



## 低金利環境下の債券投資に関する3つの注意点



2019年10月16日



荒磯 亘

アライアンス・バーンスタイン株式会社

AB未来総研 主任研究員

運用戦略部長 兼 ポートフォリオ戦略室長



### 債券の利回りが再び低下

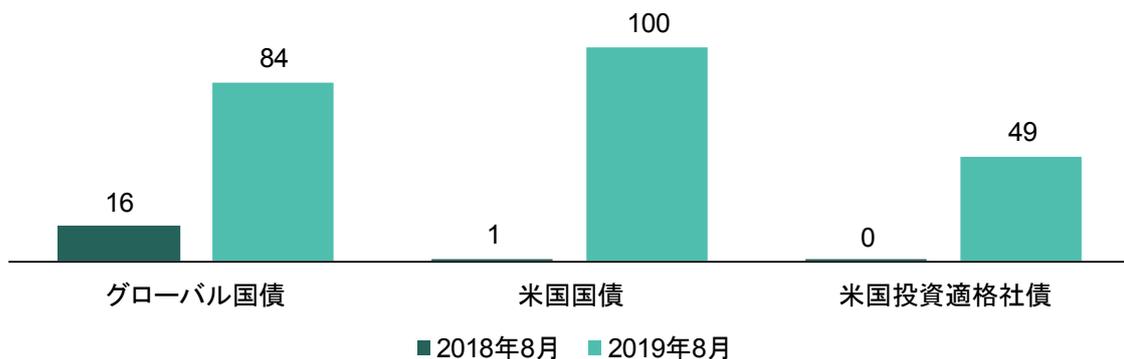
米国では当初「予防的利下げ」と言われていたものが利下げサイクルに発展しつつあり、欧州では「日本化」、つまり民間部門の資金余剰の慢性化やマイナス金利の長期化が懸念され始めた。図表1は、主要債券指数におけるマイナス金利の債券の構成割合を示すものだが、ヘッジ外債においてはマイナス金利が当たり前になりつつあることがわかる。本邦投資家は、円

債投資のみならず、外債投資でも低金利環境への本格的な対処が必要になっている。アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では、それには主な注意点が3つあると見ている。

### 注意点1: ロールダウン効果まで総動員しているか

債券は決まったクーポンを定期的を受け取ることから、どの期間も収益は一定と思われがちだが、実は債券の

【図表1】主要指数におけるマイナス利回り銘柄の割合  
円ヘッジ後ベース、%



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。2019年8月31日現在  
グローバル国債はFTSE世界国債インデックス、米国公債はブルームバーグ・バークレイズ・米国公債インデックス、米国投資適格社債はブルームバーグ・バークレイズ・米国投資適格社債インデックス。出所:ブルームバーグ、FTSEラッセル、AB

当資料は、2019年9月27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・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。

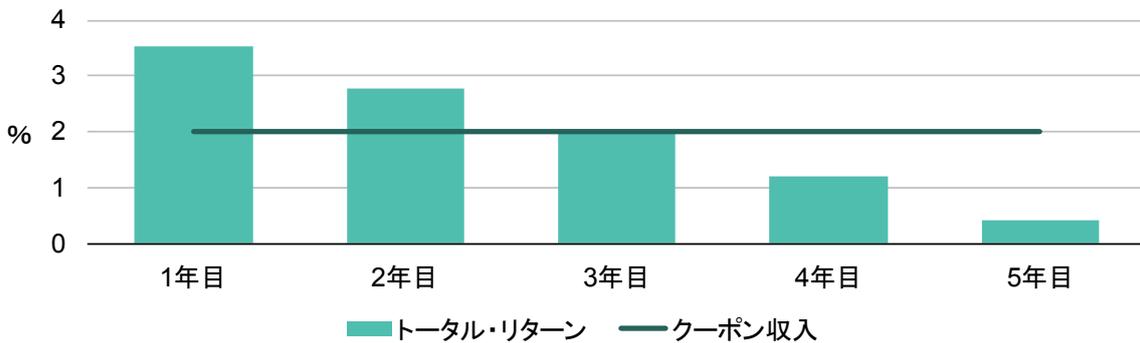
期間収益は一定ではない。通常環境であれば、債券の発行直後の期間収益はクーポンを上回り、そして償還日が近くなると期間収益はクーポンを下回るようになる。これは、債券の利回りが時間の経過により徐々に下がっていくことでキャピタル収益が発生するため、「ロールダウン効果」として知られている(図表2)。為替ヘッジ・コストや運用資金の調達コストを考慮すると、低金利環境では保有債券の収益が時間の経過によりマイナス利回りに陥る可能性が通常環境時よりも高い。言い換えると、低金利環境では、特にクレジット・リスクを取

りにくい投資家の場合、インカム収益だけでは収益源泉が足りなくなっている可能性がある。

足元は米国など一部の国では逆イールド環境になっており、ロールダウン効果が逆に作用するケースがあり、債券の利回りと期間収益の関係は複雑化している。債券運用者はロールダウン効果の享受や、可能な場合は金利見通しに応じたアクティブなイールドカーブ戦略など、キャピタル収益の獲得も企図したポートフォリオを維持する必要がある。

【図表2】債券の期間収益は一定ではない

5年債(クーポン2%、利回り2%で購入)を持ちきった時の各年のリターン



上記は例示のみを目的としています。上記が実現する保証はありません。順イールドカーブを想定。利回り水準は5年債2%、4年債1.6%、3年債1.2%、2年債0.8%、1年債0.4%と仮定し、運用期間中はイールドカーブが動かない前提で計算。出所:AB

