

## グローバル債券市場レポート

# 恐怖と希望： ソフトランディングかハードランディングか

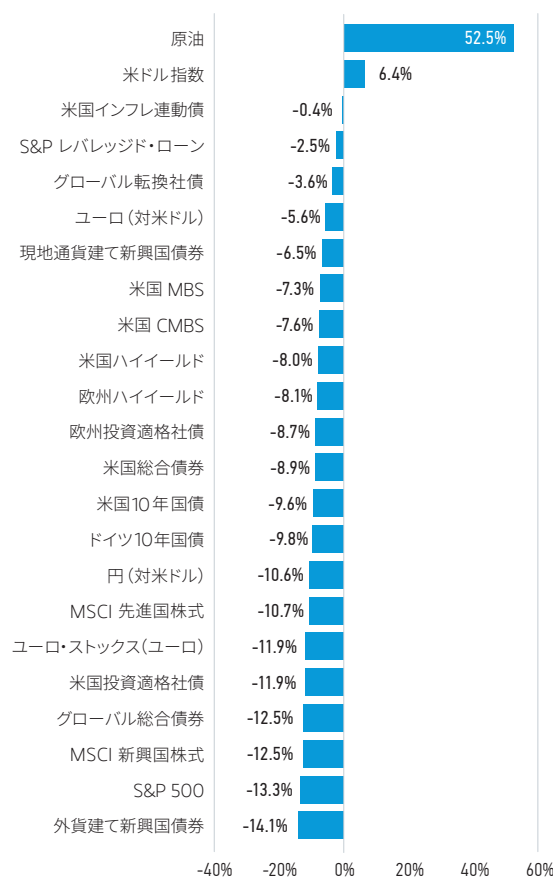
債券 | グローバル債券運用部門 | マクロ・インサイト | 2022年6月

市場は、景気後退とインフレへの懸念の変化を背景に、高いボラティリティに引き続き晒されています。このジェットコースターのような動きによって、金融市場のパフォーマンスは非常に多様なものになりました。米国においては、4月末以降、インフレを受けた金融引き締め懸念が強かったため、利回りの上昇、クレジット・スプレッドの拡大、株価の下落が見られました。しかし、月半ばまでは、景気減速懸念（経済成長に関するネガティブ・サプライズ）が高まる中、米国国債利回りが低下し、利上げ予想が約25 ベーシスポイント(bps)低下した結果、株式相場が回復を見せました。5月末までに、10年米国国債利回りは約9bps低下し、S&P500は月央までに6%下落したものの、月を通してみるとほぼ横ばいとなりました。米国連邦準備制度理事会(FRB)がハト派的になるとの見通しを受けて(成長の懸念を背景に)、米国のイールドカーブはスティープ化しました。

米国外の債券市場の値動きは、それほど穏やかではありませんでした。欧州では、ドイツの10年国債利回りが18bps上昇するなど、金利が大幅な上昇を見せました。金融政策に対するタカ派的な姿勢がある程度弱まった国では債券市場に問題が見られなかった一方、中央銀行がタカ派的な姿勢を維持、強化した国では債券利回りが上昇を続けました。

