

グローバル債券市場レポート

ボラティリティはいずこに

本書はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの債券運用部門が作成したレポートを邦訳したものです。2017年6月現在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2017年5月末現在です。

債券 | 債券運用部門 | マクロ・インサイト | 2017年6月

概要

「5月に売って立ち去れ」というのが市場の格言かもしれないが、この格言に従っていたなら、今年の5月は誤った判断を下していたに違いない! 米国とブラジルでは政治的ノイズが高まったにもかかわらず、特段のリスクイベントは浮上しなかった。この結果、リスクを引き下げていた投資家にとって極めて意外な結果となり、リスク資産は上昇して5月を終えた。これらの展開は、キャッシュ・ポジションが引き続き高止まりするものの、「押し目買い」の心理が働いている限り、夏場に向けて市場は堅調な展開が見込まれることを意味する。ここまで政局の動向はボラティリティの源泉となってきたが、難局を招くというよりは一時的な乱調を引き起こすにとどまっている。実際に、経済指標と政策動向の安定に後押しされ、夏場を通じてボラティリティは引き続き低水準で推移すると考える。

先進国の金利/為替市場：5月の大半において、先進国全般にわたり利回りは低下した。政治的ノイズの高まりと米国の経済指標の下振れが、利回り低下を促した。政治的ノイズの最たるものが、トランプ政権のロシアとのつながりを巡るFBIの捜査である。ドルが他の主要通貨に対して下落したことも、政治的ノイズによるものであろう。少なくとも足元では、国債利回りを大幅に押し上げる明確なカタリストは見出せない。とは言え長期的に見れば、米国およびユーロ圏中核国の国債利回りは低すぎるとみられる。ポルトガルやスペインなど、リフレ政策が経済の追い風になっている一部のユーロ圏周縁国を選好する。オーストラリア国債利回りも相対的に魅力的である。オーストラリア経済のリスク特性に加え、中国経済の減速という逆風が予想されることによる。

新興国の金利/為替市場：固有の要因により下落を余儀なくされた国があったにもかかわらず、新興国債券市場は全体として5月もポジティブなリターンを記録した。投資家は引き続き同資産クラスに対するポジションを引き上げている。ブラジルの政治情勢が新興国の資産価格に重くのしかかったが、月末に向けて資産価格は下げ止まった。鉄鉱石などのコモディティ価格の一部は、中国の財政・金融政策の引き締めや在庫の積み上がりが重しとなって急落した。

各国のファンダメンタルズとマクロ環境が追い風になっていることから、2017年の新興国債券スプレッドの見通しに対しては引き続き楽観的である。もっとも、世界貿易に対する依存度の高い国は、試練を強いられよう。ブラジルとメキシコの債券を選好する。主なリスクは、トランプ政権が保護主義的姿勢を強めること、FRBがタカ派スタンスに転換すること、中国の引き締めが予想以上に厳しい成長減速をもたらすことである。中国については、中期的には成長減速が続くと思われる。ただし、政治的・地政学的背景を踏まえるならば、人民元が下落する公算は小さいだろう。

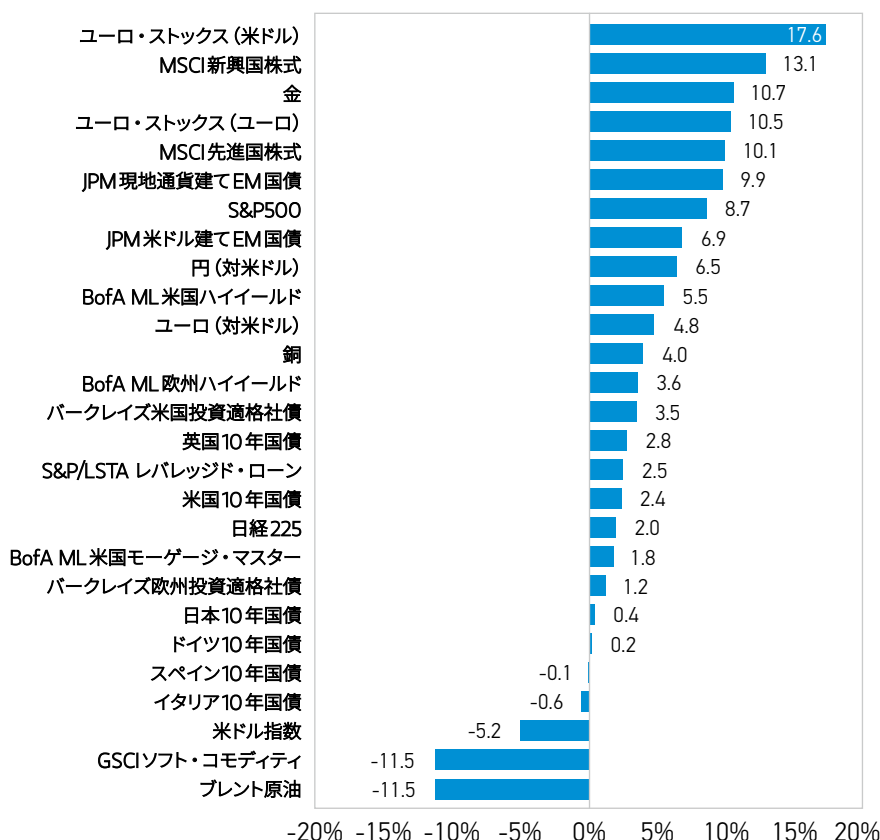
クレジット市場：5月を通じて政局動向が盛んにメディアの見出しを賑わせたにもかかわらず、クレジット市場は米国および欧州ともに信用格付け全般にわたって底堅く推移した。投資適格社債、ハイイールド債ともに、好調なテクニカル要因がクレジット・スプレッドの小幅縮小を促したことが背景。VIXは金融危機前と比較しても月次ベースで最も低い水準で5月を終えた。

米クレジット市場では、多くのセクターでレバレッジが上昇しているにもかかわらず、スプレッドはサイクルの底の水準に向けて引き続き縮小するとみている。ハイイールド債および転換社債市場における投資機会を引き続き模索する。これらのセクターは典型的に、景気循環の後半で高パフォーマンスを見せる傾向がある。投資適格債については、金融セクターに対するポジティブなスタンスを継続し、劣後債にバイアスをかける。非金融セクターのBBB格債もやや前向きに見ているが、金融セクターを除きA格債には消極的である。

