

# 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10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。

## 9月のレビュー

- ✓ 債券市場は9月全体を通じて非常に堅調なパフォーマンスとなりました。ほとんどの国債市場で利回りが低下したほか、クレジット・スプレッドも若干縮小しました。8月とは異なり、9月には米国以外の国債市場が特に堅調に推移し、これらの市場では利回りが10 ベーシス・ポイント以上低下しました（英国と日本を除く）。経済指標は引き続き低調となり、特に欧州の成長見通しに対する懸念が高まりました。米国では、7月の雇用統計が市場予想を下回る結果となって以降、労働市場の動向に注目が集まっています。8月の米国の労働市場指標がさらなる悪化傾向を示さなかったのはポジティブではありますが、ほとんど改善は見られませんでした。市場参加者の間では、労働市場の減速傾向が続く可能性が懸念されています。過去の状況を見る限り、失業率は一旦上昇し始めると（現在は失業率が上昇し始めている）、米連邦準備制度理事会（FRB）が政策面で介入するまで、またはその他の財政政策が実施されるまで、上昇し続ける傾向があります。現時点では失業率の上昇を抑える要因が存在しているため、足元の水準はそれほど警戒すべきものではないと考えられますが、それでも、FRB はリスク管理者として世界で最も重要な役割を担う中央銀行であり、現在の状況に十分な注意を払う必要があります。
- ✓ また、実際に、FRB は十分な注意を払っていたと言えます。FRB は9月の連邦公開市場委員会（FOMC）で0.5%の利下げに踏み切り、年内にさらに0.5%の追加利下げを行う可能性を示唆しました。これを受けて市場は大幅に上昇しました。2024年6月の時点では、FRB が年内に0.25%の利下げを1回だけ行うことを想定したため、当時と比べて政策姿勢は大きく変化したと言えます。市場では、9月のFOMCでそれほど積極的でない（0.25%）の利下げが実施されるとの見方が優勢でした。インフレ率が低下し、失業率が上昇している中で、FRB が0.5%の大幅利下げに踏み切ったことは、政策金利が過度な引き締め水準にあると懸念していたことを示唆していると考えられます。同様に、欧州中央銀行（ECB）もインフレ環境の改善と成長見通しの下振れを理由に、追加利下げを実施しました。

## 先進国市場アウトLOOK

- ✓ FRB の行動は注目に値します。FRB は経済が大幅に減速する兆候を示す、または失業率が大幅に上昇する前に、先手を打って金融引き締めを緩和しました。米国の経済成長率が長期目標に徐々に近づいており、インフレ率が物価目標の 2%に向けて低下しつつある中で、金融引き締め政策を継続する必要はもはやなくなったと言えます。つまり、経済が「正常に」機能しているならば、政策金利も正常な水準を反映すべきではないでしょうか？パウエル議長は 9 月の FOMC 後の記者会見で、金融政策を「再調整」する考えを示しました。市場参加者の注目点は、どの程度の再調整が妥当なのかということです。市場は、年内および来年に大幅な利下げが行われることを織り込んでおり、FF 金利は 2026 年初めまでに 3%まで低下すると予想されています。これは非常に大胆な予測であると言えます。米国のインフレ率は物価目標の 2%を依然として上回っており、GDP 成長率が堅調に推移している中で、どの程度の利下げが必要かはまだ定かではありません。1%の利下げは比較的实施可能です。仮に政策金利を 4.5%としたとしても、この水準は依然として引き締め水準であるからです。ただし、仮に FRB が政策金利を 4%未満に引き下げるには、より説得力のある根拠が必要となります。例えば、労働市場がさらに悪化した場合、もしくはインフレ率が物価目標にまで急低下した場合には、大幅な利下げが正当化されると考えられます。このシナリオが実現する可能性はあるものの、現時点では私たちの基本シナリオではありません。
- ✓ 米国債利回りは 3.8%前後で推移しており、これは年初とほぼ同じ水準です。経済指標が大幅に悪化しない限り、米国債利回りがさらに低下する可能性は低いと考えられます（例えば、失業率が FRB の失業率見通しのピーク水準である 4.4%を超えて上昇するなど）。市場がすでに織り込んでいる利下げ幅を踏まえると、米国債利回りがさらに低下する可能性は低いと考えられます。その一方で、米国の雇用者数の伸びは鈍化傾向を示しており、このことは米国債利回りが 7-9 月期に低下基調をたどったことと整合していると言えます。いずれの場合でも、市場の動きや政策当局の反応は経済指標次第であるため、今後もボラティリティの高い展開が続くと見込まれます。米国債のデューレーションに関しては、中立またはややアンダーウェイトのポジションを取ることが適切であると考えられます。一方で、米国外に魅力的な投資機会が存在しており、欧州（経済が弱含みで推移し、中央銀行が利下げを行っています）やアジア（ニュージーランドなどの国で経済が減速しており、利下げサイクルが遅れています）に注目しています。

