

## 欧州投資適格債を再考する



マーク・ステイシー

シニア・ポートフォリオ・マネジャー

2023年2月16日

債券市場にとって、2022年は悲惨な一年でした。

2023年は、ジェットコースターのような展開でしたが、最終的にはプラス圏内で終わりました。2024年は、欧州投資適格債の投資妙味が高まると考えています。

### ジェットコースター

60・40ポートフォリオが過去最悪のパフォーマンスを記録した2022年末、多くの債券投資家は、2023年は平均への回帰を期待して年初を迎えました。2023年は、年初は比較的順調な出だしとなりましたが、次第に波乱含みとなり、最後の二ヶ月の大きな反発で、プラス圏で終わりました。2024年の出だしは、金利変動は落ち着き、債券インカムへの関心の高まりが見られました。中央銀行が、政策金利はピークに達し、どちらかといえばやや利下げ方向に向かっていることを示すなかで、伝統的なロング・オンリーの投資家が、再び債券市場で投資し始めています。こうした投資家の関心先は投資適格債となっており、投資適格債ファンドへの資金流入がみられ始めています。

### 金利だけではない

主要金利の動きは、投資適格債全体のリターンを大きく左右する要因となりますが、クレジット・スプレッドのプレミアムも付加価値を提供します。利回りは、おおよそ10年ぶりの高水準となっていますが、とりわけ欧州ではスプレッドも十分に上乗せされています。ユーロ建て債の利回りは約4%、米ドル建て債の利回りは5%を超えています\*。ユーロと米ドルのヘッジ・コストが約1.5%であることを踏まえれば、利回りはほぼ同水準となります。

欧州社債のクレジット・スプレッドは130bpsを上回り\*、相対的にみて魅力的です。過去5年間で、130bpsを上回った期間は、30%の期間にすぎません。過去5年間でみると、米国債やハイ・イールド債を含めた債券資産クラスは、レンジの下限で推移してきました。ファンダメンタルズ面では、欧州社債の多くが、あらゆる景気循環局面や成長鈍化を乗り切れる財務状況にあり、バランス・シートは健全な状態にあります。インタレスト・カバレッジ・レシオや再資金調達については、利回りが非常に低い水準にあった2020年を通じて対策が講じられています。

社債の新規発行は、約4,000億ユーロ\*の大規模な供給が見られた2020年以降、大幅に減少しています。2021年、2022年、2023年の新規発行は約2900億ユーロ\*に上りましたが、今年は同水準の2,300億ユーロから2,900億ユーロの水準になっていくと思われます。今年の純発行額は落ち着いたものになると見えています。M&Aのために資金調達を行うような動きは見られず、個別企業の状況によるオポチュニスティックなものを中心になると見られます。

### 欧州リスク

地政学は非常に予想が難しいことからテイル・リスクとして残されており、インフレに影響を与える可能性もあります。すでに輸送費は上昇し始めており、これは欧州に直接的影響を与えています。輸送費が2倍、3倍と上昇すれば、これはインフレの上昇につながります。インフレに粘着性があったり、上昇したりする場合、ECBの利下げは難しくなっていきます。ゼロ、あるいはマイナス金利から、400bpsの大幅な利上げが実施されたなか、欧州の金融政策が思うように進められなかった場合、経済成長、また見通しが不安定になる可能性があります。最終的には、経済が停滞し、クレジット・スプレッドの重しとなるかもしれません。しかし、経済成長は比較的堅調であり、特に主要金利と主要利回りがクレジット・スプレッドの拡大を埋め合わせるキャリー（インカム）を提供するなかで、大きな懸念材料としては捉えていません。

### 欧州投資適格債へ回帰する資金

今日、世界のマネー・マーケット・ファンドに莫大な資金が流れ込んでいます。その額は、6兆米ドル\*に達しそうです。現金を持っているだけで6%の利子が付くのであれば安心感がありますが、利下げが始まればこの状況は変化します。2024年を通して米ドル建て債が提供する5%の利回りは3.8%に向かって低下するとみっていますが、そうなった場合、6兆米ドルの資金は債券の投資に向かうと見えています。この傾向は始まっており、今年中続くとも見えています。そのため、欧州社債は特に魅力的であり、2024年は堅調なリスク調整後リターンが見込めると考えています。

\*出所: Bloomberg、2024年2月14日

## 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