

Big Mac¹ : 債券の投資機会

FIFOMO (The Fixed Income Fear of Missing Out)

執筆者

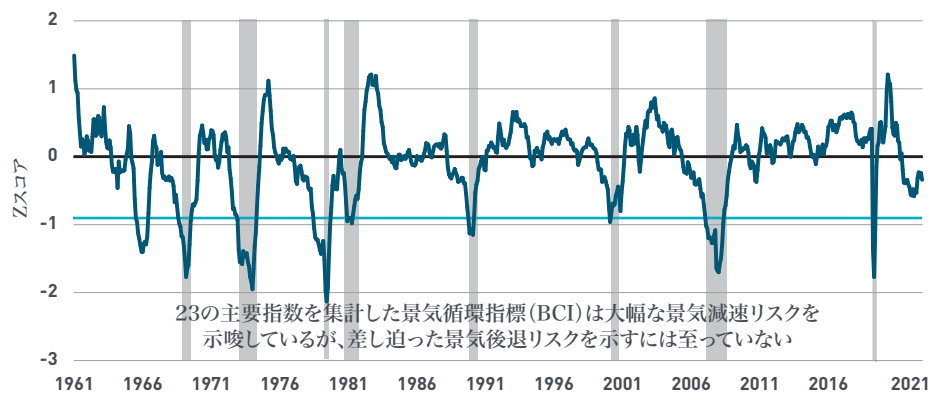


Benoit Anne
マネージング・ディレクター
インベストメント・ソリューション・グループ

近年、世界の債券市場では多くの懸念がみられましたが、さらに新たな懸念が生まれようとしています。それは、「債券への投資機会を逃すことへの懸念 (FIFOMO : The Fixed Income Fear of Missing Out)」というものであり、債券投資家にとっては歓迎すべき懸念と言えます。バリュエーションが魅力的な水準にある中、中央銀行の利下げシグナルが強まるなど、マクロ経済環境が大幅に改善されていることから、債券への配分を増やす魅力的な投資機会が生じる可能性があると考えています。

ゴルディロックス的なマクロ経済環境が見込まれています。消費者の底堅い需要と企業の堅調なファンダメンタルズを見る限り、今のところ米国の景気後退リスクは低下しているようです。確かに、米国経済は減速局面にありますが、成長鈍化の影響は景気後退入りを警戒するほど深刻なものではなさそうです。また、景気循環指標も一定の減速リスクは示しているものの、差し迫った景気後退リスクを示すには至っていません (図表 1)。インフレ面でも進展が見られ、米連邦準備制度理事会 (FRB) が最も重視するインフレ指標であるコア個人消費支出 (PCE) は現在妥当な水準にあり、来年には約 2% に鈍化する見通しです。さらに重要な点として、FRB が引き締めサイクルの終了を示唆していることがあります。これは、「FRB の引き締め懸念」を警戒しなければならないマクロ経済環境が遂に転換期を迎えたことを意味しており、債券に有利な環境がもたらされつつあります。

図表 1: 米国の景気動向: 複数の景気先行指数による総合指数



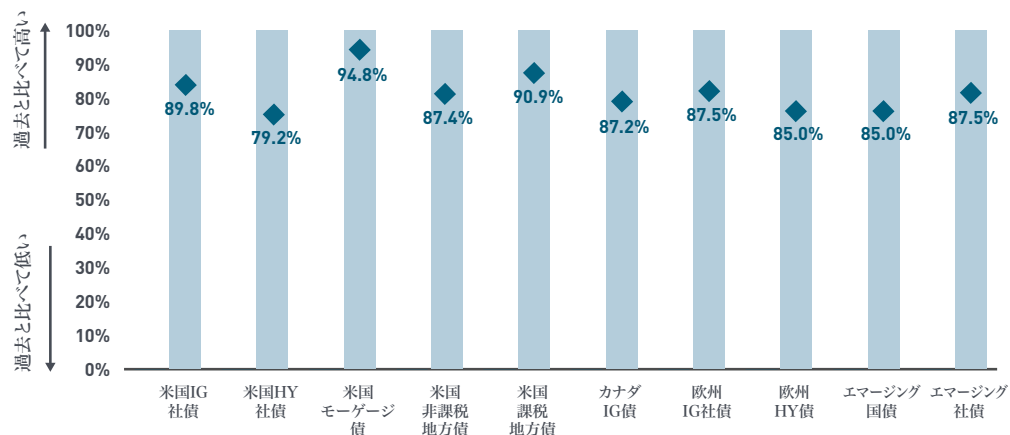
¹ 「Big Mac」(「ビッグなマクロ経済」を意味します) は、世界の債券やマクロ経済環境に関するトピックを取り上げるグローバル債券レポートです。

