

2021年4月14日

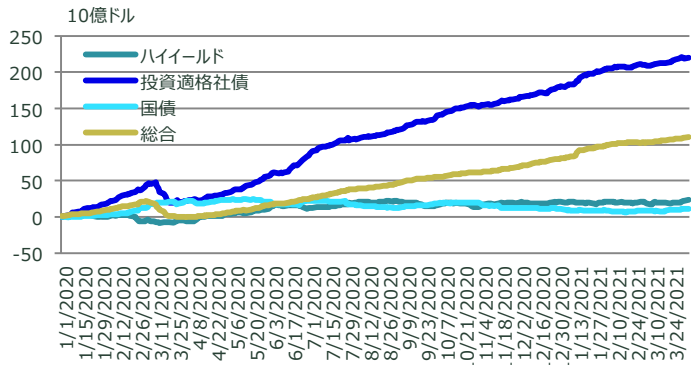
横谷 宏史

ステート・ストリート・グローバル
アドバイザーズ株式会社
運用部
マネージング・ディレクター

債券セクター動向の再点検

ちょうど1年前の2020年4月にコロナショックによる市場混乱への対応策としてFRBの大胆な金融緩和や社債買い入れ策が講じられて以降、米国投資適格社債市場には堅調な資金流入が続いてきました。図表1は米国上場の債券ETFへの資金フローの動向を示したのですが、投資適格社債のETFへの資金流入がとりわけ堅調であったことが見て取れます。一方で、市場を代表する米国投資適格社債ETFであるiシェアーズiBoxx 米ドル建て投資適格社債ETFが昨年末辺りから資金流出に転じている（図表2）ことが市場で話題になるなど、ここも投資適格社債市場への資金流入のトレンドが変調しつつあるのではないかと見る向きもあります。本稿では、主にバリュエーション（割高／割安）の観点を中心に、債券セクター動向について再点検していきます。

