

グローバル債券市場レポート

一段と複雑な様相を見せる金融市場

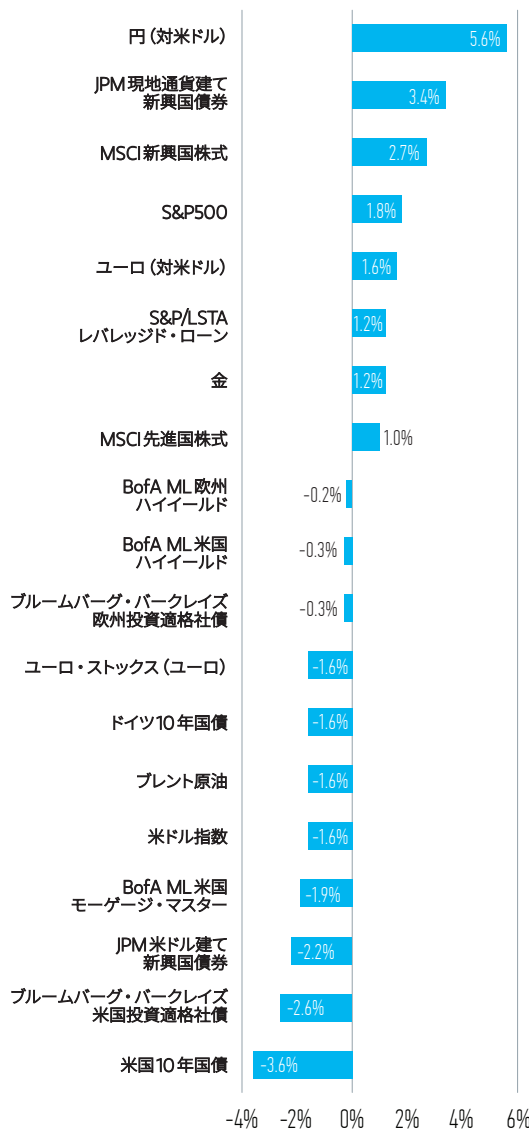
本書はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの債券運用部門が作成したレポートを邦訳したものです。2018年3月現在の債券運用部門による見直しおよび意見を示すものであり、市場環境および経済環境等の変化により変更される場合があります。データについては特に記載のない限り2018年2月末現在です。

債券 | 債券運用部門 | マクロ・インサイト | 2018年3月

金融市場の見通しは1カ月前と比較して複雑な様相を帯びている。経済環境は引き続き極めて明るいものの、成長上振れの勢いは鈍化し、国によるばらつきが広がっている。依然として最も力強い成長軌道をたどっているのは米国だ。こうした状況下、今後の成長加速への道のりが、より起伏に富んだものとなることは間違いなさそうだ。我々は最も確率の高い道筋として、金利は上昇に向かうとの見方を変えないが、市場間の格差は広がると思われる。最大のリスクは、市場が米連邦準備制度理事会 (FRB) による小幅な利上げしか織り込んでおらず、イングランド銀行 (BOE) が引き締めに動く蓋然性も、過小評価していることだ。これに対し、欧州中央銀行 (ECB) は今月、金融政策の正常化を急がない意向を示すともみられる。バリュエーションも重要な役割を果たそう。米国債には今も割高感があるのに対し、独債は極めて低い政策金利と量的緩和 (QE) によって国債の希少性が増したことにより債券価格が下支えられている。

リスク資産のボラティリティ上昇は、スプレッド商品にも試練を突きつけている。力強い経済見通しが引き続きファンダメンタルズ面での支援要因となっている一方で、ボラティリティ上昇がリスク調整後リターン期待の逆風となっている。しかもバリュエーションは、過去の水準と比較してすでに割高感があるように見える。我々はこれまで通り、力強い成長ファンダメンタルズが優勢になるとの見方に軸足を傾けるが、過去1年間と比較して、上昇への道のりは陰しさを増すだろう。シャープ・レシオは悪化する公算が大きい。

