



# なぜいま債券アロケーションの 見直しを行うのか



デビッド・ホースバーク  
クライアント・ソリューション・ヘッド

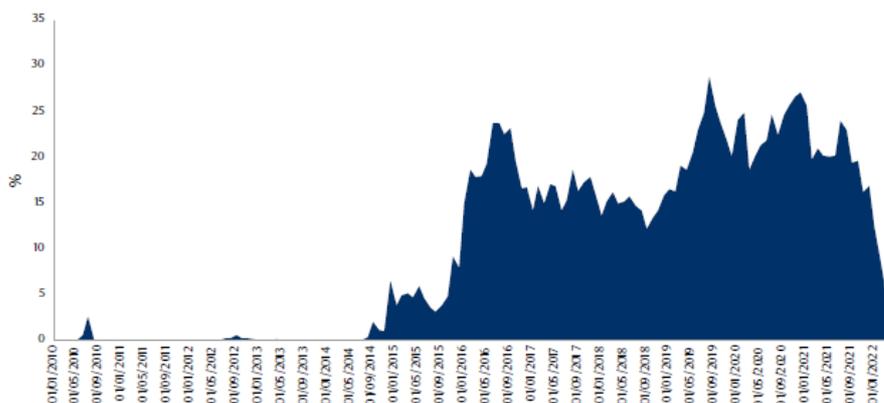
2022年6月

数年ぶりにハイ・イールド債は高利回り（ハイ・イールド）となり、投資適格の債券（フィクスト・インカム）は固定すべきインカムを提供するようになりました。

株式市場の継続的な上昇と金融緩和策による利回り低下、デフレ化の長期化によって、この数年間、債券へのアロケーションは戦略的なウェイトを下回る水準になっていました。魅力的な利回りを得ることは難しくなり、金利が正常化した場合に何が起るのか、という懸念からも、債券のリスクは高まっていたと言えるでしょう。

2022年に入り、中央銀行は利上げのガイダンスを示し、実際それに沿った行動を取る中で、債券市場は大幅な下落に見舞われました。投資家は、デフレ化を短期化し、固定金利から変動金利の資産への選好を強め、一部のケースでは、キャッシュやキャッシュ・プラスの戦略に資産を全て移管する動きも見られました。

図1；マイナス利回りの資産は9ヶ月で約24兆米ドルから4兆米ドルに減少（4月末時点）



出所: Macrobond 2022年4月

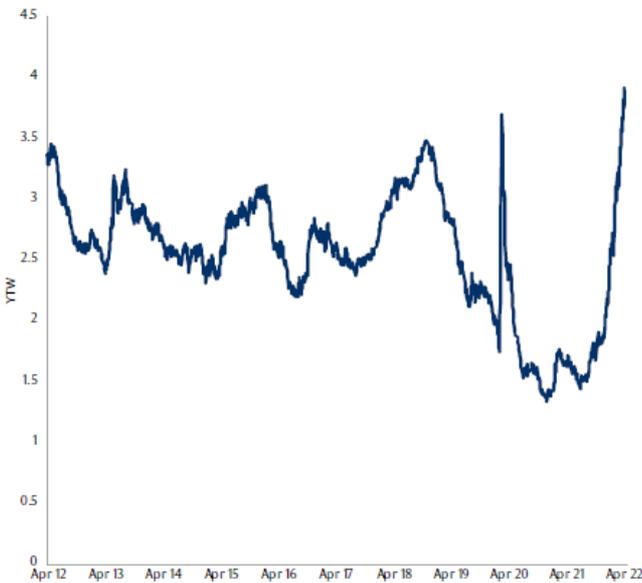
早回しで進むかのように、数年来で初めて、ハイ・イールド債は高利回り（ハイ・イールド）（7.7%<sup>1</sup>）となり、投資適格の債券（フィクスト・インカム）は固定すべきインカム（3.9%<sup>1</sup>）を提供するようになりました。とは言うものの、投資家はこの資産クラスに再び投資すべきかどうか様子見の姿勢を取っています。

しかし、マクロ・リスクは高止まりしているものの、戦略的アロケーションに対してデフレ化・リスクを十分に取らないことは、新たな問題かもしれません。

<sup>1</sup> Yield to maturity (%) on ICE BofA Global High Yield Constrained Index, 2022年5月18日

