

市場環境は昨年から大きな変化を見せており、いま社債投資を検討する理由が十分に存在すると考えています。

当資料のポイント

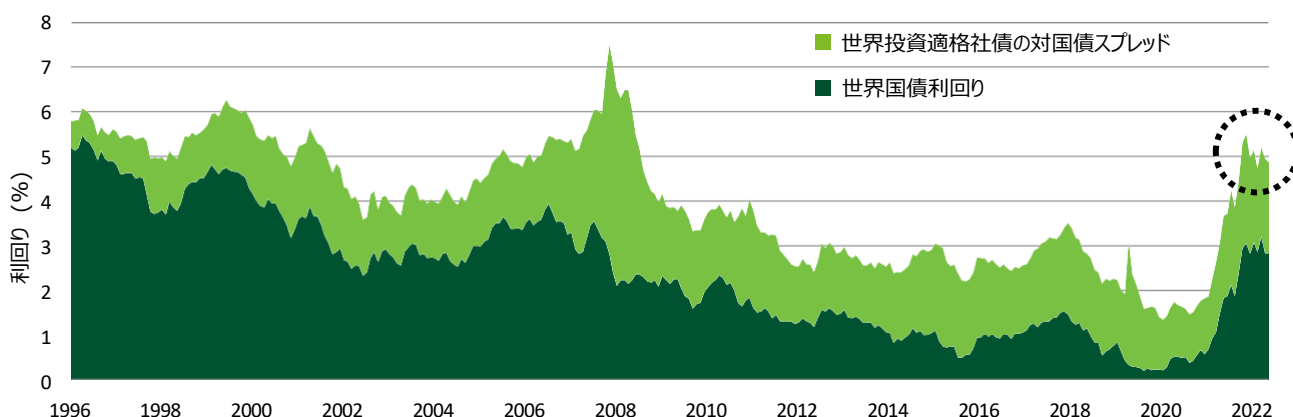
- ✓ **インカム収入獲得の機会増大とキャピタルゲインの期待** – 足下では金利水準とスプレッドの双方が大きく上昇しており、この10年以上において社債から得られるインカム収入が魅力的な水準になってきていると同時に、仮に今後金利水準が低下した場合には、キャピタルゲインが期待できます。
- ✓ **他のリスク資産と比較して、債券が高い分散効果を発揮する可能性** – 将来起こり得る景気後退時には株式等の資産クラスが価値を下げる可能性があります。社債への投資は一定のリターンを獲得しながら、リスク分散に寄与すると考えられます。
- ✓ **魅力的なバリュエーション** – クレジットスプレッドの拡大により、現在のスプレッド水準は過去の平均値を大きく上回り、この25年以上の中でもより魅力的な水準で推移しています。
- ✓ **銘柄間のスプレッド格差が拡大しており、相対的な価値を特定・獲得する機会が拡大** – 市場の混乱に伴うボラティリティの上昇により、銘柄間、発行体間のスプレッドの適正水準に対する見方について、市場参加者の意見が大きく異なるようになりました。このため、市場全体のクレジットスプレッド格差は拡大傾向にあり、相対的な価値を獲得できる投資機会が訪れていると考えられます。
- ✓ **クレジットスプレッドの拡大により、デフォルトリスクを考慮しても「十分に魅力的」** – 現在のクレジットスプレッド水準は、デフォルトリスクを考慮しても魅力的なリターンを投資家にもたらす水準にあると考えます。
- ✓ **利上げ局面の最終段階が近づいていると考えられる** – インフレがピークを過ぎ低下に向かい始めることで、企業にとって経営環境の改善につながる景気回復への道筋が徐々に見えるようになっていくと考えます。

債券投資が持つ魅力の復活

インカム収入が中心の長期的リターンを獲得しやすい環境になっている

2022年の高ボラティリティが収束し、2023年はクレジット投資家にとっての投資環境の魅力が高まると考えています。社債市場における利回りは世界金融危機以前の水準に戻っており、株式よりも下落リスクが小さいにも関わらず、近年では困難であったインカム収入のみで長期的な収益目標を達成する投資機会を提供していると考えます (図表1参照)。

図表1：社債利回りは一定のインカム収入を獲得できる水準に戻っている



出所：Bloomberg、2023年4月30日現在。

世界国債：ICE BofA Global Govt指数、世界投資適格社債：ICE BofA Global Corporates 指数

※上記は過去のデータおよび実績であり、将来を予測もしくは保証するものではありません。また、上記コメントは作成時点（2023年5月）のものであり、今後予告なしに変更される場合があります。