証券化商品市場：5月はエージェンシー・モーゲージ担保証券（MBS）が良好なパフォーマンスを記録、クレジット関連証券化商品も前月同様に堅調な足取りを見せた。商業用不動産ローン担保証券（CMBS）のパフォーマンスは、担保構成によって大きく乖離する状況が続いており、商業施設の構成比率の高いCMBSはアンダーパフォームしている。

前月に続きモーゲージ・クレジットにはポジティブなスタンスを継続する。金利動向に関わるリスクが大きいエージェンシー MBSに対しては、より消極的な姿勢をとる。欧州ではMBSおよびCMBSの見通しを極めてポジティブにみていたが、バリュエーションが上昇したことから、現在は積極姿勢をやや後退させた。足元、スプレッドがプレグジット前の水準よりも大幅にタイトになっている。

図表1
資産別年初来リターン



出所：トムソン・ロイター、データストリーム。2017年5月31日現在。上記は米ドル・ベースのパフォーマンス。

図表2
主要国10年債利回りおよびスプレッド

先進国	金利		為替
	水準	月次変化 (BPS)	月次変化率 (%)
米国	2.20	-8	
英国	1.05	-4	-0.47
ドイツ	0.30	-1	3.20
日本	0.05	3	0.64
エマージング債スプレッド			
米ドル建 エマージング債	322	1	
現地通貨建て エマージング債	6		
エマージング社債	258	5	
クレジット・スプレッド			
米国投資適格	113	-3	
ユーロ投資適格	109	-2	
米国ハイイールド	363	-8	
ユーロ・ ハイイールド	290	26	
証券化商品スプレッド			
エージェンシー MBS	15	1	
米国BBB格 CMBS	373	-12	

出所：ブルームバーグ、JPモルガン。2017年5月31日現在

上記は2017年6月現在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2017年5月末現在です。

債券市場見通し

「5月に売って立ち去れ」というのが市場の格言かもしれないが、もしこの格言に従っていれば、先月は誤った判断を下したことになるはずだ。トランプ政権とブラジルの政局動向に関わるノイズは市場に売り場を提供したものの、ほとんどの市場が深押しすることなく、その後回復した。米国の新政権は選挙戦で掲げた公約の実現に苦闘しており、リフレ政策が景気を浮揚させるとの楽観論に疑問を投げかけている。ここまでのところ、そうした楽観論が国債利回りの上昇を促してきた。だが奇妙なことに、トランプ大統領を巡る楽観論が後退しても、クレジット市場と株式市場の強気な足取りは乱れていない。

いずれにせよ、5月のボラティリティの急騰は短期で終息し、5月末にはVIXが10を割り込んだ。とは言え、リスク資産の大幅な上昇、国債利回りと米ドルの大幅な低下（基本的にはトランプ・トレードの巻き戻し）、ボラティリティの低位安定は、投資家を不安にさせている。

国債を除けば、年初来の債券の上昇のほとんどは、明るいファンダメンタルズによって下支えされている。ファンダメンタルズは5月も堅調だった。とりわけ欧州では、経済成長とインフレ動向がともに改善している。一方米国では、経済指標がピークアウトした感があるものの、依然プラス圏内にとどまっている。第1四半期は経済成長が足踏みしたが、第2～3四半期には経済成長は勢いを取り戻そう。実質金利が低位安定していることを踏まえるならば、年内に2～3回の利上げが発表されても、市場は十分対処できよう。実質金利の低位安定は、政策措置が十分に緩和的で、経済成長のブレーキとはならないことを意味するからだ。

過去12ヵ月間に起きたボラティリティ急騰の大半は、政治関連の展開に帰せられる。これまでのところ政治要因に起因するボラティリティ急騰はいずれも長引かず、その後資産価格は回復した。おそらく投資家は、波乱な展開を先取りしてリスクを引き下げ、状況がひとまず落ち着いた後に再投資するというパターンに従ったのだろう。過去

12ヵ月間、この戦略は奏功した……なぜか。背景には、経済ファンダメンタルズがそれなりに堅調で、中央銀行が緩和バイアスを維持し、ポートフォリオのキャッシュ・ポジションが高かったことがあると思われる。以前に資産価格が高騰した時期と異なり、今回は投資家の懐疑心が根強く、キャッシュ・ポジションが高止まりしている。このことは、市場が根拠のない価格を付けているのではないとの見解を裏付けている。

トランプ政権のロシアとのつながりを巡るFBIの捜査（「ロシアゲート」）や関連証言、フランスの下院選挙、英国の総選挙の影響など、今後も様々な政治的ノイズが待ち構えている。だが政治要因はノイズに過ぎず、ファンダメンタルズこそが実態だ。我々の戦略は、ノイズで取引し、ファンダメンタルズに投資することである。政治的ノイズは、長期的に明るいファンダメンタルズを有する資産の買い機会と捉えたい。

先進国債券市場

5月のレビュー

5月の大半において、先進国全般で利回りは低下した。5月に米10年債利回りは8bps低下した。ユーロ圏ではギリシャとポルトガルのスプレッドが、ユーロ圏中核諸国よりも大幅に縮小した。特にポルトガルでは明るい経済指標が好感され、利回りは49bpsも低下した。オーストラリアとニュージーランドの利回りはそれぞれ19bpsと27bps低下した。中国経済の減速と、それがコモディティ価格に及ぼす影響が懸念されたためである。

ドルは大半の新興国と先進国の通貨に対して総じて下落した。欧州経済が力強い成長を記録したことを背景に、欧州通貨がアウトパフォームした。ユーロは対ドルで3.2%上昇した。5月に最も大幅に値上がりしたのはハンガリーで、同国通貨は4.7%値上がりした。

米国では、5月のFOMCでFRBは金利を据え置いた。FRBは第1四半期のGDP成長率が予想を下振れしたことをさほど深刻に捉えず、ファンダメンタルズは引き続き堅調であるとみている。経済活動およびインフレ動向を示す指標は3月にピークを付けた後、5月も引き続きやや予想を下回った。ISM（サプライマネジメント協会）発表の4月の製造業景況感指数は55となって前月の57を下回ったものの、拡大基調にあることは変わらない。労働市場は依然堅調である。4月の非農業部門雇用者数は21万1,000人増加し、予想の19万人増を大幅に上振れした。労働市場が予想を上回る堅調さを示したことは、数ヶ月以内にも見込まれるFRBの金融政策引き締めのも正当性を裏付けることとなる。

