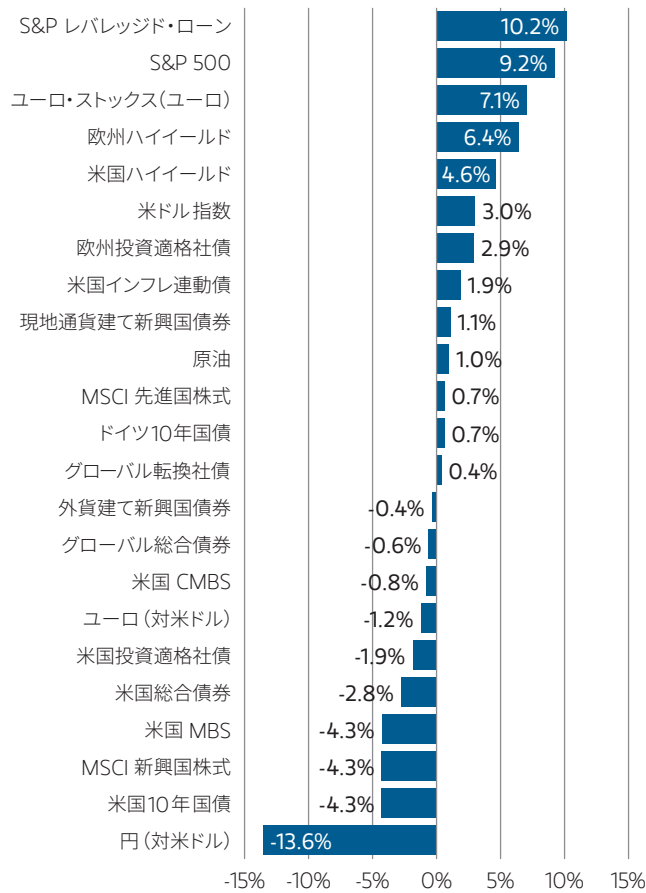


## グローバル債券市場レポート

10月のもう1つの衝撃的なこと：  
デジャヴ？

マクロ・インサイト | ブロード・マーケット・チーム | 2023年11月

10月は利回りの上昇が続き（イールドカーブの長期ゾーンの利回り上昇幅が、短期ゾーンの利回り上昇幅よりも大きかったことにより、イールドカーブがベアスティープ化）、スプレッドが拡大し、米ドル高が進行したため、世界の債券資産は再び厳しい展開となりました。中東で戦争が勃発し、米国の経済指標が堅調に推移し、世界全体でインフレが高止まりする中、政策金利が長期にわたり高水準に維持されるとの見方が強まりました。各国の10年国債利回りは、米国では36ベース・ポイント (bps)、日本では18bps、ニュージーランドでは25bps、オーストラリアでは44bpsそれぞれ上昇しました。また、ほとんどの国が米国で起こっていることを注視している中、新興国市場の利回りも引き続き上昇しました。米国経済の鈍化までの期間がより長期化し、米ドルの調整までの期間が長期化すればするほど、新興国市場の資産が回復することや、世界経済の成長が米国を上回ることが難しくなるでしょう。また、中東における戦争の勃発により、債券セクター内でボラティリティが上昇し、すでに困難な状況にある債券市場に不透明感が加わりました。クレジット・スプレッドは、同様の多くの要因（例えば、底堅い米国経済、インフレの継続、中央銀行のタカ派姿勢、金利の上昇、中東での戦争など）により当月に概ね拡大し、ハイイールド債券が投資適格債券をアンダーパフォームしました。証券化クレジットは当月にまちまちの動きとなりましたが、スプレッドはやや拡大傾向をたどりました。為替は、米ドル(USD)がほとんどの通貨に対して引き続き上昇しました。

