



## 2019年の外債投資：安全資産としての復権

2019年1月10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 兼 ポートフォリオ戦略室長



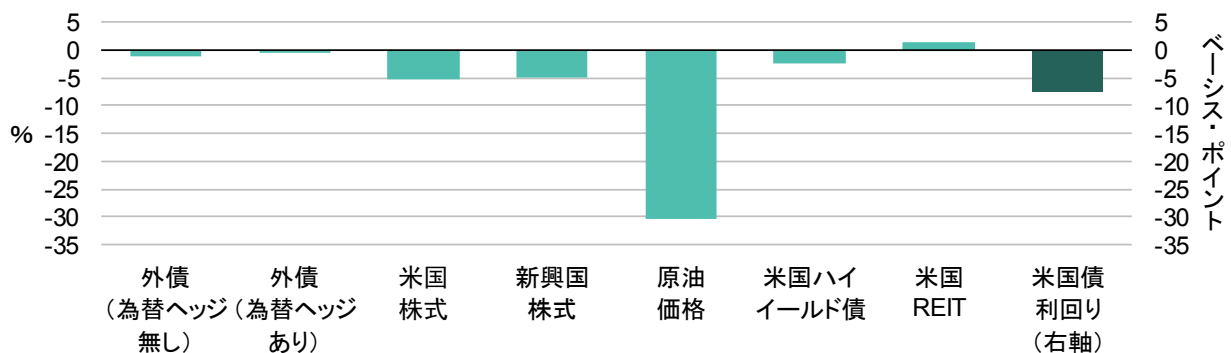
株式市場の格言では「5月に売って9月に帰って来い」と言われるが、2018年に関しては当てはまらなかった。図表1は2018年の10月から11月末までの各資産のリターンだが、10月以降はほぼ全ての資産が軟調となり、簡潔に「リスク・オフ」と表現するのがふさわしい。輪をかけて厳しいのが、こうした環境に強いはずの債券投資のリターンが冴えなかったという事実だ。図表1のとおり、円建て外債のリターンもこの期間は小幅なマイナスとなり、為替をヘッジしたとしてもマイナス0.3%に過ぎなかった。米国株が年初来安値や日本の金利が年初来

最低水準をつける局面で、米国の長期金利は低下したとはいえ前年末の水準を大きく上回ったままで、利上げサイクルも止まっていない。

では、米金利の行く末はどうかと言えば、可能性は2つだ。1つは、金利上昇が金融環境を悪化させていると米連邦準備制度理事会(FRB)が認めて利上げペースを緩めることで、他のリスク資産に合わせて米金利も更なる低下に向かうというシナリオだ。もう1つは、米国経済は本当に堅調であるため、金利の方が正しく、リスク資産の調整は一時的に終わるというものだ。答えが

【図表1】10月以降はリスク資産と債券がともに下落基調

2018年10月以降の各資産の値動き(円建ての騰落率、米国債利回りは変化幅)



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11月30日現在  
出所:ブルームバーグ、AB

当資料は、2018年12月20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・バーンスタイン及び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。

はっきりするまでは、米国の高金利が市場のボラティリティを引き上げる展開、つまり「誰も頼りにならない相場」が続く可能性がある。米国の金利そのものがリスク資産の調整を引き起こしつつある局面では、米国国債の「安全資産」としての機能にやや疑問が残る。投資家はダウンサイドリスクを限定するための他の手段を真剣に検討すべきだ。先日、ユーロ建て債券への投資手法を紹介したが（以前の記事『[金利上昇局面で強みを発揮する外債投資戦略とは](#)』ご参照）、本稿ではもう少し利回り面での魅力を備えた投資テーマについて紹介したい。