出所: Bloomberg。1961年12月~2023年10月の月次データ。景気循環指標 (BCI) は、23変数のZスコアを集計しています。網掛けの部分は、全米経済研究所 (NBER) の定義による公式の米国の景気後退を示しています。Zスコアは、特定のデータポイントの平均との差を標準偏差で割った数値です。横線は、Zスコアがマイナス0.90の線で、平均値からの大幅な乖離を示しています。



債券のバリュエーションは依然として魅力的な水準にあります。長期的な視点を持つ投資家にとって、債券のバリュエーションは相対的に割安であると考えられます。特に、総利回りは足元の低下を踏まえても、過去と比較して魅力的な水準にあり、過去10年間における現在の総利回りのパーセンタイル順位を見ると、ほとんどの資産クラスが80%台後半か90%台に位置しています(図表2)。一部のセクターでは信用スプレッドが拡大しているようですが、バリュエーションを判断する上で重要なのは、期待トータル・リターンを主なけん引役となる総利回りであり、これには金利部分とスプレッド部分の両方が含まれています。さらに、スプレッドで見たバリュエーションにばらつきがあることも、相対価値戦略を採用するアクティブ運用会社に興味深い投資機会をもたらすと考えます。

図表2: 利回りのパーセンタイル・ランキング(現在と過去10年間の比較)

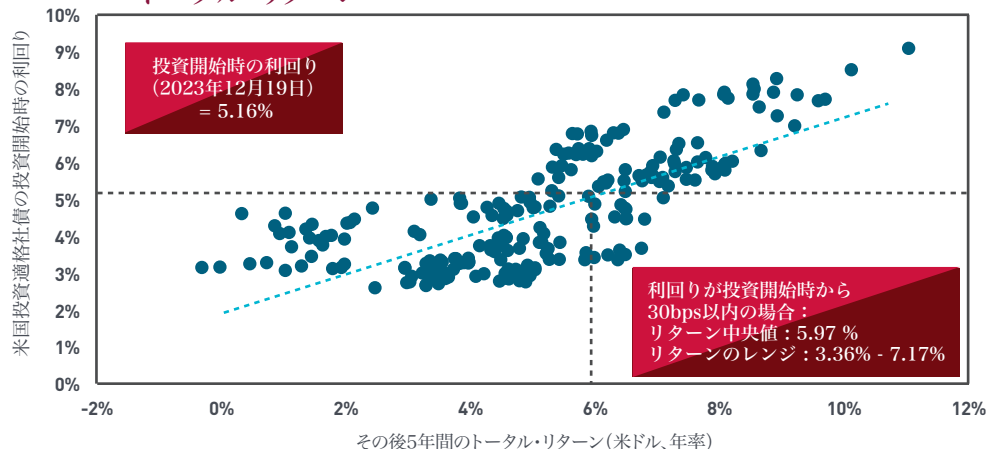


出所: Bloomberg。2013年12月18日~2023年12月18日の日次データ。米国IG社債 = Bloomberg US Aggregate Corporate Index、米国HY社債 = Bloomberg US Corporate High Yield Index、米国モーゲージ債 = Bloomberg US MBS Index、エマーゼンク国債 = J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index、エマーゼンク社債 = J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified Index、欧州IG社債 = Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate Index、欧州HY債 = Bloomberg Pan-European High Yield Index、カナダIG社債 = Bloomberg Canada Aggregate Corporate Index、米国課税地方債 = Bloomberg US Taxable Municipal Aggregate Eligible Index、米国非課税地方債 = Bloomberg Municipal Bond Index Total Return Index Value Unhedged USD。

