

グローバル債券市場レポート

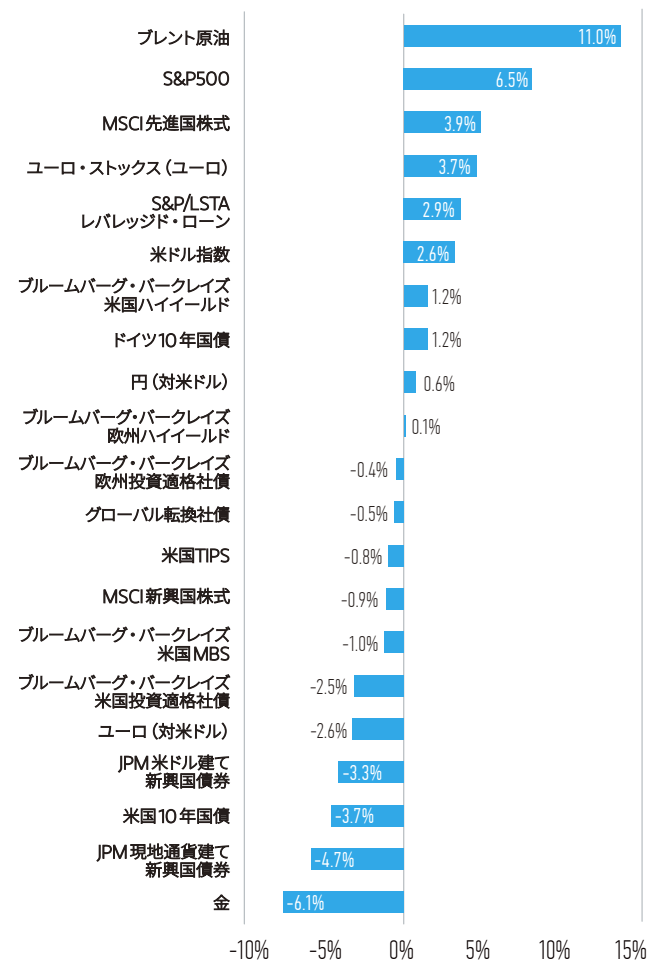
貿易ヘッドラインのピークを待つ

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8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7月末現在です。

債券 | 債券運用部門 | マクロ・インサイト | 2018年8月

金融市場の動向において、ニュース／報道はファンダメンタルズと同じくらいに重要だと思われる。だが、バリュエーションが過度に乖離する場合には、ニュースやファンダメンタルズに改善がみられなくても、市場が上昇することがある。7月はまさにそのような月となった。リスク資産は上昇し、安全資産は急落した。しかしながら、ファンダメンタルズの改善やリスクの低下がない限り、最終的には価格は上昇し続けることはできない。8月は貿易交渉とイタリア予算の両方にとって重要な転機となるだろう。つまり、ボラティリティが再び高まる可能性がある。我々の戦略は、やや慎重な姿勢を維持し、価格の上昇（利回りの低下）に追従せず、割安な水準に達するまで待つというものである。経済的およびテクニカル的な圧力により米国債利回りは上昇すると見られているが、米国以外の世界経済の改善がなければ米10年債が3%を大きく上回る利回りを維持するのは難しいと考える。

