

Big Mac¹：債券の投資機会

クレジットのリターン要因を管理する

執筆者



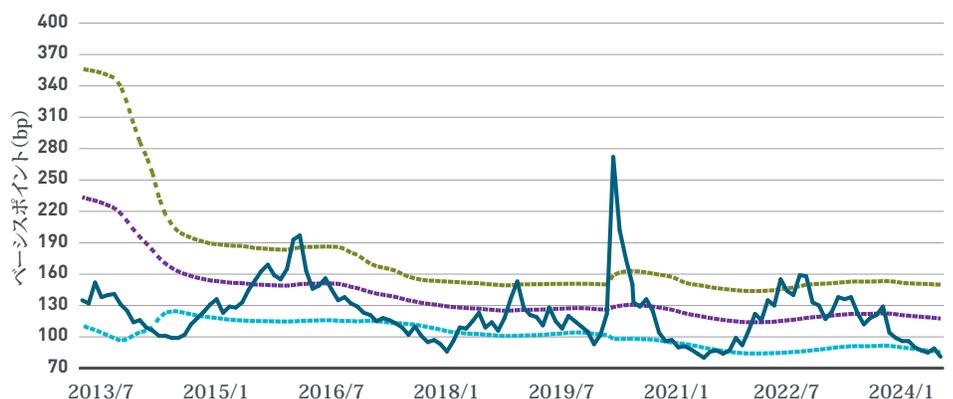
Benoit Anne
マネージング・ディレクター
ストラテジー・アンド・インサイト・グループ

一部の投資家の間には、クレジット・スプレッドが債券の大きな逆風になっているとの認識があるようです。しかし、足元のスプレッドが過去の水準と比べて割高であっても、債券のトータル・リターン見通しは今後も堅調であるとMFSは見ています。トータル・リターンの主な源泉は、金利低下の影響、高いキャリー、潜在的なアルファの寄与など、スプレッド以外の要因にある可能性が高いためです。

グローバル債券の多くのセグメントでクレジット・スプレッドが割高に見えることは確かです。例えば、米国投資適格社債のスプレッドは現在約80ベースポイント(bp)で、5年平均の118bpを大きく下回っています(図表1参照)。80bpのスプレッドはZスコアの-1.16に相当し、大幅に過大評価されていることが示唆されます¹。米国投資適格社債のみならず、現在多くの資産クラスのスプレッドが割高に見えます。10年間のパーセンタイル・ランクを見ると、投資適格社債、ハイイールド債、課税地方債、エマージング社債のパーセンタイルはゼロに近く、スプレッドは現在、過去の水準から見て非常に割高であることが示唆されています(図表2参照)。

図表1：米国投資適格社債のスプレッドは割高

■ 米国投資適格社債のスプレッド ■ 5年ローリング平均 ■ -1標準偏差 ■ +1標準偏差

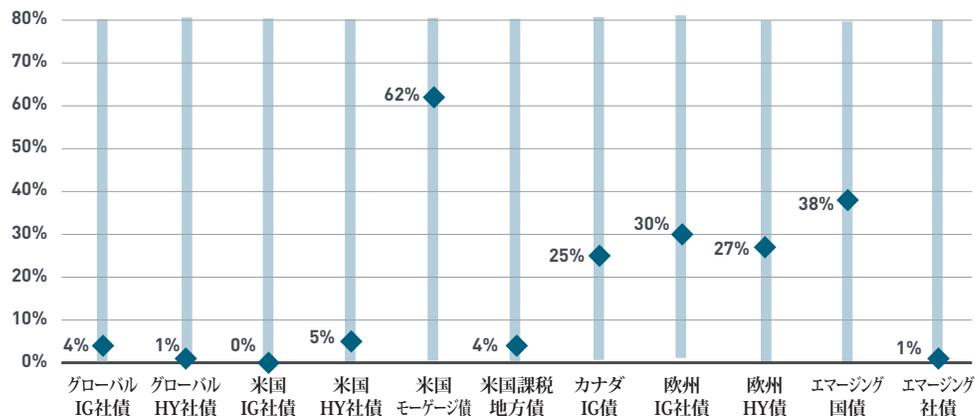


¹「Big Mac」(「ビッグなマクロ経済」を意味します)は、世界の債券やマクロ経済環境に関するトピックを取り上げるグローバル債券レポートです。

出所: Bloomberg。米国投資適格社債=Bloomberg US IG Corporate Index。スプレッドはオプション調整後スプレッド。過去平均は5年間ローリングの平均で推計しています。過去平均から1σ(標準偏差)の乖離は典型として過去と比べて魅力的とみなされるバリュエーション水準を指します。逆に、-1σは割高とみなされる水準を指す傾向があります。2013年8月から2024年10月までの月次データ(10月15日現在)。



