

グローバル債券市場レポート

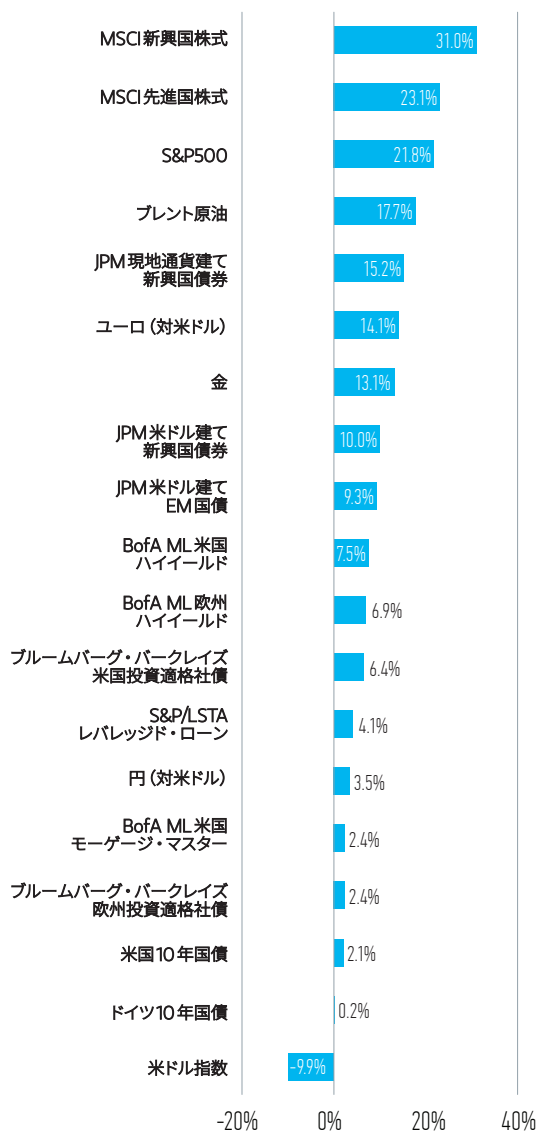
2018年ーアルファに着目

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。2018年1月現在の債券運用部門による見直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12月末現在です。

債券 | 債券運用部門 | マクロ・インサイト | 2018年1月

2018年の年初にあたり、現在の冷たすぎもせず熱すぎもしない適温環境を揺るがす事態が起きると想定することは困難である。経済成長は予想を上振れし続けているが、にもかかわらずインフレ圧力が高まる兆しはない。こうした状況は、金融政策の正常化に向けた中央銀行の足取りが、今後も異例に緩やかなペースにとどまることを示唆している。投資家の間では熱狂感も見られない。キャッシュ・ポジションは高く、市場観測筋は市場が割高で、リスクが高まりつつある点に焦点を合わせている。「押し目買い心理が強いことは、往々にしてそうした押し目買いの機会が実現する公算が小さいことを意味する」とは言え、バリュエーションや、リターンの牽引役としての指数の役割に対する市場の懐疑感には一理ある。マクロ経済動向が明るい一方で、バリュエーションに幾分割高感が出ている現在の環境においては、単にリスクをロングするよりも、アルファに着目する（銘柄選択等）ほうが、はるかに重要なパフォーマンスの牽引役になる可能性が大きい。事実、新興国では国によるマクロ経済状況の乖離が広がっている事実を勘案すれば、新興国はアルファを模索するための格好の投資機会を提供してくれるとも考えられる。

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12月30日現在。
上記は米ドル・ベースのパフォーマンス。

