

Big Mac¹ : 債券の投資機会 欧州クレジット、戦術的から戦略的な保有へ

執筆者



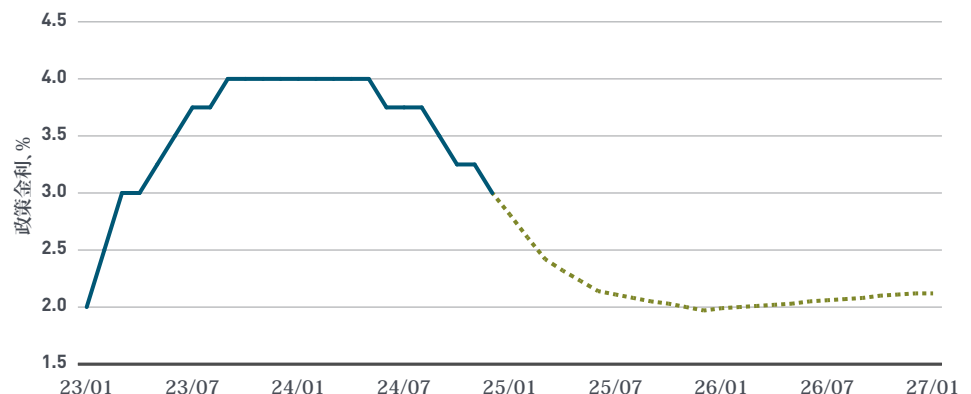
Benoit Anne
マネージング・ディレクター
ストラテジー・アンド・インサイト・グループ

欧州投資適格社債は、戦術的な観点のみならず、債券市場への戦略的な配分を検討する上でも魅力的な資産クラスであると考えます。今後の市場環境ではマルチアセット・ポートフォリオのリスクを低減する必要性が高まる可能性があり、そのような状況下で欧州投資適格社債は特に米国投資適格社債と比較して高いディフェンシブ性を発揮する魅力的な資産になるとみられます。こうしたディフェンシブな特性に加え、欧州投資適格社債は魅力的な分散効果を提供し、長期に亘り優れたリスク調整後リターンを創出しています。

欧州投資適格社債を保有する戦術的根拠は依然として強い。ユーロ圏はグローバル債券投資のスイートスポットであると考えています。第1に、欧州中央銀行(ECB)は今後複数回にわたって利下げを実施する可能性が高いため、欧州では戦術的にデュレーションを長期化するのが賢明です。現在、市場が織り込むECBの今後1年間の利下げ幅は約100 bpですが、これを上回る利下げが行われ、それに伴って市場金利の低下が進む可能性が高いと思われます(図表1参照)。こうしたデュレーション長期化ポジションに有利な投資環境に加え、第2に、欧州クレジットのファンダメンタルズは同地域の困難な経済環境にもかかわらず依然として堅調であるという点があります。最後に、欧州投資適格社債は、特に他の国・地域の投資適格社債との相対価値ベースでバリュエーションが魅力的な水準にあるほか、健全な資金流入が見られるなど需給面でも強力な下支え要因がみられます。バリュエーション面について確認すると、現在、欧州投資適格社債のブレイクイーブン・スプレッドは23 bpと、米国投資適格社債(12 bp)の約2倍となっています¹。

図表1: ECBの政策金利と現在市場が織り込む金利見通し

■ ECB預金ファシリティ金利 ■ ECB-市場の金利見通し



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, 2020年1月~2024年12月までの月次データ。短期金利先物のデータに基づく政策金利予想。2025年1月13日現在のデータ。



マルチアセット・ポートフォリオのリスクを低減する必要性。今後は、特に第2次トランプ政権が始動する中、政策の不確実性とマクロ経済の不安定性が高まることが予想され、グローバル市場は岐路に立たされる可能性があります。このことを踏まえると、債券への配分を増やすなどしてマルチアセット・ポートフォリオのリスク低減を図ることは理にかなっていると言えます。総合的に見て、現在、オールイン利回りが歴史的な高水準にある債券は、リスク低減に役立つ魅力的な資産クラスとして優位にあると考えています。株式市場では引き続きリスク資産が幅広く買われていますが、現在の高いバリュエーションと、それが意味する長期的な株式リターンに懸念が高まっています。

