

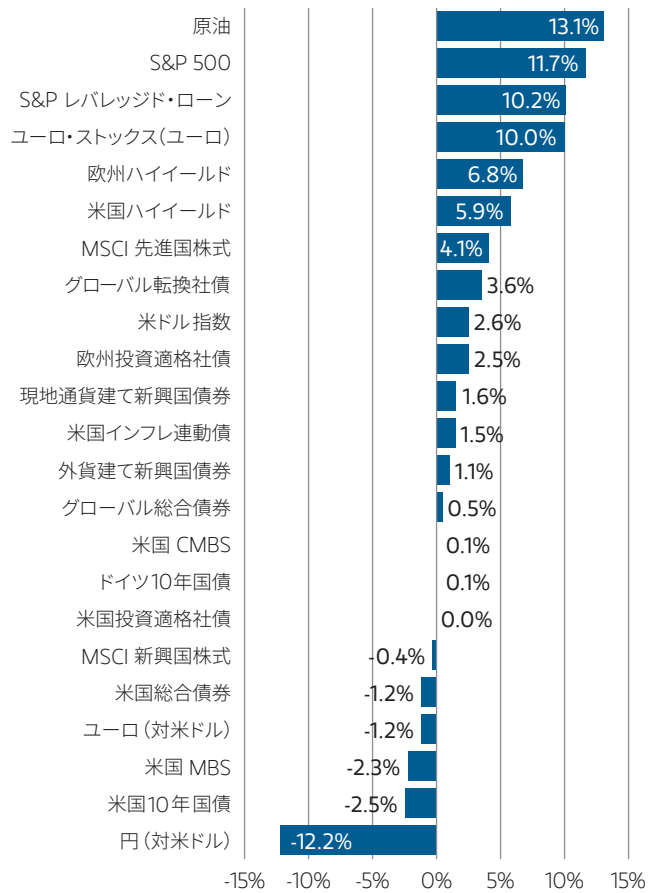
グローバル債券市場レポート

9月の市場低迷！ 「実質金利」の動向

マクロ・インサイト | ブロード・マーケット・チーム | 2023年10月

9月は金利が上昇し、スプレッドが拡大し、米ドル高が進行したことで、グローバル債券にとって厳しい相場環境となりました。インフレが改善したにもかかわらず、金融状況が逼迫し、実質利回りが上昇する中で、世界の経済成長は悪化し、来年に景気後退に陥る可能性が高まりました。とは言うものの、先進国市場 (DM) と新興国市場 (EM) のインフレ率は以前に予想されていたよりも高止まりしており、各国中央銀行は、今後の金融緩和の見通しを再調整せざるを得なくなりました。米国では、米国連邦公開市場委員会 (FOMC) はFF金利の誘導目標を据え置くことを決定したものの、2024年から2025年にかけての利下げ回数予想を数回分引き下げました。これにより、米国長期国債利回りが大幅に上昇したことで、イールドカーブはスティープ化しました。例えば、米国の2年国債と10年国債の利回り格差は9月に約30 ベーシスポイント (bps) 拡大し、イールドカーブはスティープ化しました。その他の先進国市場の国債も同じような道筋をたどり、中央銀行が政策金利を長期にわたって高水準に維持するとの観測が優勢となる中で、利回りが上昇し、イールドカーブはスティープ化しました。先進国市場の国債利回りが上昇し、原油価格が引き続き上昇し、中国の成長軌道が引き続き悪化し、米ドル高が進行する中で、新興国市場の国債利回りは広範囲にわたり上昇し、今年に入ってから最も大幅な上昇となりました。これら4つの要因により、新興国債券の強気相場が終わりつつあります。米国の経済見通しはその他の国と比較してさらに改善し、米国の個人消費が堅調に推移している中で、米ドルは9月にその他の通貨バスケットに対して2.5%上昇しました。クレジットに関して、米国は概ねユーロ圏をアンダーパフォームし、金融セクターがアンダーパフォームの主な要因となりました。また、ハイイールド債券もマイナスのリターンとなりました。証券化商品のスプレッドも総じて拡大しました。

