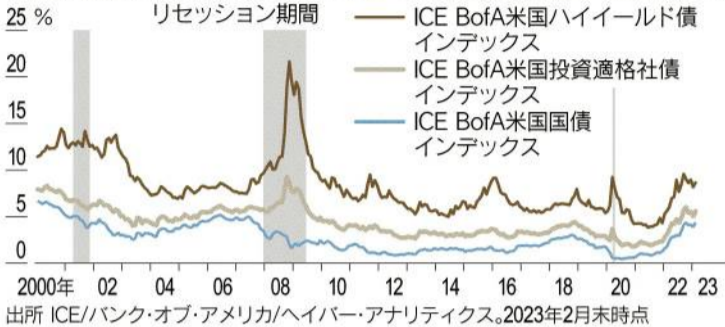


プロの羅針盤

債券投資「アクティブ」が鍵

花井ゆき子 ティー・ロウ・プライス・ジャパン 債券運用戦略部長

(図表1)金利ボラティリティーの上昇で社債利回りは改善(最低利回り)



3月も残りわずかとなり、ロシアのウクライナ全面侵攻という想定外のイベントから始まった2022年度がもうすぐ終わります。低金利・低インフレにすっかり慣れてきた先進各国は近年まれにみる高インフレを経験し、多くの中央銀行が積極的な利上げを実施したことから、ボラティリティーの高い市場に翻弄される1年となりました。

この1～3月期も月次でセンチメントが変わる変化の大きい市場環境が続いています。1月は欧州の暖冬や中国の経済再開で、米国以外の国の成長期待が改善してリスク資産が反発し、新興国債券市場にも久しぶりに資金流入がみられました。2月は一転して米国の強い雇用統計が米連邦準備理事会(FRB)の利上げの長期化懸念を強め、リスク資産は下落、金利は再び上昇しました。

市場ではFRBが金融政策のかじ取りにより、どう米国経済を着地させるかに注目が集まり、ソフトランディング、ハードランディングという言葉も登場し、各ケースを想定した議論が盛んです。これほどまでに先行きが不透明な理由は、今後のマクロ経済や市場のドライバーが近年けん引してきたものとは明らかに異なるためでしょう。しつこいインフレと地政学リスク、長

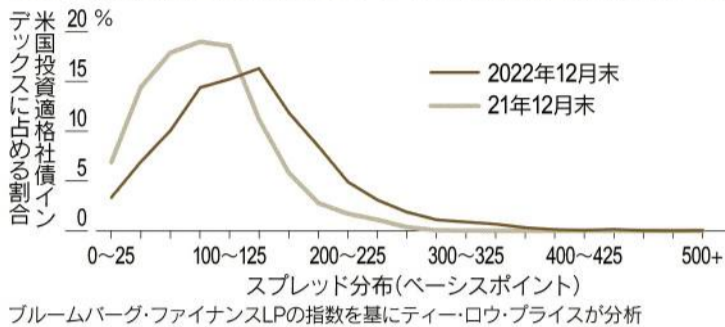
く続いた金融緩和の終了など、低金利・低インフレ時代には考えもしなかったテーマです。このような環境下で株式か債券かオルタナティブ(代替資産)かという単純な資産配分だけでなく、どうダウンサイドリスクに備えるか、そして不透明な環境の中でもリターン追求を放棄しないアプローチとは何か考えることに、荒波を乗り越えるヒントがあるかもしれません。

■魅力増す債券投資

株式と債券の補完関係は広く知られるところですが、一般的な市場環境では両者は低相関・逆相関の関係にあり、金利が下がれば債券価格は上昇、株価は下落し、金利が上昇すれば債券価格は下落、株価は上昇します。しかし、ここ数年はパンデミックやウクライナ戦争など世界を翻弄する異常事態が起き、昨年は金利が上昇する中で債券価格も株価も同時に下落しました。債券には金利市場の影響をより受ける国債やモーゲージ証券と、金利市場に加え発行体企業や国の信用力の方向性に影響を受けるクレジット市場があります。社債や新興国ソブリン債などのクレジット市場は国債に比べて株式との相関が高い傾向があり、昨年は利上げとリスク資産全体のセルオフ(急落)の影響を受けて価格が下落しました。

その結果クレジット市場のバ

(図表2)米国投資適格社債の спреッドは裾野が拡大している



リュエーションは大きく改善しました。例えばグローバル投資適格社債市場は米ドル建てで5%を超える利回り水準となり、ハイイールド社債市場の利回りは8～9%前後と高い水準となっています(図表1)。

一方、利回りの構成要素であるクレジットの спреッド(上乗せ金利)は、昨年11月以降のリスクセンチメント回復のトレンドに乗って縮小が続いており、魅力度は資産クラスによりまちまちです。投資適格社債などクリティティの高い債券では спреッドは長期平均前後にありますが、ハイイールド債や新興国社債では長期平均よりもワイドで割安な水準です。