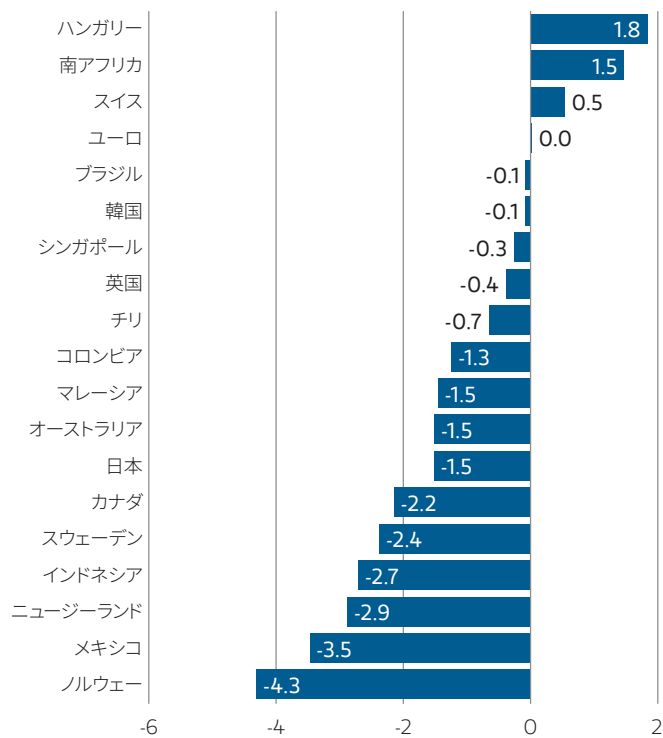
図表1  
資産別年初来リターン

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10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10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	4.93	36		
英国	4.51	7	-42	-28
ドイツ	2.81	-3	-212	-39
日本	0.95	18	-398	-18
オーストラリア	4.93	44	-1	8
カナダ	4.06	4	-87	-32
ニュージーランド	5.55	25	62	-11
(対独国債スプレッド)				
フランス	3.43	3	62	6
ギリシャ	4.18	-18	137	-15
イタリア	4.73	-6	192	-2
ポルトガル	3.53	-8	72	-5
スペイン	3.88	-5	108	-2
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	11.87	21	694	-14
コロンビア	11.76	-3	683	-39
ハンガリー	7.49	11	256	-25
インドネシア	7.09	20	216	-16
マレーシア	4.07	10	-86	-26
メキシコ	10.18	32	525	-4
ペルー	7.67	21	274	-15
ポーランド	5.65	-25	72	-61
南アフリカ	12.24	-12	731	-48
クレジット			スプレッド (BPS)	月次変化 (BPS)
米国投資適格			129	8
欧州投資適格			160	7
米国ハイイールド			437	43
欧州ハイイールド			473	42
証券化商品				
エージェンシーMBS			178	1
米国BBB格CMBS			923	13

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10月末時点。

上記は2023年11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10月末時点です。

## 債券市場アウトLOOK

債券市場は引き続き厳しい展開となり、逆イールドの状態、ベアスティーブ化、ボラティリティの高い展開などにより、2024年の市場動向について高い確信度を持つことが難しくなっています。全体的に見ると、米国の経済成長が堅調である一方、米国以外の地域では景気が低迷しているように思われます。このように米国経済が堅調であることが、世界の金融市場における7-9月期のリターンが低調であったことの要因であると考えられます。より具体的には、9月の金融市場のパフォーマンスは低調でしたが、10月もこうした状況が続きました。米国10年国債の実質利回りが10月にさらに29bps上昇したことで、リスク資産全体で市場パフォーマンスは低調となりました。様々な意味で、債券市場と株式市場の反応は想定範囲内であったと言えます。クレジット市場は、9月の米国債市場の下落にそれほど反応しなかったものの、10月に発表された経済指標（10月は非常に好調な雇用統計の発表で始まり、月末にかけて発表された7-9月期のGDP成長率は、極端に高い伸び率となりました）が非常に堅調であったことを受け入れることができず、ハードランディングの懸念が高まる中、クレジット・スプレッドが大幅に拡大しました。言い換えると、クレジット市場が「好材料」と受け止めるニュースは限られていました。

通常であれば、クレジット市場や株式市場は良好な経済ニュースを「好材料」として受け止めると考えられますが、10月はそうではありませんでした。インフレが依然として米連邦準備制度理事会（FRB）の目標を大幅に上回り、今後数カ月にわたりインフレがやや高止まりするよう見える中で、7-9月期の米国GDPの発表を受け、米国経済が成長トレンドを大幅に上回って加速したことで、金利がさらに上昇するとの観測が高まりました。以前までは、米国経済が十分に減速することで、株式市場や国債市場の下落が避けられるとの楽観的な見方が優勢でしたが、実際には株式市場や債券市場が下落し、金融環境が大幅にタイト化しました。