図表1
資産別年初来リターン

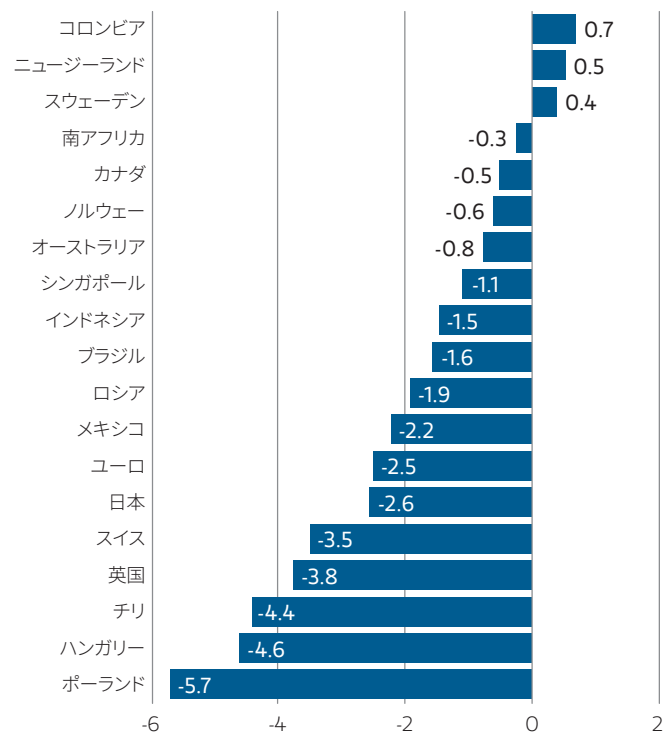


注記:米ドル・ベースのパフォーマンス 出所:ブルームバーグ(2023年9月末時点) 各インデックスは情報提供のみを目的として掲載しており、特定の投資実績を示唆するものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

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)



注記：変化率がプラスの場合、米ドルに対して通貨が上昇していることを意味します。出所：ブルームバーグ 2023年9月末時点。

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(%)	月次変化(BPS)	10年スプレッド(BPS)	月次変化(BPS)
(対米国債スプレッド)				
米国	4.57	46		
英国	4.44	8	-13	-39
ドイツ	2.84	37	-173	-9
日本	0.77	11	-381	-35
オーストラリア	4.49	46	-9	0
カナダ	4.03	46	-55	0
ニュージーランド	5.31	43	73	-3
(対独国債スプレッド)				
フランス	3.40	42	56	5
ギリシャ	4.36	58	152	20
イタリア	4.78	66	194	29
ポルトガル	3.60	41	76	4
スペイン	3.93	45	109	8
新興国債券	現地通貨建て債券利回り(%)	月次変化(BPS)	米ドル建て債券スプレッド(BPS)	月次変化(BPS)
米ドル建て債券スプレッド			444	-14
社債スプレッド			393	4
現地通貨建て債券利回り	6.89	-23		
(対米国債スプレッド)				
ブラジル	11.65	49	708	2
コロンビア	11.78	115	721	69
ハンガリー	7.37	35	280	-11
インドネシア	6.89	53	232	7
マレーシア	3.97	13	-60	-33
メキシコ	9.87	59	530	13
ペルー	7.46	69	289	23
ポーランド	5.90	33	133	-13
南アフリカ	12.37	65	780	19
クレジット			スプレッド(BPS)	月次変化(BPS)
米国投資適格			121	3
欧州投資適格			153	-2
米国ハイイールド			394	22
欧州ハイイールド			431	-10
証券化商品				
エージェンシーMBS			177	8
米国BBB格CMBS			910	106