ユーロ圏では、経済指標は引き続き上昇基調をたどっている。5月のユーロ圏製造業PMI（購買担当者景気指数）は57となり、前月比横ばいだった。インフレ率も予想を上回り、4月のコアCPIは1.2%となって前月の0.7%から上昇した。力強い経済指標が発表されたにもかかわらず、欧州中央銀行（ECB）のマリオ・ドラギ総裁はハト派的スタンスを変えていない。5月にドラギ総

図表3
主要国の国債利回り

国	10年債利回り (%)	月次変化 (BPS)	スプレッド (BPS)	月次変化 (BPS)	2-10年イールドカーブ (BPS)	月次変化 (BPS)
			(対米国債スプレッド)			
米国	2.20	● -8			92	-10
英国	1.05	● -4	-116	● 4	92	-10
ドイツ	0.30	● -1	-190	● 6	102	-3
日本	0.05	● 3	-215	● 11	21	-2
オーストラリア	2.39	● -19	18	● -11	84	-8
カナダ	1.42	● -13	-79	● -5	72	-10
ニュージーランド	2.78	● -27	58	● -19	86	-11
			(対独国債スプレッド)			
ベルギー	0.66	● -12	35	● -11	123	-10
フランス	0.73	● -10	43	● -9	124	-5
ドイツ	0.30	● -1			102	-3
ギリシャ	6.09	● -25	579	● -24	17	21
アイルランド	0.78	● -7	48	● -6	121	-7
イタリア	2.20	● -8	190	● -7	237	1
オランダ	0.52	● -3	21	● -2	117	-2
ポルトガル	3.06	● -49	276	● -47	279	-33
スペイン	1.55	● -10	125	● -8	183	-8
デンマーク	0.57	● -3	27	● -2	114	-4
ノルウェー	1.51	● -12	121	● -11	93	-5
スウェーデン	0.47	● -11	17	● -10	118	-5
スイス	-0.17	● -6	-47	● -4	73	-1

出所: ブルームバーグ 2017年5月31日現在

裁は、国内インフレ率が力強さを欠いているため、依然として金融緩和が適切との見方を示した。フランスではエマニュエル・マクロン氏が大統領選挙の決選投票に勝利、市場はこれを好感した。市場の焦点は6月の議会選挙に移った。議会選挙の結果が、マクロン氏の大統領としての政策を決することとなる。

英国では、5月の会合でイングランド銀行（英国中央銀行、BOE）は金融政策を据

え置いた。最近の経済指標は引き続き堅調で、4月のインフレ率は2.7%に達して前月の2.3%から上昇した。インフレ率が引き続き上振れれば、現在予想されているハト派的な道筋以上に金融政策を引き締める必要があるかもしれないと、金融政策決定会合（MPC）は言及した。

日本については、経済は安定成長を続けている。インフレもじり高歩調をたどり、4月のインフレ率は0.4%に達した。

上記は2017年6月現在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2017年5月末現在です。

図表4
主要経済指標

国		直近	コンセンサス	前回	時点
米国	労働市場 非農業部門雇用者数 (単位：千)	● 138	182	174	5/31/2017
	失業率 (%)	● 4.3	4.4	4.4	5/31/2017
	労働力率 (%)	● 62.7		62.9	5/31/2017
	時間当たり平均給与 (%、対前年比)	● 2.4		2.4	5/31/2017
	経済活動 ISM製造業景況指数	● 55	55	55	5/31/2017
	GDP (%、対前四半期、季節調整後年率)	● 1.2	0.9	2.1	3/31/2017
	GDP (%、対前年比)	● 2		2	3/31/2017
	インフレ CPI (%、対前年比)	● 2.2	2.3	2.4	4/30/2017
	コアCPI (%、対前年比)	● 1.9	2	2	4/30/2017
	欧州 労働市場 失業率 (%)	● 9.3	9.4	9.4	4/30/2017
欧州	経済活動 PMI製造業景況指数	● 57	57	57	5/31/2017
	GDP (%、対前四半期比)	● 0.5	0.5	0.5	3/31/2017
	GDP (%、対前年比)	● 1.7	1.7	1.8	3/31/2017
	インフレ CPI (%、対前年比)	● 1.9	1.9	1.5	4/30/2017
	コアCPI (%、対前年比)	● 1.2	1.2	0.7	4/30/2017
	英国 労働市場 失業率 (%)	● 4.6	4.7	4.7	3/31/2017
英国	平均一週間当たり給与 (%)	● 2.4	2.4	2.3	3/31/2017
	経済活動 PMI製造業景況指数	● 57	57	57	5/31/2017
	GDP (%、対前四半期比)	● 0.2	0.3	0.7	3/31/2017
	GDP (%、対前年比)	● 2	2.1	1.9	3/31/2017
	インフレ CPI (%、対前年比)	● 2.7	2.6	2.3	4/30/2017
	コアCPI (%、対前年比)	● 2.4	2.3	1.8	4/30/2017
日本	経済活動 PMI製造業景況指数	● 52.7		52	4/30/2017
	GDP (%、対前四半期比、季節調整後年率)	● 2.2	2.4	1.4	3/31/2017
	GDP (%、対前年比)	● 1.6		1.7	3/31/2017
	インフレ CPI (%、対前年比)	● 0.4	0.4	0.2	4/30/2017
	コアCPI (%、食品およびエネルギーを除く、対前年比)	● -0.3		-0.3	4/30/2017

出所：ブルームバーグ 2017年5月31日現在

アウトlook

経済指標の一段の改善がない限り、米10年債は年初来定着しているレンジ内で推移すると見込む。経済成長が予想を上回れば、10年債の「適正水準」は押し上げられよう。この点は、1つにはトランプ政権下で導入される新たな政策ミックスにかかっている。逆に失望感が広がれば、利回りは低下すると思われる。第2四半期に向けてデフレーションのアンダーウェイト幅を引き下げたが、政治リスクが低下すれば、デフレーションを短期化する意向である。