図表2
主要市場の金利水準および対10年債スプレッド

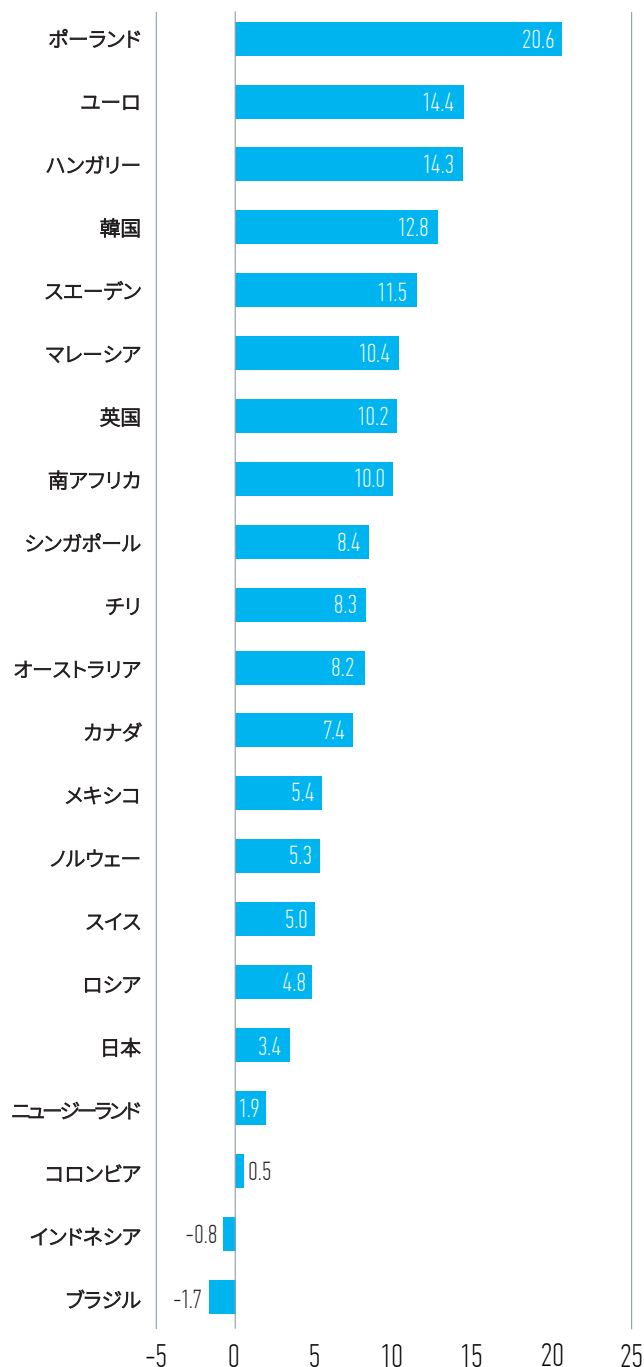
国	10年債利回り (%)	年次変化 (BPS)	10年スプレッド (BPS)	年次変化 (BPS)
(対米国債スプレッド)				
米国	2.41	-7		
英国	1.19	-4	-122	2
ドイツ	0.43	25	-198	32
日本	0.05	1	-236	8
オーストラリア	2.63	-15	22	-8
カナダ	2.05	33	-36	39
ニュージーランド	2.72	-66	32	-59
(対独国債スプレッド)				
フランス	0.79	13	36	-12
ギリシャ	4.12	-300	369	-325
イタリア	2.02	22	159	-3
ポルトガル	1.94	-181	152	-206
スペイン	1.57	24	114	-1
新興国債券				
米ドル建て債券利回り (%)	現地通貨建て債券利回り (%)	年初来変化 (BPS)	米ドル建て債券スプレッド (BPS)	年初来変化 (BPS)
米ドル建て債券スプレッド			311	6
現地通貨建て債券利回り	6.26	-616		
社債スプレッド			225	0
ブラジル	9.02	-208	232	-98
コロンビア	6.26	-69	173	-52
ハンガリー	1.26	-69	86	-82
インドネシア	6.63	-139	166	-71
マレーシア	3.9	-28	108	-89
メキシコ	7.67	+16	245	-51
ペルー	5.24	-126	136	-34
フィリピン	4.84	-63	95	-15
ポーランド	2.69	-35	45	-65
ロシア	7.29	-95	179	-7
南アフリカ	9.31	-3	255	-21
トルコ	11.95	+104	291	-69
ベネズエラ	-	-	4854	+2686
クレジット				
米国投資適格			93	-30
欧州投資適格			86	-37
米国ハイイールド			343	-61
欧州ハイイールド			277	-95
証券化商品				
エージェンシー MBS			69	-20
米国 BBB 格 CMBS			330	-79

ポジティブ ニュートラル ネガティブ

出所: ブルームバーグ 2017年12月29日現在

図表3
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12月29日現在

上記は2018年1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12月末現在です。

債券市場見通し

2018年も2017年と同様に投資家にとって素晴らしい年になるだろうか。昨年は大半の資産が好パフォーマンスを記録した。持続的な景気回復と金融情勢の緩和を追い風に、リスク資産が値上がりした。新年を迎え、現在の冷たすぎもせず熱すぎもしない適温環境を揺るがす事態が起きると想定することは困難である。経済成長は予想を上振れし続けているが、にもかかわらずインフレ圧力が高まる兆しはない。こうした状況は、金融政策の正常化に向けた中央銀行の足取りが、今後も異例に緩やかなペースにとどまることを示唆している。投資家の間では熱狂感も見られない。キャッシュ・ポジションは高く、市場観測筋は市場が割高で、リスクが高まりつつある点に焦点を合わせている。「押し目買い心理が強いことは、往々にしてそうした押し目買いの機会が実現する公算が小さいことを意味する」とは言え、バリュエーションや、リターンの牽引役としての指数の役割に対する市場の懐疑感には一理ある。マクロ経済動向が明るい一方で、バリュエーションに幾分割高感が出ている現在の環境においては、単にリスクをロングするよりも、アルファに着目する（銘柄選択等）ほうが、はるかに重要なパフォーマンスの牽引役になる可能性が大きい。

中央銀行が予想外の政策を導入する、あるいは地政学的情勢が突如悪化するなど、懸念すべき要因は常にある。2018年の最大のリスクの1つは——最も重要なリスクとは言えないかもしれないが——マクロ経済環境が悪化することではなく、市場の高すぎる期待に現実が追い付かないことだと思われる。各国中央銀行は今後とも、

以前のサイクルと比較して極めてゆっくりと金融政策の正常化を進めるようだが、それでも現在市場が織り込んでいるベースを凌ぐことは十分にあり得る。例えば、米連邦準備制度理事会（FRB）が年内に3回以上の利上げに踏み切る、欧州中央銀行（ECB）が9月に量的緩和（QE）を終了する、日銀がイールドカーブ・コントロール政策を停止する、などの展開を、目下、市場は織り込んでいない。米連邦公開市場委員会（FOMC）の構成が依然流動的で、数名の委員がドナルド・トランプ大統領の指名待ちとなっている。現在のバリュエーションを踏まえるならば、国債市場への影響としては、利回りが低下するよりも、大幅に上昇する確率のほうが大きい。我々が描く中心シナリオは市場予測からさほどかけ離れていないものの、以上の状況に照らし、利回り上昇に備えたポジショニングを取ることが理に適っているように。

