

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。

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】

（デュレーションはロング、イールドカーブは中立）

- ✓ ここでのセクター見通しは、国ごとの差異がこれまで以上に重要となっているマクロ環境を前提としている。市場のテーマは引き続き景気後退懸念から、景気成長とインフレの持続性へと移行している。米国では、予想を上回る労働市場データ、底堅い個人消費、そして高止まりするインフレ指標を受けて、投資家は金融政策見通しを年初時点よりも一段と引き締めの方向へ修正している。一方、その他の先進国市場では、こうした見通しの修正の多くがより早い段階で進行したものの、依然としてインフレやエネルギー関連リスクが中央銀行の政策見通しに影響を与えている。
- ✓ こうした環境下において、運用チームは先進国市場全体で長めのデュレーションのポジションを維持しているが、投資対象は選別的であり、金融環境の引き締めに対して成長がより脆弱で、かつバリュエーション面で魅力のある地域に重点を置いている。米国外のポジションについては主に短期金利市場に集中しているほか、米国物価連動国債（TIPS）のロングポジションも保有している。
- ✓ インフレは引き続き最大のマクロリスクである。長期のインフレ期待はやや低下したものの、コアインフレ指標や生産者物価の上昇圧力は依然として強い。そのため運用チームは、インフレが市場参加者の想定以上に長期間にわたり中央銀行の目標水準を上回るリスクに備えるヘッジ手段として、米国のインフレ連動債市場への一定のエクスポージャーを維持している。
- ✓ イールドカーブの動きは、年初の急激な市場調整後、おおむね安定しており、運用チームはイールドカーブ全体の方向性に対して中立的な見方を維持している。財政赤字の拡大、AI 関連投資の増加、

エネルギー市場の不透明感などは、中期的にはタームプレミアム上昇要因となるものの、最近の市場の動きでは、どのようなイールドカーブ戦略も投資妙味は低下していると考えます。

- ✓ 外国為替市場では、ファンダメンタルズとバリュエーションが引き続き良好な高金利の新興国通貨を選別的に選好している。投資ポジションは、魅力的なキャリー収益と国内要因を有する新興国市場に焦点を当てており、ロングポジションの資金調達通貨については、米ドルへの依存度を一部引き下げ、より低金利かつ低成長の欧州通貨へシフトしている。より広い視点では、為替市場は今後も中央銀行の政策見通しの変化、エネルギー価格の動向、そして地政学的な情勢に対して高い感応度を示すと考えている。

【新興国市場】

（オーバーウェイト）

- ✓ 新興国のソブリン債および社債は、依然として魅力的な投資機会を提供していると考えている。これは、高水準の実質利回り、良好な需給環境（テクニカル要因）、そして一部の国におけるファンダメンタルズの改善に支えられているためである。地政学的な不透明感や、よりタカ派的な世界的金融政策環境が続いているにもかかわらず、新興国クレジット市場は全般的に底堅さを維持しており、多くの地域でスプレッドは引き続き縮小している。
- ✓ キャリー収益とインカム収益が引き続き期待リターンの主要な源泉となっていると考えますが、地域間でばらつきが大きいこと、国別選択が極めて重要となっている。エネルギー価格の上昇は、資源輸出国と輸入国のパフォーマンス格差を拡大させており、一方で各国固有の政治動向も、個別の投資機会とリスクの重要な要因となっている。コロンビア、ハンガリー、インドネシア、フィリピンなどにおける最近の動向は、こうした投資機会が国ごとに大きく異なることを示している。
- ✓ バリュエーションは、一部の現地通貨建て市場およびハードカレンシー建て市場において依然として魅力的であり、多くの新興国通貨は先進国通貨と比較して魅力的なキャリーを提供していると考えます。世界的な金融環境の引き締めや根強いインフレ圧力は重要なリスク要因であるものの、運用チームは引き続き、信頼性の高い金融政策運営、改善するファンダメンタルズ、そして魅力的な実質金利差を有する国々を選好している。世界経済が引き続きプラス成長を維持し、デフォルトリスクも抑制された状態が続く環境下では、新興国債券は引き続き魅力的なリスク調整後リターンを提供する資産クラスであると考えている。