7-9月期の弱気相場に終止符を打った主な動きの1つは、11月の米連邦公開市場委員会（FOMC）の前と後に、FRB当局者（ジェローム・パウエル議長を含む）が述べたコメントであり、彼らは金融環境が余りにもタイト化していることに懸念を表明しました。このコメントを受け、FRBが強く望んでいたソフトランディング・シナリオ（例えば、インフレ率が低下し、景気後退に陥らない）の可能性が危うくなりました。

債券市場の下落において最も興味深い側面の1つは、イールドカーブの長期ゾーンのリターン上昇幅が、短期ゾーンのリターン上昇幅よりも大きく、イールドカーブがベアスティーブ化したことであり、このことから私たちはいくつかの重要な情報を得ました。1つ目は、経済成長が加速し、実質金利に上昇圧力が加かったことです（上述の通りです）。2つ目は、景気が強い中、米国政府は非常に大きな財政赤字を抱えており、すでに飽和状態にある米国債市場にさらに米国債を供給したことです。実際に、

米国債の最大の買い手の3つが姿を消したか、あるいは買い意欲が大幅に減退しています。FRBは量的引き締め（QT）を実施しています。こうした中で、銀行は余剰資金を失っている、もしくは証券ポートフォリオで大きな評価損を抱えています。また、米国債市場が弱気相場になっていることから、海外の公的機関は米国債の購入にそれほど積極的ではありません。最後に、FRBのコメントでは、たとえドットチャート（FOMCメンバーによる金利予想）であと1回の利上げが示されたとしても、追加利上げに対して消極的な姿勢を示唆しました。高すぎるインフレに直面している中でも、利上げに対するFRBの消極的な姿勢は、「過度な引き締め政策」を望んでいないことを示唆しており、インフレを抑えることよりも景気後退を避けることを優先していると考えられます。

7-9月期における利回りの上昇を踏まえると、世界中のリターンは10月末時点である程度魅力的なように見えていたものの、提供されている魅力的な実質利回りや名目利回りは長続きしませんでした。FRBの行動や、11月のFOMCでのコメント、米国の低調な景況感指数（欧州の景況感指数も非常に低調）、雇用の伸びの大幅な鈍化などにより、利回りは急低下しました。10月31日から11月3日にかけて米国債利回りは36bps低下し、9月半ば以来の水準に戻りました。ほとんどの先進国債券市場でも同様に、利回りの低下が見られたものの、新興国市場はこの動きに追随できませんでした。こうした動きにより、国債の魅力度が急激に低下しました。米国経済は目先、景気後退に陥るような状況にはなっていません。インフレは低下傾向をたどっているものの、依然としてFRBの目標を大幅に上回っており、インフレ目標達成に向けた進展は困難になると見込まれます。実際に、今後数カ月にわたりインフレが上昇する可能性があります。FRBは利上げサイクルを終了する可能性がありますが、このことはすぐにでも利下げに転じることを意味しているわけではありません。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、政策金利が高い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、高い政策金利を維持することが極めて重要であると言えます。多くの国々（ユーロ圏、米国、カナダなど）において、市場が利下げを織り込みつつある中で、これらの地域で小幅な利下げが行われるか、あるいは行われなにかについては、それなりに理由があります。注目すべきこととして、ユーロ圏における利下げの可能性は米国よりも高く、国債利回り差や、イールドカーブの形状はすでにこのことを反映しています。したがって、金利のエクスポージャーに関しては中立のポジションを取ることが正当であると考えているものの、私たちは、米国と世界の景気減速の程度に関する新たな指標の発表（特にインフレに関する指標）を待っています。

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。11月に発表された最近の米国の経済指標によると、7-9月期の金融環境のタイト化が景気鈍化に影響を及ぼしています。こうした

上記は2023年11月時点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2023年10月末時点です。

た「悪材料」(例えば、米国経済の鈍化)は、新興国市場にとって「好材料」であると言えます。一般に、安定した利回りの低下や米ドル安は新興国市場にとって好都合です。私たちは、ラテンアメリカの債券市場を愛好しています。同地域の多くの中央銀行は利下げを実施することが可能であると見ており、FRBが本当に利上げを終了した場合、同地域の多くの中央銀行は利下げを継続する可能性が高いと思われます。

