



先進国の中の「新興国」がもたらす危機を回避するには



2018年6月8日



荒磯 亘

アライアンス・バーンスタイン株式会社

運用戦略部長(債券担当) 兼 ポートフォリオ戦略室長



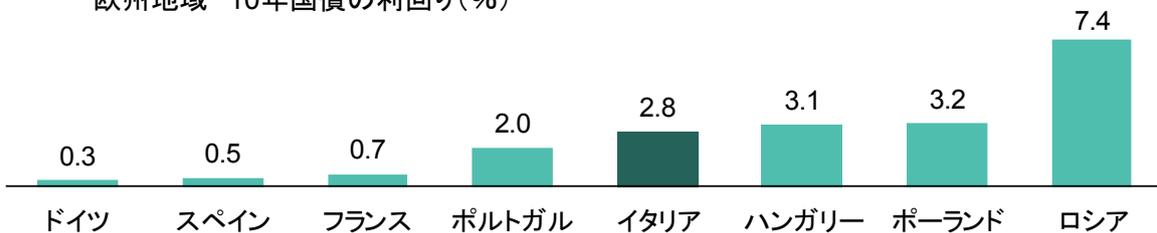
大相撲では、いったん横綱に昇進した力士は降格しない。しかし、相撲が競技である以上、衰えない力士もまたいない。したがって、期待に沿えない「弱い横綱」が常に存在し得る。「先進国」という概念も同じで、いったんこのカテゴリーに入ると通常は脱落することがない。高齢化などを背景に縮小均衡を目指す「成熟国」なるカテゴリーがあっても良さそうであるが、資本市場で受けの良いアイデアではないだろう。

こうした中、イタリアは先進国の中に混じった新興国のような存在となっている。足元の債券市場におけるイタリア国債の動向は、「先進国」の名の下に寄せられた同国債への信頼と、イタリアの政治経済の実態とのかい離を白日の下にさらしている。

イタリアの問題はユーロ全域の問題でもある

イタリアは、遠くローマの時代に覇権国であったし、ルネサンス時代以降は欧州の文化を主導した歴史もあり、さらにユーロの機軸国でもあることなどから、先進国の代表たるG7のメンバー国である。しかし、そうした歴史的な背景をよそに、資本市場がイタリアにつける「値段」は先進国としてのブランド代を含まないものとなっている。5月にイタリアの10年債利回りは一時3%超にまで上昇した。これは、豊かな歴史を誇るものの、資本市場では新興国とみなされているポーランドやハンガリーと同水準である(図表1)。

【図表1】イタリアの利回りは新興国と同水準
欧州地域 10年国債の利回り(%)



過去の分析は将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。2018年5月31日現在
出所:ブルームバーグ

当資料は、2018年5月31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。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。アライアンス・バーンスタインおよびABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ビ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。

また、債券市場におけるイタリア国債は欧州中央銀行（ECB）という巨大な買手に支援された特別な債券でもある。そのバイアスを除去するために、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）でイタリアの評価を見てみよう。図表2は5年物CDSの спреッド水準で、上昇はデフォルトの織り込み度合いを示す。足元ではイタリアとトルコのCDSの спреッドはほぼ同水準になっている。また、欧州債務危機の渦中にあつた2011-2013年においては、イタリアのCDSの спреッドがトルコを大幅に上回っていたことがわかる。

債務返済能力という点では、イタリアの信用格付がBBB格でトルコのBB格を上回ることによって鑑みると、この両国のCDSの水準が意味するところは興味深い。イタリアのCDSは、イタリア単独の要素以外の問題をも織り込んでいないと解釈できないだろうか。つまり、イタリアにまつわるヘッドラインはユーロという単一通貨システムに対する懐疑のバロメータではないか？ということだ。

「危機の波及」に対処する方法

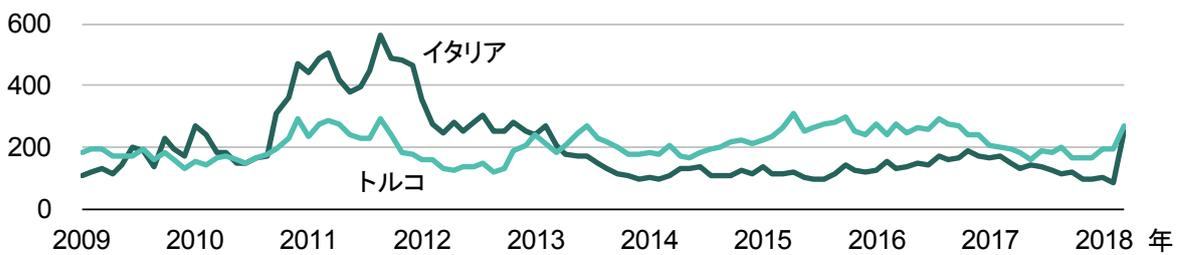
通常、新興国で信用危機が生じれば、金利引上げや国際通貨基金（IMF）などの支援で対抗する。イタリアの場合、これがECBの金融緩和拡大やユーロの加盟国であることによる通貨安定効果に置き換わるだろう。しかし、欧州では財政を利用した危機解決についてはユーロ