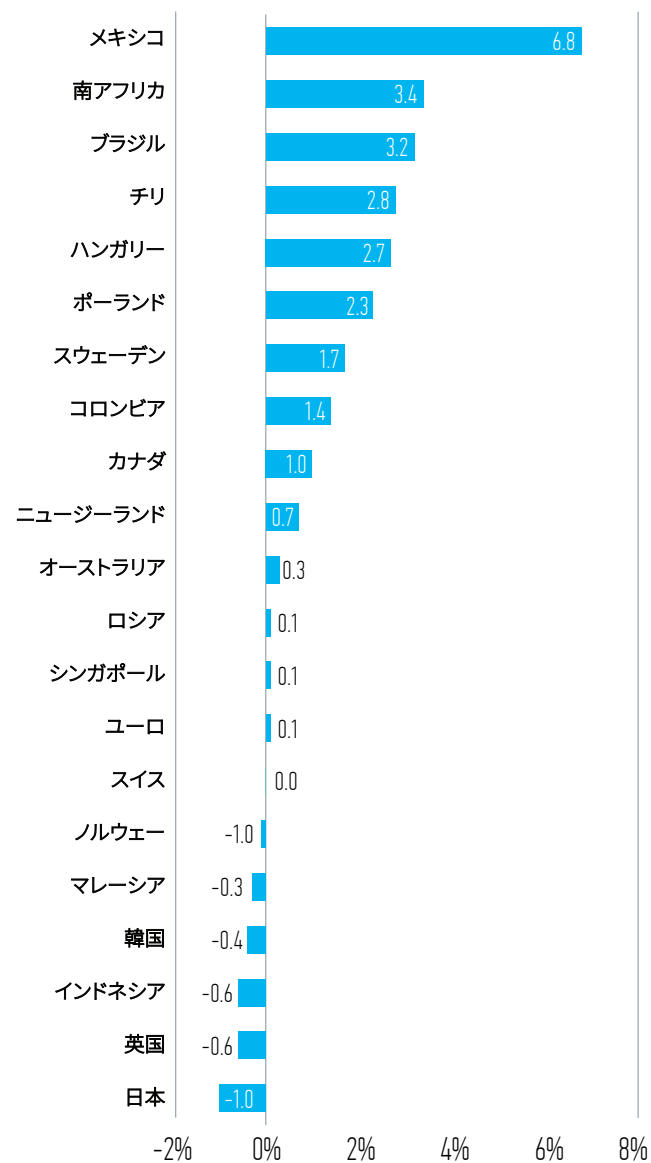
図表1
資産別年初来リターン



出所：トムソン・ロイター、データストリーム。2018年7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7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 (%)	月次変化 (BPS)	10年スプレッド (BPS)	月次変化 (BPS)
(対米国债スプレッド)				
米国	2.96	+10		
英国	1.33	+5	-163	-5
ドイツ	0.44	+14	-252	+4
日本	0.06	+3	-290	-7
オーストラリア	2.65	+2	-31	-8
カナダ	2.31	+14	-65	+4
ニュージーランド	2.72	0	-24	-10
(対独国债スプレッド)				
フランス	0.73	+7	29	-7
ギリシャ	3.96	0	352	-14
イタリア	2.72	+4	228	-10
ポルトガル	1.74	-5	130	-19
スペイン	1.40	+8	96	-6
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			352	-35
現地通貨建て債券利回り	6.56	-8		
社債スプレッド				
ブラジル	9.45	-39	270	-32
コロンビア	6.55	+14	263	-63
ハンガリー	6.55	+14	177	-20
ハンガリー	2.36	-28	110	-35
インドネシア	7.95	-8	182	-36
マレーシア	4.08	-15	130	-36
メキシコ	7.80	+15	274	-7
ペルー	5.53	-12	143	-23
フィリピン	5.92	-1	102	-30
ポーランド	2.57	-3	58	-18
ロシア	7.53	+5	188	-29
南アフリカ	9.17	-22	273	-39
トルコ	19.17	+217	432	+17
ベネズエラ	-	-	5086	+75
クレジット				
米国投資適格			109	-14
欧州投資適格			110	-12
米国ハイイールド			336	-27
欧州ハイイールド			343	-48
証券化商品				
エージェンシー MBS			77	-2
米国 BBB 格 CMBS			275	-18

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7月31日現在

上記は2018年8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7月末現在です。

債券市場アウトトラック

7月は、悪いニュースがなかったことが良いニュースだった。経済データは第2四半期の落ち込みから回復し、7月は総じて予想を上回った。S&P500種の80%超がアナリスト予想を上回る収益を上げた。根底にある経済のモメンタムは依然として力強く、気が散るようなネガティブなニュースの見出しがないということは、リスク資産や地域全体で市場が広範に改善していることを意味している。例えば、投資適格債のスプレッドは6月末に年初来で最も拡大した水準となったが、7月末までに今年の拡大幅の半分を取り戻した。