米国債利回りの低下や、米国の経済成長の鈍化(成長は低調ではない、成長が低調であれば悪材料になる)により恩恵を受けるもう1つの市場はクレジット市場です。クレジット・スプレッドは10月における利回りの急騰の犠牲者であったため、11月第1週に利回りが低下する中で、クレジット・スプレッドが縮小したことは驚くことではありませんでした。FRBが穏やかな新たな金融政策に、本当に着手したとしたら、また一般に、米国以外の地域の経済成長が低調であることを踏まえると、クレジット市場は好調なパフォーマンスになると見込まれます。ただし、堅調な成長が続くとは限らないことに留意する必要があります。特にインフレの改善が鈍化した場合、FRBがタカ派的な姿勢に戻る可能性があります。一方、米国の経済成長が大幅に鈍化した場合、FRBは利下げに踏み切る可能性があります。キャッシュ金利が5.5%であることを踏まえると、それでもタイトな金融政策が続くでしょう。私たちは、クレジット市場で投資適格債券とハイイールド債券の両方において、小幅のロング・ポジションを慎重に保有することが理に適っていると考えています。こうした環境の中では、償還年限の短いハイイールド債券が魅力的であるように思われます。市場においてクレジット・スプレッドが懸念されるかどうかを判断するには、インフレ見通しが極めて重要になると考えています。

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)など短期の証券化クレジットを引き続き最も愛好しています。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、低格付け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。追加利上げの可能性の低下や、借入コストの上昇の可能性が低下するような事象は、証券化クレジットにとって好材料であると言えます。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愛好しています。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。

また、米ドルの見通しも変化しているように見えますが、私たちは米ドルに対して概ね中立の姿勢を維持しています。米ドルは7-9月期に非常に堅調に推移しましたが、良好なファンダメンタルズにもかかわらず、多くの通貨に対して高値を更新することができませんでした。したがって、米ドルをその他の先進国通貨に対してではなく、一部の新興国通貨に対してアンダーウェイトとすることについて考え始める上で、絶好の機会であるように思われます。ほとんどの先進国通貨(除く米国)のファンダメンタルズは厳しいため、米ドルに対してこれらの通貨をロングする魅力度が薄れています。ただし、米国債利回りが低下し、より安定して推移していることや、多くの新興国通貨のキャリーが依然として高いことから、新興国通貨は妥当な選択肢となっています。

上記は2023年11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10月末時点です。



先進国市場

先進国市場の金利は9月に上昇しましたが、10月も上昇が続きました。経済指標は驚くほど底堅く推移し、利回りは上昇し、イールドカーブはスティープ化しました。各国中央銀行は、利上げサイクルが終わりに近づいていること、または終了した可能性があることを明確に示唆しました。その一方で、すぐに利下げが行われる可能性が低いことも指摘しました。結果として、短期ゾーンの利回りの動きはまちまちとなった一方で、長期ゾーンの利回りはすべて上昇しました。米国では2年債、10年債、30年債の利回りが、それぞれ4bps、36bps、39bps上昇し、イールドカーブは大幅にスティープ化しました。10月31日までFOMCの開催はありませんでしたが、経済指標は概ね堅調であり、消費者物価指数(CPI)は予想を上回る上昇となり、7-9月期のGDP成長率は前期比4.9%増(季節調整済み、年率換算)となりました。ユーロ圏の利回りはまちまちな動きとなっており、経済指標が予想を下回る中で、イールドカーブは下方にシフトしました。また、欧州中央銀行(ECB)は政策金利の据え置きを選択し、市場は、理事会後のラガルド総裁の発言をややハト派的と解釈しました。その他では、中国人民銀行、日本銀行、オーストラリア準備銀行、およびニュージーランド準備銀行が政策金利を据え置きました<sup>1</sup>。

10月の主なテーマは、依然としてイールドカーブのスティープ化であり、イールドカーブの長期ゾーンに上昇圧力がかかる一方で、短期ゾーンの利回りはほぼ変わらない水準で推移しました。イールドカーブのスティープ化は多くの要因に起因していますが、依然として底堅い経済、中央銀行のガイダンスの変化およびターム・プレミアムの上昇がこのほとんどを説明している可能性があります。長期ゾーンの利回りが大幅に上昇したにもかかわらず、こうした利回りの上昇がすべて終了したかどうかは不透明です。多くの国で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、スティープナーは戦略、ターム・プレミアムのさらなる上昇およびより一般的なブル・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、米ドルはほぼ変わらず、0.5%の動きにとどまりました。私たちは米ドルに対してよ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。

