

グローバル債券市場レポート

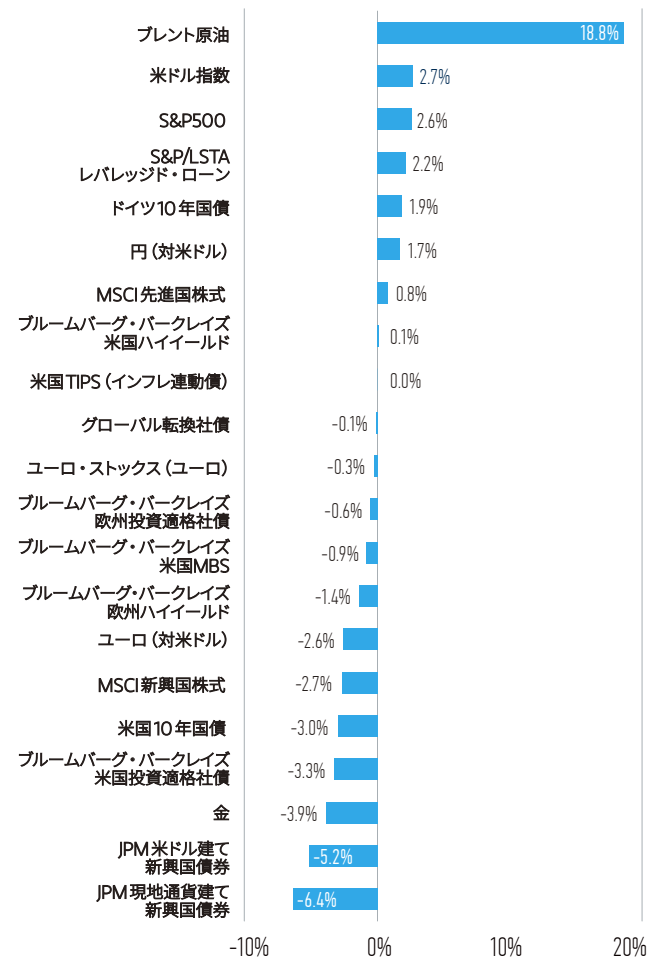
マクロ・トレンドが重要である

本書はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの債券運用部門が作成したレポートを邦訳したものです。2018年7月現在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2018年6月末現在です。

債券 | 債券運用部門 | マクロ・インサイト | 2018年7月

年初来の資産パフォーマンスは、次のように要約できる。すなわち、リスク資産のリターンが総じて低調で、米国資産と米ドルがアウトパフォームし、新興国市場 (EM) が低迷、原油価格が上昇した。これらの大半の牽引役を果たしたのは、以下の幾つかのマクロ経済動向だ。(a) 一部の経済指標が下振れし、貿易戦争に対する懸念が浮上。(b) 米国とその他の地域の経済・金融政策が乖離。(c) 新興国におけるリスクが上昇。これらの動向を理解することが、今年後半の資産価格のパフォーマンスを見極めるためのカギとなろう。

