

グローバル債券市場レポート

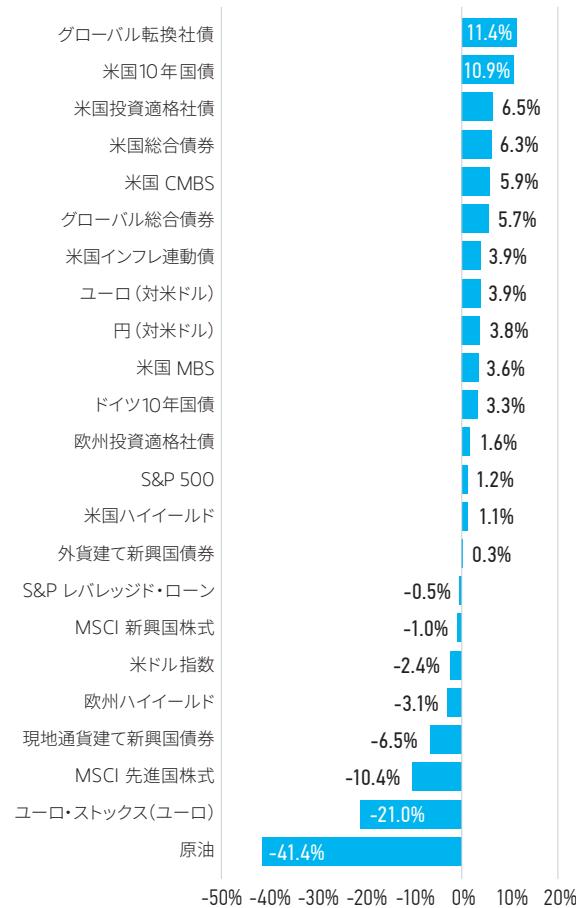
ウェーブの大きさはどの程度か？

債券 | 債券運用部門 | マクロ・インサイト | 2020年11月

10月は珍しい月でした。ウェーブがあらゆる方向から発生し、金融市場は、すべてのシナリオを理解し、それらに対応するのに苦労していました。米国では債券利回りは大幅に上昇しましたが、その他のほとんどの国では低下しました。実際に、米国債の利回りは2018年9月以降、1ヶ月間で最も大きく上昇しました。これは珍しいことです。先進国全体の国債の利回りは通常同じ方向に動き、この10月のように大きく異なる方向で動くのは稀です。これは、ブルーウェーブ（大統領および上下院の過半数がすべて民主党になること）の可能性が著しく高まったこと、そしてCOVID-19のウェーブが特に欧州に大打撃を与えたという2つの理由によって起こったと考えられます。米国経済は、これら2つの要因をネットで見て、ポジティブな影響を受けると考えられましたが、一方、欧州の経済見通しは鈍化しました。それほど驚くことではありませんが、株式市場が低迷したにもかかわらず、米国の大規模な財政パッケージ（ブルーウェーブ・シナリオ）と、FRBが引き続き揺るぎない緩和スタンスをとるという信頼を背景に、クレジットおよびモーゲージ市場のスプレッドは縮小しました。一方、キャピタルゲイン増税や規制強化の懸念が株式市場に打撃を与えました。欧州では、COVID-19の影響は、経済成長とインフレの両面で明らかにネガティブでした。

米国選挙における不確実性が終焉しそうであるにもかかわらず、経済と債券市場には2つの大きなリスクが残っています。1つ目は、2021年の積極的な財政刺激策の可能性が低下したことです。多少は実施されるでしょうが、それは経済成長を力強く維持するには十分なものでしょうか。財政政策は、予定された景気刺激策（ブルーウェーブ・シナリオに基づく景気刺激策ではありません）があるにせよ、来年はネットで引き締めに転じる可能性が高いです。これは、財政政策の引き締めが時期尚早で、成長、雇用、インフレの回復を弱める最近の景気循環のパターンの繰り

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10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。

返しになる可能性があります。大惨事とはならないでしょうが、素晴らしい結果を生むこともないでしょう。2つ目は、COVID-19感染の新たなウェーブによるロックダウンや制限の延長です。リスクは、北半球が冬に向かいつつあり、感染者数の増加の勢いがこれから更に増すことで、欧州のロックダウンや制限が短期間で終わることに加えて、被害が大きくならないことを願っています。米国における制限はすべて地域レベルのもので、経済に大きなダメージを与えるものではなく、医療制度がしっかりと機能を果たすものと私たちは引き続き考えています。

