

## グローバル債券市場レポート

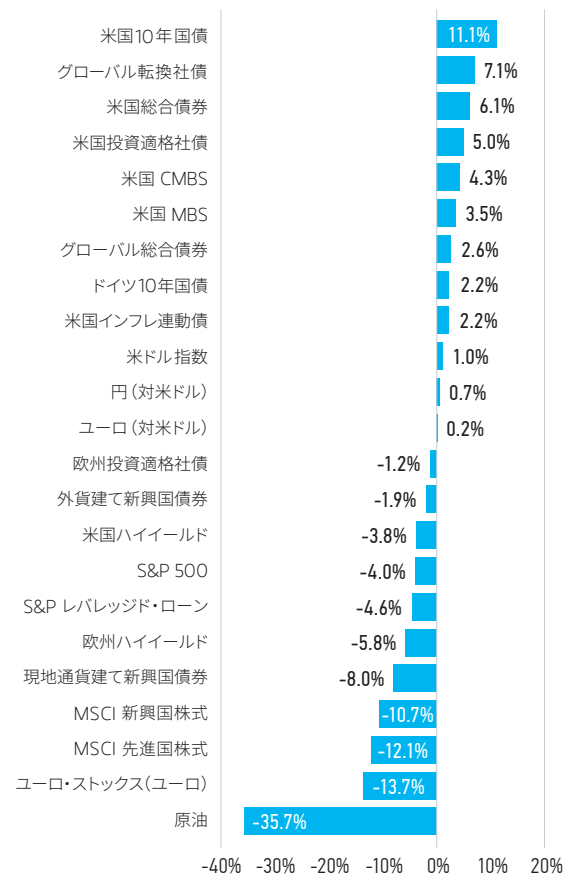
# 持続可能か？

債券 | 債券運用部門 | マクロ・インサイト | 2020年7月

6月、資産市場は好調に推移しました。株式は上昇し、スプレッドは縮小しました。そして、米ドルは下落しました。しかし、数ヶ月ぶりに、ウイルスに関するニュースは決して肯定的ではありませんでした。米国(および世界的に)の感染率の上昇は、全面的に期待を上回る経済指標といった良いニュースを下押しする要因となりました。国債利回りは抑制されたままで、今月および今四半期にわたってほとんど動きませんでした。実際、10年物米国債利回りは基本的に変わず(リターンは年初来で11%上昇していますが)4-6月期を終えました<sup>1</sup>。これは必ずしもプラスに聞こえるとは限りませんが、経済指標が最も強気の予測を上回り、ハイイールドと株式が2桁のリターンを記録したにも関わらず、国債利回りはあまり変動しませんでした。確かに、国債利回りを抑制し、クレジット市場(企業と住宅ローンの両方)に介入することは、中央銀行の仕事であり、これまでのところ、それは成功しています。人々が働くことができない、もしくは安心してお金を使うことができない場合、経済の正常化が困難であるため、彼らが戦いに勝つには、健康関連の問題が進展することを必要とします。

6月には新たな政策イニシアティブは見られませんでした。以前に発表されたプログラムが市場に重大な影響を与えました。FRB(連邦準備制度)のターム物資産担保融資ファシリティ(TALF)プログラム(以前に発表されたもの)が開始されましたが、4-6月期のAAA格の資産担保証券(ABS)スプレッドの縮小を考えると、FRBが実際に多額のローンを提供するかは明らかではありません(FRBは金銭的支出を最小限にしつつ政策目標を達成)。これは中央銀行に対する信託を示しています。例えばTALFによる資金が投資されなくとも、スプレッドを低く押し下げる鍵となったのはこのプログラムの存在でした。欧州では、欧州中央銀行(ECB)のTLTRO IIIが1.35兆ユーロの大規模な資金供給を行いました。これにより、銀行はECBのTLTROから-1%の金利で資金を借り入れることが可能となりました<sup>2</sup>。2012年以降、

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(2020年6月30日時点) 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。