【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若干のオーバーウェイト）

- ✓ 運用チームは、投資適格社債について、バリュエーションが割高であり、スプレッドが市場全体ですら大幅に縮小する余地が限定的であることから、引き続きアンダーウェイトとしている。クレジット市場は、高いオールイン・イールドに対する旺盛な需要、健全な企業ファンダメンタルズ、そして非常に良好な需給環境に支えられ、底堅く推移している。米国および欧州の IG 市場は、発行量の増加を大きな混乱なく吸収しており、強い資金流入と投資家需要が大量供給を相殺している。しかし、

現在のスプレッド水準では、期待収益の主要な源泉はキャリー収益であり、わずかなスプレッド拡大であっても超過収益の獲得余地が損なわれる可能性がある。

- ✓ 企業のファンダメンタルズは引き続き堅調であり、バランスシートは健全で、格下げリスクも低く、収益も概ね底堅い。一方で、市場は徐々に景気サイクル後半の局面に入りつつあり、M&A 活動の活発化、AI およびインフラ関連投資の増加、さらには株主還元の拡大といった特徴が見られる。特に AI 関連の資金調達、大手テクノロジー企業やハイパースケール事業者を中心に加速しており、インフラ投資支出が今後も企業の資金調達需要を支える重要な要因であり続けるとの見方を強めている。
- ✓ 地域別では、供給と需要のバランスがより良好であり、格付けの高いキャリー資産への需要も強いことから、引き続き米国よりも欧州市場を選好している。セクター別では、強固な自己資本基盤、十分な流動性、相対的に安定した収益力を背景に、特に銀行を中心とした金融セクターを選好している。一方で、シングル A 格付けの非金融企業については、M&A リスクや株主還元の拡大、設備投資需要の増加によってバランスシートへの圧力が高まる可能性があるため、慎重な姿勢を維持している。
- ✓ 運用チームはまた、米国および欧州の一部ハイイールド債発行体に対して、限定的ながらオーバーウェイトを維持している。ハイイールド市場は、底堅い経済成長、堅調な労働市場、継続する財政支援、そしてインカム収益に対する旺盛な需要を背景に良好なパフォーマンスを示していると考えられる。スプレッドは依然として歴史的にタイトな水準にあり、発行量も増加しているが、平均的な信用力の改善、管理可能なレバレッジ水準、そして抑制されたデフォルト見通しにより、ファンダメンタルズは依然として良好であると見ている。
- ✓ 運用チームは引き続き、需要の大幅破壊の発生をメインシナリオとは考えていない。財政支出、エネルギー関連投資、そして AI およびインフラ向け設備投資に支えられた低成長ながらプラス圏の経済成長は、全体として良好なデフォルト環境と整合的である。しかしながら、好材料の多くは既に市場価格に織り込まれており、銘柄選択の重要性は一段と高まっている。
- ✓ 業種や発行体間のパフォーマンス格差が大きい状況は引き続き続いており、アクティブ運用にとって魅力的な投資機会を生み出していると考えられる。運用チームは、安定したキャッシュフロー、強い価格決定力、低い借換えリスク、そして景気循環による需要減速の影響を受けにくい企業を選好している。ハイイールド債のスプレッドは投資判断の余地が限られる水準にあるものの、スプレッド・デューレーションリスク当たりの利回りは依然として魅力的であり、特に投資適格社債と比較した場合、その投資妙味は高いと考えている。

【レバレッジド・ローン】

(中立)

- ✓ 運用チームは、レバレッジド・ローンに対する見方をより中立的なものへ変更した。市場内での銘柄間格差の拡大とスプレッドの拡大により、一部の市場セグメントにおいてバリュエーションが改善したためである。この資産クラスでは引き続き需給面の選別色が強く、発行体ごとのパフォーマンス格

差も顕著であるものの、特にハイイールド社債と比較した場合、投資妙味はより高まっていると見ている。CLO からの需要は引き続き重要な支援要因となっており、投資家の選好は高格付けの発行体や景気耐性の高いセクターに集中している。

- ✓ ソフトウェアおよびテクノロジー関連の発行体については、AI による事業環境の変化を巡る不透明感が続いていることから、依然として慎重な見方を維持している。しかし、その一方で、同セクターの一部では広範な売り圧力が発生した結果、市場価格が企業の基礎的なファンダメンタルズから乖離しているケースも見られるようになった。いくつかの事例では、投資家が一律にエクスポージャーを削減したため、安定的なキャッシュフロー、独自性の強いデータ資産、高いスイッチングコストを有する、事業継続上不可欠な高品質企業に魅力的な投資機会が生じていると考える。
- ✓ 大局的には、景気動向に敏感なセクターは、企業ファンダメンタルズ全体が比較的安定しているにもかかわらず、高い資金調達コスト、インフレの不確実性、そして原材料コスト上昇といった圧力に直面し続けている。一方で、CLO の発行とそれに伴う変動金利資産への需要は引き続き堅調であり、個人投資家資金の流入がまちまちである状況を補完する要因となっている。銘柄選択の重要性は依然として極めて高いものの、現在のバリュエーション水準は、高格付けセグメントでは借換えリスクやマクロ経済の不確実性に対する十分なリスクプレミアムを投資家に提供しつつあると考えている。

