



債券市場アウトルック2020

リセットから 回復へ

私たちの見解では、2019年は、米国連邦準備制度理事会(FRB)が3回の利下げを行い、設備投資が底を打ち、世界のGDPが減速する、「景気サイクル中盤のリセット」と呼ばれるものでした。

2020年については、FEDが様子見姿勢を維持し、利下げが行われられない可能性が高いことを考慮すると、金利水準が既に低く、投資家が債券をロングとしている状態は、リスクを抱えていると考えられます。好材料は、景気循環セクターが底打ちしつつあるように見えるなかで、研究開発と設備投資が持ち直すことかもしれません。また、今年1年を通じた循環的な回復も背景となり、2020年もFEDが米国経済が好調な状態を維持させることが期待されています。



JIM CARON

グローバル・マクロ戦略責任者
グローバル債券運用部門

2019年：景気サイクル中盤のリセット

経済学のテキストにおいては、経済は拡大、減速、後退、回復、そして拡大に戻るという、予測可能な4つのサイクルで運営されていることが示されています。サイクルのタイミングは市場やセクターによって異なりますが、製造業および消費者信頼感の水準によると、2019年終わりにかけて米国は後退局面にあったことが明らかだと考えられます。製造業の動向は、経済全般の健全性を示唆すると考えられますが、2019年11月のISM製造業景況指数は事前予想を下回る48.1と、後退局面を示す50を下回る水準となりました。同様に、消費者のビジネス・雇用環境判断に基づく現状指数(PSI)も4ヶ月連続で低下しました。

FEDは、2018年に政策金利を4回引き上げた後、2019年に「景気サイクル中盤のリセット」の一環として金利を3回引き下げました。前回の景気サイクル中盤のリセットは1996年でしたが、これは2020年の見通しに繋がるかもしれません。1994年の300bpsの一連の政策金利引き上げの後、FEDは政策を反転させ、1995年から1996年1月まで3回の利下げを行いました。これに際して、FEDは自らの行動を「保険的引き下げ」と呼びました。結果はどうだったのでしょうか。米ドルは下落し、米国債利回りは上昇し、イールドカーブはスティーブ化しました。注目すべきは、世界的に同調した景気回復の中で、循環的に景気は良好だったことが挙げられます。

2020年：循環的な回復

現在の金融環境を踏まえると、2020年にはいくつかの理由から循環的な回復が見込まれています。前述のように、製造業は縮小傾向にあります。底入れの過程にあります。底打ちに際しては混乱が見られる可能性があるものの、2020年には物事

が好転することが予想されます。米国、ECB、日本、中国の各中央銀行の金融政策は、いずれも2019年は緩和的であり、金融政策の効果が实体经济に波及するには6~9ヶ月から12ヶ月かかる傾向があることを考慮すると、2020年の世界経済は昨年の緩和的な金融政策の追い風を受けると考えられます。

2019年にFEDが緩和策を打ち出したことを考慮すると、2020年は経済的なトラウマに直面した場合のみ利下げが選択肢になる以外は、FEDは様子見姿勢となると考えられます。しかし前述したように、米国経済は底打ち感が出てきており、2020年は回復の道りを辿ると考えています。ハイテク関連を含む設備投資、ISM、PMI、生産性は、いずれも改善傾向にあります。在庫は再構築され、製造業部門は消費者部門から緩やかに持ち直すと予想しています。われわれは過度に強気ではありませんが、見通しはネガティブではありません。10年物米国債利回りは、昨年の1.45%を底に、2020年には2.00%、おそらく2.25%まで上昇すると考えています。

潜在的な脅威を抱える 米国・中国貿易戦争

米国／中国の貿易戦争は依然として不安定であり、世界の金融市場は不安定な状況が続いています。トランプ政権は、ディール(交渉戦術?)の成立を急ぐわけではありませんが、2020年序盤までに合意することを想定しています。我々は「様子見」モードを維持していますが、貿易戦争は明らかに世界経済に悪影響を及ぼしています。

魅力的な投資対象

投資適格社債や米国債といったクオリティの高い債券資産は、2019年に格別に好調に推移しました。しかし今後について、既に債券をオーバー・ウェイトとしている投資家は、あまり金利水準に影響を受けづらい