<sup>1</sup> 出所: Bloomberg 2020年6月30日現在

<sup>2</sup> 出所: 欧州中央銀行 2020年6月30日現在

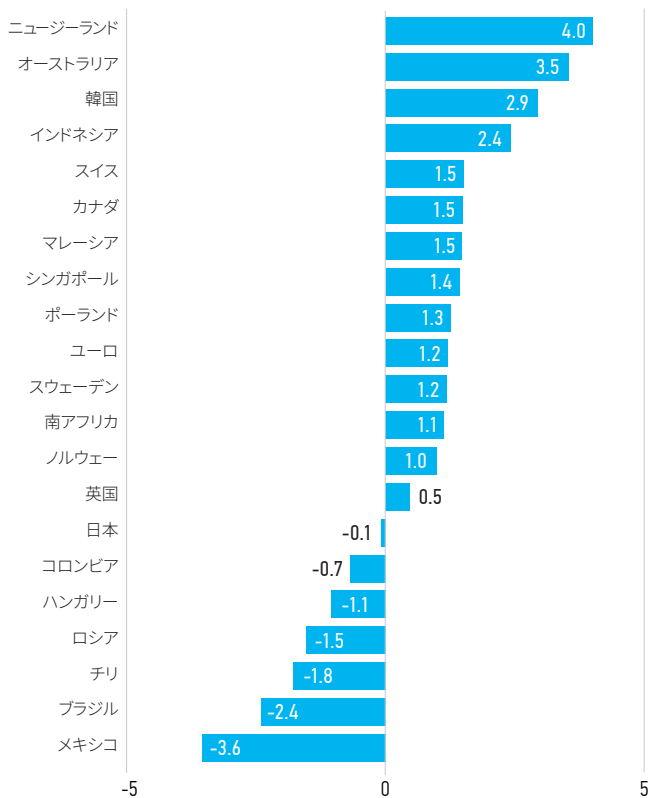
上記は2020年7月時点の債券運用部門による見通しおよび意見を示すものであり、市場環境および経済環境等の変化により変更される場合があります。データについては特に記載のない限り2020年6月末時点です。

ECBはTLTROの資金供給策を運営していますが、最新のスキームについては、銀行は文字どおり年率1%の金利を受け取っているだけでなく、どれ程多くの銀行が資金を調達出来たかという点に大きな意義があります。低い調達コストで大規模な資金を供給することで、欧州の銀行の収益性、経済、銀行が購入する可能性のある金融資産の価格を押し上げる要因となります。先行きを展望すると、市場が望ましい方向に動くようにするために、さらなる努力ををすると言うだけで済むといった信認を中央銀行は得ていると言えます。現在、中央銀行は「何でもやる」と、市場が信じていることは間違いないと思われます。政策が重要な役割を果たす状況は続くでしょう。

財政措置もまた、始まって間もない経済の回復を支える上で鍵となっています。各種給付金は家計所得を増強し、経済閉鎖から脱却するにつれ、支出を促す要因となりました。7月末に終了する米国の所得支援プログラムの一部に疑問があるものの、現在働いていない人々への所得の流れを維持するため、米国議会は新たなプログラムを更新または開始するものと確信しています。欧州では、EU復興基金をめぐる争いが続いており、すべての国が財布のひもを緩めすぎることには満足してはおりませんが、EUの枠組みでより大きな財政支援を行い、各国政府が選択するならば、さらに多くの支出を認める方向に向かっていくことは明らかです。我々は、金融政策は引き続き極めて景気刺激的であり、政府による借入ニーズの増大に対する投資家の懸念を軽減するのに役立つと期待しています。

6月と4-6月期は際立ったリターンを生み出しましたが、多くのリスクが存在しています。米国のいくつかの大規模な州で感染率が高まったことや、いくつかの国で感染者数が急激に増加したことで、ロックダウンと景気後退のリス

**図表2**  
対米ドルでの月次為替変動率  
(プラス：上昇、マイナス：下落)



出所：ブルームバーグ 2020年6月30日時点

クが浮上しています。米国の大統領選挙と米中関係は、パンデミックから独立した別の一連の問題を表しています。しかし、前向きな側面としては、ワクチンや治療薬の進歩は、経済及び金融市場にとってポジティブなサプライズを引き起こす可能性があります。検討すべきことは多いものの、我々は、感染率の上昇にもかかわらず、大規模なロックダウンは再導入されないという楽観的な立場を維持しています。