ユーロ圏では第1四半期、経済成長およびインフレ動向の改善を受けて、ECBが量的緩和縮小（テーパリング）に踏み切るとの思惑が高まった。そうした展開となれば、ユーロ圏のリスク・プレミアムが上昇し、イーロドカーブがスティープニングすると予想される。我々は、バリュエーション判断と経済動向の改善に基づいて、ユーロ圏の金利リスクを若干ネガティブにみている。ユーロ圏周縁国では、リフレ政策が経済の追い風になっている。ユーロ圏周縁国の中では、ポルトガルとスペインを最も前向きにみている。両国のスプレッドは縮小する余地がある。

中国では金融情勢の引き締めに向けて政策の舵が切られており、新興国を中心に、他の諸国にネガティブな影響が波及する恐れがある。オーストラリアの金利は、中国関連のネガティブなリスクに対して格好のヘッジを提供しよう。

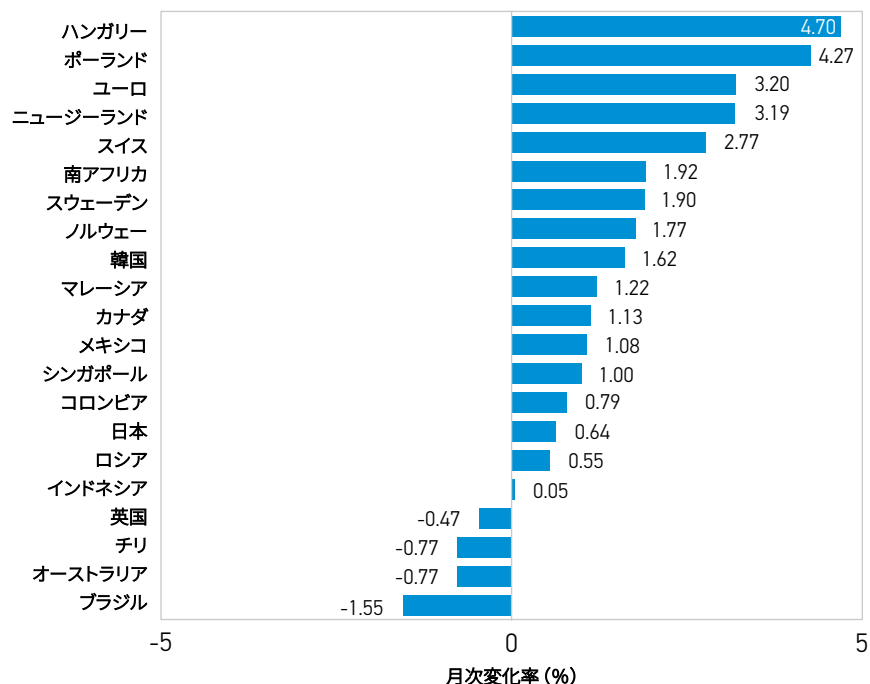
通貨については、米ドルは今後数ヶ月にわたり、横ばいで推移するとみている。世界各国の経済成長が米国と足並みを揃えるか、むしろ追い抜くと考えられることによる。欧州は上げ潮に乗っているもようで、スウェーデン・クロナ、チェコ・コルナ、ポーランド・ズロチなどのユーロ連動通貨に対しポジティブなスタンスを取る。世界経済が一段と力強さを増すなか、新興国通貨も興味深

上記は2017年6月現在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2017年5月末現在です。

図表5

対米ドルでの月次為替変化率

(プラス：上昇、マイナス：下落)



出所：ブルームバーグ。2017年5月31日現在

い。ブラジル・レアル、メキシコ・ペソ、インドネシア・ルピア、インド・ルピーを選好する。以上の通貨は米ドルおよび豪ドルをアウトパフォームする可能性がある。しかしながらこれらの新興国通貨にとっては、トランプ大統領が打ち出す保護主義的政策が、依然として波乱要因となり得る。

新興国債券市場

5月のレビュー

固有の要因により、一部には値下がりを余儀なくされた国があったにもかかわらず、新興国債券市場は全体として5月もポジティブなターンを記録した。米ドル建て債券、現地通貨建て債券、ブレンド型戦略を問わず、投資家は引き続き同資産クラスのポジションを引き上げ、90億ドルのマネーを注ぎ込んだ。この結果、年初来の流入額は411億ドルに達した(2016年全体の流入額は430億ドルだった)。各国の政治要因については、仏大統領選挙に関わるリスクが価格から払拭された後、5月はとりわけ南アフリカとブラジルが資産価格の乱高下を牽引した。対ドルで新興

国通貨が上昇したことを受けて、新興国現地通貨建て債券が、ドル建てソブリン債および社債をアウトパフォームした。5月は鉄鉱石を中心に、コモディティ価格が軟化した。

コモディティ価格は年初来の上昇分のほとんどを下げ戻した。供給が拡大し始め、需要成長予測が冷え込んだことによる。しかしながら、コモディティ価格の下落は輸出国の財政計画には痛手となるかもしれないが、輸入国はコモディティ価格の下落に起因するインフレの低下の恩恵を享受する。鉄鉱石は2016年に81%上昇した後、2017年に入って下落を続け、4月には昨年10月以来の安値を付けた。中国が経済引き締めに動いたことで需要見通しが軟化したところに、供給拡大が重なり、コモディティ価格が急落した。

先のOPEC(石油輸出国機構)会合で、加盟国の石油相は実施中の協調減産期間を9ヵ月間延長することで合意した。だがこの動きは、米国におけるシェールオイル生産伸長の脅威を相殺すべくより大幅な減

産か、より長期にわたる減産を期待していた投資家の失望を買い、原油価格は下落した。この見解は、会合後のロスネフチのCEO、イーゴリ・セチン氏のコメントによって裏付けられた。セチン氏はOPECの減産により「2018年までの米国のシェールオイルの増産が概ね均衡した」と述べた。供給上振れの可能性対不透明な需要成長という構図の中で、原油価格(ブレント原油)は1バレル50ドル前後が引き続きピークとなっている。マキシム・オレシュキン露経済発展相の以下のようなコメントが、原油価格の先行き不透明感を浮き彫りにしている。「すべてのマクロ経済政策は今や、原油価格が40ドルとの想定に基づいている。」

