

グローバル債券市場レポート

債券にインカムが戻ってくる

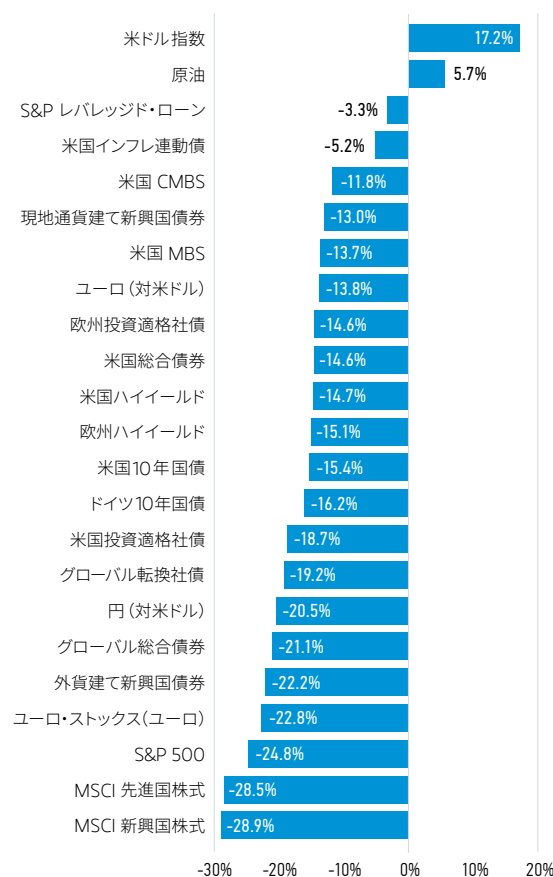
債券運用部門 | マクロ・インサイト | 2022年10月

9月も債券市場の低迷が続いたものの、月末最後の3日間に大幅な上昇がなければ、さらに悪い状況になっていたでしょう。債券市場は、予想を上回る米国雇用、予想以上に悪いインフレ率、米国連邦準備制度理事会 (FRB) によるターミナル・レート的大幅引き上げなど多くの要因により、軟調な展開となりました。これらの要因に加え、9月後半には評判の悪い英国の債券市場が大幅に下落しました。ソブリン債の利回りおよびクレジット・スプレッドは9月に急上昇しました。クレジット市場は、利回りの上昇や英国の混乱、(最も重要な点として) 景気後退やハードランディングの可能性の高まりの影響を明らかに受けました。また、予想通り、米ドルは再び強含みの展開となり、ほとんど全ての通貨に対して上昇しました。これは悪いニュースです。

しかし、債券市場全体で、利回りの一層の上昇に対して適切なプロテクションを提供する水準まで利回りが上昇したことは朗報です。例えば、10年物の金融セクターの高格付け投資適格債券の利回りは足元で6%程度となっています。利回りやスプレッドが足元の水準から50-75bps上昇したとしても、12カ月のトータル・リターンがプラスになる可能性が高いことが、年初とは異なる点です。また、経済がいずれ悪化し、インフレ圧力が緩和されて国債利回りが低下し、スプレッド拡大の影響を緩和すると見えています。

米国の労働市場が当面軟化の兆しを見せなかったことや、米国のインフレ率 (コアCPI) が前月比0.3%から0.6%に上昇したことも含め、9月は債券にとってマイナスなニュースがほとんどでした。欧州などの地域のインフレ関連のニュースも、依然として良いものではありませんでした。ユーロ圏のインフレ率が少なくと

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 (2022年9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。

上記は2022年10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2022年9月末時点です。

も2023年までは2桁で推移する可能性が高いと見ています。また、財政政策は程度の差こそあれ緩和的であり、家計や企業への追加的な財政支援を考えると、金融政策への逆風はもう少し強くなりそうです。先進国では、中央銀行が十分な利上げを行ったという楽観的な見方はどこにもないようです。オーストラリアですら、中央銀行による利上げ幅は市場予想の50bpsを下回る25bpsに留まり、市場を驚かせましたが、中央銀行が見込む累積の引き締め度合いに変更はありませんでした。

