

債券市場アウトルック

マクロ・インサイト | ブロード・マーケット・チーム | 2024年4月

※本資料は、“Global Fixed Income Bulletin”の“Fixed Income Outlook”部分の参考和訳です。日本語版と英語版に齟齬がある場合には、英語版の内容を優先します。

3月のレビュー

- ✓ 債券利回りは、全体的に落ち着いた状況になりつつあります。債券利回りは、1月から2月にかけて急上昇しましたが、3月は少なくとも先進国では利回りの急上昇が一服しました。利下げ観測が大幅に後退したことで、利回りは2023年末から大幅に上昇しています。確かに、債券市場は1月上旬に比べればはるかに魅力的な状況となったものの、3月は色々な意味で「新しい」ニュースがほとんどありませんでした。欧州と中国では経済成長が少し改善しているように見えるものの、経済が力強い回復を見せると信じるのは時期尚早でしょう。インフレ率は欧州では依然として低下傾向にあるように見えますが、米国では高金利により経済が減速するとの見方が裏切られる状況が続いています。実際、ほとんどの過去のデータでは、製造業とサービス・セクターの両方が堅調に推移し、景気が少し回復を見せていることを示唆しています。GDP成長率も、2023年下半年に4%の急上昇を見せた後、1-3月期は2%以上拡大する可能性が高く、4-6月期も同様の状況になりそうです。

先進国市場アウトルック

- ✓ 心配な点としては、一部のインフレ指標がもはや強いディスインフレを示していないことが挙げられます。特に3月のISM仕入物価指数は、原油価格が上昇する中、予想を大幅に上回る上昇を見せました。過度に懸念する必要はないものの、ディスインフレが大幅に後退している上に、力強い経済成長が見られていることからFRBが2024年に3回の利下げを実施するのは困難かもしれません。実際、FRBはインフレが落ち着くまでは慎重になる必要があると繰り返し強調しています。
- ✓ さらに言えば、FRBが利下げの必要性に疑問を投げかけるのが、理にかなう状態になってきています。確かにインフレ率は低下しているものの、インフレ低下のペースと低下幅はどの程度なのでしょう。確かに労働市場は正常化しつつあるものの、まだ完全には正常化していません。確かに賃金の伸びは鈍化しているように見えますが、鈍化していると断定するのが難しい状況です。企業業績は堅調であり、名目GDP成長率は高い水準にあることに加え、ISM製造業景況指数が50以上と過去12

か月を上回る水準にあり、サービス・セクターが依然として堅調な環境下で、なぜ FRB は利下げを検討しているのかと自問するような状況です。

- ✓ 米国以外では米国よりも状況が良くなっているように見えるものの、FRB を他の中央銀行が追随する可能性が高いでしょう。そのため、今後数カ月間、各国中央銀行が利下げサイクルに関してどの程度の自由度をもって関与できるかを市場参加者は慎重に見極める必要があるでしょう。米国経済の行方に前述のような新たな懸念が生じているにもかかわらず、FRB は今年、ECB と同様に少なくとも 2 回の利下げを実施する可能性が高いです。そのため、米国経済や世界経済が上向いたとしても、短期債は魅力的であると見ています。しかしながら、逆イールドが発生している他、2026 年までの大幅な利下げ回数が既に織り込まれていること、利下げが実施されたとしても長期ゾーンの債券利回りを大幅に押し下げるほど利下げ幅が大きくなるとは考えにくいことなどから、長期債はそれほど魅力的であるとは見ていません。とはいえ、政策金利は高水準かつ景気を鈍化させる水準にあり、時間の経過とともに低下していくと思われ、長期債の実質利回りは過去対比で見ても高い水準にあります。そのため、過度に債券相場見通しに悲観的になる必要はなく、今のところ、満期の短い先進国債券のレンジトレードが奏功する可能性が高いと考えます。

