



欧州社債は嵐を乗り切れるか？



2022年12月22日



ヴィヴェック・ボミ

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド

欧州債券運用 ヘッド 兼

欧州クレジット及びグローバル・クレジット運用 ディレクター



戦争の長期化、エネルギー価格の高騰、記録的なインフレなどを背景に、欧州経済の成長減速が進む中、欧州域内の発行体の信用ファンダメンタルズ見通しに不透明感が生じている。しかし、アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では、すでに多くの悪材料が社債価格に織り込まれているとみている。それはエントリーポイントが到来しているということなのか。

欧州は地政学リスクや経済成長リスクにひんしており、欧州社債は投資適格もハイイールド格も年初からパフォーマンスが低迷している。同時にバリュエーションは世界金融危機来の水準まで改善しており、ユーロ建て利回りはユーロヘッジ後の米国社債を上回る水準にある。しかし、欧州中央銀行(ECB)は政策金利の引き

上げをしばらく継続する可能性が高く、多くの投資家は欧州社債に対して慎重な姿勢を崩していない。

欧州社債のファンダメンタルズは強固

欧州社債市場の発行体は、投資適格・ハイイールド格ともに良好なファンダメンタルズを維持している。新型コロナウイルスによる危機を経て、財務レバレッジ倍率は大きく改善し、インフレ下で発行体は価格転嫁にも成功し、利益率は上昇が進んだ(次ページの図表1)。

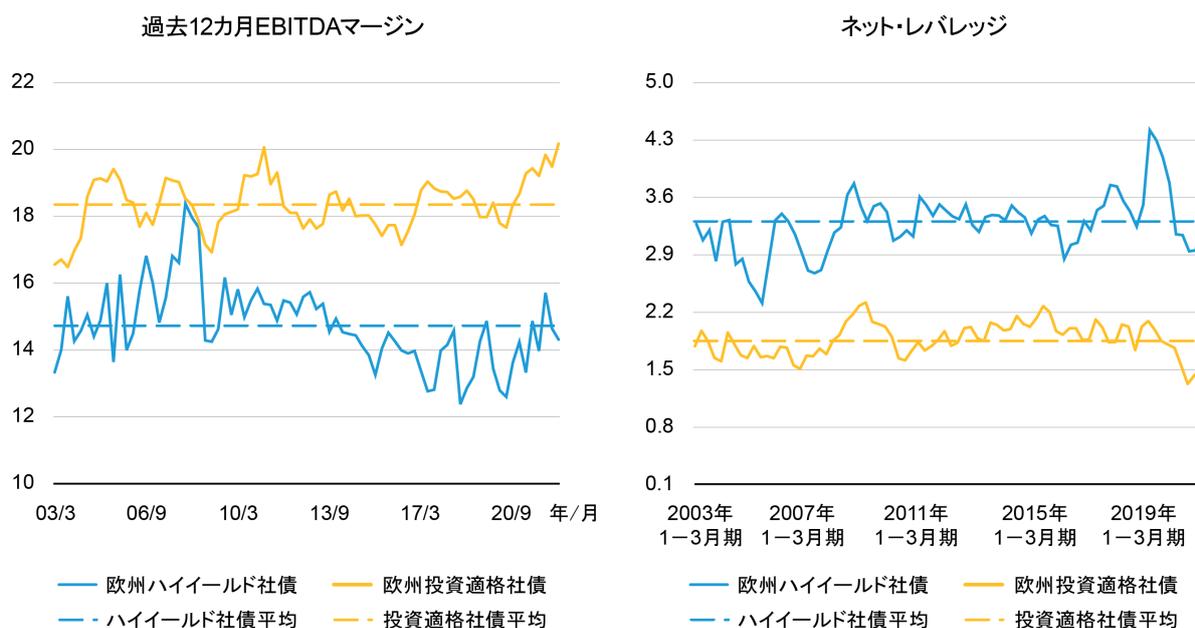
負債に対する現金の割合も高い水準が維持されており、新型コロナウイルスの危機後、再び起ころうとしている経済の混乱に対する備えは十分できていると分析し

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2022年11月29日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

【図表1】 欧州社債の指標は健全なレベルを維持



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
 過去12カ月EBITDAは、過去12カ月間の金利、税金、減価償却費及び償却費の調整前の利益を表します。
 2022年6月30日まで
 出所：JPモルガン、AB

ている。欧州経済がリセッションに入る場合（現時点でその可能性が高いとみる）、信用ファンダメンタルズの悪化は避けられないが、足元の良好な水準を踏まえると相当なクッションが確保されていると考えている。

社債の需給については、ファンダメンタルズと比べると弱いものの、警戒すべき状況にはないと判断している。ECBは債券購入プログラムによる新規購入を停止したが、満期償還資金等による再投資は継続している。供給サイドも新規発行需要が停滞しており、需給については若干の下支え要因となることが期待される。

