で流動性の低い投資が、利回りが低く格付けの高い資産をアウトパフォームした。

特筆すべきことは、7月15日金曜日、トルコ軍の一部がリジェップ・タイイップ・エルドガン政府の転覆を図ったことだ。クーデターの試みは短期間で鎮圧され、未遂に終わった。総選挙で選ばれた政府は早くも土曜日早朝までに実質的なコントロールを取り戻した。その後政府は米国に亡命中の宗教指導者フェトフラー・ギュレン師（米国亡命中）を、未遂に終わったクーデターの黒幕と非難した。政府は3カ月間の非常事態宣言を

発令し、クーデターに関与したとして数千人を逮捕し、5万人を超える政府職員や教育関係者が職を迫られた。クーデター未遂事件に、主要格付け機関3社は直ちにネガティブな反応を見せた。ムーディーズとフィッチは同国の外貨建て国債を投資適格級としているものの、ムーディーズは格下げ方向で見直すことを明らかにした。スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) は事件後数日以内に同国の格付けを **BB+** から **BB** に引き下げた。S&P はすでにトルコの格付けを非投資適格級に引き下げていることから、ムーディーズかフィッチが同国の格付けを投資適格級から引き下げれば、トルコ国債は投資適格国債指数から外され、一定の格付けの範囲で投資することを定められている投資家の強制的な売りを誘発する恐れがある。

ブラジルおよびインドネシアの中央銀行は、市場の期待に反して政策金利を据え置いた。南アフリカ、ポーランド、ペルー、チリ、韓国の中央銀行も同様の動きを見せた。対照的にマレーシアの中央銀行は予想に反して利下げに踏み切った。ハンガリーの中央銀行は景気成長を下支えすべく、非伝統的な緩和措置を発表した。

### 1) 米ドル建て新興国債券

7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 1.56% となり、年初来のパフォーマンスは 12.62% に達した。7月は低格付け・高利回りの小規模で流動性の低い多くの資産が、投資適格債をアウトパフォーマンスした。エルサルバドル、ベネズエラ、エジプト、モンゴル、スリランカが市場を牽引した。トルコ、アンゴラ、イラク、コロンビア、ロシア、アゼルバイジャンの国債は下落し、足かせとなった。

### 2) 現地通貨建て新興国債券

7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・ディバーシファイド・インデックスで 0.60% 上昇した。新興国通貨は対米ドルで 0.31% 下落し、新興国債券のリターンは現地通貨ベースで 0.91% となった。7月は対ドルでの通貨のパフォーマンスが、現地通貨建て国債市場のパフォーマンスに支配的な影響を及ぼし、南アフリカ、インドネシア、ハンガリー、ルーマニアが市場全体をアウトパフォーマンスしたのに対し、コロンビア、トルコ、ロシア、メキシコ、ペルー、マレーシアはアンダーパフォーマンスした。

### 3) 新興国社債

新興国社債の7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 1.58% となった。7

月には、高利回りで低格付けの社債が高格付け社債をアウトパフォーマンスした。地域別では、アフリカ (南アフリカ) およびラテンアメリカ (ジャマイカ、エルサルバドル、ブラジル、メキシコ) が欧州 (トルコ、ロシア)、アジア (マレーシア、台湾、韓国、シンガポール) をアウトパフォーマンスした。セクター別では、運輸、金属・鉱業、TMT (テクノロジー、メディア、通信)、資本財・サービス、消費関連セクターが市場全体をアウトパフォーマンスし、ディバーシファイド、インフラ、金融セクターが足かせとなった。

図表 4: 新興国国債の спреッド 変化

国	米ドル建て		現地通貨建て	
	債券 スプレッド (bps)	当月変化 (bps)	債券 利回り (%)	当月変化 (bps)
ブラジル	346	-20	11.7	-22
コロンビア	270	13	7.4	13
ハンガリー	211	-13	2.0	-31
インドネシア	254	-30	7.1	-45
マレーシア	226	-6	3.5	-23
メキシコ	294	1	6.0	4
ペルー	194	-6	5.8	-10
フィリピン	101	-12	4.4	-29
ポーランド	98	-32	2.4	4
ロシア	247	12	8.5	11
南アフリカ	307	-30	9.0	-20
トルコ	340	46	9.4	47
ベネズエラ	2510	-149	-	-