インフレ関連指標の悪化の影響は、特に実質利回りに強く現れました。米国の10年物実質金利は過去1か月で100bps近く上昇しましたが、1か月で利回りがここまで上昇することはほとんどありませんでした。これはもちろん、9月にインフレ期待が低下したことを示唆しています(10年債の名目利回りはそれほど上昇していないため、10年物ブレイクイーブン・インフレ・スプレッドが低下したことを意味します)。これはFRBがインフレ対策で信頼性を高めたことを示唆しています。すなわち、インフレ率を目標値(2%前後)に引き下げのために「何が何でも」利上げを行うというFRBのレトリックを、市場はより一層信じるようになったということです。2023年の景気後退や長期的にわたる低成長の可能性も高くなっていますが、これはインフレ率を大幅に低下させるために通常必要なことです。

英国のイベントも、市場にとってマイナスでした。まず英国国債の長期債が売られました。そして、次にユーロ建て債券や米ドル建て債券が売られるという前例のない事態が起こり、英国国債の利回りは乱高下し、社債や証券化商品の価格は大幅に下落しました。英国の30年物国債利回りは、月初から順調に上昇基調で推移したものの、9月27日、

28日に突然94bps上昇し、イングランド銀行(BoE)が金融安定化のために数十億ポンド規模の英国債の長期債の購入を発表すると、28日には105bpsも低下しました。それが市場安定の一助となったのは明らかですが、その後、10月7日現在、30年物の英国国債の利回りは46bps上昇しています。主に英国の保険会社や年金基金が投資する大きな市場である英国の物価連動国債市場のボラティリティが高まりました。これは、2022年における金利急上昇が引き金となった「破滅」の最初の事例となりました。もちろん、金融危機の時と同様、レバレッジが引き金となったようです。投資家のクローゼットの中に他の骸骨が隠れているかどうかはまだわかりません。

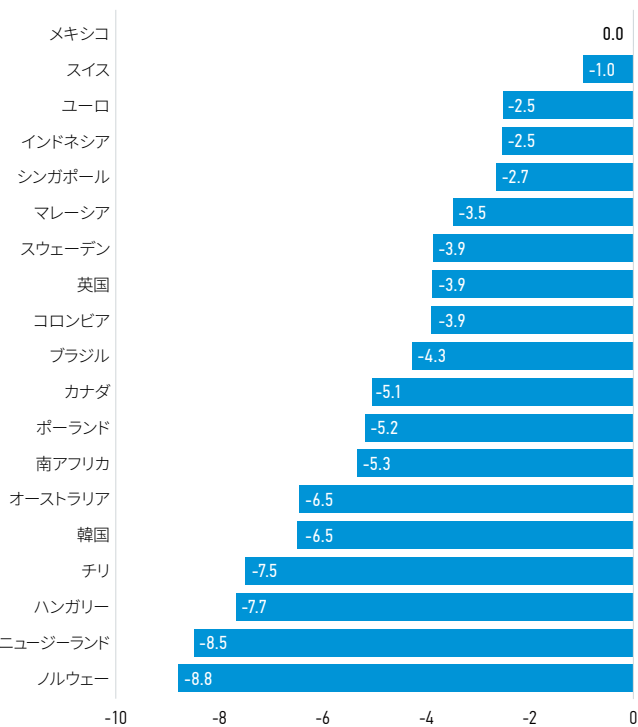
図表3 主要市場の金利水準および対10年債スプレッド

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	3.83	+64		
英国	4.09	+129	26	+66
ドイツ	2.11	+57	-172	-7
日本	0.24	+2	-358	-62
オーストラリア	3.89	+29	6	-35
カナダ	3.17	+6	-66	-58
ニュージーランド	4.30	+32	47	-31
(対独国債スプレッド)				
フランス	2.72	+57	61	0
ギリシャ	4.86	+75	275	+19
イタリア	4.52	+63	241	+6
ポルトガル	3.18	+55	107	-2
スペイン	3.29	+55	118	-2
(対米国債スプレッド)				
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)
新興国債				
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	12.02	-28	819	-91
コロンビア	12.78	+70	895	+7
ハンガリー	9.77	+96	594	+32
インドネシア	7.35	+24	352	-40
マレーシア	4.42	+43	59	-20
メキシコ	9.65	+61	582	-3
ペルー	8.77	+74	494	+10
ポーランド	7.15	+102	332	+38
南アフリカ	11.34	+45	751	-19
			スプレッド (BPS)	月次変化 (BPS)
クレジット				
米国投資適格			159	+19
欧州投資適格			225	+23
米国ハイイールド			552	+68
欧州ハイイールド			624	+72
証券化商品				
エージェンシー MBS			172	+31
米国 BBB 格 CMBS			405	+5

