



RBC BlueBay
Asset Management

アウトパフォームは続くのか？ 欧州社債が米国社債より魅力的な理由



トム・モールド
ブルーベイ・シニア・ポートフォリオ・マネジャー
投資適格債
RBCブルーベイ・アセット・マネジメント

2023年8月

米国に対して欧州の投資適格社債の方が魅力的なバリュエーションを提供していると考えています。

バリュエーションの観点から、欧州社債は現在かなり魅力的な水準のように見えます。国債に対するスプレッドは米国社債よりも欧州社債が25～30bpsのワイドとなっており¹、この1年間、その差がより大きくなる場面も見られました。

ヒストリカルで見ると、通常は逆のパターンでした。通常、欧州社債は米国社債よりタイトに取引されると予想されます。なぜなら、平均格付けは同程度でありながら、米国社債市場の平均デュレーションは2年長いからです。欧州社債が今後アウトパフォームする可能性は十分にあると見ており、こうした利回りの高さは投資機会を提供していると考えています。

欧州社債のスプレッドを押し上げた要因は何か？

欧州社債のスプレッドが改善する可能性を理解するために、最初にスプレッドを押し上げた要因を理解しなければなりません。主な理由は、以下の通り3つあります。

「欧州社債が今後アウトパフォームする可能性は十分にあると見ており、こうした利回りの高さは投資機会を提供していると考えています。」

最初に、そして最も強力な要因は、ロシア・ウクライナ戦争の開始でした。欧州はこの地域に近く、欧州企業への影響が懸念されたため、2022年の欧州債券のパフォーマンスは大幅に低下しました。工業や公益事業といったセクターは、エネルギー価格の変動に大きく影響され、パフォーマンス低下の大きな要因となりました。例えば、ドイツの化学企業は大量のエネルギーを使用しています。

その結果、当初は欧米のスプレッドが拡大したものの、エネルギー情勢が改善し始めたのと同時に、2つ目の要因が作用しました。それは金融債の供給増加です。2022年は債券のリターンが過去最低となった年のひとつであり、その結果、特に金融セクターのような発行体による発行はあまり見られませんでした。しかし、年末にかけて状況が好転し始めるなか、欧州の銀行は規制上の資本バッファを満たす必要が生じました。これは非優先シニア債の発行につながり、その結果、金融債が市場にあふれ、価格の調整が続きました。

2023年に入り、3つ目の要因となったのが銀行セクターのボラティリティでした。その始まりは3月のシリコンバレー銀行の破綻であり、当初は米国の金融債に市場の注目が集まりました。しかし同月末、クレディ・スイスはUBSによって破綻の危機を救済され、焦点は再び欧州に向けられました。このため、欧州社債は米国社債よりも割安な価格での取引が続き、金融債の供給が依然として高水準にある現在もこの傾向は続いています。

¹ 2023年7月31日時点, Bloomberg.com.

今後の展開

では、なぜ欧州社債は反発すると言えるのでしょうか。第一に、銀行に関して言えば、クレディ・スイスのような事態は欧州では繰り返されないと考えられるためです。欧州の銀行数は米国より少なく、しかも大規模で資本力のあるナショナル・チャンピオンが多いからです。

クレディ・スイス救済の余波で、ドイツ銀行とソシエテ・ジェネラルが次に市場で試される可能性が高いと明らかになりました。しかし、市場はドイツ銀行とソシエテ・ジェネラルを追いかけようとしたものの、長年にわたる銀行規制の結果、財務基盤は強固であり、クレディ・スイスよりもはるかに収益性の高い金融機関であるとすぐに分かりました。

エネルギーに関してはまだ懸念があるものの、2022年の価格高騰からかなり回復してきました。ボラティリティの可能性は残っていますが、その可能性のある企業は現在、ボラティリティに対処するためのより安定した立ち位置にあります。そのような企業は冬を越すために、エネルギー価格を低い水準でヘッジしています。つまり、クレジット・スプレッドがエネルギー変動の影響を以前と同程度に受ける可能性は低いということです。

最後に、ロシア・ウクライナ戦争に関する私たちの見解は、より良い状況へと向かい始めており、年末までには紛争解決に向けた話が多くなると見えています。これはエネルギー価格の落ち着きにも繋がるでしょう。

追記...ヘッジコストも魅力的

並行して、ユーロ建て債券のヘッジコストは相対的に魅力的であることを意識しておく価値もあります。資産運用会社は為替リスクをヘッジするために短期為替を利用しており、この方法でユーロとドルの利回りを調整すると、ユーロ建て債が魅力的に見えるでしょう。



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 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	イマージン債	パレリット・ファイナ	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が替変動

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