新興国市場

新興国債券は、10月に当該資産クラスのあらゆるセグメントでマイナスのリターンとなりました。ソブリン債と社債の両方のスプレッドが拡大し、ほとんどの新興国通貨が下落しました。10月の後にFOMCの開催が迫る中で、市場の注目がFRBの動向に集まり、市場におけるタカ派的なセンチメントを受け、米ドル高が継続しました。中東で戦争が勃発したことにより、中東における不透明感が高まりました。新興国市場の中央銀行の動きは10月にまちまちとなりました。インドネシアやフィリピンなどの一部の中央銀行は、マクロ環境を理由に利上げに動いた一方で、チリは利下げを継続したものの、予想を下回る下げ幅にとどめました。新興国市場における注目すべき点は、ポーランド・ズロチが上昇したことです。ポーランドでは、新たな改革政策や欧州連合との関係改善を約束している新政権が発足する可能性があります。外貨建て新興国債券ファンドおよび現地通貨建て新興国債券ファンドの両方で資金流出が継続し、それぞれ80億ドルおよび51億ドルの資金が流出しました<sup>2</sup>。

FRBの利上げサイクルは始まっているというよりも、終わりに近づいています。ただし、FRBがどのくらいの期間にわたり政策金利を高水準に維持するのかが不透明であるのと同様に、FRBのターミナル・レート(政策金利の最終到達点)がどの水準になるのかも不透明であると言えます。新興国市場の多くの中央銀行はオーソドックスな金融政策を実施していることから、多くの中央銀行は金融引き締めサイクルを終えることが可能であり、金融緩和を開始した中央銀行の数も増えています。ただし、新興国市場の一部の中央銀行は利上げに転じ始めており、これにより、この資産クラス全体でパフォーマンスのばらつきがさらに鮮明となっています。中東で勃発した戦争は悲惨な状況になっており、今後もこの状況を引き続き注視する必要があります。当該資産クラスで投資価値を見出す上では、国レベル、クレジット・レベルでの分析が極めて重要であると考えています。

<sup>1</sup> 出所：ブルームバーグ、2023年10月末時点。

<sup>2</sup> 出所：ブルームバーグ、2023年10月末時点。新興国社債はJP Morgan CEMBI Broad Diversified Index。

上記は2023年11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10月末時点です。

クレジット  
市場

10月のクレジット市場ではスプレッドが拡大し、7-9月期の決算発表において業績が予想を下回った個別銘柄のボラティリティが高まっており、10月には、ユーロ建て投資適格債券 (IG) のスプレッドが、米国のIGのスプレッドをややアウトパフォーマンスしました。10月の市場動向を牽引した要因は複数あります。1つ目として、中東で緊張が高まる中で、地政学的リスクが高まりました。2つ目として、米国では雇用統計を中心として経済指標が堅調であった一方、欧州では先行指標である購買担当者景気指数 (PMI) やIFO景況感指数でGDPが低調であることが確認されました。3つ目として、7-9月期の決算発表では、全体的には予想を上回ったものの、エネルギー・セクターや化学セクターは予想を下回り、成長見通しがやや下方修正されました。最後に、金利およびコモディティ/エネルギー価格の上昇や、株式市場のボラティリティの高まりにより、市場がリスクプレミアムの上昇を求めたことから、クレジット・スプレッドが拡大しました。10月に注目すべきこととしては、ハイイールド債券が投資適格債券をアンダーパフォーマンス (また、BBB格の債券もA格の債券をアンダーパフォーマンス) したことや、米ドル建てで金融セクターが資本財・サービス・セクターをアンダーパフォーマンス (ユーロ建てでは異なる展開となり、銀行が米ドル建て市場で資金を調達したことで、ユーロ建ての供給が低水準であったことにより、金融セクターのパフォーマンスは資本財・サービス・セクターとほぼ同等となった) したことが挙げられます<sup>3</sup>。