欧州投資適格社債は、ディフェンシブ資産としての魅力的な特性を勘案すると、リスク低減に有効な資産クラスの1つとして注目される選択肢。第1に、欧州投資適格社債のトータルリターンのボラティリティは米国投資適格社債と比較して著しく低く、このことは欧州投資適格社債の方がリスクが低い傾向にあることを示唆しています。具体的には、過去10年間における欧州投資適格社債のトータルリターンのボラティリティは4.8%で、米国投資適格社債の7%を大きく下回っています。同様に、クレジット部分のリターン(すなわち、トータルリターンから金利部分のリターンを差し引いたもの)のボラティリティについても、欧州投資適格社債は比較的低いボラティリティを示しています。特に、年限10年の債券についてクレジット部分のリターンのボラティリティを比較すると、欧州投資適格社債が3.4%であるのに対し、米国投資適格社債は4.7%とかなり高い水準にあります。資産クラスのリスクを評価する指標は他にも多数あり、そうした代替的な指標を見ても、欧州投資適格社債は米国投資適格社債よりもディフェンシブ性の高い資産クラスとして際立っています。例えば、MFSの債券ポートフォリオ・マネジャーの間で一般的に使用されているリスク指標の1つにデュレーション・タイムズ・スプレッド(DTS)があります。図表2に示した通り、欧州投資適格社債のDTSは世界のクレジット市場の中で最も低く、米国投資適格社債を大きく下回っています。

図表2:デュレーション・タイムズ・スプレッド(DTS)で計測した債券のリスク

	DTS	最もリスクが高い
エマージング・ソブリン債	1,967	↑
グローバル・ハイイールド債	1,122	
エマージング社債	1,028	
欧州ハイイールド債	949	
米国ハイイールド債	794	
米国課税地方債	676	
カナダ投資適格社債	547	
米国投資適格社債	545	
グローバル投資適格社債	470	
欧州投資適格社債	428	
欧州総合	320	
エージェンシーMBS	258	
グローバル総合	219	
米国総合	198	
米国非課税地方債	104	

2025年1月13日現在
デュレーションとスプレッドの積に基づく

出所: Bloomberg。2025年1月13日現在のデータ。DTSはリスクを計測する指標です。DTS=スプレッド x デュレーション。米国総合=Bloomberg US Aggregate index。グローバル総合=Global aggregate Index。米国投資適格社債=Bloomberg US Aggregate Corporate Index。米国ハイイールド債=Bloomberg US Corporate High Yield Index。エマージング・ソブリン債=J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index。欧州投資適格社債=Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate Index。欧州ハイイールド債=Bloomberg Pan-European High Yield Index。グローバル投資適格社債=Bloomberg Global Aggregate Corporate Index。カナダ投資適格社債=Bloomberg Canada Aggregate Corporate Index。米国課税地方債=Bloomberg US Taxable Municipal Aggregate Eligible Index。

第2に、クレジット・リスク1単位当たりのスプレッドを分析したところ、欧州投資適格社債が有利であることが示されました。平均格付けがA3/BAA1の場合、現在のスプレッドは102 bpとなり、格付調整後のスプレッドは14 bpとなります²。これは米国投資適格社債の1単位当たりの格付調整後スプレッドの11 bpを明らかに上回っています。つまり、投資家は欧州投資適格社債を保有することで、クレジット・リスク1単位当たりでよりそのリスク

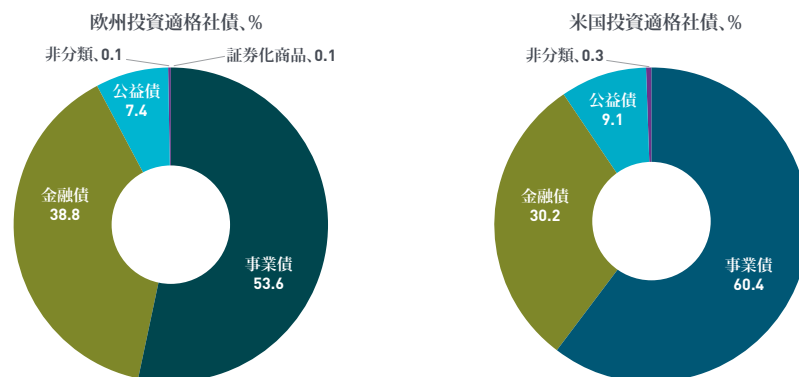


を埋め合わせることができます。

最後に、格付の格上げ・格下げ比率です。投資適格社債市場において完全にデフォルトする確率を分析することはあまり重要ではないと思われませんが、格上げ・格下げ比率は考慮すべき重要な要素です。これを見ると、長期的な格下げ・格上げ比率(格下げ件数に対する格上げ件数の割合)は、米国よりも西欧諸国の方が高くなっており、欧州の方が格付が上昇傾向にあることが示されています³。

