

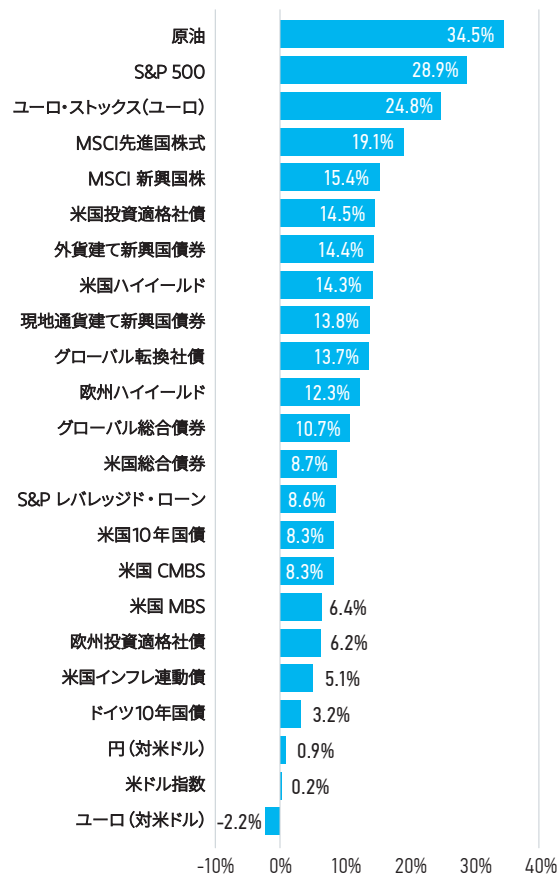
グローバル債券市場レポート

再び高値の日々を送っているが…
いつまで続くのだろうか

債券 | 債券運用部門 | マクロ・インサイト | 2020年1月

12月は目覚ましい年の終わりを告げることになった。金融市場が回復するにつれ、世界の問題は後退したように見えた。経済指標の改善（より重要なのは景気回復への期待）と貿易摩擦の緩和を受けて、国債利回りは4ヶ月連続で上昇を続け、社債（ハイイールド債と投資適格債のどちらも）は、多くのエマージング債と同様に、スプレッドの大幅な縮小を経験した。米ドルは、貿易加重ベースでも、ほとんどの通貨に対しても大幅に下落した。ハイイールド債のパフォーマンスは特に顕著で、このサイクルでは月間3位の優れたパフォーマンスとなった。最も印象的だったのは、過去の出遅れ銘柄、CCC格債、エネルギーセクターのパフォーマンスで、いずれも前月比5%超のリターンを記録した。このうち、12月の流動性不足による一時的なものがどの程度だったのか、また、新たなトレンドの始まりがどの程度だったのかは、まだ分からない。

投資家は、このクリスマスプレゼントが2020年にも繰り返されると期待してはならない。楽観主義の高まりと指標の改善、貿易戦争への懸念はピークに達したようだ。そして最も重要なことは、2019年にみられた金融緩和が繰り返されることはないだろうということだ。実際、2020年のリスクの一つは、インフレ率の驚異的な上昇かもしれない。さらに、中東での緊張の再燃、トランプ大統領の弾劾、特に米国における企業の景況感悪化、米中貿易問題など、リスクイベントはまだ残っている。これらの問題が世界経済の方向性を変える可能性が高いとは考えていないが、現在の資産価格を考慮すると、短期的には金融市場が大幅に上昇することもないだろう。投資機会の余地を活用し、過大評価されているセクター／国を避けるためには、銘柄選択に焦点を当てるのが最も重要であることに変わりはない。

