

グローバル債券市場レポート

悪魔は細部に宿る

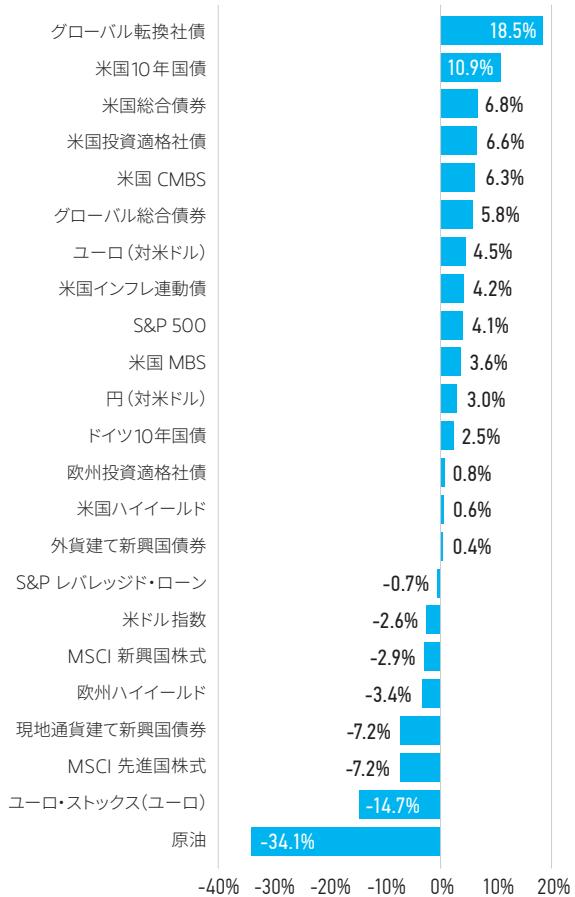
債券 | 債券運用部門 | マクロ・インサイト | 2020年10月

9月は、3月以来、金融市场にとって最も困難な月となりました。株式や社債はマイナスリターンとなり、国債価格は緩やかに上昇しました。国債が好調に推移した主な原因は、新たな良いニュースの欠如やバリュエーションに関連するものと考えられます。これは、リスクの高い資産が苦戦し、経済／政策データが失望する内容であった時などに起こってしかるべき事象です。ニュース／データは、4月以降に見られた継続的な良いニュースと比較して、明らかに印象に残らないものでした。米国の財政刺激策が欠如していたこと、ウイルスに関する悪い話に対応して連邦準備制度理事会(FRB)が新たな金融政策戦略を発表したもの、大きな反応は見られなかったことなど、あまり良い話はありませんでした。しかしながら、そこまで心配しすぎることはできません。資産価格の上昇(第3四半期にS&P500が8.9%上昇)を考えると、一時的な調整の範囲内と言えます。最近のクレジットと新興市場の下落は、健全と捉えられるため、リスクを上げるのであれば魅力的なエントリーポイントとなる可能性があると考えています。良いニュースは過小評価されています。政策、政治、パンデミックに関するボラティリティは上昇している一方、バリュエーション評価は全体的に回復しています。ファンダメンタルズは引き続き景気回復を支えています。雇用は引き続き回復し、世界的な貿易と製造業は引き続き回復傾向にあり、特に消費者支出は堅調です。多くの先進国では、小売り売上がCOVID前の水準を上回っており、堅調に推移しています。

これらはすべて、リスク・ポジションを適度にロングとすることが、期待はずれの経済指標や政策(大きなリスク)と、政策やパンデミックに関する潜在的なアップサイド・サプライズの双方が存在する中、ポートフォリオ戦略において最善の方法であることを示唆しています。私たちは引き続き、リスクの高い債券資産がアウトパフォームし、リスクの低い国債が横ばい傾向となることを前提とした投資戦略から、利益を得る方針を維持しています。もちろん、これらのポジションは、金融・財政政策、経済指標、ワクチン関連のニュース、パンデミックに関連して変化するファンダメンタルズに応じて調整されます。

景気やクレジット・スプレッドの動向については、引き続き明るい見通しを維持していますが、リスクは依然として存在

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9月30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2020年9月末時点です。