出所: JP モルガン

### 社債市場

6月は英国の国民投票を巡りボラティリティが高まったものの、世界各国の中央銀行が広範に金融緩和策をとっていることから、7月の社債市場は堅調となった。ECB は6月、社債買い入れプログラムを導入、7月には同プログラムがクレジット資産価格の最大の牽引役となった。このプログラムの最大の恩恵を被ったのは欧州だが、世界中の市場に好ましい影響をもたらした。7月はイングランド銀行 (BoE) も日銀も大幅な緩和策を発表しなかったものの、次回の政策決定会合では緩和策を拡大すると予想されており、世界中の市場にとってテクニカル面でのさらなるサポート材料となった。欧州および米国で株式市場は堅調な展開となり、Brexit を巡る英国国民投票直後の低迷から回復した。S&P500 は過

去最高値で7月を終え、FTSE100およびFTSE250は年初来高値近辺で7月を終えた。欧州株式市場は年初来高値を下回ったままだが、7月には3-5%のリターンを記録した。

世界的なリスク選好姿勢の高まりを受けてグローバル・クレジット市場は追い風となり、バークレイズ・グローバル・クレジット・インデックスの7月のトータル・リターンは1.72%、超過リターンは1.17%に達した。7月には欧州中央銀行による広範な資産買い入れプログラムを反映して、欧州社債総合インデックスの超過リターンが1.58%となる一方、米国の超過リターンは0.93%にとどまり、欧州クレジットが米国クレジットをアウトパフォームした。ポンド建てインデックスは主要投資適格指数の中で最も高いパフォーマンスを記録、7月の超過リターンは3.07%に達した。しかしながらこのように力強い超過リターンを記録したにもかかわらず、6月の英国国民投票後のポンド建て市場の下落を一部上げ戻したのに過ぎない。グローバル・ハイイールド市場は4.16%のリターンとなり、投資適格市場をアウトパフォームした。米国と欧州のハイイールド市場ほぼ同様だった。

7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のパフォーマンスは引き続き乖離し、金融部門の社債が産業部門の社債を小幅アンダーパフォームした。テクニカル要因が金融部門の逆風となったうえ、金融部門のクレジットに対する懸念が高まったことによる。我々は6月にテクニカル要因が産業部門を後押ししていることを強調したが、7月に金融部門のクレジットがアンダーパフォームしたことにより、ECBが産業部門に注目していることが一段と浮き彫りになった。金融部門については、テクニカル面での弱さに加え、懸念の高まりも逆風となった。具体的に言えば、モンテ・デイ・パスキ・ディ・シエナ銀行で不良債権が増加し、自己資本の脆弱さが浮き彫りになるに伴い、イタリアの銀行に対する疑念が強まった。ECBによるストレス・テストの実施をめぐって、金融部門の不透明感が一段と高まったことも、ネガティブに作用した。しかしながら、ストレス・テストの結果は良好で、テストを実施した銀行51行のうち50行が十分な資本を有しており、テストが想定した厳しい環境の下でも支払い能力に問題がないとみられることが判明した。モンテ・デイ・パスキ・ディ・シエナ銀行はテストを通過できなかったものの、同行が資産内容と資本水準の低さに対する対応策を発表したことにより、ネガティブな市場の反応は緩和された。金融部門は産業部門をアンダーパフォームしているとはいえ、クレジット市場全体が力強く推移する中で、劣後債が優先債をアウトパフォームしている事実は、利回りへの需要と、金融部門のクレジットに対する全般的な安心感を裏付けている。