債券では投資開始時の利回りが重要になります。現在の利回りが魅力的な水準にあることから、期待リターンの見直しはかなり改善しています。これは、投資開始時の利回りが現在のように高水準にあると、その後のリターンが高くなる傾向が強く見られるためです。例えば、投資開始時の利回りが5.16%の米国投資適格社債(投資開始時からの利回りの変動幅は30bps以内と想定)の場合、その後の5年間のリターンの中央値は5.97%、リターンのレンジは3.36%~7.17%となっています(図表3)。また、最近、将来的な利下げを示唆する主要中央銀行のシグナルが強まっていることも、債券の期待リターンの見直しを押し上げる要因になっています。米国投資適格社債のヒートマップを分析したところ、特に、最近のFRBの政策シグナルを踏まえると利下げが実施される可能性が高いことから、予想リターンが上昇する可能性が高まっていることが明らかになりました。具体的には、投資開始時の利回りが5.16%のケースで、今後1年間はスプレッドの変動がなく、金利が60bp低下すると仮定した場合、1年で9.43%のリターンが実現すると予想されています(図表4)。なお、1年間の予想期待リターンは、投資開始時の利回りから、金利とスプレッドの変動幅の合計に指数のデュレーションを乗じた値を差し引いて算出しています。例えば、投資開始時の利回りが6%、指数のデュレーションが7年、今後1年間のスプレッドと金利の変動幅の合計が50bps(0.50%)のマイナスの場合、1年後の期待リターンは9.5%(=6% - (-0.50% × 7))と推定されます。



図表3: 米国投資適格社債: 投資開始時の利回りとその後5年間の
トータル・リターン



出所: Bloomberg。米国投資適格社債=Bloomberg US Aggregate Corporate Index。2000年1月~2023年11月の月次データ。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではありません。

図表4: 金利とスプレッドの動きに関する様々なシナリオにおける
米国投資適格社債の予想1年リターン(%)

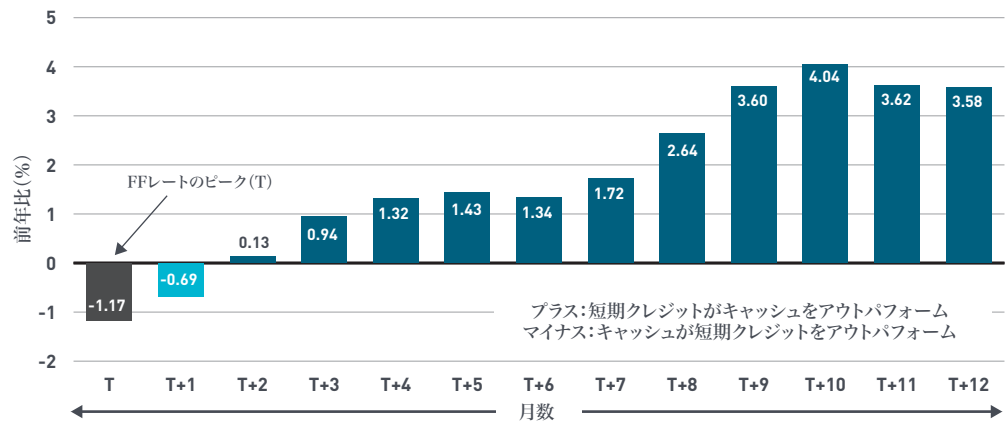
		翌年のスプレッドの動き (bps)										
		-90	-60	-30	0	30	60	90	120	150	180	210
翌年の金利の動き (bps)	150	0.89	-1.24	-3.37	-5.51	-7.64	-9.77	-11.90	-14.04	-16.17	-18.30	-20.44
	120	3.03	0.89	-1.24	-3.37	-5.51	-7.64	-9.77	-11.90	-14.04	-16.17	-18.30
	90	5.16	3.03	0.89	-1.24	-3.37	-5.51	-7.64	-9.77	-11.90	-14.04	-16.17
	60	7.29	5.16	3.03	0.89	-1.24	-3.37	-5.51	-7.64	-9.77	-11.90	-14.04
	30	9.43	7.29	5.16	3.03	0.89	-1.24	-3.37	-5.51	-7.64	-9.77	-11.90
	0	11.56	9.43	7.29	5.16	3.03	0.89	-1.24	-3.37	-5.51	-7.64	-9.77
	-30	13.69	11.56	9.43	7.29	5.16	3.03	0.89	-1.24	-3.37	-5.51	-7.64
	-60	15.83	13.69	11.56	9.43	7.29	5.16	3.03	0.89	-1.24	-3.37	-5.51
	-90	17.96	15.83	13.69	11.56	9.43	7.29	5.16	3.03	0.89	-1.24	-3.37
	-120	20.09	17.96	15.83	13.69	11.56	9.43	7.29	5.16	3.03	0.89	-1.24
	-150	22.22	20.09	17.96	15.83	13.69	11.56	9.43	7.29	5.16	3.03	0.89