しています。感染率の上昇によって、より大規模でより積極的なロックダウンが起こると、経済は容易に減速し、私たちの見通しと異なる展開になる可能性があります。しかし、すべての政府が、地域ごとの問題に対して、よりターゲットを絞ったロックダウンを採用するように思われるため、これは起りそうにありません。地域ごとの問題が広がらず、入院期間の長期化や死亡率の上昇が大規模に発生しない限り、経済は良好に推移すると思われます。ワクチンは引き続き、旅行、余暇、娯楽などの経済セクターを標準に近いレベルに回復させるための、広範な解決策の中心に位置します。ワクチン次第で、各国の所得はCOVID前の水準に戻る可能性があります。

しばらくの間は、財政・金融政策が大きく張り巡らされています。特に、米国の財政政策は依然として重要です。一方、来年は財政政策が期限切れにより大幅に削減される見込みであり、これに対処する必要があります。ワシントンでの交渉の行き詰まりは、選挙前に解決されるようには見えません。所得の伸びは力強く、家計貯蓄率の高さは、来年の景気刺激策に対する期待が変わらない限り、打撃を緩和するはずです。世論調査での支持率の高まりとともに可能性が高まっていると見られている、バイデン氏の勝利も、来年の大きな景気刺激策への期待を高める可能性があります。ただし、実際の政策は、大統領選挙の結果だけでなく、上院の結果、そして民主党が大統領と議会の両方を支配できるかにかかっています。来年、財政政策が純増に転じれば（既存の政策が期限切れを迎えることを考慮しても）、成長は回復を続けるはずです。2020年の家計貯蓄率の上昇は、世帯所得の堅調さと累積需要により、消費の押し上げに寄与する可能性があります。また、FRBの新たな金融政策の枠組みがどのように実施されるのかも重要となります。インフレ率をオーバーシュートさせたいという意図は見られるものの、どの程度の幅で、どの程度の期間なのか、具体的な考えがより重要と考えられます。

プラス面では、年末あるいは2021年にかけて、社債や新興国市場（EM）のスプレッドが縮小する可能性があります。インフレ率が中央銀行の目標値を大きく下

回り、経済的リスク（成長とインフレ）が依然ダウンサイドに偏っている中、中央銀行は今後数年間、超緩和的な状態を維持する可能性が高いです。国債利回りの低下は、政府がより多くの支出をする裁量を与えられたことを意味します。また、企業は、歴史的な低金利の下、バランスシートを強化することができました。経済指標は改善傾向を示し、COVID-19に対する医療の進歩を考慮すると、パンデミックに関してはアップサイド、ダウンサイド双方のリスクが存在します。私たちは、依然として下落局面で買うことが正しい戦略だと信じています。

**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	0.68	-2		
英国	0.23	-8	-46	-6
ドイツ	-0.52	-13	-121	-10
日本	0.02	-4	-67	-1
オーストラリア	0.79	-20	10	-17
カナダ	0.56	-6	-12	-4
ニュージーランド	0.50	-13	-18	-10
(対独国債スプレッド)				
フランス	-0.24	-15	28	-2
ギリシャ	1.03	-8	155	+5
イタリア	0.87	-23	139	-10
ポルトガル	0.26	-16	79	-3
スペイン	0.25	-16	77	-4
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	6.06	+54	343	+22
コロンビア	5.21	0	266	+13
ハンガリー	1.81	+10	123	-5
インドネシア	6.89	+14	209	+12
メキシコ	6.05	+4	279	+18
ペルー	4.23	+22	135	+16
フィリピン	3.59	-2	144	-1
ポーランド	0.75	-9	26	-4
ロシア	5.85	+16	207	+13
南アフリカ	10.25	+14	515	+38
トルコ	12.83	-58	629	+23
ベネズエラ	-	-	21390	-2061
スプレッド (BPS)				
クレジット				
米国投資適格			136	+7
欧州投資適格			119	+5
米国ハイイールド			517	+40
欧州ハイイールド			457	+23
証券化商品				
エージェンシー MBS			92	0
米国 BBB 格 CMBS			601	-40