スプレッド商品については、ここまでのスプレッド縮小を考えると、景気見通しが明るいというだけでは、スプレッド商品のアウトパフォーマンスを期待するのに十分ではないかもしれない。したがって、高利回りを確保しつつ、市場下落時には損失を最小限に抑えるべくスプレッド・リスクをとる際には、一段と選別姿勢を強める必要がある。こうした環境では、単にリスクをロングするよりも、アルファに着目する（銘柄選択等）ほうがはるかに重要なパフォーマンスの牽引役になる蓋然性が大きい。新興国では国によるマクロ経済状況の乖離が広がっている事実を踏まえるならば、新興国市場はアルファを模索するための格好の投資機会を提供してくれるとも考えられる。

上記は2018年1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12月末現在です。

アウトルック

先進国債券市場/為替

年初の市場状況は、米10年債利回りは2～3%のボックス圏にとどまる公算が大きいことを示唆している。ジェローム・パウエル氏が新FRB議長に就任しても、FRBのメッセージや政策が大きく方向転換するとは考えにくい。少なくとも、最近の利上げ後の経済動向に関する指標が出揃うまでは、そのように言える。先進国の中では欧州周縁国とオーストラリアの金利を最もポジティブにみている。一方、独国債と日本国債に対しては若干弱気である。ドルに対しては中立とする。

新興国債券市場/為替

足元では、今のところ同資産クラスに慎重なスタンスで臨むことを提唱する。昨年大幅にアウトパフォームしたこと、米10年債利回りが上昇基調にあること、各国の政治要因が一連の地政学的テールリスクとなりかねないことが理由である。こうした状況に照らし、高キャリーもしくは割安で個別材料を持つ市場に注目する。個別材料としては、インドやインドネシアなど改革の進展が期待される国と、依然ディスインフレ基調にある一方、引き締め気味の金融政策となっている（即ち、緩和余地がある）国（ロシア）、および中央銀行が積極的な政策スタンスをとっている国（とりわけハンガリー）を選好する。半面、タイやチェコ共和国など利回りが低い国と、コロンビアのようにファンダメンタルズが悪化している国は避けたい。

クレジット市場

スプレッドはグローバル金融危機後の最低水準に達しているが、それでも前回のサイクル後期の水準と比較すれば依然ワイドなままだ。経済成長と企業収益の改善も引き追いつき追いつく風となろう。ベータを主因とするスプレッド縮小局面はほぼ終了したと思われる。2018年はアルファ創出機会が市場を定義することになりそうだ。非金融セクターでは、M&A（合併・買収）や、創造的破壊に起因する個別リスクの上昇に大きく着目する。多くのクレジットに関して、これらのリスクが適切に織り込まれていないことが懸念される。対照的に金融セクターへの投資については、はるかに安心感を抱いている。特に好感されるのが欧州で、規制当局と中央銀行が引き続き金融セクターのリスク抑制に努めており、銀行に資本増強と資産内容の改善を促している。ハイイールド債と転換社債については、穏やかなポジション構築に前向きながら、2018年には徐々にポジションを引き下げていく意向。

証券化商品市場

2018年初にあたり、魅力的なキャリーとクレジット状況の改善を根拠に、証券化商品市場の見通しに対して引き続きポジティブなスタンスを維持する。2017年と同様のリターンを上げるのは難しいとしても、キャッシュフローに基づくキャリーに支えられ、2018年も絶対、相対ベースで魅力的なリターンが見込まれる。とりわけ以下のセクターを選好する：非エージェンシー住宅ローン担保証券（RMBS）、住宅関連商業用不動産担保証券（CMBS）、複雑な資産担保証券（ABS）、シーズニングした欧州周縁国および英国のRMBS。一方で、エージェンシー・モーゲージ担保証券（MBS）、商業施設およびホテルを担保とするCMBSについてはあまり前向きにみていない。

上記は2018年1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12月末現在です。

先進国債券市場 2018年アウトlook

米国

2018年に3回の利上げが行われるとみている。これはFRBの予測と同じだが、市場は2回の利上げしか織り込んでいない。2018年のリスクは、FRBが現在の予測以上に速いペースで金利を引き上げるか否かであり(つまり2018年に4回の利上げを実施する)、利上げペースを予測以上にスローダウンするかどうかではない。とは言えFRBは、今日までの引き締めの影響を見極める必要があると思われる。いずれにせよR* (アールスター、自然利子率) がどのような水準であるとしても、FRBがその水準に徐々に近づいていることは間違いない。

ジェローム・パウエル氏が新FRB議長に就任しても、FRBの政策が大きく方向転換するとは考えていない。少なくとも、経済動向に関する指標が出揃うまでは、そのように言える。市場の安定と信頼感を維持するため、少なくとも就任直後の数回の会合では、パウエル氏は退任するジャネット・イエレン議長が採ってきた政策の継続性を示す必要があるからだ。年初の市場状況は、米10年債利回りは2～3%のボックス圏で推移する公算が大きいことを示唆している。

