



2021年債券見通し：新型コロナウイルスの後に来るものは



2021年1月19日

**スコット・ディマジオ**アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
債券部門共同ヘッド／グローバル債券 ディレクター**ガーシオン・ディステンフェルド**アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
債券部門共同ヘッド／クレジット運用 ディレクター

2021年が始まって安堵のため息をついている。コロナワクチンの接種が始まり、争点となっていた米国の大統領選挙が終わり、5年分に及ぶ英国の欧州連合離脱（ブレグジット）交渉も終了した。世界は最悪期を脱したかのようにも見える。

しかし、事態はまだすべてがクリアになった訳ではない。コロナワクチンの接種は、感染性の高い変異体ウイルスの広がりも抑えなければならない。また、ほとんどの国がすぐに通常どおりのビジネス環境に戻ることもない。経済が回復を続けるためには、持続的な金融政策及び財政政策の支援が必要だ（以前の記事『[2021年](#)

[の展望：世界経済の回復がもたらすものは何か？』](#)ご参照）。そして、1兆米ドル近くの枠組みが議論される米国の2回目の財政支援策については、遅すぎないか、あるいは十分な額が合意できるかという懸念もある（以前の記事『[今後の米国経済ロードマップ](#)』ご参照）。

債券投資家にとっては、これまでと同様にマイナス水準を含む低金利、インカム資産への強い需要、イベントに振り回される市場のボラティリティ、がポイントとなる。ここでは、2021年の投資環境をどのように乗り切っていくのかについて、アライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）の見解を紹介したい。

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://blog.alliancebernstein.com/library/2021-outlook-bond-investing-in-the-wake-of-covid-19>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン（以下、「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に関する過去の実績や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。

当資料は、2021年1月5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。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。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。当資料中の格付けは特に記載のない限りABの定義に基づきます。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。

低金利環境下の債券投資

ワクチンの登場により新型コロナウイルスの影響は長期的には後退していくのであれば、世界経済の成長は2021年後半には大きく回復する可能性が高くなる。しかし、足元の景気回復は依然としてせい弱であり、財政・金融の両面から継続的な支援が不可欠だ。

このような環境下で、中央銀行は金利の引き上げを考えない。したがって、当面の間、世界のほとんどの地域で金利が非常に低い状態が続く可能性が高い。米連邦準備制度理事会は、少なくとも2023年まではゼロに近い水準に政策金利を維持すると2020年9月に示唆している。

一方で、新型コロナウイルス感染状況、ワクチン接種が行き渡るスピードやその進捗、経済活動再開のタイミングなどを考えると、ボラティリティは依然として高まりやすい環境と言える。

以上を踏まえると、債券ポートフォリオは、低利回り環境でのインカム確保と価格変化によるリターンを追求しながら、同時にポートフォリオのダウンサイド・リスクを制限する役割を果たす必要があるようだ。ABでは、債券市場は依然として投資家が両方の目的を達成するのを手助けすることができると考えている。

一部の市場関係者は、マイナス金利の環境においては国債のリターンが低くなるため、リスク・オフ時の資産保全効果が妨げられていると指摘している。確かに、利回りが低いために国債のリターンが過去に比べて鈍化するとの分析は妥当だ。30年間ほどのタイムスパンで見た金利低下トレンドは下限にすでに到達しており、過去10年間の米国国債のリターンは過去に比べると穏やかなものにとどまっている。

しかし、低金利にあることと債券の資産保全効果を結びつける議論は、2つの理由からの外れであるとABは考える。

第一に、日本のように非常に低い金利で推移してきた市場の経験から考えると、低金利が必ずしも低リターンになるわけではないことが示唆されている。過去12年間のうち11年間、日本の10年物国債の利回りは1%未満であった。対照的に、同期間の年間リターンが当初の利回り水準と一致することはほとんどなく、それどころか、時間の経過とともに長期債券と短期債券の金利水準に差があることでロールダウン効果を楽しんで価格が上昇し、リターンは利回りの平均値の2倍以上になったのである。現在の米国国債のイールドカーブは日本の例と同様に長期金利と短期金利に差があり、5年債と10年債の利回りの差は、1962年以降の平均的な利回り差で見ても高い水準になっている。

第二に、2020年には3月に世界的なパンデミックが発生しリスク資産が劇的に売られ、9月にも株式市場が調整を見せたが、国債は株式市場のボラティリティ上昇局面で値上がりした数少ない資産の1つであった(以前の記事『[US Treasuries, German Bunds Still Anchor to Windward](#)』(英語)ご参照)。

株式市場が下落した日には、10年物国債利回りが1%を大きく下回る水準にあったにもかかわらず、米国国債とS&P 500指数の6カ月間の相関関係は逆相関を保った(-0.4を下回る水準)。また、欧州では、3月と9月に株式市場が下落した際にドイツ国債利回りはマイナス圏にあったが、売られている間は相関関係はマイナスとなり、つまり国債保有による資産保全効果が十分に保たれた。

