

マイナス金利環境下の投資適格債券投資

直近国内債券利回りは一部マイナスを含む低水準となっており、投資家にはインカム収益獲得ニーズから国内債券をヘッジ付外国債券等へ資金を移す機運も高まっている。一方、外国債券へ投資する際の為替ヘッジコストは対米ドルを中心に上昇しており、多くの企業年金が外国債券のベンチマークとするシティグループ世界国債インデックス(日本除く)のヘッジコスト考慮後利回りも低位に留まる。こうした環境下、投資適格債券は、信用リスクを一定以上に担保しつつ国債対比上乗せ利回りを獲得できる資産として、投資家の注目が高まっている。そこで今回は、非国債を含む代表的指数であるブルームバーグ・バークレイズ・グローバル債券総合インデックスの特徴をまとめる。

■ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合インデックスの概要

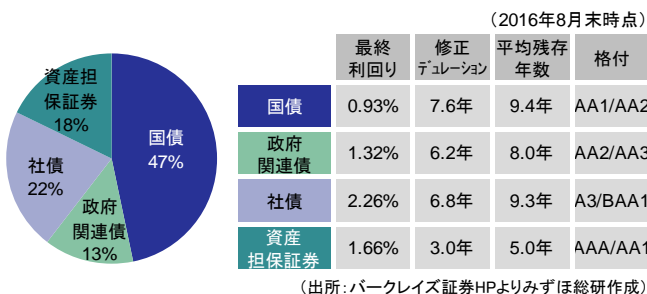
外国債券の代表的なベンチマークであるシティグループ世界国債インデックス(日本除く)(以下「WGBI」と)、ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合インデックス(日本除く)(以下「BG総合」)の概要は図表1のとおりである。BG総合は、WGBIと比較して組み入れ債券が多様であり、構成国数も多く、WGBIに比べ時価総額は2倍、銘柄数は20倍超の規模である。

(図表1) WGBIとBG総合の概要 (2016年8月末時点)

	(2016年8月末時点) シティグループ世界国債 インデックス(除く日本)	(2016年8月末時点) ブルームバーグ・バークレイズ・ グローバル総合インデックス (除く日本)
算出機関	シティグループ	バークレイズ証券
組入れ債券	自国通貨建て国債	国債/政府関連債/ 社債/資産担保証券
時価総額	164,493億USDドル	390,640億USDドル
銘柄数	743銘柄	16,220銘柄
国・通貨数	23か国/14通貨	71か国/23通貨
通貨数	14通貨	23通貨
平均残存年数	8.27年	8.42年
修正デュレーション	7.37年	6.40年
最終利回り	0.85%	1.40%
平均格付	AA	AA2/AA3
最低格付	採用:Moody'sまたはS&Pの A-以上 除外:上記2社でBBB-未満	Moody's, S&P, Fitch3社の 平均格付けがBBB-以上

(出所:シティグループ及びバークレイズ証券のHPよりみずほ総研作成)

(図表2) BG総合の債券種別割合



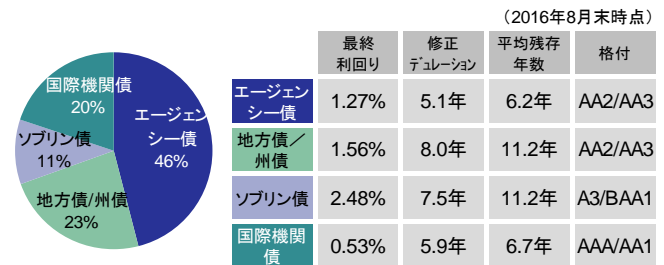
(出所:バークレイズ証券HPよりみずほ総研作成)

図表2の通り、BG総合は国債以外の債券が時価総額の

過半を占めているため、WGBIと比較してより収益源泉が多様となっており、8月末時点の最終利回りはWGBIが0.85%なのに対し、BG総合の最終利回りは1.40%と高く、またBG総合のクーポンが相対的に高いためデュレーションはWGBIと比較して短い。一方でBG総合の平均格付けはAA2/AA3とWGBIと比較して1ノッチ低い水準である。以下①から③で、国債以外の債券種別について概観する。

① 政府関連債

(図表3) BG総合における政府関連債の債券種別内訳



(出所:バークレイズ証券HPよりみずほ総研作成)

政府関連債のうち約半分を占めるエージェンシー債とは、政府系機関(代表的な発行体は、ドイツ復興金融公庫、フランス社会保障基金、米国の連邦住宅抵当公庫(ファニーメイ)等)の発行する債券である。政府との結びつきが強いことや、その役割によって政府から支援を受ける可能性が大きい(ただし政府による明示的な保証はないものもある)ことから各国国債に準じる高い格付けを付与されており、相対的に利回りは低い。

