

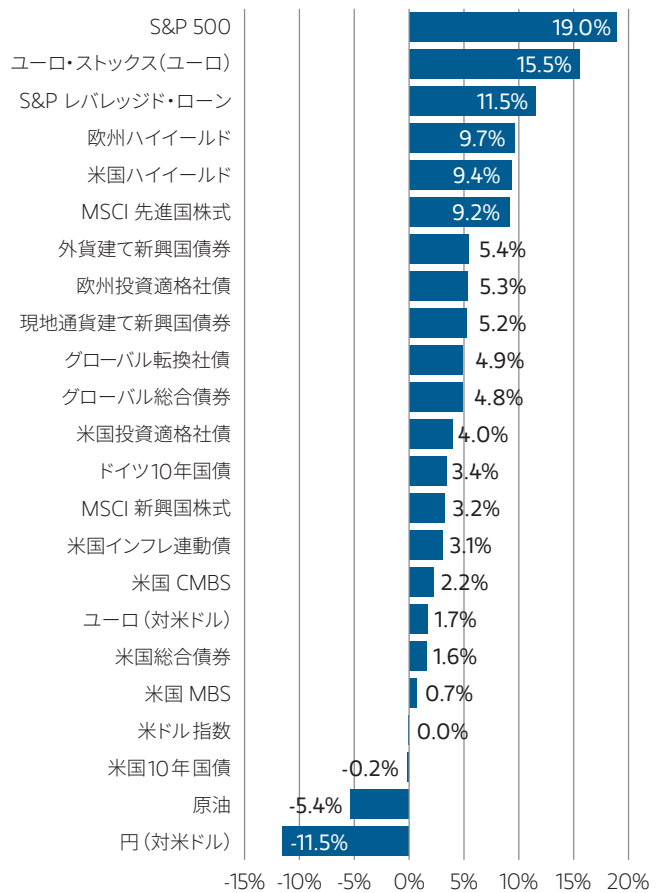
## グローバル債券市場レポート

# 急変動の衝撃!

マクロ・インサイト | ブロード・マーケット・チーム | 2023年12月

11月の債券市場は前月とは打って変わって大幅に上昇しました。予想を下回る経済指標、世界的なインフレ鈍化、および中央銀行のハト派姿勢を受け、市場ではソフトランディングへの期待が高まりました。さらに、そのような状況を背景に米国と欧州で利下げ観測が再浮上したため、11月は債券市場がここ数十年で最も高いリターンとなった月の1つとなりました。10年国債利回りは、米国で60ベースポイント (bps)、ドイツで36bps、カナダおよびオーストラリアで50bps<sup>1</sup>、ニュージーランドで67bps、それぞれ低下しました。新興国市場でも国債利回りが全体的に、より大幅に低下しました。米ドル (USD) はその他の通貨バスケットに対して3%下落しました。クレジットでは、米国の投資適格社債が欧州の投資適格社債をアウトパフォームしました。米国の投資適格社債のスプレッドは11月に25bps縮小した一方で、欧州の投資適格社債のスプレッドは13bpsの縮小にとどまりました。ハイイールド社債でも、米国市場が欧州市場をアウトパフォームしました。米国のハイイールド社債のスプレッドは67bps縮小した一方で、欧州のハイイールド社債のスプレッドは47bpsの縮小にとどまりました。また、証券化クレジットのスプレッドも11月に縮小しました。米国のエージェンシー MBS は、今年に入ってからこれまで方向感の乏しい動きとなってきましたが、11月は米国債に対するスプレッドが大幅に縮小したことで5%を超えるリターンとなりました。ゴールドロック相場が戻っていると言えるかもしれません!