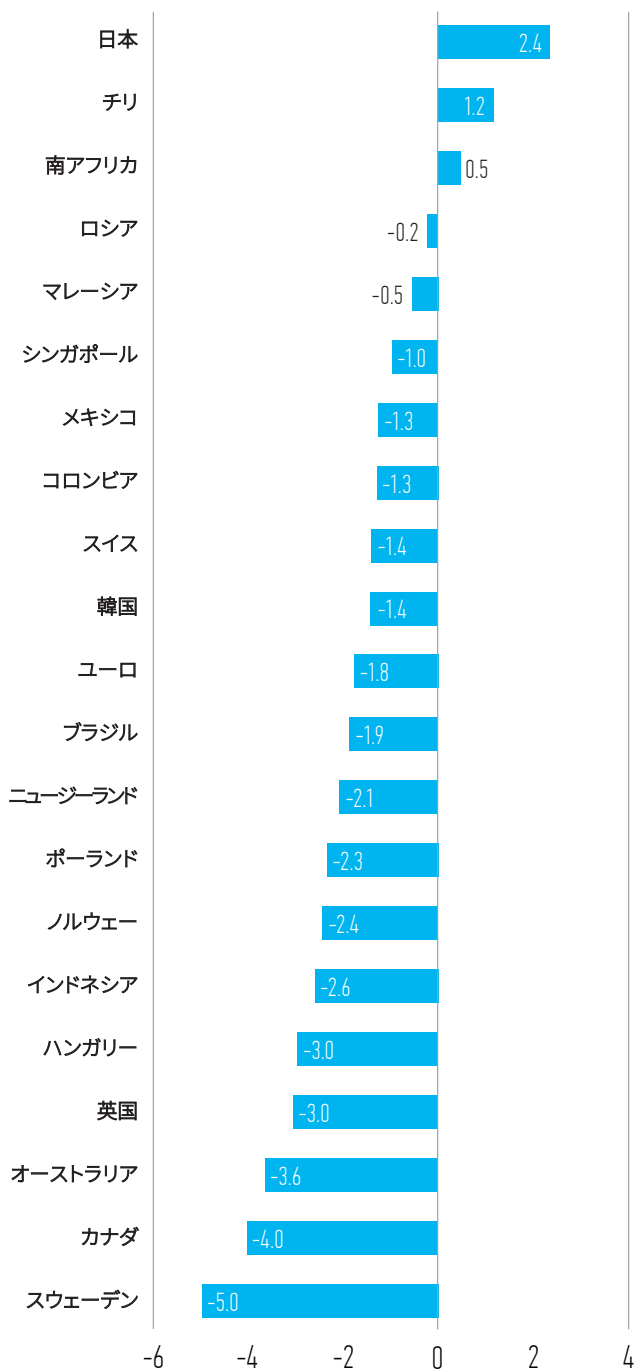
図表1
資産別年初来リターン



出所：トムソン・ロイター、データストリーム。2018年2月28日現在。上記は米ドル・ベースのパフォーマンス。

図表2
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。2018年2月28日現在

図表3
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	2.86	+16		
英国	1.50	-1	-136	-16
ドイツ	0.66	-4	-220	-20
日本	0.05	-3	-281	-19
オーストラリア	2.81	0	-5	-16
カナダ	2.24	-5	-63	-21
ニュージーランド	2.94	+4	8	-11
(対独国債スプレッド)				
フランス	0.92	-5	26	-1
ギリシャ	4.41	+67	376	+71
イタリア	1.97	-5	132	-1
ポルトガル	1.99	+3	134	+7
スペイン	1.54	+11	88	+15
新興国債券				
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			309	+19
現地通貨建て債券利回り	6.25	+3		
社債スプレッド				
ブラジル	8.49	-24	226	+9
コロンビア	6.42	+18	178	+25
ハンガリー	1.67	+20	99	+20
インドネシア	6.91	+37	170	+18
マレーシア	4.04	+4	108	+7
メキシコ	7.69	+6	238	+15
ペルー	4.94	+15	137	+18
フィリピン	4.86	+12	102	+18
ポーランド	2.63	-12	55	+14
ロシア	6.81	-24	152	-4
南アフリカ	8.75	-42	229	+10
トルコ	11.92	+21	297	+20
ベネズエラ	-	-	4625	-35
クレジット				
米国投資適格			96	+10
欧州投資適格			80	+6
米国ハイイールド			319	-24
欧州ハイイールド			250	-27
証券化商品				
エージェンシー MBS			78	+5
米国 BBB 格 CMBS			299	-31

