

# 債券市場アウトルック

マクロ・インサイト | ブロード・マーケット・チーム | 2024年6月

※本資料は、“Global Fixed Income Bulletin”の“Fixed Income Outlook”部分の参考和訳です。日本語版と英語版に齟齬がある場合には、英語版の内容を優先します。

## 5月のレビュー

- ✓ 米ドル建て債券は5月に堅調な展開となりましたが、それ以外の債券はそれほど堅調ではありませんでした。米国では、1-3月期においてはインフレ率が予想を上回り、個人消費などの需要が旺盛であったものの、5月は予想を下回る指標の発表が相次いだことなどから、新たなトレンドに入ったという見方、すなわち、「ノーランディング（経済が減速せず、安定成長を続ける状態）」や「年内利下げなし」というシナリオが台頭することなく、米国債は上昇（利回りは低下）しました。米国経済は昨年7-9月期にはピークアウトし、それ以降は減速傾向を示していたため、「ノーランディング」シナリオが後退したことは、それほど意外なことではありません。投資家や政策当局者の間では、経済と労働市場の減速がどこまで進むのかという点に大きな注目が集まっています。「ノーランディング」シナリオの懸念が後退する一方で、「ソフトランディング」の楽観論が再び浮上しました。こうした中で、利下げが実施され、インフレ率が鈍化し、潜在成長率並みの経済成長が続くとの期待が高まりました。

## 先進国市場アウトルック

- ✓ 2カ月前と比べて、中央銀行の利下げ実施シナリオの確率が高まっているように思われます。実際に、スウェーデンやスイスの中央銀行はすでに利下げを開始しており、最近ではカナダ中央銀行や欧州中央銀行も利下げに踏み切っています。各国中央銀行は利下げに積極的な姿勢を示しており、インフレ率が低下していることや、インフレ期待が更に低下していることなどを利下げの根拠として挙げています。一方で主要中央銀行の中では、米国連邦準備制度理事会（FRB）が利下げに対して最も慎重な姿勢を示していますが、これにはそれなりの理由があると考えられます。
- ✓ 米国の成長率が高水準を維持し、インフレが高止まりしている（FRBのインフレ目標を上回っている）にもかかわらず、債券投資家はFRBが年内に利下げに踏み切るとの楽観的な見方をしています。債券市場が織り込む米国の年内の利下げ回数は最大2回で、これまでの1回未満から増加しました。

- ✓ 仮にインフレ率がさらに低下し、労働市場の軟化が続いた場合、債券市場が織り込んでいる2回の利下げは妥当な水準であると考えられます。一方、米国政府の経済統計データや、サービス・インフレの高止まりなどを踏まえると、FRBの利下げが間近に迫っているとは考えられません。サービス・セクターの経済指標を見る限り、米国経済が大幅に減速しているとは考えられません。また、クレジットの不均衡が生じていないため、FRBが早期に利下げに踏み切る可能性は低いと見られます。いずれ利下げが実施されると考えられますが、今はその時期ではないと言えるでしょう。
- ✓ 米国で利下げが先送りされていることや、(米国や他国の)金融緩和のペースが明確ではないこと、短期金利が長期金利を上回る逆イールドが続いていることなどから、長期債の投資妙味が薄れていきます。米国10年債利回りは4.25%前後の水準で推移しており、雇用統計などの経済指標が大幅に悪化しない限り、米国10年債利回りがこの水準からさらに低下する可能性は低いと考えられます。さらに、米国10年物価連動国債(TIPS)の実質利回りが約1.9%~2.0%の水準を上抜ける可能性は低いと見込んでいます。米国10年債利回りが、2024年の最高水準(約4.7%)まで再び上昇する可能性は低いと考えられるものの、米国債に対して強気に転じるのは時期尚早であると言えます。また、主要国の国債利回りも米国に追随して低下していますが、主要国の国債に関しても強気に転じるのは時期尚早であると思われる。