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 2020年9月30日時点

出所:ブルームバーグ 2020年9月30日時点

上記は2020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2020年9月末時点です。

債券市場アウトルック

9月の株式市場の調整は、おそらく、いつかは訪れることがあったでしょう。クレジット・スプレッドに関しては、拡大したものの、株式および過去の相関との比較においてはそれらを上回るパフォーマンスを示しました。これは、市場を動かす流動性の力と、2021年に経済成長をトレンド以上に維持するために十分な景気刺激策を提供する政策当局の能力と意欲に対する確信の証です。これらの信念は今後数ヶ月間、特に米国大統領選の勝者が誰であるのかを見極め、検証されることは間違ひありません。

中期的な動向は変わらず、投資の見通しもほぼ変わりません。良い経済指標（変化率が緩やかになっていても）、また、FRBの新たな金融政策戦略の明確化や、より大きな量的緩和（QE）による金融緩和政策が想定されること等を背景に、引き続き注意深くも強気姿勢を維持しています。また、可能性の高いシナリオでは、11月の選挙後に、規模の大きな追加経済対策の実現が想定されます。実際、10月上旬のパウエルFRB議長の発言は、FRBが、追加経済対策が小さ過ぎる場合のリスクを示し、大規模な財政刺激策を支持するとの見解を示しています。また、パンデミックが経済に及ぼす、一部セクターにとっては甚大で、潜在的に長期にわたる影響は、追加的な財政措置の必要性を強く支持します。しかしながら、債券のほとんど分野におけるバリュエーションは、9月の修正があったとしても、もはやフェアバリューを下回る水準ではなく、リスクの高い債券資産をややロングとするポジションにとどまっています。

少なからぬダウンサイド・リスクは残っています。経済成長は、特にサービス部門において、依然として潜在成長率を大きく下回っています。財政支援策と同様に、ペントアップ需要も減退するでしょう。多くの国では、COVID-19感染率が特定の地域もしくは広い地域で上昇しており、部分的なロックダウンや制限が成長を妨げています。そして、米中間の緊張、英国のEU離脱、ロシアとヨーロッパの緊張、もちろん米国の選挙といった、逃げることのない地政学的リスクを忘れるることはできません。同時に、COVID-19ワクチンの開発も進展し続けており、パンデミックのより持続的な解決につながる可能性があります。

FRBが新しい金融政策戦略とターゲティング・フレームワークを発表したことに対する市場の反応は、少なくとも中途半端なものでした。理由の一部は、古いニュースだったことであり、パウエル議長は、8月のジャクソン・ホールでの講演で、この政策の方針を既に説明していました。そして、9月には詳細がほとんど追加されず、市場にとって退屈な内容となりました。変化する経済状況（例えば、成長／失業、インフレ）に応じて金利をどのように変化させるかについての、FRBの考え方方が変わったことは疑う余地がありません。しかし、どの程度FRBの考え方方が変化したのか、緩やかな変化なのか、革命的な変化なのかは、未だわかりません。事実は、FRBが詳細な内容を明らかにしなかったことであり、用いられた文言もあいまいなものだったということです。さらに、FRBが詳細を決めていないことを示唆するものとして、反対意見があったことが示されました。依然として、より多くの情報が必要です。ただ真実であるのは、経済が危機から抜け出しているとFRBが考えていないことです。財政政策が第一段階の政策ツール（パウエル議長はこれを支持しています）で、経済が予想通りの回復を示さず、財政政策によるいつも通りの救済が行われない際には、FRBは政策立案者として最後の砦を担うことになります。FRBに当てはまることは、他のほとんどの中央銀行にも当てはまります。インフレ／

雇用の目標を達成するために、リスクはさらなる世界的な緩和に傾いています。同様に、経済指標は予想を上回っているものの、経済はいまだに通常の水準を下回る水準であり、経済指標の上振れは緩和的バイアスにはほとんど脅威を与えません。

したがって、近いうちに国債利回りが有意に上昇するリスクはほとんど見当たりません。最近の利回り上昇は、本質的にテクニカルであり、また次期米国大統領選挙の見通しの変化に関連していると思われます。しかしながら、現在、ほとんどの中央銀行が心地よいと感じる最低水準にまで金利を引き下げていることを考えると、利回りのさらなる低下も起こりにくくようと思われます。それでもなお、より悪化方向に向かった場合には、追加利下げや、その他の革新的な政策手段が取られる余地があるため、また、たとえ金利水準が低いとはいえ、ストレスシナリオに対するヘッジとして質の高い国債を保有することには、なお意義があると思われます。

