



## コロナショック後の債券投資、ここが変わった4つのポイント



2020年5月20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



### コロナショックがもたらした昨日と違う日々

米国10年国債の利回りの推移を振り返ってみると、思いのほか大きく動いていることに気付く。年間の最高水準と最低水準の差が1%を超えた年が、2019年までの4年間のうち2度あったし、2020年も開始4カ月にしてすでに昨年末からの低下幅が1%を超えている。金利はそう頻繁に大きく水準が変わるものではないはずだが、近年は「常識」が変わることが多々ある。

2020年3月のコロナショックは、経済減速の世界的な広がりや急激さにおいても、それに対する政策対応に関しても、従来の常識を超えたものである。株式市場や投資適格社債のスプレッドを見れば、コロナショックによる下落は4月のひと月で六割ほど戻したことになるが、それで資本市場が元の「正常な」状態に戻りつつあると考えることができるのだろうか？ 本稿では、ポスト・コロナショックの債券投資を考える上でカギとなるであろう大きな構造的変化について検証したい。

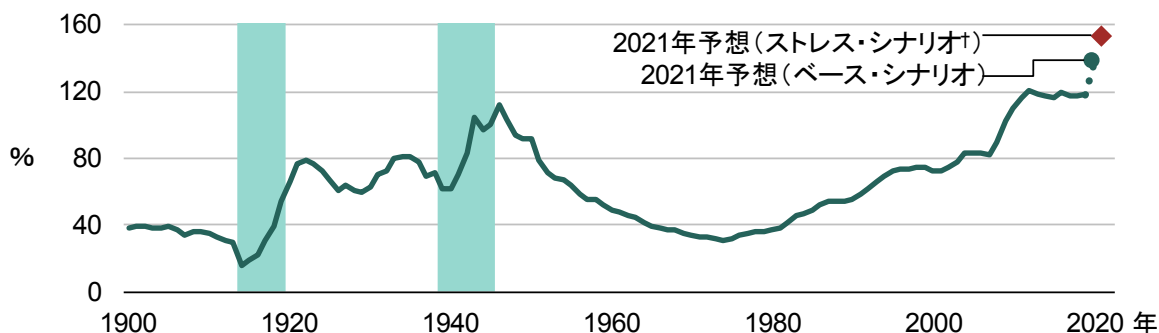
### 債券市場のこれから①

#### 財政と金融のハーモニーがもたらす国債利回りの低位安定

米国は政策金利をゼロまで引き下げたが、これからの米国債利回りはどうなるだろうか。新型コロナウイルスとの戦いは長期戦だ。ソーシャル・ディスタンスを実施するために各国政府が企業や消費者を支援しており、マクロ的に考えると政府が民間のリスクの一部を引き受けていることになる。歴史的に見ても、戦争のような非常事態の際には主要国の債務は膨張してきたし、今回もそれに相当する動きが予想される(次ページの図表1)。では、その結果として、国の信用リスクが高まり、利回りが上昇することになるだろうか？ アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では、そうはならないと見ている。

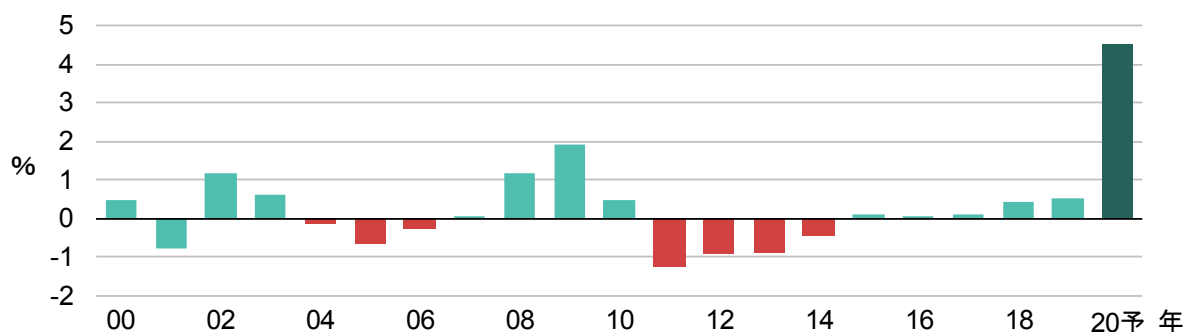
理由としては、まず需給が挙げられる。そもそも量的緩和をしているのだから、利回りは上がりにくい。財政拡大によって増大する国債発行を中銀の量的緩和で吸

