

## グローバル債券市場レポート

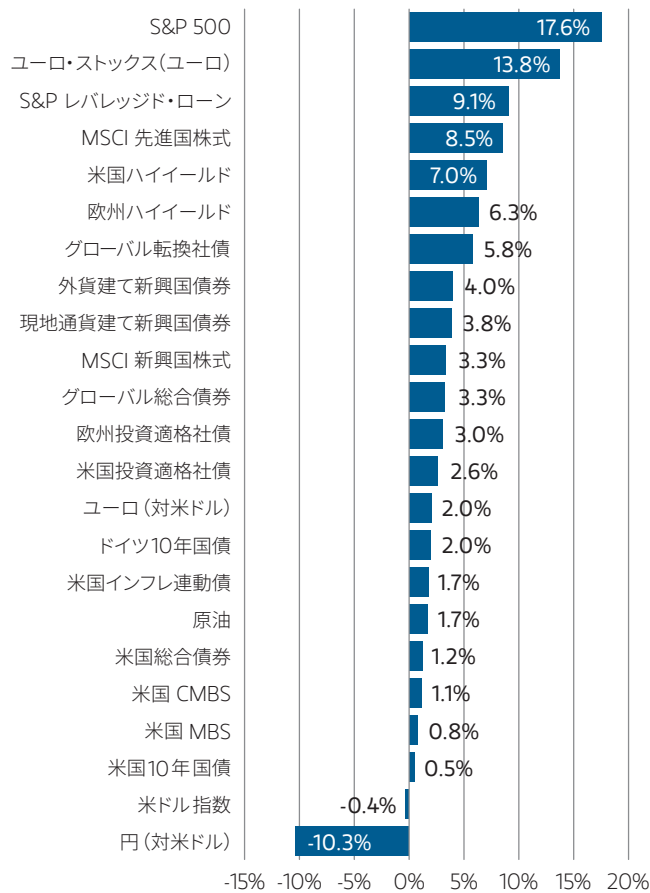
金利は、高止まりが続くものの、  
大幅に上昇することはないでしょう

マクロ・インサイト | ブロード・マーケット・チーム | 2023年9月

8月は世界的に国債利回りが総じて上昇し、先進国および新興国の両市場で、利回りが上昇しました。利下げ時期の予想が後ずれし、長期にわたり金利が高止まりするとの観測が高まる中で、長期ゾーンの利回り上昇幅が短期ゾーンの利回り上昇幅を上回り、先進国市場のイールドカーブはスティーブ化しました。私たちは、依然として利上げサイクルの終了が近いと考えているものの、経済指標が大きく悪化しない限り、国債利回りはレンジ内で推移する可能性が高いと考えています。また新興国市場でも、インフレ動向が以前に予想されていたほど劇的に反転しない中で、国債利回りは上昇しました。

投資適格社債市場は夏場の最初の数カ月に上昇しましたが、その後は上昇の勢いを失いました。欧州および中国の経済指標が予想を下回り、各国中央銀行が経済指標に基づいて政策判断を行うことを再び強調したことから、クレジット・スプレッドは8月に拡大しました。ハイイールド債券市場は異なる動きとなり、ハイイールドの中の低格付け債券が高格付け債券をアウトパフォームしました。これは主に、米国経済が堅調であることや、歴史的に見て低水準のデフォルト率で概ね落ち着いた動きで推移していることを反映したものでした。

米国の証券化クレジット市場は、8月に社債と比較して底堅い展開となりました。証券化クレジット（特に住宅ローン市場）のファンダメンタルズは堅調に推移しました。ハイイールド債券市場で見られた状況と同様に、延滞率が過去と比較して低水準で推移していることから、証券化クレジットのスプレッドは8月に縮小しました。欧州市場では、経済状況が引き続き悪化する中、スプレッドはやや拡大しました。