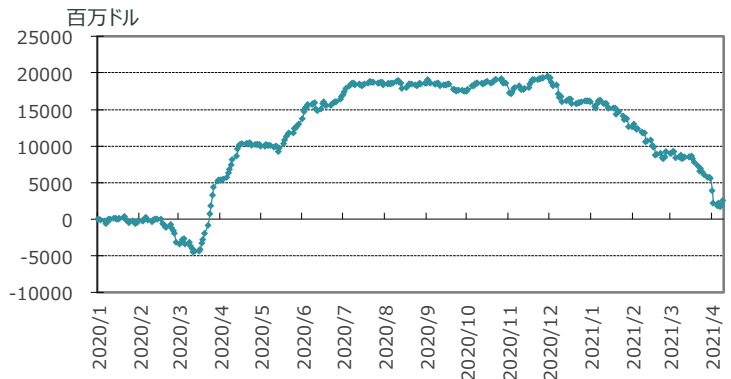
（図表1）米国上場の債券ETFの資金流入（2020年初来累計）



※2021年4月9日現在

出所：ブルームバーグのデータより筆者作成

（図表2）iシェアーズ iBoxx 米ドル建て投資適格社債ETFの資金流入（2020年初来累計）

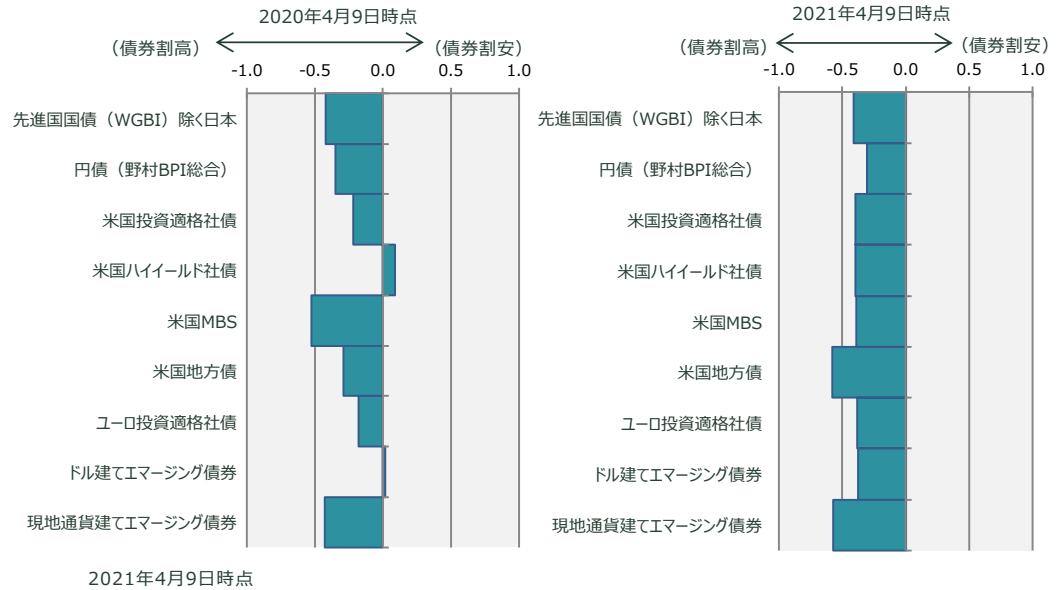


※2021年4月9日現在

出所：ブルームバーグのデータより筆者作成

図表3は、1年前の2020年4月9日時点と2021年4月9日時点の債券セクターの割安／割高感を相対比較したものです。比較にはZスコア（各債券セクターの利回りが過去平均から何標準偏差分乖離しているかを表す指標）を用いています。左側の2020年4月9日時点を見ると、中長期的に利回りの低下が続いているため時系列的に見るとどのセクターも割高であるのは当然ですが、コロナショック下で大きく売られた投資適格社債やハイイールド社債、ドル建てエマーシング債などが相対的に割安であったことが分かります。当時はバリュエーションで見ると、クレジット物債券の割安、国債やMBSが割高であったことが見て取れました。一方で右側の2021年4月9日時点を見ると、米国地方債や現地通貨建てエマーシング債がやや割高になっていますが、その他のセクターは相対的にほぼ割高／割安感が消失していることが分かります。昨年4月以降、経済ファンダメンタルズの回復に加えて、FRBの金融政策によるサポートや利回りを求める投資家の旺盛な投資需要に支えられる形で社債の対国債スプレッドは縮小で推移し、ここもではバリュエーション的に社債の対国債での投資妙味は後退していることが窺われます。

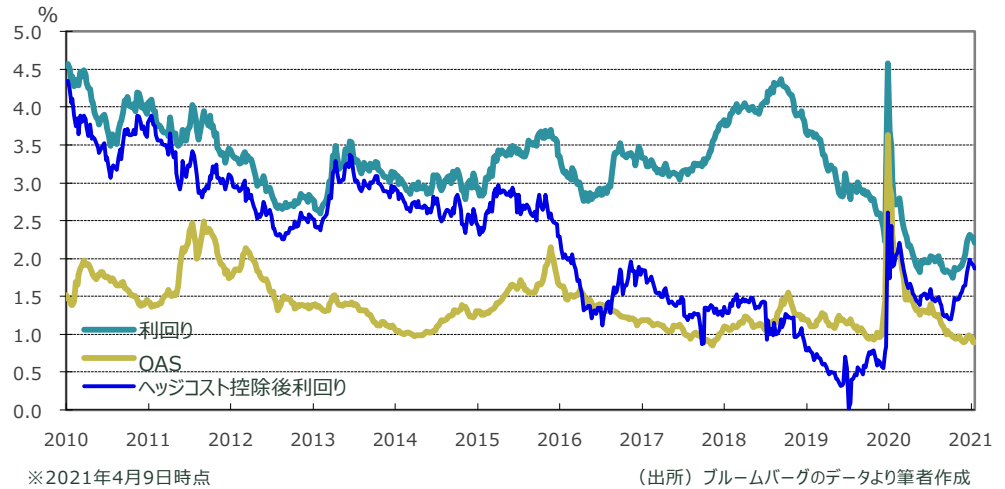
(図表3) 債券セクターの割高/割安 (Zスコア)