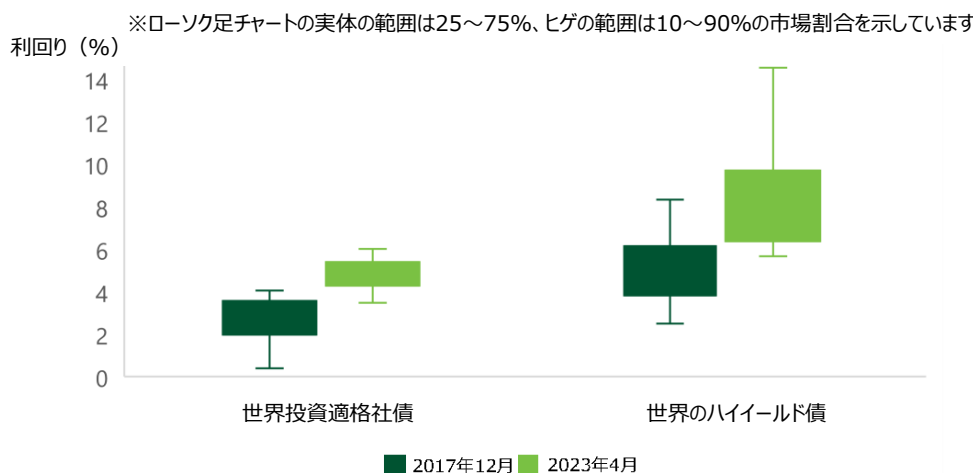
債券投資が持つ魅力の復活(続き)

多くの社債の利回りが以前の水準を大きく上回るようになった

2017年末、世界の投資適格社債市場のなかで、利回りが4%を超えていた銘柄数は全体のわずか10%強でした。その後の市場の乱高下を経て、2023年4月末には80%以上の銘柄の利回りが4%以上となり、5%を超える銘柄数も半分程度になりました。

世界のハイイールド債市場でも同様に利回りが上昇しました。2017年末に利回りが6%を超えていた銘柄数は指数全体の25%にも満たなかったですが、2023年4月末には、80%以上に増加しました。図表2が示すように、投資適格社債とハイイールド社債の双方とも利回りが大きく上昇しています。

図表2：社債の利回りは概して上昇している



出所：Bloomberg, Insight, 2023年4月30日現在

世界投資適格社債：ICE BofA Global Corporates 指数、世界のハイイールド債：ICE BofA Global High Yield指数

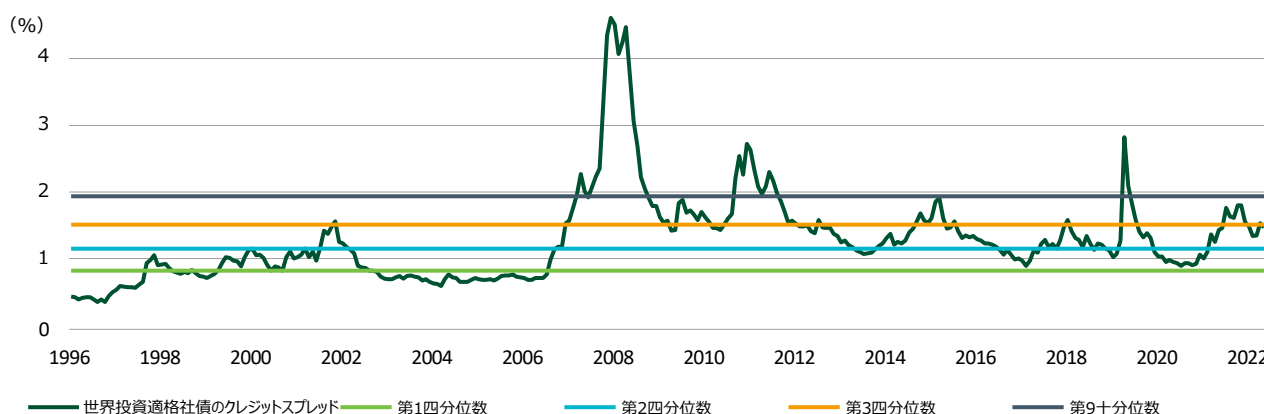
社債を含めた債券が再び分散効果を発揮する可能性がある

今後債券投資、特に社債がリスク分散効果をより発揮すると考えられます。景気減速時（小幅な景気低迷であろうと大幅な景気後退であろうと）は、株式等の資産クラスが低迷することが想定されますが、そのような状況においても社債への投資はプラスのリターンが期待できます。このようなプラスのリターンは、各中央銀行が景気減速に対処するために引き締め策を終了させ、金融政策を緩和方向に舵を切った際に特にもたらされると考えられます。

バリュエーションは過去の水準から急速に改善

社債のクレジットスプレッドはこの一年半で急激に拡大しました。過去25年以上の世界社債のクレジットスプレッドと比較しても、現在のスプレッド水準を上回っていた時期はほとんどありません。2023年4月末時点で、世界社債のクレジットスプレッドは第3四分位数に近い水準にあります。