図表1  
資産別年初来リターン

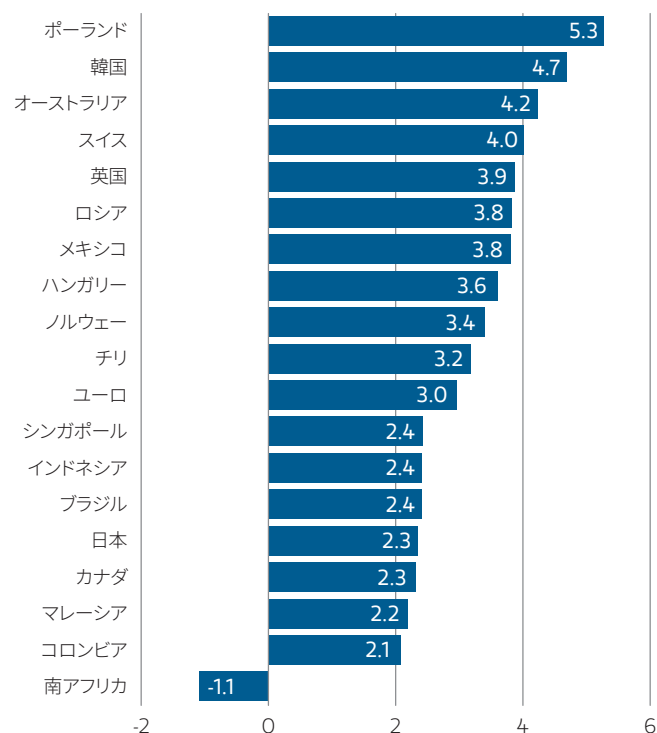


注記:米ドル・ベースのパフォーマンス 出所:ブルームバーグ(2023年11月末時点) 各インデックスは情報提供のみを目的として掲載しており、特定の投資実績を示唆するものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

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 2023年11月末時点。

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	4.33	-60		
英国	4.18	-34	-15	27
ドイツ	2.45	-36	-188	25
日本	0.67	-28	-365	33
オーストラリア	4.41	-51	9	9
カナダ	3.55	-51	-77	9
ニュージーランド	4.88	-67	56	-6
(対独国債スプレッド)				
フランス	3.02	-41	57	-5
ギリシャ	3.69	-49	124	-13
イタリア	4.23	-50	178	-14
ポルトガル	3.14	-39	69	-3
スペイン	3.47	-41	103	-5
(対米国債スプレッド)				
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			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	10.90	-96	658	-36
コロンビア	10.80	-96	647	-36
ハンガリー	6.84	-65	251	-4
インドネシア	6.61	-48	228	12
マレーシア	3.82	-25	-51	35
メキシコ	9.39	-80	506	-19
ペルー	7.21	-46	288	14
ポーランド	5.50	-15	118	46
南アフリカ	11.57	-67	724	-7
			スプレッド (BPS)	月次変化 (BPS)
<b>クレジット</b>				
米国投資適格			104	-25
欧州投資適格			147	-13
米国ハイイールド			370	-67
欧州ハイイールド			426	-47
<b>証券化商品</b>				
エージェンシーMBS			157	-22
米国BBB格CMBS			944	21

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 2023年11月末時点。

上記は本資料作成時点(2023年12月上旬)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2023年11月末時点です。

## 債券市場アウトLOOK

正反対の動きとなった10月と11月のような2ヵ月をこれまでに  
見た記憶はありません。10月は、米国で大幅に逆イールドで  
あった状態から、ターム・プレミアムが上昇し、雇用の伸びが加  
速しました。また、各国中央銀行は、政策金利を長期にわたり  
高水準に維持する必要があるとの姿勢を堅持していたように見  
えました。しかし、足元の状況は全く異なっています。インフレ  
は鈍化しており、各国中央銀行は金融環境がタイト化し過ぎて  
いることに怯えています（金融を引き締め過ぎたかもしれない  
ことを懸念している可能性もあります）。製造業は依然として低  
迷しており、企業景況感指数は景気判断の分かれ目である50  
をすべて下回っており、生産が縮小していることを示唆してい  
ます。経済指標がそこまで堅調でなかったことなどを踏まえる  
と、7-9月期および10月の債券市場の下落が目を見張らせる  
ほどのものであったことは間違いありません。しかし、同時にそ  
の経済指標は、金利が2024年に大幅に低下しないことを市場  
に確信させるのには十分堅調なものでした。金利が現在の水  
準から、大幅に低下する可能性は低いと考えられます。米国連  
邦準備制度理事会（FRB）および欧州中央銀行（ECB）といっ  
た中央銀行は、金融環境がタイト化していることを強調し、欧州  
の場合、低調な経済成長の継続および予想を上回るペースの  
インフレ率の低下は、将来的な利上げを回避するために十分な  
ほど金融環境がタイト化していることを示しており、インフレを許  
容可能な水準まで低下させるのに十分なほど金融環境がタイト  
化しているように見えます。その後は歴史に残る動きとなりま  
した。実際に、11月の債券市場の動きは、歴史に残るものとな  
りました。債券市場は、これからどの方向に向かうのでしょうか？  
経済指標や中央銀行の発言が、利回り低下の支援材料にな  
ったことは間違いのないものの、11月の利回り低下を受け、現  
在の疑問は、今後どれだけ金利に低下余地が残されているか  
であると考えられます。2024年のリターンのうち、どの程度が  
2023年に前倒しされたのでしょうか？FRBとECBは、将来的  
に利上げを必要としない可能性が非常に高いとの見方を支持し  
ましたが、金利が2024年にどの程度低下し、どの程度長期に  
わたる可能性があるのでしょうか？対極的な動きをした債券市場  
を背景に現在、上昇しない市場は下落するはずで、その場合、  
大幅な下落になるはずだと確信が高まっています。