良いニュースは、金融政策当局の姿勢が変わっていないことです。Fedは比較的動きが穏やかになりましたが(9月の大きなニュースと11月の選挙を踏まえれば驚くことではありません)、他の中央銀行は積極的に対応してきました。実際、「緩和」を率先していたFedから、リーダーシップは別の場所に移っています。ECBは12月に景気刺激策を追加すると予想され、イングランド銀行は11月に量的緩和プログラムを拡大し、オーストラリア準備銀行は金利目標を引き下げ、量的緩和を大幅に拡大しました。これらの安全装置としての金融政策は、経済指標が何らかの理由で失望的なものであり、インフレが弱く、米国の財政政策が2021年にかけて非常に積極的な軌道に乗る可能性が低い場合にのみ追加されるでしょう。そして、Fedも政府と歩調を合わせ、緩和度をさらに高めるでしょう。もちろん、健康リスクを大幅に軽減し、経済の正常な状態への回帰を加速させることのできる、より優れた治療法やワクチンを計算に入れることはできません。

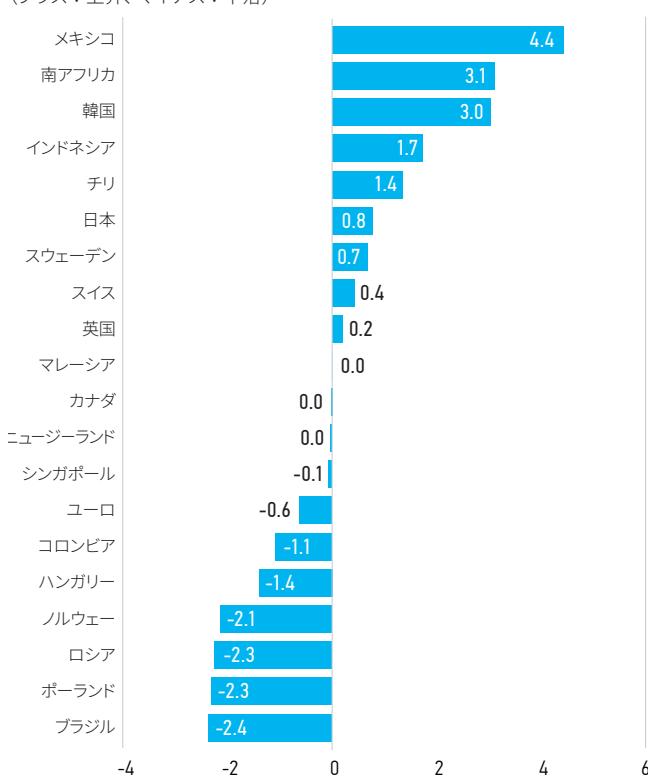
私たちはポートフォリオのリスク・ポジションを適度にロングにしていることに満足しています。2021年に向けては、経済指標が引き続き予想

以上に良好であることや、COVID-19によるロックダウンが緩やかに行われると想定されることから、経済は依然として改善に向かうと思われます。私たちは引き続き、リスクの高い債券がアウトパフォームし、国債利回りが横ばいで推移するような状況から恩恵を受けるようにポジションを取っています。

**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	0.87	+19		
英国	0.26	+3	-61	-16
ドイツ	-0.63	-11	-150	-29
日本	0.04	+3	-83	-16
オーストラリア	0.83	+4	-5	-15
カナダ	0.66	+10	-21	-9
ニュージーランド	0.53	+3	-34	-16
(対独国債スプレッド)				
フランス	-0.34	-10	28	0
ギリシャ	0.95	-8	158	+3
イタリア	0.76	-11	139	0
ポルトガル	0.11	-16	73	-5
スペイン	0.14	-11	76	-1
現地通貨建て 債券利回り (%)				
新興国債券				
米ドル建て 債券スプレッド			383	-17
現地通貨建て 債券利回り	4.76	+15		
社債スプレッド			351	-27
ブラジル	6.49	+43	318	-25
コロンビア	5.39	+18	248	-18
ハンガリー	1.77	-4	106	-17
インドネシア	6.62	-27	190	-19
メキシコ	6.20	+15	253	-26
ペルー	4.12	-11	116	-19
フィリピン	3.59	0	129	-15
ポーランド	0.62	-13	16	-10
ロシア	5.79	-6	197	-10
南アフリカ	10.24	-1	451	-64
トルコ	14.27	+144	638	+9
ベネズエラ	—	—	18894	-2496
クレジット スプレッド (BPS)				
米国投資適格			125	-11
欧州投資適格			116	-3
米国ハイイールド			509	-8
欧州ハイイールド			471	+14
証券化商品				
エージェンシー MBS			78	-14
米国 BBB 格 CMBS			576	-25
ポジティブ ニュートラル ネガティブ				