**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	0.66	0		
英国	0.17	-1	-48	-2
ドイツ	-0.45	-1	-111	-1
日本	0.03	+2	-63	+2
オーストラリア	0.87	-2	21	-2
カナダ	0.53	-1	-13	-1
ニュージーランド	0.93	+10	27	+10
(対独国債スプレッド)				
フランス	-0.11	-3	34	-3
ギリシャ	1.21	-31	167	-31
イタリア	1.26	-22	171	-21
ポルトガル	0.48	-3	93	-2
スペイン	0.47	-10	92	-9
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		432	-30
現地通貨建て 債券利回り	4.72	+1		
社債スプレッド			416	-49
ブラジル	5.31	-12	380	-12
コロンビア	5.52	+16	298	+7
ハンガリー	1.53	-2	175	-14
インドネシア	7.23	-21	241	-9
メキシコ	5.97	-30	312	-5
ペルー	4.37	+8	149	-6
フィリピン	4.03	-27	166	-1
ポーランド	0.83	+9	51	-22
ロシア	5.55	+23	211	+11
南アフリカ	10.10	+28	512	-42
トルコ	10.51	-81	596	-46
ベネズエラ	-	-	29615	+3637
クレジット			スプレッド (BPS)	月次 変化 (BPS)
米国投資適格			150	-24
欧州投資適格			149	-19
米国ハイイールド			626	-11
欧州ハイイールド			514	-35
証券化商品				
エージェンシー MBS			109	-8
米国 BBB 格 CMBS			740	-105

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 2020年6月30日時点

上記は2020年7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2020年6月末時点です。

# 債券市場アウトルック

債券に関する我々の見通しは、引き続き前向きからやや強気の範囲となっています。しかし、逆風があります。V字型の景気回復が起こりましたが、横ばいになる可能性が高いです。反発はトレンドではありません。経済的データは、今後も驚くほど良いものではないでしょう（そうなるかもしれませんが、それを信じてはいけません）。バリュエーションは先月よりも難しくなっています。また、改善してきた期待値に比べると、雇用や生産の改善は小幅なものにとどまる可能性が高いです。さらに、多くの面で改善が見られたとしても、いくつかの重要な産業（旅行、余暇、娯楽）は潜在的な水準を大幅に下回るか、閉鎖されたままと考えられます。これにより、利益成長は鈍化します。一方、ポジティブな側面では、人々は資金を持ち、それを使うことを望んでおり、企業は雇用し、生産を増やす、あるいは回復したいと考えています。最後に、感染の第2波が想定を上回る悪影響を及ぼすことや、米中間の緊張（香港、貿易問題）やその他の地域（ロシア、インドと中国の関係）における地政学的ノイズがリスクセンチメントの重しとなっているという、潜在的なリスクを我々は認識しています。

市場は6月と4-6月期には例外的に好調でした。その理由は、より良い経済指標、一部には市場ポジショニングの影響、一部には政策効果、一部にはパンデミック対策の前進への期待でした。これは持続可能でしょうか。持続可能と考えられますが、もっとゆっくりとしたペースだと考えています。最も重要なことは、強固な政策支援が継続し、必要に応じてさらに支援を実施する態勢が整っていることです。政策が「必要なことは何でも行う」モードにあることは疑いの余地がありません。中央銀行が今後数カ月の間に効果的に無制限の支援を提供する能力と意欲を過小評価してはなりません。

これにより、国債利回りは低い水準で安定して推移するはずですが。経済指標の改善、各種給付金の支払い、ウイルス対策の進展（少なくとも米国とブラジル以外）、量的緩和などを背景に、ボラティリティは着実に低下しています。景気やパンデミックの見通しが大幅に改善されれば、長期金利は上昇する可能性があります。しかし、インフレ率が目標を大幅に下回り、例えばFRBが「成果主義」の枠組みに踏み切る可能性が高いとみられます。つまり、政策目標が達成されるまでは政策の引締めを行わないということであり、リスク・プレミアムや金利の抑圧を示唆しています。この見解に対するリスクは、パンデミックを終息させる科学的なブレークスルーです。

私たちはエマージング市場（新興国）の債券に対して引き続き慎重ながらも前向きです。先進国における大規模な政策行動は、新興国債券の強力な下支えとなっています。また、新興国は前例のない金融・財政支援を打ち出し、パンデミックによる悪影響の緩和に貢献しています。新興国にとって異例のことですが、マクロ・ファンダメンタルズが弱い場合であっても、こうした拡張的な