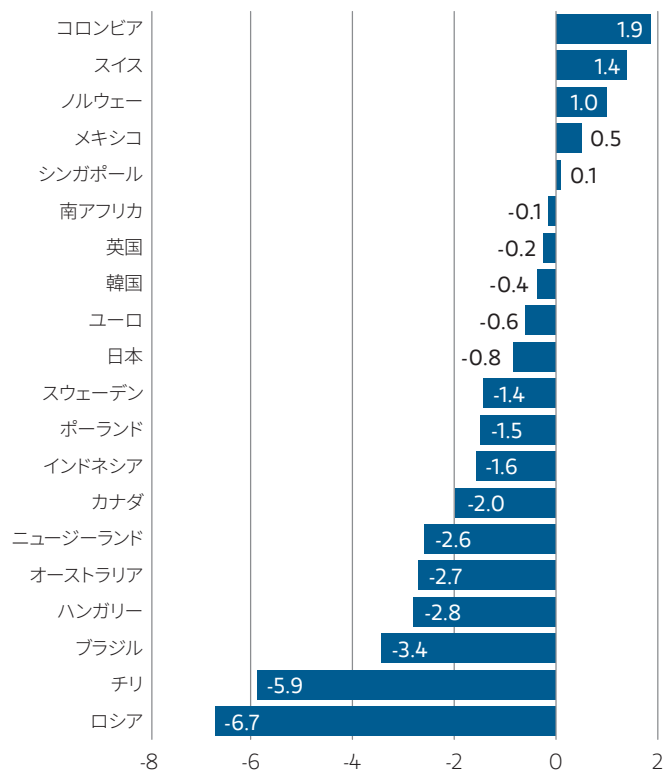
図表1  
資産別年初来リターン

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(2023年8月末時点) 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。

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 2023年8月末時点。

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	4.11	15		
英国	4.36	5	25	-10
ドイツ	2.47	-3	-164	-18
日本	0.65	4	-346	-11
オーストラリア	4.03	-3	-8	-18
カナダ	3.56	6	-54	-9
ニュージーランド	4.87	19	77	4
(対独国債スプレッド)				
フランス	2.98	-4	52	-2
ギリシャ	3.78	2	131	4
イタリア	4.12	2	165	4
ポルトガル	3.19	-3	73	0
スペイン	3.48	-3	102	-1
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			444	-14
社債スプレッド			393	4
現地通貨建て債券利回り	6.89	-23		
(対米国債スプレッド)				
ブラジル	11.17	35	706	21
コロンビア	10.63	46	652	31
ハンガリー	7.02	-26	292	-41
インドネシア	6.36	13	225	-2
マレーシア	3.84	1	-27	-14
メキシコ	9.28	47	517	32
ペルー	6.77	4	266	-11
ポーランド	5.57	15	146	0
南アフリカ	11.71	20	761	5
クレジット			スプレッド (BPS)	月次変化 (BPS)
米国投資適格			118	6
欧州投資適格			155	8
米国ハイイールド			372	5
欧州ハイイールド			441	14
証券化商品				
エージェンシーMBS			169	7
米国BBB格CMBS			804	65

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 2023年8月末時点。

上記は2023年9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2023年8月末時点です。

## 債券市場アウトLOOK

債券市場は、7月に非常に堅調な展開となりましたが、8月にはリターンが小幅のマイナスに転じました。リスク資産は、新興国市場の社債および株式がともにアンダーパフォームした一方で、先進国市場の国債利回りは横ばいで推移、または上昇しました。新たなトレンドが始まったのか、あるいは単純に8月から10月の期間において市場が低迷する例年の季節要因を反映しているのかを判断するには時期尚早であるものの、新たないくつかの明確な動きが表れています。一つ目は、世界経済が大きく二極化していることです。米国経済は力強く拡大し、GDP成長率は前期比で加速しています。7-9月期GDP成長率の現在の見通しは3%前後であり、潜在成長率をはるかに上回り、2022年の水準も大幅に上回っています。これは底堅い水準ではなく、力強い水準であると言えます！一方、欧州と中国は大幅にアンダーパフォームしました。実際に、中国では、不動産セクターの悪化や輸出の低迷が重荷となる中で、デフレ状態に戻っています。欧州では製造業の生産高が非常に低調となり、サービス業の活動も鈍化する中で、景気後退入りが懸念されています。中国とは異なり、欧州のインフレは残念ながら高止まりしています。コロナ禍後の世界経済のユニークな特徴の1つは、米国の経済成長率が最も高く、インフレ率が低い国になっていることです。これは素晴らしいことであるものの、現在の状況が続かない可能性もあります。

