

# 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5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。

## 4月のレビュー

- ✓ 債券市場は、4月も厳しい展開となりました。相互に関連する3つのショックが市場の下落要因になりましたが、その全ては米国を中心に発生しました。経済成長率およびインフレ指標が予想を上回ったことを受け、米国連邦準備制度理事会（FRB）は年内の予想利下げ幅（3月のドットチャートによると75ベース・ポイント（bps）の利下げ）を縮小しました。米国のインフレ率は年初来の4か月間で上昇傾向をたどり、経済が底堅く推移したことから、FRBは利下げ開始を先送りすることを示唆しました。一方、5月の米国連邦公開市場委員会（FOMC）、特にFOMC後のパウエル議長の記者会見では、インフレ率の低下ペースが鈍化しているとの見解が示されました。こうした中で、パウエル議長は追加利上げには否定的な見解を示しました。このことは、今後の投資戦略を考える上で重要な意味を持ちます。
- ✓ まず1つ目に、FRBは利下げを望んでいます。インフレが1-3月期に沈静化していたとしたら、5月に25bpsの利下げが行われた可能性が高かったと思われます。FRBが利下げに踏み切るということは、満期の短い債券にとってのサポート材料となります。一方、このことは経済成長と引き換えにインフレ・リスクを負うことを意味するため、長期債のターム・プレミアム（上乗せ金利）の上昇につながる可能性があります。2つ目に、FRBは利下げを行うことで、景気後退を回避したいと考えています。FRBは、インフレが（前年比ベースで）低下傾向をたどっていると考えているため、過度な引き締めによってインフレ抑制を急ぐ必要はないと考えています。3つ目に、景気後退リスクが更に低下すれば、クレジット市場や新興国市場などのリスク資産のパフォーマンスが引き続き好調に推移する可能性があります。4つ目に、インフレが年内に低下基調に戻れば、債券市場は上昇すると見込まれます。5つ目に、インフレに関するFRBの見解が誤っている場合、つまり利下げに踏み切れるほど十分にインフレが低下しない、もしくはインフレが再燃する場合、FRBは追加利上げを余儀なくされ、結果として債券市場は2022年の小規模バージョンの再来のように下落する可能性があります。

## 先進国市場アウトック

- ✓ 米国に当てはまることは、その他ほとんどの国々にも基本的には当てはまります。つまり、インフレが高止まりしていれば、利下げに踏み切ることが困難になります。ただし、米国以外ではインフレ圧力が後退しているように思われ、これは好材料です。欧州中央銀行（ECB）およびカナダ銀行は 4-6 月期に利下げに踏み切る可能性があり、スイス国立銀行（中央銀行）はすでに利下げに踏み切りました。ただし、こうした動きはすでに市場に織り込まれており、現在の市場の注目は各国中央銀行の今後の利下げペースに移っています。この点に関しては、FRB とそれほど大きな違いはありません。各国中央銀行は経済指標次第で金融政策が変わり得るとの姿勢を堅持し、慎重に判断する方針を示しています。
- ✓ このことは債券にとってどのような意味合いがあるのでしょうか。米国長期債利回りは 4 月に大幅に上昇しましたが、足元の経済指標を踏まえると、適正な水準にあるように見えます。逆イールドであるため、長期債利回りの大幅な低下が抑えられています。但し、2 年債利回りが低下すれば、10 年債利回りも低下する可能性があります。現在の 10 年債利回りは、経済成長が現在と非常に似通っていた 2002 年～2006 年の平均利回りに近い水準であり、これは興味深いことです。長期的には、米国内債の実質利回りは 2%を超える水準が妥当であるように思われます。経済成長が予想外に減速しない限り、またはインフレが低下基調に戻らない限り、利回りが低下することはないと予想されます。年初来 4 か月間にインフレ率が予想を大幅に上回ったことを踏まえると、インフレ率が年内に FRB の予想水準に達することは難しいと考えられます。

## クレジット市場アウトック

- ✓ 4 月のクレジット市場は中旬に不安定な動きとなったものの、全体として非常に堅調な展開となり、株式市場を大幅にアウトパフォームしました。歴史的に見るとクレジット・スプレッドはタイトな水準にありますが、名目利回りおよび実質利回りが高い局面でも、クレジット市場が高い投資価値をもたらすことをこの好調なパフォーマンスが証明しました。私たちはスプレッドがさらに大幅に縮小するとは予想していませんが、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。利回りを求める買いの動きが続く中で、スプレッドの拡大が抑えられると予想されます。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。

## 新興国市場アウトック

- ✓ 現地通貨建て新興国債券市場は、4 月に厳しい展開となったものの、大半の市場は米国国債をアウトパフォームしました。米国のインフレが FRB の政策を頓挫させるのではないかと懸念により、インフレの低下と中央銀行の利下げという理想的なシナリオが崩れました。私たちは新興国市場の利下げサイクルが終了したとは考えていません。むしろ、米国と同様に利下げサイクルは長期化する可能性があります。利回りのエントリーポイントとしては現在、より魅力的な水準にあると考えています。また、ラテンアメリカの現地通貨建て債券市場を引き続き選好しています。

### 証券化商品アウトLOOK

- ✓ 堅調な世界経済や、米国のインフレ懸念、経済指標を受けた中央銀行の反応を巡る不透明感を考慮すると、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。米国の家計の中でも高い信用力を持つセクターは特に、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 4 月に軟調な展開となったものの、少なくとも高クーポン物については、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ムすると見込まれます。

### 為替市場アウトLOOK

- ✓ 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。米ドルはバリュエーション面で高い水準にあるものの、これは米国は他の地域よりも経済が著しく優位な状況にあり、金利も高いことが背景にあります。従って、世界の他の国々の経済が米国に追いつくまで、米ドルが大幅に下落する可能性は低いと思われます。とは言うものの、インフレが低下基調に戻れば、キャリートレードを再開する上で有利な環境になると見込まれます。特に新興国市場では、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活発化する可能性があります。そのため、米ドルを大幅に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ないものの、逆に米ドルをオーバーウェイトすべきとも考えていません。なお、一部の新興国通貨は、対米ドル、対欧州通貨、対アジア通貨で投資魅力度が高いと考えています。

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