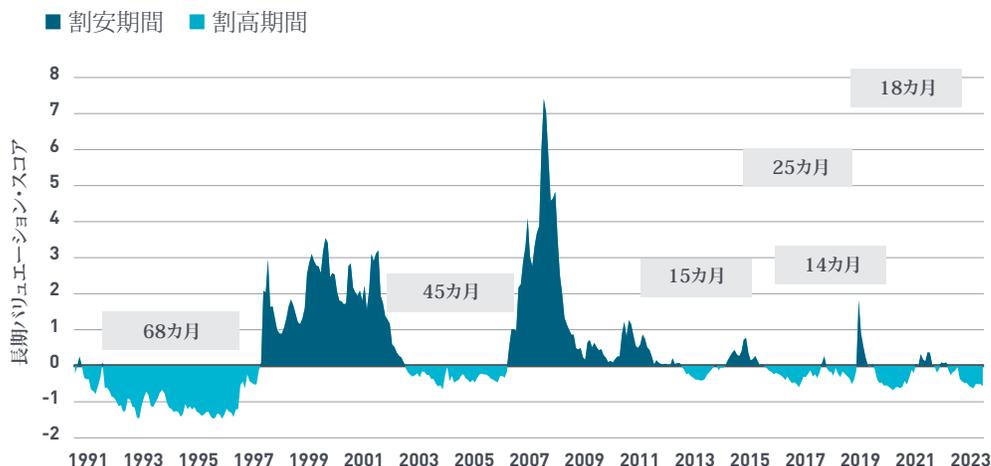
図表2: 利回りのパーセンタイル・ランキング(現在と過去10年間の比較)



出所: Bloomberg。2014年10月15日から2024年10月15日までの日時データ。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、エマージング国債 = J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index、エマージング社債 = 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、グローバルIG社債 = Bloomberg Global Aggregate Corporate Index、グローバルHY社債 = Bloomberg Global Corporate 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。

良いニュースは、スプレッドが割高となることは珍しくないということです。スプレッドが割高であるからといって、必ずしも近いうちにスプレッドの大幅な調整が起きるといわけではありません。実際、過去を振り返ってみても、クレジット・スプレッドが長期にわたり割高に推移した期間は数多く見られます。調整要因がない限り、特に、クレジット・セクターへの資金流入など市場テクニカルが堅調であったり、リスク選好度が世界的に健全であれば、スプレッドは長期にわたって割高な領域にとどまることがあります(図表3参照)。

図表3: 米国投資適格債の割高なスプレッドが続いた期間

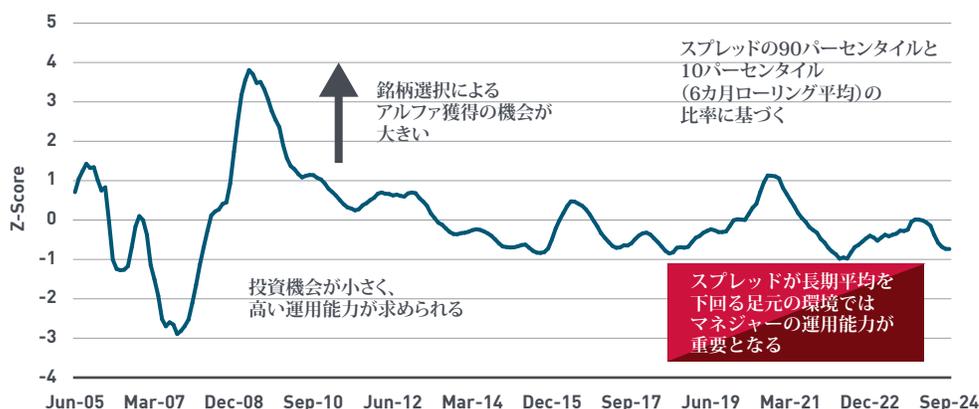


出所: Bloomberg。米国投資適格債 = Bloomberg US IG Credit Index。スプレッドはオプション調整後スプレッド。長期バリュエーション・スコアは1991年10月から2024年8月までの期間を対象にエクスパンディング・ウインドウ法で算出したスプレッドのZスコア。図表中の月数はZスコアがゼロ未満、すなわちスプレッドが長期適正水準に対して割高な領域にあった期間を示す。



