

グローバル債券市場レポート

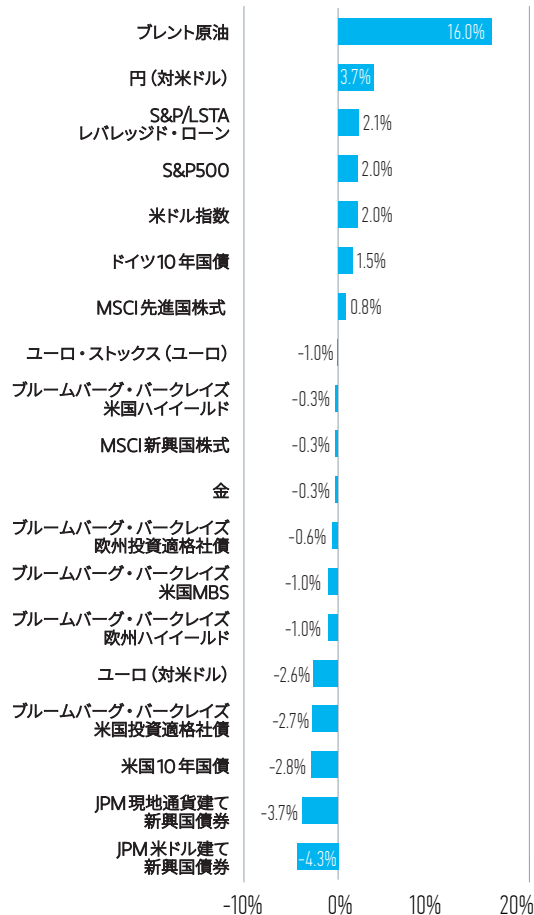
乱高下する市場

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6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5月末現在です。

債券 | 債券運用部門 | マクロ・インサイト | 2018年6月

5月の金融市場は、時として「リスクオン」と「リスクオフ」の局面が同時進行する、両極端な展開となった。株式とコモディティは好調であったが、クレジットと新興国市場は低迷した。安全な投資先に対する需要の高まりが国債にとって追い風となったが、インフレ率の上昇と米国の経済成長率が堅調であること（米国外では強弱が混在）がマイナスに作用した。これらすべてが、中央銀行が金融政策の正常化を継続することを示唆している。金融市場にストレスが蓄積されており、その大半が政治リスクによるものである。政治的に緊張した状態が続いており、イタリアにおけるポピュリスト連立政権の誕生、新興国での選挙、貿易戦争に対する懸念などの政治リスクが、向こう数カ月にわたり払拭されない可能性が高い。しかし、世界経済は依然底堅い成長を続けており、我々はクレジットおよびスプレッド商品に対してポジティブなスタンスを継続する。ボラティリティの高まりが予想されるため、多くの「キャリー・トレード」の魅力が薄れることは確かであるが、最近のリスク回避の動きによりバリュエーションが一段と魅力的になっている。

