

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 | 2026 年 2 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。

資産クラス別の見通しとポジショニング

【先進国金利／外国為替】

（デュレーションは中立、イールドカーブはスティープ化、米ドルはアンダーウェイト）

- ✓ 最近のインフレ・リスクに対する再評価と、世界的な金利のボラティリティの安定化を踏まえ、先進国市場全体でデュレーションについては中立的なスタンスを維持しています。そのうえで、特定の地域に焦点を当てた戦略的なポジションを組み合わせています。
- ✓ 次期、米国連邦準備制度理事会（FRB）議長にケビン・ウォーシュ氏が指名されたことで、FRB の信頼性についてのテール・リスクは低下し、金利が急激に再評価されるよりも、一定のレンジ内で推移する可能性が高まりました。このような環境下では、引き続きキャリー収益がリターンの主な源泉になると予想していますが、キャリー収益を獲得できる投資機会は、地域によって大きく異なっています。
- ✓ 米国市場では、米国債のデュレーションおよびイールドカーブの双方について、現時点では中立の見方を維持しています。これはタームプレミアムの上昇を背景としたスティープ化の大部分は、すでに織り込まれたとの見方を反映したものです。
- ✓ 米国 10 年国債利回りの想定レンジは、引き続き 3.95~4.25%としており、足元の利回りはこのレンジの上限付近で推移していますが、現時点ではデュレーションを長期化するには至っていません。財政赤字の継続、旺盛な国債発行、中央銀行のバランスシート需要の減少といった構造的要因により、イールドカーブのスティープ化の圧力は依然として続いています。最近の価格の再調整を経て、短期的にはリスク・リターン特性は以前より均衡した状況になっていると考えます。
- ✓ 2026 年に向けた米国のマクロ経済は引き続き堅調であり、実質 GDP 成長率は一貫して市場予想を上回っています。そして高頻度指標は、底堅い消費、健全な実質所得の伸び率、極めて拡張的な財政状況に支えられ、高い水準の名目経済成長率を示しています。このような背景から、市場が織り込む

FRB の政策見通しは、ややハト派的過ぎると見ています。2026 年には 2 回程度の利下げが織り込まれており、その場合、政策金利はわずかに引き締めの水準にとどまる見通しですが、市場で織り込まれている利下げ見通しが完全に実現するとは考えていません。

- ✓ インフレ連動債市場では、インフレヘッジのポジション解消を受けて、ブレイクイーブン金利については中立的な見解を維持していますが、バリュエーションがより魅力的となった場合には、再びポジション構築する柔軟性を維持しています。
- ✓ 米国以外では、ドイツとフランスにおいて、引き続きイールドカーブのスティープ化を狙ったポジションを保有しています。主に 5-30 年債および 10-30 年債のゾーンが対象で、構造的な要因から長期ゾーンに圧力がかかり続けているため、米国のイールドカーブよりも魅力的なキャリー収益とロール収益を提供していると考えます。
- ✓ 同様のスティープ化を想定した戦略は、英国と豪州でも維持しています。財政動向や国債発行構造から、単純なデュレーションのロングよりも、イールドカーブを活用した戦略の方が相対的に有効であると考えています。
- ✓ 日本市場については、年初に金融政策の正常化が再評価されたことを受け、現在はデュレーションに対して中立のスタンスとしています。市場は日本銀行の政策の方向性を相応に織り込んできましたが、需給面のテクニカル的な弱さや国債発行ニーズの上昇といった要因のため、引き続き日本は他の先進国金利市場とは異なる状況にあると見ています。
- ✓ 外国為替市場では、米ドルについては、引き続き戦術的に弱気の見解を維持しています。これは、FRB が他の中央銀行と比べて早期に緩和へ転じる可能性があることや、関税に起因するインフレ動向、さらに米国株式に向かって海外からの対米投資資金フローがシフトすることにより従来型の米ドル需要が弱まっていることを反映したものです。
- ✓ また、高いキャリーを期待できる新興国通貨へのエクスポージャーを拡大しています。具体的には、一部の総合型運用の口座においてメキシコ・ペソを中心としたポジションを取っており、より広範囲ではブラジル・レアルへの投資も行っています。これらのポジションは、ボラティリティが落ち着いている状況下では、キャリー主導の為替戦略が引き続き成果を上げるとの見解を反映したものです。ただし、政策面および地政学的リスクが残っていることから、引き続き選別的な姿勢を維持しています。