出所: Bloomberg。米国投資適格社債 - Bloomberg US Agg Corporate Index。足元の利回りは2023年12月18日現在。足元のデュレーションは2023年12月18日現在。予想1年リターンは、足元の利回り + 金利とスプレッド間の正味変化 × デュレーションとして推定しています。参照された将来の予想リターンとパフォーマンスは、投資家を実現する可能性がある実際のパフォーマンスを約束または推定するものではなく、それらに依拠されるべきものでもありません。予想は例示のみを目的としており、助言として依拠してはならず、推奨と解釈されるべきものでも、パフォーマンスを保証するものでもありません。予想は、まだ起きていない、または起こる可能性がある主観的な推定と仮定に基づきます。予想は実際の取引に基づくものではなく、MFSが取りまとめたモデルやデータに基づくため、限界があります。結果は、将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。個別の投資家のパフォーマンスは、大きく異なる可能性があります。

キャッシュ（短期金融商品）から債券に資金をシフトさせる時期が来ているようです。特に、過去2年間にわたって世界の債券市場が困難な時期を経験する中、投資家はリスク資産への投資に慎重になり、依然としてキャッシュの配分をかなり高めに維持しています。しかし、私たちは今、重要な転換点を迎えています。一般的に、中央銀行の政策金利がピークに達した直後にキャッシュがクレジットをアンダーパフォームし始める傾向がありますが、今がまさにその時期なのです（図表5）。特に利下げが視野に入ってきたことから、今後はキャッシュがクレジットをアウトパフォームする可能性は低くなると思われます。



図表5: FFレートのピーク後における短期クレジットのキャッシュに対する
相対パフォーマンス

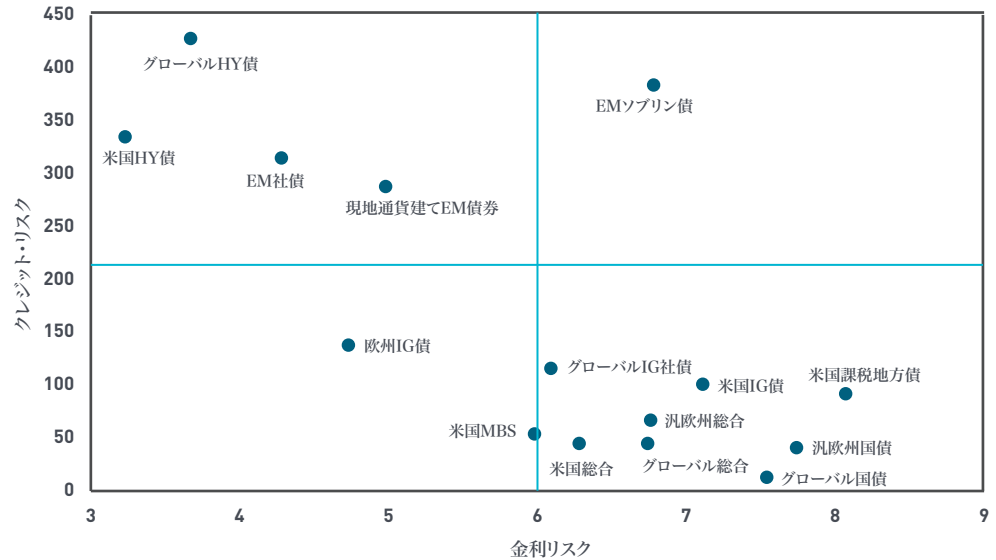


出所: Bloomberg、米連邦準備制度経済データ、ICE BofA。FFレート: キャッシュ = 3カ月または90日金利および利回り: 米国の譲渡性預金 (月次、季節未調整)。クレジット = ICE BofA, 1-3 year US IG corporate credit (CIAO Index)。1982年1月~2023年7月の月次データ。前年比リターン。1982年以降における6回の金利ピーク時の平均に基づきます。

債券の投資機会が拡大していると考えています。債券の種類は多岐にわたり、投資家のリスク選好度やニーズ、投資目的に応じて、それぞれに適した商品を選択することが可能です。当然ながら、債券にはデュレーション・リスクと信用リスクの両方が含まれており、この2つの組み合わせによって、リスク・リターン特性が異なる様々なサブ資産クラスが存在しています (図表6)。現在、デュレーション・リスクと信用リスクの両方を強気に見ており、債券の中でも特にエマージング債や欧州ハイイールド債といったリスクの高いセクターを選好しています。その理由として、マクロ経済見通しが良好なこと、および投資開始時の利回りが魅力的な水準にあることが挙げられます。