米国債利回りが不安定な値動きとなったことや、米国議会が機能不全に陥ったこと、ハイイールド企業の業績が予想を下回ったこと、中東で戦争が勃発したことなどにより、米国や世界のハイイールド債券市場は10月に軟調な展開となりました。ハイイールド債券市場では、新規発行が微々たるものであったにもかかわらず、個人投資家からの需要がさらに減少する中で、需給環境は10月にさらに悪化しました。ハイイールド債券市場の中でも格付けの低いセグメントは9月までの年初来のパフォーマンスが好調であり、一貫してアウトパフォーマンスしていましたが、10月は、こうした動きから逸脱したパフォーマンスとなりました<sup>4</sup>。

米国10年国債利回りが2007年以来初めて5%に達する中で、グローバル転換社債は10月、その他のリスク資産とともに3ヵ月連続で下落しました。MSCIのグローバル株式指数は下落し、Bloomberg Global Aggregate Credit Indexも下落しました。Refinitiv Global Convertibles Focus Indexは2.97%下落と非常に低調なパフォーマンスとなりました。高ベータの転換社債が最低のパフォーマンスとなった一方で、公益事業など高格付けの銘柄が最も高いパフォーマンスを維持しました。10月の新規発行額は39億ドルにとどまり、低調となりました。これは、この時期の発行額や、株式市場の下落と歩調を合わせています<sup>5</sup>。

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の取引に終始し (7月末時点の縮小した水準から拡大している)、キャリー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。11月には供給が回復するものの、10-12月期全体では予想を下回る水準になると予想されます。私たちは、イールドカーブが逆転している環境下 (企業がキャッシュを保有することは割高でないことを意味する)、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見ているものの、2024年1-3月期に向けて経済をめぐる不透明感が存在していることを踏まえると、足元の市場を上手く活用することが得策であると言えます。最後に、私たちは注視している要因としては、7-9月期の企業業績の残りの発表や、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などが挙げられ、これらは今後のシナリオを変化させる可能性があります。

ハイイールド債券市場は、歴史的に見て魅力的な利回りでも10月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。転換社債では、「高金利の長期化」が意識されている中で、投資家の間では今後数ヵ月において供給が大幅に増えるとの楽観的な見方が広がっています。

<sup>3</sup> 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10月末時点。

<sup>4</sup> 出所：JPモルガン、Bloomberg US Corporate High Yield Index、2023年10月末時点。

<sup>5</sup> 出所：ブルームバーグ、Refinitiv Global Convertibles Focus Index、2023年10月末時点。

上記は2023年11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10月末時点です。

証券化商品

証券化クレジットのспレッドは10月、供給が増加したにもかかわらずほぼ変わらない水準で推移しました。消費者向けローンを担保とする米国のABSのспレッドはやや拡大したものの、企業向けローンを担保とするABSのспレッドには変化がありませんでした。新規発行が歴史的な低水準で推移する中で、欧州の証券化クレジット市場の活動は10月に鈍化しました。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спレッドは10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спレッドは10月に1bps 拡大し、同水準のデュレーションの米国債を178bps 上回る水準となりました。カレント・クーポンのMBSのспレッドは現在、年初来で35bps 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спレッドは年初来でほとんど変わっていません<sup>6</sup>。

「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ことが見込まれます。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住宅ローン金利で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。私たちは引き続き信用格付けの高い資産に注目しており、格付けの高い投資先や、政府保証のエージェンシー MBSのポジションを増やしています。私たちは、спレッドが拡大した現在の水準でエージェンシー MBSを購入することを選択しており、ポートフォリオにエージェンシー RMBSを引き続き加えています。またFRBが利上げを終了する可能性があり、米国債が現在、ピークに近い水準に達している可能性があると考えているため、金利が上昇した水準でポートフォリオにデュレーションを加えています。

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сп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。住宅の値ごろ感が薄れていますが、米国のノンエージェンシー RMBSは依然として私たちが選好するクレジット・セクターです。米国の住宅価格は安定して推移しており、住宅ローン金利の上昇により厳しい状況に直面していますが、良好な需給環境により支えられています。安定した家計のバランスシートや雇用の見通しにより、借り手の信用力が支えられており、保守的なローン貸し出し基準が続いていることも住宅ローン債権の信用力を支えています。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保有ポジションは10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。

<sup>6</sup> 出所：ブルームバーグ、2023年10月末時点。

上記は2023年11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10月末時点です。

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。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](http://www.morganstanley.com/im/jp)