ブラジルの政治情勢が新興国債券市場の資産価格に重くのしかかったが、月末に向けて資産価格は下げ止まった。エデュアルド・クーニャ前下院議長の賄賂事件もみ消しに、ミシェル・テメル大統領が関与していたとの疑惑が浮上した。疑惑を受けてテメル大統領に対する辞任要求が強まった。同大統領はこれに厳しい非難で応酬。現在の情勢では、6月に予定されている選挙裁判所の裁決によっては、テメル氏は大統領の座にとどまる公算が大きいと思われる。だがテメル大統領に対する支持は急落しているもようで、同国の財政立て直しに必要な社会保障・労働市場改革の成立は、今や疑問視される。社会保障改革実現の見込みが低下したことを織り込んで、投資家は素早く資産の売却に動いた。ブラジルが政府支出を抑制し、債務の膨張に歯止めをかけるためには、社会保障改革の実現が不可欠だ。とはいえ、政治要因はボラティリティを押し上げているものの、2015年に調査が開始された時と比べてブラジル経済は回復を見せており、ブラジルの資産価格を下支えしている。

南アフリカでは与党アフリカ民族会議(ANC)がジェイコブ・ズマ大統領の交代を検討しているとの報道が流れ、資産価格を押し上げた。しかしながらこの報道は勇み足だったことが判明した。ベネズエラで

上記は2017年6月現在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2017年5月末現在です。

図表6
新興国債券のスプレッド変化

国	米ドル建て 債券スプレッド (BPS)	月次変化 (BPS)	現地通貨建て 債券利回り (%)	月次変化 (BPS)
ブラジル	282	● +23	9.9	+25
コロンビア	203	● +8	6.1	-5
ハンガリー	132	● -1	1.9	-16
インドネシア	195	● -1	7.2	-7
マレーシア	145	● -2	3.9	-7
メキシコ	255	● +1	7.4	+11
ペルー	145	● +1	5.7	-6
フィリピン	107	● +5	5.0	-4
ポーランド	74	● -14	2.7	-17
ロシア	165	● +4	7.7	+7
南アフリカ	261	● -6	9.2	-2
トルコ	287	● +4	10.4	-16
ベネズエラ	2228	● +77	-	-

出所：JPモルガン。2017年5月31日現在

は連日の激しいデモを受けて、ニコラス・マデロ大統領は憲法改正を行える憲法制定国民議会の立ち上げに向けた大統領令に署名した。この動きは同大統領による権力基盤を固める試みと見なされているが、逆に政府内の分裂を加速させる恐れもある。現在の憲法はウゴ・チャベス前大統領の遺産の一部だからである。

米ドル建て新興国債券：5月の米ドル建て新興国債・準国債のリターンはJPモルガンEMBIグローバル・インデックスで0.83%となり、年初来のパフォーマンスは6.47%となった。5月は高利回り・低格付けのクレジットが低利回り・高格付けのクレジットをアンダーパフォームした。同月は、エネルギー価格が軟調だったにもかかわらず、ガーナ、イラク、ウクライナ、セネガル、ジャマイカ、ガボン、ザンビア、アンゴラ、エルサルバドルが市場全体をアウトパフォームした。一方、ベリーズ、ブラジル、エジプト、レバノン、エクアドル、グアテマラ、ベネズエラは市場全体をアンダーパフォームした。

現地通貨建て新興国債券：5月の現地通貨建て新興国債のリターンは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1.96%となり、年初来のパフォーマンスは9.86%に達した。新興国通貨は対米ドルで1.21%上昇した。新興国債券のリターンは現地通貨ベースで0.74%となった。対米ドルでの通貨下落がアルゼンチン、ブラジル、チリ、ペルー国債のパフォーマンスの重い足枷となった。これに対しチェコ共和国、ハンガリー、ポーランド、ルーマニアなどのユーロ連動通貨は、対米ドルでの通貨上昇がリターンに寄与した。ロシア、フィリピン、インドネシア、メキシコ、トルコ、コロンビア国債は市場全体をアンダーパフォームした。対照的に、南アフリカ、マレーシア、タイは5月に市場全体をアウトパフォームした。

新興国社債：新興国社債の5月のリターンは、JPモルガンCEMBIブロード・ディバースファイド・インデックスで0.64%となった。5月は、高利回り・低格付け社債が高格付

け社債をアンダーパフォームした。地域別では、アフリカ（南アフリカ）、中東（イスラエル）、ラテンアメリカ（ジャマイカ、メキシコ）、欧州（チェコ共和国、ポーランド、トルコ、ロシア）が市場を先導し、アジア太平洋（香港、インド）が出遅れた。セクター別では、公益事業、石油・ガス、消費関連、複合産業、インフラ、金融の各セクターが市場全体をアウトパフォームし、製造、金属・鉱業セクターが出遅れた。

アウトlook

今後の展開として、先進国全般にわたる低利回りが、引き続き「適切な」キャリア戦略の機会を下支えするとみている。キャリア戦略とは、低利で借入れを行い、高リターン資産に投資する戦略である。さらに、マクロ経済環境の改善が、一部の新興国債券を含む高利回り資産への資金流入を、引き続き後押ししよう。世界の経済成長については、米国の成長加速の恩恵は、恐らくはトランプ政権下におけるより保護主義的な貿易政策によって、一部相殺されることになりそう。現在までのところ、選挙戦中にトランプ大統領が掲げた公約は、まだ実際の行動で示されていない。正味の効果を見極めるにはなお時間が必要だが、メキシコと中国が引き続き最大の焦点となろう。この点に関して若干明らかになりつつあるのが、依然として緊張関係が続いているにせよ、トランプ大統領と共和党内の自由貿易志向の強い旧来の勢力が歩み寄りの姿勢を見せ、保護主義的な影響が弱まる公算があることだ。こうした状態を受けて、北米自由貿易協定（NAFTA）については再交渉が行われる蓋然性が高まり、脱退を巡る不安は後退している。先進国と新興国の成長格差の縮小には歯止めがかかり、今後、ブラジルとロシアのネガティブな影響が弱まるにつれ、新興国がリードする形で、先進国と新興国の成長格差は再び拡大に向かうだろう。中国については、中期的には成長減速が続くと思われる。足元の成長は予想を上回っているものの、間もなく金融環境が引き締められて成長にブレーキがかかると考えられること