### 注意点2: 環境変化への適応余地を残しているか

運用上、特定の収益や負債の目標がある場合、もしくは大規模な債券ポートフォリオを運営する場合、広く利用されるのが持ち切り運用だ。この運用手法は、目標利回りを満たすポートフォリオを構築したうえで、運用期間中の売買コストを最小化することで利回りを収益として実現する。運用期間を通じて当初想定した環境が続くなら、変化に対応するためにコストをかける必要がないという前提だ。

低金利環境下の債券持ち切り運用では、2つの罠に注意が必要だ。1つは、為替ヘッジのコストだけは運用開始と同時に固定することが困難な点だ。特に過去2年ほどは、運用期間中に為替ヘッジ・コストが上昇したため、途中で前提を修正し戦略を見直すという意味決定を不本意なタイミングで余儀なくされるリスクが顕在化した。もう1点は、持ちきり運用では当初の利回り水準が見えやすいだけに、設計時点で過度にクレジット・リスクを取ってしまう罠に陥る可能性があることだ。複数年にわたってのクレジット・リスクをめぐる信用環境や市場流動性を正確に見通すことは困難であるがゆえに、クレジット・リスクの高い銘柄の年限構成には当初から注意を払う必要がある。また、運用会社側も適切な情報

開示や分析能力を顧客に提供し環境変化への注意を喚起する必要がある。

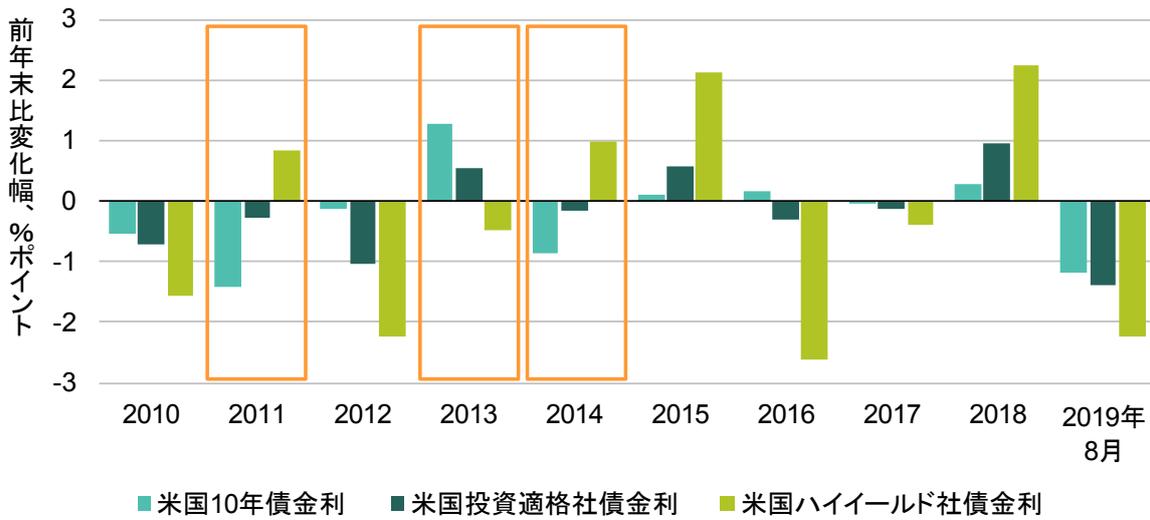
### 注意点3: リスクは本当に分散しているか

国債の金利と社債のスプレッドは逆に動く傾向があることはよく知られている。例えば景気見通しが鈍化すれば国債は買われ金利が低下するが、一方、企業業績見通しが悪化するため社債には売り圧力がかかる。同じ原因が国債と社債では逆に作用するわけだ。

しかし、低金利環境下では必ずしもこのリスク分散がワークするとは限らない。注意点2で述べた点に関連するが、金利が低いがために投資適格社債を国債の代替として購入する動きが強まっているからだ。次ページの図表3は、米ドル建ての国債、投資適格社債、ハイイールド社債の前年末比の金利変化を表示しているが、環境によって投資適格社債は国債に似る局面もあれば、逆にハイイールド社債に似る局面もあることがわかる。

低金利環境では、運用規模や、ポジション入れ替えの柔軟度、クレジット・リスク許容度などの様々な制約に加え、どの債券セクターのクレジット・リスクを取るかを慎重に検討する必要があるとみられる。

**【図表3】 過去10年で3度は投資適格社債とハイイールド債の動きが逆に  
2011/2013/2014年は投資適格社債とハイイールド社債の動きが逆方向に**



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。2019年8月31日現在  
各年の変化は前年末対比。2019年は8月末までで計算  
出所:ブルームバーグ、AB

### 低金利環境を生き延びるために

ABでは、上記の論点を組み合わせた債券運用ソリューションについて多角的に研究している。たとえば、順イールド環境の債券ユニバースに着目したアクティブ運用戦略や、金利リスクとクレジット・リスクの組み合わせを調整してリスク分散を最大化しつつインカム収益確保を目指すアクティブ運用戦略などがそれにあたる。

低金利・低ボラティリティが長期化していようと、安全資産としての位置づけや、インカムの確保など、様々な

理由で投資家は債券投資を継続せざるを得ない。マイナス金利の広がりによって、債券運用の収益源としてのインカム収益の絶対量が低下した。しかし一方で、金利の下限がゼロではなくなったことで、債券の値動きに着目したキャピタル収益獲得の機会が逆に広がったとも考えられる。本稿で述べた3つのポイントを押さえたアクティブ運用の活用は、この厳しい運用環境を乗り越えて行く切り口のひとつになるのではないだろうか。

## 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3.30%(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2.068%(税抜1.880%)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。