図表3：世界投資適格社債のクレジットスプレッドは過去における高水準域に迫っている



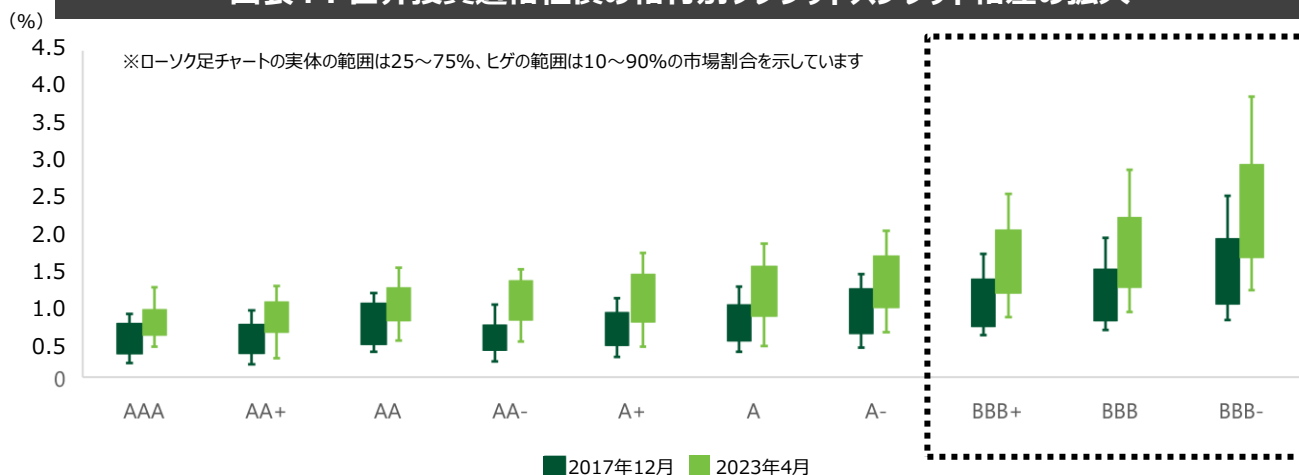
出所：Bloomberg、Insight、2023年4月30日現在
世界投資適格社債：ICE BofA Global Corporate 指数

スプレッド水準が安定しない状況が投資の好機を生む可能性

社債を含めた債券市場における混乱により、銘柄間のクレジットスプレッド格差の拡大が顕著になっています。同じ信用格付けを有する銘柄のクレジットスプレッド格差が大きいことは、アクティブ運用を得意とする運用会社が、魅力的な相対価値をもつ銘柄を発掘し投資する好機であると考えています。

わずか5年強前（2017年12月）と比較すると、とりわけBBB格社債のスプレッド格差が拡大したことがわかります。同じ格付けの社債における格差は、相対価値に主眼を置いたポートフォリオにおいて、リターンの向上につながると思います。

図表4：世界投資適格社債の格付別クレジットスプレッド格差の拡大



出所：Bloomberg、Insight、2023年4月30日現在
世界投資適格社債：ICE BofA Global Corporate 指数

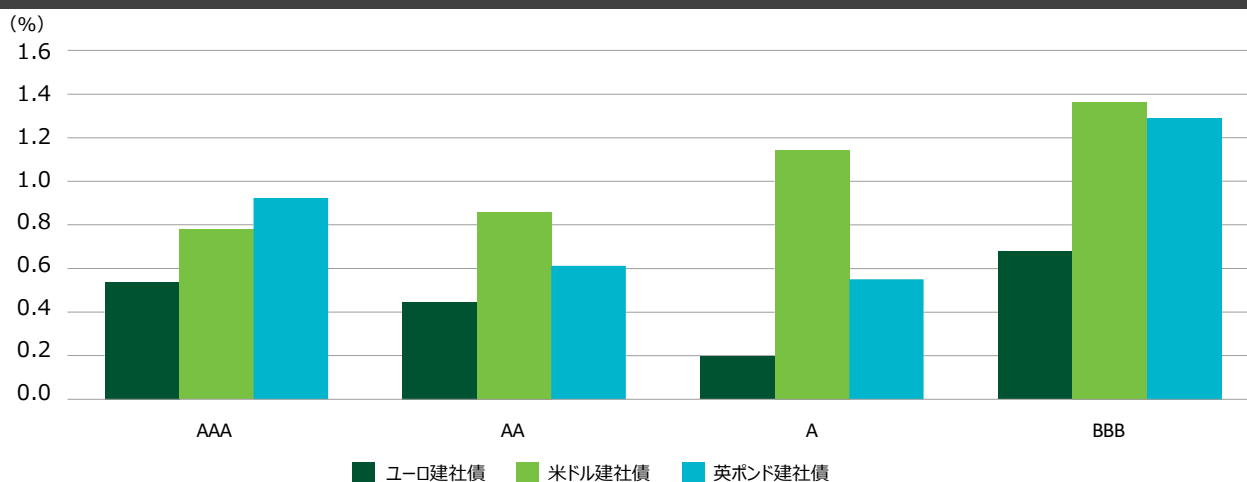
※上記は過去のデータおよび実績であり、将来を予測もしくは保証するものではありません。また、上記コメントは作成時点（2023年5月）のものであり、今後予告なしに変更される場合があります。