政策措置に対して投資家は各国に罰（例えば、通貨の下落や資金の引き揚げなど）を与えませんでした。現在の正しい政策対応は緩やかであるという点では、幅広いコンセンサスがあるように思われます。4-6月期の上昇を考慮すると、バリュエーション面での魅力は弱まったように見えるものの、リターンは先進国市場、特に先進国市場の政策の傘下にあるセクターのリターンに遅れをとっています。アジア、東欧では経済再開のモメンタムが強いですが。ラテンアメリカは、保健医療政策上、ウイルスへの政策対応が遅かったため、より多くの課題に直面しています。中国の非常に力強い回復も新興国を支えています。新興国金利は既に大きく動いた後である可能性が高いですが、それでも私たちは一部の外貨建て債券と通貨に価値を見出しています。

クレジット市場も引き続き好調です。政策サポートは継続されるべきであり（例えば、FedとECBの買い取り）、経済指標は上昇傾向にあり、新規発行は年前半の記録的なペースに対して減少するはずですが。経済的損失の大半は一時的なものであることが証明されるはずであり、そのようなことは社債の評価において大きなマイナスにはならないでしょう。実際、企業は資産売却、減配、設備投資の削減を通じてリスク削減戦略を実行し続けています。経済が改善するにつれて、私たちは企業業績が大幅に改善されることを期待しています。短期的な損失とより高いレバレッジ水準はあまり重要ではありませんが、優れた事業を差別化することが重要であると考えています。悲観的な経済ニュースやパンデミック関連のニュースがない限り、投資適格債とハイイールド債のスプレッドは今年後半においても縮小すると思われます。最近の上昇相場の後、米国での感染拡大に関する新たな洞察を待っている間に、ある程度の市場の調整があっても驚くにはあたらないでしょう。

6月の証券化商品は、堅調で着実なパフォーマンスを示しました。AAA格のスプレッド縮小を考えると、上値余地は限られているように見えます。しかしながら、我々は、格付けの低いクラス、特にBBB格とBB格は、さらにスプレッドが縮小する余地があると考えています。過去2カ月間では、幾分のスプレッドの回復がみられたものの、格付けの低い証券化商品のスプレッドは、2月の水準をはるかに上回る水準にとどまっており、社債セクターの回復に遅れをとっています。ファンダメンタルズ指標は依然として重要ですが、これまでのところ、パフォーマンスの悪化はほとんどのセクターで非常に緩やかで、予想よりも良好な状態です。一方、エージェンシー MBS のパフォーマンスは依然として低迷しており、相対的な魅力度は劣ると考えています。

上記は2020年7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2020年6月末時点です。



## 当月のレビュー

## アウトルック

先進国債券市場／  
為替

6月は、先進国市場の多くの国が経済の再開の道を歩み続けたことから、資産クラスや地域全体で歴史的な四半期と前半の終わりを迎えました。概して、経済指標は予想以上に良好で、特に景況感などサーベイ関連指標は予想を上回るサプライズを示しました。一部の地域で感染者数の増加が見られましたが、先進国の他の地域では引き続き減少が見られました。重要な例外は、いくつかの米国の大規模州で感染率が高いことです。ただし、ここでも、死亡率が以前の感染爆発期よりもはるかに低い（おそらく感染者が若年層中心であったためと考えられます）との良好なニュースがいくつかありました。

我々は、世界経済及び金融市場の継続的な安定化を支えるため、今後数ヶ月の間、金融政策が緩和的であり続け、先進国市場全体でリスク資産が十分にサポートされることを引き続き期待します。過去数カ月間、積極的な金融緩和を行ってきましたが、現在、ほとんどの中央銀行は、新たな金融緩和策が必要かどうかを見極めるために、公表される経済指標を注視しています。加えて、足元の経済指標は概して予想を上回っていますが、インフレ圧力が非常に弱く、経済は深刻な外生的ショックに見舞われたことから、中央銀行が型にはまらない政策措置を通じて、さらなる緩和に踏み切る用意があると信じる多くの理由があります。

