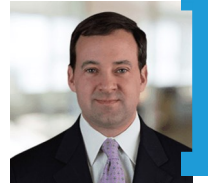




債券市場の見通し：荒波の中で水平線に目を向けよ



2022年4月22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

ロシアのウクライナ侵攻は世界を揺るがした。大規模な人道的危機からエネルギー・ショック、食糧の供給不安に至るまで、その波紋は身近なところから遠くまで広がっている。たとえ紛争が明日終わったとしても、侵攻は世界に永続的な影響をもたらす可能性がある。ただ1つ確かなことは、地政学的な緊張が高まる中、短期的に高いボラティリティが続くことである。本稿では、債券投資家が留意すべき最大のリスクと、それに対処する戦略について考えてみたい。

悪化するインフレ

紛争は必然的に食料品価格を押し上げる。ロシアとウクライナは合計すれば世界の小麦輸出の4分の1以上を

占め、ロシアは世界の窒素肥料輸出の13%を占めている。エジプト、インドネシア、ブラジル、トルコなど、ロシアとウクライナからの輸入に大きく依存している新興諸国が最も大きな影響を受けることになりそうだ（以前の記事『[ロシア侵攻によるエネルギー・ショックが迫る金融政策の見直し](#)』ご参照）。

テクノロジーの価格も上昇しそうだ。ウクライナのオデッサを拠点とするある会社は、コンピューター・チップの生産に用いられるネオンガスの65%を供給している。それが滞れば、先進国に最も大きな打撃を与えることになりそうだ。

そうした中でも、エネルギー・ショックがあらゆる局面で最大の影響を及ぼすことは間違いない。国際エネルギー

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](#)。

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、2022年4月1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。

ギー機関(IEA)によると、ロシアは世界第3位の産油国で、世界最大の原油輸出国である。ロシアだけで欧州のエネルギー需要の約40%を賅っている。短期的には、エネルギー価格の上昇はスタグフレーションを引き起こす。つまり、短期的には物価を押し上げるが、物価高で消費者が支出を抑制せざるを得なくなるため、いずれは成長率を押し下げることになる。

分かれる中央銀行の対応

これらのインフレ要因により、中央銀行は2022年初とは異なる状況に置かれている。ロシアがウクライナ侵攻に踏み切った時、インフレ圧力はすでに高まっており、多くの新興国は引き締めサイクルを進めていた。今日、中央銀行が適切な行動を取れるかどうかは成長とインフレのバランスにかかっており、それは地域によって異なっている(以前の記事『[Global Macro Outlook - Second Quarter 2022](#)』(英語)ご参照)。

米連邦準備制度理事会(FRB)は2022年3月中旬に25ベース・ポイントの利上げに踏み切った。これは2018年以来初の利上げで、FRBは積極的な引き締めを辞さないことも示唆した(以前の記事『[FRBはインフレ引き締めの準備が整った](#)』ご参照)。FRBは2022年下半年も連邦公開市場委員会(FOMC)のたびに利上げを続け、バランスシートの縮小にも近く着手すると思われる。FRBは戦争によって経済と政策の見直し変更が必要になるかどうか、見極めたいと考えるだろう。

一方、欧州中央銀行(ECB)は量的緩和プログラムの縮小ペースを加速させる考えを表明した。この決定は、1) 何れもウクライナ危機の成り行きを見守る、2) 悪化しそうなインフレに対処するため積極的な措置を講じる、という両極端の中間的な性格を持っている。インフレ目標はECBの責務の中核を成すもので、ECBは今後に備えてあらゆる選択肢を確保しておきたいと考えている。

アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)は、このECBのアプローチにより既に急速に悪化している経済状況がさらに悪化する危険性があると考えている。ECBによる予想外にタカ派的な姿勢に市場はどう反応しているのだろうか(以前の記事『[驚きのECBテーパリングは、経済的リスクを伴う](#)』ご参照)? 金利が上昇し、ユーロ圏周縁諸国のスプレッドが拡大し、株価が下落している。こうした動きには、現在の経済状況にはそぐわないと思われる金融引き締めが反映されている。ABはユーロ圏の経済見直しについてもっと楽観的になるには、地政学的な状況の改善が必要ではないかと考えている。