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 2022年9月末時点。

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 2022年9月末時点。

上記は2022年10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2022年9月末時点です。

債券市場アウトック

9月のイベントと市場の動向でわかったことは、中央銀行のピボットとインフレ率の低下について話すのは時期尚早であるということです。インフレ率の頑固さと労働市場の堅調さを考えると、主要中央銀行は最低限の利上げ幅しか現在見込んでいないということになるでしょう。今年に入ってから米国景気は大きく減速したものの、労働市場だけでなく経済全体で需給バランスが大きく崩れています。欧州が直面しているようなエネルギーショックは起きていないものの、米国の賃金と雇用の水準が（実績値と予想値の両方で）高すぎるため、年内のFF金利の予想値と利上げ見通しを上方修正する必要があります。また、FRBは、不十分と判断した場合には、追加利上げを行うと予告しています。インフレ率が頑固に高止まりしていることを踏まえると、インフレ率を低下させるためには、金融環境、つまり金利、長期金利、クレジット・スプレッドが相当期間にわたって高水準にとどまる必要があります。そのため、利回り低下とスプレッド縮小は持続しないでしょう。7月と9月の最後の数日で見られた債券価格の上昇は、FRBのピボットが期待通りではなかったため、短命に終わることが証明されました。

もちろん、FRBが利上げすればするほど、オーバーシュート（過度の金融引き締め）の可能性が高まり、大幅な景気減速や金融問題を引き起こす可能性があります。ここ数週間、英国で見られたボラティリティは、投資家が利回りの上昇に耐えられるよう財務体質を整えるよう警告しています。通常、システム内のストレスや経済への負のループは、レバレッジによるものです。英国の債券市場における問題は、ソルベンシーの問題ではなく、レバレッジの問題でした。リターンを上げるための借入れが問題だったのです。剣で身を立てる者は剣で身を亡ぼすということです。世界経済において民間部門の金融レバレッジがどの程度の水準かを把握するのは困難ですが、運用もしくはビジネスモデルのレバレッジの高低にパフォーマンスが大きく依存すると思われます。FRBはこの点を明確にしています。経済減速と持続的な利回り上昇に備えたバランスシートとポートフォリオにする必要があります。

過去25年間、問題が発生した際、中央銀行、特にFRB（世界の中央銀行）は、状況が本当に厳しい場合には、中銀ブットを市場に提供してきました。もし利上げが大きな痛みをもたらした場合、中央銀行は

方針を反転するでしょう。しかし、足元の状況は逆です。インフレ率が高すぎ、需要が多すぎ、供給が少なすぎ、失業率が低すぎるのです。明確には言わないまでも、インフレ率の低下に寄与するのであれば、中央銀行は失業率の上昇を歓迎するでしょう。つまり、経済や労働市場の状況に劇的な変化がない限り、求人、雇用、インフレがわずかに改善したとしても、FRBが方向転換することはないということです。そのために、改善が何ヶ月にもわたって持続する必要があります。

このことは債券市場にとってどのような意味を持つのでしょうか。欧州債券市場は、インフレ率が世界で最も高いという問題に直面しています。通常、欧州は低インフレと長期的な低迷の見本だと考えられています。しかし、今はスタグフレーションが起きています。欧州中央銀行（ECB）は、インフレの40-50%とかなりの部分が自分でコントロールできない要因（エネルギー）に起因していることを認識しているものの、インフレ率を低下させるために十分な利上げを実施しようとするため、債券は厳しい状況が続くでしょう。しかし、ECBがしてはいけないことは、インフレのスパイラルを許容し、現在のインフレが（たとえ今日よりもかなり低い水準になったとしても）、それが経済において恒常化することです。良いニュースは、債券市場がこの点を十分に理解しており、この点が債券価格、スプレッドに織り込まれているということです。残念なことに、すべてがクリアになったと宣言するのは時期尚早です。リスクは、景気後退が深刻化するというコストを払ってでも、利回りがさらに上昇する方向に偏っているということでしょう。