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 2018年2月28日現在

上記は2018年3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2018年2月末現在です。

債券市場アウトルック

金利見通しは1ヵ月前と比べて一層複雑さを増している。マクロ経済のファンダメンタルズを見ると、一部で世界経済の明るい成長モメンタムは減速しており、成長関連指標はもはや上振れ基調にはない。加えて、2月に世界の株式市場はこの2年間で最悪のパフォーマンスを記録した。このことは、近年、株式市場が如何に堅調だったかを物語っているのと同様に、2月の株価下落の激しさをも物語っている。これらの見方はいずれも、リスク・ヘッジ・ツールとしての債券に対する需要が高まる可能性を示唆している。だが同時に、成長見通しは極めて底堅く、インフレ圧力が高まりつつあるとの懸念も浮上している。したがって金融引き締めへと向かうトレンドは依然健在である。

国による状況の違いも一段と鮮明になっている。米国では力強い経済指標やFRBの文言を受けて、3月の利上げはほぼ確実視されており、2018年にFRBが4回金利を引き上げるかどうか、そして2019年には2回以上の利上げが行われるかどうか、議論は移っている。英国では、労働市場の引き締めは金融政策委員会 (MPC) が今年、金利を2回引き上げる可能性を示唆している一方で、

成長指標の軟化は長期債の追い風ともなっている。ユーロ圏については、成長は依然堅調だが、2019年の早い段階で利上げが必要になるとECBを確信させるまでには至らないだろう。日銀も金融緩和のペースをスローダウンさせると述べたが、そうなるにしても当分先の話であり、日本国債のパフォーマンスに影響を及ぼすとは思えない。以上の結論として、市場間の格差は拡大を続けるとみられる。米金利は、他の大半の市場と比較してより不安定な動きになりそうだ。

株式市場の下落とボラティリティ上昇は、クレジット・スプレッドや国債スプレッドにも悪影響を及ぼしている。底堅いマクロ経済のファンダメンタルズは今も市場を下支えしているにせよ、問題は、現在のスプレッド水準に照らして、スプレッド商品はリスク・プレミアム的大幅上昇を耐え凌ぐことができるかという点である。少なくとも、金利ボラティリティが上昇すれば、キャリー・トレードを維持することが難しくなり、リスクを追い求める投資家にとっては、バリュエーションが割安になった株式のほうが魅力的な資産となる。我々は軸足をスプレッド商品のロングに置くスタンスを変えないが、今後の道のりはより険しいものとなる公算が大きい。

上記は2018年3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2018年2月末現在です。

当月のレビュー

アウトロク

先進国債券市場/為替

2月は世界的に金利の変動性が高まった。米10年債は2月半ばに2.95%で天井に達した後反落、月初から16ベース・ポイント上昇した水準で2月を終えた。しかしながら、金利が上昇したのは米国だけだった。米国では経済指標とインフレ指標が上振れし続け、FRBがより頻繁な利上げを行う可能性が高まった。1月のユーフォリア(熱狂)からリスク・センチメントが反転したことを受けて、ドルは主要通貨に対して上昇した。例外は円で、円はすべての通貨に対して値上がりした。