新興国の中でも、一部の中央銀行はとりわけ厳しい状況に追い込まれている。中南米や東欧では全般にインフレ圧力が深刻化しており、政策当局者はすでに金利

を引き上げている。食糧や燃料価格の上昇が続く中、新興諸国は経済的打撃、社会不安、財政再建の遅れなどによる影響を受けやすい可能性がある。

中国は困難に直面

市場の関心は中国にも向けられている。中国は、ウクライナ侵攻で新たな注目を集めているロシアとの関係、国内の不動産セクターに影響を与える独自のニュース、コロナウイルス感染の急増という3つの課題に直面している(以前の記事『[中国が直面する3つの課題](#)』ご参照)。

このうち、2022年の中国GDP成長率に関するABの見直しにとって、最大のリスクは新型コロナウイルスである(以前の記事『[2022年中国見直し: 寅年の中国経済](#)』ご参照)。今回の流行は、2022年3月と第1四半期の経済活動に重くのしかかると思われる。それ以降にどんな展開をたどるかは、中国政府がいかに迅速に感染をコントロールし、成長への打撃を和らげるためどれほど大規模な追加支援策を講じるかにかかっている。

今のところ、ABは2022年の成長率見直しを5.3%に据え置いている。ABの分析では、成長率が5%を割り込むのを中国政府が容認する確率は低い。なぜなら、中国政府は依然として年間5.5%前後の成長目標を掲げており、それを実現するため多くの政策手段を持っているからである。だが、新型コロナウイルス感染の動向は予想しにくいいため、ABは引き続き状況を注視していきたいと考えている。

投資のスポットライト: ハイイールド社債

成長見通しの鈍化、金融引き締め、フラットなイールドカーブ(以前の記事『[米国逆イールド環境下の投資戦略](#)』ご参照)は通常、ハイイールド社債のようなグロース資産にとって逆風となる。しかし、足元は先進国市場のハイイールド債が極めて魅力的に見えるいくつかの理由がある。

第一に、ハイイールド社債は長期的に強力なファンダメンタルズを備えた状態で現在の環境を迎えた(以前の記事『[グローバル社債は底堅いファンダメンタルズで利上げ局面を乗り切る](#)』ご参照)。先進国市場のハイイールド債は新型コロナウイルスのパンデミックに見舞われる2年前に、一度デフォルト増加の局面をくぐり抜けている。この苦境を切り抜けたハイイールド企業は、財務が良好な状態にある。注目すべき点は、これらの企業はエネルギーへの依存度がそれほど高くないため、エネルギー価格高騰の影響を受けるかもしれないが、信用力の低下につながるほど打撃を受ける可能性は低い。一方、消費者と企業のバランスシートは依然として健全で、社債の発行体にとって景気減速に対する緩衝材と

なっている。その結果、デフォルトは今後12カ月にわたり、歴史的に見て非常に低い水準にとどまると予想される。

第二に、現在は**信用スプレッドが拡大**しているため、ハイイールド債は適正な価格水準にある。市場はデフォルトを懸念していないため、デフォルト・リスクに対するプレミアムは要求していない。だが、ボラティリティに対するプレミアムは歴史的な高水準にある。つまり、市場のボラティリティが現在の水準から低下すればスプレッドも縮小し、逆に市場のボラティリティが上昇すれば、スプレッドも拡大する可能性が高い。地政学的緊張が高まっていることから、仮にウクライナ紛争が明日終結したとしても、ボラティリティはしばらく高止まりし、スプレッドはワイドな状態が続くと予想される。こうした環境では、債券のクーポンを集める「**キャリーの確保**」が有効な戦略となる。