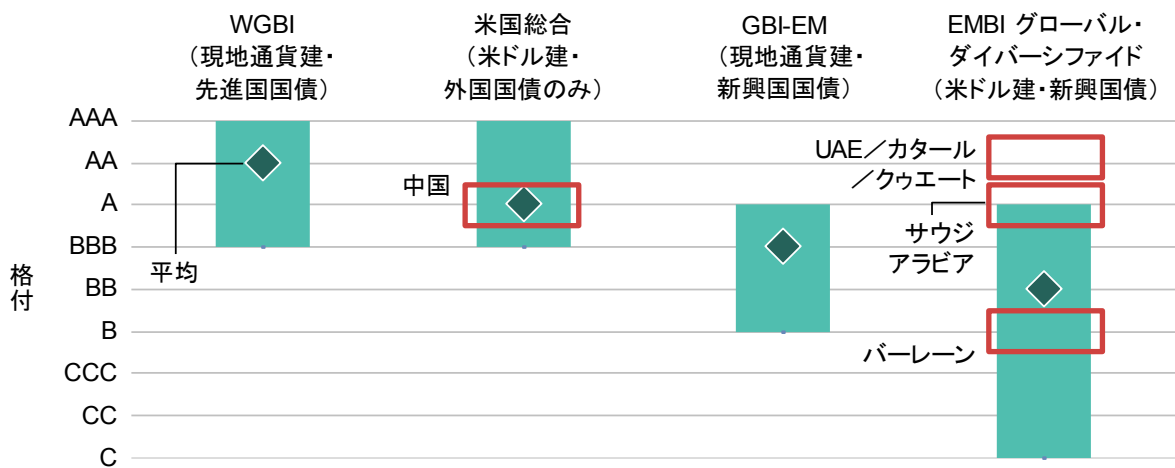
## 2019年の外債投資2大イベント： 中国と湾岸諸国のインデックス組み入れ

こうした中、2019年の債券市場は大きなイベントを控えている。それは、湾岸諸国（サウジアラビアやカタールなど）の米ドル建て新興国債券指数への採用と、中国

債券の先進国総合債券指数への採用だ。前者は1月末から、後者は今のところ4月末から開始する予定だ。共に構成比率が大きくなると予想されるため、指数内での組入比率は段階的に引き上げられる。

これらの指数構成国の変更に着目する理由は、新規に算入される対象国の格付が非常に高いためだ。図表2は、代表的な指数の構成国の格付の分布に、これらの新規採用国の格付を赤い枠で示したものだ。従来は、新興国債券指数と先進国債券指数の信用力の分布は相互に異なるゾーンに位置していたが、今後は両者にまたがる曖昧なゾーンが増えることがわかる。特に、現地通貨建て債券が指数に採用される中国については、時価総額が大きく、現地投資家層も厚い。指数組み入れを目指し当局が市場取引環境の整備を急いできたため、信用力が高く、流動性もある程度高い魅力的な投資対象に成長しつつある。

【図表2】先進国と新興国の垣根が曖昧になり、「高格付」のクレジット投資対象も拡大  
主要債券指数構成国の最高・最低・平均格付分布



過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。2018年11月30日現在  
WGBIはFTSE世界国債指数、米国総合はブルームバーグ・バークレイズ米国債券総合指数、GBI-EMはJPモルガンGBI-EM指数、EMBI グローバル・ダイバーシファイドはJPモルガンEMBI グローバル・ダイバーシファイド指数。  
格付は発行体の財務状況に基づいた債券あるいはポートフォリオの質および安全性の程度を順位付けしたもので、ムーディーズ、S&Pの発行体格付のうち、高いものを使用。AAAが最も高く、Dが最も低い。  
出所：FTSE、ブルームバーグ・バークレイズ、JPモルガン、AB

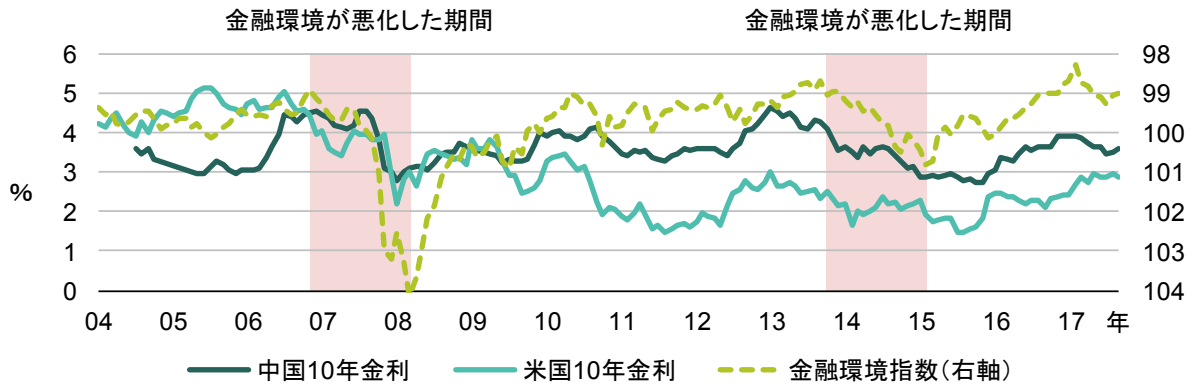
## なぜ中国人民元建て債券に注目するのか

債券に安全資産としての役割を期待するならば、格付が高いだけでなく、リスク・オフの時にどのような値動きをするかが重要だ。その点、中国現地通貨建て債券の過去の利回りの動きは満足いくものだ。次ページの図表3は、金融市場環境が悪化した局面で中国の金利が低下、つまり中国債券価格が上昇したことを示す。世界の製造業バリュー・チェーンやコモディティ消費に中国が占める地位は大きく、中国経済と世界経済