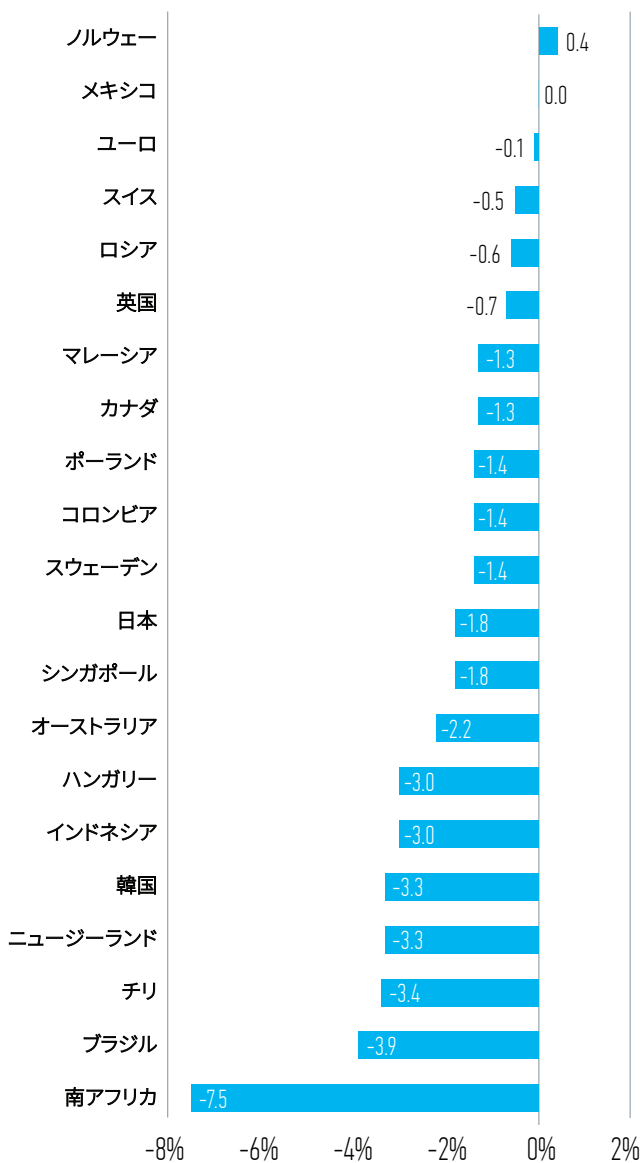
図表1
資産別年初来リターン



出所：トムソン・ロイター、データストリーム。2018年6月30日現在。上記は米ドルベースのパフォーマンス。

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。2018年6月30日現在

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)
(対米国债スプレッド)				
米国	2.86	0		
英国	1.28	+5	-158	+5
ドイツ	0.30	-4	-256	-4
日本	0.04	0	-282	-1
オーストラリア	2.63	-4	-23	-4
カナダ	2.17	-8	-69	-8
ニュージーランド	2.72	0	-14	0
(対独国债スプレッド)				
フランス	0.67	0	36	+4
ギリシャ	3.96	-63	366	-59
イタリア	2.68	-11	238	-7
ポルトガル	1.78	-19	149	-16
スペイン	1.32	-18	1026	-14
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			387	+22
現地通貨建て債券利回り	6.64	+15		
社債スプレッド				
ブラジル	9.84	+34	302	+18
コロンビア	6.41	+6	326	+27
ハンガリー	2.64	+60	197	-8
インドネシア	2.64	+60	145	+7
インドネシア	8.03	+73	218	+18
マレーシア	4.23	+1	166	+22
メキシコ	7.65	-16	166	-7
ペルー	5.65	-7	281	-2
フィリピン	5.92	+44	166	+9
ポーランド	2.60	+1	76	-7
ロシア	7.49	+36	132	+9
ロシア	7.49	+36	217	-4
南アフリカ	9.39	+21	76	-7
南アフリカ	9.39	+21	312	+35
トルコ	17.00	+216	415	+25
トルコ	17.00	+216	415	+25
ベネズエラ	-	-	5011	+446
クレジット				
米国投資適格			123	+8
欧州投資適格			122	+4
米国ハイイールド			363	+1
欧州ハイイールド			391	+24
証券化商品				
エージェンシー MBS			79	+1
米国 BBB 格 CMBS			293	-8

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 2018年6月30日現在

上記は2018年7月現在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2018年6月末現在です。

債券市場アウトック

経済成長指標の減速は、製造業セクターに集中している。そのほとんどは購買担当者指数 (PMI) のスローダウンに起因しているが、スローダウンしたといっても、大半の国について、2018年初期の極めて高い水準から減速したにすぎない。経済全般の動きを示す指標は概ね健全で、国内総生産 (GDP) に対するコンセンサス予測は上方修正が続いている。大半の景気観測筋は2018年から2019年にかけてトレンドどおりかトレンドを上回る成長が続くとみしており、こうした見方は現在のPMIの水準とも合致する。しかしながら、市場はそうした成長の持続可能性について引き続き懸念している。米国以外の国々では、PMIが下げ止まる兆しを見せているにもかかわらず、市場は先行きを不安視し、世界経済はすでに転換点を過ぎていて、2017年と同様の好調を期待するのは困難だと警戒感を抱いている。確かに、貿易戦争、政治の舞台におけるポピュリズムの台頭、米国の金融引き締め、量的緩和 (QE) の終了が、企業や投資家の景気信頼感に影を投げかけている。とはいえ、懲罰的な関税が課せられ、景気に冷や水を浴びせるリスクは依然あるとしても、直近の経済活動指標は上振れし始めている。我々は基本シナリオとして、世界経済は引き続き底堅く、下振れリスクは限定的だとの見解を維持する。こうした環境は、社債市場や新興国市場を後押しすると期待される。

