



欧州債券投資：金利上昇局面に備えるには



2018年5月29日



ヨーゲン・ヤースガード(写真)
アライアンス・バーンスタイン・リミテッド
欧州クレジット・ポートフォリオ 責任者



フラヴィオ・カーペンザノ
アライアンス・バーンスタイン・リミテッド
シニア・ポートフォリオ・マネジャー 債券

世界的な金利上昇を背景に、債券の2018年初来リターンはおおむねマイナスとなっている。欧州中央銀行(ECB)の超緩和的な金融政策が出口に向かう中、欧州債券も例外ではない。だが、欧州債券は今後も損失を出し続ける運命にあるのだろうか？ 必ずしもそうとは限らない。金利上昇に対処する方法はいくつかある。

低迷する債券リターン

債券投資家にとって2018年は厳しいスタートとなった。米国債の年初来リターンはマイナス1.2%程度*で、主な総合型債券インデックスも下落している。インフレ期待が高まり、米国連邦準備制度理事会(FRB)によるさ

らなる金利引上げが見込まれる中、債券投資家は一段と大きな困難に直面する可能性がある。

同様に、欧州ではECBが量的緩和の段階的な解除を続ける見通しで、年内にも資産買入れプログラムが打ち切られそう。そのため、ユーロ圏の債券市場も向かい風に直面しそう。アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では、世界的に金利が市場の予想以上に上昇する可能性があると考えており、特に欧州ではそのリスクが高いと見ている。今は、債券ポートフォリオを見直し、より柔軟な戦略を取り入れる好機かもしれない。

その具体的な方法を紹介しよう。

* 2018年3月31日現在、米ドルベース

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。

<https://www.alliancebernstein.com/library/european-fixed-income-investors-have-no-margin-for-error>

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の過去のパフォーマンス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。

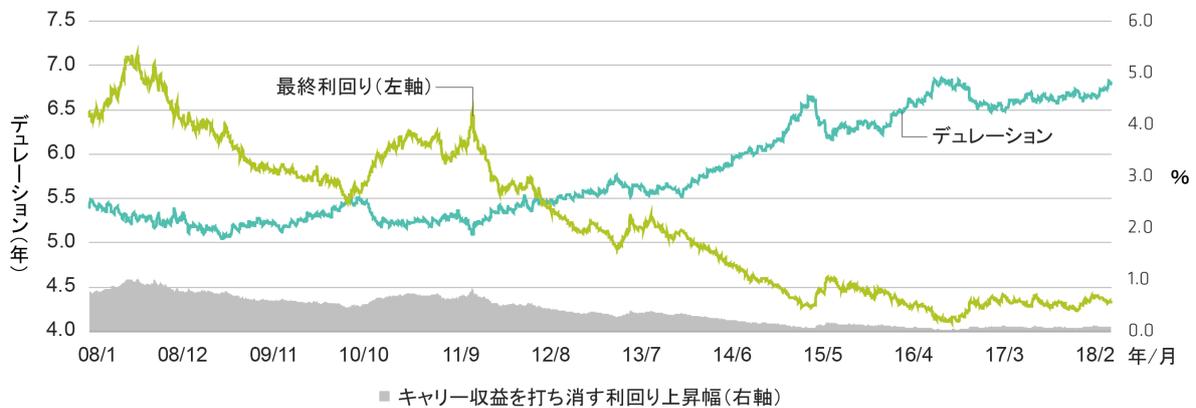
当資料は、2018年4月11日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説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・バーンスタインおよび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。

① 総合型アプローチ以外にも目を向ける

最近の債券市場の下落にもかかわらず、欧州債券の利回りは依然として過去最低に近い水準にある。こうした状況下では、伝統的な総合型債券ポートフォリオは、金利上昇に対する抵抗力が弱い。特に、ユーロ総合インデックスなどのベンチマークに追随するパッシブ型戦略は脆弱性が高い。デュレーションが7年弱の場合、利回りが10ベーシス・ポイント(bps)上昇すれば債券価格が0.7%近く下落し、年間の利回り収入がすべて失われることになる。利回りが50bps上昇すれば、ユーロ総合インデックスが損失を取り戻すのに38カ月かかる計算になる(図表)。

