

# 債券市場

## 選別が肝心：推奨ポジションとセクター別コメント

2023年2月2日

Chief Investment Office GWM

Rochus Baumgartner, FRM, Analyst; Carolina Corvalan, CFA, Strategist; Fabrice Schwarzmann, CFA, Analyst; Peter Prek, CFA, Analyst; Alexandra Bossert, CFA, Analyst; Elena Guglielmin, Analyst,

- 社債利回りはおよそ 10 年ぶりの高水準で推移している。このバリュエーションで投資すれば、長期志向の投資家は今後数年間にわたってキャリア(金利収入)とロールダウン効果による債券価格の上昇により平均を上回るトータルリターンを獲得できるだろう。
- だが、短期見通しは引き続き不透明だ。マクロ経済環境は成長鈍化を示唆し、債券市場は需給が崩れやすく、短期的には金利の動きが不透明な可能性があるため、市場のボラティリティ(変動率)は今後も高い水準が続くそう。
- したがって、投資家は機動的、且つ選別的な投資スタンスを維持するのが得策だろう。



出所: Dreamstime

2022年の債券市場は下落し、大幅な変動に見舞われたが、今後数年間のリターン見通しはかえって明るい。社債利回りがほぼ 10 年ぶりの高水準にとどまる中、足元の魅力的なバリュエーションで投資すれば、長期志向の投資家は今後数年間は平均を上回るトータルリターンを享受することも可能だ。

ただし短期的には、そして相場の変動に合わせて売買を行う投資家にとっては、不透明感はますます高まっている。インフレ率、金融政策、あるいは経済成長の転換点がわずかでも見えてくれば、それを引き金に社債市場にはさらなる資金が流入してくると思われるが、そうなるまでの道のりは険しそう。深刻な景気後退は今のところスプレッドに織り込まれておらず、企業のファンダメンタルズの悪化、需給の不均衡、金利の方向性の不透明感から、市場のボラティリティは当分高い状況が続くそう。

投資適格債のスプレッドは現在の水準近辺で年末を迎えると予想するが、取引されるスプレッドの幅は広い可能性がある。したがって、投資家は選別的なスタンスを維持し、スプレッドが断続的に縮小した局面では売却して利益を確定し、スプレッドが拡大したらより魅力的なバリュエーションで購入しリターンを確定させるなど、高ベータ資産(市場感応度が高い)の保有タイミングを慎重に計るのが得策だろう。

我々は、慎重ながらも楽観的なスタンスで年初をスタートする。短期債では、BBB ないし A 格付けの一部の債券を推奨し、シ

### 主な推奨・回避ポジション

格付け	ユーロ/スイス・フラン/英ポンド: BBB/A格 米ドル: A格
イールドカーブ・ポジション	高ベータ資産: 2-5年 ディフェンシブ・高クオリティ銘柄: 5-10年
セクター	公益事業、銀行、通信、ヘルスケア 不動産(スイス・フラン) ヤンキー債(米ドル)、リバース・ヤンキー債(ユーロ)
優先度	一部の非優先シニア債、Tier2債、AT1債 ハイブリッド社債(ユーロ、英ポンド)
回避セクター・銘柄	フォーリン・エンジェル(投機的格付けへの格下げ候補銘柄) エネルギー/労働集約度の高い銘柄 資本財、割高な周縁国債券 景気感応度の高いハイイールド債

出所: UBS、2023年2月2日

ニア債、劣後債のいずれにも価値を見出している。長期債では、クオリティが高めの債券を引き続き推奨する。セクター別では、公益、通信をはじめとする景気感応度の低いセクターを推奨する。また、昨年のパフォーマンスが低調だったリテール系の銀行債を中心とするさまざまな金融機関債も推奨する。

その一方で「回避」したいのは、主に、景気感応度が高く割高な銘柄と、高労働コストと高エネルギーコストが打撃となる産業だ。我々はスプレッド拡大を予想しているハイイールド債全般についても引き続き慎重だ。

# 債券市場

## ここ数週間で発表したセクター別コメント

セクター	考察・推奨
アジア太平洋地域の銀行	高格付債への投資を維持しつつ投資資産の地理的分散を図りたい投資家向けの選択肢として、一部のシニア債に価値を見いだしている。
一般消費財	各発行体ともに供給過剰、需要減退の可能性、価格決定力の低下、コスト上昇のリスクに直面しているが、これはパンデミック後のバランスシート改善と健全な財務規律によって相殺されている。
生活必需品	M&Aや株主還元強化が引き続きリスクではあるが、2023年に相場全体が大幅に変動する期間においても、同セクターは安定性を提供すると予想する。
エネルギー	過去の下落局面とは異なり、高い格付け、強固なバランスシート、有利なエネルギー情勢を背景に、石油および天然ガス関連の発行体は2023年は他セクターをアウトパフォームすると予想する。
欧州の銀行	金利上昇と堅固なクレジット・ファンダメンタルズの恩恵を受け、魅力的なバリュエーションから高パフォーマンスが見込まれる。
欧州の保険	欧州の保険会社の堅固なファンダメンタルズは、生命保険会社を中心に、金利上昇の恩恵を受けるだろう。今年後半に金利の変動が安定化すると、スプレッドが大幅に回復すると我々はみている。
資本財	景気変動による圧力が強まりサプライチェーン問題もくすぶり続けているため、当セクターには慎重な姿勢を維持する。健全なバランスシートと豊富な受注残を抱える発行体を推奨する。
素材	2023年はスプレッドのばらつきが拡大するだろう。素材セクターでは財務体質が健全な企業を推奨する。
スイスの不動産	スイスの不動産債券は、マクロ経済の逆風の影響を免れないとはいえ、市場ボラティリティの高い期間中には、景気敏感セクターをアウトパフォームするだろう。
テクノロジー・メディア・通信	2022年に高パフォーマンスを上げたが、2023年も高い金利収入を享受するだろう。市場変動の激しい局面では、当セクターのディフェンシブ銘柄は下げ相場に対する一定のプロテクション機能を果たすと思われる。
英国の銀行	英国の銀行は、財務状況は健全であるものの、困難な事業環境に突入しようとしている。景気変動の影響を受けにくい事業モデルを持つ銀行を推奨する。
米国・カナダの銀行	米国とカナダの銀行は、ファンダメンタルズが強固なため、予想される資産の質の低下をある程度は吸収できる。米国銀行の一部のシニア債とカナダの発行体の非優先シニア債については、通貨を問わず推奨する。劣後債では、カナダの銀行のTier2債のバリュエーションは供給減により下支えられるだろう。
公益事業	政府によるエネルギー費用支援の提供、また、エネルギー危機の最も厳しい局面が過ぎ去ったと思われることから、公益セクターはこれまでの下落分を幾分取り戻すと予想する。

出所: UBS、2023年1月25日現在

# 債券市場

## 免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したのではなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、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運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

## 金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等： UBS SuMi TRUST ウェルス・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 3233 号

加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

当社における国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらを超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接ご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大 3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大 0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大 5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大 2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大 2.75%(年率)。)のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

## 債券市場

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大 2.20%(税込)をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回る場合があります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの 0.5%または 0.5 円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの 1%を上限とします。

### UBS 銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

### その他のご留意事項

当社の関係法人である UBS AG および UBS グループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 2023 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者

商号等: 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 649 号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者

商号等: UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号