上記は2017年6月現在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2017年5月末現在です。

による。但し、政治的・地政学的背景を踏まえるならば、人民元が下落する可能性は小さいようである。

こうした環境下、新興国は勝ち組と負け組に二極化する公算が大きい。勝ち組と目されるのは、コモディティ価格の安定が経済を下支えすると期待されるコモディティ輸出国。これらの国ではファンダメンタルズの改善と大幅に割安な通貨が引き続き追い風となっている。対照的に、大幅な経常赤字を計上しているコモディティ輸入国は、魅力的なキャリーがクッション役を果たすにもかかわらず、アンダーパフォームすると思われる。また、インドを筆頭に、経済がかなり閉鎖的で、経常赤字が抑制されているような国は、今後も世界の金融情勢からは独立した動きを示すものと予想される。一方、メキシコ・ペソは米国の貿易保護主義の高まりに伴う悪影響に対し、引き続き最大のショックの吸収剤として機能するとみられるが、市場の焦点はメキシコの政治見通しに移りつつある。NAFTAに関する情勢が徐々に明確になるにつれ、ペソは底から回復したとはいえ、引き続き不透明感が漂っていることに変わりはない。

先進国のイールドカーブが(ようやく)スティーピングしつつあることを踏まえて、デュレーションへのエクスポージャーを短期化すべきだと考える。世界経済の見通しの変化を踏まえて、焦点は魅力的な特質を備えている高利回り通貨および国に置く。新興国債券スプレッドの見通しは、2017年も明るいとのスタンスを崩さない。依然としてファンダメンタルズとマクロ環境が支援材料となっている。対照的に、世界貿易に対する依存度の高い国は、試練を強いられよう。投資家を新興国債券市場に誘引・後押ししてきた各種要因は、今なお健在である。例えば、先進国市場の利回りは依然極めて低位にとどまっている。新興国の経済指標も回復に向かっているもようである。FRBは緩やかな利上げを続ける公算が大きい。米国の保護貿易主義の高まりに対する不安は後退し、中国経済の失速懸念も和らいでい

る。新興国資産は、2017年に米国で複数回の利上げが行われても、それがインフレ率上昇ではなく成長加速を背景とするものなら、十分に対処できよう。だが、米トランプ政権に関わる政策不透明感の高まりに対しては、新興国資産は依然脆弱だ。さらに、FRBがよりタカ派的な姿勢に転換すれば、新興国資産には逆風が吹くことになる。中国の引き締め政策への転換が予想以上の景気失速を招くこともあり得る。

クレジット市場

5月のレビュー

投資適格債市場

5月はクレジット市場は米国および欧州ともにどの信用格付けの債券も底堅く推移した。投資適格債、ハイイールド債ともに、好調なテクニカル要因がクレジット・スプレッドの小幅縮小を促したことが背景。5月を通して、すべての市場で低格付け債がアウトパフォームした。供給は高水準だった。予想外のマクロ経済ショックや政治面でのサプライズがない限り、6月もスプレッドは引き続き縮小基調をたどると予想される。仏大統領選挙を巡って波乱の展開となったり、ユーロ圏が不安定化するリスクがあったにもかかわらず、米投資適格債市場は動揺を見せず、リスク資産を下支えた。マクロン氏が圧倒的な勝利を上げたことを受けて、月末まで市場は慣れ親しんだポジションで安定した：つまり、堅調な経済指標、低インフレ、金融緩和、地政学的ボラティリティの落ち着きという環境が続いた。VIXは10.4と金融危機前と比較しても月次ベースで最も低い水準で5月を終えた。米ドル建て投資適格債インデックスは3bpsタイト化し、月末の対国債スプレッドは113bpsに縮小、月次ベースで2014年9月以来の低水準を記録した。投資適格債市場では、5月は金融債がアウトパフォームした。とりわけ欧州では金融劣後債と保険劣後債が4月に続いて上昇した。米国では自動車セクターのスプレッドが3bpsワイド化し、アンダーパフォームした数少ないセクターの一角を占めた。同セクターは引き続き循環的

な調整局面にある。年初来では、投資適格債のスプレッドは米国で10bps、欧州では15bpsそれぞれタイト化した。両市場とも金融セクターがアウトパフォームした(米国では13bps、欧州では22bpsタイト化)。5月の米投資適格債発行市場は極めて活況を呈し、月間供給額は1,500億ドルに達した。このように発行額が予想を上回ったにもかかわらず、米国市場では新発債のプレミアムは大半のディールでほぼないに等しく、マイナスとなったディールも一部に見られた。5月の新発債プレミアムの平均は2bpsにとどまった。現在のバリュエーションが極めてタイトなことを考えれば、このことはとりわけ注目に値する。マクロ経済動向と依然有利な金利格差を追い風に、米投資適格債市場のテクニカル要因は引き続き底堅い状況が続いている。

5月に欧州投資適格債のスプレッドは3bps縮小し、月末のスプレッドは109bpsに低下、過去2年間の底を付けた。スプレッド縮小の大半は、仏大統領選挙の結果が判明した後に起きた。マクロン氏の勝利を市場が好感したことによる。5月は仏企業がアウトパフォームし、欧州連合に対する見通しの改善は金融債のパフォーマンスを支えた。金融債は6bps縮小し、公益事業債(1bpタイト化)と製造債(横ばい)をアウトパフォームした。5月には高リスク・クレジットとハイブリッド社債がアウトパフォームした。欧州投資適格債市場では総発行額が694億ユーロ(金融債が296億ユーロ、非金融債が398億ユーロ)に上り、月間発行額としては年初来で最も高水準に達した。

英ポンド建て投資適格債の総発行額は51億ポンド(金融債16億ポンド、非金融債35億ポンド)と高い水準で推移した。5月の高水準の発行を受けて、年初来のポンド建て投資適格債の発行額は243億ポンドに上った。欧州投資適格債のスプレッドは今後も小幅な縮小基調をたどろう。欧州各国の中央銀行が金融緩和バイアスを維持すると思われるからだ。ECBはインフレ率上昇と通貨下落を目的に、量的緩和を柱と

上記は2017年6月現在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2017年5月末現在です。

図表7
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)	月次変化 (BPS)	ユーロ スプレッド水準 (BPS)	月次変化 (BPS)
インデックス	113	-3	109	-2
産業(素材)	142	-4	98	+0
産業(資本財)	88	-2	87	-1
産業(消費財[市況])	108	-1	103	+0
産業(消費財[非市況])	101	-3	95	+0
産業(エネルギー)	140	-3	109	-1
産業(テクノロジー)	94	-2	81	+2
産業(運輸)	108	-3	98	-3
産業(通信)	147	-6	115	+0
産業(その他産業)	95	-5	130	-6
公益(電力)	112	-3	106	-1
公益(ガス)	118	+0	105	-3
公益(その他公益)	138	+1	100	-3
金融(銀行)	104	-2	103	-5
金融(証券)	114	-2	108	+0
金融(金融会社)	109	-5	96	+2
金融(保険)	116	-4	207	-8
金融(REIT)	133	-3	116	-6
金融(その他金融)			146	-7