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、JP モルガン 2023年9月末時点。

上記は2023年10月時点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2023年9月末時点です。

債券市場アウトトラック

債券は8月に小幅にアンダーパフォームしましたが、9月には債券利回りが世界全体にわたり大幅に上昇しました。本当でしょうか?間違いありません!実際にこのことが起こり、しばらくの間こうした状況が続く可能性があります。これは、実質利回りの上昇により牽引されました。このことは長期の投資家にとって好材料であるものの、短期的に見ると問題かもしれません。実際に、米国30年国債利回りは50bps近く上昇し、その内の約32bpsは、実質利回りの上昇によるものでした(米国の30年物の物価連動国債利回りに基づく)。さらに、新興国市場のいくつかの国の国債利回りは60bps以上上昇しました。興味深いことに、投資適格債券のスプレッドにはほとんど動きがなく、米国のハイイールド債券および商業不動産担保証券だけが国債を大幅にアンダーパフォームする中で、ソブリン債が下落しました。また、S&P 500 株価指数が約5%下落する中で、国債利回りが大幅に上昇したことも、少なくとも当初は奇妙に思われました。

9月には、これにより債券が下落したと言えるような具体的なイベントはありませんでしたが、夏場において発表された経済指標の積み重ねが市場の下押し材料となりました。異例な動きとして、イールドカーブがベアスティープ化しました。つまり、長期債利回りの上昇幅が、短期債利回りの上昇幅を上回りました。インフレに関してネガティブなサプライズがなかったにもかかわらず、利回りが上昇しました。一方、実質利回りとターム・プレミアムが上昇しました。さらに、インフレが落ち着いた動きとなったため、インフレに対する懸念が、見境のない売りの原因になることはありませんでした。市場のボラティリティに関する妥当な見通しとしては以下のことが挙げられます。①米国の経済成長は今年に入ってから加速しており、このことはアナリストを驚かせました。②米国の財政状況は悪化しているように見えることから、米連邦準備制度理事会(FRB)がバランスシートの縮小に取り組んでいる時期にもかかわらず、米国債の発行がさらに増えることが見込まれます。③インフレ抑制がまだ達成されていないため、FRBは政策金利を据え置くと予想されます(FRBは9月のFOMCで、2024年の利下げ回数を見通しを引き下げました)。言い換えると、金利はより長期にわたり高水準で推移すると考えられます。市場のポジショニングは金利のロング・ポジションに偏っており、これらの債券は悪材料の影響を受けやすくなっています。最後に、米国のイールドカーブが大きく逆転していることから、短期債に対して長期債の投資妙味が薄れています。キャッシュが最強でした!これらをすべて考慮すると、長期債の利回りが上昇した理由が説明できます。重要なこととして、下落の速度は極端なように見えますが、米国10年国債利回りは4.57%で9月の取引を終え、9月末時点の水準は極端なものではありません。

なぜこのことが重要なのでしょうか?債券の魅力度は、利回りが高い理由次第です。実質利回りが高いことが理由であれば、問題はありません。一般に、実質利回りが高ければ、債券

市場のパフォーマンスは良好となります。9月に起こったことの一部は、確かに実質利回りの上昇によるものでしたが、ターム・プレミアムも上昇したように思われます。ターム・プレミアムはリスクを測る尺度です。利回りが上昇した主な理由がリスクの上昇であり、その利回りが依然として短期金利よりも低い利回りであった場合、その利回りが上昇したことが強気見通しになる理由にはなり得ません。私たちは、以下の2つのことが起こっている限り、実質利回りおよびターム・プレミアムの上昇が続く可能性があることについて、依然として懸念しています。1つ目はイールドカーブの逆転現象が続くことで、長期債の魅力がなくなることであり、2つ目は米国経済が冷え込むことです。経済成長が加速する場合、利回りが低下するわけではありません。実際、経済成長が加速すれば、一般的に利回りは上昇します。