政府関連債のうち約4分の1を占める地方債・州債は、地方自治体政府(州や郡)が発行する債券で、発行体自身の信用力によって元利金の支払いを保証する一般財源保証債と、自治体が運営する社会イン

フラ事業等からの収入のみを償還原資とするレベニユー債（特定財源債）がある。オンタリオ州やケベック州を中心としたカナダの州債やドイツの州債が大半を占める。

② 社債

社債の主要な市場である米国と欧州における債券特性は図表4のとおりである。

（図表4）BG総合における社債の地域別特性

	全体	米国	ユーロ圏	英国
市場規模	85,114億ドル	58,441億ドル	18,429億ドル	4,961億ドル
産業	55%	59%	50%	40%
公益	8%	7%	8%	20%
金融	37%	34%	43%	40%
修正デュレーション	6.79年	7.14年	5.39年	9.03年
利回り	2.26%	2.79%	0.62%	2.10%
対国債OAS	132bp	139bp	108bp	142bp

（2016年8月末時点）
（出所：パークレイズ証券HPよりみずほ総研作成）

ユーロ社債の加重平均社債利回りはベース利回りの低さに加え、ECB（欧州中央銀行）の積極的な金融政策等を背景にOAS（国債に対する上乗せ利回り）も米国と比較し縮小しており、8月末では米国2.79%に対しユーロ圏は0.62%と2%以上の差異が生じている。2016年6月からはECBによる社債購入プログラム（2016年3月公表、対象はユーロ建投資適格社債）が開始されており、各中央銀行による金融政策の社債市場への影響は今後も見込まれる。

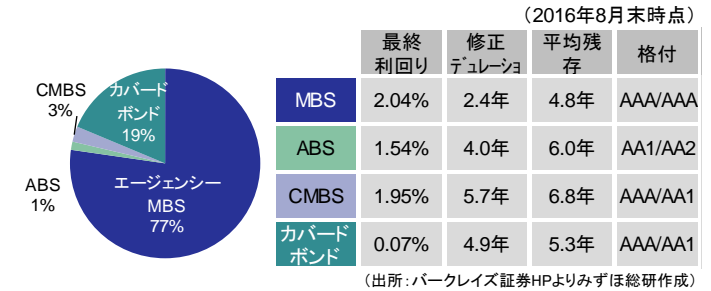
なお、社債利回りの低下は企業サイドからみると社債の発行コストの低下であり、相対的に信用力の低い企業による発行も増加している。社債の平均格付けは米国・ユーロともに2012年3月末のA2/A3から直近ではA3/BAA1に低下している。

③ 資産担保証券

資産担保証券は、米国を中心としたMBS（Mortgage Backed Security）、ABS（Asset Backed Securities）、CMBS（Commercial Mortgage-Backed Securities）及び欧州を中心としたカバードボンドで構成される。MBSは住宅ローン、ABSは銀行・クレジットカード会社等の消費者向けローンや売上債権、CMBSはオフィスやホテル等の商業用不動産をそれぞれ担保とし、担保資産から得られるキャッシュフローを裏付けとして発行される債券をいう。また、カバードボンドとは、住宅ローンや地方公共団体向け債権などを担保に金融機関が発行する債券をいう。

ABSやCMBSは、企業などが保有する資産をSPC（特別目的会社；証券化証券を発行するために設立される）に売却し、SPCがその資産を裏付けに証券を発行するため、投資家への返済原資は裏付け資産のキャッシュフローに限定されるのに対し、カバードボンドは金融機関により発行されるため、裏付け資産のキャッシュフローからの優先弁済権とともに発行体への請求権も持つ点が特徴的である。

（図表5）BG総合における資産担保証券の種別内訳



資産担保付証券の約4分の3を占めるエージェンシーMBSとは、政府系機関（ジニーメイ（連邦政府抵当金庫）、ファニーメイ（連邦住宅抵当公庫）、フレディマック（連邦住宅金融抵当金庫）の引受ガイドライン（ローン金額上限、LTV比率（Loan to Value；住宅価値に対するローンの割合）等）を満たす適格住宅ローンを集めて証券化し、元利金支払いについて各政府系機関が保証するものである。（保証のない民間（ノンエージェンシー）MBSも米国を中心に発行はされているが、BG総合には含まれない。）