【新興国市場】

(オーバーウェイト)

- ✓ 2026 年において、新興国市場のソブリン債および社債は、引き続き魅力的な投資対象となっていると考えます。特に、キャリー収益とインカム収入がリターンの主な原動力となるような穏やかなグローバル経済の環境下では、その傾向が顕著です。
- ✓ 複数の国々で見られるインフレ低下、高水準の実質利回り、信頼性の高い改革の勢いが良好な投資環境を支えており、特に現地通貨建ての市場では、バリュエーションも魅力的な状況が続いていると見ています。
- ✓ 多くの新興国通貨も米ドルに対して割安な水準を維持しており、選別的なエクスポージャー取得の必要性を裏付けています。ただし、国ごとのばらつきは依然として大きく、各種政策の規律と国の選別が重要となります。信頼できる金融政策の枠組みがあり、ファンダメンタルズが改善傾向にあって、先進国市場に対して魅力的な実質利回り格差を示す市場を優先する方針です。

【社債】**(投資適格社債はアンダーウェイト、ハイイールド社債はややオーバーウェイト)**

- ✓ 投資適格社債については、引き続きアンダーウェイトを維持していますが、これはファンダメンタルズの短期的な悪化ではなく、割高なバリュエーションと期待リターンに対する過大なリスクを反映したものです。企業のバランスシートは、高い流動性、抑制された格下げリスク、保守的なレバレッジを背景として健全な状態を維持していますが、スプレッドは歴史的な水準から見てタイトであり、下振れの余地はほとんどないでしょう。
- ✓ 1 月の非常に強いテクニカル環境や、新規発行が順調に消化されたことからスプレッドはより底堅さを示しましたが、現在の水準では、特にスプレッド・デュレーションが過去より長期化していることを考慮すると、スプレッドがわずかに拡大しただけでも、キャリーの超過分が大幅に減少する可能性があります。
- ✓ 今後の見通しとしては、AI 関連の設備投資に向けた資金調達のための長期社債の発行増加や、活発な M&A 案件が相まって、特にボラティリティ水準が平常化する場合や、投資家需要が鈍化した場合には、時間の経過とともに需給環境が厳しくなる可能性があります。
- ✓ 地域別では、供給動向が相対的に均衡している点から、米国よりも欧州を選好しています。
- ✓ セクター別では、堅固な資本基盤、底堅い収益性、ネットベースでは限定的な供給量を考慮し、金融（特に銀行）セクターを選好しています。一方、M&A リスクが顕著なシングル A 格の金融以外のセクターについては、引き続きアンダーウェイトを維持しています。
- ✓ 米国と欧州のハイイールド社債については選別的に一部の発行体に対して、引き続き適度なオーバーウェイトを維持しています。平均的には信用格付のクオリティが向上し、デフォルト率は低く、レバレッジも管理可能な水準にあるなど、ファンダメンタルズは引き続き良好であると見ています。
- ✓ スプレッドは金融危機後の最低水準に近いものの、相対的に高いキャリー、スプレッド・デュレーションが以前より短期化したこと、発行体ごとの格差拡大により、銘柄選定による収益機会が引き続き生まれると考えます。
- ✓ 最近の個別要因によるボラティリティの上昇により、銘柄選定の重要性が改めて示されています。一方で、デフォルト率の上昇は限定的で、全体としては抑制された水準に収まる見通しであり、このことが引き続き投資家需要を支えると考えます。

【レバレッジド・ローン】**(アンダーウェイト)**

- ✓ レバレッジド・ローンについては、ネット供給量の増加と銘柄間の格差拡大が見込まれます。CLO からの需要は、依然として需給面での重要なサポート要因となっていますが、ソフトウェアやテクノロジー関連の銘柄の堅調さとは対照的に、景気敏感セクターの銘柄には軟化の兆しが見られます。
- ✓ FRB の利下げ予想を踏まえ、変動金利資産よりも固定金利資産へのエクスポージャーを優先し、レバレッジド・ローンについてはアンダーウェイトを維持しています。

【証券化商品】

(オーバーウェイト)