図表1
資産別年初来リターン

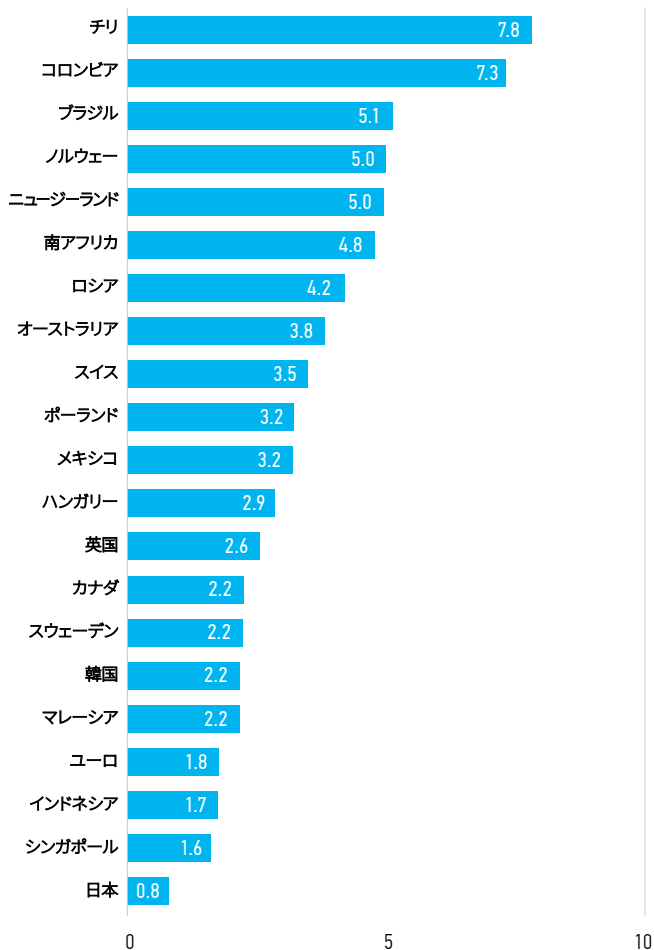
注記: 米ドル・ベースのパフォーマンス 出所: ブルームバーグ(2019年12月31日時点) 各インデックスは情報提供のみを目的として掲載しており、特定の投資実績を示唆するものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

上記は2020年1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2019年12月末時点です。

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 2019年12月31日時点

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	1.88	+10		
英国	0.87	+17	-101	+7
ドイツ	-0.19	+18	-206	+7
日本	-0.01	+6	-189	-4
オーストラリア	1.31	+27	-57	+17
カナダ	1.64	+18	-24	+8
ニュージーランド	1.64	+35	-24	+24
(対独国債スプレッド)				
フランス	0.12	+17	30	-1
ギリシャ	1.45	+1	164	-17
イタリア	1.41	+18	160	+1
ポルトガル	0.44	+4	63	-13
スペイン	0.47	+5	65	-12
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			275	-32
現地通貨建て 債券利回り	5.33	-6		
社債スプレッド			267	-21
ブラジル	6.25	+2	214	-25
コロンビア	5.95	-16	161	-27
ハンガリー	1.19	+7	81	-16
インドネシア	7.14	-8	141	-22
マレーシア	3.35	-4	82	+12
メキシコ	6.94	-19	172	-22
ペルー	4.52	-10	81	-20
フィリピン	4.30	0	69	-17
ポーランド	1.89	+10	27	-1
ロシア	6.12	-15	130	-29
南アフリカ	9.52	-16	294	-27
トルコ	11.70	-33	403	-42
ベネズエラ	-	-	14292	+1141
クレジット			スプレッド (BPS)	月次 変化 (BPS)
米国投資適格			93	-12
欧州投資適格			93	-10
米国ハイイールド			336	-34
欧州ハイイールド			292	-35
証券化商品				
エージェンシー MBS			75	-6
米国 BBB 格 CMBS			257	+9

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 2019年12月31日時点

上記は2020年1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2019年12月末時点です。

債券市場アウトルック

すでに素晴らしいリターンを挙げた1年だったが、12月のリターンによって上乗せされた。12月に売られたのは先進国国債だけで、経済指標が改善し、過去2年間に影響を及ぼした経済停滞が終わりに近づいているとの楽観的な見方が再燃したものとみられる。実際、過去2年間で「小さな」景気後退と見るなら、この景気拡大は10年間続いたものではなく、ずっと短いものかもしれない。これはやや誇張されているが、1990年代後半や2005～2006年のように、経済指標が数年間改善する可能性が指摘されていることは事実だ。