FRBが他と比べて例外的に緩和的な金融政策を追求する可能性が高いという認識は、為替市場において米ドル安を引き起こしました。しかし、9月の世界的なリスク回避の高まりにより、米ドルは上昇に転じました。引き続き長期的なドル安傾向が想定されるものの、相対的な経済パフォーマンスや、米ドルが短期的に大幅に下落するとの確信を十分に持つほどではありません。新興国の成長率が先進国経済の回復に出遅れているため、新興国通貨も引き続き出遅れています。このようなダイナミックな変化が起こるまで、特定の通貨を除いて、新興国通貨に対して過度に楽観的であることは時期尚早です。

私たちは、社債、特に投資適格債は、中央銀行の行動、特に購入プログラムによって引き続き非常に良好にサポートされていると考えています。しかし、依然として厳しい経済見通しにもかかわらず、クレジット・スプレッドが長期平均を下回るなど、この良いニュースが価格にますます織り込まれています。ハイ・イールド債は、合理的な投資機会を提供します。9月にスプレッドが拡大したことで相対的な魅力度が改善しています。私たちは強気のままであるが、上昇（スプレッドの縮小）に対しては売り、調整（スプレッドの拡大）の際には投資を拡大するスタンスを維持しています。

エマージング市場は、引き続き潜在的に利回りを提供する魅力的な資産です。先進国における金融緩和策は、新興国の資産クラスを強力にサポートする要因です。しかしながら、多くの新興国は先進国に比べて状況が良くないなど、マクロ・リスクは依然として存在します。バリュエーションも割高化しており、特定の国や資産では投資機会が見られるものの、資産クラスへの幅広いエクスポージャーを取るのには慎重になっています。こういった環境において、特定の投資対象に着目しています。

高格付けの証券化商品は、利回りが低く、借り換えリスクもあり、アップサイドは限定的ですが、中央銀行によるサポートによりダウンサイドリスクも限定的であることから、引き続き安定的なパフォーマンスを示しています。ボラティリティの見通しが低いということは、たとえそれが期待リターンの低下を意味するとしても、当資産クラスがポートフォリオにとって依然として魅力的であることを意味します。格付けの低い証券化商品では、ファンダメンタルズ面でのリスクが大きく、スプレッドがこれまでそれほど縮小していないため、より高いリターンの機会が存在します。全般的にはローンの延滞は当初懸念されていた水準をはるかに下回っています。

上記は2020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2020年9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

9月には、米国大統領選挙関連、コロナウイルス、その他の地政学的イベントが相次いで発生し、市場は不安定な動きを何度か見せたため、市場は「リスクオフ」の姿勢に転じました。いくつかの先進国の中央銀行が会合を開き、経済指標と金融政策に関して、今年の残りの期間に何が期待されるのかを市場に情報提供しました。世界経済の回復は、一部の景気刺激策の恩恵が失効したり、枯渇したりして、足踏み状態になっているように見えました。米国は10年物金利が横ばいとなったため例外ではあるものの、先進国の10年物金利は全般的には下落する展開となりました。

2020年の最後の四半期に向けて、緩和的な金融政策が継続する中、先進国市場全体でリスク資産が十分にサポートされることを想定しています。短期的には、米国の大統領選挙やコロナウイルスの感染者数が増加傾向にあることから、金融市場は不安定な動きを続ける可能性があります。さらに、Brexitに関しては、年末までの期限を前提にすると、10月中旬までに合意を結ばないといけません。予想を上回る経済指標は、金利を押し上げるかもしれません、これは主に、中央銀行による政策金利引き上げの可能性から来るものではなく、金利リスク・プレミアムの上昇によってもたらされる可能性が高いです。私たちは、金融環境および金融政策の状況がいかに緩和的であるかを考慮すると、米ドルは、他のG10諸国通貨と比較して、今後数ヶ月間、引き続き弱含みで推移すると予想します。