【図表1】G7の政府債務の合計(対GDP比)\*



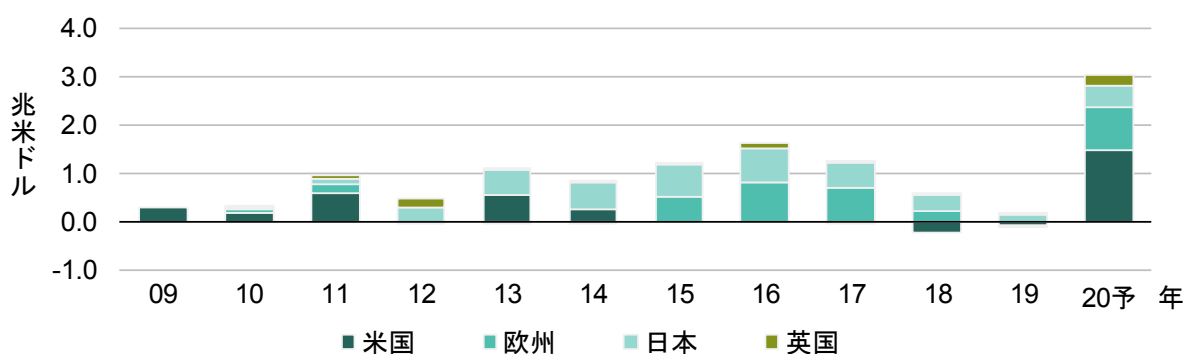
過去の一定期間の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。予想は今後変更される場合があります。  
 \*G7: フランス、米国、英国、ドイツ、日本、イタリア、カナダ。GDP: 国内総生産  
 †ストレス・シナリオは、各国の経済活動再開が遅れ、2021年に緩やかなCOVID-19感染拡大の第二派があると想定したシナリオ  
 2020年4月30日現在。出所: ヘイバー・アナリティクス、世界通貨基金(IMF)、AB

【図表2】先進国と中国の財政赤字の合計  
基礎的財政収支(対GDP比)\*



過去の一定期間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。予想は今後変更される場合があります。  
 \*季節調整後の基礎的財政収支の変化、一時的な項目を調整。2020年はABIによる予想  
 2020年4月30日現在。出所: 欧州委員会、ヘイバー・アナリティクス、AB

【図表3】中央銀行の債券購入額の合計(米国、ユーロ圏、日本、英国)



過去の一定期間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。予想は今後変更される場合があります。  
 2020年4月30日現在。出所: ブルームバーグ、AB

収している状況は、どの地域も変わらない(図表2及び図表3)。また、景気見通しがこれまでになく不透明で、投資家も安全資産の国債を手放しにくい。

これだけ債務が増えると、各国政府は債務の持続性を維持することに、今まで以上に配慮するようになるだろ

う。債務の残高が大きくなるにつれ、金利が仮に上昇した場合の利払い負担も大きくなるからだ。言葉を変えれば、低金利政策を維持するインセンティブが働くようになっていく。

## 債券市場のこれから②

### 産業構造のリバランスにより、淘汰される企業も

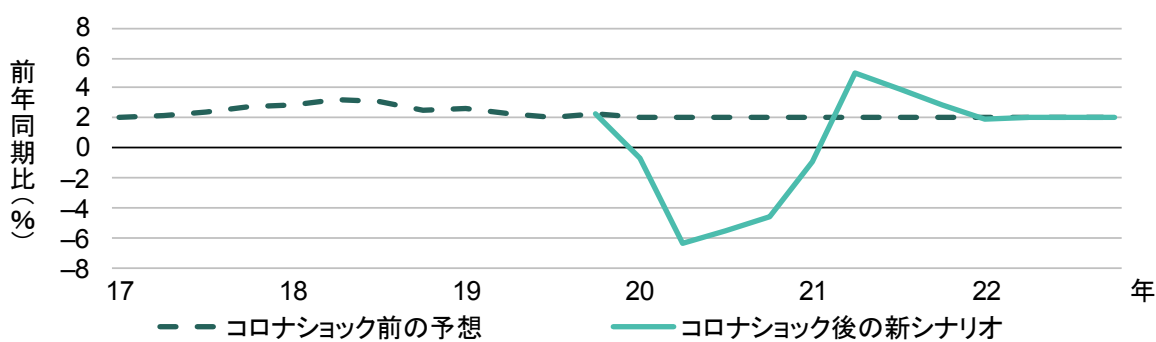
新型コロナウイルスが人間の行動をどう変えるかについては、確たることは誰も言えない。だが、戦争や自然災害などで社会に大きな被害がもたらされると、人の価値観が変わることがあり、今回もそうなる可能性がある。近年では、例えば2008年の世界金融危機後、それまで自由主義経済の象徴であった金融セクターで規制が大幅に強化された。そして、その結果、産業全体で収益率が低下した。