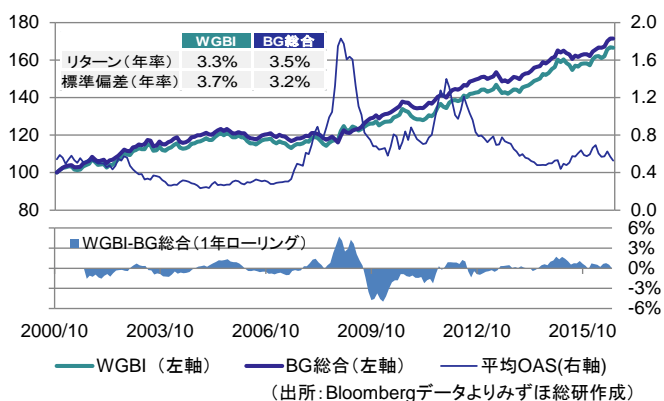
債務保証を行う政府系機関のうち、ジニーメイは政府機関であり、またファニーメイ及びフレディマックは政府支援企業（政府による明示的な債務保証はないため限定的ではあるが信用リスクは存在）であるため、エージェンシーMBSの信用力は高い。一方、エージェンシーMBSは、パス・スルーという仕組みをとるため期限前償還リスクが存在し、当該リスクに見合う上乗せ利回りを享受できるのが特徴である。（なお、パス・スルー及び期限前償還リスクについての詳細な説明は補論を参照されたい。）

■パフォーマンス推移

BG総合の計測開始時点（2000年9月）からのWGBI及びBG総合（ヘッジ付）の累積パフォーマンスは図表6のとおりである。2008年以降、金融危機を受けた

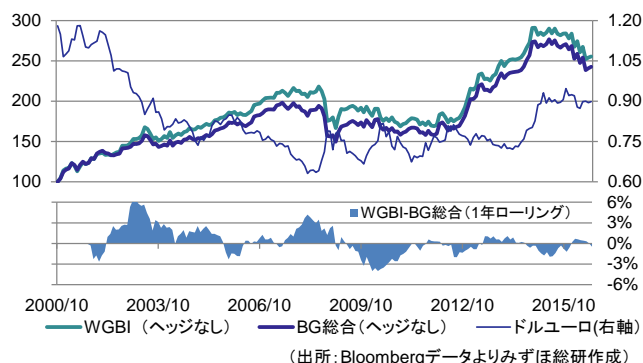
各国中央銀行の積極的な金融政策を背景に、債券利回りは概ね低下の一途を辿っており、WGBI及びBG総合ともにパフォーマンスは堅調である。BG総合のOAS（オプション調整後スプレッド；将来金利予測を考慮した国債に対する平均利回り差）は、2007年8月のパリバショックから2008年9月のリーマンショックに続く金融危機や2011年の欧州債務危機に代表される信用収縮の局面で大きく拡大しており、BG総合は、信用リスクが高まる局面でWGBIに対して劣後することが確認できる。（ただし、同期間における株式との相関は、国内株式-0.14、外国株式-0.22とともにマイナスである。）

（図表6）WGBI及びBG総合（ヘッジ付）の累積収益率（2000年9月=100）及び平均OASの推移



図表7はヘッジなしの累積収益率を示した。米国市場は他国の市場に比べ非国債取引が活発であるため、BG総合はWGBIと比較して米ドル建て債券の割合が高い。（8月末時点で米ドル建て債券のWGBIに占める構成割合は43%なのに対し、BG総合では53%である。）そのため、BG総合はより米ドル相場変動の影響を受けやすく、ドル高局面ではWGBIの実績を上回る傾向にあることが確認できる。

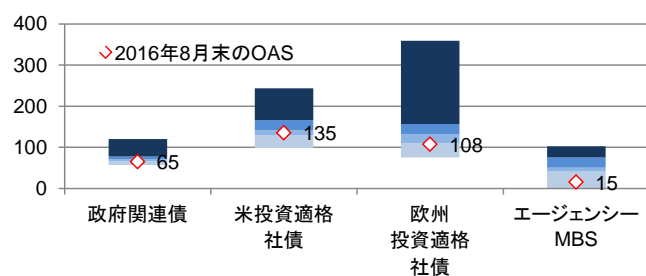
（図表7）WGBI及びBG総合（ヘッジなし）の累積収益率（2000年9月=100）及びドルユーロの推移



■まとめ

各国の国債はマイナス利回りの債券の占める割合が増え、その平均利回りは1%に満たない水準となっており、インカムを生む信用力の高い資産に対する需要は世界的に強い。

（図表8）過去5年間の各債券の上乗せ利回り水準（2011年9月～2016年8月）



（出所: パークレイズ証券HPよりみずほ総研作成）

投資適格債券の、国債と同水準のボラティリティ、相対的に高い利回り、ポートフォリオの分散効果（株式との低相関）等を勘案すると、国債に代わる選択肢として今後も高い需要が見込まれると考えられる。