欧州社債のバリュエーションは魅力的

2023年、欧州の金利が上昇を続け、社債スプレッドも一段と拡大する可能性が残っている。2023年の金利は年を通じて上昇基調となることが予想され、少なくとも浅いリセッション入りは避けられないとABでは予想しているが、欧州が過去の世界金融危機のような状況に直面するとは考えていない。金融引き締めは欧州株式市場にとって困難なものとなるが、債券投資家にとっては利回り上昇に繋がるため好都合と考える。

市場はECBのターミナルレートを3%程度と予想しているが、これはABの予想レンジと同じで、ほとんどの欧州企業にとって対処可能な水準である。積極的な利上げとそれに反応した市場のボラティリティは終わりに近づいている。欧州社債は年初からのスプレッド拡大もあ

り、ユーロ建て利回りの絶対水準は投資適格で3%、ハイールド格で7%を超えている。金利もスプレッドも若干の上昇余地を残しているが、足元の利回り水準はすでに魅力的な水準に達しており、社債が良好なパフォーマンスを発揮する環境が整いつつある。

エントリーポイントについて考える

為替ヘッジベースの欧州社債利回りは、ユーロ建て投資家にとって、同等の米国社債よりもかなり高い水準にある。社債のパフォーマンス転換点を精緻に予測するのは難しいが、さらなる金利上昇やスプレッド拡大の可能性に対して、かなりのクッションが生まれている（次ページの図表2、左図）。歴史的に見ても、社債は危機的な状況から素早く立ち直り、利回り水準が高いうちに社債を購入した投資家はその恩恵を享受してきた。これに対して、傍観して投資タイミングを計ろうとした投資家は、高いパフォーマンスの獲得チャンスを逃すリスクを負っている（次ページの図表2、右図）。

開始時点の利回りは将来獲得し得るリターンへの強力な指標となってきた

欧州社債の投資家にとって、2023年も不安定な展開が続く、2023年末までに相応の金利の低下や信用スプレッドの持続的な縮小が起こる可能性は低い。しかし、これらの債券はすでに魅力的なインカムを生み出

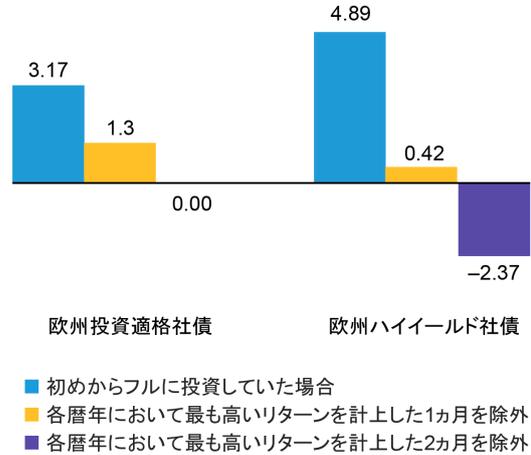
**【図表2】 高い利回り水準で投資する効果
期待収益率の考察**

スプレッドとベースとなる国債金利の変化がリターンに与える影響を試算：期待トータル・リターン(%)

欧州投資適格社債		欧州投資適格社債のスプレッドの変化 (ベース・ポイント)			
		-50	0	+50	+100
欧州国債 金利の変化 (ベース・ポイント)	+100	2.22	-0.25	-2.72	-5.19
	+50	4.49	2.02	-0.46	-2.93
	0	6.75	4.28	1.81	-0.66

欧州ハイイールド社債		欧州ハイイールド社債のスプレッドの変化 (ベース・ポイント)			
		-50	0	+50	+100
欧州国債 金利の変化 (ベース・ポイント)	+100	7.11	5.00	2.89	0.78
	+50	8.76	6.65	4.54	2.43
	0	10.40	8.29	6.18	4.07

市場のタイミングを計ろうとすると、
高いリターンを獲得する機会を逃す可能性がある
各市場の年率トータル・リターン
(期間:1989年12月末-2022年10月末)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。パフォーマンスは、1989年12月31日から2022年10月31日までの月次リターンに基づいています。欧州投資適格社債は、ブルームバーグ欧州総合社債指数、欧州ハイイールド債は、ブルームバーグ汎欧州ハイイールド指数(ユーロ建て)。投資家は指数に直接投資することはできません。左のシナリオ分析では、欧州ハイイールド債のスプレッドが瞬時に変化し、欧州国債のイールドカーブが平行に変化した場合に、ブルームバーグ欧州総合社債指数及びブルームバーグ汎欧州ハイイールド指数(ユーロ建て)に与え得る影響について評価しています。期待リターンは、その後12か月間のロール及びキャリーの影響を織り込んでいます。2022年10月31日現在
出所:AB

しており、通常、このような高い利回り水準はそれほど長くは続かない。

現在の利回りの上昇は、投資適格社債とハイイールド社債の両方で高いリスク調整後リターンを向こう5年間にわたってもたらす可能性を示唆している。歴史的に見ても、投資時点の利回りは3-5年の将来のリターン

と関連している。もちろん、市場環境が悪化し、ここから利回りが更に上昇し、より良いエントリーポイントを提供する可能性はある。しかし、投資家はそのシナリオが実現する確率と、現在の利回りに近い年率のリターンを失うリスクとを比較検討する必要がある。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

● 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

● お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

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、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって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。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。