中央銀行のスケジュールは詰まっているが、中でも最も意表を突いたのは日銀だ。日本10年債の利回りを0%に維持しながら、政策金利の変動幅を±10ベーシス・ポイントから±20ベーシス・ポイントに拡大した。これは大幅な政策転換だと考えられる。日銀は引き続き日本国債の利回りの大幅上昇を抑制すると思われるものの、これによってボラティリティは高まり、中期的には日本国債の利回りはゆっくりと上昇し、世界中のリスクフリー利回りに波及するだろう。

7月は世界経済や債券市場が直面してきた相次ぐ衝撃が途切れたことを歓迎する前触れとなったが、逆風は依然続いている。特に世界貿易戦争は過熱し続けており、市場や企業が通常であれば可能であった非常に好調な景気見通しを持つことができないリスクがある。したがって、市場のパフォーマンスを理解し、経済や金融市場のパフォーマンスの結果や結果の影響を予想するという非常に困難な仕事を行うために、政治的なニュースサイクルを予想することが重要となる。米通商代表部は2,000億ドル相当の対中関税リスト公表に対

するパブリックコメントの募集を行い、8月31日には結論に至ると思われる。中国の対応によっては8月末が貿易ノイズの「ピーク」となる可能性があり、9月には不確実性が低下することが考えられる。このため、我々は様子見のスタンスを取っている。

また、イタリアは欧州の主なボラティリティ要因であったが、10月15日を予算通過の期限とし、今後予算案の協議が始まる予定となっている。ポピュリスト連立政権は欧州連合（EU）の緊縮財政に異議を唱えることを国民から期待されていると考えていることから、8月にボラティリティが高まる可能性があるだろう。しかし、ポピュリスト政権はこれまでも市場や国際的な圧力に対応してきており、圧力に折れると思われることから、急落は買いの好機となる可能性が高い。

7月はバリュエーションの重要性が示された。つまり、非常に良いニュース/データがない場合でも市場は上昇することがある。我々の戦略では極めて慎重なリスクテイクを維持しており、ニュース/データの好転やバリュエーションの改善を待っている。米国経済は（少なくとも今のところ）良好な状態にあり、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを続け、日銀が金利を上昇方向に調整し、欧州中央銀行（ECB）が量的緩和（QE）の終了に向かう中、先進国の債券市場に対する金利上昇圧力は続く見通しだ。しかし、他の状況がすべて同じであれば、米10年債利回りが3%を大幅に上回る水準は、買いの好機だと思われる。

上記は2018年8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7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

7月はリスク志向が回復した。当月、日銀がイールドカーブ・コントロール政策を調整したことから、日本10年債利回りは急騰した。これを受け、月末には世界中で利回りが上昇した。日銀は0%の利回り目標の変動幅を±10ベース・ポイントから±20ベース・ポイントに拡大し、10年債の金利調整の柔軟性を高めることを発表した。米10年債利回りは7月に10ベース・ポイント上昇した。米2年債と10年債のイールドカーブは4ベース・ポイント縮小し、29ベース・ポイントとなった¹。欧州利回りも総じて上昇した。

日銀がイールドカーブ・コントロール政策を調整し、日本国債の利回り変動幅が拡大したことから、ボラティリティが高まり、リスクフリー・レートが上昇する見通し。市場では米10年債が再び3%の水準を試す可能性が非常に高いものの、我々は買いの好機としてオーバーシュートを狙っている。利回りが持続的に上昇するには、力強い企業投資、貯蓄率の低下、生産性の向上を要因とした自然利子率（Rスター）の大幅な上昇が必要だろう。

