

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8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。

7月のレビュー

- ✓ 債券市場は7月も堅調な展開となりました。インフレや経済指標の鈍化を受け、各国中央銀行がまもなく利下げに踏み切り、予想よりも利下げペースを加速させるとの見方が広がる中で、国債利回りの低下基調が続きました。経済活動の緩やかな減速を受け、中央銀行が金融引き締めを弱める余地が高まりました。7月末にかけて、イールドカーブのステイプ化も進みました。投資家による早期かつより大幅な利下げ観測が高まりました。また、特に米国政府の財政政策や公的債務に対する見通しの変化が始めました。

先進国市場アウトルック

- ✓ 最近発表された経済指標を受け、米国債利回りは大幅に低下しました。7月に発表された経済指標がインフレの鈍化傾向を示したため、米連邦準備制度理事会（FRB）は二大責務の一つ（完全雇用）を実現することに注力できるようになりました。こうした中で、労働市場の軟化が更なる緩和につながる可能性があることから、市場は労働市場の軟化を示す兆候に敏感になっています。雇用統計や景気動向調査は、2024年の成長率が潜在成長率並み（2%前後）になる可能性が高いことを示している一方で、失業率のような経済動向を迅速に反映する指標は緩やかに上昇しています。米国では毎月10万人以上の雇用が創出されていますが、ここ2年間で大量の移民が流入したため、データを正確に解釈することが困難となっています。
- ✓ FRBはこれまで、金融政策は「経済指標次第」との姿勢を維持してきましたが、その姿勢の変化を正当化する経済指標がようやく出始めています。一方、米国以外では、スイス国立銀行、スウェーデン国立銀行、カナダ銀行、欧州中央銀行（ECB）などの多くの中央銀行がすでに利下げを開始しています。現時点で、FRBを含むこれらの中央銀行の利下げ幅と利下げペースに大きな注目が集まっています。手元の情報によると、英国やユーロ圏などではサービス・インフレや賃金の伸びが高止まりしているため、各国中央銀行は慎重に利下げを進めるものと予想されます。実際に、最近ではカナダ

やユーロ圏でインフレ率が予想を上回っており、インフレ・リスクが根強く残っていることを示唆しています。

- ✓ 中央銀行が将来の金融政策について事前にコミットすることはありませんが、債券投資家は将来の金融政策に対して楽観的な見方を強めています。債券市場は、9月、11月、および12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）でそれぞれ利下げが行われることをほぼ完全に織り込んでいます。さらに、2025年の各四半期にそれぞれ1回ずつ利下げが行われることも織り込んでいます。一方、ECBは年内にあと2回以上の利下げを行うことを市場は織り込んでおり、2025年末までに約6回の利下げを織り込んでいます。上記のシナリオは決して実現不可能というわけではありませんが、積極的な利下げが行われるには、経済指標が悪化し、深刻な景気後退の可能性が高まる必要があると考えます。
- ✓ 各国中央銀行の今後の利下げ幅と利下げペースについては、まだ不透明な部分が多い状況です。短期的には、債券は引き続き好調に推移する可能性があります。ただし、上昇相場が続くには、経済指標が大幅に悪化し、景気後退の可能性が高まり、各国中央銀行がこれまでの保守的なアプローチを変更する必要があると考えられます。長期的に米国と世界の10年債利回りがどの水準で推移するかについては、各国中央銀行の金融緩和の度合いに左右されると見込まれます。
- ✓ 6月に続き、7月に入っても金融市場は政治情勢による影響を受けました。ドナルド・トランプ共和党候補に対する暗殺未遂事件や、バイデン大統領の選挙戦撤退などが波乱要因となりました。暗殺未遂事件を受け、共和党が議会の過半数を占めるとの見方が市場で優勢となった一方、ハリス副大統領が立候補を表明したことで、ハリス氏とトランプ氏の支持率が拮抗する状況となりました。ただし、ハリス氏の政策綱領については不透明な部分もあります。これまでと同様に、私たちは引き続き状況を注視し、最新情報に基づいて適切な判断を行っていく方針です。

クレジット市場アウトック

- ✓ クレジットに関しては、クレジット・スプレッドは妥当な水準であるとの見方を維持しています。長期的な視点で見ると、クレジット・スプレッドは割高であるように思われますが、ファンダメンタルズを踏まえると、割高ではないと考えられます。経済成長が堅調であり（ほぼ予想通りの水準となっている）、各国中央銀行が緩やかな利下げに着手し始めていることを考慮すると、スプレッドが大幅に拡大すると考える理由は存在しません。利回りを求める動きが続いているため、これがスプレッドの拡大を抑えると見込みますが、私たちはオールイン利回りの水準と、それが社債の需要に及ぼす影響を注視しています。社債の利回りがさらに低下すれば、特に景気後退の可能性が高まるシナリオでは、社債に対する投資需要も低下し始めるため、結果としてクレジット・スプレッドが拡大する可能性があります。一方で、このリスクは、各国中央銀行の姿勢が利下げ方向に傾いていることにより相殺される可能性があり、これによりスプレッドの拡大リスクが後退すると見込まれます。ポートフォリオでは、引き続きクレジットを小幅なオーバーウェイトとしています。

新興国市場アウトック

- ✓ 新興国市場の現地通貨建て債券のリターンはまちまちとなりました。デュレーションがプラスのリターンを生み出した一方で、通貨のリターンはまちまちとなりました。アジアでは、FRBの金融政策に敏感に反応する中央銀行が、近いうちに金融政策の緩和に踏み切る可能性があります。また、FRBの利下げ観測が高まったことにより、現地通貨に対する下落圧力が緩和されています。ラテンアメリカでは、国債利回りが低下しましたが、ブラジルレアルやメキシコペソなどの一部の通貨は、7月後

半に起きたキャリートレードの巻き戻しによって大幅に下落しました。私たちは、リスク・リターン特性が良好と思われる固有の機会に引き続き注目しています。

証券化商品アウトLOOK

- ✓ 世界経済と政策の不透明感を踏まえ、短期（0～5年）の証券化クレジットに投資妙味があると見ています。住宅ローン担保証券（RMBS）、資産担保証券（ABS）、オフィス・セクターを除く商業用不動産担保証券（CMBS）など、健全な担保を有する高利回り証券に注目しています。米国の家計全体の中でも特に高い信用力を持つ米国の家計は、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、少なくとも高クーポン債については、投資適格社債と比較して投資魅力度を有していると見られ、米国債をアウトパフォーマンス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。7月には、金利差の縮小により、米ドルが他通貨に対して下落しました。米国と他国との経済格差が縮小し、FRBの利下げ観測が高まっていることは、米ドルの下落圧力となります。一方、景気後退懸念が再燃した場合、質への逃避が加速する可能性もあります。ただし、現時点でどの国・地域が世界経済の牽引役を担うかは依然として不透明です。欧州と中国では軟調な経済指標が続いており、構造的な問題も存在します。新興国市場は引き続き固有の課題（および機会）に直面しています。株式市場のボラティリティの上昇、通貨当局による為替介入、日銀のタカ派転換、および米国の政治的不透明感などを受け、7月半ばにキャリートレードの巻き戻しが起こりました。ファンダメンタルズと相対バリュウの明確な違いにより、ミスプライシングが発生しており、私たちはこうしたミスプライシングを利用して超過収益を獲得することを目指します。

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