FRBは2024年の利下げを示唆しましたが、利下げは比較的  
小幅なものにとどまり、2024年10-12月期に実施される可能性  
も示唆しました。しかし市場は、もはやそれを信じていません。  
市場では、米国で2024年に100bps以上の利下げが行われ、  
ユーロ圏でも同水準の利下げが行われることを織り込んでい  
ます。そうした利下げは実際に行われるのでしょうか？11月（お  
よび12月初め）に見られた債券市場の劇的な上昇を踏まえる  
と、経済指標や中央銀行の発言が変化することが重要なカギに  
なると考えられます。FRBおよびECBは、共に12月に事実を  
はっきりさせる可能性があります。FRBおよびECBが、金融政  
策に対する現在の姿勢や、金融環境全体（現在では、9月、10月  
に見られた逼迫した状況は完全に解消されている）をどのよ

うに特徴づけるかを確認することは非常に興味深いことです。  
さらに、市場は米国労働省労働統計局が発表した雇用動態調査  
（JOLTS）における求人数の継続的な減少を歓迎しましたが、  
雇用の伸びは堅調に推移しています。労働市場は転換点を迎  
えているのでしょうか？それとも依然として堅調なのでしょうか？  
私たちは、状況を見守る必要があります。

現在の利回り（名目および実質の両方）や、利回りの急速な  
低下を踏まえると、新たな情報が出るまでの間、利回りの低下  
が一服する可能性があると思われま。市場ではロング・ポジ  
ションが積み上がっているように思われ、世界中がこうした非常  
に強気の見方に偏ってしまいました。私たちは、多くの好材料  
が国債のイールドカーブに織り込まれていると見ています。私  
たちは、12月の残りの期間における経済指標／情報のフロー  
がそれほど「一方通行」でなくなり、インフレが低下し続ける  
だけでなく、インフレに粘着性がなく、予想よりも速く低下する  
絶好のチャンスがあるといった強力な楽観の見方が揺らぐ恐れ  
があることを懸念しています。このことはユーロ圏においてす  
でに起こっているように思われますが、米国でも起こる可能性  
があります。今のところファンダメンタルズは堅調であるもの  
の、市場が利下げを過度に織り込んでいることを踏まえ、私  
たちは金利リスクに対して中立のエクスポージャーを取ることを  
提案しています。ほとんどの投資家と同様に、米国の雇用統計  
や12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）の結果をひたすら  
待つことを選好します。

利回りが低下した後でさえも、一部の新興国市場（EM）の債券  
市場が魅力的に見えると引き続き考えています。米国債利回り  
の低下や米ドル安は、新興国市場にとって非常に大きな支援材  
料であると言えます。インフレ率の低下が続いている中で、米国  
債利回りの低下や米ドル安は新興諸国の利下げに対して追加  
の支援材料を提供しています。私たちは、ラテンアメリカの債  
券市場を選好しています。この地域の中央銀行は政策金利を  
引き下げることが可能であり、FRBが政策金利の据え置きを継  
続した場合、今後も利下げを継続すると考えられます。しかし、  
金融市場が織り込んでるように、ハト派的な発言を裏付ける  
内容に米国の経済指標がなる必要があります。私たちは、今後  
数ヵ月における米国国債の動きをしっかりと把握するまで、新興  
国市場の利回り低下を追いかけることに、消極的な姿勢を維持  
します。クレジット市場も11月に上昇しました。FRB／ECBが  
利下げに踏み切る可能性が高く、このことは経済活動が予想よ  
りもはるかに低調であることが判明したからではなく、インフレ  
を抑えることに成功したことによるものであると考えるのであれ  
ば、同市場のパフォーマンスは理にかなっています。しかし、社  
債のスプレッドが大幅に縮小した理由の1つとしては、世界中の  
政策金利が高いことが挙げられます。政策金利が高いことは、  
経済指標が予想よりも低調であることが判明した場合、足元の  
インフレの良好な軌道を踏まえ、各国中央銀行が景気鈍化の流  
れを断ち切るために非常に積極的に利下げを行うことができる