クレジット・リスクは、足元ではベータよりもアルファが重要となっています。現在のスプレッド水準を踏まえると、スプレッドの縮小がクレジットのトータル・リターンを主要因になるとは考えにくい状況です。こうした背景から、アルファの役割、すなわちアクティブ・アセットマネジャーが生み出す超過リターンの存在感が高まっています。スプレッドが狭いだけでなく、スプレッドの分散も過去の平均を大きく下回っています(図表4参照)。スプレッドの分散が小さい中では、銘柄選択によるアルファの獲得機会は縮小する傾向があります。こうしたときは、アセット・マネジャーの質と能力が重視される時です。言い換えれば、スプレッドの分散が狭い環境は、運用能力の高いアセット・マネジャーが力を発揮する機会です。徹底した銘柄選択による運用プロセスとグローバルなリサーチ・プラットフォームは、現在のバリュエーション水準の下で付加価値を生むために最も重要な要素あると考えます。

図表4: 米国投資適格社債のスプレッドの分散は長期平均を下回る



出所: Bloomberg。米国投資適格社債 = Bloomberg US IG Corporate Index。米国投資適格社債の分散度は、2004年12月から2024年9月までの月次データを対象に、エクスパンディング・ウィンドウ法で算出した6カ月ローリングのスプレッドのZスコアです。Zスコアは、標準偏差の単位の長期平均からの乖離を測定したものです。

こうしたスプレッド環境にもかかわらず、クレジットのトータル・リターン見通しは引き続き堅調です。利下げによる影響、魅力的なキャリー、そして潜在的なアルファが、今後1年間のクレジット・パフォーマンスの主な原動力となりそうです。足元の総利回りを考えると、当初の条件は良好に見えます。例えば、米国の投資適格社債の利回りは現在5.12%です²。これは、潜在的なインカム・リターンは過去の標準にならって上昇する可能性が高いことを意味します。そのためには、このインカム・リターンに、図表5にまとめたスプレッドと金利の動きからの寄与を加味することが必要です。利下げの影響を受けた金利低下と安定したクレジット・スプレッドのシナリオ下では、1年間の期待リターンは1桁台後半となる可能性があります。



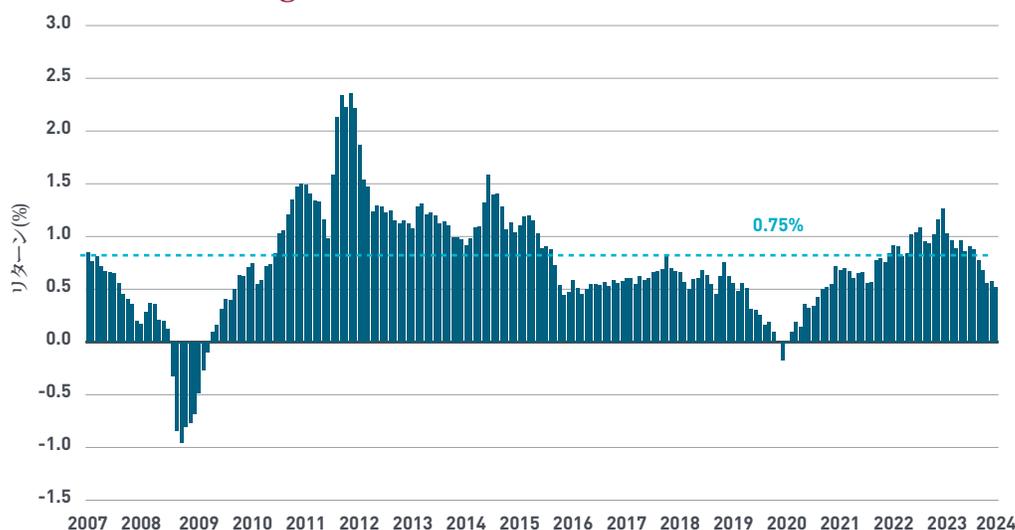
図表5: 金利とスプレッドの動きに関する様々なシナリオにおける
米国投資適格社債の仮想1年リターン(%)