新興国債券市場／為替

9月の世界の利回りは低下し、10年米国債利回りは2bp低下して0.68%となり、リスクオフ・セントメントの中でイールドカーブはフラット化しました。9月は、今春以降初めて、リスク回避が市場の動きに繋がった月となりました。経済指標は、感染レベルの上昇が制約の拡大とそれに伴う経済的被害への懸念を引き起こし、夏に積み上がったモメンタムの一部を失いました。これはリスク資産に圧力をかけ、米ドルを押し上げ、新興国市場に不利な影響を与えました。広範な市場に目を向けると、9月はベネズエラ、スリナム、ルーマニア、ジョージアが最も好調でしたが、ベネズエラとスリナムは年初来で深刻なマイナス圏にとどまっています。逆に、スリランカ、アルゼンチン、エルサルバドル、エクアドルの債券のパフォーマンスが最も悪化しました。セクター別では、紙・パルプ、輸送、多角化企業が市場を牽引し、石油・ガス、消費者、金属、鉱業の各企業が市場を下回りました。

私たちは、世界的な金融・財政政策の緩和が続いていることを背景に、当面は新興国の債券に慎重ながらも楽観的な見方を維持しています。中国の成長が回復を続け、それが世界経済に波及する限り、COVID-19の治療／ワクチンの前向きな動きとともに、リスク資産へのさらなる後押しにもなるはずです。一方、新興国資産に対する当面の相対的に前向きな見方は、バリュエーション面での確信度低下、米国大統領選挙によるボラティリティの高まり、欧州での感染者数増加にみられるようなパンデミック対策の後退、さらにはいくつかの国で課されているロックダウン措置の厳格化（全面ロックダウンへの回帰は見込みにくいと思われるものの）によって修正されています。

上記は2020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2020年9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

9月に社債市場のスプレッドは拡大しました。夏以降の大量の新発社債発行とファンダメンタルズ関連ニュースのモメンタムの低下が背景となりました。経済指標の改善は鈍化し始め(場合によっては予想を下回ることもありました)、予想に反して追加的な金融・財政政策支援プログラムは追加されませんでした(具体的には米国の追加的な財政パッケージ)。コロナウイルスに関しては、ワクチンの決定的なニュースがなく、また、米国選挙の結果に対する懸念も高まりました。

証券化商品

9月は、エージェンシー MBS のリターンが平均的であった7-9月期のトレンドが続いた一方で、証券化クレジットのスプレッドは引き続き縮小しました。FRBによるMBS買入れの継続によるサポートの一方で、期限前償還リスクの高まりへの警戒も続き、エージェンシー MBS は9月にやや弱含み、7-9月期を通して見ると概ね横ばいとなりました。セクターや格付けにもよりますが、9月の米国ABSスプレッドは横ばい、あるいは縮小しました。欧州RMBSのスプレッドは、9月にほぼ横ばいとなりましたが、COVID前の水準まではほぼ完全に回復しています。航空機ABS、ノン・パフォーミングRMBS、ホテルやショッピングセンターを裏付けとするCMBSは、自動車・クレジットカードABSや一戸建て賃貸CMBSに引き続き遅れをとっています。

先行きを展望すると、9月の市場の下落は、新発債の供給が多かった期間における健全なリスクの調整と考えられます。私たちの基本的な見通しは、コロナウイルスが一時的なものであり、金融政策はクレジット市場に配慮したものであるというコンセンサスを反映しており、中期的にはスプレッドが縮小する可能性が高い一方で、スプレッドが長期的な平均値に近いことから、キャピタルゲインは限定的なものとなると考えられます。

エージェンシー MBS の足元のバリュエーションは妥当な水準と見られ、引き続き FRB による買い入れに支えられると考えられます。特に、より低いクーポンの30年債(2%と2.5%)を選好し、FRB による買入れや期限前返済の懸念の低下を背景に TBA のロールは魅力的な環境ではあるものの、それほど顕著な水準でもありません。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 は第4四半期もクレジットの観点から比較的好調が続くとみています。金融・財政刺激策は引き続き証券化商品市場をサポートすると考えられます。

上記は2020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2020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

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