昨年12月には、CCC格の債券やエネルギー関連企業を中心に、あらゆる種類の社債が突出したリターンを記録した。11月と通年のパフォーマンスが悪かったことを考えると、これは色々な意味で妥当なものだった。米ドルも目立って下落したが、通年では貿易加重ベースでのドル高が続いた。米ドル安は世界経済にとって歓迎すべき展開であり、2020年の貿易面における好材料の先駆けになるだろう。しかし、慎重になる理由がある。中東情勢の再燃など、気まぐれなトランプ大統領が依然として政策を指揮していることを考えると、今後数カ月間に潜在的な落とし穴が存在することは間違いない。

投資家への12月のクリスマスプレゼントは、さらなる贈り物に対する頭金として一般的に解釈されるべきではない。信用スプレッドは、昨年12月の「新しいニュース」の影響をあまり受けずに、サイクルの最低水準に近づきつつある。国債も社債も、ほとんどの債券は「割安」には見えない。このため、第1四半期において市場が新規発行を吸収する余力と意欲を有しているか、我々は少し懸念している。しかしファンダメンタルズは極めて堅調なため、弱気になっているわけではない。全般的なマクロ環境は改善しており、意外にも米国の弱い景況感指標（例えば、ISMおよびCEO信頼感指数）は見当たらない。これにより、割高なフェアバリューにもかかわらず、世界の利回りが底を打ち、クレジットが十分に支えられていることについて、

我々はより自信を深めている。2020年に入っても、中央銀行は断固として保留を続けるものと思われるため、金融緩和効果の遅れが景気を下支えすることには変わりはない。財政政策は中立から緩和、インフレは安定からやや高めになる公算が大きい。また、環境面では、国債以外の債券にとってもプラスとなる可能性が高い。しかし、信用リスクに対するエクスポージャーをさらに高める前に、スプレッド拡大やファンダメンタルズの強化を期待したい。強固かつ／または改善しているファンダメンタルズに基づいた若干のクレジット・ロングは、より有意な新興国ロングと小幅アンダー・ウェイトの金利リスク（米国、欧州中核国、日本および英国に集中）が適切と思われる。

米国経済と金融市場の例外的なアウトパフォーマンスが、久しぶりに鈍化している。これが2020年のトレンドになるのか、または単なる一時的なものになるか、についてはまだ明らかでないが、ドル安と2019年で最大の遅れをとっている新興国（EM）通貨の上昇は良い前兆だ。2020年に入り、EM通貨はより多くのリスクを抱えても安心して保有できる分野のひとつだ。

要約すると、ファンダメンタルズは良好で、国債は潤沢に見えるが、緩和的な中央銀行に支えられており、信用スプレッドは割高に見えるが、新興市場は一般的に先進市場よりも価値が高いように見える。スプレッドがさらに縮小するためには、現在の楽観的な見方をサポートするような良好な経済指標と、中央銀行が様子見戦略を解除しないことの確認、インフレ率が目標水準以上に上昇するまで金融引き締め政策を控えることが必要だ。債券の中で最も脆弱ではない分野は証券化商品で、家計部門の強さを考えると、金融市場に打撃を与えかねない大半の要因にも左右されることはないだろう。もっとも2019年の力強い上昇によりバリュエーションはもはや例外的に魅力的とまでは言えないことから、2019年のパフォーマンスには及ばないだろう。

上記は2020年1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2019年12月末時点です。

当月のレビュー

アウトルック

先進国債券市場／
為替

先進国市場のソブリン債利回りは、オーストラリア、ニュージーランド、カナダを中心に12月は再び上昇した¹。ブレグジット問題や米中貿易交渉など、地政学的リスクをめぐる進展に対して、市場は前向きな反応を示した。中央銀行では、緩やかなペースではあるものの欧州中央銀行と日本銀行が2020年まで債券買い入れプログラムを継続する。英国では、昨年12月の選挙で保守党が650議席中364議席を獲得し、予想を大きく上回った。この結果は、現在のボリス・ジョンソン首相が英国を統治し、EU離脱交渉に対して強い使命を持つこと意味する。1月末に辞任するマーク・カーニー氏の後任として、新たにアンドリュー・ベイリー氏がBoE総裁に就任することが発表された²。