米国投資適格社債	翌年のスプレッドの動き (bp)									
	-45	-30	0	+30	+60	+90	+120	+150	+180	+210
翌年の金利の動き (bp)										
+150	-2.18	-3.22	-5.31	-7.39	-9.48	-11.56	-13.65	-15.73	-17.82	-19.90
+120	-0.10	-1.14	-3.22	-5.31	-7.39	-9.48	-11.56	-13.65	-15.73	-17.82
+90	1.99	0.95	-1.14	-3.22	-5.31	-7.39	-9.48	-11.56	-13.65	-15.73
+60	4.07	3.03	0.95	-1.14	-3.22	-5.31	-7.39	-9.48	-11.56	-13.65
+30	6.16	5.12	3.03	0.95	-1.14	-3.22	-5.31	-7.39	-9.48	-11.56
0	8.24	7.20	5.12	3.03	0.95	-1.14	-3.22	-5.31	-7.39	-9.48
-30	10.33	9.29	7.20	5.12	3.03	0.95	-1.14	-3.22	-5.31	-7.39
-60	12.41	11.37	9.29	7.20	5.12	3.03	0.95	-1.14	-3.22	-5.31
-90	14.50	13.46	11.37	9.29	7.20	5.12	3.03	0.95	-1.14	-3.22
-120	16.58	15.54	13.46	11.37	9.29	7.20	5.12	3.03	0.95	-1.14
-150	18.67	17.63	15.54	13.46	11.37	9.29	7.20	5.12	3.03	0.95

出所: Bloomberg; 米国投資適格社債=Bloomberg US IG Agg Corporate Index。足元の利回りとデュレーションは2024年10月29日現在。仮想リターンはリターンのレンジを示したものです。例示のみを目的としており、将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。中段の太字はBloomberg US Corporate Indexの最低利回りです。上の図表は、金利とクレジット・スプレッドの動きについて様々なシナリオを想定し、それぞれの最低利回りを使用してリターンのレンジを示したものです。この分析では、金利とクレジット・スプレッドが変化しない場合、公表される指数の最低利回りが翌年の実現リターンの主な決定要因となり、投資開始時の最低利回りが完全に確保できると仮定しています。また、指数の組入銘柄のデフォルトや入れ替えは想定しておらず、すべての銘柄が満期まで保有されると仮定しています。金利の変化は、期間終了時にイールドカーブが平行移動することを前提としています。デュレーションとスプレッド・デュレーションの計測はオプション調整後デュレーションに基づきます。

ベータを加味しない超過リターンは歴史的に高い水準で推移しており、債券におけるアクティブ運用の意義を裏付けています。Bloomberg US Credit Indexをベンチマークとするアセット・マネジャーの過去の運用実績を見ると、過去20年間に生み出されたアルファは年平均75bpと、相当に高い水準に達しています。アセット・マネジャーが利用できるアルファ獲得の手段は、銘柄選択からセクター配分、レラティブ・バリュエーション、イールドカーブ・ポジショニングなど多岐にわたります。米国投資適格社債の20年間のベータ・リターンは現在4.03%であり、75bpのアルファは大きいといえます。

図表6: 米国社債戦略の3年ローリング平均超過リターンvs.
Bloomberg US IG Credit



出所: eVestment Alliance, LLC。eVestment All Global Fixed Incomeのユニバースは、ヘッジなしアプローチを用いるアクティブ・マネジャーでスクリーニングされ、Bloomberg US Credit Indexをベンチマークとしています。リターンは運用報酬控除前の米ドル建てです。2004年5月から2024年4月までの四半期データ。過去の実績は将来の成績を保証するものではありません。



総じて、債券のトータル・リターンの見通しは、主に金利低下観測と高いキャリーを反映して引き続き堅調です。ただし、スプレッドがパフォーマンスに大きく寄与する可能性は高くないと考えます。クレジット・リターンの源泉としては、ベータよりもアルファの存在が大きい環境にあると考えます。▲

巻末脚注

¹ Zスコアは、標準偏差の単位の長期平均からの乖離を測定したものです。1Zスコア(過去平均から1σ(標準偏差)の乖離)は典型として、過去のバリュエーションと比べて魅力的とみなされる水準を指します。反対に、-1Zスコアは割高とみなされる水準を指す傾向があります。

² 出所: Bloomberg。米国IG社債 = Bloomberg US IG Corporate Index。2024年10月29日現在データ。



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思わ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ストラテジー・アンド・インサイト・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。分散投資は利益を保証するものでも、損失を防ぐものでもありません。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することがあります。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目的であり、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