上記は本資料作成時点（2023年12月上旬）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2023年11月末時点です。

ことを意味しています。このような中央銀行の経済への「テコ入れ」はここ約10年間には見られなかったことであり、ここ10年間において景気後退がなかったことが(少なくとも米国では) 主な理由の1つでした。クレジット・スプレッドは、政策への期待や、妥当であるが強すぎない経済成長、少なくとも過去の基準からすると高水準の実質利回りなどが依然としてサポート材料です。ただし、ゴルドロックスには代償が伴います。米ドル建て社債のスプレッドは、最もタイトな水準に達しつつあり、スプレッドが足元の水準で推移するか、あるいはさらに縮小する場合、経済に何か大きな問題が生じる可能性がないということです。クレジット市場では、投資適格債券およびハイイールド債券の両方で慎重に小幅なロング・ポジションを保有することが賢明であると考えられます。こうした環境の中では、償還年限の短いハイイールド債券が魅力的なように見えます。市場がクレジット・スプレッドについて懸念する必要があるような事態が生じた場合、インフレ見通しを検証することが極めて重要になります。金融セクターは非金融セクターよりも投資価値が高いように見えます。

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) など短期の証券化クレジットを引き続き最も選好しています。とは言うものの、家計のバランスシートに対する圧力が高まり、余剰貯蓄が減少している中で、

見通しはやや悪化しています。住宅の値ごろ感が薄れていますが、証券化クレジットの中では、依然としてノンエージェンシー住宅ローン担保証券を選好しています。驚くことに、米国の住宅市場は底打ちしたように見え、住宅価格が再び上昇しています。米国のエージェンシー MBS は11月に堅調なパフォーマンスになったにもかかわらず、投資適格債券と比較して、依然として妥当な投資価値を維持しているように見えます。

また、米ドルの見通しも変化しているように見えます。米ドルは7-9月期に堅調に推移しましたが、11月には大幅に下落しました。米国の経済環境は、その他の先進諸国よりも依然として底堅く推移しています。そのため、米国の2023年のパフォーマンスを踏まえると、FRBがその他の国以上に金融緩和を進める可能性が低いことを示唆しています。したがって、私たちはその他のG20通貨に対して米ドルをアンダーウェイトすることが理にかなっているとは確信していません。一部の新興国通貨は有利な立場にあるように見えますが、最近上昇したことから、現在はこうした市場を追いかける時期でないと考えられます。新興国通貨よりも、現地通貨建て新興国国債に投資妙味があると考えられます。

上記は本資料作成時点(2023年12月上旬)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2023年11月末時点です。

先進国市場

世界の債券利回りは11月に大幅に低下し、10年物の米国国債、ドイツ国債、英国国債の利回りはそれぞれ60bps、36bps、34bps低下しました。米国では、これまで一貫して予想を上回る経済指標が発表されてきましたが、経済指標の数値が予想を下回り始めました。最も顕著なこととしては、ISM製造業景気指数が予想を下回り、米国の消費者物価指数(CPI)の伸び率が、予想以上に鈍化したことが挙げられます。さらに、財務省の四半期定例入札では、長期債の入札規模が前四半期と比較して拡大したものの、増額ペースが予想よりも緩やかであったことから、長期ゾーンの供給圧力がやや緩和され、長期ゾーンのサポート材料となりました。概して、最近の動きに反して、イールドカーブがフラット化(米国2年国債と10年国債の利回りの変動の差が-20bps)しました。注目すべきこととして、前回のスティーブ化の潜在的要因となったターム・プレミアムが完全に反転し、このことがフラット化を牽引した可能性があります。ニューヨーク連銀が算出する米国10年国債ACM(Adrian、Crump、Moench)ターム・プレミアム・モデルによると、米国10年国債のターム・プレミアムは11月に35bps低下しました。各国中央銀行に関して、FRBは政策金利を据え置き、このことはややハト派的であると受け止められました。11月末には、市場はもはやFOMCでの利上げの可能性を織り込んでいませんでした。その他では、イングランド銀行、ニュージーランド準備銀行、スウェーデン国立銀行、ノルウェー銀行は政策金利の据え置きを選択しました。一方、オーストラリアではインフレが高止まりするリスクがあったため、オーストラリア準備銀行だけが予想通り25bpsの利上げを決定し、政策金利を4.35%としました<sup>1</sup>。

