

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9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。

8月のレビュー

- ✓ 債券市場では8月前半にボラティリティが極端に高まったものの、8月全体では前月に続いて堅調なパフォーマンスとなりました。全体的に国債利回りの低下が続き、特に米国債利回りの低下が目立ちました。予想を下回る経済指標が相次ぎ、中央銀行のハト派姿勢をサポートする格好となりました。すでに利下げを開始した国では、追加利下げ観測が高まりましたが、より重要なことは、米国連邦準備制度理事会（FRB）が9月の連邦公開市場委員会（FOMC）で利下げに踏み切るとの見方が優勢となったことです（訳注：当コメントは9月上旬時点のものです）。
- ✓ 8月前半に市場のボラティリティが急上昇した背景には、米国経済と世界経済の見通しが大きく変化したことが挙げられます。米国で予想を下回る経済指標が相次ぎ、特に7月の非農業部門雇用者数の伸びが予想以上に鈍化したことや、日銀が大方の予想に反して追加利上げに踏み切ったことなどが、ボラティリティの急上昇につながったと考えられます。VIX 指数（市場のボラティリティ/投資家の不安心理を示す指標）は7月31日の16.36から8月5日には38.57まで急上昇し、その後8月15日には15に低下しました¹。このように市場が不安定に推移する中で、米国債利回りは大幅に低下しました。興味深いことに、8月前半にクレジット・スプレッドが急拡大し、株価が急落したにもかかわらず、8月全体ではクレジット・スプレッドはほぼ変化せず（あるいは小幅に縮小）、S&P500 指数は上昇しました。しかし、VIX 指数が急上昇したことは、景気後退リスクや金融政策の方向性に対する市場の見方が大きく変化したことを反映しています。

先進国市場アウトルック

- ✓ 市場では8月に入るまで、景気後退リスクへの懸念はそれほど高まっていませんでした。確かに、生産および雇用の観点から米国経済は減速しているように思われたものの、市場参加者の間では、ソフ

¹出所：Bloomberg、2024年8月31日現在

トランディング、潜在成長率並みの成長、インフレ率の低下、安定した失業率などが最も可能性の高いシナリオだと考えられていました。しかし、米国で予想を下回る経済指標が相次ぎ、世界経済全体が力強さを欠き、AI 関連銘柄を中心に上昇していた株価が失速する中で、債券利回りは低下し、年内の大幅な利下げ観測が台頭しました。米国の経済指標が著しく悪化するという明確な兆候が見られなかったにもかかわらず、年内の大幅な利下げ観測が浮上しました。我々は米国経済は 2024 年に減速すると考えますが、2023 年の経済が堅調であったことを踏まえると、この減速は予想の範囲内であると言えます。しかし、失業率が上昇（運用チーム、もしくは FRB の予想よりも速いペースで上昇）していることから、経済の先行きに対する市場の見方が変化しました。FRB は「物価の安定」と「雇用の最大化」というデュアルマニデートを採用しています。FRB と債券市場は、米国の労働市場の軟化が、より深刻な事態を引き起こす恐れがあることを危惧しています。米国のインフレは十分に抑制されているように見えるものの、利下げ時期と利下げ幅を判断する上では、労働市場の見通しが重要な要因となっています。失業率がすでに上昇し始めていることから、FRB は 9 月に利下げを開始すると見込まれます。パウエル FRB 議長は 9 月の FOMC で利下げに踏み切ることをはっきり明言しました。これを受け、市場参加者の間では FRB の利下げ幅と利下げペースについて活発な議論が行われています。