言い換えれば、市場下落に対する防御が最も必要とされる局面で、国債はより防御的な値動きをした。このことは、市場のボラティリティが高まっている時期には、ポートフォリオの資産保全機能として国債への資産配分が有効であることを示している。

正しいリスクのバランスを取る

一方で、投資家のインカムとリターンに対するニーズは、かつてないほど高いものとなっている。債券への資産配分の効果を最大限に活用したいと考えている投資家は、単一のポートフォリオの中で、国債へのエクスポージャーだけではなく、より利回りの高い債券セクターとの多様な組み合わせを検討するのも一案だ。

伝統的なベンチマーク対比のポートフォリオとは異なってくる部分となるが、金利とクレジットのバランスの取れた債券ポートフォリオは、資産保全とインカム獲得を同時に達成することを目指す。具体的には、セクター間の異なる相関関係を利用しながら、相対的に割安な債券の組み入れ機会を活用する。

これは、米国国債と株式の関係と同様に、リスク・オフの環境下ではこの金利とクレジットという2つのグループは負の相関関係を示すからだ。言い換えれば、ハイイールド債券などの企業などのリターンを求める債券グループが下落しているときには、国債などの安全性を求める債券グループが上昇する傾向がある。

さらに、ポートフォリオでこの安全性を求める債券とリターンを求める債券の組み入れの割合を市況の変化に応じてどちらかに傾けることが考えられる。そうすることで、アクティブ運用は、市場のさまざまな変化に伴う投資機会を活用することができる。

例えば、パンデミックが始まって以来、リスク資産の回復状況には差がある。アクティブ運用なら、回復が出

遅れているセクターにポジションを振り向けることができる。ボラティリティの急上昇は、割安な価格の債券を機敏に組み入れる機会を生み出す可能性がある。

インカムとリターン・ポテンシャルがある債券セクター

足元で魅力的な利回りと信用力対比の投資妙味の両方を兼ね備えると考えられる債券を紹介したい。

まずは**新興国市場の債券**だ。特にハイイールドのソブリン債に注目している。米ドル安、財政刺激策、魅力的なバリュエーション、低金利環境下での投資家のインカム需要にも支えられると予想している。

米国では**証券化商品**に注目している。具体的には、クレジット・リスク・トランスファー証券(CRT証券または信用リスク移転証券、米国政府系企業が発行する住宅ローン担保証券)や商業用不動産担保証券(CMBS)である。特にCRT証券は、米国の住宅市場が堅調に推移していることに着目している。証券化商品は、社債よりも健全な利回りが得られやすいことに加え、他の債券セクターや他の資産クラスとの相関性が低い点も魅力だ。

欧州のクレジット投資も魅力的だ。銀行の劣後債に注目しており、投資適格の銀行が発行する劣後債は、優先劣後構造で低位に位置するため、ハイイールド債に匹敵する利回りを提供している(以前の記事『[Why European Fixed Income Has Become More Attractive](#)』(英語)ご参照)。発行銀行が破綻した場合に最初に影響を受ける欧州銀行のAT1債券の利回りは、欧州・米国のハイイールド債の利回りを優に上回る。

世界のハイイールド社債。パンデミックのパンニックの後にスプレッドが大幅に縮小してしまった。しかし、ハイイールド市場の信用の質も向上している。パンデミックの当初は投資適格だったがその後格下げされた「フォーリン・エンジェル」債がハイイールド市場に加わる一方、財務ぜい弱な企業のデフォルト(による債券市場からの退出)が進んだ。信用力が向上したことでスプレッドの縮小余地が生まれており、魅力的な相対的リターンの可能性を秘めている。

米国の投資適格社債。投資家が利回りを求める中で同セクターには旺盛な需要が寄せられているにもかかわらず、2020年終盤は発行ペースが鈍化しており、2021年の発行ペースも大幅に鈍化することが予想される。このため需給面の支援を受けやすいセクターだ。一方で、銘柄間の信用力のばらつきは拡大しており、銘柄選択による効果が望める可能性がある。このような環境下では、ファンダメンタルズの分析に則った選択が特に重要である。

アクティブに運用し、投資先を厳選することが重要

今日のように利回りが低く不確実性が高まっている時代は、まだすぐに終わる段階にはない。しかし、地域や債券セクターを越えて選択的に投資を行い、金利に敏感な債券と信用力に敏感な債券を適切なバランスで保有することは、世界経済の回復に伴い、ボラティリティを低減し、リターンの可能性を高めるのに役立つとABでは考えている。

ポジションを動的に捉える前提にたって債券ポートフォリオを積極的に管理する投資家は、今日の相場の荒波を乗り切る準備ができているものと確信している。

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。