このことは、米国国債利回りに対する上昇圧力が残っていることを意味します。米国が景気後退に陥るリスクはさらに先送りされています。重要な見方の1つは、景気後退リスクが残っているものの、今後6カ月間に景気後退に陥る可能性よりも、2024年後半に景気後退に陥るリスクの方がはるかに大きいということです。また、景気後退リスクは、米国経済が底堅く推移し、インフレが高止まりするかどうかによって左右されます。この組み合わせが2024年に入っても持続した場合、米国連邦準備制度理事会（FRB）は政策金利をさらに引き上げるか（これは現在の私たちの見方ではありません）、あるいは2024年のすべての期間にわたり現在の政策金利を維持するか（市場はこのことを織り込んでいません）のいずれかを行う必要があるかもしれません。この場合には、よりハードな着地につながる恐れがあります。私たちは、これをマイルドな景気後退と定義しており、このシナリオの下では失業率が4%半ばまで上昇し、GDP成長率が1%以下に低下すると見えています。このシナリオが実現した場合、金利が高止まりするか、さらに上昇する中で、社債や新興国債券の利回りが上昇し、アンダーパフォームする可能性があります。

米国経済の底堅さにより、米国10年国債利回りは2007年以降で最も高い水準に達しましたが、その後6月のインフレ指標の鈍化を受け、利回りは低下に転じました。しかし、債券市場は危機を脱したわけではありません。9月に発表される8月のインフレ指標はさらに鈍化する可能性があります。私たちはインフレ率がFRBの時間軸で、すぐにあるいは容易に目標水準に戻るとの確信を抱いていません。賃金上昇圧力が残り、労働市場は全体的に依然として逼迫しています。雇用の伸びは2023年に入ってから大幅に鈍化している一方で、雇用者の増加は、安定している失業率に見合う水準を依然として上回っています。また、一時解雇の報道が多くみられているものの、

新規失業保険申請件数は4週連続で減少しています。さらに、賃金交渉は、賃金が5%以上上昇するリスクを引き続き示唆しており、この水準はFRBの心地よいインフレ水準である2%-2.5%に見合っていないように思われます。

経済のソフトランディングの可能性が高まっている中、FRBが政策金利の長期的な想定水準またはターミナル・レート（利上げの最終到達点）を上方修正する可能性が高まっています。足元では、FRBは長期のターミナル・レートが2.5%であるとしています。FRBは9月下旬に会合を開き、政策金利やその他の経済変数の見通しを発表する予定となっています（既に会合は終了しています）。FRBが長期のターミナル・レートの見通しを上方修正するリスクが存在していたものの、たとえインフレ見通しに変化がなかったとしても、上方修正により、利回りに上昇圧力がかかる恐れがあります。（FRBは今回の会合では長期のターミナル・レートの修正はしませんでした。今後修正されるリスクは依然残っています）これにより、米国国債の利回りにさらに上昇圧力がかかる可能性があります。

欧州では、経済が低迷しており、欧州中央銀行（ECB）の中でいわゆるタカ派と呼ばれるメンバーの間でさえも、過度な利上げを懸念する声が高まっていることから、債券の見通しはより良好であるように見えます。私たちは、米国の金利リスクを負うよりも、米ドル以外の金利リスクを負うことを選択しています。特に英国の金利や、ニュージーランドおよびオーストラリアの利回りに投資妙味があるように見えます。