ドルは方向感の欠けた動きを見せている。このため明確なトレンドが浮上するまで、中立のスタンスをとりたい。FRBが利上げ姿勢を強め、他の国々との金利格差が広がれば、ドルには強気材料となるが、他の諸国と比較して経済成長が鈍るようなら、ドルには弱気材料となる。

ユーロ圏

ユーロ圏では景気回復の足取りが強まるとともにインフレ率上昇の兆しが増えており、9月もしくはそれ以降遠くない時期に、ECBが量的緩和(QE)プログラムを終了する可能性が高まっていることが示唆されている。金融政策正常化への動きに伴い、独国債利回りは年末に向けて上昇が見込まれるものの、担保としての需要やECBの再投資が、利回りの大幅な上昇に歯止めをかけよう。

仏大統領選挙以降のスプレッド縮小と、財政ファンダメンタルズがドイツよりも脆弱な点を勘案し、仏国債を独国債との比較で弱気にみている。しかしながら我々は、ポルトガルやギリシャなどのユーロ圏周縁国に対して、より強気である。ポルトガルに関しては2017年ほどの劇的なスプレッド縮小は見込まれないにせよ、ファンダメンタルズ改善と相対的なキャリーの高さから、同国国債は引き続き魅力的に映る。3月のイタリアの総選挙は、イタリア国債(BTP)のみならず他のユーロ圏周縁国国債のスプレッド縮小トレンドにとって明白な脅威となるものの、ファンダメンタルズに照らして妥当な以上にスプレッドが拡大すれば、魅力的な取引機会が生まれることもあり得る。

英国

英国のEU離脱(Brexit:ブレグジット)に伴う政治的不透明感が垂れ込めるなか、英国の金利見通しは依然複雑な様相を示している。予測通り景気が底堅く推移し、労働市場が引き締まり続ける限り、イングランド銀行(BoE)が利上げ続行に軸足を置いていることは明らかだが、政治的展開によっては、こうした見通しが急速に変化しかねない。今年、ブレグジットに関わる重要問題の多くに関する交渉が行われるとみられており、英国の政情は異例に不安定なままだ。したがって、英国には依然重大な政治リスクがある。英国債はすでに通常見られない大幅に下方リスクに対するプレミアムを織り込んでいる(利回りが下限にある)ため、ポジティブな展開があれば大きく売られることもあり得る。だが2016年と異なり、そのことが世界の金利市場を牽引するとはみていない。

日本

日本国債利回りは引き続き低位にとどまろうが、このことはすでに大方織り込み済みである。イールドカーブが極端にフラットになっていることは、投資家が日銀の現在のイールドカーブ・コントロール政策はまだ当分続くとみていることを示唆している。したがって、例えばインフレ圧力上昇の兆しが高まり、金融政策が変化する可能性があるとの憶測

が多少なりとも浮上すれば、大幅なプライシングが生じる恐れがある。日本の投資家が利回りの獲得を目的に海外の債券市場に資金を振り向けているなら、その度合いによっては、国内金利が少しでも上昇すれば、世界の金利に大幅な影響を及ぼすことも考えられる。

カナダ/オーストラリア/ニュージーランド

世界経済の成長とコモディティ価格の上昇に後押しされ、カナダ、オーストラリアおよびニュージーランド経済は着実に改善基調をたどっている。しかしながら、これらの国では家計が大幅な負債を抱えているうえ、住宅価格の上昇ペースが鈍っており、中央銀行は警戒感を強めている。同地域では景気見通しを踏まえて豪国債をオーバーウェイトし、豪ドルをアンダーウェイトする。こうしたポジションを取るのには、中国経済が予想を下振れした場合のヘッジとしての意味合いもある。

ノルウェー/スウェーデン

経済にスラック(緩み)がほとんどなく、インフレ率が2%に近づいている点に照らせば、スウェーデンでは金利正常化サイクルが間近に迫っていると思われる。しかしながら、スウェーデン中銀(リクスバンク)は通貨高と輸入インフレの低下を強く意識し(特に通貨高に対してはほとんどヒステリックなまでに)、ハト派的スタンスを維持している。対照的にノルウェー中銀(ノルゲスバンク)は、インフレ率が相対的に低いにもかかわらず、金融市場の安定性維持の観点から、よりタカ派的なスタンスを取っている。この背景には、ノルウェーが家計の負債比率が先進国の中で最も高い国の1つとなっていることがある。幾つかの理由に基づきNOK(ノルウェー・クローネ)およびSEK(スウェーデン・クローナ)は対ユーロで上昇するとみている。

新興国債券市場 2018年アウトlook

新興国債券市場に対する投資家の最大の疑問は、どのような外部環境において、どの新興国資産クラスがアウトパフォームするかという点だろう。その後、外部マクロ経

上記は2018年1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12月末現在です。

済シナリオと当該国もしくは企業のファンダメンタルズに基づき、当該資産クラスの中で、好パフォーマンスが期待できる資産を特定することになる。新興国債券市場を突き動かしている現在のテーマの中で、最も好パフォーマンスが期待できる資産クラスに柔軟に資産の再配分が行えるかどうかが重要だと思われる。例えば、米ドルの全般的な下落を促している要因は、新興国の債券市場全般にとって追い風となるはずだ。また、新興国通貨の上昇およびデレーションからのリターンは、現地通貨建て債券のアウトパフォーマンスを後押しする公算が大きい。通貨上昇はデysinフレにつながるからである。同様に、米ドル安になればハード・カレンシー建て債務の返済コストが低下し、新興国国債や社債スプレッドの追い風になる。多額の米ドル建て債務残高を抱えている国や企業については、尚更である。一方、インフレ期待が十分に抑制されている一部の国に関しては、デysinフレおよびスティープなイールドカーブ形状に基づき、デレーションへのエクスポージャーを引き上げるのが賢明とも思われる。