クレジット市場アウトック

- ✓ クレジット市場においても、同様の状況が継続しています。固有の事象によりスプレッドが拡大したユーロ建てハイイールド社債を除いて、クレジット・スプレッドは全般的にタイトな状況が続いており、ファンダメンタルズも引き続き堅調です。経済成長が堅調であることに加え、企業が引き続き価格決定力を有していることが企業業績を下支えしている一方、中央銀行が緩和的な政策に軸足を移していることが景気の下振れリスクを抑制する要因となっています。とはいえ、米国投資適格社債のスプレッドは歴史的にタイトな水準にあり、このこと自体が近い将来のアンダーパフォームを示唆するわけではないものの、特に高格付けの銘柄ではスプレッド縮小を要因としたパフォーマンスの上昇余地は限定的です。セクター別では、金融セクターの劣後債が、足元の好調なパフォーマンスにより一部利益確定の動きが見られるものの、引き続き、投資価値は相対的に高いと見ています。また、国債利回りが上昇したため、投資適格社債のオールイン利回りは魅力的な水準になっており、キャッシュを上回るトータル・リターンを中期的に提供する可能性が高いでしょう。ユーロ建て投資適格社債は、米ドル建て投資適格社債に出遅れているため、特に運用チームが選好する金融セクター銘柄では米ドル建て投資適格社債のパフォーマンスに追いつく余地があるでしょう。ハイイールド社債も引き続き買われており、スプレッドは歴史的にタイトな水準にあるものの、オールイン利回りは高い水準にあります。キャッシュの利回りを大幅に上回るオールイン利回りがハイイールド社債の買い手を惹きつける要因となっています。スプレッドがタイトだとしても、堅調なマクロ環境を考慮すれば、ハイイールド社債は引き続き堅調に推移する可能性が高いでしょう。通常通り、景気後退リスクは依然として最大のリスクであるものの、堅調な経済指標と金融緩和政策の可能性を考えると今後 1 年以内に景気後退が起こる可能性は低いでしょう。デフォルト率関連のデータもデフォルト率が低位で推移することを裏付けています。まとめると、クレジット市場は魅力的に見えるものの、キャピタル・ゲインを獲得するというよりもキャリア・ゲーム（インカム・ゲインの獲得が中心）の色彩が強くなっています。

新興国市場アウトック

- ✓ 現地通貨建て新興国債券市場は、3月こそ厳しいパフォーマンスとなったものの、2024年の残りの期間では先進国債券市場をアウトパフォームする可能性があると考えています。新興国の中央銀行は利下げを進めており、利下げペースは鈍化すると思われるものの、利下げは継続されるでしょう。インフレ率が低下し、実質金利が非常に高いこと等を背景にメキシコ中銀が3月に初の利下げに踏み切り、今後数か月に追加利下げを実施する可能性が高いことは注目に値します。インフレ率が多少落ち着いた推移となる中で、今後のインフレ低下ペースが鈍化し、先進国市場の利下げサイクルが予想より小幅になることへの懸念から、新興国の中央銀行がFRBに先行して過度に利下げを実施することに慎重になっています。FRBの利下げサイクルの開始が遅れるとの懸念等を背景に、現地通貨建て新興国債券利回りが上昇していますが、現地通貨建て新興国債券には引き続き投資魅力があると考えています。地域別では、ラテンアメリカを嗜好しています。これは、ラテンアメリカの中央銀行は利下げを開始し、今後も利下げを継続するとみているためです。

証券化商品アウトック

- ✓ 堅調な世界経済や、経済指標を受けた中央銀行の反応を巡る不透明感を考慮すると、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、除くオフィス関連）など、より高い利回りと健全な担保を有する、より短期の証券化クレジットに高い投資魅力があると考えています。米国労働市場は堅調であり、実質所得が増加しているため、1年半前ほどではないものの家計は堅調な状況を維持するでしょう。個人の住宅取得能力は厳しくなっているものの、証券化クレジットの中ではノンエージェンシーRMBSの投資魅力が最も高いと考えています。意外なことかもしれませんが、米国の住宅価格は再び上昇しており、既に底を打った可能性があります。一方、商業用オフィスCMBSは引き続き厳しい状況にあります。足元のパフォーマンスは堅調であったものの、米国エージェンシーRMBSは、少なくとも高クーポン物については、投資適格社債と比較して投資魅力度を有していると考えられます。

為替市場アウトック

- ✓ 為替市場では、米ドルの先行きは不透明です。米ドルはバリュエーション面で高い水準にあるものの、米国は他の地域よりも経済が著しく優位な状況にあります。世界の他の地域の経済状況が米国に追いつくまでは、一過性の固有の理由を除いて米ドルが下落する可能性は低いでしょう。そのため、米ドルを大幅にアンダーウェイトすることが合理的であるとは考えていないものの、逆に米ドルをオーバーウェイトすべきとも考えていません。なお、一部の新興国通貨は、対米ドル、対欧州通貨、対アジア通貨バスケットで投資魅力度が高いと考えています。

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の一部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