デフォルトリスクを考慮しても十分に魅力的

クレジットスプレッドは、デフォルトリスクを考慮しても魅力的なリターンを投資家に提供する水準に上昇していると考えます。

社債の利回り水準が大きく変化した要因の1つはスプレッドの拡大ですが、それ以外の要因として、国債利回りが大きく上昇したことが挙げられます。国債は無リスク資産だと広く認識されているため、社債の代わりに国債を保有する魅力が高まったと考えられます。また、経済の先行きが不透明な今の環境において、社債保有はリスクが高すぎると投資家が考えている可能性もあります。リスクに対するこのような見方は行き過ぎだと当社は考えています。図表5が示すように、主要3市場におけるスプレッド水準は十分に大きく、極端にデフォルトが発生した場合の調整後ベースにおいても、無リスクである国債を上回る利回りを獲得できる計算になります。

図表5：社債の対国債スプレッドは、極端にデフォルトが発生した場合の調整後ベースでもプラスを維持



出所：Insight, Moody's, Bloomberg, 2023年4月30日現在

※『極端にデフォルトが発生した場合』とは過去のデフォルト実績において上位5%の水準であり、回収率が40%である場合です。

利上げ局面の最終段階が近づいていると考えられる

クレジットスプレッドの大幅な縮小を期待するのは時期尚早ですが、中期的に見た場合、より楽観的になっても良い理由があると考えています。インフレはピークを過ぎたように見えますが、すぐに各中央銀行が引き締め策を緩和方向に舵を切るとは考えていません。実際、欧州中央銀行は利上げを継続する可能性が高いと考えられています。ただ、世論や政治的な圧力が台頭する可能性があるため、インフレ収束に対する安心感さえ得られれば、早い段階で成長に向けた政策に重点を置くようになる可能性があります。

たとえ実施されるのが数か月先であっても利下げ開始が現実味を増し、経済成長見通しの改善が近いと市場参加者が判断するような時、企業業績の見通しが改善されることを通じて社債のスプレッドの縮小が始まる可能性があります。

<投資信託に係るリスクについて>

投資信託は一般的に、株式、債券等様々な有価証券へ投資します。有価証券は市場環境、有価証券の発行会社の業績、金利の変動等により価格が変動するため、投資信託の基準価額も変動し、損失を被ることがあります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。そのため、投資信託は元本が保証されているものではありません。

又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

<投資信託に係る重要な事項について>

- 投資信託によっては、海外の証券取引所の休業日等に、取得、換金の申し込みの受付を行わない場合があります。
- 投資信託によっては、クローズド期間として、原則として換金が行えない期間が設けられていることや、1回の解約金額に制限が設けられている場合があります。
- 分配金の額は、投資信託の運用状況等により委託会社が決定するものであり、将来分配金の額が減額されることや、分配金が支払われないことがあります。

<投資信託に係る費用について>

投資信託では、一般的に以下のような手数料がかかります。手数料率はファンドによって異なり、下記以外の手数料がかかること、または、一部の手数料がかからない場合もあるため、詳細は各ファンドの販売会社へお問い合わせいただくか、各ファンドの投資信託説明書（交付目論見書）等をご覧ください。

- 申込時に直接ご負担いただく費用・・・・・・・・・・ 申込手数料 上限3.85%（税抜3.5%）
- 換金時に直接ご負担いただく費用・・・・・・・・・・ 信託財産留保額 上限0.30%
- 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・ 信託報酬 上限 年率2.035%（税抜1.85%）
- その他費用・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。

※上記費用の総額につきましては、投資家の皆様ที่ファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

※上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、BNY Mellon・インベストメント・マネジмент・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する夫々の費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、夫々の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に良く投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧ください。

<ご留意事項>

- 当資料は、BNY Mellon・インベストメント・マネジмент・ジャパン株式会社が情報提供を目的として作成した資料であり、特定の有価証券の勧誘を目的とするものではありません。
- 当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、情報の正確性・完全性について保証するものではありません。
- 当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成時点のものであり、事前の連絡なしに今後変更されることがあります。
- 当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等をお約束するものではありません。
- ファンドに生じた損益は、すべて受益者の皆様に帰属します。



BNY Mellon・インベストメント・マネジмент・ジャパン株式会社
 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第406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
 一般社団法人第二種金融商品取引業協会