世界の債券利回りが大幅に低下したことを受け、現在の疑問は、このことが金利上昇からの完全な反転であるのか、あるいは一時的な動きに過ぎず、反転する可能性があるのかどうかということです。この疑問にとって重要なことは、FRBがいつ利下げに着手し、どの程度利下げを行うかです。市場はFRBが2024年1-3月期に利下げを開始し、2024年末までに4回の利下げを実施する可能性があることを織り込み始めました。金利を当面高水準で維持するとFRBが発言したにもかかわらず、市場ではこうした見通しが優勢となっています。とは言うものの、経済指標に変化が見られ、インフレ指標は、景気後退を招くことなしに、FRBがインフレ目標を達成する確信度が高い内容となっています。米国経済はある程度底堅く推移しており、10-12月期のGDP成長率見通しは堅調であるものの、成長率は潜在成長率を下回る水準まで鈍化すると予想されており、失業率は上昇し始めています。利回りは急低下したにもかかわらず、利回り低下のすべてが終了したかどうかは不明です。しかし、イールドカーブは現在、逆イールドがさらに進行しており、ターム・プレミアムは現在、世界金融危機後に見られた+1~3%の水準を大幅に下回っています。さらに、現在では利回りの低下により、金融環境は緩和化しています。こうした不透明感を踏まえると、金利に対する率直な見方を具体的に表現することは難しいと言えます。ただし、私たちはイールドカーブの特定の部分でスティーブナーに投資妙味を引き続き見出しています。スティーブナーは戦略、ターム・プレミアムのさらなる上昇およびより一般的なブル・スティーブ化から収益を確保することができると思込まれます。為替では、米国国債利回りや経済指標が変化したことで、米ドルは11月に3%下落しました。私たちは現在、米ドルに対して弱気の見方を強めています。

<sup>1</sup> 出所：ブルームバーグ、2023年11月末時点。

上記は本資料作成時点(2023年12月上旬)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2023年11月末時点です。

新興国市場

新興国債券は11月に反発し、堅調なリターンとなっただけではなく、この資産クラスのすべてのセグメントにわたり、2023年年初来で月間ベースで最高のリターンとなりました。来年の利下げに関するセンチメントの変化や米ドル安により、新興国市場に対する投資家の関心が高まりました。ソブリン債および社債の両方のスプレッドが縮小し、ほとんどの新興国通貨が上昇しました。米国国債市場で利回りが低下したことにより、利下げに向けて良好なマクロ環境が生じたため、ドミニカ共和国は予想に反して利下げを実施しました。一方、トルコは予想を上回る500bpsの利上げを実施したものの、インフレが依然として60%を超えているにもかかわらず、この決定後の声明ではそれほどタカ派的な姿勢を示しませんでした。アルゼンチンの新大統領であるミレイ氏は、過激な公約を掲げて選出されましたが、選挙後の発言は予想よりもポジティブなものです。この資産クラスにおける資金流出は継続しており、外貨建て新興国債券ファンドで19億ドル、現地通貨建て新興国債券ファンドで10億ドルの資金流出が見られましたが、ここ3ヵ月間と比較して資金流出ペースは大幅に鈍化しています<sup>2</sup>。