(出所) FTSE、野村證券、ブルームバーグ、JPモルガンのデータより筆者作成
Zスコアは2004年1月～2021年3月の各市場の利回りの平均からの乖離幅 (何標準偏差分か) を表すもの

図表4は、米国投資適格社債の利回り、OAS、為替ヘッジコスト控除後利回りの推移を表したものです。これを見ると、利回りは足下上昇したものの依然コロナショック前の水準を下回っており、OASはここ10年余りで最も低い水準まで低下しており、利回りから見た投資妙味は、絶対水準としても国債との比較で見ても減退しています。一方で、為替ヘッジコスト控除後利回りは、為替ヘッジコストの低下により魅力的な水準を維持しています。

(図表4) 米国投資適格社債の利回り、OAS、為替ヘッジコスト控除後利回りの推移



最初に見たように、債券セクター間の相対的な割高割安感は足下ほぼ解消しており、方向性に対する強いビューがある場合を除けば、債券セクター戦略はニュートラルが基本となりそうです。経済ファンダメンタルは基本的に良好で、金融政策および財政政策のサポートも継続していることから、債券ポートフォリオにおいて一定程度のクレジットエクスポージャーの組み入れは引き続き有効な戦略となりそうです。また円債の代替として為替ヘッジ付外債に投資する投資家にとっては、米ドル円の為替ヘッジコストが引き続き低位にあることから、米ドル建て資産を為替ヘッジ付で保有することが有効な戦略となります。今後もしばらくは本邦投資家の米国投資適格社債への投資は、特に為替ヘッジを伴うかたちで高水準で推移すると筆者は予想しています。

ご留意事項

- ・本資料は、弊社の運用に関する見解や手法等をご紹介するために作成・提供されるものであり、特定の金融商品への投資を勧誘する目的のものではありません。
- ・本資料は、信頼しうると考えられる情報源から得たものですが、正確性・完全性は保証するものではありません。また、内容につきましては、予告なく変更される場合があります。過去の実績は、将来の投資成果を保証するものではありません。
- ・本資料は2021年4月14日時点の執筆者の見解であり、市場やその他状況の変化に伴い、予告なく変わることがあります。本資料には将来予測の表明とみなされ得る一定の情報が含まれています。そうした表明は将来の運用成果を保証するものではなく、実際の結果や展開はそうした予想とは大きく異なる可能性があります。
- ・なお、実際の運用戦略においては、値動きのある有価証券等に投資します。有価証券の価格は市場環境、有価証券の発行会社の業績、財務状況等により価格が変動するため、損失を被る事があります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替変動により損失を被ることがあります。
- ・本資料に表示している各種シミュレーション・データは、過去のデータに基づき弊社モデルを利用したバックテスト結果であり、将来の運用収益を保証するものではありません。
- ・弊社ならびに弊社グループ会社における運用に係る研究開発実例、運用スタイル、運用戦略、投資環境等をご紹介するものであり、特定の金融商品の勧誘を目的とするものではないため、運用に係る手数料・報酬等の金額および計算方法等を予め示すことができません。
- ・本資料に記載の各インデックスの著作権・知的所有権その他一切の権利は各インデックスを算出・公表している機関・会社に帰属します。
- ・本資料の二次使用、複写、転載、転送等を禁じます。
- ・本資料の記載内容は2021年4月時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第345号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会

ssga.com/jp

著作権© 2021 State Street Corporation. All Rights Reserved. 不許複製
Tracking Number: 3501598.1.1.APAC.RTL、Exp. Date: 4/30/2022