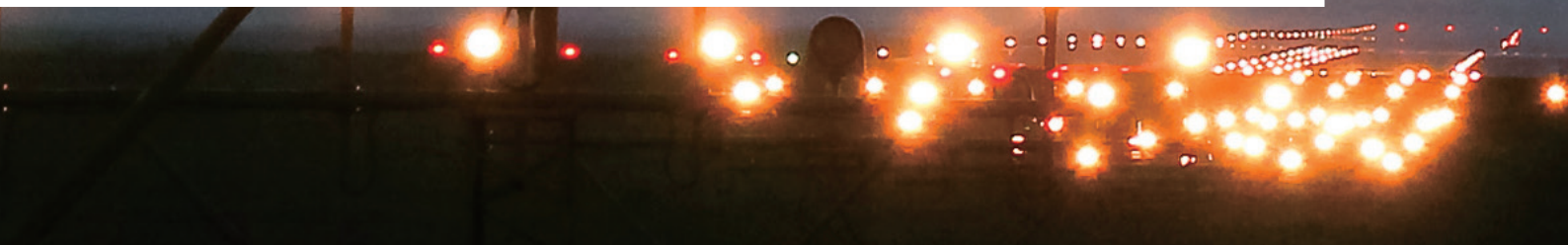
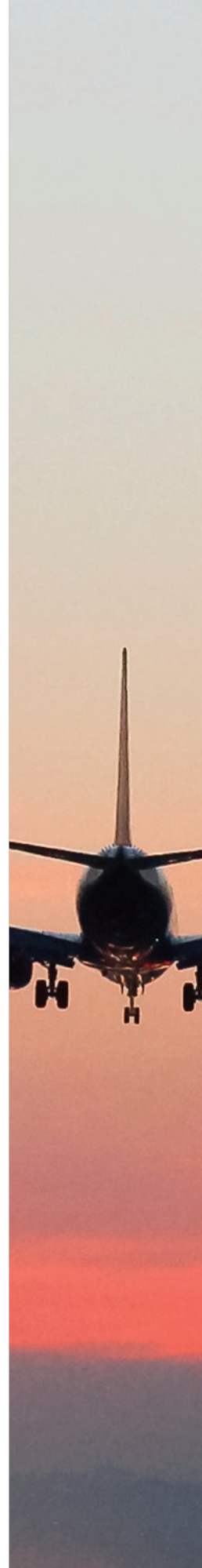
インフレ関連データは、中央銀行が利上げ計画を撤回するのに十分な兆候をほとんど示していません。FRBは、依然として「迅速に」金利水準を正常化することを示唆しています。一方で、例えば欧州中央銀行(ECB)では、理事会メンバーはマイナス金利政策から早期脱却する必要性を訴え続けています。そのため、5月は米国の金利予想が他国と比べて相対的に低下した(利上げ回数見込みが1回減少した)珍しい月となりました。カナダ銀行(中央銀行)は、インフレ率を

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(2022年5月31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。

上記は2022年6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2022年5月末時点です。

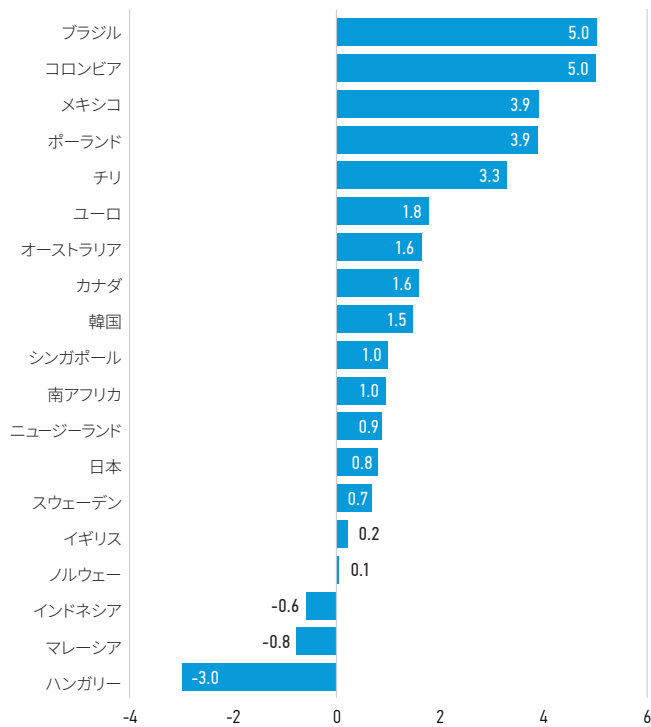


早期に低下させるために「何でもする」必要性について、非常に力強いコメントを発表しました。

インフレ率がピークに達し、景気が減速し、FRBがイールドカーブに織り込まれている以上の利上げを行う可能性が低いとの見方が市場に活気をもたらしました。それは、5月5日に米国国債利回りが3%を超え、経済の状況からかけ離れた水準であると認識された局面で特に顕著でした。5月中旬における米国国債利回りの低下はやや異常であり、この状態が続くとは考えにくいでしょう。5月中旬は、米国国債の名目利回りが低下した一方、実質利回りが上昇し、インフレ期待の低下を示唆する結果となりました。名目利回りを実質利回りは通常、強い正の相関が見られます。また、コモディティ価格（特に原油と食料品）の上昇圧力を考えると、インフレ期待が大きく低下すると考えるのは直感的には難しいでしょう。そのため、10年米国国債利回りの低下が2.75%の水準で止まったことに驚きはありませんでした。