その一方で我々は、強すぎる成長も問題を引き起こしかねないことを理解している。現時点で浮上しているかかる問題の1つが、米経済が他地域を凌ぐ力強い成長を記録していることを背景に、特に新興国で緊張が高まりつつあることだ。今年、新興国通貨は30年ぶりの困難なスタートを切った。こうした状況下、懸念されるのが、通貨下落、不適切な政策運営、米金利の上昇、報復関税などの要因が、より広範な国々を巻き込んでシステミックなリスク・イベントに発展していくことだ。全体として、新興国市場への年初来の資金フローは依然ポジティブながら、6月には個人投資家を中心とする大規模な資金の流出があった。とりわけ中国経済がスローダウンの兆しを見せ始めていることは、経済規模の大きさや世界経済に対する影響力の大きさに照らし、強く懸念される。とはいえ現在、我々は依然として新興国経済のファンダメンタルズは2013年 (および世界の産業セクターが大幅に減速した2015年) 当時と比較してはるかに

明るいと判断しており、米金利の上昇は、今では以前ほど大きなダメージにはならないと考えている。さらに多数の新興国が、市場の圧力にさらされて、機先を制する形で積極的な政策対応を行っている (インドネシアやメキシコの利上げなど) ことが評価できる。我々の見通しは相対的に前向きだが、報復関税の導入が激しさを増したり、中国経済が著しい落ち込みを見せたりするリスクも否定できない。

6月、先進国国債市場は横ばいとなったが、その陰で重要な金融政策の展開があった。欧州中央銀行 (ECB) が2018年内のQE終了を確認すると同時に、2019年9月までは利上げは行わない方針を明らかにし、事前予想よりもハト派的な姿勢を鮮明にしたのだ。他方、FOMC (連邦公開市場委員会) の利上げは事前予想どおりだったが、予想よりもややタカ派的なメッセージを市場に送った。米連邦準備制度理事会 (FRB) が引き締めを緩やかなペースに抑えていることを受けて、米長期債利回りの上昇も緩やかなものにとどまっている。だがFRBが引き締めに向かっていることは、米国と他の諸国との政策の乖離傾向を浮き彫りにしており、米ドル高要因となっている。

ユーロ圏ソブリン債市場は落ち着きを取り戻したにもかかわらず、クレジット市場 (特にユーロ圏) では厳しい展開が続いた。イタリアの政治リスクは解消されておらず、したがって一段のボラティリティ上昇が予想される。とはいえイタリア政府は、最も過激な反欧州同盟 (EU) ・財政拡大政策からは距離を置く決断を下したもようだ。加えて、合併&買収 (M&A) の活発化が社債の新規発行増加と企業の財務レバレッジ上昇を招いており、社債市場に重くのしかかっている。そうした状況を踏まえつつも、景気後退に陥るリスクは依然小さいことや、バリュエーションの魅力が高まっている点を勘案し、金融セクターを中心に引き続き前向きなスタンスを維持する。

貿易戦争を巡る懸念をはじめ、種々の個別リスクに直撃され、新興国市場は引き続き圧力にさらされる公算が大きい。しかしながら多くの国が適切な政策対応を見せていることと、バリュエーションの割安感が相まって、多数の市場で妙味が浮上している。

上記は2018年6月現在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2018年6月末現在です。

当月のレビュー

アウトLOOK

先進国債券市場/為替

5月は主要リスク資産全体がシステミックに売られたが、6月に入り市場は個別リスクに基づいてリスク資産の選別を始めた。ユーロ圏にリスクが波及するとの不安は収束に向かい、スペインとポルトガルのスプレッドはおよそ20ベース・ポイント縮小した。貿易戦争勃発を巡るノイズの高まりを受けて、米10年債利回りは6月後半に低下した結果、月末時点で前月比横ばいとなった。米2年債と10年債のイールドカーブは10ベース・ポイント縮小した。

インフレ指標と経済指標の改善を背景に、2018年内の利上げに対する市場の織り込みとFRB自身の予想はじり高となった。米10年債利回りについては、現在の「フェアバリュー」の適切な推定値は3%との見方は変わらない。米ドルに対しては概ね中立とし、ドル・ニュートラルな通貨ペアに焦点を当てつつ、様子見のスタンスを取っている。イタリアではボラティリティが引き続き高止まりしよう。イタリア政府の財政拡大策がイタリアの制度とEUのさらなる対立を招くに伴って、秋にはボラティリティが改めて急騰する公算が大きいと思われる。

新興国債券市場/為替

新興国資産は第2四半期に厳しい展開を強いられた。米ドルが上昇し、FRBが僅かながらタカ派的姿勢を強めるなか、貿易戦争に関連してテール・リスクが一段と鮮明になったためだ。ブラジル、アルゼンチン、トルコを中心に、新興国個別のボラティリティが高まった。人民元の急落も、市場センチメントの重しとなった。投資家、とりわけ個人投資家は、新興国外貨建て債券戦略から約5億ドルの資産を引き揚げた。一方、現地通貨建て戦略の資産は6月にほぼ横ばいとどまった。アルゼンチンは期間36ヵ月で500億米ドルのスタンバイ融資を受けるとともに、国際機関から56億ドルの信用供与を受けることで国際通貨基金（IMF）と合意した。融資枠は市場の予想を上回った。トルコでは、金利は据え置かれるとの市場の観測に反して、当局は政策金利をさらに125ベース・ポイント引き上げて17.75%とした。ちなみにアナリスト予想の最高は、100ベース・ポイントの引き上げだった。意外なことに、厳しい外部環境と大統領選挙が目前に迫るなか、メキシコの資産は底堅く推移した。