ただし спреッド水準が魅力的とはいえボラティリティーが相対的に高い資産クラスのため、リスク対比の魅力比較が大切です。リスクに見合うリターン機会かを判断し、高いインフォメーションレシオ(超過収益獲得の効率性)を追求するアプローチが効果的でしょう。

■銘柄間格差の拡大

さらに同じ資産クラスの中でも銘柄間で спреッド格差が拡大しています。欧米社債市場ではこの1年で平均 спреッドが拡大し、同時に分布の裾野も広がっています(図表2)。今後、利上げの影響から景気減速となれば、企業間の業績格差が拡大すると予想され、特に信用力の低い発行体のファンダメンタルズ分析の徹底が欠かせません。

クレジットサイクルは「拡大」「後退」「修復」「回復」の4つのステージから成り、ステージごとにセクター別のパフォーマンスにパターンが見られます(図表3)。一般的に景気後退期には銀行や不動産などのマクロ経済を代表するセクターが軟調とな

る一方で、修復・回復期には銀行や一般消費財などが良好となる傾向があります。

しかし、後退期といってもここ25年で6回程度しかありません。それぞれ異なるドライバーにけん引されて発生しており、ステージ転換のスピードも異なります。「一般的」というには少し無理があり、計量面と定性面の視点が重要です。

今回の後退局面は、過去に起きたような民間企業の過剰な借り入れによって形成されたバブルが収縮したわけではなく、国が主導した金融緩和バブルの管理型修正とも言える景気減速であり、今までの経験や知見が役に立たない可能性があります。

またパッシブ運用の増加という構造変化により流動性のパターンも変わっており、局所的に流動性が逼迫するようなケースもみられます。市場変化に柔軟に対応できる謙虚さを持ちながらも、クレジットサイクルを通じて保有できる銘柄を丁寧に選別していく必要があります。

■アクティブで機敏に

社債を発行するグローバル企業のファンダメンタルズは足元で総じて堅調です。企業のキャッシュフローに対する負債水準は、コロナ後の経済再開や保守的な財務姿勢を背景に低下しています。これから金利や賃金上昇の影響を本格的に受けることになりませんが、多くの企業は前倒しで負債を借り換え、利払い能力は高めに維持されています。来たる荒波に準備ができていない企業が多いとの印象です。

ハイイールド債市場のデフォルト率は過去最低水準を記録した21年末頃に比べれば徐々に上昇していますが、民間企業発のバブル崩壊が想定しにくい中で、まずは長期平均デフォルト



はない・ゆきこ 慶大法卒。オリックス、三井住友信託銀行ロンドン支店、米アライアンス・バーンスタインを経て2017年米ティー・ロウ・プライス入社。債券部門のスペシャリストとして投資戦略を立案。運用経験は27年を超える。

率である3～4%近辺を目指して上昇するものと思われます。

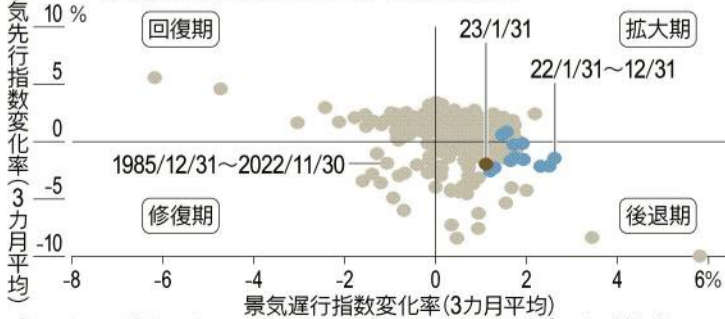
インデックス運用の増加は株式だけでなく債券市場でもみられる近年の構造変化の一つです。ただし株式とは異なり、債券インデックスには1つの国や企業が発行する多くの種類の複数の証券が組み入れられています。それぞれの証券は異なる条件で発行されており、バリエーションも様々です。

また例えば米国ハイイールド債市場では1000社近い発行体が2000近い証券を発行しており、インデックスを再現すること自体が困難です。加えてインデックスに投資をすることは、発行額の多い(つまり負債の多い)企業や産業に大きく資産を配分することになり、それが投資家の本当に求めるポートフォリオなのかは疑問です。

債券に期待される役割はリスク資産との低相関と分散効果です。ダウンサイドリスクを抑制するとともに、上昇した利回りを利用してインカムを獲得し、巧みな銘柄選択や機敏なセクター配分で追加的なアルファを獲得することだと思えます。

新年度もグローバル債券市場ではボラティリティーの高い展開が続くようです。大きくバリエーションが改善したクレジット債市場で、アナリストの知見と経験を生かした銘柄選択で攻めと守りのバランスあるポートフォリオをアクティブに運用し、機敏に対応する柔軟な姿勢が成功の鍵となるでしょう。

(図表3)クレジットサイクルの4つのステージ:景気の修復期や回復期の発生頻度は少なく期間は短い



ブルームバーグLPのインデックスデータをもとにティー・ロウ・プライスが作成