クレジット・セクターでは、私たちの見方に変更はありません。8月はスプレッドがやや拡大したにもかかわらず、市場は引き続きソフトランディング・シナリオを想定しています。年初来で見ると、スプレッドは縮小しており、これまでで最も低い水準近くで推移しています。投資適格級（IGの分野では、非金融セクターの債券やA格の債券がファンダメンタルズに対して割高、もしくはリッチな水準にあると見えています。利回りが高く、金融市場の乱高下を乗り切ることができると思われることから、大型の金融銘柄や、BBB格のコーポレート・ハイブリッド証券を愛好しています。とは言うものの、過度に弱気になる理由は見当たりません。ファンダメンタルズは、マクロ・レベルおよびセクター・レベルの両方で依然として堅調に推移しており、金利のボラティリティは年内にわたり低下する可能性があります。IG社債に関するもう一つの問題は、米国エージェンシー・モーゲージのスプレッドの拡大です。これらのスプレッドは、格付けの高いIG社債対比で魅力的な水準にあり、米国エージェンシー・モーゲージは、多くのIG銘柄の代替の投資先になると考えられます。

ハイイールド債券市場はより不安定です。スプレッドの水準は過去の第4四分位の水準と低い水準にあるものの、利回りは過去の第1四分位の高い水準に位置しています。利回りを追求する投資家は、ハイイールド債券に魅力を感じ、スプレッドに注目する投資家はハイイールド債券にリスクがあるとみています。私たちは選別的になるのが重要であると考えています。金利上昇とリファイナンス・リスクが企業業績と見通しに影響するため、デフォルトと破綻を回避することが最終的には重要です。私たちは、ややポジティブに評価しています。

上記は2023年9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2023年8月末時点です。

私たちは、債券市場において最も魅力的な投資機会を有する資産として、より短期の証券化クレジット（RMBS、ABS、一部のCMBS）を引き続き選好します。とは言うものの、家計のバランスシートがさらに逼迫し、余剰貯蓄が減少していく中で、見通しも徐々に悪化しています。私たちは、格付けの水準を下げているのではなく、目標リターンを達成する上で高格付け発行体における高い利回りを上手く活用しようとしています。住宅価格の値ごろ感は薄れているものの、証券化クレジットの中では依然としてノン・エージェンシー RMBSを選好しています。やや予想外のこととして、米国の住宅市場は底打ちしたように思われ、住宅価格が再び上昇しています。

米国経済に関する最近の良好な指標により、米ドル高が支えられています。米ドルは中期的には脆弱性があるように見えるものの、現時点で他の先進国通貨が高い優位性を有しているわけではありません。欧州や中国における低調な経済成長により、これらの国の通貨や新興国通貨の魅力度が薄れています。最も過小評価されている通貨は、引き続き日本円であるものの、日本の金融政策の動きが遅いことに加え、

依然としてヘッジコストが非常に高いことを考えると、日本の金利が上昇する、もしくは米国の金利が低下し始めるまでは、日本円が上昇するのは困難と思われる。米国と中国で経済パフォーマンスが二極化していることにより、新興国通貨が上昇する能力が損なわれているため、先進国と新興国の両通貨に対する米ドルの見方に関して、私たちはより中立のスタンスに変更しました。同様に、現地通貨建て新興国債券に対する見方を下方修正し、エクスポージャーを削減しました。長期的には、多くの新興国債券は魅力的なように見えますが、今のところ米国の堅調な経済成長、中国の低調な経済成長、および米ドル高により、新興国債券の魅力度が薄れています。