【証券化商品】

（オーバーウェイト）

- ✓ エージェンシーMBS およびノンエージェンシーRMBS は、引き続き運用チームの高い確信度を伴うオーバーウェイト対象である。エージェンシーMBS は、インフレや金融政策見通しの変化に伴う金利市場の調整を受けて一時的なボラティリティ上昇に見舞われたが、需要が引き続き堅調であったことや、住宅ローン金利が直近の高水準から低下したことを背景に、スプレッドはその拡大分の大部分を縮小した。カレントクーポン物の MBS プールの相対的なバリュエーションは、過去の水準や他の主要債券セクターと比較しても引き続き魅力的である。金利が長期間高止まりする環境は繰上返済リスクを抑制する可能性が高く、米国債に対する利回り上乗せの恩恵を享受しやすい環境になると考えている。
- ✓ 需給環境も引き続き良好である。質の高い担保資産に対する需要は、魅力的なオールイン・イールド、機関投資家による旺盛な需要、そしてバランスシート制約の緩和と相対価値の改善を背景とした銀行や政府支援機関（GSE）による参加拡大に支えられている。FRB による慎重なバランスシート縮小（QT）は純供給圧力を限定的なものにしており、銀行やその他投資家からの需要が QT による供給増加を相殺している。
- ✓ ノンエージェンシーRMBS は、ストラクチャード・クレジット市場の中でも特に魅力的な投資機会を提供していると考えられる。相対的に安定した住宅価格、低い LTV 比率、改善する担保パフォーマンス、そして限定的な借換えリスクが引き続き市場のファンダメンタルズを支えている。発行額は大幅

に増加しているものの、投資家需要も極めて強く、とりわけ近年組成された案件が良好なパフォーマンスを示している住宅関連クレジット分野でその傾向が顕著である。

- ✓ CMBS についても、選別的な投資が求められるものの、引き続き魅力的なストラクチャード・クレジット分野であると考えている。質の高いセグメントではファンダメンタルズが堅調であり、高金利環境にもかかわらず強い需給要因が市場を支えている。運用チームは引き続き、ホテル、物流施設、セルフストレージ、質の高いマルチファミリー住宅（賃貸住宅）へのエクスポージャーを 선호しており、これらの分野では事業運営実績と担保資産の質が相対的に良好である。
- ✓ CMBS を含む証券化市場全体では、単一資産・単一借り手の案件を中心に発行が活発な状態が続いている。しかし、多くの案件は十分に消化され、応募超過となっており、投資家需要の強さを改めて示している。市場センチメントの改善によって投資機会は広がっているものの、物件種別、地域、資本構成による格差は依然として大きい。運用チームは引き続き、担保パフォーマンス、スポンサーの信用力、キャッシュフローの安定性によって下方リスクがより適切に保護される高品質な案件やストラクチャーを重視している。
- ✓ ABS は、強い投資家需要、魅力的なキャリー収益、そして比較的短いデュレーション特性に支えられている。発行は活発であるが、質の高い証券化商品への需要も堅調であり、供給増加にもかかわらずスプレッドは良好に維持されている。運用チームは、キャリー収益がリターンの主要な源泉となる環境下において、ABS を分散投資およびインカム収益獲得の有効な手段と考えている。
- ✓ また、一部の非消費者向け ABS についても、ファンダメンタルズが安定し、なお魅力的なバリュエーションが残されていることから投資機会が存在するとみている。一方で、将来の供給増加、技術革新による事業環境の変化、あるいは長期的な収益性の不透明さがスプレッドに十分織り込まれていない分野については、より慎重な姿勢を維持している。
- ✓ 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る。ディフェンシブな債券特性、強固な法制度、そして米ドルヘッジ後ベースで魅力的な利回りが、その相対的な投資価値を支えている。

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。

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の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頂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

RO 5758950 Exp. 2027/7/31