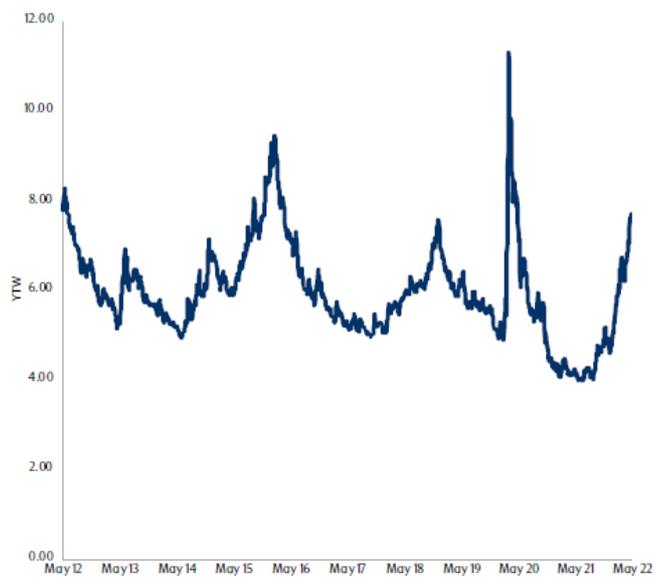
<sup>2</sup> Yield to maturity (%) on Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate Index USD Unhedged, 2022年5月18日

図2：ブルームバーグ総合債券インデックスの過去10年の利回り推移（%）



出所：Bloomberg 2022年4月27日

図3：ICE BofA MLグローバル・ハイ・イールド債インデックスの過去10年の利回り推移（%）



出所：Bloomberg 2022年5月18日

## バリュエーション

投資適格債及びハイ・イールド債は、共に年初来で下落しています。投資適格債については金利上昇が大きく影響し、ハイ・イールド債は金利上昇とスプレッド拡大の両方が大幅な下落につながりました。過去平均から見ると、両資産の今の利回りは10年平均を上回っており、投資適格債は99パーセンタイル、ハイ・イールド債は93パーセンタイルに位置しています。

デレーションが、ハイ・イールド債は4.31年、投資適格債は7.05年であることを加味すると、今の利回りならば、ハイ・イールド債は179bps、投資適格債は55bpsの金利上昇までリターンを得られません。金利の予想が大きく動く状況にあって、このことはインカムがさらなる利回り上昇への緩衝材となることを示しています。今のスプレッドはデフォルトが増えることを想定した水準にあり、ピーク的水準に達していないかもしれませんが、今後スプレッドの大幅な改善が見込める水準にあるかもしれません。

これに対して、今の時点での疑問点は次のようなものでしょう。

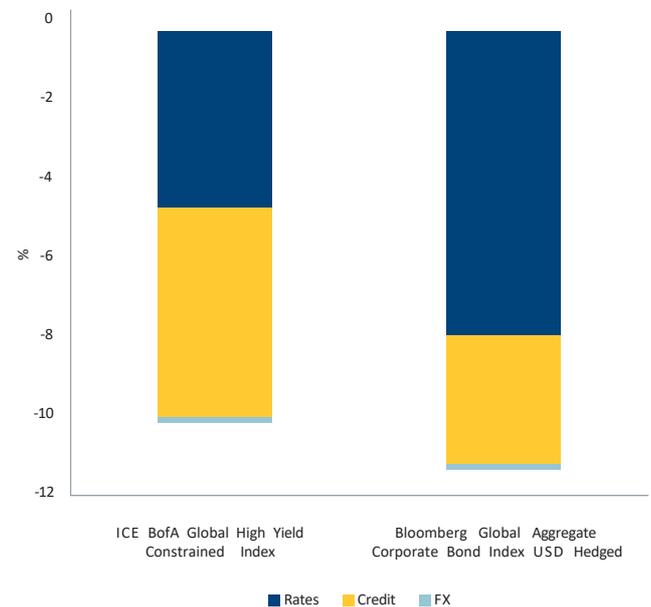
インフレ率は通常的水準に落ち着くのか？

ターミナル・レートを引き上げる、もしくは前倒しの引き締めを行うなど、中央銀行はさらなる行動を取る必要はないのか？

現段階で、市場はほぼ中央銀行のフォワード・ガイダンス通りに引き締めを織り込みをしているようです。しかし、安定化の兆しは見られるものの、インフレ率は注視すべき指標でしょう。

ブルーベイでは、フォワード・ガイダンスは意図通りの働きをしており、中央銀行はインフレに対抗するために十分な対応をしていると考えており、出来ることは実行しているとみています。

図4：投資適格債及びハイ・イールド債の下落要因



出所：BlueBay Asset Management 2022年5月16日

市場では金利面での調整は相当進んでおり、バリュエーションは魅力的な水準になっていると考えています。

さらにインフレ圧力が高まった場合に、金利の動きが加速する可能性はありますが、現在想定されている水準から、インフレ率の絶対水準が大きく上昇することは想定し難いとみています。ハイ・イールド債及び投資適格債の市場で、この金利見通しが織り込まれていることを踏まえると、注視すべきなのは今後のスプレッドの動きでしょう。

## スプレッド

この下落のもう一つ興味深い点は、投資適格債においては金利上昇とスプレッド拡大が利回りを引き上げましたが、グローバルにインフレ・ショックが起こる中で、ハイ・イールド債のスプレッドはビジネスのレバレッジ水準から想定されるほどにはスプレッドの拡大が起きていないことです。この点においては次のような理由が考えられます。