FRBは金融引き締めサイクルの終了に近づきつつありますが、そのゴールまでの距離や、ターミナル・レート（政策金利の最終到達点）の水準については不透明であると言えます。この資産クラスには依然としてパフォーマンスにばらつきがあります。一部の新興国の中央銀行は、米国市場におけるハト派寄りの論調を歓迎し、利下げに踏み切った一方、多くの中央銀行は依然として利下げを開始することを手控えています。米国市場におけるセンチメントの変化からも明らかなように、広範な資産クラスはマクロ環境の影響を受けやすいため、私たちはこれらのマクロ・イベントや新興国資産への影響を引き続き注視しています。2023年が終わりに近づいている中、当該資産クラスで投資価値を見出す上では、国レベル、クレジット・レベルでの分析が極めて重要であると考えています。

<sup>2</sup> 出所：ブルームバーグ、2023年11月末時点。新興国社債はJP Morgan CEMBI Broad Diversified Index。

上記は本資料作成時点（2023年12月上旬）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2023年11月末時点です。

クレジット  
市場

11月のクレジット市場では、スプレッドが縮小し、国債利回りが低下する中で、ユーロ建て投資適格社債(IG)のスプレッドが米国のIGのスプレッドをアンダーパフォームしました。市場は経済指標や中央銀行のコメントを、追加利上げのリスクが低下しソフトランディングの可能性が高まったと解釈しました。11月の市場動向を牽引した要因は複数あります。1つ目として、地政学的懸念に関する更なる高まりがなくなったため、原油価格が低下しました。2つ目として、インフレ指標が予想を下回ったことにより、金融政策が機能しており、追加利上げを行う必要がないことが示唆されました。3つ目として、7-9月期の決算発表ではエネルギー・セクターや化学セクターは予想を下回り、成長見通しがやや下方修正されました。最後に、市場は、中国で計画・実施されている景気刺激策や住宅政策に関する報道により下支えされました<sup>3</sup>。

米国の経済成長は鈍化しているものの比較的安定しており、インフレ指標は落ち着いており、米国国債利回りが急低下しています。こうした中で、米国および世界のハイイールド債券市場は11月に過去最高に近いリターンを記録しました。11月のハイイールド債券の需給環境は特に堅調であり、新規発行額が減少した一方で、米国の個人投資家向けファンドへの1ヵ月間の資金流入は過去3番目に大きな金額となりました。11月の最初の数週間には、ハイイールド債券市場の中でも高格付けでデュレーションの長いセグメントが大幅にアウトパフォームしました。利回りの低下が広がりを見せる中で、投資家はより大胆に投資対象を拡大し、追加リターンを求めました。これにより、11月最終週にはCCC格のセグメントが大幅にアウトパフォームしました<sup>4</sup>。

グローバル転換社債は11月、金利上昇がピークアウトしたとの投資家の予想が高まる中で、その他のリスク資産と共に大幅に上昇しました。ただし、素材、資本財・サービス、および金融など、株価のパフォーマンスが最も好調であったセクターの一部は、転換社債市場では少ないため、転換社債はMSCIのグローバル株式指数とBloombergグローバル社債指数をアンダーパフォームしました。転換社債の新規発行は通常、株式市場が好調な時期に活発になる傾向があり、11月は96億ドルの新規発行があり、今年に入ってから月間ベースで2番目に大きな発行額となりました。発行額では米国企業が55億ドルでトップとなり、PG&E、Uber、Western Digitalなどが新規発行を行いました<sup>5</sup>。

今後について、私たちの基本シナリオでは、年末に向けて良好な需給環境が続く可能性があると見ています。実際に、高格付けの債券に対する旺盛な需要が存在しています。一方、2024年1-3月期には新規発行が増加する可能性があることから、厳しい展開になると見込まれます。12月には、新規発行が減少(国債利回りの低下やクレジット・スプレッドの縮小を踏まえ、一部の新規発行が前倒しされるリスクがある)すると予想されます。また、発行体はファンダメンタルズに対する不透明感や、2024年下半年期における米国の大統領選を踏まえ、新規発行を前倒しすることを検討している中で、2024年1-3月期には発行が増えることが予想されます。私たちは魅力的なリターン獲得機会としてキャリアに注目しています。

ハイイールド債券市場は、前月と比較すると利回りは低いものの、それでも、歴史的に見て魅力的な平均利回り水準で11月の取引を終えました。ただし、私たちの見通しやポジショニングではやや慎重な姿勢を維持しています。制約的な金融政策、米国の消費者やハイイールド債券の発行体が直面している短期的なマイナス要因、過去の標準を下回っているバリュエーションなどに警戒する必要があり、バリュエーションは前月比で大幅に低下しました。