出所：ブルームバーグ。2017年5月31日現在

する緩和バイアスと、預金金利をマイナスに維持するという現在の政策ミックスを継続すると思われる。こうした追い風にもかかわらず、伊、仏、独で選挙が控えていることに照らして、欧州では政治リスクが今もなお高止まりしていることは認識しておく必要がある。

ハイイールド債市場

5月の米ハイイールド市場のトータルリターンは0.87%となり、4月の水準から続伸した。5月のハイイールド債の超過リターンは0.48%に達した。5年債のスプレッドは7bps、10年債は9bpsそれぞれ低下した。5月には低格付けハイイールド債がアウトパフォームし、5月のハイイールド資産クラスの好調ぶりを浮き彫りにした。5月はCCC格債インデックスのリターンは1.64%となり、

B格債インデックス(0.7%)およびBB格債インデックス(0.83%)をアウトパフォームした。ハイイールド市場では5月に大半のセクターが力強いパフォーマンスを記録した。最も高いパフォーマンスを示したセクターは医薬品(6.3%)、銀行(1.91%)、ヘルスケア(1.87%)、移動体通信(1.74%)、製紙(1.71%)。ハイイールド新発債市場は5月も引き続き堅調で、5月は合計264億ドルのハイイールド債がプライシングされた。

5月はまたしても欧州ハイイールド債にとって好調な月となり、ベンチマークの月間リターンは1%近くに達した。リターンがプラスになったのは過去6ヵ月間で5回に上る。月初に仏大統領選の最終結果が明らかになった後、スプレッドはタイト化し、5月いっば

いボックス圏で推移した。5月のマクロ経済指標は堅調で、欧州経済指標は上振れが続いた。ファンダメンタルズも引き続き底堅く、デフォルト率は歴史的な低水準にとどまった。第1四半期の決算も概ね予想を上回った。金融市場全般と同様、欧州ハイイールド債市場全般にわたりボラティリティは抑制された。欧州ハイイールド債市場のパフォーマンスの主要な牽引役となったのは、引き続き力強い需要と低水準の供給というテクニカル要因。5月はハイイールド投信への資金の純流入額が年初来の最高を記録した。一方、発行市場における純発行額は、産業セクターを中心に極めて低水準にとどまり、極めて良好な需給環境となった。ECBは緩和バイアスを維持する公算が大きいようである。加えて目先、需給環境が変化すると考える理由はほとんどないことから、欧州ハイイールド市場は引き続き底堅い動きが期待される。

アウトルック

米国および欧州のクレジット全域にわたり、スプレッドは現在のバリュエーションからなお縮小すると見込まれる。仮に現在のマクロ経済環境が維持されれば、6月もスプレッドは緩やかな縮小を続けよう。金融以外のセクターの多くでファンダメンタルズはすでに改善の余地は乏しいが、一段と悪化する気配はなく、クレジットに良好な環境を引き続き提供すると見込まれる。金融緩和が引き続きスプレッド商品の追い風となるなか、クレジット市場全般にわたり、テクニカル要因は明るい。4月までと同様、このように全般的に前向きな我々の見解にとって、依然として政治要因が最大のリスクとなる。欧州と米国で不透明感が残るなか、この政治関連リスクと、そうしたリスクが6月にクレジットに及ぼす兆候について、積極的に注視していく。

証券化商品市場

5月のレビュー

5月はエージェンシー MBSが良好なパフォーマンスを記録、クレジット関連証券化商品も前月同様に堅調な足取りを見せた。カレントクーポン物エージェンシー MBSの、

上記は2017年6月現在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2017年5月末現在です。

デュレーションの等しい米国債に対する名目スプレッドは、前月の水準から2bps縮小して95bpsとなった。デュレーションの等しい米国債に対するオプション調整後スプレッド (OAS) は1bp拡大して15bpsとなった。ボラティリティは低下した。5月にブルームバーグ・パークレイズ米国MBSインデックスは0.61%上昇、年初来5ヵ月では1.75%上昇した。FRBはエージェンシー MBSの規模を1.75兆ドルに維持するため、5月にエージェンシー MBSを約280億ドル買い入れた。しかしながら最近、複数のFRB理事がポートフォリオの再投資の終了を推奨した。我々は第4四半期にも再投資が終了されるとみている。FRBは2016年に約4,000億ドルのエージェンシー MBSを購入している。2017年に入っても3,000億ドル超のペースで購入が続けられているため、再投資が停止されれば、エージェンシー MBS市場に多大な悪影響が及びかねない。

キャッシュフローとクレジットのパフォーマンスが改善が続いたことを受けて、非エージェンシー MBSのスプレッドは5月もタイト化した。全米の住宅価格は2012年の底から40%回復し、今や2006年7月につけた危機前のピーク水準を凌ぎ、新高値を更新する勢いである。最近の住宅価格の値上がりにもかかわらず、米国の住宅は過去の水準と比較して依然買い易い状態が続いている。住宅ローンのパフォーマンスも引き続き堅調。新規デフォルト率は3月の年率0.75%から4月には同0.69%に低下、過去10年間の最低水準近辺で推移している。失業率が低く、経済が緩やかな改善に向かっており、住宅価格が今も約10年前のサブプライム・ローン危機からの回復局面にある状況において、住宅ローン関連クレジットのパフォーマンスは、先行き一段の改善が見込まれる。

CMBSのパフォーマンスは、担保構成によって大きく乖離する状況が続いている。例えば、年初来、商業施設へのエクスポージャーが37%に達するCMBX S6 BBB格 (2012年発行) のスプレッドは133bps拡大したのに対し、商業施設へのエクスポ

ージャーがわずか24%にとどまるCMBX S9 BBB格 (2015年発行) のスプレッドは逆に31bps縮小した。小売店の閉鎖が増加し、小売企業の収益が不振に陥っていることを背景に、多くの商業施設不動産に対する信用懸念が高まっている。5月の非エージェンシー CMBSの新規発行額は増加して約80億ドルに上り、2017年初来の合計発行額は250億ドルとなった。2017年に発行される非エージェンシー CMBSは500億-600億ドルに上るとの見方は変わらない。年初来の発行額はこのレンジの上限のペースとなっている。2017年1月1日に発効した新たなリスク・リテンション規制が、CMBSの新規発行市場の冷え込みに多大な影響を及ぼしていると思われる。