米国以外の経済成長は、それほど目覚ましいものではなく、欧州や中国では景気後退リスクが高まっています。しかし、こうした状況の中でも、欧州や新興国市場の債券利回りは、引き続き上昇しています。米国以外の成長がこれほど低調でなかったとしたら、米国債利回りはおそらくさらに上昇していたと思われるかもしれません。米国以外の債券市場は概ね米国国債をアウトパフォームしましたが、米国経済の予想を上回る強さや、高い金利水準によってインフレを抑制することに対するFRBの根気強い姿勢を背景に、絶対利回りは上昇しています。したがって、ほとんどの中央銀行が利上げサイクルを終了する可能性があるものの、高金利の時代が終わったわけではなく、インフレとの戦いに勝利を収める上では、高金利を維持することが、極めて重要であると言えます。バリュエーションは大幅に改善しているものの、バリュエーションがピークに達したと宣言できる段階ではなく、ポートフォリオの金利のポジショニングでは慎重な姿勢を維持しています。米国以外(おそらく、皮肉にも日本を除く)では成長のファンダメンタルズが悪化していますが、米国以外の先進国の国債市場が、米国債よりもはるかに魅力的であるとは考えていません。欧州とアジアでは経済成長が底打ちしつつあり、実質金利の上昇により、米国経済が鈍化する時期である来年に、経済成長が上向くと考えられる論理的蓋然性が存在しています。したがって、私たちは相対ベースで先進国の国債市場に対して中立の姿勢を維持しています。

新興国市場の一部の債券市場は魅力的なように見えますが、堅調な米国経済や、FRBのタカ派的な姿勢、利回りの上昇により魅力が低下しています。市場や銘柄を厳選することが依然として重要であり、米国経済や米ドルがアウトパフォームしている中で、これらの市場の多くで価値を実現するには忍耐が必要です。

利回りの上昇や、信用スプレッドの拡大、株価の低迷などに伴って、潜在的にダメージを受ける分野の1つは経済であり、特に

上記は2023年10月時点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2023年9月末時点です。

米国経済が大きな影響を受ける可能性があります。インフレ率の低下、安定した失業率、妥当な成長率がますます実行可能なように見える中で、9月までは「ソフトランディング」の可能性が高まりました。しかし、FRBが予想されていたほど早期に利下げを行わないとの確実性が高まったことを背景に、利回りが上昇し、実質金利が大幅に上昇しました。これを受け、ハードランディング懸念が生じ、景気後退に陥る可能性が高まっています。経済活動に関して現時点で分かっていることを踏まえると、このことを最も可能性の高いシナリオとして決定するには時期尚早であるものの、クレジット市場や株式市場はこのシナリオの高い確率を価格に織り込む必要があったため、パフォーマンスが低調となりました。また私たちは、イールドカーブが逆転し、短期金利が高い時期に、リスクの高い資産がアウトパフォームできることについて懸念を抱いています。今年に入ってからの堅調なファンダメンタルズ（デフォルト率が低水準で推移していることや、信用格付けの引き上げ件数が引き下げ件数を上回っていることなど）が、今後数カ月において容易に悪化し始める恐れがあります。したがって、低格付債券について小幅ロング以上のポジションを取るには慎重な姿勢を維持しています。銘柄を厳選することが最も重要であることに変わりはありません。金利上昇や借り換えリスクが企業の業績や見通しに影響を及ぼすことから、デフォルトや経営破綻に陥る恐れのある企業への投資を避けることが重要なカギになります。ファンダメンタルズが悪化した場合、高い利回りにより、アンダーパフォーマンスの程度が抑えられると考えられますが、いつものように、投資に際しては十分な注意が必要です！

私たちは、債券の分野において、最良の投資機会を提供する資産クラスとして短期の証券化クレジット（住宅ローン担保証券（RMBS）、資産担保証券（ABS）、一部の商業用不動産担保証券（CMBS））を引き続き選好しています。とは言うものの、

家計のバランスシートに対する圧力が高まり、余剰貯蓄が減少している中で、見通しはやや悪化しています。私たちは、高リスク、低格付資産に投資するのではなく、格付けの高い発行体の利回り上昇を上手く活用し、目標リターンを達成することに努めています。住宅の値ごろ感が薄れていますが、証券化クレジットの中では、依然としてノンエージェンシー住宅ローン担保証券を選好しています。やや驚くことに、米国の住宅市場は底打ちした可能性があるように見え、住宅価格が再び上昇しています。