コロナショックによる景気減速は、通常の景気循環的な経済活動の縮小だけではなく、消費者が求めるサービ

スや、危機を耐えしのいで新しいサービスを提供できる企業の台頭といったリバランスを伴うだろう。例えば、エッセンシャル・ワーカーに向けられる眼差しが変わり、「医食住」への意識が高まるかもしれない。このような価値観の変化により、景気の回復は産業によって濃淡が出るだろう。

図表4は、米国GDP成長率のコロナショックの有無によるシナリオ比較だ。ショックの発生でGDP成長率は大幅に落ち込むものの、その後は巡航速度への回復が想定されている。しかし、個別企業レベルでは、いったん倒産すればその後の回復はない。当初の景気落ち込みの一部は、デフォルト・リスクの顕在化として現れる可能性がある。

【図表4】米国GDP成長率の予想シナリオの変化



過去の一定期間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。予想は今後変更される場合があります。2020年3月31日現在。出所：ヘイバー・アナリティクス、AB

## 債券市場のこれから③

### 政策が誰を利するのか、見極めには長期的な観点も必要

コロナショック直後の買い戻しでは、同じ社債でもハイイールド債が相対的に出遅れた。投資適格企業に対する流動性供給が手厚かったことと比べ、政策支援効果が見劣りしたからだ。これには二次効果がある。格付の高い、つまり借金の少ない企業は低い金利で資金調達を続ける一方で、格付が低く借金の多い企業は高い金利を強いられる。今後はさらに優勝劣敗が進む可能性があるのではないだろうか。

より複雑な例もある。あまりに急激な失業の増加に対応するため、米国ではモーゲージ・ローン返済の一時的な滞納を許している。これにより一部の住宅ローン担保証券(MBS)証券の価格が急落しているが、逆にこの施策によって最終的なデフォルトが防止されれば、期限前の返済は減るだろうがモーゲージ・ローンの満期日までにはつじつまが合う。巨大なモーゲージ市場を救うために、社債とは違うアプローチが取られたと考えら

れる。同様に巨大市場である新興国債券に対してIMFが行う支援、欧州周辺国に対して欧州連合や欧州中央銀行(ECB)が行う支援も、長い目での評価が必要だ。

## 債券市場のこれから④

### ゼロ金利の復活で、外債の利回り妙味も復活

債券は「ノーリスク・ノーリターン」ではない。外国債券の利回りは、国債では低下したが社債ではコロナショックの前後で上昇している。また、各国の政策金利がゼロ近辺で揃ったことで、為替ヘッジ・コストも低下している。このため、日本の投資家から見れば債券投資の利回りはむしろ上昇している(次ページの図表5)。

## コロナショック後の債券投資

債券のインカム創出能力は健在だ。しかし、その利益を享受するために考慮すべき要素は、上述のとおりコロナショック前とは異なってきている。

【図表5】コロナショック前後の外国債券投資環境の変化

	2020年1月	2020年4月	変化
投資適格の国債・社債(グローバル)の利回り	1.25%	1.00%	0.25% 低下
投資適格社債(グローバル)の利回り	1.88%	2.15%	0.27% 上昇
米国ハイイールド社債の利回り	5.52%	8.05%	2.53% 上昇
米ドル円・為替ヘッジ・コスト	1.94%	0.58%	1.36% 低下

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。

投資適格の国債・社債(グローバル)はブルームバーグ・パークレイズ・グローバル総合指数、投資適格社債(グローバル)はブルームバーグ・パークレイズ・グローバル・アグリゲート・クレジット指数、米国ハイイールド社債はブルームバーグ・パークレイズ・グローバル・アグリゲート・クレジット指数。米ドル円の為替ヘッジ・コストは3カ月満期  
2020年4月30日現在。出所:ブルームバーグ、AB

新型コロナウイルスと人類の戦いは長期戦が想定される。今後も、政策動向は最重要課題であり、個々の債券セクターへの支援内容を吟味する必要がある。そして、投資成果を上げるためには、支援を受けずとも債務を履行できる発行体を見極める分析力や、歴史に例

を見ないほどの経済指標のブレに惑わされず魅力的な利回りの債券を購入する判断力がカギを握る。特定の債券セクターへの限定や時価総額構成への意識にこだわらない、アクティブな投資姿勢が求められる。

## 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

<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3.3%(税抜3.0%)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。