

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 3 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、米ドルは中立）

- ✓ 2 月は月末に地政学的なショックが発生し、「質への逃避」が顕著となったことで、それまでの金利動向が反転し、米国 10 年国債利回りは月末にかけて約 30bps 低下しました。この動きは急激なもので、エネルギー市場においても大幅な価格調整が発生しましたが、資金調達市場やクロスカレンシー・ベースは引き続き相対的に安定しており、市場はシステミックな金融ストレスではなく、地政学リスクの上昇に反応していることを示しています。結果として、ボラティリティは上昇したものの、金利市場全体のレジームは、引き続きレンジ相場とキャリー収益を源泉とする環境が続いています。
- ✓ 米国債のデュレーションについては、引き続き中立的なスタンスを維持しており、米国 10 年国債利回りの想定レンジは、引き続き 3.95～4.25%としています。原油価格の上昇はインフレの上振れリスクをもたらす一方で、財政赤字の拡大や継続的な国債発行といった構造的要因は、時間の経過とともにタームプレミアムを下支えすると見ています。
- ✓ イールドカーブ戦略については、これまでのスティープ化の多くはすでに織り込まれており、短期的なリスク・リターンは概ね均衡していると判断し、中立を維持しています。米国以外では、欧州において、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選好しています。構造的な発行動向や、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ダウン収益が、相対的な投資価値を提供していると考えます。
- ✓ 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。

- ✓ インフレ連動債市場では、最近のエネルギー価格の上昇や、ISM 指数などに見られる基調的な物価上昇圧力を受け、インフレの上振れリスクが十分に織り込まれていないと判断し、米国ブレイクイーブン金利に対してロングポジションを維持しています。
- ✓ 外国為替市場では、米ドルについては、戦術的に中立としています。地政学的な緊張が高まる局面では一時的に安全通貨としてのドル買いが生じるものの、米ドルの強さは構造的なものではなく、断続的なものととどまると見ています。一方、引き続き良好なグローバル資金環境を背景に、高いキャリーを期待できる新興国通貨にはポジティブな見方を維持しており、主にブラジル・レアル、選別的にメキシコ・ペソを中心としたポジションを構築しています。また、米ドルのボラティリティを回避する観点から、ユーロおよび英ポンドは戦術的に調達通貨として活用しています。

【新興国市場】

（オーバーウェイト）

- ✓ 2 月後半の地政学的な緊張の高まりにより、グローバル市場のボラティリティは再び上昇しましたが、新興国市場のソブリン債および社債は、2026 年にかけて引き続き魅力的な投資対象となっていると考えます。
- ✓ 原油価格の上昇や地域的な緊張から国ごとの状況の差異は拡大していますが、新興国市場全体の資金調達環境は相対的に安定しており、資金フローに関しても一律のリスク回避ではなく、発行体の選別が続いています。こうした環境下では、通常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ります。インフレ低下、高水準の実質利回り、複数の国における信頼性の高い改革の勢いが、引き続き良好な投資環境を支えると見ています。
- ✓ 特に現地通貨建ての市場では、バリュエーションが依然として魅力的な水準にあり、多くの新興国通貨は米ドルに対して割安な水準にあると考えます。したがって、一時的な安全通貨への資金フローが生じる局面においても、選別的なエクスポージャーは維持されると見ています。
- ✓ 足元のエネルギー価格の上昇は、資源輸出国には追い風となる一方、エネルギー輸入国には逆風となり、国ごとの差異をさらに拡大させています。このような環境下、各種政策の規律と国の選別の重要性は一段と高まっています。
- ✓ 引き続き、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しつつも、地政学リスクやコモディティ価格への感応度には留意しています。

【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）

- ✓ クレジット市場に対する基本シナリオは、引き続き前向きです。経済成長は低位ながらもプラス成長が見込まれることから、デフォルト・リスクも低水準にとどまると考えています。
- ✓ 2 月には投資適格社債（IG）のスプレッドが 11bps 拡大し、OAS（オプション調整後スプレッド）は約 84bps となりました。バリュエーションはやや改善したものの、依然として長期的平均レベルを下回るタイトな水準にあります。現在の水準は、堅調な企業ファンダメンタルズと、利回りに対する需要の強さによって下支えされていると見ています。

- ✓ 企業のバランスシートは健全な状態を維持しており、M&A、AI 関連およびインフラ投資、株主還元
の増加など、景気サイクルの後半に特有の動きが増える局面に入っています。こうした環境下では、
セクターおよび銘柄選定が一層重要となります。
- ✓ 特にユーロ建ての投資適格社債に対する旺盛な需要により、今後予想される非金融セクターからの
M&A、設備投資関連の発行増加がある程度吸収されると見えています。
- ✓ 同時に、地政学的な緊張や米国の政策に対する不透明感、目標を上回るインフレ水準、さらにテクノ
ロジー、ソフトウェア、保険セクターを中心とした個別ニュースの増加によって、大幅なスプレッド
縮小に対して確信を持ってない状況です。その結果、ファンダメンタルズは引き続き良好であるものの、
リターンの源泉は市場全般の動きに基づくものではなく、キャリー収益と銘柄選定がリターンの主な
源泉になると予想しています。
- ✓ 地域別では、需給バランスが均衡している点や、相対的に下支えとなる政策が整っている点から、米
国よりも欧州を 선호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、小幅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考えます。
- ✓ 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
存在していると考えます。
- ✓ 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。
- ✓ 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 は、政策関連のニュースの影響が後退す
る中、スプレッドがやや拡大したものの、証券化商品全体のスプレッドは、月間を通じて概ね安定的
もしくはタイトな方向で推移し、2 月後半に地政学的にボラティリティが高まる中でも高い耐性を示
しました。
- ✓ また、同セクター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。

- ✓ 需給面のテクニカル要因は、引き続きパフォーマンスの重要な源泉となっています。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関心に加え、FRB によるバランスシート縮小が予測可能かつ緩やかなペースで進んでいることから、供給圧力も限定されています。断続的にボラティリティの上昇が見られる中でも、証券化商品の調達市場は安定した状況を維持しており、スプレッド商品の中でもディフェンシブな特性を改めて示しています。
- ✓ 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あると見ています。
- ✓ 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においてファンダメンタルズは堅調です。市場心理の改善と物件レベルの相対的に安定したパフォーマンスを背景に、ホテル等のホスピタリティ分野、物流施設、倉庫、高クオリティの集合住宅などの分野で選別的な投資機会があると見ています。
- ✓ 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、SASB（単一資産・単一借り手）構造の物件への注力と銘柄選別が、一層重要となっています。
- ✓ 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。ディフェンシブ特性、強固な法的枠組み、米ドルヘッジ後でも魅力的な利回り水準が、相対的な資産価値を支えています。

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

RO5754623 Exp07/31/2027