米国経済に関する最近の良好なニュースや、利回りの急騰により、米ドル高がさらに進行しています。中期的には、米ドルは脆弱なように見えますが、その他の先進国市場の通貨は現時点で、魅力的な優位性を提供していません。欧州および中国における低調な成長動向により、これらの通貨や新興国通貨の魅力度が損なわれています。最も過小評価されている通貨は、引き続き日本円ですが、動きが遅いという日本の金融政策の特性や、依然として異常に高いヘッジコストを踏まえると、日本の金利が上昇するか、あるいは米国の金利が低下するまで、日本円が上昇することは難しいと考えられます。私たちは、米国と中国の二極化した経済パフォーマンスにより、新興国通貨が上昇する可能性が低下しているため、先進国と新興国の両方の通貨に対して、米ドルを中立のスタンスに変更しました。同様に、私たちは、現地通貨建て新興国国債に対する見方を下方修正し、エクスポージャーを削減しました。長期的に見ると、新興国の多くの債券市場は魅力的なように見えますが、今のところ、米国の堅調な成長率、中国の低調な成長率、米ドル高などにより、新興国の多くの債券市場の魅力度が低下しています。

上記は2023年10月時点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2023年9月末時点です。

先進国市場

経済指標が経済の底堅さを示し、ターム・プレミアムが拡大したように見える中で、先進国市場の国債利回りは9月に急騰しました。利上げサイクルの終了が近づいている中で、中央銀行の政策見通しは依然として比較的一貫していることから、イールドカーブの短期ゾーンの利回りは上昇しましたが、長期ゾーンの利回りよりも上昇幅が抑えられました。結果として、8月にイールドカーブがスティープ化（逆イールドが拡大）し、9月もこの動きが続きましたが（米国2年国債利回りと米国10年国債利回りの格差は28bps拡大）、やや異常なことに売りが長期債に集中したため、イールドカーブはベアスティープ化しました。米国では、FRBのパウエル議長がタカ派発言を繰り返し、長期にわたり政策金利を高水準に維持する考えを示したため、10年国債利回りが46bps上昇しました。2024年の政策金利を予想するFRBのドット・チャートの中央値は、4.6%から50bps上昇して5.1%となり、予想される利下げ幅は従来の100bpsから50bpsに縮小しました。また、ユーロ圏の利回りも上昇し、欧州中央銀行（ECB）は、利上げを一時停止するという予想に反して25bpsの利上げを行いました。イングランド銀行は政策金利を据え置きましたが、これまでタカ派的な姿勢を維持してきたことから、利上げを予想していた市場を驚かせました。一方、サウジアラビアは、利上げ予想に反して政策金利を据え置きました。その他では、オーストラリア準備銀行、カナダ銀行、スウェーデン国立銀行、ノルウェー銀行および日本銀行についても、大方の予想通り政策金利を据え置きました¹。

新興国市場

新興国債券は、9月にすべてのセグメントにわたり引き続き下落しました。米ドル高、米国債利回りの上昇、FRBのよりタカ派的な姿勢がこの資産クラスの重しとなりました。新興国市場では、インフレ率の低下が続いたため、新興国市場の多くの中央銀行（チリ、ウルグアイ、ポーランドなど）が利下げを実施しました。トルコでは新たに従来型の政策を実施するために、中央銀行は大規模な利上げを行いました。ソブリン債の спреッドは拡大した一方で、社債の спреッドは前月比で縮小しました。コモディティ価格は上昇し、石油輸出国機構（OPEC）が減産を実施する中で、原油価格は急騰しました。外貨建て、現地通貨建て新興国債券ファンドで資金流出が続いており、年初来でそれぞれ142億ドル、32億ドルの資金流出となっています²。

9月に市場を牽引した主なテーマは、長期債の大幅な下落でした。これには多くの要因がありますが、依然として底堅い経済や、ターム・プレミアムの上昇でそのほとんどを説明できると思われます。ターム・プレミアムを見ると、米国10年国債のニューヨーク連銀のACMターム・プレミアムは、8月末時点の-51bpsから9月末までに+16bpsに上昇しました。今後について、長期債は大幅に下落したものの、売りがすべて出尽くしたかどうかは不透明です。イールドカーブは依然として逆転しており、ターム・プレミアムは、ここ10年間のマイナス水準を踏まえると上昇しているものの、世界金融危機後に見られた+1~3%を大幅に下回っています。同時に、利回りの上昇により金融状況が逼迫し、経済に対する圧力がさらに強まると見込まれます。こうした不透明感を踏まえると、金利に対する率直な見方を具体的に表現することは難しいと言えます。ただし、私たちはイールドカーブの特定の部分でスティープナーに投資妙味を引き続き見出しています。FRBが経済の低迷を踏まえて利下げに転じた場合、スティープナーは、ターム・プレミアムのさらなる上昇とより一般的なブル・スティープ化から収益を確保することができると見込まれます。為替では、世界経済が低迷する中でも、米国経済が底堅く推移したため、9月も米ドル高が進行しました。私たちは現在、米ドルに対してかなり中立の姿勢を維持しており、その他の魅力的な機会に注目することを選択しています。