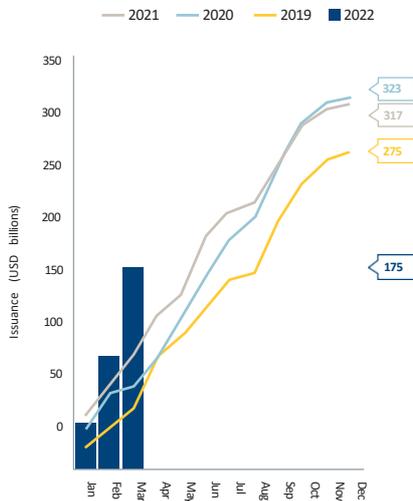
- **パンデミックによる発行の一掃**：パンデミックによって、資産クラスでの借り換えが進みました。多額の新規発行が見られた昨年と比較すると新規発行は抑えられており、資産クラスの利回りの下支えとなっていると考えられます。
- **格付けの改善**：先進国市場ではBB格の比率が2008年には34.4%でしたが、2022年4月末時点では55.2%となっています。

- **タイミング**：金利の上昇とインフレ圧力が経済成長の問題に発展するのは一年半から二年先であるという点は、この背景の大きな理由になっていると考えています。景気悪化の時点では、経済成長を支援するために利下げが実施されている段階にあるかもしれません。ハイ・イールド債発行体の80%が、これ以前に再資金調達を必要としていません。

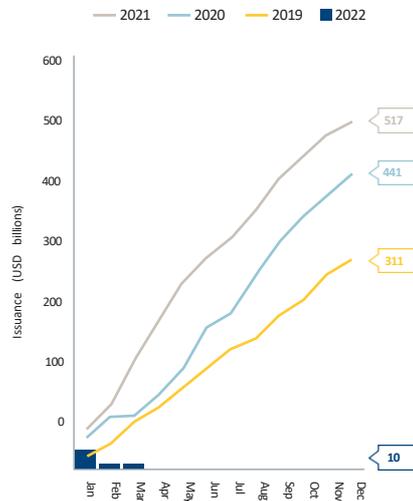
しかし現実には、こうした要因全てが影響しているでしょうし、良くも悪くも、結局は個別銘柄やセクター・レベルでの調整が行われているというのが事実です。個別リスクが価格に織り込まれ始めていることで、差別化は強まっています。そして、これが投資機会につながります。

図5：ハイ・イールド債のグロス発行額

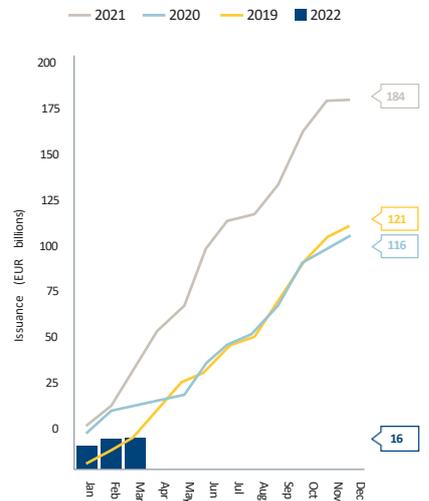
EM HY: gross issuance



US HY: gross issuance



European HY: gross issuance



出所： Bloomberg & BoA for EMHY 2022年3月

## ポジショニングに対する考え

金利面での魅力が高まっているのなら、社債のスプレッドにも目を向ける時なのでしょうか。これまでと同様に、投資において、シンプルな答えはないようです。

パッシブの観点では、債券ベータは投資機会とリスクの両方を持っていると考えられます。グローバル投資適格債とハイ・イールド債の両市場には4,750以上の発行体があり、その全てが年初来で大きな調整に見舞われましたが、実体経済の影響と企業ファンダメンタルズがバリュエーションに反映されていくなかで、明白な差別化が進むとみえています。

個別のパフォーマンスの差を活用でき、機動的にデレージョンを調整出来る戦略がこの投資環境においては恩恵を受けやすいと考えています。債券ベータの魅力も高まっていますが、アルファの潜在力という点で、これほど高い水準にあることは滅多にありません。

こうしたことを脇に置いたとしても、2022年にこれまで起きた価格調整を踏まえると、債券資産のアンダーウェイトは、これまで程は確かなポジションでないことを認識することは重要でしょう。実際、マクロ・リスクが顕在化し、経済成長に対する懸念が高まった際には、債券資産をアンダーウェイトとするポジションは最もリスクを抱えたポジションになる可能性があります。

**債券ベータの魅力も高まっていますが、アルファの潜在力という点で、これほど高い水準にあることは滅多にありません。**

## ディスクレームー

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



Global Asset Management  
BlueBay Asset Management