5月も欧州MBSのスプレッドは縮小傾向をたどり、2017年初来では30-50bpsタイト化した。低金利と経済成長の早期兆候が、プレグジットに関わる重大な懸念を抑え込んだ格好。供給が限定的だったことから、ECBは5月に資産担保証券 (ABS) の買い入れ額を抑えた結果、5月の欧州ABSポートフォリオは4億ユーロ縮小した。

アウトルック

2017年にクレジット・スプレッドが大幅に縮小したにもかかわらず、証券化商品市場の見通しはほとんど変えていない。前月に続きモーゲージ・クレジットをポジティブとし、金利動向に関わるリスクがより大きいエージェンシー・モーゲージ担保証券 (MBS) はネガティブとする。エージェンシー MBSに対しては慎重姿勢を変えない。名目スプレッド、OASスプレッドとも歴史的にタイトな水準となっているうえ、FRBが1.75兆ドルのMBSポートフォリオの償還金の再投資を早晩停止するリスクが高まっていることによる。FRBが資産購入を停止すれば、新たなMBSの供給は他の投資家によって吸収されなければならない。他の投資家にMBSポジションの拡大を促すためには、スプレッドの拡大が必要であろう。加えてこの2年間、エージェンシー MBSのリターンは冴えず、2017年も他の資産クラスと比較し

て明るいスタートを切ったとは言えない。したがって、同セクターが割安になり、パリュエーションが改善するまで、需要が大幅に上向くとは思えない。

非エージェンシー MBSは、引き続き相対的に安定性が高く、魅力的な債券資産の1つとみなせる。魅力的なキャリア、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踏まえて、非エージェンシー MBSセクターを引き続き選好する。非エージェンシー MBSの対米国債利回りスプレッドは、年初来、60-100bpsタイト化している。しかしながらキャリアが依然魅力的で、ファンダメンタルズが改善基調にあることに基づき、非エージェンシー MBSを引き続き選好セクターとする。また、米住宅市場についても全般的に強気なスタンスを継続する。景気が緩やかな改善を続けており、住宅ローン金利が今も低位にあり、住宅の買い易さが過去平均を上回っていることが、そうしたスタンスをとる根拠である。供給面では、2017年に非エージェンシー MBSの残高は10%以上、額にして約600億米ドル減少するとみている。新規証券化案件はわずか150億-200億米ドル前後にとどまる見通しである。

CMBS市場は二極化の様相を強めている。商業施設へのエクスポージャーの大きいCMBSのパフォーマンスは低迷しているのに対し、その他のすべての種類の不動産を担保としているCMBSは、好パフォーマンスを記録している。このところ小売店の店舗閉鎖が相次いでいるため、多数の小売りショッピング・センターの将来に対する懸念が浮上している。その結果、商業施設へのエクスポージャーの大きいCMBSは、今年、下げ圧力にさらされている。確かに今後、多数のモールの破綻が予想され、恐らくは伝統的な室内型ショッピング・モールの20%程度が破綻すること考えられるが、大半のモールは依然として黒字を計上しており、深刻なクレジット・リスクを引き起こすとは思えない。

上記は2017年6月現在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2017年5月末現在です。

図表8
非エージェンシー MBSの主要データ

		直近	前回	単位	1年変化	単位	時点
価格	全米住宅価格	● 0.32	0.4	月次変化率(%)	● 5.8	対前年比変化率(%)	3/31/2017
	中古住宅販売	● 5.6	5.7	百万戸			4/30/2017
	中古住宅販売	● -2.3	4.2	月次変化率(%)	● 1.6	対前年比変化率(%)	4/30/2017
在庫	住宅在庫	● 7.2		月次変化率(%)	● -9.0	対前年比変化率(%)	
	住宅在庫	● 4.2	3.8	在庫消化月数	4.6	水準(対前年比)	4/30/2017
デフォルト	新規デフォルト	● 0.69	0.75	% (年率)	0.69	水準(対前年比)	4/1/2017
価格	商業不動産価格	● 0	0	月次変化率(%)	● 2.3	対前年比変化率(%)	4/30/2017
稼働率	ホテル稼働率	● 68	66	稼働率(%)			3/31/2017
	全米オフィス空室率	● 13	12.9	空室率(%)			3/31/2017
賃料	オフィス賃料成長				● 4.90	対前年比変化率(%)	3/31/2017

出所：JPモルガン。2017年5月31日現在

この市場が厳しい状況に直面していることは、重大なリスクと同時に多大な機会をもたらす。こうした中では、個々の証券の注意深い選別が高パフォーマンスのカギを握ろう。商業施設以外のCMBS、具体的にはホテルやオフィスビル、産業施設、複数世帯用賃貸物件を担保とするCMBSは、各種不動産指標の改善を支えに概ね底堅く推移している。過去1年間に商業用不動産価格の上昇がスローダウンしたものの、上記のタイプの不動産は、依然としてプラス圏内で推移している。経済全般の好調と金利の安定を踏まえて、これらの資産クラスに対してポジティブなスタンスを継続する。

CMBSの供給は穏やかな水準にとどまった。2007年に発行された大量のローンの借り換えが牽引役を果たす一方、CMBSに対する新たなリスク・リテンション（保持）規制が幾分足枷となった。リスク・リテンション規制とは、2017年以降、CMBS証券の発行体は、ディール全体の5%のポジションを保有することを義務付けるもので、この規制が潜在的なCMBS証券化案件の発行額を若干抑えたとみられる。

欧州では、証券化商品を引き続き選好するものの、ポジションを縮小した。スプレッドがプレグジット前の水準よりも大幅にタイト

になったことによる。全体としては、同セクターに対してポジティブな姿勢を堅持する。ECBとBOEは当面、金利を低水準に誘導するとの確信は揺るがず、こうした緩和策が欧州経済と、さらに重要な点として不動産市場の追い風になるとの考えは変わらない。住宅価格は欧州のほとんどの地域において、2年連続で値上がりした。住宅ローン金利の低下と景気の緩やかな改善が、追い風になった。

上記は2017年6月現在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2017年5月末現在です。

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

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.co.jp/im