私たちは、当該資産クラスに対して慎重ながらも楽観的な見方を維持しています。新興国市場では、経済成長、インフレ、政策の動向が様々であり、こうした違いが一部の地域において拡大しています。特に多くの先進国市場（米国を含む）が追加利上げを継続する可能性を示唆している中で、投資価値を見出す上で、国ごとの格差やとクレジット間の格差が依然として重要です。

¹ 出所：ブルームバーグ、2023年9月末時点。

² 出所：ブルームバーグ、(EM corporates represented by The JP Morgan CEMBI Broad Diversified Index)、2023年9月末時点。

**クレジット
市場**

9月のクレジット市場では、主に3つの要因により、スプレッドが小幅に縮小する中で、ユーロ建て投資適格債券(IG)のスプレッドが9月に米国のIGのスプレッドをアウトパフォームしました。1つ目は、中央銀行のコメントにより、政策金利を長期にわたり高水準に維持するとの姿勢が示唆されました。2つ目は、ファンダメンタルズを示す経済指標を見る限り、労働市場が堅調に推移し、インフレは低下傾向をたどるものの依然として目標を上回り、高止まりするといったシナリオに変化はありませんでした。また先行指標(購買担当者景気指数(PMI)、IFO景況感指数)は、依然として景気低迷の可能性を示唆しています。最後に、利回りが上昇する中で、高格付けの債券に対する旺盛な需要が存在していました。このことは、IGクレジットを取り巻く良好な需給環境により裏付けられています³。

米国や世界のハイイールド債券市場は、9月に軟調な展開となりました。各国中央銀行によるタカ派的な発言を背景に、世界の国債利回りが急騰する中で、7-9月期は弱含み基調で取引を終えました。レイバー・デー後に新規発行が急増する一方で、資金流出が限定的となる中で、ハイイールド債券の需給環境は9月にやや軟化しました。市場の中でも、低格付けのセグメントは9月後半にアンダーパフォームしましたが、1カ月間を通してみると、総じてアウトパフォームしました⁴。

世界の転換社債は、9月にその他のリスク資産とともに2カ月連続で下落しました。MSCIのグローバル株価指数は9月に4.27%下落し、Bloomberg Global Aggregate Credit Indexは2.72%下落した一方、Refinitiv Global Convertibles Focus Indexは底堅い動きとなり、2.04%の下落にとどまりました。欧州の転換社債は底堅く推移した一方で、米国とアジアの転換社債はより大幅に下落しました。9月にはすべてのセクターが下落したものの、新規発行は堅調に推移し、92億ドルの新発債が9月に発行され、今年に入ってから2番目に大きな発行となりました⁵。

今後について、私たちの基本シナリオに変更はなく、クレジット市場は足元の水準あたりでレンジ取引に終始し(7月末時点の縮小した水準から拡大している)、キャリアが魅力的なリターン獲得の機会を提供すると予想されます。下半期の経済に対する懸念により、新規発行が前倒しされることを反映し、私たちは10-12月期に新規発行が鈍化すると予想しています(ただし、イールドカーブが逆転しているため、企業がキャッシュを保有することは割高でないことを踏まえると、2024年の新規発行ニーズを前倒して行うことはリスクがあると私たちは見ている)。最後に、シナリオを変える可能性のある要因として私たちは、7-9月期の決算報告、中国における景気刺激策の可能性、エネルギー価格の上昇を注視しています。