2018年のリスクはFRBが市場予測を上回るペースで金利を引き上げることだ。現時点では、我々は依然、FRBは今年3回の利上げを行うとの見方を変えていない。一部のFRBメンバーが、我々はすでに自然利子率(Rスター)に近づいているかもしれない指摘するなど、自然利子率を巡る論議が高まるなか、FRBは過度の引き締めを行わないよう、慎重に利上げを進めるだろう。企業の設備投資増強、貯蓄率低下、生産性向上に牽引されて自然利子率が上昇しない限り、米10年債利回りは3%が上限になると現時点では考えている。

新興国債券市場/為替

2月の新興国債券資産のリターンはマイナスとなった。ドル建て社債および現地通貨建て国債が、ドル建て国債およびドル建て準国債をアウトパフォーマンスした。米国債利回りの上昇、FRBの追加利上げ観測、コモディティ価格の下落、ドル高などの要因が、ドル建て国債とドル建て準国債の逆風となった。

2018年には新興国と先進国の成長格差が新興国の成長加速に伴って一段と拡大しており、新興国市場への資金流入を後押しする可能性がある。2月にはドル指数の下落トレンドが一服したものの、このところのドル高は一時的な現象と受け止められる。足取りを強める新興国の経済成長、米国の双子の赤字、割高なバリュエーションを踏まえれば、ドルが大幅に上昇する事態は考えにくい。米国が保護貿易的傾向を強めるにつれ、ボラティリティが上昇する恐れはあるとしても、それが世界全体に波及する公算は小さいだろう。また、中国に対しては何らかの貿易措置が取られそうだが、そうした措置はさほど深刻なものではなく、特定のセクター(知的財産権など)に限られるというのが我々の基本シナリオ。

上記は2018年3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2018年2月末現在です。

当月のレビュー

アウトルック

クレジット市場

クレジット市場の状況は過去1ヵ月にがらりと様変わりした。米国と欧州の社債インデックスはともに1月の好調から反落、国債対比の超過リターンはマイナスとなった。米国の社債インデックスのスプレッドは8ベース・ポイント拡大し、欧州の投資適格債スプレッドも5ベース・ポイント拡大した。クレジット市場を突き動かした懸念の1つが、テクニカル的な圧力。米税制改革とそれに伴う海外留保利益のリパトリエーション（米国国内への送金）への思惑から、短期クレジットに複数の大口売り注文が出て、クレジット市場に下げ圧力を及ぼした。実際、社債インデックスではクレジット・カーブの短期ゾーンのスプレッドが他のゾーンと比較してワイド化したものの、市場はこの大規模なポジション手仕舞いを、さほど混乱なく吸収することができた。

1月の熱狂が予想外だったのと同様に、2月の調整の厳しさも心地良いものではなかった。だが多くの点で、一連の動きは市場が新しいレンジに適應するための必要かつ健全な調整プロセスだと言える。市場はリスク・プレミアムの上昇や、新たな取引レンジに適應する必要がある。長期的に見れば経済成長は改善を続け、金利は上昇基調をたどろうが、予期せぬ出来事が生じない限り、中央銀行が経済を大幅に減速させるとは思えない。こうした環境は企業収益とスプレッドの追い風になるはずだ。

証券化商品市場

2月はクレジット感応度の高い証券化商品は引き続き好パフォーマンスを見せた。これに対し、より金利感応度の高い証券化商品は、2月も金利上昇が逆風となってアンダーパフォーマンスした。全証券化商品の中で最も金利感応度が高く、最もクレジット感応度の低いエージェンシー MBS（資産担保証券）が、1月に続いて2月も全証券化商品の中で最低のパフォーマンスを記録した。

今後の見通しは前月からほとんど変わらず。証券化クレジットを総じて前向きにみる中で、金利感応度の高い証券化商品に対しては引き続き慎重な姿勢を崩していない。米 CMBS（商業用不動産担保証券）は依然として最も利回りの高い証券化商品だが、リスクも最も高いと思われる。CMBSの中では、ショッピング・センターなどのより脆弱なセクターを弱気に見ている一方、住宅関連セクターは強気に見ている。

上記は2018年3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2018年2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