## クレジット市場アウトLOOK

- ✓ クレジット市場は引き続き良好なパフォーマンスとなっています。米国の堅調な名目・実質成長率、インフレ率の低下、金融緩和、および生産性の向上を示すデータなどを踏まえると、クレジット投資に非常に適した環境が整っていると考えられます。こうした良好な環境にもかかわらず、投資適格社債とハイイールド社債のクレジット・スプレッドはそれほど縮小していません。投資適格社債とハイイールド社債のクレジット・スプレッドは過去のレンジと比べて縮小した水準にあるため（欧州の投資適格社債がより魅力的であるように見えるものの）、ここからさらにスプレッドが縮小する可能性は低いと考えられています。市場ではパフォーマンスの劣後する銘柄に対する厳しい評価が強まっています。10-12 月期にはクレジット・スプレッドが横ばいで推移する可能性が高いため、銘柄選択がより重要になると考えられます。銘柄選択の失敗によって損失を被った場合、それを取り戻すことは困難です。
- ✓ 私たちのクレジット戦略では、問題のある企業を回避しつつ、過度なリスクを取らずに、できるだけ高い利回りを確保することを目指しています。経済成長が底堅く推移し、中央銀行が利下げを行っている局面では、スプレッドが大幅に拡大すると考える理由はほとんどありません。利回りを求める動

きが続いているため、スプレッドの拡大は抑えられると見込んでいるものの、社債に対する需要が後退すれば、スプレッドに拡大圧力がかかる可能性もあります。しかしながら、中央銀行が利下げを行っており、景気後退の可能性が低下しているため、このスプレッドの拡大リスクが抑制されることが見込まれます。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おり、格付けの高いクレジットを重視しています。

### 新興国市場アウトLOOK

- ✓ 新興国市場（EM）の現地通貨建て債券も9月に堅調なリターンとなり、一部の国は非常に好調なパフォーマンスを示しました。経済見通しが良好であり、成長が適度な水準にあり、インフレ率が低下しており、中央銀行が利下げを行うことができ、かつ利下げに意欲を示している場合、その国の債券価格は上昇する傾向があります。しかし、社債と同様に、市場が失望した場合、債券や通貨は大幅にアンダーパフォームする可能性があります。国と銘柄の選択が引き続き重要となっています。メキシコとブラジルについては、不安定な政治情勢（メキシコ）と財政リスク（ブラジル）が懸念材料となっており、両国の債券への投資を引き続き控えています。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おり、ドミニカ共和国、コロンビア、およびペルーなどに投資機会を見出しています。

### 証券化商品アウトLOOK

- ✓ 米国の不動産担保証券（MBS）などの証券化クレジット関連に投資妙味があると引き続き考えています。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ことを見込まれます。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維持していると見られ、米国債をアウトパフォームする可能性があると考えられます。社債のポジションと同様に、欧州でスプレッドが縮小していることや、マクロ経済リスクが高まっていることを踏まえると、証券化クレジットについても、より信用力の高い銘柄にシフトするほか、米国以外の銘柄からのシフトを検討しています。

### 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。米国の金利低下を受け、米ドル安が進んだものの、今後の利下げ幅についてはそれほど確信が持てません。FRBは雇用の最大化を目指しているため、労働市場がさらに悪化すれば、FRBは景気が鈍化している国の中央銀行以上にハト派姿勢を強める可能性があります。米国経済は減速しているものの、依然として他の多くの国々よりも高い成長率を維持しています。FRBが追加利下げを行えば、米国経済の押し上げ要因となり、米ドルが上昇する可能性もあると考えられます。
- ✓ ただし、現時点でどの国・地域が米国に代わって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に直面しています。これらの国々の通貨は、米国の金融緩和によって上昇圧力がかかっているものの、それぞれの国が抱える様々なリスクにも晒されています。G7の中央銀行の金融緩和により、投資家のリスク選好度が高まっていますが、こうしたリスクテイクの動きが各国固有のリスクを克服できるかどうかは不透明です。運用チームはファンダメンタルズと相対バリューの明確な違いにより発生する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