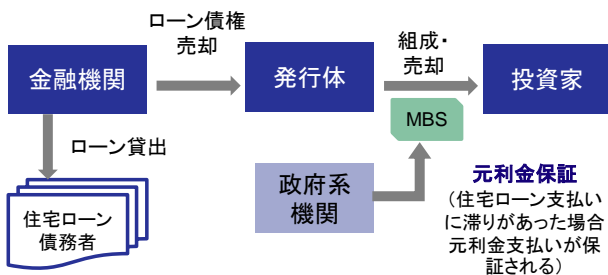
ただし、既に述べたとおり、投資適格債券への投資は、債券種別毎に国債とは異なる固有のリスク（信用リスクや期限前償還リスク等）を伴うため、当該リスクとそれにより得られる上乗せ利回りの水準を十分に精査した上で投資を検討することが重要であると考えられる。

(補論) MBSのキャッシュフローの特徴と期限前償還リスクについて

基本的な仕組み

MBSの基本的な仕組みは、本文中にも記載のとおり、政府系機関の引受ガイドライン（ローン金額上限、LTV比率（Loan to Value;住宅価値に対するローンの割合）等）を満たす適格住宅ローンを集めて証券化し、元利金支払いについて各政府系機関が保証するものである。MBSの投資家は、毎月住宅ローンの返済金（元利金）を受取ることができ、住宅ローン支払いに滞りがあった場合には政府系機関から元利金支払いが保証される。

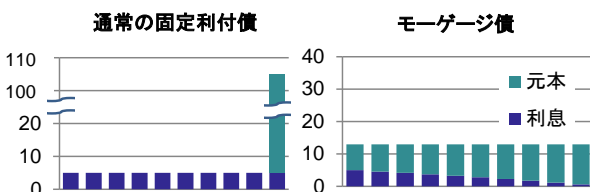
(図表) エージェントMBSの基本的な仕組み



パス・スルーとは

MBSの投資家は、上述のとおり毎月、住宅ローンプールから生じるキャッシュフローはそのまま投資家に通過（パス）させて支払われる。この仕組みを「パス・スルー」という。住宅ローンは一般的に「元利均等返済」（毎月の元利金の支払額合計が一定となるような返済方法／下図ご参照）であるため、当初は返済額に占める利息支払いの割合が大きく、返済が進むにつれ元本返済部分の割合が増加していくのが特徴である。

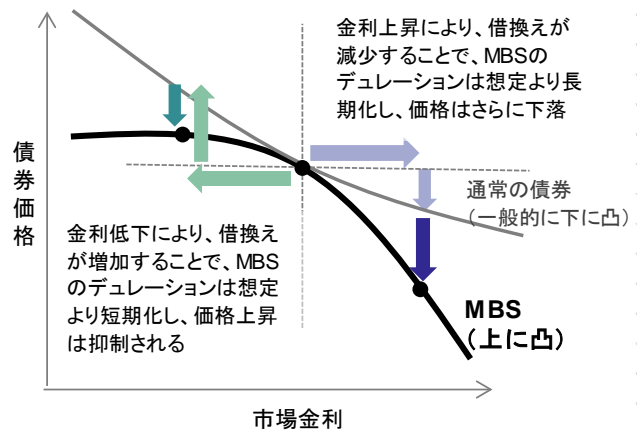
(図表) 元利均等返済のキャッシュフローイメージ



期限前償還リスク

一般的に住宅ローンの借り手は任意に期限前償還を行う権利を有しており、例えば市場金利水準が低下すると、既存の住宅ローンを繰り上げて返済し、より低い金利で借換えを行うインセンティブが高まる。パス・スルーの仕組みにより、MBS投資家は、こうした住宅ローンの期限前償還の影響を受けることとなる。下図の通り、金利上昇時には借換えが事前の想定より少なく発生することにより、MBSのデュレーションが長期化することで価格下落が通常の債券と比較して大きくなり、一方で金利低下時には同様にMBSのデュレーションが短期化することで価格上昇は通常の債券と比較して小さくなるという特性を持つ。

(図表) 市場金利とMBSの価格変化の関係



これは住宅ローンの借り手がコールオプションを保有しているのと同様の効果であり、MBSの相対的に高い利回りにはオプション・プレミアムに見合うスプレッドが上乘せされていると考えることができる。

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。