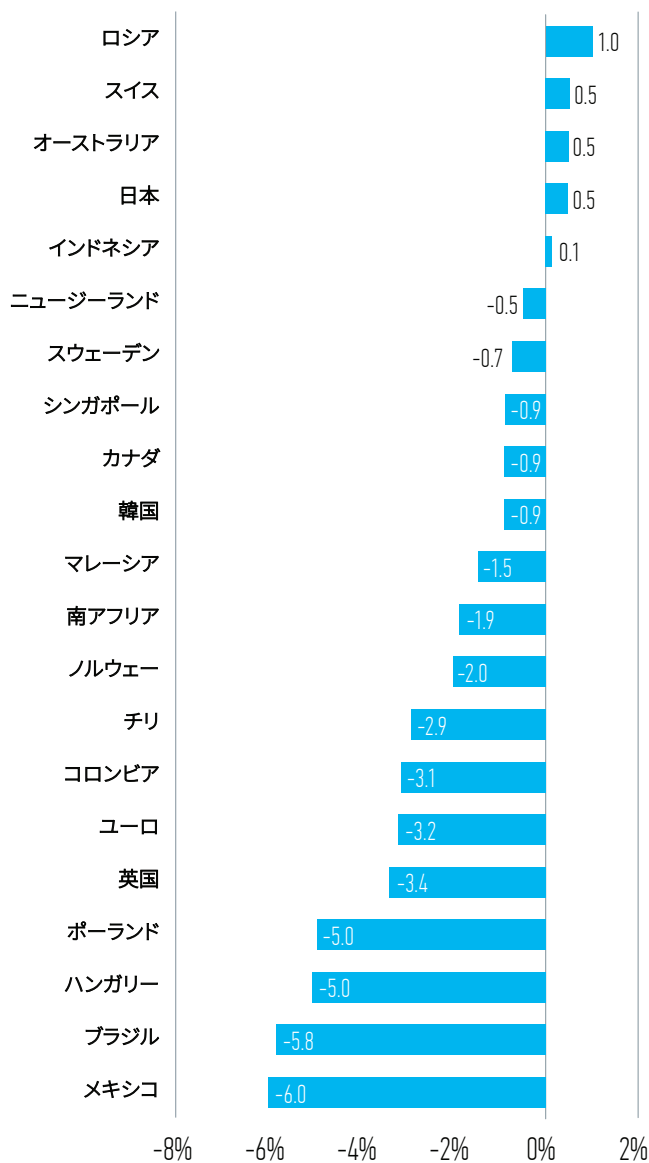
図表1
資産別年初来リターン



出所：トムソン・ロイター、データストリーム。2018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
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5月31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	-9		
英国	1.23	-19	-163	-9
ドイツ	0.34	-22	-252	-12
日本	0.04	-2	-282	+8
オーストラリア	2.67	-10	-19	0
カナダ	2.24	-6	-61	+3
ニュージーランド	2.72	0	-14	+9
(対独国債スプレッド)				
フランス	0.67	-12	33	+10
ギリシャ	4.59	+72	424	+94
イタリア	2.79	+101	245	+123
ポルトガル	1.98	+31	164	+52
スペイン	1.50	+22	116	+44
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			365	+32
現地通貨建て債券利回り	6.49	+29		
社債スプレッド			284	+39
ブラジル	9.50	+121	299	+57
コロンビア	6.35	+23	205	+23
ハンガリー	2.04	+47	138	+23
インドネシア	7.30	+25	200	+18
マレーシア	4.22	+2	144	+22
メキシコ	7.82	+31	288	+25
ペルー	5.72	+41	168	+16
フィリピン	5.48	+18	123	+20
ポーランド	2.59	+13	83	+24
ロシア	7.13	+7	221	+18
南アフリカ	9.19	+42	277	+23
トルコ	14.84	+204	390	+71
ベネズエラ	-	-	4565	+221
クレジット			年初来変化 (BPS)	
米国投資適格			115	+7
欧州投資適格			118	+26
米国ハイイールド			362	+24
欧州ハイイールド			367	+75
証券化商品				
エージェンシー MBS			78	+2
米国 BBB 格 CMBS			301	+3

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5月31日現在

上記は2018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2018年5月末現在です。

債券市場アウトルック

5月の金融市場は、時として「リスクオン」と「リスクオフ」の局面がほぼ同時進行する、いくぶん両極端な展開となった。好調な経済指標と金融緩和策の継続に後押しされ、先進国株式市場とコモディティは引き続き好調であった。しかし、個々の政治イベントリスクに加えて、月初に米国債の利回りが急上昇したことが一部要因となり、クレジット市場および新興国市場は低迷した。中でも、イタリア新連立政権が反欧州連合（EU）のスタンスを取っていることに対する懸念から、ユーロ圏ソブリン債は引き続きストレスにさらされた。メキシコとブラジルの大統領選も懸念材料である。米国と貿易相手国との貿易戦争の脅威も忘れてはならない。米国以外の地域の経済指標が好調でなかったため、これらの懸念は一段と深まった。このような状況の中、安全な投資先としてリスクフリーの国債が選好され、ドイツ国債の利回りは昨年来の最低水準に低下した。しかし、欧州と米国の両地域で経済指標が総じて好調で、インフレ圧力が高まりつつある中、国債はリスクにさらされていると考えられる。

今後、中央銀行が金融政策の正常化を非常にゆっくりしたペースで進める可能性が依然として最も高く、インフレはオーバーシュート（行き過ぎ）しているというよりも回復軌道にあり、成長見通しに関する懸念材料は多い。様々な政治リスクが払拭されない可能性が高い一方で、世界の経済成長の足腰はしっかりとしており、我々はクレジットおよび新興国市場に対してポジティブなスタンスを継続するとともに、先進国の国債については少数の注目すべき例外を除いてポジティブなスタンスを取っていない。

上記は2018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2018年5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