- ✓ 経済の先行きに悲観的な市場参加者は、景気後退が間近に迫っていることを懸念しており、FRB が積極的な利下げを行うべきであると考えています。9 月に 0.5% の利下げを行い、年内に合せて 1.0% の利下げを行うことが適切であるとの見方があり、実際に 9 月は 0.5% の利下げが行われました。一方、より楽観的な市場参加者は、インフレ率の低下や今後の景気見通しを踏まえると、政策金利は高すぎるものの、経済が依然として底堅く推移しているため積極的な利下げは時期尚早である、と考えています。現時点で、市場が織り込んでいる利下げペースは、悲観的な市場参加者の見方を反映しているように思われます。市場は、9 月、11 月、12 月の FOMC での利下げと、2025 年の複数回の利下げを完全に織り込んでいます。欧州中央銀行やカナダ銀行を含むその他の中央銀行も、今後 12 カ月間で大幅な利下げを行うと予想されています。景気後退やハードランディングといった悲観的なシナリオは市場に織り込まれていると言えます。足元の経済指標は景気が減速していることを示唆しているため、こうした悲観的なシナリオが実現する可能性があるものの、積極的な利下げが行われるかどうかは、今後の経済指標が実際に悪化するかどうかによって左右されます。概して、現時点で債券市場が織り込んでいるような積極的な利下げは、深刻な景気後退が発生した場合にのみ行われると考えられます。とは言え、政策金利は高すぎる水準にあるため、利下げが行われることはほぼ間違いありません。私たちは、市場が予想以上に急速かつ大規模な利下げを織り込んでいることを懸念していますが、債券の強気相場に対して反対の立場を取るのは時期尚早であると見ています。実際に、米長期国債利回りは政策金利が 4% を下回ることをすでに織り込んでいます。
- ✓ 今後の展望として、世界各国の中央銀行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と言えます。短期的に見て、債券は引き続き堅調なパフォーマンスを示すと考えられます。ただし、債券の上昇相場が続くためには、経済指標が大幅に悪化し、景気後退の可能性が高まり、各国中央銀行が利下げに対する慎重な姿勢を改める（つまり、積極的な利下げを検討する）必要があるという考えに変わりはありません。長期的には、米国と世界の 10 年債利回りがどのような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よって左右されると見込まれます。現時点では、デュレーションに関しては中立近辺のポジションを取ることが適切であると考えられます。また、米国債利回りは、経済見通しが下振れている国（英国、カナダ、ニュージーランドなど）の国債利回りとは比べてやや低い水準にあるように思われます。

クレジット市場アウトLOOK

- ✓ 上述したように、市場のボラティリティが上昇し、経済見通しに対する不安が高まり、さらには投資適格社債とハイイールド社債の利回り格差が過去のレンジと比べて縮小した水準にあるにもかかわらず、クレジット市場は8月に好調なパフォーマンスとなりました。金利市場は景気悪化懸念を反映した動きとなっていますが、クレジット市場は景気の先行きに対してそれほど懸念を示していないように思われます。ただし、クレジット市場の参加者の間では、仮に景気が急激に悪化した場合、FRBがサポート材料を提供し、深刻な経済の悪化を阻止するとの見方があり、このことがクレジット市場の好調なパフォーマンスにつながった可能性があります。
- ✓ クレジットに対する私たちの見方に変化はありません。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理由は見当たりません。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、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、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LOOK

- ✓ 新興国市場（EM）の現地通貨建て債券は概ね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、その国の債券は上昇する可能性があります。しかし、社債と同様に、悪材料が出たり、市場が失望したりすると、債券や通貨は大幅に下落する場合があります。要因別パフォーマンスはまちまちとなり、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。ラテンアメリカでは、8月にFRBが利下げの可能性を示唆したにもかかわらず、メキシコとブラジルの国内要因を背景に、両国の債券と通貨が下落しました²。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、不動産担保証券（MBS）やその他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が見込まれます。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ムすることが見込まれます。

² 出所：Bloomberg、2024年8月31日現在

為替市場アウトック

- ✓ 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。米国債利回りが他国の国債利回りと比べて大きく低下する中で、米ドル安が進みました。FRB は雇用の最大化を目指しているため、失業率の上昇を受けて FRB は利下げに踏み切ることが見込まれます。したがって、今後も米ドル安の傾向が続く可能性があります。他の中央銀行については、インフレ圧力が根強く残る中で、FRB と同じペースで利下げを進めることは難しいでしょう。しかし、米国経済は減速しているものの、その他ほとんどの国の経済成長率を上回っています。FRB が利下げを進めれば、やがて米国経済は力強さを取り戻し、米ドルも上昇する可能性があると考えられます。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、日本の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、8 月半ばにキャリートレードの巻き戻しが起こりました。運用チームは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。現時点では、米ドルは引き続き下落圧力にさらされる可能性があります。

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