上記は2023年9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2023年8月末時点です。

## 先進国市場

先進国市場の国債は8月にまちまちの動きとなり、個別要因が各国の利回り動向を左右しました。ただし、イールドカーブのステープ化は一貫したテーマとなりました。各国中央銀行の動きや経済指標により、景気サイクルが終盤に差し掛かかっているとの見方が強まりましたが、これらの要因は、長期債利回りが構造的に上昇する可能性があることも示唆したため、ターム・プレミアムが上昇する中で、イールドカーブの長期ゾーンの利回りが上昇しました。結果として、先進国市場全体にわたり、2年国債利回りの動きはまちまちとなりましたが30年国債利回りは全般的に上昇しました。米国では、10年国債利回りが15 ベーシス・ポイント(bps) 上昇しました。パウエルFRB議長はジャクソンホールでの年次経済シンポジウムで、7月の米国連邦公開市場委員会(FOMC)と同じような慎重で、かつバランスの取れたメッセージを繰り返しました。以前と同様に、「2%のインフレ目標を達成するために、さらなる利上げを実施する用意があるが、FRBの姿勢は依然として経済指標次第である」と述べました。ユーロ圏では、経済指標が引き続き景気低迷の兆しを示したことから、債券市場はアウトパフォーマンスしました。8月に金融政策決定会合を開催した中央銀行は、多くありませんでした。オーストラリア準備銀行(RBA)は政策金利を据え置き、ハト派姿勢を維持しました。ニュージーランド準備銀行(RBNZ)は、政策金利を5.5%に据え置きました。予想通り、イングランド中銀(BoE)とノルウェー中銀はともに、政策金利を25bps引き上げました<sup>1</sup>。

全体として、景気後退を伴わずにインフレ率が低下するという「ゴルディロックス」のシナリオは、蓋然性があるように思われます。中央銀行は、労働市場と経済成長関連のデータが底堅く推移し続けている一方で、インフレ率が鈍化していることに安心するでしょう。大半の中央銀行は、インフレが予想以上に根強ければ、タカ派にシフトする姿勢を見せており、完全に経済指標次第の姿勢を見せています。不確実性を考慮すると、金利に対する率直な見解を具体的に示すことは困難です。しかし、中央銀行が利上げサイクルの終焉に近づいている兆候があり、ターム・プレミアムを上昇させる要因(量的引き締め:QT、日本からの売却リスク、インフレ・リスク)があるため、イールドカーブの一部で、私たちはステープナーのポジションに魅力があると引き続き見えています。為替に関しては、8月に米ドルが再び上昇しました。私たちは、特に魅力的な新興国通貨に対して、米ドルは下落すると引き続き考えています。

## 新興国市場

新興国債券は今月、全てのセグメントで売られる展開となりました。ブラジルは予想を上回る50bpsの利下げを実施し、チリや他のラテンアメリカ諸国に続く利下げとなりました。一方、他の新興国は通貨安と高インフレに見舞われました。アルゼンチンでは大統領予備選挙が実施され、極右の自由主義経済学者ハビエル・ミレイが勝利しました。中国最大の民間デベロッパーのひとつであるカンントリー・ガーデンは、米ドル建て債券2銘柄の利払いを履行できませんでした。このイベントは、中国不動産市場の継続的な問題を浮き彫りにしました。ソブリン債と社債の спреッドは、今年の大半で見られた傾向から打って変わって前月比で拡大しました<sup>2</sup>。

私たちは、当該資産クラスに対して慎重ながらも楽観的な見方を維持しています。新興国市場では、経済成長、インフレ、政策の動向が様々であり、こうした違いが一部の地域において拡大しています。特に多くの先進国市場(米国を含む)が追加利上げを継続する可能性を示唆している中で、投資価値を見出す上で、国ごとの格差やクレジット間の格差が依然として重要です。

<sup>1</sup> 出所：ブルームバーグ、2023年8月末時点。

<sup>2</sup> 出所：ブルームバーグ、(EM corporates represented by The JP Morgan CEMBI Broad Diversified Index)、2023年8月末時点。



## クレジット市場

8月の米国投資適格債券 (IG) のスプレッドは、ユーロ圏の投資適格債券のスプレッドをアウトパフォーマンスしました。以下の要因により、クレジット市場は7月の上昇分の一部を失いました。第一に、主要中央銀行が長期にわたり、ベース金利を高水準に維持するとの懸念が強まりました。第二に、特に欧州 (IFOとPMI) や中国の景気先行指標が悪化し、経済成長見通しが低下していることが示唆されました。最後に、8月最終週に供給が増加し、9月に供給がさらに増加する可能性が高まった一方で、夏場の休暇シーズンで需要が引き続き抑制されているため、需給環境が悪化しました<sup>3</sup>。