### クレジット市場アウトック

- ✓ 5月の株式市場は不安定に推移しましたが、クレジット市場はその影響をそれほど受けず、底堅い展開となりました。歴史的に見ると、ほとんどのアセットクラスのクレジット・スプレッドはタイトな水準にありますが、ファンダメンタルズを踏まえるとこのスプレッド水準は割高ではないと考えられます。私たちはスプレッドがここから大幅に縮小するとは予想していませんが、一方でスプレッドが拡大するとも考える理由も見当たりません。実際に、ファンダメンタルズは依然として健全であり、マクロ経済情勢も良好であるため、これらはスプレッドの支援材料になると見込まれます。利回りを求める投資家からの買いの動きが続く中で、スプレッドの拡大が抑えられることが予想されます。クレジットのポジションについては、ニュートラルからややオーバーウェイトとすることが依然として望ましいように思われます。私たちはオールイン利回りの水準と、それが社債の需要に及ぼす影響を注視しています。社債の利回りがさらに低下すれば、社債に対する投資需要も低下し始めるため、結果としてクレジット・スプレッドが拡大する可能性があります。しかし、このことは単なるリスクシナリオに過ぎず、必ずしもそうなるとは限りません。実際に、米国経済は引き続き堅調に推移しており、世界経済も上向き基調にあります。ポートフォリオでは、引き続きクレジットをオーバーウェイトとしつつ、広範なマクロ要因によるスプレッド拡大のリスクよりも、個別企業のリスクを注視しています。

### 新興国市場アウトック

- ✓ 5月、現地通貨建て新興国債券市場は、様々な要因が相互に影響し合う中でまちまちの展開となりました。新興国の中央銀行は先進国に先んじて利下げを行ってきましたが、状況は変化しています。ほとんどの新興国の中央銀行は利下げを停止しているか、または利下げペースを落としています。新興国のインフレ率が先進国よりも速いペースで低下するかどうかは、不透明です。また、新興国の中央銀行が積極的に利下げを行うかどうか不明です。とは言いつつ、先進国の中央銀行の利下げ開始時期が後ずれしたため、世界経済の環境は新興国にとって好ましいものとなりました。これにより、金利の高い通貨を買って、金利の低い通貨を売るキャリートレードが復活する可能性があります。私たちはこうした見方に同意するものの、各国固有のリスクには引き続き注意が必要です。例えば、メキシコ、インド、南アフリカでは、最近の選挙によって政治的不透明感が高まりました。私たちのポ

ートフォリオでは、ラテンアメリカの金利エクスポージャーの配分を減らす一方で、米ドル建ておよびユーロ建てのクレジットへの配分を増やしました。

### 証券化商品アウトトラック

- ✓ 堅調な世界経済や、先進国の中央銀行の利下げによる影響、米国の利下げのタイミングなどを考慮すると、住宅ローン担保証券（RMBS）、資産担保証券（ABS）、一部の商業用不動産担保証券（CMBS、除くオフィス関連）など、より高い利回りと健全な担保を有する、より短期の証券化クレジットに高い投資妙味があると見ています。米国の家計全体の中でも特に高い信用力を持つ米国の家計は、非常に健全なバランスシートを有しています。住宅価格が底堅く推移している中で、このことは引き続き消費者関連のクレジットや、これに関連する証券化商品のサポート材料になると見込まれます。米国エージェンシーRMBSは、少なくとも高クーポン債については、投資適格社債と比較して投資魅力度を有していると考えられ、米国債をアウトパフォーマンスすると見込まれます。

### 為替市場アウトトラック

- ✓ 為替市場では、米ドルの先行きが依然として不透明な状況です。各国中央銀行がFRBに先んじて利下げに踏み切っていることは米ドルの支援材料になると考えられますが、これまでのところそうはなっていません。世界経済の見通しは（低い水準からのスタートとなるものの）米国経済の見通しよりも良好となっています。これまでは、米国は他の地域よりも経済が優位な状況にありましたが、そうした状況は変化しつつあります。米国経済の優位性が弱まると判断するには時期尚早ですが、その方向に向かいつつあると考えられます。各国固有のリスクが低下するに従い、為替市場ではキャリートレードが復活する可能性があります。これらの状況のため、米ドルを大幅にオーバーウェイトまたはアンダーウェイトすることが合理的であるとは考えていません。米ドル以外の通貨（ラテンアメリカの新興国通貨など）は投資妙味が高いと考えています。一方、カナダ経済は減速しており、中央銀行が利下げに踏み切ったため、カナダドルは下落圧力にさらされる可能性があります。

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の一部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