5月には新興国市場と欧州周縁国でボラティリティが高まり、安全資産に対する需要が戻った。イタリアおよびスペインで政治リスクが顕在化し、ユーロ圏債券市場が混乱する中、ドイツ10年債利回りは22ベース・ポイント低下し、米国債をアウトパフォームした。また、悪材料が報道される中、ドルが全般的に上昇した。

米連邦準備制度理事会（FRB）が金融政策の見通しを上方修正するためには、コア個人消費支出（PCE）価格指数の持続的な上昇が必要であり、若干のインフレのオーバーシュートを許容するだろう。現在のところ、2018年は3回の利上げの可能性が依然として最も高い。米10年債利回りについては、足元の環境を踏まえて、3%が妥当な水準であると考える。5月に米10年債利回りが3%に達すると、金融状況は引き締まった。これにより、特に、脆弱な新興国が苦境に陥る可能性があり、米国債利回りを下押しする役割を果たしている。通貨については、足元はドル高基調となっているものの、ドルの短期見通しは不透明感が強い。このため、ドルに対しては概ね中立のスタンスを取る。

新興国債券市場/為替

ドル高が進行し、新興国通貨が一段と下落する中、新興国債券のパフォーマンスは5月にも低迷した。投資家は現地通貨建て戦略（30億ドル流出超）からドル建て戦略（30億ドル流入超）に資金を移動した。トルコ中央銀行（CBRT）は、トルコ・リラの急落に対応するために、臨時的金融政策決定会合を開き、事実上の政策金利である後期流動性貸出金利を300ベース・ポイント引き上げた。一方、アルゼンチン中央銀行（BCRA）は、アルゼンチン・ペソの安定化を図るために、政策金利を30.25%から40%に引き上げた。

最近のパフォーマンスの低迷にもかかわらず、我々は2018年後半の新興国経済に対して前向きな見通しを維持する。世界的にインフレ圧力が弱い状況が続く一方で、コモディティ価格は下支えされると予想される。また、足元のドル高基調が反転する可能性があり、ドルは若干割高と考えられる。主要新興国の国内政治の影響を受けてボラティリティが高まる可能性があるものの、これらの政治イベントの影響は一部の国に限定され、新興国全体に波及するようなシステミック・リスクにはなっていないと我々は見ている。

クレジット市場

5月に米国と欧州の社債は軟調な展開となり、スプレッドは年初来で最も拡大した。米国の銀行はまずまずのパフォーマンスであった。しかし、イタリアの銀行が足かせとなり、欧州の銀行のパフォーマンスは低迷した。金融セクター以外では、金属（新興国市場低迷の原因）と通信の低迷が顕著であった。合併・買収（M&A）の報道が引き続き通信セクターの重しとなった。

今後については、イタリアが市場の信認を失うかどうか、このことが欧州と世界の経済成長にとってどの程度の重しになるかが重要課題であると考えられる。我々は、成長スピードの鈍化は一時的なものであり、世界経済は適正水準の成長軌道を維持すると予想しており、これを前提にクレジットを若干ロングするポジションを維持する。実際、足元でバリュエーションは一段と魅力的になっている。成長鈍化が長引くようであれば、投資見解を見直すことになる。

上記は2018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2018年5月末現在です。

当月のレビュー

アウトLOOK

証券化商品

5月に金利市場のボラティリティが高まる中、金利感応度の高い証券化商品のパフォーマンスはおおむね好調であった。また、住宅ローンのデュレーションの長期化に対する懸念が和らぐ中、これらの証券化商品は従来の損失の一部を取り戻した。クレジットへの感応度の高い証券化商品のパフォーマンスは全体として引き続き好調で、スプレッドにはばらつきが見られたが、おおむね変化はなく、高いキャリーが引き続き魅力的なリターンを生んだ。欧州の資産担保証券（MBS）のスプレッドは大幅に拡大し、イタリアの政治的不透明感に反応したが、大半の欧州のMBSのスプレッドは年初来縮小している。

住宅価格の上昇と金利上昇が相まって、住宅購買力に一段と大きな影響を及ぼし始めている。非エージェンシー住宅ローン担保証券（RMBS）のキャッシュフロー利回りは依然として魅力的であり、引き続き妙味が見込まれる。しかし、過去数年間にスプレッドが縮小しており、より慎重になっている。欧州のMBSについては、5月のスプレッド拡大が投資機会になりうると見ている。イタリアに対しては引き続き懐疑的であるが、スペイン、ポルトガル、オランダ、ドイツおよび英国には引き続き妙味が見込まれる。

上記は2018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2018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.com/im/jp