米国は先進国の中で経済が最も回復力のある国の1つです。これは良いことでもあり悪いことでもあります。米国のクレジット市場は、企業のファンダメンタルズが良好な状態を維持している一方で、民間部門のバランスシートと所得が堅調であるため、FRBが景気を減速させるのが困難になっているということです。ソフトランディングを達成する可能性はまだありますが、より困難な状況です。米国10年国債利回りが4%台に突入するのを阻止するのはほとんど不可能です。また、7月時点よりも債券の魅力が高まっているのは確かですが、より一層困難な状況になることを警戒しており、投資家はポートフォリオに金利リスクおよびクレジット・リスクを加えるのを辛抱強く待つべきです。ほとんどの新興国市場では、利上げの状況が進んでいるものの、インフレが非常に高い水準にあるため、利上げを進めているという状況には変わりありません。

上記は2022年10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2022年9月末時点です。

当月のレビュー

アウトLOOK

先進国市場

9月の先進国市場は、決して退屈なものではありませんでした。全体的に、利回りは上昇し、ボラティリティは歴史的な水準に達しました。特に、英国の債券市場は、減税の発表と年金基金の危機的状況により深刻な混乱に見舞われ、その影響はグローバル市場に波及しました。概して、世界中の中央銀行が、たとえ経済成長が減速する可能性があるとしても、インフレ対策に全力を挙げると明言しました。その結果、利回り、特に実質利回りが上昇しました¹。

中央銀行が金融引き締めを続けるにつれて、「ソフトランディング」が実現する可能性はますます低下しているように思われます。その結果、金利はより長期に渡って高い水準に留まる可能性が高いものの、不確実性が残っているため、市場全体で高いボラティリティが継続するでしょう。外国為替に関しては、米ドルはFRBの金融引き締め政策と世界的な成長懸念の高まりから恩恵を受けており、これは今後も続くと思われます。

新興国市場

新興国債券は、7月中旬から8月中旬にかけて上昇しましたが、9月に下落に転じました。新興国債券ユニバース内では、社債インデックスのパフォーマンスが最も高くなりました。米国国債利回りが上昇により、外貨建て新興国債券インデックスは、対米国金利のデレーションが相対的に高いという特性を有していることから、米国国債利回りの上昇の悪影響を大きく受けました²。

マクロ環境は、大半の中央銀行によるタカ派的な金融政策、世界的な成長の鈍化、強い米ドル、中国の成長鈍化、進行中のロシア/ウクライナ戦争により、依然として厳しい状況にあります。今後もマクロ面のイベントが市場のセンチメントを動かす要因になると思われます。しかし、新興国債券のバリュエーションは、世界の金融市場の他の多くのセクターよりも将来のリスクを価格に十分に織り込んだ水準になっているように思われます。中国共産党第20回全国代表大会の結果を注視していますが、習近平が国家主席の地位を維持すると見えています。国やクレジット、通貨間による違いを市場が重視するようになると見えています。

¹ 出所：ブルームバーグ、2022年9月末時点。

² 出所：ブルームバーグ、2022年9月末時点。
新興国社債は **JP Morgan CEMBI Broad Diversified Index**。

³ 出所：ブルームバーグ・インデックス (U.S. Corporate Index、European Aggregate Corporate Index)、2022年9月末時点。

⁴ 出所：JP Morgan、Bloomberg U.S. Corporate High Yield Index、2022年9月末時点。

⁵ 出所：Refinitiv Global Convertibles Focus Index、2022年9月末時点。

⁶ 出所：Morningstar LSTA Leveraged Loan Index、2022年9月末時点。

⁷ 出所：ブルームバーグ、2022年9月末時点。

上記は2022年10月時点の債券運用部門による見直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2022年9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