図表6: 債券インデックスの спреッド対デュレーション



出所：Bloomberg, 2023年12月19日現在のデータ。対米国債の спреッドを示しています。現地通貨建てエマージング債券の спреッドは、ドイツ5年国債33%と米5年国債67%で構成される理論的なグローバル国債に対して計測しています。米国総合 = Bloomberg US Aggregate Index、グローバル総合 = Global Aggregate Index、米国IG = Bloomberg US Aggregate Corporate Index、グローバルHY = Bloomberg Global High Yield Index、米国HY = Bloomberg US Corporate High Yield Index、EMソブリン = J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index、EM社債 = J.P. Morgan Corporate EMBI Broad Diversified Composite Index Level、欧州IG = Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate Index、欧州総合 = Bloomberg Pan-European Aggregate Index、グローバルIG = Bloomberg Global Aggregate Corporate Index、米国課税地方債 = Bloomberg US Taxable Municipal Aggregate Eligible Index。

以上から、債券は再び魅力的な資産クラスになっていると考えられ、特に、景気後退リスクが低下する中、バリュエーションが歴史的な割安水準にある債券に投資機会があると見ています。▲



債券に投資する場合、発行体、借り手、取引相手もしくはその他の支払義務を負う主体、原資産の信用力の低下、あるいは経済的状況、政治的状況、発行体固有の状況もしくはその他の状況の変化による結果として、またはその影響により、価値が低下することがあります。特定の種類の債券は、これらの要因による影響が大きいことから、ボラティリティが上昇する可能性があります。また、債券には金利リスクが伴います（金利が上昇すると、価格は下落します）。したがって、金利上昇時にはポートフォリオの価値が減少する可能性があります。

出所：Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® は、Bloomberg Finance L.P. およびその関連会社（以下、総称して「ブルームバーグ」）の商標およびサービスマークです。Bloomberg または Bloomberg のライセンサーは、Bloomberg Index のすべての所有権を有します。Bloomberg は、本資料を承認もしくは保証するものではなく、本資料に記載された情報の正確性または完全性を保証するものでもありません。また、本資料から得られる結果について、明示または黙示を問わず一切の保証を行わず、法律で認められている最大限の範囲において、一切の責任を負わないものとします。

本情報は信頼できるとされる情報源から入手したのですが、その完全性及び正確性を保証するものではありません。インデックスは許可を得て使用しています。インデックスは、J.P. モルガンの書面による事前の承認なしに複製、使用、配布することはできません。Copyright 2023, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.

当レポート内で提示された見解は、MFS ディストリビューション・ユニット傘下の MFS インベストメント・ソリューション・グループのものであり、MFS のポートフォリオ・マネジャーおよびリサーチ・アナリストの見解と異なる場合があります。これらの見解は予告なく変更されることがあります。また、これらの見解は情報提供のみを目的としたもので、投資助言、銘柄推奨、あるいは MFS の代理としての取引意思の表明と解釈されるべきではありません。予想は将来の成果を保証するものではありません。

特に記載のない限り、ロゴ、商品名、サービス名は MFS® およびその関連会社の商標であり、一部の国においては登録されています。

当社の事前の許可なく、当レポートの複製、引用、転載、再配布を行うことを禁じます。

当レポートは、情報提供を目的としてマサチューセッツ・ファイナンシャル・サービスズ・カンパニー（MFS）および当社が作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当レポートは、MFS もしくは当社が信頼できると判断したデータ等に基づき作成しましたが、その正確性および完全性を保証するものではありません。当レポートは作成日時時点のものであり、市場環境やその他の状況によって予告なく変更されることがあります。当レポートのデータ・分析等は過去の一定期間の実績に基づくものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を保証もしくは予想するものではありません。特定の銘柄・有価証券や業種等への言及がある場合は例示的であり、それらを推奨するものではなく、また、必ずしも MFS の現在の見方を反映しているとは限りません。当レポートは特定の金融商品もしくはファンドの勧誘を目的とするものではありません。当社が提供する金融商品は、市場における価格の変動等により、元本欠損が生じる場合があります。また、お客様にご負担いただく手数料等は、各商品、サービスにより異なり、運用状況等により変動する場合がありますため、予め金額または計算方法等を表示することはできません。当レポートに基づいてとられた投資家の皆様の投資行動の結果については、MFS および当社は一切責任を負いません。詳しくは契約締結前交付書面その他の開示資料等をお読みください。

MFS 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 312 号

加入協会：一般社団法人投資信託協会 / 一般社団法人日本投資顧問業協会