世界的なファンダメンタルズの明るさを背景に、中期的には、新興国債券に対して全般的に前向きなスタンスを維持する。とりわけ、先進国のインフレ圧力が落ち着いている中で世界同時景気拡大、ドル安、世界貿易の拡大が好材料だ。加えて、新興国の個別ファンダメンタルズ、先進国と比較して依然魅力的な利回り、バリュエーションに幾分タイトニング余地が残っていることも、新興国債券を後押ししよう。このように新興国債券に対して中期的には前向きにみているものの、昨年大幅にアウトパフォームした点を踏まえて、現時点では同資産クラスに対して慎重なスタンスを取ることを推奨する。税制改革法案の成立に伴う米10年債利回りの緩やかな上昇、主要新興国で選挙が予定されていること、地政学的リスクの高まりや、米政府が反貿易姿勢を強める可能性（特に懸念されるが、NAFTA交渉が決裂する、または米中貿易関係に悪影響を

及ぼしかねない措置が導入されるなどの事態）を含む一連のテールリスクの存在も、目先、新興国債券に慎重に臨むべきことを示唆している。

以上により、足元では新興国通貨に対してより選別的な配分を行い、エジプト、インドネシア、ロシアなどキャリーが高く個別材料を持つ国の通貨と、マレーシアなど割安な通貨を選好する。国内金利については、インドやインドネシアなど利回りが魅力的で改革の進展が期待される国と、依然デysinフレ基調にあり金融が引き締められている国（ロシア）、および中央銀行が積極的な政策スタンスを取っている国（とりわけ、金融当局が現地通貨建て債券のイールドカーブのフラットニングを促す政策を導入しているハンガリー）のデレーションへのエクスポージャーをオーバーウェイトしたい。半面、タイやチェコ共和国など利回りが低い国と、コロンビアのようにファンダメンタルズが悪化している国は避ける。国債スプレッドについては、バリュエーションにさらなるタイトニング余地が若干あるとみられる。特に、改革続行が見込まれるか、利回りの高いインドネシア、アルゼンチン、ウクライナなどの国を選好し、利回りの低い国（チリなど）およびマクロ経済や政治情勢が悪化している国（コロンビア、トルコ）を避ける。

新興国社債については、高利回り・低格付けクレジットを引き続きオーバーウェイトする。デフォルト・サイクルの底入れに伴い、近々、格下げ件数に対する格上げ件数の比率が上昇に転じるとみられることが背景。このような高利回りセクターでは、ファンダメンタルズが安定もしくは改善傾向にある国の中で、魅力的な個別材料を持つ銘柄を選好する。投資適格債については、イールドカーブの7～10年セグメントにおける低格付け債と、懲罰的ステップアップ条項が規定されている永久債を選好する。アジアでは、中国（クオリティの高い国有企業[SOE]およびニューエコノミー関連銘柄）、インド（石油・ガス、クリーン・エネルギー関連銘柄）、

インドネシア（不動産、TMT[テクノロジー・メディア・通信]）に注目する。ラテンアメリカでは、アルゼンチン（改革の進展を受けて国際資本市場に再参入するに伴い、魅力的なリスク・リターンが期待される）とブラジル（石油・ガス関連国営企業、金融および中核セクターである食品関連などの優良国内大手）を選好する。

クレジット

2018年アウトlook

当社では毎年末に、ポートフォリオ・マネージャー、トレーダー、アナリストが一堂に会して、翌年のクレジット市場の見通しについて検討する。数年来、コンセンサスに達することはさほど困難ではなかった。2014年を例外として（後段で検討）、各年の1月の時点でスプレッドは長期中央値を上回り、サイクル後半で見られる典型的な低水準よりも大幅にワイドな水準となっていたからだ。こうした魅力的なバリュエーションに加えて、中央銀行は数年にわたり積極的な介入を続けており、経済も徐々に正常化に向かっていた。かかる環境の下、チームは概ね異論なく強気なコンセンサスに達し、ポートフォリオにおいてクレジットをオーバーウェイトするとの合意が形成されてきた。

事実、景気が回復を続け、金融緩和が維持され、ボラティリティが低位安定するという好環境に下支えされ、2017年も投資適格クレジットは前年に続き好パフォーマンスを記録した。2017年は基幹産業とエネルギーが最も高いリターンを上げたが、すべての主要セクターでスプレッドがタイト化した。これらのセクターでは、2016年初期に大幅にアンダーパフォームして以降、スプレッドは正常化を続けた。欧州の投資適格社債は米国以上に好調に推移、対国債スプレッドは37ベース・ポイント縮小した。米国と同様、すべてのセクターが国債をアウトパフォームし、中でも銀行劣後債と保険債が欧州クレジット市場全体を大幅に凌ぐリターンを上げた。