新興国債券市場／  
為替

新興国市場の上昇は6月も継続し、過去最高の四半期の1つとなりました。投資家は、新興国及び先進国市場経済全体で進行中の金融・財政緩和や、国際通貨基金（IMF）による、COVID-19対応の途上国支援策の見直しに勇気づけられました<sup>3</sup>。新興国の米ドル建てソブリン債は、ハイイールド・セクターや、エネルギー価格が消費の増加と成長期待により上昇したことから、エネルギー輸出国が市場の回復を牽引しました。米ドル建て社債はソブリン債に続き、新興国通貨が米ドルに対して下落したため、現地通貨建ての債券は低迷しました<sup>4</sup>。

経済再開の好材料が、数か月前に比べるとバリュエーション面の魅力度が低下していることや、一部の国での感染増加によって一部相殺されているため、当面は新興国債券に対して慎重ながらも前向きな姿勢を維持しています。引き続き、ハイ・イールドの外貨建て債券と為替を中心に、新興国債券にはまだ価値があると考えています。しかしながら、感染の第2波が想定を上回る悪影響を及ぼすことや、米中間の緊張（香港、貿易問題）やその他の地域（ロシア、インドと中国の関係）における地政学的ノイズがリスクセンチメントの重しとなっているという、潜在的なリスクを我々は認識しています。

<sup>3</sup> 出所:Bloomberg 2020年6月30日現在

<sup>4</sup> 出所:JPモルガン 2020年6月30日現在

上記は2020年7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2020年6月末時点です。

## 当月のレビュー

## アウトlook

## クレジット市場

6月の投資適格債のスプレッドは、米欧ともに縮小しました。主要な原動力は、月上旬にかけて、先進国においてロックダウンが解除され始め、経済指標が予想を上回ったことが挙げられます。しかし、米国での感染率の上昇や、米中関係の政治的なニュースと相まって、6月後半には弱含みに転じ、投資家マインドは後退しました。7月からの4-6月期決算を控えて、企業関連のニュースは限定的でした。BBB格債は、高格付け債を上回るパフォーマンスを示しました。国債に対する超過リターンでは、Bloomberg Barclays U.S. Investment Grade(IG)インデックスは国債を1.89%上回る超過リターンを生み出しました。Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Corporate Indexによって測定される欧州投資適格債は、6月に米国市場に劣後したものの、スプレッドは21bpsタイト化し148bpsとなりました<sup>5</sup>。

企業はコロナウイルスに対して現金調達に注力することで対応してきましたが、経済の不確実性を考慮すると合理的な行動と考えられます。その結果、増資、社債発行、配当削減、設備投資の減少などの財務戦略が組み合わされ実施されました。対応はセクターによって異なり、より景気動向の影響を受けやすいセクターではより多くの現金を調達したいと考えています。将来を展望すると、潜在的に低い成長率、低いインフレ率、低い負債コストといった環境の中、企業が最適な資金調達構造をどのように決定するのかが注視されます。

## 証券化商品

6月の証券化クレジット市場は、消費者信用、オフィス担保商業不動産、住宅関連セクターがいずれもスプレッドの縮小に直面し、回復を続けました。しかしながら、米国の経済状況は依然として弱く、全国的な経済再開の動きに伴い改善の兆しが見られるものの、3,000万人以上の人々が失業給付を受給し続けています。

AAA格のスプレッドは現在、コロナ問題を受けたスプレッド拡大から80~90%程度縮小しており、現在の信用状況を考慮すると、AAA格のスプレッドが今後さらに大幅に縮小する可能性は低いと思われます。一方、新規発行額が減少していることや、スプレッド拡大に対しては1,000億ドルのTALF資金が用意されていることを考えれば、スプレッドが大きく拡大する可能性も低いと思われます。一方で、格付けの低いクラス、特にBBB格およびBB格は、さらなるスプレッドの縮小余地があると考えています。過去2カ月間では、いくらかのスプレッドの回復がみられましたが、格付けの低い証券化商品のスプレッドは、2月の水準をはるかに上回る水準にとどまっており、社債セクターの回復に遅れをとっています。ファンダメンタルズ指標は依然として重要であり、市場は失業者の急増による信用悪化の兆候を注視していますが、これまでのところ、ほとんどのセクターでパフォーマンスの悪化は緩やかであり、予想よりも良好な状況で、経済は緩やかに回復の兆しを見せています。

<sup>5</sup> 出所:Bloomberg Barclays 2020年6月30日現在

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

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)**