各国の中央銀行に対する相対的な評価によって債券のリターンは異なりました。5月は、米国国債と米ドル建て債券がプラスのリターンを確保したものの、米国以外の債券のリターンは総じてマイナスとなりました。ハイイールド社債は引き続き売り優勢の展開となり、FRBのタカ派的な姿勢が軟化した恩恵をそれほど受けませんでした。実際、短期金利の低下を予想することは債券にとって好材料である一方、実質金利の上昇とインフレ率の低下は格付けの低い発行体にとって好材料ではありません。ユーロ建て社債（IGおよびHY）は、ECBのタカ派的姿勢の強まりや利回りの上昇、インフレ指標の悪化を背景に、低調なパフォーマンスとなりました。5月の新興国債券のリターンは非常にまちまちなものとなりました。外貨建て債券は、スプレッドがクレジット市場ほど縮小しなかったため、アンダーパフォームしました。しかし、FF金利のピーク水準が低下すると楽観的な見方から新興国通貨が上昇した結果、現地通貨建て債券のパフォーマンスは堅調なものとなり、好調なリターンを記録した資産クラスの一つとなりました。コモディティ輸入国が貿易収支の悪化に苦しんでいる一方、コモディティ輸出国は総じて高騰しているコモディティ価格の恩恵を受けているという外部環境がリターンの大きな差別化要因となりました。

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 2022年5月31日時点

上記は2022年6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2022年5月末時点です。

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	2.84	-9		
英国	2.10	+20	-74	+29
ドイツ	1.12	+18	-172	+27
日本	0.24	+1	-260	+10
オーストラリア	3.35	+23	51	+32
カナダ	2.89	+2	5	+11
ニュージーランド	3.61	+101	77	+110
(対独国債スプレッド)				
フランス	1.64	+18	52	-1
ギリシャ	3.58	+24	246	+5
イタリア	3.12	+35	200	+16
ポルトガル	2.26	+24	114	+6
スペイン	2.23	+25	110	+7
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)
<b>米ドル建て債券スプレッド</b>				
社債スプレッド			323	+3
<b>現地通貨建て債券利回り</b>				
ブラジル	12.80	+29	300	-6
コロンビア	10.92	+79	331	-43
ハンガリー	7.09	+15	202	+14
インドネシア	6.95	+4	154	-9
メキシコ	4.20	-27	60	-6
ペルー	8.76	-34	219	-27
フィリピン	7.48	-36	154	-26
ポーランド	6.26	+59	115	-19
ロシア	6.67	+8	11	+4
南アフリカ	10.43	-2	384	-5
トルコ	21.58	+114	584	+70
ベネズエラ	-	-	26059	-4420
クレジット			スプレッド (BPS)	月次変化 (BPS)
米国投資適格			130	-5
欧州投資適格			162	+11
米国ハイイールド			406	+27
欧州ハイイールド			472	+25
証券化商品				
エージェンシー MBS			118	-3
米国 BBB 格 CMBS			377	+39

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 2022年5月31日時点

# 債券市場アウトルック

残念ながら、ボラティリティが落ち着く気配は見えていません。金利市場が弱気な局面の大部分は過ぎ去ったとはいえ、（たとえ低下したとしても）高いインフレ率と利上げが上昇圧力となって、債券利回りを上昇させ続けるでしょう。中央銀行は、イールドカーブに織り込まれている通りの行動を取る可能性が高いでしょう。パウエルFRB議長は、金利の「正常化」を「迅速に」行う必要があると繰り返し述べています。これは、FF金利を2022年中に少なくとも2.5%にまで引き上げることを意味しており、さらに引き上げられるリスクの方が高いです。FRBが金利を2.5-2.75%の水準まで引き上げれば、その後の利上げペースは減速する一方で、利上げは続くと思われます。金利が「正常」な水準をどの程度超えるかはデータに大きく依存しています。つまり、夏の終わりから秋の初めにかけての経済の状況次第でしょう。成長率の鈍化が続けば、労働市場が緩み、賃金の伸びが鈍化します。最も重要なのは、インフレ率が低下していれば、FRBは金融引き締めペースを緩め、経済成長を維持できることです。しかし、これらの条件が整うかどうかは全く不明です。そのため、6月の連邦公開市場委員会（FOMC）でFRBが政策金利のターミナル・レートを引き上げる可能性が高く、市場が容易に混乱しかねないという懸念が残ります。