上記は2018年1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12月末現在です。

しかしながら昨年12月の会合では、状況は一変した。今やスプレッドはグローバル金融危機後の最低水準に張り付いており、米景気拡大局面はすでに10年近くが経過、世界中で超過金融緩和が徐々に解消に向かいつつある。同時に、世界的に株式は記録的なパフォーマンスを上げ、国債利回りは正常化への道筋をたどり、企業のファンダメンタルズは依然としてほぼ安定している。こうした背景の下、チームは2018年に好悪両面で市場に影響を及ぼすとみられる一連の材料について検討を行った。その結果、チームは以下の結論を導き出した。即ち、クレジット市場に対しては引き続き前向きなスタンスを維持するものの、期待感はやや後退させ、今後の資産クラスの見通しに対してやや異なる見方となる。

2018年のシナリオとして、スプレッドはグローバル金融危機後の底に達しているが、過去のサイクル後半の段階と比較すれば依然ワイドな水準にとどまっており、経済成長の改善とファンダメンタルズの安定が引き続き追い風になるとみている。我々は、金融緩和と政策が徐々に手仕舞われることが、クレジット市場に重大な悪影響を及ぼすとは考えていないが、中央銀行の介入が弱まるにつれ、ボラティリティは上昇に向かう。こうした環境下、ベータに牽引されたスプレッドの縮小局面は概ね終了し、個別材料に基づくボラティリティに端を発する新たなアルファ創出機会が、2018年を定義することになると判断している。以下で、こうした結論に至った市場ファンダメンタルズやテクニカル、バリュエーションの見通しについて、より詳細な検討を行う。

ファンダメンタルズを検討するに際しては、非金融セクターと金融セクターを別個に評価することが引き続き適切だと考える。それぞれの主要な牽引役の多くが異なっているからである。非金融セクターでは、レバレッジが高水準で安定している大半の企業に関して慎重なポジショニングを取る。こうした企業のレバレッジ水準は過去の景気拡大

後期の水準と比較してかなり高いことは意識しているものの、そのこと自体は過度に懸念していない。我々はむしろ、M&Aや創造的破壊に起因する個別リスクの上昇と、セクター・発行体間の乖離、およびそうしたリスクが多くのクレジットに適切に織り込まれていない点に注目している。先行きについては、技術革新が投資先企業やセクターに及ぼす影響や、オンライン経済の隆盛が伝統的な店舗型ビジネスに与える影響、再生可能エネルギーの普及が伝統的なエネルギー企業や公益企業に及ぼすインパクトを、注意深く見極める必要がある。さらに、過度のレバレッジにつながりかねない積極的なM&Aに対しては、引き続き慎重にみていく。非金融セクター内でロング・ポジジョンを取ることは依然可能だが、これらを含む様々なリスクを相殺するだけのバリュエーションの妙味がある場合に限られよう。

過去数年にわたり中心的な焦点を置いてきた金融セクターへの投資に対しては、はるかに安心感を抱ける。システミック・ビジネス・リスクを軽減し、ビジネス・モデルの変革を促すことを目指す世界的な政策措置が、引き続き同セクターの追い風となっている。但し、特定の地域やサブセクターに対する見方は若干異なる。例えば米国について言えば、大手金融機関ではリスク削減はほぼ終了したとみられるため、一段のクレジット内容の改善は期待しにくい。とはいえ、米金融システムのファンダメンタルズは依然極めて健全で、厳格な規制が敷かれていることは変わらない。欧州では、規制当局と中央銀行が引き続き金融セクターのリスク軽減に向けた努力を続けており、銀行に資本増強と資産内容の改善を促している。銀行以外のセクターに関しては、これまで通り保険会社を選好する。株高価格決定力の改善、等を受けて、伝統的に健全なバランスシートと潤沢な自己資本がさらに押し上げられている。

バリュエーションを見ると、米投資適格社債のスプレッドにはもはや割安感はないにせよ、取り立てて割高とも感じられない。スプ

レッドがボックス圏で推移するか幾分縮小する環境において、投資家は引き続き相対的に魅力的な超過リターンを捕捉することができよう。こうした状況に対し、ポートフォリオのリスクを徐々に引き下げることで対応するが、ポートフォリオのポジショニングとしては、引き続きリスクを小幅オーバーウェイトする。我々の確信水準は過去数年ほど強固ではないが、あまりにも早い段階で過度にディフェンシブなスタンスはとりたくない。過去の例が何らかの指針になるなら、今ビジネス・サイクルが終了するまでに、クレジットのバリュエーションには一段の上昇余地があるかもしれない——そして現在のスプレッド水準を踏まえるならば、今の状況でアンダーウェイトすれば、その代償は極めて大きいと思われるからである。重要なマイナス要因が浮上していない場合は、バリュエーションが極端に割高でない限り、急いでリスクを引き下げるよりも、徐々にリスクを引き下げていくのが最も適切だと考える。

2018年のリターンの牽引役としては、先に述べたように、ベータに基づくスプレッド縮小ではなく、個別リスクが主役になると思われる。我々は金融クレジットと非金融クレジットに対して異なる見解をとっていることから、ポートフォリオではこれまで通り前者をオーバーウェイトし、後者をアンダーウェイトする。可能ならハイイールド債と転換社債に小幅なポジジョンを取りたいが、このポジジョンは2018年初期に徐々に引き下げる意向。