新興国債券市場／為替

厳しかった4-6月期の後、当月、新興国債券資産価格は上昇した。ドル建てでは、ソブリン債が社債をアウトパフォーマンスし、ドル建て債は現地通貨建て債を上回った。米国とEUの間の貿易摩擦の鎮静化を受けてリスク志向が改善し、より利回りが高く格付けの低い債券がアウトパフォーマンスした。投資家、とりわけ個人投資家は、現地通貨建て戦略から約14億ドルの資産を引き揚げた。一方、新興国外貨建て債券戦略には投資家資金が6億ドル流入した。当月、エネルギーと金属価格が下落した一方、小麦、トウモロコシ、大豆、綿花などの農産物コモディティ価格は上昇した。

貿易戦争に関するテール・リスクがより顕著となっている。保護主義を強める傾向から新興国市場経済が受ける影響は様々だが、世界貿易情勢の悪化は世界成長を圧迫し、新興国市場を中心としたあらゆるリスク資産にネガティブな影響を与える見通し。ポジティブな要因としては、最近では新興国市場の政策対応の積極性が増しており、脆弱だとみなされる多くの国が市場の混乱への対応を迫られている。ファンダメンタルズが改善している国（南アフリカやインドネシアなど）については、第2四半期の急落は行き過ぎだったとみられ、このため、貿易戦争が終息に向かうならば、これらの国は魅力的な投資機会を提供していることになる。

¹ 出所：ブルームバーグ、2018年7月31日現在

上記は2018年8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7月末現在です。

当月のレビュー

アウトロク

クレジット市場

7月の世界のクレジット市場は大幅に上昇し、数ヵ月ぶりの高パフォーマンスとなった。当月、ブルームバーグ・バークレイズ米国投資適格社債インデックスは14ベース・ポイント低下して109ベース・ポイントで当月を終え、格付けが低く満期までの期間が長い債券が広範な市場をアウトパフォームした。

先月述べたように、投資適格債市場のバリュエーションは、6月に様々な悪材料を織り込んだ水準に達していた。120ベース・ポイント前後のスプレッド（7月月初の水準）は、大きく景気後退に陥る場合にのみ、正当化できると考えられる。2018年下期も、クレジットは引き続き好調となる態勢が整っていると考える。力強い経済指標や、2018年上期に比べて貿易や政治的な懸念が緩和されたことから、ファンダメンタルズ要因は徐々に良好になっていると思われる。

証券化商品

7月、モーゲージおよび証券化市場は比較的穏やかで、パフォーマンスは総じて横ばいとなった。非エージェンシー住宅ローン担保証券（RMBS）のスプレッドはやや拡大したものの、インカム要因を背景に、プラスのリターンとなった。住宅価格は上昇を続けたが、住宅価格の値上がりに加えて住宅ローン金利も上昇したため、住宅のアフォーダビリティ（買い易さ）は低下しつつある。政治的な不確実性が再び市場を脅かし続ける中、欧州資産担保証券（MBS）のスプレッドが再び拡大した。

8月も投資テーマはほぼ変わらず、証券化クレジットに対しては総じて前向きで、米エージェンシー MBS に慎重である。世界的な経済リスクや保護主義の台頭による不確実性にもかかわらず、米国経済は好調を維持し、消費者や不動産のファンダメンタルズは改善が続くと思われる。商業用不動産ローン担保証券（CMBS）については、AAA格のスプレッドが2018年に若干ワイド化する一方、BBB格のスプレッドはタイト化し、スプレッドの格差が縮小したことで、見通しを修正している。現在のスプレッド水準では、大部分のAAA格のCMBSが他の投資適格資産クラスよりも魅力的な価値を提供していると思われるものの、低格付けのCMBSは担保構成の違いにより乖離が生じやすいだろう。欧州MBSでは、イタリアは引き続きネガティブとする。スペイン、ポルトガル、オランダ、ドイツ、英国は依然MBSの魅力的な機会を提供していると考えられる。

上記は2018年8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7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.com/im/jp