私たちは、グローバル転換社債市場に対して、前向きの見方を維持しています。ここ1年間にわたり、転換社債の価格は80ドル台前半～半ばから額面近くまで上昇しました。これにより、転換社債は債券のような特性から遠ざかっています。さらに、デルタが上昇し、転換社債は株価の動きに対してより敏感になりました。また、転換プレミアムも大幅に低下し、現在ではより妥当な水準になっています。これらの要因により、転換社債はよりバランスの取れた特性となり、このことが転換社債市場は、今後、より転換社債における伝統的な非対称のリターン特性となると考えています。

<sup>3</sup> 出所：ブルームバーグ・インデックス (U.S Corporate Index、European Aggregate Corporate Index)、2023年11月末時点。

<sup>4</sup> 出所：JPモルガン、Bloomberg US Corporate High Yield Index、2023年11月末時点。

<sup>5</sup> 出所：ブルームバーグ、Refinitiv Global Convertibles Focus Index、2023年11月末時点。

証券化商品

米国のエージェンシー MBSのスプレッドは11月に縮小し、FRBによるMBSの購入が終了し、米国の銀行によるMBSの購入が減少していることから、MBSの供給を消化するのに市場が引き続き苦しんでいることを背景に、ここ数カ月にわたりスプレッドが拡大していましたが、このトレンドが反転しました。新規発行のカレント・クーポンのエージェンシー MBSのスプレッドは、前月の177bpsから22bps縮小し、米国国債を157bps上回る水準となりました。イールドカーブがブル・フラット化する中で、高クーポンのMBSが低クーポンのMBSをアンダーパフォーマンスしました。FRBが保有するMBSは、160億ドル減少して2兆4,400億ドルとなりました。米国の銀行が保有するMBSは、2兆5,800億ドルで実質的に変わっていませんが、銀行の保有額はそれでも2022年初めから4,000億ドル以上減少しています。新規発行が堅調であったにもかかわらず、証券化クレジットのスプレッドは11月に引き続き縮小しました。私たちの欧州の証券化クレジットの保有額は、11月にやや減少しました<sup>6</sup>。

「政策金利を長期にわたり高水準に維持する」ことにより、家計のバランスシートが引き続き悪化し、消費者ローンABSに対してストレスがかかり、商業用不動産の借り手に対してさらにストレスがかかるが見込まれます。住宅ローン・クレジットについては、ほとんどの借り手が非常に低い住宅ローン金利で30年の固定ローンを組んでおり、ここ数年間にわたり住宅価格が上昇していることにより、住宅保有者のホームエクイティが上昇していることから、この資産クラスへの投資機会はより魅力的なように見えます。私たちは、スプレッドが足元でワイドであることから、米国のエージェンシー MBSを保有することを選択します。

証券化商品の利回りは、歴史的に見て拡大した水準で推移しており、これらの拡大したスプレッドは、現在の市場リスクに対して十分すぎる対価を提供していると考えられます。景気後退のリスクが存在しているにもかかわらず、クレジット市場を取り巻くファンダメンタルズは安定して推移しています。ただし、多くの資産クラスにおいて延滞が徐々に増加しています。過去の実績からすると、延滞は全体的に低水準で推移しており、延滞やデフォルトの水準は、これらの証券の大部分に対する脅威にはならないと考えられます。住宅の値ごろ感が薄れていますが、米国のノンエージェンシー RMBSは依然として私たちが選好するクレジット・セクターです。安定した家計のバランスシートや雇用の見通しにより、借り手の信用力が支えられており、保守的なローン貸し出し基準が続いていることも住宅ローン債権の信用力を支えています。私たちは、商業用不動産（特にオフィス）に対して慎重な姿勢を維持しています。オフィス物件はコロナ禍後においても引き続き悪影響を受けています。欧州の証券化商品の保有ポジションに対して、慎重な見通しを維持しています。

<sup>6</sup> 出所：ブルームバーグ、2023年11月末時点。

上記は本資料作成時点（2023年12月上旬）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2023年11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](http://www.morganstanley.com/im/jp)