そこで、例えば、金利リスクへのエクスポージャーを引き下げる(ゼロ以下には至らない範囲で)、と共に、選別的に信用リスクへのエクスポージャーを引き上げるといった方針を採れば、より高い利回りが得られる一方で、金利上昇による債券価格の下落リスクをある程度抑制できる。特に欧州債券市場ではこの効果が顕著だ。例えば、金融機関が発行する劣後債(金融機関の自己資本比率の算出上「その他ティア1(AT1)」に分類されるものなど)や、欧州のハイイールド債、米国のモーゲージ担保証券(MBS)などは、金利上昇に対する抵抗力が強い。利回りの高い債券は一般に金利変動への感応度が低い(が、信用スプレッドの変化には敏感に反応する)からである。

【図表】 ユーロ総合インデックス：小幅な利回り上昇でも大きな影響
利回りが10bps上昇すればキャリー収益が消滅も



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3月31日まで
出所:ブルームバーグ

② クレジットの投資機会に注目

欧州債券に投資するには、欧州の金利上昇リスクに留意しなくてはならない。これまでのところ、ECB幹部によるコメントが極めてハト派的なものにとどまってきたことから、市場はECBの量的緩和解除見通しに対して穏やかな反応を見せている。しかし、ECBが市場の期待をうまく抑えれば抑えるほど、金融政策の変更が明確になった際の市場の反応が激しいものとなりかねず、利回りに大きな影響を与える可能性がある。一方、ユーロ圏の経済成長が勢いを増し、欧州企業の債務負担が軽減されれば、欧州社債市場の市場環境は改善するであろう。

ユーロ圏のハイイールド債市場は、需給面でも底堅い見通しだ。純発行額は抑制された水準が続く、過去数年を下回るとみられる一方で、需要は依然として堅調

に推移すると予想される。ハイイールド債のミューチュアル・ファンドからは資金が流出している(2018年1-3月期は51億ユーロ**の流出超)が、ユーロ圏の投資適格級社債のスプレッドが小さく、ECBの政策がそれを支える状況が続くと見込まれるため、投資適格級債券運用ポートフォリオは利回り補完のため機動的にハイイールド債への投資を続けている。

ここでひとつ重要な点は、デフォルトを低水準に抑えるためにはアクティブ運用が有効であるということだ。経済が回復している時ですら、社債のデフォルトにつながる企業固有の問題が発生する。これまでの経験に基づけば、スキルの高いアクティブ運用はリスクの高い発行体を見極めることができる。そのため、適切に運用されているアクティブ運用ポートフォリオは、ベンチマークに比べ、組入銘柄のデフォルト件数が少なくなる。

** 出所:JPモルガン。この額はJPモルガンのファンド・ユニバースの受託資産総額の7%に相当する。

③ 隠れた投資機会を求め、非ベンチマーク銘柄も組み入れる

総合型債券ベンチマークは、足元で利用可能な投資機会を全面的に活用することができない。例えば、金融セクターにはAT1と呼ばれる劣後債の比較的新しいカテゴリーが含まれている。これは、まだどのベンチマークにも組み入れられていない。AT1は2017年に力強い上昇を演じたが、それでもまだ投資価値があると考えられる。

AT1は利回りが依然として魅力的な水準にあることに加え、銀行の自己資本増強と不良債権減少が同時に進んでいることによるバランスシート改善の恩恵も受ける。さらに、利回り上昇やイールドカーブのステイプ化は銀行の収益性を押し上げ、利益率を改善させるだ

ろう。もちろん、リスクもある。AT1の投資家は株式に転換されたり、損失償却によって価値がゼロになる可能性がある。資本が劣化すればクーポン支払いが停止されることもあり得る。しかしながら、銀行セクターが改善していることを踏まえれば、こうしたリスクは比較的低いと考えている。

適切な資産配分を見極める

これら3つのアプローチは、それぞれが異なる方法で金利上昇に対処する手段となり得る。リスクを認識し、直ちに行動すれば、投資家はより困難な金利環境に備えた適切な資産のアロケーションを準備することができる。

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

<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。