欧州投資適格社債は米国投資適格社債に比べて分散効果が高い。分散効果の差が生じる第1の要因として、両指数のセクター構成の違いがあります(図表3参照)。特に、欧州投資適格社債指数は米国投資適格社債指数に比べて金融債の比率がかなり高く、これは金利上昇局面において魅力的な特徴と言えます。一方、事業債の比率は米国投資適格社債指数よりもかなり低くなっています。同様に、指数の設計上、投資対象国も米国に比べてかなり分散されています。例えば、欧州投資適格社債指数の国別構成比率の上位3カ国は、米国(21%)、フランス(20%)、ドイツ(14%)となっていますが、米国投資適格社債指数は米国(86%)、英国(4%)、カナダ(3%)と米国が大半を占めており、地理的集中リスクという点で大きな違いがあります⁴。

図表3: 欧州投資適格社債と米国投資適格社債のセクター別構成比率



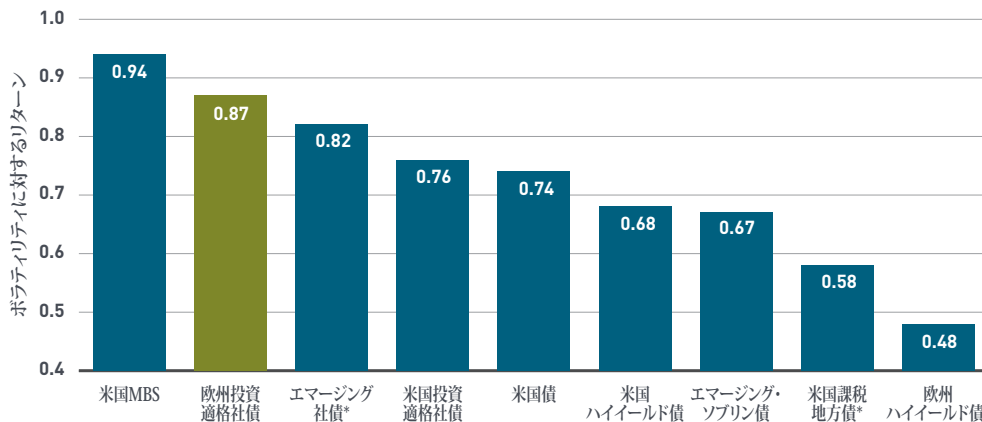
出所: Bloomberg。欧州投資適格社債=Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate Index。米国投資適格社債=Bloomberg US Aggregate Corporate Index。2025年1月15日現在のデータ。

第2に、欧州投資適格社債は米国投資適格社債に比べてグローバル株式との相関が著しく低いことも注目すべき点であり、これはリスク資産に対して一定の分散効果が期待できると同時に、ディフェンシブ性が高いことを示唆しています⁵。今後のグローバル株式における潜在的なリスクを考慮すると、この相関の低さは魅力的な特徴と言えます。

欧州クレジットは長期に亘り魅力的なリスク調整後リターンを創出。グローバル債券の過去のパフォーマンスを振り返ると、欧州投資適格社債はリスク調整後リターンの観点で最も魅力的な資産クラスの1つとして際立っています。実際に、1990年代後半以降、欧州投資適格社債を上回るボラティリティ調整後リターンを達成している資産クラスは米国のMBSのみです。この間の欧州投資適格社債のボラティリティに対するリターンは0.88であり、特にこのように長期で見たリターンが高水準にあることは注目に値すると考えます(図表4参照)。欧州投資適格社債がリスク調整後ベースで大きくアウトパフォーマンスしているのは、歴史的に見てユーロ圏では米国よりも債券にとって有利なマクロ環境だったことが一因であると考えられます。加えて、米国クレジットの過去のパフォーマンスではボラティリティが高いという特徴がありますが、これはリターンの振れ幅が大きいことが幾分影響しています。