米国IG社債が、ユーロのIG社債をアウトパフォーマンスしました。概ね、金融セクターは非金融セクターをアンダーパフォーマンスし、BBB格が高格付けをアンダーパフォーマンスし、短期債よりも長期債の方がスプレッドが拡大しました。市場は、高インフレ環境を受けた中央銀行による行動やフォワード・ガイダンスに反応しており、9月の市場はマクロ要因に左右される展開となりました³。

9月のハイイールド債券市場は、金融政策の先行きに懸念が広がる中、引き続き厳しい展開となりました。取引は比較的閑散としており、投資家は経済への懸念が強まる中、高格付け債券を選好する傾向が見られました。ハイイールド債券市場の中では、高格付け債券が総じてアウトパフォーマンスしました。同月、パフォーマンスが高かったセクターは、運輸、エネルギー、公益（電力）でした⁴。

9月のグローバル転換社債は、他のリスク資産と同様下落しました。Refinitiv Global Convertibles Focus Indexのリターンはマイナスとなったものの、MSCIグローバル株式インデックスとブルームバーグ・グローバル・クレジット・インデックスをアウトパフォーマンスしました。転換社債は、ボンド・フロアに達し、債券価格の下値の安定性が高まったことから、7-9月期に良好なコンベクシティ特性を示しました⁵。

バンクローン市場は、9月の金融市場のボラティリティが高い中、株式市場、債券市場が大きく下落を見せたものの、両市場を凌駕し、相対的に極めて優れたリターンを維持しました。しかし、バンクローンも、投資家心理の悪化や質への逃避の影響を免れることはできませんでした⁶。

市場バリュエーションは、企業の格下げ動向やデフォルト動向に対して非常にネガティブな見通しを織り込む水準となっています。企業のファンダメンタルズには回復力があると見ています。また、企業は、この数四半期で手元流動性を高めており、コロナ時代のコスト効率化を実現しました。マージンは圧迫され、売上高は厳しいものになると見ています。しかし、出発点を考慮すれば、企業は大幅な格下げやデフォルト（ベースケースの低デフォルトと緩やかな景気後退）なしに景気後退に対処できると考えています。

10-12月期に入り、米国ハイイールド債券市場には引き続き、慎重な見方をしていきます。世界経済が減速する中で、企業ファンダメンタルズの健全性は、低下し始めるでしょう。

現在のデフォルトとディストレスは増加しているものの依然として低い水準にあります。今後の潜在的なリスクを考慮して、発行体の再評価およびポートフォリオのリバランスを行うことが重要ですが、同時にクレジット・サイクルを通じて堅実なパフォーマンスを実現するためのポジショニングにする必要があります。私たちは、慎重にクレジット・リスクを管理することが、足元の市場を乗り切るための最善の方法であると考えています。

証券化商品

金利が再び急上昇し、エージェンシー MBSと証券化クレジットのスプレッドがさらに拡大したため、9月も厳しい月になりました。証券化ポートフォリオは、デュレーションが短いため時価評価による影響が少なかったほか、キャリーの増加が損失を相殺したため、他のほとんどのセクターをアウトパフォーマンスしました。エージェンシー MBSのカレントクーポンのスプレッドが拡大し、ブルームバーグMBSインデックスのリターンはマイナスでした。9月は、投げ売りと流動性懸念の高まりが市場の重しとなり、米国のノン・エージェンシー RMBSのスプレッドも拡大しました。9月の米国ABSは、低調な新規発行が市場の下支え要因となったものの、スプレッドは小幅に拡大しました。米国CMBSも、クレジット・ファンダメンタルズが依然として厳しく、スプレッドが拡大しました。欧州の証券化市場は引き続き圧力を受けており、欧州の証券化商品のスプレッドは大きく拡大しました⁷。

ファンダメンタルズ面におけるクレジットの見通しは、引き続き良好です。証券化クレジットのスプレッドは現在、リスクに対比でリスク。多くの証券化セクターのクレジット・スプレッドは、パンデミックの最盛期の水準にとどまっているものの、信用力の状当時よりも大幅に改善されています。

上記は2022年10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2022年9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