第三に、現在の**利回り上昇**は、ハイイールド債(及び他のハイインカム資産クラス)のリターンが上昇することを意味している。歴史的に見ると、米国のハイイールド・セクターの最低利回りは、その後5年間のハイイールド・セクターのリターンを示す信頼性の高い指標となってきた。実際、米国のハイイールド債は、世界金融危機という、これまで最も厳しかった経済及び市場の混乱期にも、予想どおりのパフォーマンスを示してきた。この期間を通じ、当初の最低利回りと将来の5年リターンの関係は安定していた。ハイイールド債は、他の資産ではほとんど得られない安定した収益源を提供している。

今日の波乱局面に対処する戦略

ここで、アクティブ運用の投資家がこうした環境にどう挑戦できるかについて考えてみたい。

ハイイールド社債に傾斜する: 大半のリスク資産は利回りがこれまでに比べ上昇しており、投資家が長い間待ち望んでいた投資機会が到来している。新興国債券や証券化商品などハイインカム・セクターの中で比較しても、先進国のハイイールド社債はとりわけ魅力的に見える。ブルームバーグ米国ハイイールド社債指数の最低利回りは平均6%前後で、長期的なファンダメンタルズは依然として好ましいため、長期的な視野を持つ投資家は短期的なドローダウンを乗り切ることができる。

ダイナミックに行動する: アクティブ運用マネジャーは、他の投資家が目先の動きに反応する中で、急速なバリュエーションの変化や一瞬の投資機会を捉えるため、とりわけアクティブな体制を整えておくべきである。

適切なアプローチを選択する: 世界のマルチセクター・アプローチは、投資家が状況やバリュエーションを注視し、状況に応じてポートフォリオ構成を変更できるため、急速に変化する市場環境に適している。最も効果的なアクティブ戦略の1つは、政府債や他の金利動向に敏感な資産と成長志向のクレジット資産を組み合わせ、単一のポートフォリオでダイナミックに運用する手法である。

このアプローチは、運用マネジャーが金利リスクと信用リスクの相互作用を把握し、それぞれの時点でどちらの方向に傾斜すべきか、より適切な判断を下すうえで役立つ。相関関係がマイナスの資産へリバランスしていく能力は、リスク資産が売り込まれた場合のドローダウンを抑えながら、インカムや潜在的なリターンを創出するのに寄与する。

新たな世界秩序: ロシアの侵攻は永続的な影響をもたらす

戦場の霧に包まれる中で、我々の住む世界や投資が紛争でどう変わるのか、明確に焦点を当てることは難しい。しかし、投資家にとって、今後何年にもわたって国や企業を分析し、ポートフォリオを構築する方法を間違いなく変えていくとみられる永続的な問題について、検討を始めるのに早すぎることはない(以前の記事『[ウクライナ侵攻: アクティブ運用への長期的な影響を考える](#)』ご参照)。

例えば、欧州はどう変化するのだろうか? 欧州諸国がエネルギー戦略を見直す中で、再生可能エネルギーへの移行が加速するのだろうか? ロシアが欧州市場から締め出された場合、彼らは石油やガスを中国や他のアジア諸国に振り向けようとするのだろうか? 戦争は、ESGを重視する投資家の防衛企業に対する考え方を変えるのだろうか?

今後は、コモディティ市場では原材料や輸送及び精製能力に大きな変化が生じ、今とは大きく姿を変えるかもしれない。脱グローバル化の動きが加速する可能性もある。多くの国々が生産を自国に戻した場合、何が起きるのだろうか? これらは、ABの運用チームが検討を始めている複雑な問題の一部に過ぎない。

今のところ、債券投資家には、長期的な視点でバランスを保つよう促したい。足元は過度に投資スタンスを動かして短期的にリスクを引き下げることも辞さない投資家がいるような局面だが、より長い目線に立つことで投資家は目先の出来事に過剰反応するのを避けることができる。

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

<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3.3%(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。