中央銀行は総じてタカ派的方向性を維持しており、すでに大幅な利上げを実施した国の中央銀行でも同様です。昨年いち早く利上げを実施したニュージーランド準備銀行（中央銀行）は、利上げの減速または終了を発表すると予想されていたものの、「（利上げを）やり過ぎる方が、やり過ぎないよりもリスクが少ない」と述べ、タカ派寄りの姿勢を強めました。欧州でもインフレ率が予想以上に上振れし、経済成長はロシアによるウクライナ侵攻前に予想されていたほど大きな打撃を受けておらず、ECBでも同様の考え方が主流になりつつあります。中央銀行がよりタカ派的なレトリックと行動を取ると予想されています。

中央銀行は理由なく行動しているわけではありません。5月の景況感、労働市場、個人消費に関するデータは回復を見せています。確かに、全米供給管理協会（ISM）のデータなど、予想を下回る結果になったデータもあるものの、堅調な労働市場や力強い所得増加、健全なバランスシート、高い貯蓄を背景にサービスセクターの支出は引き続き堅調に推移しています。経済のファンダメンタルズは非常に堅調であり、インフレ率が大きく低下すると考えるのは困難です。製造業の成長率はピークに達しているものの、サービスセクターは成長余地があります。私たちは、景気後退よりもインフレを警戒しています。

中国がコロナ関連の制限を解除することになれば、供給面での改善を上回る需要拡大効果が見られ、（少なくとも現時点では）世界経済にとってはプラスに働くでしょう。家計と企業のファンダメンタルズは極めて堅調であり、コロナ関連の制限が解除された場合、コモディティ価格は引き続き堅調に推移することが見込まれ、中央銀行がインフレを抑制するのが困難になるでしょう。

社債の見通しはまちまちです。シンプルに考えると、ハードランディングは悪、ソフトランディングは善です。いずれの状況になるのかを見極める必要があるものの、スプレッドは直近のレンジ（米国IG：+120-150bps、米国HY：+350-550bps（やや高い水準））で推移すると思われる。企業が高インフレと供給、原材料価格の問題（そして、もちろん企業の混乱の継続）に対処するため、企業やセクター間のボラティリティは高い状態が続くと思われる。4月と5月におけるスプレッド拡大により、スプレッドは景気後退局面を示す水準（+150bps）に入りました。経済の回復力が高い状況が続いており、利回りの絶対値が上昇していることを考慮すると、スプレッドが拡大し過ぎであることが分かります。一方、企業業績が大幅に改善する可能性は低く、IGのスプレッドは年初の水準と5月のワイドな水準の間のレンジにとどまっています。依然として、キャリアの高い社債を選好しています。また、4月、5月の売り相場の中で、過度に売られた社債が存在しており、個別要因に投資機会があると見ています。

5月の新興国債券は、5月は2つの市場で状況が異なりました。現地通貨建て債券がアウトパフォームした一方で、外貨建て債券が大幅に出遅れました。現地通貨建て債券のリターンは、新興国通貨の堅調なパフォーマンスによって押し上げられました。エネルギー価格、食料品価格の高騰を背景に財政収支及び経済成長が悪化し、外貨建て債券のパフォーマンスは引き続き低迷しました。リスラクチャリングの危機に瀕している新興国も存在し、リスクも残っています。高い原油価格、食料品価格の恩恵を受ける国のリターンは堅調です。市場は国やクレジットによる違いを重視すると見られ、投資価値を見出すには国レベルの分析が不可欠になるでしょう。先進国の中央銀行が現在のタカ派的姿勢を維持し、インフレ率が高い状況が続く間は、新興国債券は軟調に推移する可能性が高いでしょう。米ドル建て債券は非常に投資魅力があるものの、上昇に転じるきっかけとなるような材料が乏しい状況です。

上記は2022年6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2022年5月末時点です。

## 当月のレビュー

## アウトルック

## 先進国市場

先進国国債のリターンは国によってまちまちでした。中央銀行の政策と理事会メンバーのコメントが5月のリターンを左右する結果となりました。FRBがハト派寄りの姿勢を見せたことで米国金利の大半が低下した一方で、ECBやイングランド銀行 (BOE)、オーストラリア準備銀行 (RBA) は驚くほどタカ派的な姿勢を示し、米国外では総じて金利が上昇しました。市場は成長及び景気後退に対する懸念をさらに織り込み始め、リスク資産が売られる展開となりました。その結果、リスク資産と米国債の負の相関が見られ、米国債は安全資産として魅力度が高まりました<sup>1</sup>。

