

# 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7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。

## 6月のレビュー

- ✓ 債券市場は、6月もボラティリティの高い展開となりました。経済指標の中でも、特に米国のインフレ率が再び低下基調を示し、経済の「ソフトランディング」シナリオが再度台頭し、米連邦準備制度理事会（FRB）が年内に1回以上、来年には複数回の利下げを実施するとの観測が強まる中で、主要国の国債利回りは再び低下しました。「ソフトランディング」とは、インフレ率の低下、政策金利の引き下げ、潜在成長率並みの成長を伴う経済状況を指します。またソフトランディングでは、失業率にわずかな上昇圧力がかかります。これらのシナリオは、債券全般にとって、特に社債や証券化クレジットなどのスプレッド・セクターにとっては非常に好ましいものとなります。

## 先進国市場アウトルック

- ✓ 最近の経済指標を受け、米国債利回りは4月末時点の水準よりも大幅に低下しています。GDP成長率は低調で、雇用統計はまちまちの内容であり、雇用者数の伸びは堅調であるものの、新規失業保険申請件数や失業率などの指標は、緩やかな増加に留まっています。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ます。現時点では、足元の労働市場は底堅く推移しています。それがどの程度まで底堅いかを正確に表現することはできないものの、雇用者数の伸びは毎月20万人台を維持しており、家計所得の伸びはインフレ率を上回っているため、FRBが急いで利下げに踏み切る必要があるとは考えにくい状況にあります。更に、ここ2年間に渡る米国の大規模な移民受け入れがデータを歪めている可能性があるため、正確な状況を把握することが難しくなっています。
- ✓ FRBは、金融政策の決定が経済指標次第との姿勢を維持しており、ポルトガルのシントラで開催された欧州中央銀行（ECB）年次フォーラムでパウエルFRB議長が示唆したように、FRBは政策を判断する上で経済指標からさらなる確信を得たいと考えています。しかし、市場ではFRBの利下げ開始時期に注目が集まっています。オーストラリアと日本以外に、利上げを検討している中央銀行はあ

りません。スイス、スウェーデン、カナダ、ECB が利下げを実施していますが（スイスは複数回）、他の中央銀行が利下げを開始するのも時間の問題であると考えられます。問題は、それらの中央銀行がいつ利下げに踏み切り、利下げ幅がどの程度になるかということです。実際に、オーストラリアとカナダでインフレ率が加速したことや、ラガルド ECB 総裁が物価上昇圧力に懸念を示したことなどを踏まえると、インフレ見通しが改善しない限り、利下げは緩やかなものにとどまり、せいぜい四半期に 1 回程度になる可能性があります。ユーロ圏のサービス・セクターのインフレ率は現在 2.9%で推移しており、欧州の賃金上昇率は依然として高いことを踏まえると、ECB が積極的に利下げを行うと想定することは難しいと考えられます。

- ✓ FRB が利下げ開始に慎重な姿勢を示しているにもかかわらず、債券投資家は FRB が年内に利下げに踏み切るとの楽観的な見方をしています。債券市場が織り込む米国の年内の利下げ回数は最大 2 回で、これまでの 1 回未滿から増加しました。この予想は、概ね妥当な水準であると考えられますが、パウエル議長の経済指標次第とのスタンスを踏まえると、現在は利下げを急ぐ状況にはありません。また、サービス・セクターのインフレ率が高止まりしていることも、利下げを急ぐ状況にはないことを示しています。現在の見通しとしては、利下げはいずれ実施されるものの、まだ適切な時期ではないと考えられます。
- ✓ FRB が利下げに慎重な姿勢を示していること、米国やその他の地域でどの程度の金融緩和が行われるかが明確ではないこと、逆イールドが続いていることなどを踏まえると、短期的に長期債利回りが大きく低下する可能性は低いと思われます。米国 10 年国債利回りは 4.25%~4.70%のレンジ内で推移するように見えますが、利回りの上限は 4.50%程度になる可能性があります。長期的に見て、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。例えば、FRB が 4.50%までしか利下げを行わない場合、米国 10 年国債利回りが 4.25%を下回る水準まで低下することは難しいと考えられます。ただし、仮に景気が大幅に減速し、FRB が 3.50%まで利下げを行った場合、米国 10 年国債利回りは 3.75%を下回る水準まで低下する可能性があります。
- ✓ 金融政策の不確実性に加え、政治的な要因も債券市場の見通しを不透明にする要因となっています。6 月は世界中で政治に注目が集まりました。例えば、予想外の結果となったフランス議会選挙や、メキシコの選挙、米国大統領選の討論会など全てが、2025 年以降の見通しを変える要因になりました。政治情勢の変化により、これまでとは大きく異なる経済政策が実施される可能性があり、そのことが利回りやスプレッドに重大な影響を与える可能性があります。私たちは状況を注視し、より慎重になる必要があるため、様子見姿勢を維持する方針です。

## クレジット市場アウトック

- ✓ 国債利回りが大きく変動しているにもかかわらず、株式とクレジット・スプレッドは 6 月に不安定な動きながらも底堅く推移したように思われます。長期的な視点で見ると、ほとんどのクレジット・スプレッドが割高であることは間違いないものの、ファンダメンタルズを踏まえると、それほど割高ではないと考えられます。経済成長が堅調であり（世界の多くの地域で改善している）、各国中央銀行が緩やかな利下げに着手し始めている（または間もなく着手すると見込まれる）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、スプレッドの拡大が抑えられると見込まれますが、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。しかし、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ます。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にオーバーウェイトとしつつ、マクロ要因によるスプレッド拡大のリスクよりも、個別企業のリスクを注視しています。

### 新興国市場アウトLOOK

- ✓ 新興国市場（EM）の現地通貨建て債券のリターンは、いくつかの新興国通貨が大幅に下落したため、まちまちの結果または低調な結果となりました。新興国の中央銀行は先進国に先んじて利下げを行ってきましたが、状況は変化しています。ほとんどの新興国の中央銀行は利下げを停止しているか、または利下げペースを落としています。ブラジルを例にとれば、経済政策の不確実性を考慮し、中央銀行は利下げサイクルを停止しています。多くの場合、新興国のインフレ率が先進国よりも速いペースで低下するかどうかは、もはや不透明です。また、新興国の中央銀行が積極的に利下げを行うかどうか不明です。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ると、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、オフィス・セクター以外の）など、より高い利回りと健全な担保を有する、より短期（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。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考えられ、米国債をアウトパフォーム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。6月は米ドルが堅調な展開となりましたが、これは世界中の多くの国でリスクが高まったためでした。米国経済は先進国各国の平均並みに向かって減速していますが、その他の中央銀行はFRBに先行して利下げを実施しています。世界経済の見通しは（低い水準からのスタートとなるものの）米国経済の見通しよりも良好となっていることから、米国経済が相対的に好調な局面は終わりつつある可能性があります。米国経済の優位性が弱まると判断するには時期尚早ですが、米ドルが世界の主導権を手放す下地は整いつつあります。問題はどの国がその座を奪うかということです。新興国の一部が重大な固有リスク（および機会）に直面している一方で、米国は他の先進諸国に対する金利の優位性を維持しています。米ドル以外の通貨への最良の投資機会、米ドルに対する明確なファンダメンタルズと相対的なバリュエーションの違いが見られる状況で発生します。従って今のところ、為替リスクを取ることは慎重な姿勢を維持しています。

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