

次は何が起きるのか – 債券市場における変化



アンドレス・スキーバ
米国クレジット・ヘッド

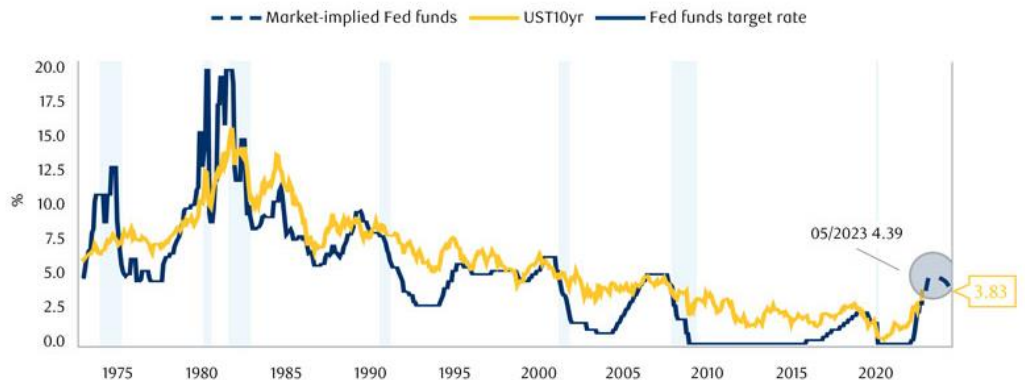
2022年10月

債券市場は足元で激動の時代を迎えているものの、次に何が起き、現状はどのようにして解決に向かうのでしょうか。これらの疑問について米国クレジット債のヘッドであるアンドレス・スキーバに聞きました。

10年に亘るゼロ金利、またはマイナス金利の後、金融政策は劇的に変化しました。債券市場にはどのような影響をもたらしたのでしょうか。

一語で表せば、痛みです。グローバルの主要中央銀行（米連邦準備制度理事会（FRB）や欧州中央銀行（ECB）を含む）による金利引き上げの動きは、債券価格の金利変動に対する感応度を示すデュレーションが史上最長となっている際に、起こりました。そのため、金利の上昇は、債券価格の大幅な下落をもたらしました。トータル・リターンへのネガティブな影響は甚大で、グローバル債券ユニバースの多くの市場が年初来で15%以上の下落を記録しました。前向きな点は、足元で利回りが非常に魅力的な水準にあることから、債券はさらなる金利上昇から資産を守る十分なインカム収入を提供できることだと考えています。

フェデラルファンド・レートと米10年国債利回り

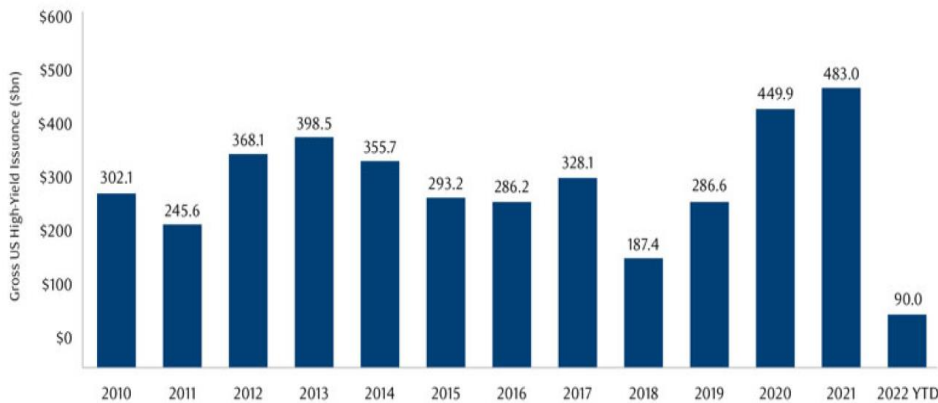


出所：Macrobond、直近のデータは2022年10月3日時点

サステナビリティ投資の観点を含め、政府や民間企業による債務の借り換えにどのような影響がありますか？

ハイ・イールド（HY）債の新規発行が2022年に大きく減速した理由は2つあります。まずは、2020年と2021年に連続して過去最高額の新規発行が行われたことです。また、その供給の半分以上は既存債務の借り換えに充てられたため、今後2年間は借り換えの必要がある社債は少ないと見ています。より広範な債券ユニバースに目を向けると、2021年にソブリン債及び社債で1兆米ドルを超えるESG関連の資金調達があり、サステナビリティ関連の発行がグリーン・ボンドの発行額に初めて匹敵しました。