ハイイールド債券市場は、歴史的に見て魅力的な利回り度で7-9月期の取引を終えました。ただし、私たちはやや慎重な見通しとポジショニングを維持しています。制限的な金融政策、米国の消費者やハイイールド債券の発行体が直面している短期的なマイナス要因、過去の標準を下回っているバリュエーションなどに警戒する必要があります。この資産クラスの市場価格はフェアバリューに近く、かつ額面以下となっており、ボラティリティの低い価格でこの資産クラスを購入することができるため、私たちはこの資産クラスに対して前向きな見方を維持しています。

³ 出所：ブルームバーグ・インデックス (U.S Corporate Index、European Aggregate Corporate Index)、2023年9月末時点。

⁴ 出所：JPモルガン、Bloomberg US Corporate High Yield Index、2023年9月末時点。

⁵ 出所：ブルームバーグ、Refinitiv Global Convertibles Focus Index、2023年9月末時点。

証券化商品

証券化クレジットの спреッドは9月にまちまちとなり、CMBSの спреッドはその他の証券化クレジット・セクターよりも拡大しました。米国の消費者ローンABSの спреッドは9月にほぼ変化はなかったものの、企業向けのABSの спреッドは引き続き縮小しました。欧州の証券化クレジットの спреッドは9月に縮小しました。また新規発行活動は、主にRMBSおよびABSで活発化し、供給は引き続き健全な需要を満たしました。FRBと米国の銀行が米国のエージェンシー MBSのポジションを減らしている中で、エージェンシー MBSの спреッドは9月に拡大しました。カレント・クーポンのエージェンシー MBSの спреッドは8bps 拡大し、同水準のデュレーションの米国債を177bps 上回る水準となりました。カレント・クーポンのMBSの спреッドは現在、年初来で34bps 拡大しており、これに対して米国投資適格社債インデックスの平均スプレッドは年初来で10bps 縮小しています⁶。

「政策金利を長期にわたり高水準に維持する」ことにより、家計のバランスシートが引き続き悪化し、消費者ローンABSに対してストレスがかかり、商業用不動産の借り手に対してさらにストレスがかかるが見込まれます。住宅ローン・クレジットについては、ほとんどの借り手が非常に低い金利で30年の固定ローンを組んでおり、ここ数年間にわたり住宅価格が上昇していることにより、住宅所有者のホームエクイティが上昇していることから、この資産クラスへの投資機会はより魅力的なように見えます。エージェンシー MBSの спреッドが拡大したことから、私たちはこの水準でエージェンシー MBSに投資することを選択しています。格付けの高い銘柄や、政府保証のあるエージェンシー MBSをポートフォリオに加えることにより、ポートフォリオ全体の信用格付けを引き上げることに取り組んでいます。

証券化商品の利回りは、歴史的に見て拡大した水準で推移しており、これらの拡大したスプレッドは、現在の市場リスクに対して十分すぎる対価を提供していると考えられます。景気後退のリスクが存在しているにもかかわらず、クレジット市場を取り巻くファンダメンタルズは安定して推移しています。ただし、多くの資産クラスにおいて延滞が徐々に増加しています。過去の実績からすると、延滞は全体的に低水準で推移しており、延滞やデフォルトの水準は、これらの証券の大部分に対する脅威にはならないと考えられます。私たちは住宅ローン・クレジット・セクターを選択しており、住宅ローン金利が上昇しているにもかかわらず、住宅価格は下落に対して力強い耐久性を示しており、2023年のピークから1%しか下落していません。米国の住宅ローン・セクター内では、経年化したローン（2020年またはそれ以前に組成されたローン）を特に選択しています。その理由としては、このローンの担保となっている住宅価格が（将来下落する可能性があるものの）ここ数年にわたり大幅に値上がりしていることが挙げられます。私たちは、商業用不動産（特にオフィス）に対して慎重な姿勢を維持しています。オフィス物件はコロナ禍後においても引き続き悪影響を受けています。欧州の証券化商品のポジションは9月にやや下落し、ここ1年間にわたり欧州のポジションを大幅に削減しています。

⁶ 出所：ブルームバーグ、2023年9月末時点。

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。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

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、

一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

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.com/im/jp