**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 2020年10月31日時点

上記は2020年11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10月末時点です。

出所:ブルームバーグ、JPモルガン 2020年10月31日時点

債券市場アウトルック

米国の選挙は行われましたが、終わってはいません。現時点では、ホワイトハウスと下院は民主党、上院は共和党（おそらく）といった分裂した政府が予想されます。実際には来年1月のジョージア州の上院選挙結果が判明するまではわからないかもしれません、金融市場はブルー・ウェーブが起きず、ねじれ議会となることを望んでいるように思われます。しかし、COVID-19の第2波が到来し、激化しました。新規感染者数は急速に増加し、世界的に過去最多を更新しており、入院期間や死亡率は過去の最高値を大幅に下回る水準にとどまっているものの、再び上昇しています。このため、いま起こりそうもないブルー・ウェーブがもたらそうとしているもの、すなわち大規模な財政刺激策が必要になるかもしれません。繰り返しになりますが、この見通しはパンデミックの過程と政策当局の対応に影響されます。

経済的リスクが高まっています。米国における財政政策は、これまで議会とホワイト・ハウスの交渉下にあったパッケージほど大きなものにはならないとみられます。政策の停滞もあり得ます。しかし、これらのリスクはまだ管理可能なように見えます。第1に、米国は少なくとも現在のところ、ロックダウンしていません。そして、より厳格なロックダウンが必要になれば、別の大きな超党派財政支援策のきっかけになる可能性が高いでしょう。第2に、ワクチンは近いうちに承認される可能性が高まり、2021年以降の経済見通しを大幅に改善すると見られています。第3に、欧州の景気低迷が他の世界に大きな影響を与える可能性は低いです。この景気低迷はサービスセクター主導で、ホリデーシーズン前には一段落すると見られるため、比較的の短期間で済む可能性が高いです。第4に、ウイルスや経済見通しに関して、アジアは非常に良い位置にあることを念頭に置かなければなりません。特に中国は、来年初めまでに「平常運転」に戻る可能性が高まっているようです。これは、世界経済を下支えし、欧州の景気後退の影響をさらに軽減するのに役立つでしょう。もう1つの良いニュースは、南半球が健康リスクを減らすはずの夏に入りつつ

あることです。これは特にラテンアメリカの助けになるはずです。すでにブラジル、チリ、ペルーでウイルスの感染例は減少傾向にあります。もちろん、欧米で実施されているロックダウンと同様のものが、米国や他の国・地域で起きるという大きなリスクも見逃せません。

米国選挙をめぐるあらゆるノイズや、COVID-19の感染者数の増加にもかかわらず、私たちは依然として中期的に前向きな姿勢を保っており、投資見通しを変更していません。10-12ヶ月期の経済成長は予想より弱くなるとみられますが、2021年にはより大きな反発が予想されます。クレジット市場とエマージング市場に対してある程度強気のポジションは、金利リスクに対する相当のニュートラルバイアス（最も緩和的な金融政策をとっている国、あるいは緩和することに最もコミットしている国を選好）があれば、賢明な策だと考えています。特に新興国市場は、COVID-19の第2波を経験していないため（第1波がまだ終了していないということが）、今後数カ月はアウトパフォームする可能性があります。中国と季節性は好ましい状況です。民主党政権は、勝利が確定すれば、より国際性が高く、反グローバル主義者にはならないでしょう。

この見通しは、金融政策が世界的に緩和の軌道をたどり続け（パンデミックはインフレよりもデフレ的）、流動性を潤沢に維持し、国債利回りを低く抑え、そして財政政策当局者は、一段と緩和を続けるであろうという考え方に基づいています。ただし、COVID-19の動向に対し、断固とした行動をとることである程度の悪いニュースを伴うかもしれません。さらに、パンデミックのセクター別の影響の大きさによって、さらなる大きな財政支援の必要性が強く生じています。私たちは資産選択において依然として選別的であり、クレジット、証券化、ソブリン市場のすべてにおいて、「非常に高いクオリティだが低利回りなもの」と「非常に低いクオリティだが高利回りなもの」というリスク分布の両極端を避けるよう引き続き努めています。

上記は2020年11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10月末時点です。

当月のレビュー

アウトロック

先進国債券市場／為替

10月は、米国の大統領選挙が近づくにつれ、市場は「様子見の様相」を呈し、コロナウイルスに関しては世界中で持ち直しの動きが見られました。欧州では感染者数の急増に対処するため、いくつかの国で厳格なロックダウンが再開されました。国債利回りは、米国、オーストラリア、カナダ、ニュージーランドで上昇し、欧州では概ね低下しました。10年米国債利回りは19bp上昇し、2018年9月以来、最大の上昇となりました。