加盟国間で根深い意見の分断があり、そのために欧州周辺国の国債を買い支えてきたECBは、現在その量的緩和政策の縮小をまさに議論しようとしている矢先だ。米国をはじめ、「危機状態からの正常化」というテーマで資本市場は走ってきたが、再び危機対応に逆戻りするのかということも、市場は不安に感じている。

2000年代以降、リーマン・ショックやバーナンキ・ショックなどの経験を経て学んだことは、新興国の危機は新興国発で起こる訳ではないということだ。それは常に、新興国に資金を投入してきた先進国側の都合が変わることによって起こる。金融環境指数（図表3）を見ると、2017年の同指数の改善に反映された「適温相場環境」が着々と巻き戻されつつあることがわかる。

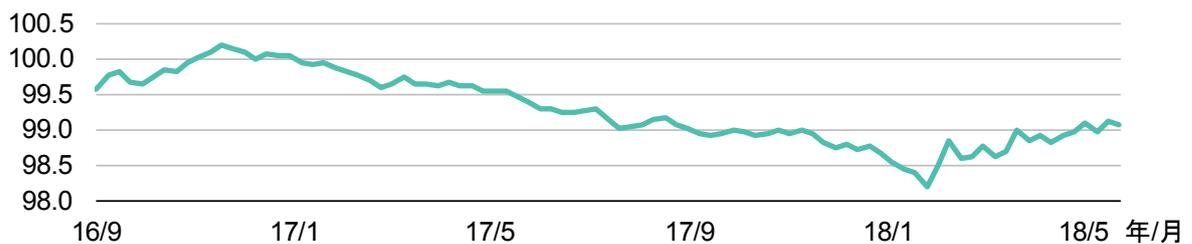
ローマ帝国没落の原因のひとつに「パンとサーカス」（＝愚民政策の意）がある。まさに、いまイタリアに広がるポピュリズムにより、同国に向けられた投資への不安が高まり、「欧州問題」が再び繰り返す可能性が出てきている。こうした事態に対処するためには、先進国の変調を見て新興国のどこに影響があるかを見抜く全方位の視点や、債券市場の動きがリスク資産にどのように伝播しうるかを分析する多様な資産運用にわたる知見、アクティブにエクスポージャーを調整できる機動的なアプローチが重要であろう。

【図表2】 イタリアの信用リスクは欧州金融危機以来の緊張を示す
5年物CDSの спреッド（ベース・ポイント）



過去の分析は将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。2018年5月31日まで
出所:ブルームバーグ

【図表3】 金融環境は2018年に入り悪化に転じている
金融環境指数



過去の分析は将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。2018年5月31日現在
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・説明書類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。

	S&Pグローバル・レーティング	ムーディーズ・インベストメントサービス・インク	フィッチ・レーティングス
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：S&Pグローバル・レーティング(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：S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第5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)	+ 格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」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：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7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「S&Pグローバル・レーティング・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。	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」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「フィッチ・レーティングス」の付与した信用格付のうち「フィッチ・レーティングス・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の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	S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(http://www.standardandpoors.co.jp)の「ライブラリ」規制関連の「無登録格付け情報」(www.standardandpoors.co.jp/unregistered)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(http://www.moodys.co.jp))の「信用格付業者」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。	フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ(http://www.fitchratings.co.jp)の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」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はありません。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、業種や外部環境の変化、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、格付意見に達す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、デュアリジェンスまたは独自の検証を行っておりません。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、事業体及び財務上・財務上の債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務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ありません。格付の購入、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、公表情報を基盤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。	フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性及び市場流動性について意見を述べたものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において行っている調査及び当該証券に関する情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は格付維持に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

当情報は、2018年3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S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社、ムーディーズ・ジャパン株式会社およびフィッチ・レーティングス・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／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

<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、全て投資者の皆様に帰属します。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。