2017年の株式市場の上昇を受けて、株価の見通しを予測するのは簡単ではない。しかしながら、2018年に向けて転換社債を取り巻く環境は、金融情勢の引き締め、経済成長の改善、金利上昇といったものになるが、こうした環境はすべて、債券や株式と比較して転換社債のパフォーマンスを後押しすると思われる。さらに、世界の株式のボラティリティが過去1世紀で2番目に低かった2017年を経て、ようやくボラティリティが市場に戻ってくる公算が大きい。このため、2018年は転換社債にとって堅調な年

上記は2018年1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12月末現在です。

となり、とりわけ対株式でパフォーマンスの改善が期待できよう。株価上昇と金利上昇を背景に、市場では供給増加が予想され、発行額の増大が見込まれる。

証券化商品市場 2018年アウトLOOK

2018年初にあたり、証券化商品市場の見通しに対しては、魅力的なキャリアとクレジット状況の改善を根拠に、引き続きポジティブなスタンスを維持する。2017年と同様のリターンを上げるのは難しいだろうが、キャッシュフローに基づくキャリアに支えられ、証券化商品市場では2018年も絶対、相対ベースで魅力的なリターンが期待される。

エージェンシー MBSは引き続き2018年に最も懸念されるセクターの1つである。2018年初のエージェンシー MBSの名目スプレッドは過去20年余りで最もタイトな水準となっている。しかもFRBは保有する1.75兆ドルのエージェンシー MBSポートフォリオの縮小を開始したばかりだ。FRBはエージェンシー MBS市場の30%以上を保有している。FRBが退いた後に予想される隙間を埋めるべく、投資家を引き付けるには、スプレッドが拡大する必要がある。FRBが利上げを続行し、保有バランスシートの圧縮を進めるにつれ、金利ボラティリティが上昇する恐れがあることも気がかりだ。より金利に敏感な証券化商品に対してはエージェンシー MBSを引き続きアンダーウェイトとするが、対米国債ではこれまで通りエージェンシー MBSを中立とする。

米国の非エージェンシー RMBSは魅力的な利回り、住宅市場の改善、非エージェンシー RMBSの供給額減少といった状況に支えられ、極めて高い価値を提供している。過去1年間に非エージェンシー RMBSのスプレッドは縮小したものの、金利上昇と非エージェンシー RMBSの予想キャッシュフローの改善を受けて、利回りは僅かに低下しただけだ。大半の地域で住宅価格が当初の水準に戻るに伴い、住宅ローンの借り

換えができる住宅保有者が増えるにつれて、非エージェンシー RMBSの期限前償還スピードが加速している。レガシー非エージェンシー RMBS市場の多くは依然額面を下回る価格で取引されており、期限前償還の加速は、パフォーマンスに好影響を及ぼす可能性が大きい。

2018年も住宅価格は上昇を続けるものと予想されるが、上昇ペースは過去5年間の年率平均5～6%から3～4%近辺に減速することとなろう。一つには、現在の需給不均衡がその背景にある。過去数年にわたり世帯形成ペースが住宅新築件数を上回ったことにより、2017年には住宅在庫が過去最低水準に減少した。新築住宅が完成するまでには比較的長いタイムラグが必要なため、住宅の供給はすぐには間に合わない。新税制は、住宅ローン金利の控除額減少を通じて、全米ベースで住宅価格に若干ネガティブな影響を与えよう。しかしながら地域的な影響はより大きくなることも考えられる。州・地方所得税の控除額変更が、北東部および西海岸諸州の住宅の購入しやすさに、より重大な悪影響を及ぼすともみられるからである。

非エージェンシー RMBSの需給ダイナミクスは引き続き明るい。非エージェンシー RMBSの発行および証券化が依然極めて低水準にとどまるなか、5,000億ドル近い非エージェンシー RMBS市場は年率10%程度のペースで縮小を続けている。貸付規制の強化、証券化案件の資本構造があまり効率的ではなくなっていること、モーゲージに関わる訴訟で厳しい痛手を被った記憶などにより、政府系金融機関(GSE)ガイドラインを除けば、依然貸し手の多くが積極的なローンの発行をためらっている。供給が減少する一方で、債務返済に伴い償還となったポートフォリオの代替手段を投資家が模索する動きに牽引され、非エージェンシー RMBSに対する需要は引き続き堅調な推移が見込まれる。健全なファンダメンタルズを背景に需要が安定的な推移を続け

るか改善するようなら、供給減少の影響もあって、価格は引き続き上昇基調をたどると思われる。

米国のCMBSは利回りが最も高い証券化資産クラスであることは変わらないが、恐らくリスクも最も高い。AAA格CMBSは2017年に好パフォーマンスを記録、スプレッドがおよそ25ベーシス・ポイント縮小した。現在の水準では、ほとんどのAAA格CMBSは他の資産クラスと比較してフェアバリューに達しているとみられる。より格付けの低いCMBSは、担保構成によりスプレッドが大幅に異なっている。すべての商業用不動産セクターで、ファンダメンタルズは天井に近づいており、ホテル、オフィス、複数世帯住宅は入居率が記録的な高水準に達している。これらのセクターでは賃料の上昇に後押しされ、収入と純営業収益(NOI)が一段と上昇している。

以上のような極めて明るい市場状況の最大の例外は、小売りショッピング・セクターだ。多くのショッピング・センターで店舗の閉鎖が相次ぎ、空室率が上昇している。空室率が低水準にとどまっているショッピング・モールでさえ、債務借り換えが困難になっている。同セクターでは市場の懸念を受けて、貸出が抑えられているためだ。現時点では、小売り不動産はデフォルト・リスクが切迫しているわけではない。にもかかわらずこうした困難な貸出環境ゆえに、借り入れが満期に近づくにつれてデフォルト・リスクが高まり、ショッピング・モールの将来的な見通しが厳しさを増す恐れがある。

