

## 米社債市場における投資機会 ～横断的に資産市場を俯瞰して見えること～

村上 尚己

マーケット・ストラテジスト



2014年半ば以降、米社債市場においてハイイールド社債金利の対国債金利のスプレッド拡大が続いている。ハイイールド社債で売り圧力が高まったきっかけは、7月半ばにイエレン米連邦準備制度理事会(FRB)議長が、過熱している可能性がある市場の一つとして、デフォルトリスクが高い社債市場を掲げたことだった。

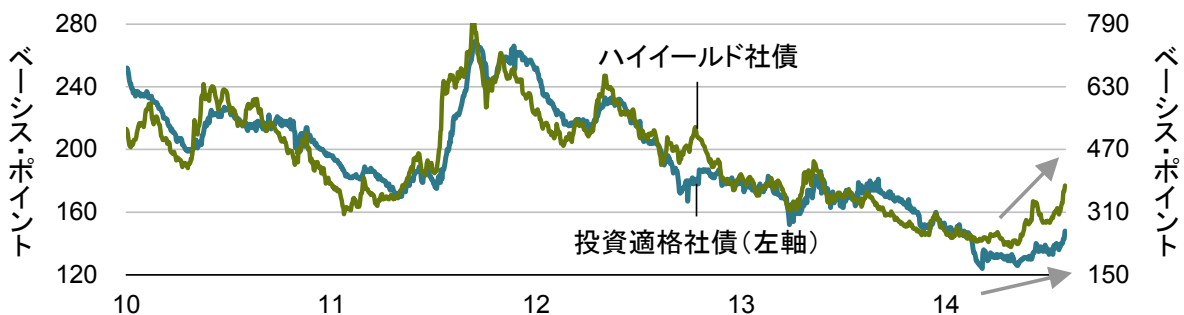
ハイイールド社債と投資適格社債(BBB格)のスプレッドの推移をみると、両者は2010年以降ほぼ連動して動いてきた(図表1)。デフォルトリスクの大きさの違いがあまり意識されずに、社債市場におけるスプレッドがほぼ同様の方向に動いていたのだ。ただ、2014年半ば以降、投資適格社債スプレッドがほぼ横ばいで推移しているのに対して、ハイイールド社債金利が上昇し、これまでの両

者の連動性が崩れている。

足元で広がる、両者のかい離をどうみればよいだろうか？ 景気サイクルやインフレ率が変われば両者のスプレッドの動きも異なりうるわけで、最近の動きはそうした変化を反映した価格形成である可能性もある。一方で、イエレン議長の発言をきっかけに、ハイイールド社債市場で市場心理が一時的に悪化していることが、ハイイールド社債のスプレッド拡大の主因かもしれない。

仮に後者が正しければ、市場心理の悪化で投資適格社債と比べてハイイールド社債全般が割安に放置され、投資妙味が高まっていることになる。これが妥当かどうかを考えるために、米国株式市場とハイイールド社債超過リターン(対投資適格社債)を比較する。

【図表1】 米社債スプレッド ハイイールド社債 対 投資適格社債



ハイイールド社債：パークレイズ米国ハイイールド社債スプレッド指数、投資適格社債：米国BBB格社債スプレッド指数  
出所：ブルームバーグ

当資料は、2014年10月1日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン株式会社が作成した資料であり、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。また当資料の記載内容、データ等は今後予告なしに変更することがあります。バーンスタインはアライアンス・バーンスタイン(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。)の1部門です。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。

株式インデックスが、企業利益の面から米国の景気動向をタイムリーに反映しているとする。株高が起きる経済環境では、よりリスクが高いハイイールド社債がもたらす相対的なリターンが高まる。株式指数と社債市場の相対リターンを比較することで、景気変動との関連を含めて、ハイイールド社債の価格水準を判断することができる(図表2)。