貿易交渉に何らかの進展が見られるのは、貿易を巡って数々の制裁措置が導入された後となる。その結果、制裁対象となった国のGDPや貿易量には、若干とはいえネガティブな影響が及ぼうが、それより重要なのは、企業や消費者の景気信頼感を全般的に悪化させる恐れがあることだ。ポジティブな要因としては、新興国では多くの国が市場の波乱に脆弱で、強い反応を示すと受け止められていたにもかかわらず、最近では機先を制する形で積極的な政策対応を見せるようになっていくことが指摘できる。しかも、ファンダメンタルズが改善している国（南アフリカやインドネシアなど）については、18年第2四半期の急落は行き過ぎだったとみられ、このため、貿易戦争が終息に向かうならば、これらの国は魅力的な投資機会を提供していることになる。

上記は2018年7月現在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2018年6月末現在です。

当月のレビュー

アウトLOOK

クレジット市場

米国および欧州の企業クレジット市場は月末に向けて顕著に軟化、クレジット・スプレッドは6月に年初来で最もワイドな水準にまで拡大した。6月も年初来の流れを引き継ぐ形で、高水準の社債の新規発行が行われた。この最大の原因は、ウォルマートとバイエルの2社が最近実施したM&Aの資金調達するなど、大型M&Aが続いたことにある。さらに6月には、アマゾンがオンライン薬局ピルバックを10億ドルで買収したことをはじめ、同社による伝統的なビジネス・モデルの破壊も続いた。この報道を受けて、CVSヘルスやウォルグリーンズなどの伝統的な店舗型薬局チェーンのスプレッドは拡大した。とはいえ、アマゾンの存在がこうした長く続いてきた従来型ビジネス・モデルをどのように破壊するかを十分に見極めるには、まだ時間がかかるだろう。

公平を期すために言えば、年央を迎え、2018年初来クレジット市場は予想通りの展開を見せているとは言い難い。しかしながら依然景気拡大が続いている環境（我々の基本シナリオ）において、現在のスプレッドは極めて魅力的な水準に達している。堅調なファンダメンタルズと規制当局により厳格な監督体制が構築されている点を踏まえて、金融セクターに引き続き強いバイアスをかける。他方、非金融市場の多くのセクターについては慎重姿勢を崩さない。ファンダメンタルズが脆弱で、社債の新規発行が増加しており、広範な情報革新と従来型ビジネス・モデルに対する破壊的な変革といったリスクが存在するためである。

証券化商品

6月は金利感応度の高い証券化商品はほぼ横ばいとなった。一方、インカムを最大の牽引役に、クレジット感応度の高い証券化商品は総じて引き続きポジティブなリターンを上げた。住宅価格は上昇を続けたが、住宅価格の値上がりに加えて住宅ローン金利も上昇したため、住宅のアフォーダビリティ（買い易さ）は低下しつつある。当月、商業用不動産ローン担保証券（CMBS）のスプレッドは5～10ベース・ポイント拡大した。しかしながらCMBSは過去2年間に大幅にアンダーパフォームしていたこともあり、2018年初来では大幅なアウトパフォーマンスが続いている。

住宅価格の上昇はシーズニングの進んだ（発行来の年月が経過した）ローンには好材料になるとみられるが、最近組成されたローンにとっては問題となり得る。非エージェンシー住宅ローン担保証券（RMBS）には依然妙味があるも、過去数年間のスプレッド縮小を踏まえて、慎重姿勢に転じ始めている。一方CMBSについては、商業施設を担保とするCMBSには極めて慎重な姿勢を崩さないが、住宅用不動産、オフィスビル、産業用施設、配送センターを担保とするCMBSには前向きなスタンスを継続する。国別では、イタリアは引き続きネガティブとする。スペイン、ポルトガル、オランダ、ドイツ、英国は依然MBSの魅力的な機会を提供していると考えられる。

上記は2018年6月現在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2018年6月末現在です。

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、すべてのデータはモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの債券運用部門によるものです。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

一般社団法人投資信託協会会員、一般社団法人日本投資顧問業協会会員

一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員

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