が相互に及ぼす影響が以前より深まっていることから、今後もこの関係は維持されやすいと考えるのが妥当だ。

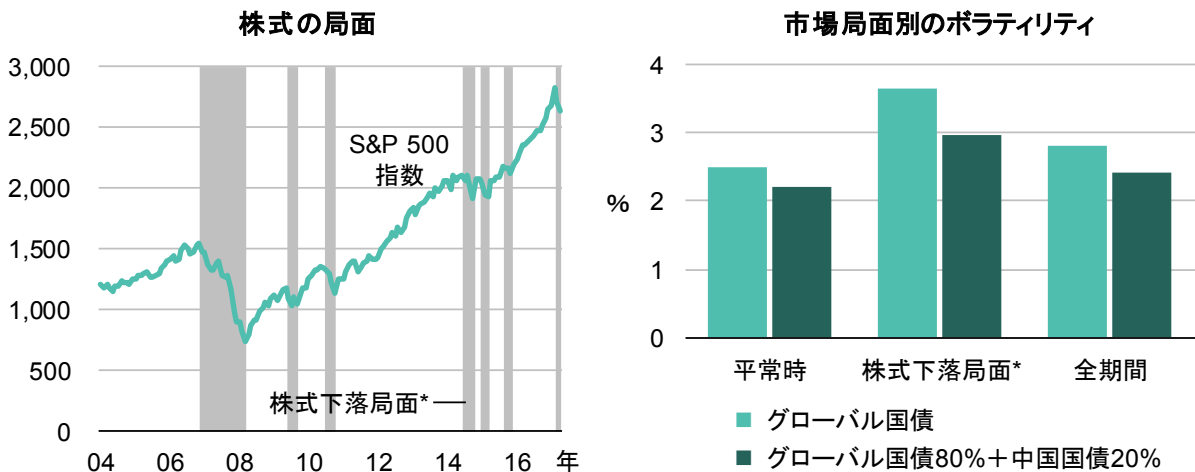
そして、より重要な点は、既存の外債ポートフォリオに中国現地通貨建て債券を加えることで、ポートフォリオ全体の分散度を高めることが出来るという点だ。次ページの図表4は、米国株が下落している局面と上昇している局面に分けて外債ポートフォリオのボラティリティがどうであったかを示したものだ。右図の2つの棒

**【図表3】 隠れ先進国の中国： 自国通貨建て国債はリスク・オフ時に値上がり**  
金融環境指数と米中10年金利



過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
期間: 2013年12月末-2017年12月末  
出所: ブルームバーグ、AB

**【図表4】 中国国債はリスク・オフ局面におけるリスク低減に役立つ**  
中国国債へ資産配分することで、パフォーマンスの安定性向上が期待できる



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。  
2004年12月から2018年3月まで  
\*株式の下落局面は、S&P 500指数の2007年11月-2009年2月、2010年5月-2010年8月、2011年6月-2011年9月、2015年6月-2015年9月、2015年12月-2016年2月、2016年8月-2016年10月、2018年2月-2018年3月の月次データを使用  
グローバル国債はブルームバーグ・バークレイズ・グローバル国債指数(米ドルヘッジ)、中国国債はブルームバーグ・バークレイズ中国国債指数(米ドルヘッジ)  
出所: ブルームバーグ、AB

グラフは、先進国外債のみのポートフォリオと、先進国外債を80%とし残りの20%を中国現地通貨建て債券に投資したポートフォリオの、それぞれのボラティリティを示す。いずれの局面でも、中国現地通貨建て債券を既存のポートフォリオに加えることで、ポートフォリオの値動きのぶれを低減できたことがわかる。

依然として税制面での不透明性や外国人投資家の法

的権利保護など課題はあるものの、中国は外国人投資家に対して国内市場を開放する方針を明確にしておき、指数組み入れに向けて制度面での改善を進めるとみられる。大規模の「先進国」自国通貨建て債券が指数に新規採用される機会は当面ないだろうし、これまで述べたように中国債券投資はダウンサイドリスクへの警戒を強める局面でも有用と目される。「期待のルーキー」である中国の活躍に注目している。

# 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及び登録の意義等をお客様に告知し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格付方針等の作成及び公表・説明書類の公開閲覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴収・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	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（ <a href="http://www.standardandpoors.co.jp">http://www.standardandpoors.co.jp</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.co.jp/unregistered">www.standardandpoors.co.jp/unregistered</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.moodyys.co.jp">http://www.moodyys.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。	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（ <a href="http://www.fitchratings.co.jp">http://www.fitchratings.co.jp</a> ）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、意義及び限界について	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はありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、委付け資産のハフオマンズ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ただけの十分な品質及び量の情報が備わっていると判断さ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、デュエデレンスまたは独自の検証を行っていません。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、いかなる保証も行いません。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。	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又は市場流動性について意見を述べるとはなりません。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利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に依拠して債務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、格付付与又は据置時に予感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9月28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・ジャパン株式会社及びフィッチ・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

<https://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。