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	145	-11	114	-23
産業 (素材)	197	-18	111	-33
産業 (資本財)	108	-7	83	-18
産業 (消費財[市況])	126	-11	98	-21
産業 (消費財[非市況])	116	-12	87	-19
産業 (エネルギー)	221	-4	111	-23
産業 (テクノロジー)	135	-11	70	-24
産業 (運輸)	131	-12	86	-24
産業 (通信)	166	-16	108	-26
産業 (その他産業)	122	-5	147	-30
公益 (電力)	135	-5	102	-29
公益 (ガス)	149	-7	91	-25
公益 (その他公益)	157	-8	83	-27
金融 (銀行)	131	-13	119	-21
金融 (証券)	160	-8	121	-29
金融 (金融会社)	166	-13	91	-12
金融 (保険)	159	-11	271	-32
金融 (REIT)	170	-6	113	-29
金融 (その他金融)	248	+2	168	-29

出所：バークレイズ

## 証券化商品市場

モーゲージ・クレジット市場にとって7月は年初来最高の月となり、より金利感応度の高いエージェンシーMBSは7月は比較的安定した動きを見せた。7月にエージェンシーMBSは総じてデュレーションの等しい米国債と歩調を合わせて推移し、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3bps拡大して103bpsとなった。オプション調整後スプレッド（OAS）の対米国債名目スプレッド（線形補完後）は6bps低下して2bpsとなった。バークレイズ米国MBSインデックスは7月に0.21%上昇、年初来7月末までのリターンは3.32%となった。7月に米10年債利回りが2bps低下、2年債利回りが7bps上昇した結果、イールドカーブは横ばいとなった。30年物住宅ローン金利は17bps低下して3.36%となり、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7月に極めて高いパフォーマンスを記録した。スプレッドが約20bps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のスプレッドは今や2016年で最もタイトな水準となり、2015年第2四半期の水準とほぼ変わらない水準に戻った。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。5月には、全米住宅価格が前月比1.2%上昇し、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35%値上がりし、2006年7月のピーク水準にわずか2%に迫った。6月の中古住宅販売は5月比1.1%増加、前年同月の水準を3.0%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を取得しやすい状況にある。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15年間の平均をほぼ18%上回っている。住宅ローンのパフォーマンスも依然堅調だ。6月の新規デフォルト発生率は年率0.65%となり、5月比はほぼ横ばいとどまったものの、2015年6月の0.80%を下回った。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。

7月にCMBSのスプレッドは大幅にタイト化した。投資家が、同セクターが2016年初来最もアンダーパフォームしているセクターであることを認識し始めたことによる。AAA格CMBSのスプレッドは7月におよそ10bps縮小し、今や2015年末の水準に戻った。BBB格スプレッドは7月に50bpsタイト化し、シンセティックCMBXは年初来25bps、キャッシュCMBSは同75-100bpsワイドな水準となっている。7月のCMBSの新規発行額はわずかに増加、合計40億ドル近辺となった。年初来の発行額も約320億ドルと引き続き予想を下回った。年初時点で我々は、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。今ではこの予想を500億-600億ドルに引き下げている。貸し手が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のに伴い、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。6月に商業用不動産価格は0.8%上昇し、過去12カ月間では6.6%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、価格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現在、2007年8月につけた前回のピークを25.8%上回っている。6月のホテル客室稼働率は73.1%となり2015年6月比ではほぼ横ばいにとどまった。

しかしながらこれは過去15年間の最高水準と並ぶ高さであり、2013年の水準を4.5%、2011年の水準を8.1%上回っている。全米オフィス空室率は2016年第2四半期に13.0%に低下し、2008年第1四半期以降で最も低い水準となった。複数世帯用住宅の空室率は2016年第1四半期にわずかに上昇したものの、依然として過去13年間で最も低い水準である。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堅調だと見受けられる。

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後、7月はほぼ横ばいとなった。Brexit決定後、スプレッドは年初の水準を依然25-50bps程度上回っており、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。一方、ECBの買い取り対象となっているABSのスプレッドは、7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依然鈍く、6月の欧州ABSの買い入れ額はおよそ5億ユーロにとどまった。現在、ECBは196億ユーロの欧州ABSを保有している。7月に欧州のABS発行額は再びスローダウンし、59億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472億ユーロとなり、2015年7月までの発行ペース501億ユーロを下回った。

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.