中央銀行は、景気を後退させずにインフレを抑制させるというソフトランディングを実現するために、依然として厳しい舵取りを迫られています。米国の消費者物価指数 (CPI) の若干の低下は、景気がピークを越えたことを示しているかもしれませんが、重要なのは、インフレがいつまで続くか、インフレがどの程度高い状態が続くかでしょう。

## 新興国市場

5月の新興国債券のリターンはまちまちで、現地通貨建て債券指数は通貨高が主な要因となってプラスのリターンとなった一方、外貨建て債券指数は(ソブリン債、社債の両方で) 平均的にスプレッドが拡大したため、低調なパフォーマンスとなりました。新興国債券全体、現地通貨建て債券、外貨建て債券のファンドから引き続き資金流出が見られました<sup>2</sup>。

投資機会のある領域は残っている一方、足元のバリュエーションは投資家にとって十分魅力的な水準になっているように思われます。エネルギー価格及び食料品価格が上昇しているため、先進国市場と新興国市場の両方でインフレ圧力が当面続くと思われるため、FRBによる金融引き締めは大きな懸念材料ではあるものの、市場はそのリスクを適切に織り込んでいるように見えます。この多様なユニバースから投資機会を見出すには国レベルの分析が不可欠になるでしょう。

<sup>1</sup> 出所：ブルームバーグ、2022年5月31日時点。

<sup>2</sup> 出所：ブルームバーグ、2022年5月31日時点。

当月のレビュー

アウトルック

クレジット市場

月の大半は、インフレ率及び金利の上昇、流動性の減少が企業や消費者に与える影響への懸念が継続した結果、リスク・センチメントが悪化しました<sup>3</sup>。

その結果、社債セクターは、アンダーパフォームしました。5月は、投資適格社債の спреッドが若干拡大し、欧州社債は米国社債のパフォーマンスを大きく下回りました。ハイイールド債券市場は、大きな下落を見せましたが、月末には急上昇しました。グローバル転換社債は、5月も下落し、株式と債券の両方のリターンを下回る結果となりました<sup>4</sup>。

バンクローン市場も5月はリターンがマイナスとなりました<sup>5</sup>。

今後は、spreッドがレンジ圏で推移する可能性が高いと見えています。市場は、より魅力的なバリュエーションと堅調な企業業績に下支えされているものの、市場ボラティリティが高い中、需要不足を受けたテクニカル面での悪化やマクロの不透明感がマイナス要因となっています。

ハイイールド債券市場については、慎重な見方をしていきます。ハイイールド債券市場は、今年はボラティリティの高い展開が続いており、ハイイールド債券を取り巻く環境が短期的に大きく好転することを示唆する材料がほとんど見られません。ローン市場の相対的に堅調な信用力には引き続き確信を持っているものの、欧州の地政学面の状況により見通しが不透明になっています。

証券化商品

5月は、景気後退への懸念から、証券化商品のクレジット・spreッドがさらに拡大しました。一方で、政府保証のあるエージェンシー MBSのspreッドはタイト化しました。エージェンシー MBSは5月に反発し、米国債とクレジット資産の両方をアウトパフォームしましたが、量的緩和の終了と量的引き締め開始の可能性を市場が織り込んでいるため、エージェンシー MBSのspreッドは依然としてパンデミック前よりも大幅にワイドな水準にあります。当月の米国のノン・エージェンシー RMBS spreッドは、ほぼすべての住宅セクターでさらに拡大しました。米国のABS spreッドも5月に拡大したものの、クレジット・ファンダメンタルズは引き続き堅調に推移しています<sup>6</sup>。

証券化商品市場は、依然として短いデュレーション、魅力的な利回り、強固なクレジット・ファンダメンタルズという特有の組み合わせを有していると考えています。証券化クレジットに関しては、引き続き良好な見通しを持っており、経済が低迷すれば、今後数年間はセクター配分及び銘柄選択が重要になるでしょう。エージェンシー MBSと金利リスクには慎重な姿勢を維持しています。

<sup>3</sup> 出所：Bloomberg U.S. Corporate High Yield Index、2022年5月31日時点。

<sup>4</sup> 出所：Refinitiv Global Convertibles Focus Index、2022年5月31日時点。

<sup>5</sup> 出所：S&P/LSTA Leveraged Loan Index、2022年5月31日時点。

<sup>6</sup> 出所：ブルームバーグ、2022年5月31日時点。

上記は2022年6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2022年5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)