- ✓ エージェンシーMBS および非エージェンシーRMBS は、2026 年において、最も確信を持ってオーバーウェイトを維持している資産です。エージェンシーMBS のオーバーウェイトは、良好なイールドカーブの動向、低いインプライド・ボラティリティ、テクニカル環境の着実な改善に支えられ、2025 年には、絶対リターン、超過リターン、相対リターンのいずれの観点からも堅調な成果をもたらしました。2026 年に入っても、エージェンシーMBS は過去の水準や他の主要債券セクターと比較して引き続き魅力的なスプレッドを提供しており、投資適格社債や現金代替資産に対して高い相対的価値を有すると考えています。
- ✓ パフォーマンスの主な要因は、依然として需給のテクニカル要因です。エージェンシーMBS への需要は、魅力的なキャリアを提供するクオリティの高い担保物件に対するマネーマネジャーの強い関心に加えて、FRB によるバランスシート縮小が慎重かつ十分に市場に予告されているため、ネットベースの供給圧力が抑制されていることが下支え要因となっています。米国の政策金利は引締め気味の水準で推移する可能性があります。金融政策が比較的予見可能で、ボラティリティも抑制されていることから、エージェンシーMBS などのスプレッド・セクターにとって有利な環境が強まっていると考えます。
- ✓ 非エージェンシーRMBS も相対的に安定した住宅価格、低い LTV 比率、歴史的に低い延滞率に支えられ、魅力的な投資機会が存在していると考えます。新規発行は限定的であり、固定金利かつ低水準の住宅ローンの借り手の割合が高いため、借り換えリスクも最小限に抑えられ、需給関係は引き続き良好です。これらの要因が、引き続きこのセクターの高い信用力と魅力的なキャリア水準を支えていると見ています。
- ✓ 商業用不動産担保証券 (CMBS) においては、特に高クオリティのセグメントを中心にファンダメンタルズが底堅く推移し、市場心理も改善を続けています。ホテル等のホスピタリティ分野、とりわけラグジュアリー物件やトロフィー物件については、需要とキャッシュフローが安定しており、魅力的な投資機会があると見ています。オフィス物件の CMBS については、稼働率の改善や安定した金利環境に支えられ、選別的には投資機会があるでしょう。一方、物流施設、倉庫、高クオリティの集合住宅は、引き続き堅調な運営実績を示しています。
- ✓ 物件タイプや地域間でのパフォーマンス格差が拡大していることから、銘柄選別が極めて重要となっています。そのため、裏付けとなる物件のキャッシュフローの状況を把握しコントロールを維持する観点から、SASB (単一資産・単一借り手) 市場に焦点を当てています。
- ✓ 最後に、デンマークのカバードボンドについても、引き続き前向きな見方を維持しています。市場の流動性、強固な法的枠組み、政治的に安定した経済と底堅い住宅市場に裏付けられていることが、そのディフェンシブ特性を支えています。高クオリティ資産のバリュエーションは依然として魅力的であり、デンマーク国債の急勾配なイールドカーブは、グローバル投資家にとって、米ドルヘッジ後でも魅力的な利回りを提供していると考えます。

重要事項

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注意ください。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。

お客様の判断に影響を及ぼす事となる特に重要な事項

1. 投資一任契約の概要

投資一任契約は、お客様の資産の運用に関し、お客様があらかじめ運用の基本方針を定めた上で、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断のすべてを当運用チームに一任し、当運用チームがこれをお引き受けするものです。お客様は投資を行うのに必要な権限を当運用チームに委任し、当運用チームは委任された権限を行使するにあたっては、当運用チームの投資判断に基づきこれを行い、お客様は個別の指示を行わないものとします。

2. 元本損失が生ずることとなるおそれ

受託資産の運用には、受託資産に組入れられた債券その他の有価証券等の価格変動リスク、債券その他の有価証券等の発行体の信用リスク及び株式その他有価証券等を売却あるいは取得する際に市場に十分な需要や供給がないため、十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる流動性リスク等による影響を受けます。受託資産の運用による損益はすべてお客様に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失が生ずることとなるおそれがあります。

3. 投資一任契約締結に際しての留意事項

受託資産の運用は、個別の受託資産ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、投資一任契約を締結する際には契約締結前交付書面をよくご覧ください。4. 受託資産の運用に係る費用について 投資顧問契約及び投資一任契約に係る投資顧問報酬として、契約資産額に対して年率 2.20%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。また、一部の戦略では、前記の報酬に加えて成功報酬がかかる場合があります。その他の費用として、組み入れ有価証券の売買手数料、先物・オプション取引に要する費用、有価証券の保管費用等を間接的にご負担いただく場合があります。これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なる為、事前に料率、上限額等を示すことができません。

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

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、一般社団法人資産運用業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

RO5754629 Exp 7/31/2027