経済が落ち込むリスクが依然として高く、インフレの状況が追加緩和を阻害する要因とはならない、あるいは、あまりにも低いために、中央銀行が緩和を余儀なくされると考えられることから、中央銀行は緩和策をさらに拡大すると予想します。このため、国債利回りは、各国の経済状況にばらつきがあるため多少の差異は生じる可能性があるものの、引き続き低水準にとどまると考えます。2020年に見られたのは、企業や個人の長期にわたるクレジット毀損リスクを軽減するための、支払能力を支援する政策でした。クレジットの毀損によって、強固で迅速な回復の可能性が低下するため、最初に対処する必要がありました。2021年は景気刺激策と回復の年になるでしょう。不透明なのは、景気刺激策が誰によって、どのように適用されるのかという点です。

新興国債券市場／為替

市場に対する金融・財政支援の期待継続、米国選挙が市場に好意的な結果となることへの期待、および7-9月期の企業収益が予想を上回ったことを背景に、10月はリスク選好が戻ってきました。広く市場を見渡してみると、10月に債券が最も好調だったのはベネズエラ、コートジボワール、ケニア、ガーナ、ベリーズで、最も低調だったのはスリランカ、アルゼンチン、スリナム、ザンビア、レバノン、コスタリカでした。企業のセクター別では、紙・パルプ、金属・鉱業、資本財、不動産が市場を牽引し、石油・ガス、輸送、消費関連、インフラも市場を上回りました。

私たちは、世界的な金融支援の継続とさらなる緩和的な財政政策の見通しを背景に、短期的には新興国債券について引き続き慎重ながらも楽観的な見方を維持しています。今後数週間、米大統領選は資産のパフォーマンスを決定する上で大きな役割を果たすでしょう。しかし、欧州の数力国で実施されているようなロックダウン措置の厳格化や、米国などで同様の措置が発表される可能性が高まったことで、新興国資産に対する私たちの比較的前向きな見方を修正する可能性があります。

上記は2020年11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10月末時点です。

当月のレビュー

アウトロック

クレジット市場

10月、スプレッドは縮小しました。主な原動力は、ECBのコメントに示されているように、金融・財政面での市場支援に対する期待が続いていること、米国選挙でのバイデン氏勝利への期待および「ブルー・ウェーブ」の可能性があること、7-9月期の企業決算が悲観的だった市場予想を上回ったこと、そして投資適格社債に対する需要が、供給が減速した1ヵ月間にも引き続き旺盛であった(ECBによるQE購入を含む)ことです。

証券化商品

10月の米国エージェンシー MBS (モーゲージ担保証券) のパフォーマンスは好調で、証券化商品のクレジット・スプレッドは引き続き縮小しました。10月に住宅ローン金利が再び過去最低水準をつけたことから、モーゲージの期限前返済の速度は鈍化の兆しを示しませんでした。米国のABS (資産担保証券) のスプレッドは、概ね横ばいまたは縮小しました。米国のCMBS (商業用不動産担保証券) のスプレッドは、さらに5-10bp縮小しました。欧州のRMBS (住宅ローン担保証券) のスプレッドは概ね横ばいとなりましたが、COVID-19以前の水準までほぼ完全に回復しています。

市場の先行きを展望すると、今年の残りの期間は、最新のニュースによって方向づけられた流動性の低下が特徴となっています。私たちの基本シナリオとしては、コロナウイルスは一時的なものであり、金融政策はクレジット・リスクをサポートするものだというコンセンサスに沿ったものとなります。全体として、2021年にかけて金融・財政による景気刺激策は引き続き十分に実施され、中期的にスプレッドを縮小させる可能性が高いと考えています。

エージェンシー MBS は現在、わずかに割高に見えますが、予想されるFRBの買い入れを考慮すれば、相対的に安全な場所であり続けるでしょう。最近発行されたノン・エージェンシー MBS は割高に見えますが、それ以外のRMBSには魅力的な投資機会が存在します。米国の住宅市場は安定的に推移し、ノン・エージェンシー RMBS はクレジットの観点から比較的好調なパフォーマンスが続くと予想しています。また、自動車ローン、クレジットカード、消費者ローンは、引き続き比較的好調に推移すると考えています。景気刺激策の一部が延長されない場合、またはさらなる経済の停止が生じた場合、延滞率が上昇する可能性があります。景気回復局面では、航空機や小規模ビジネス向けローンのABSには大きな上昇余地があります。マルチファミリー、オフィス、物流施設のCMBSは依然として明るい見通しですが、大都市の物件には懸念を抱いています。ホテルやショッピングセンターのCMBSは、引き続き下落圧力が非常に強いとみられます。欧州市場は米国と同様にセクター別パフォーマンスの大きなばらつきを経験していますが、ECBによる1兆3,500億ユーロのPEPP (パンデミック緊急資産購入プログラム) によって十分に支えられる状況が続くと考えています。

上記は2020年11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10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るものではなく、また商品を推奨するものではありません。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、当資料に示す見解は、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

大手町ファイナンシャルシティ 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