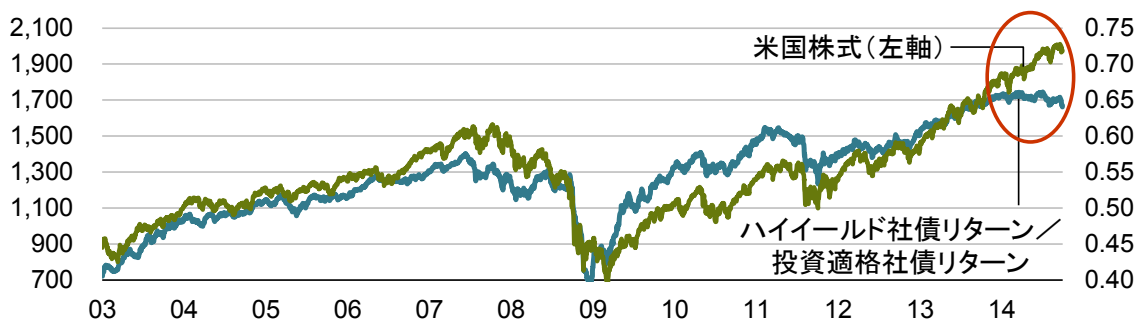
2014年になってハイイールド社債の超過リターンの上昇が止まり、そして先に述べたように夏場からハイイールド社債の調整で、超過リターンは低下している。対照的に株式市場では、2014年初こそは株高は足踏みしたが、景気回復期待の高まりを背景に春先から株高が鮮明になっている。

この結果、株式インデックスと、ハイイールド社債の超過リターンのかい離が一段と拡大している。なお、両指数は2003年以降ほぼ同様に動いており、足元のかい離は長期にわたり持続するものではないだろう。

米国の経済動向を反映する株式市場との比較という観点でみると、相対的にはハイイールド社債の投資妙味が高いと言える。もちろんこれはスプレッド水準を決める要因の一部にフォーカスした分析に過ぎない。

ただ、現在の米社債市場には、価格形成において何らかの歪みが起きている可能性は高い。資産市場を横断的に俯瞰することを通じて、投資適格社債とハイイールド社債の割高割安に着目して、機動的に投資判断を行うことが有効になる。

【図表2】 米国株式 対 ハイイールド社債超過リターン



米国株式: S&P 500指数、ハイイールド社債: バークレイズ米国ハイイールド社債指数、投資適格社債: バークレイズ米国総合社債指数  
出所: ブルームバーグ

## 無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨および登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

### 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成および公表・説明書類の公表閲覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

	スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービス	ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク
格付会社グループの呼称等について	■ 格付会社グループの呼称：スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービス(以下「S&P」と称します。) ■ グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第5号)及び日本スタンダード&プアーズ株式会社(金融庁長官(格付)第8号)	■ 格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク(以下「ムーディーズ」と称します。) ■ グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)、ムーディーズSFジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第3号)
無登録格付について	格付会社グループ「S&P」の付与した信用格付のうち「スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社」及び「日本スタンダード&プアーズ株式会社」以外の者が付与した信用格付が、金融商品取引法上の「無登録格付」になります。	格付会社グループ「ムーディーズ」の付与した信用格付のうち「ムーディーズ・ジャパン株式会社」及び「ムーディーズSFジャパン株式会社」以外の者が付与した信用格付が、金融商品取引法上の「無登録格付」になります。
信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について	スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(S&P日本語ホームページ( <a href="http://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home">http://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home</a> ))の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」( <a href="http://www.standardandpoors.com/ratings/unregistered/jp/jp">http://www.standardandpoors.com/ratings/unregistered/jp/jp</a> )に掲載されております。	ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ( <a href="http://www.moodys.co.jp">http://www.moodys.co.jp</a> ))の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。
信用格付の前提、意義および限界について	S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に連なることができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デュエリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。	ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

当情報は、2014年9月30日にアライアンス・バーンスタイン株式会社が信頼できると考えられる情報源から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。詳しくはスタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社およびムーディーズ・ジャパン株式会社の各ホームページをご覧ください。

## 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

<http://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、投資家の皆様へ、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3.24%(税抜3.00%)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2.0304%(税抜1.8800%)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も、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、組み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。