全体として、CMBSのバリュエーションは魅力的だが、リスクも高止まりしよう。CMBSのサブセクターとしては、戸建て賃貸住宅や複数世帯住宅などの住宅関連セクターを引き続き選好する。大規模単一資産案件およびシーズニングした(発行以来期間が経過した)コンデユイト案件も選好する。しかしながらショッピング・センターに対しては、伝統的な店舗型小売りセクターの低迷

上記は2018年1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12月末現在です。

を踏まえて、極めて慎重な姿勢を崩さない。最近組成されたホテル・ローンに対しても、慎重に臨む。この数年間にバリュエーションが大幅に上昇したことによる。

米国のABSに関して言えば、現在のスプレッド水準では、伝統的なクレジットカードおよび自動車ABSに割安感はほとんどない一方、消費者ローン、航空機リース、サブプライム自動車ローンなどの、より複雑なABSセクターには魅力的な価値が引き続き見出せる。失業率の低下と賃金上昇に支えられ、消費者のバランスシートは改善している。金利水準が依然として低いことやクレジットカード利用率がほぼ20年ぶりの水準に低下している事実を照らせば、消費者の総負債は今もますますの水準にとどまっている。学資ローン債務は増加し続けており、一部の消費者のストレスが高まる事態もあり得るものの、全体としては消費者クレジットに対し引き続きポジティブなスタンスを維持する。加えてグローバル金融危機後、ABS証券は、概ね信用補完水準が極めて高く、デフォルト水準がかなり上昇しても耐え凌げるようなストラクチャーとなっている。より複雑なABSセクターでは、銘柄選別が極めて重要なことは変わらないが、2018年初に当たり、同セクターは魅力的な相対価値を提供すると考える。

欧州証券化商品市場は力強いパフォーマンスを記録した2017年の流れを引き継ぎ、英国、スペイン、ポルトガル、ギリシャのRMBSは引き続き魅力的な機会が見込まれる。過去1年間にスプレッドは大幅に縮小したとは言え、米証券化市場の多くやECBの買入れプログラムの適格ABS、社債と比較す

れば、依然妙味がある。とりわけ、シーズニングの進んだ（発行以来10年超が経過した）英RMBSを選好する。借り手の信用力が実証されているうえ、この10年にわたる住宅価格の上昇が、住宅市場のクッションになるからだ。欧州全域を通じて、住宅ローン金利の低さも住宅価格にプラスの影響を及ぼす。発行以来10年超が経過したローンは、厳しい経済環境の中でも借り手が一貫して返済を続けたことで、信用力が実証される格好になっている。

リスクについて

債券は、発行体がタイムリーに元本と利子を支払うことができるかどうか（クレジット・リスク）や、金利変動（金利リスク）、発行体の信用力、全般的な市場流動性（市場リスク）など様々なリスクにさらされている。現在の金利上場環境においては、債券価格が下落してボラティリティが上昇する可能性や、ポートフォリオの償還が増える可能性がある。満期の長い証券は金利変動に対する感応度がより高いかもしれない。金利低下環境では、ポートフォリオのインカム収入が減少することも考えられる。ファニーメイ（連邦住宅抵当公社）、フレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）など一部の米政府系機関が発行する証券は、利子と元本の支払いについて米国政府による完全な保証はない。これらの発行体は将来的に資金不足に陥り、支払義務を満たせなくなることもあり得る。上場銀行ローンは低格付け証券の流動性リスクやクレジット・リスクにさらされる。ハイイールド証券（ジャンク債）は低格付け証券であり、より重大なクレジッ

ト・リスクや流動性リスクにさらされるかもしれない。国債にはデフォルト・リスクがある。**モーゲージ担保証券および資産担保証券**は期限前償還リスクやデフォルト・リスクの上昇に対する感応度が高く、価値を見極めることが困難で、売却が難しいこともあり得る（流動性リスク）。これらの証券はクレジット、市場、金利リスクにもさらされる。**通貨市場**は極めて変動性が高い。これらの市場においては、価格は特定の通貨の需給関係の変化や貿易、財政、金融政策、国内外の為替管理プログラムと政策、国内外の金利の変化など、様々な要因の影響を受ける。**海外市場**への投資は為替や政治、経済、市場リスクなど、特殊なリスクを伴う。新興国への投資に伴うリスクは、海外投資に関わる一般的なリスクよりも大きい。**金融派生商品**への投資では損失が大きく膨らみ、パフォーマンスに甚大な影響を及ぼす可能性がある。カウンターパーティ、流動性、バリュエーション、相関性、市場リスクにもさらされる恐れがある。**譲渡制限付証券（リストラクテッド・セキュリティ）**や**流動性の低い証券**は、上場証券と比較して売却や評価がより困難かもしれない（流動性リスク）。期限前償還によって**不動産抵当証券担保債券（CMO）**のキャッシュフローが変化する可能性があるため、これらの証券の最終的な償還日や平均残存年数を予め決定できないこともあり得る。加えて、CMOの担保や第三者保証が支払いに不十分な場合、ポートフォリオは損失を計上する可能性がある。

上記は2018年1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12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