投資対象に目を向ける必要があると考えています。自動車など製造業、化学製品、輸送セクターなどでは、スプレッドがすでに拡大しており、これらの資産の金利変動に対する感応度は低下している可能性があります。また、様子見姿勢のFEDを前提とすると、2020年に金利が目立って上昇するとは予想しておらず、企業収益の回復や信用力の改善を背景に、これらのシングルB格資産が魅力的な投資となるような環境と考えられます。

ハイ・イールド債では、2019年にBB格が好調でしたが、CCC格、特にエネルギー・セクターについては変動の激しい1年となりました。私たちは2020年にはエネルギー・セクターが安定化すると期待しています。関連する点として、エマージング市場は2020年に我々が選好する資産クラスであり、これらの市場の一部は、世界的な成長の改善、米ドルの若干の軟化、魅力的なクーポン水準、エネルギーの安定化によりサポートを受けると考えられます。

まとめ

要約すると、2019年の特徴は、不況(現実化しなかった)に陥ることを回避するために、中央銀行が積極的に利下げを行い、国債の利回りを低下させたことでした。これは保険料に十分見合う「保険」であったかもしれません。一方、この保険により2019年に好調なパフォーマンスとなった金利に敏感な債券セクターは、2020年には緩やかな景気回復でさえも苦戦する可能性があると考えられます。違う言い方をすれば、場違いなまでに、利回りが低過ぎるのにスプレッド水準がタイトな状態となっているということかもしれません。このような環境において、我々は、バリュエーションが魅力的で、景気循環のサポートを受ける資産や、金利感応度の低い資産へのローテーションに投資機会があると考えています。

本書は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で発行したレポートを邦訳したものです。本書と原文(英語版)の内容に相違がある場合には原文が優先します。

本書は情報提供を目的として作成したものであり、法令に基づく開示資料ではありません。本書は信頼できると判断した情報を元に、十分な注意を払い作成しておりますが、その正確性や完全性をお約束するものではありません。本書の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。本書中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。また、特定の銘柄及び市場等全般の推奨や価格の上昇又は下落を示唆するものではありません。

当社の事前の許可無く、本書を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

重要事項

本書は、当社の投資一任契約および投資顧問契約に関する業務に関連して提供されるものであり、特定の金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を目的とするものではありません。また、当社は、本投資戦略によって運用されている金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を行うものではありません。

1. 投資一任契約の概要

投資一任契約は、お客様の資産の運用に関し、お客様があらかじめ運用の基本方針を定めた上で、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断のすべてを当社に一任し、当社がこれをお引き受けするものです。お客様は投資を行うのに必要な権限を当社に委任し、当社は委任された権限を行使するにあたっては、当社の投資判断に基づきこれを行い、お客様は個別の指示を行わないものとします。

2. 元本損失が生ずることとなるおそれ

受託資産の運用には、受託資産に組入れられた株式その他の有価証券等の価格変動リスク、株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク及び株式その他の有価証券等を売却あるいは取得する際に市場に十分な需要や供給がないため、十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる流動性リスク等による影響を受けます。また、外貨建て資産に投資するため為替変動リスクの影響を受けます。受託資産の運用による損益はすべてお客様

に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失が生ずることとなるおそれがあります。

3. 投資一任契約締結に際しての留意事項

受託資産の運用は、個別の受託資産ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、投資一任契約を締結する際には、契約締結前交付書面をよくご覧ください。

4. 受託資産の運用に係る費用について

投資顧問契約及び投資一任契約に係る投資顧問報酬として、契約資産額に対して年率 2.20% (税込) を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じたかかります。また、一部の戦略では、前記の報酬に加えて成功報酬がかかる場合があります。その他の費用として、組み入れ有価証券の売買手数料、先物・オプション取引に要する費用、有価証券の保管費用等を間接的にご負担いただく場合があります。これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なる為、事前に料率、上限額等を示すことができません。

リスクについて

当運用戦略は主に海外の有価証券等を投資対象とするため、当該有価証券の価格の下落により投資元本を割り込むことがあります。また、外貨建ての資産は為替変動による影響も受けます。従ってお客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。投資する可能性のある金融商品等には、価格変動リスク、信用リスク、流動性リスク、為替変動リスク、デリバティブ取引に伴うリスク、カントリーリスク等のリスクを伴います。

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

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