米ハイ・イールド債新規発行額の推移



出所：JPMorgan、2022年10月3日

イタリアや英国の新政府による財政政策は欧州の新たな注目材料です。二つのシナリオがどのように展開され、投資にどのような影響をもたらすのでしょうか。

英国では、リズ・トラス氏とクワシ・クワテング氏の経済政策が国内市場に衝撃をもたらしました。クワテング氏からジェレミー・ハント氏への交代、政策の撤回、トラス氏の辞任と続いたものの、投資家は引き続き英国資産に懐疑的であり、今後数ヶ月間は、英国資産に大幅な「リスクプレミアム」が上乘せされた状態が続くと考えています。

イタリアでは、メローニ新首相が、多くの欧州諸国と同様に、今後数四半期にわたって財政政策の主な論点になるだろうエネルギー問題に直面しています。国内では、税制及び年金改革が選挙後の重点公約として位置づけられると見えています。予算シーズンに向けて、特に同盟（Lega）の影響や、一律課税改革に関して内部で混乱が生じる可能性があるものの、連立政権の第一党であるイタリアの同胞はより責任ある、ターゲットを見据えた政策を選択すると考えています。EUの規律と対立することで短期的に得られるものは少ないほか、復興基金「次世代のEU」やECBのトランスミッション・プロテクション・インスツルメント（TPI）による下支えを通じて失うものも多いからです。全体として、財政に関するコミュニケーションは段階的で、典型的な保守姿勢になることから、課題の経済成長を充てていくことが出来ると考えています。

米国はインフレを抑制する一方で、景気後退のリスクとのバランスを取ろうとしています。投資家は何を考慮すべきでしょうか？

景気を後退させることなくインフレを抑制することは非常に困難なことです。FRBは金融引き締めを明確な目標としているため、金融政策によって企業や個人にかかる資本コストが上昇していくと考えています。最終的には失業率が上昇し、景気後退に至るまで成長が減速すると見えています。

厳しいシナリオを回避するために財政支援が必要な欧州に比べ、米国は比較的穏やかな景気後退になると考えています。そうは言っても、デフォルト率は過去の景気後退時に見られた水準に達することはないと見えています。HY債のレバレッジとインタレストカバレッジレシオはヒストリカルで見ても高いことから、当資産クラスが今後の嵐を切り抜けるための十分な準備が整っていることを示しています。

現在の環境のなかで、どのようなセクターや地域に最も魅力的な投資機会が見られますか？

ポートフォリオでは、非シクリカルな発行体をオーバーウェイトし、地域的には米国企業を選好しています。米国では、失業率が低いことは、個人消費は堅調に推移すると見えています。世界全体でインフレの痛みを分かち合っていますが、エネルギーコストは米国よりも欧州の方がはるかに深刻です。

とはいえ、HY債の各セクターに投資機会が存在すると考えています。現段階では、デュレーションが短く、シニア債、シングルB格の債券を選好する一方で、景気減速に最も脆弱なCCC格の債券に対してはアンダーウェイトを維持しています。また、債券が頻繁に取引され、流動性が高いと見なされる相対的に時価総額の大きい発行体への投資を選好しています。これにより、ボラティリティで不確実な市場において機動的な運用を行うことができると考えています。

ディスクレーム

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号
 一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

| ロング・オンリー戦略 | | | | | オルタナティブ戦略 | | |
|------------|-------|---------|---------------|-------|--------------|---------------|---------------|
| (年率、税抜き) | | | | | (年率、税抜き) | | |
| 投資対象 | 投資適格債 | エマージング債 | レバレッジド・ファイナンス | 転換社債 | 運用戦略 | トータル・リターン | 絶対リターン |
| 運用管理報酬（上限） | 0.40% | 0.70% | 0.70% | 0.65% | 運用管理報酬（料率範囲） | 0.50% - 1.10% | 0.90% - 1.35% |
| | | | | | 成功報酬（料率範囲） | 0.00% - 20.0% | 0.00% - 20.0% |

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay
Asset Management