8月にはリスク資産を取り巻く環境が不安定となったものの、米国および世界のハイイールド債券市場は小幅に上昇しました。発行市場がやや活況を呈し、資金流出が小幅にとどまる中で、ハイイールド債券市場の需給環境は8月にやや悪化しました。ハイイールド債券市場の中で、高ベータ低格付けセクターは引き続きアウトパフォーマンスしました。一方、デュレーションの長い高格付けセクターは金利のボラティリティによる影響を強く受けました<sup>4</sup>。

8月のグローバル転換社債市場は下落し、MSCIのグローバル株価指数は2.96%、Bloomberg Global Aggregate Credit Indexは0.98%、Refinitiv Global Convertibles Focus Indexは2.37%それぞれ下落しました。地域別では、欧州の転換社債市場が最も底堅い展開となった一方、米国やアジアの転換社債市場は軟調に推移しました。マクロ環境が悪化する中で、全てのセクターが下落しました。8月の新規発行は87億米ドルとなり、今年2番目の規模でした<sup>5</sup>。

今後の基本シナリオに大きな変化はなく、クレジットは現在の水準を中心にレンジ相場が続くと予想されます (クレジット・スプレッドは7月末のタイトな水準から拡大に転じました)。クレジットは魅力的なキャリーを提供していますが、スプレッド・デュレーションが大幅なプラス寄与となる可能性は低いと考えられます。

2023年9月に向けて、ハイイールド債券市場に対して慎重な姿勢を維持しています。7月は年初来の安値水準で取引を終えたものの、短期的には、ハイイールド市場では、ここ数カ月の動きの大部分を特徴づけるベータ主導のアウトパフォーマンスをもたらしたようなテクニカル面での一時的なサポート要因から、スプレッドはさらに縮小する可能性があります。

転換社債市場については、楽観的な見方を維持しています。市場では適正価値に近く、額面を下回る水準で取引されており、ボラティリティが低い水準です。

## 証券化商品

証券化クレジットのスプレッドは8月に縮小しましたが、エージェンシー MBSのスプレッドは拡大しました。住宅ローン市場のファンダメンタルズ面での信用状況は、引き続き健全であると考えているものの、景気減速懸念が高まっていることを踏まえると、全てのクレジット資産において、より高いリスク・プレミアムが正当化されることも考えています。証券化商品の利回りは、歴史的に見て高い水準にあり、これらのワイドになっているスプレッドは、現在の市場リスクに対して十分な対価を提供していると考えられます。

多くの資産クラスにおいて、延滞が緩やかに増加しているものの、全体的に見ると、歴史的には低水準にあります。住宅ローン金利が上昇しているにもかかわらず、住宅価格は下落に対する底堅さを示しており、2023年6月の高値からの下落率は1%にとどまります<sup>6</sup>。

米国RMBSでは、ここ数年の住宅価格の大幅な上昇と、将来的な住宅価格下落の可能性から、私たちは2020年以前に組成された経年化したローンを強く選好しています。商業用不動産については、コロナ禍後の世界で引き続きマイナスの影響を受けており、また景気後退の影響を受ける可能性もあるため、オフィスを中心により慎重な見方をしています。しかし、大半の銘柄において、延滞やデフォルトは大幅な水準にはならないと考えています。

<sup>3</sup> 出所：ブルームバーグ・インデックス (U.S Corporate Index、European Aggregate Corporate Index)、2023年8月末時点。

<sup>4</sup> 出所：JPモルガン、Bloomberg US Corporate High Yield Index、2023年8月末時点。

<sup>5</sup> 出所：ブルームバーグ、Refinitiv Global Convertibles Focus Index、2023年8月末時点。

<sup>6</sup> 出所：ブルームバーグ、2023年8月末時点。

上記は2023年9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2023年8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)