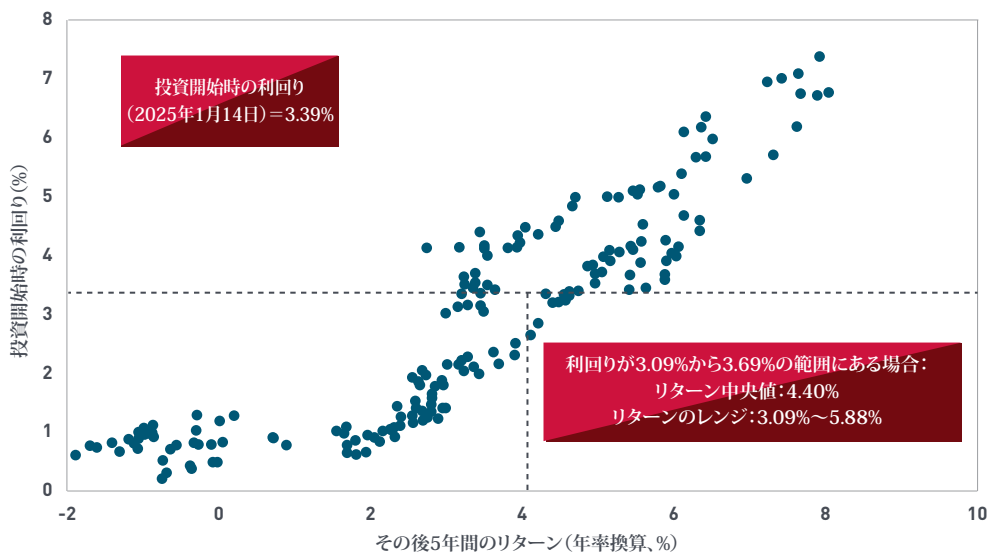
図表4: 長期のリスク調整後リターン



出所: Bloomberg。ボラティリティに対するリターンは、同じ期間のトータルリターンのボラティリティに対するトータルリターンとして算出したものです。使用した指数は以下の通りです: 米国MBS = Bloomberg US MBS Index。米国投資適格社債 = Bloomberg US Aggregate Corporate Index。米国ハイイールド債 = Bloomberg US Corporate High Yield Index。エマージング・ソブリン債 = J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index。エマージング社債 = J.P.Morgan CEMBI Broad Diversified Index。欧州投資適格社債 = Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate Index。欧州ハイイールド債 = Bloomberg Pan-European High Yield Index。米国課税地方債 = Bloomberg US Taxable Municipal Aggregate Eligible Index。米国債 = Bloomberg US Treasury Index。1998年7月～2024年12月までの期間。*ただし、データに制約があるため、エマージング社債については2002年1月以降、米国課税地方債については2003年9月以降、欧州ハイイールド債については1999年1月以降を除きます。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

長期的に高い期待リターンを得るためには、投資開始時の利回りが重要。現在の欧州投資適格社債の利回りは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ると言えます。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3.39%の欧州投資適格社債の場合、投資開始時からの利回りの変動幅を30 bp以内と想定すると、その後の5年間の年率リターンの中央値は4.40%と魅力的な水準になると予想され、リターンのレンジは3.09%～5.88%となります(図表5参照)。

図表5: 欧州投資適格社債: 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



Bloomberg。欧州投資適格社債 = Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate Index。2005年1月～2024年12月までの月次データ。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。



以上を踏まえ、欧州投資適格社債には、その魅力的な特徴と過去のリターンに反映される通り、エクスポージャーを高めるべき戦略的根拠があると考えます。▲

巻末脚注

- ¹ Bloomberg。欧州投資適格社債=Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate Index。米国投資適格社債=Bloomberg US Aggregate Source Corporate Index。ブレイクイーブン・スプレッドは、デューレーションに対するオプション調整後スプレッドの比率として計算されています。2025年1月15日現在のデータ。
- ² 出所：Moody's。格付を「Aaa」が1、「Aa1」が2、「Aa2」が3のように数値化した上で算出した値です。
- ³ Bloomberg、S&P、Moody's。格下げ対格上げ比率は、Moody'sとS&Pの両格付機関が米国と西欧諸国それぞれの投資適格債の格付の変化について、2015年～2024年までの年次データを使用して算出したものです。
- ⁴ 出所：Bloomberg。欧州投資適格社債=Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate Index。米国投資適格社債=Bloomberg US Aggregate Corporate Index。国別の構成比率。2025年1月15日現在のデータ。
- ⁵ 出所：Bloomberg、MSCI。MSCI World Indexとの2年間の相関は欧州投資適格社債が66%、米国投資適格社債が85%です。2022年1月～2025年1月までの期間（2025年1月については1月15日までのデータ）の月次トータルリターンに基づきます。



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 2024, 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。予想は将来の成果を保証するものではありません。

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。

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