2020年の世界経済の成長には課題が残っている。中央銀行は、特に米国とユーロ圏を中心に、より緩和的になっているが、成長とインフレ見通しが悪化しない限り、一段の緩和は望めない。最近の前向きな動きにもかかわらず、ブレグジット、米中貿易戦争、製造業と貿易セクターの弱さによる消費セクターの弱体化という3つの主要なリスクが見通しには存在している。

新興国債券市場／
為替

米国と中国の間で「フェーズ1」の貿易協定が締結されつつあることから、リスクセンチメントは改善した。EM通貨は米ドルに対して上昇し、EM債券市場を牽引した。高利回りの国と企業によって牽引されつつ、米ドル建てソブリン債が社債を上回った。エネルギー、金属、農産品が大幅に上昇し、商品価格も上昇した³。

我々のベースライン・シナリオでは、世界経済は2019年よりもわずかに改善し、世界的な金融緩和政策は概ね維持されると想定している。新興国市場(EM)と先進国市場(DM)の成長格差が拡大しEM資産を支えているが、現在のバリュエーションに対する見方や先進国での積極的な金融緩和の余地が限られていることを踏まえると、2019年に比べてEM債券のリターンは低調になると予想している。

¹ 出所: Bloomberg、2019年12月31日現在² 出所: Bloomberg、2019年12月31日現在³ 出所: J.P.Morgan、2019年12月31日現在

上記は2020年1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2019年12月末時点です。

当月のレビュー

アウトルック

クレジット市場

昨年12月には、米国と欧州で社債スプレッドが縮小した。リスクフリー利回りは前月比で上昇し、夏以降のトレンドを継続した。米国の10年債利回りは10bps高の1.88%、ドイツ10年債は18bp高の-0.19%となった⁴。12月にスプレッドが縮小した主な要因としては、(1)米国／中国の「フェーズ1」の貿易合意、(2)英国議会選挙での保守党勝利により、EU離脱の不確実性が減少する可能性、(3)ユーロ圏を中心に経済サプライズ指数が上昇するなど、経済指標が安定していること、(4)企業のネガティブなニュースがごくわずかだったこと、(5)需要が堅調で新規発行が少ない月だったことが挙げられる。

2020年は二等分される年となる見込みで、当初は景気の改善、政治リスクの低下、クレジットに対する旺盛な需要に支えられ、順調に推移すると予想している。2020年の後半に向かうにつれては、ここ数年に経験した不確実性が繰り返され、景気回復の確信度が揺らぐ可能性があると思定している。景気後退、政治的不安定さ、弱いテクニカル要因によるクレジット・ポジションの売りのいずれが原因となっても、結果的としては2等分された1年となると考えられる。スプレッドの縮小局面では、質の高い短期債券へとシフトしリスクを削減するといった、アクティブな投資判断を行うことが想定される。

証券化商品

12月の証券化市場は非常に静かな動きとなり、証券化商品は総じて堅調に推移した。消費者クレジットは、歴史的に低い失業率、賃金上昇と健全な支出、住宅ローン金利の低下に支えられた住宅販売の増加など、特に健全な状態が続いている。

2020年入り、我々は証券化市場を投資の好機としてポジティブに見ている。エージェンシー MBSは過去2年間で大幅に割安になっており、リスク調整ベースで数年ぶりの魅力的な水準に見える。証券化クレジットへの投資も魅力的に見える。なぜなら、米国と欧州どちらも住宅ローン市場および消費者ローン市場が引き続き非常に良好だからだ。2019年に証券化市場は堅調に推移したものの、金利低下とスプレッド縮小の恩恵が少なかったため、社債市場のパフォーマンスを下回った。2020年のリターンは、利回りの全般的な低下よりも、キャッシュフロー・キャリアとファンダメンタルズのパフォーマンスに左右されると我々は考えている。こうした状況を背景に、リスク調整後のスプレッド水準と、金利デューレーションの低さを背景に、証券化市場のパフォーマンスが上回ると予想される。

⁴ 出所: Bloomberg、2019年12月31日現在

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