



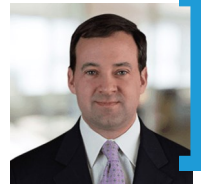
## 債券市場の見通し ～暴風、そして希望の兆し～



2022年10月20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

ガーシヨン・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

2022年はこれまでのところ債券投資家にとって暴風に見舞われた年となっており、この先も同様な状況が続くとみられている。本稿では、長引くインフレや金利上昇から迫りくる不況の影といった投資における目下最大の課題に対応し、利回りの上昇や信用スプレッドの拡大が示す希望の兆し、悪天候を乗り越える戦略について解説したい。

### 暴風：世界的な景気減速、長引くインフレ

世界景気の減速によってインフレ圧力が弱まるとの見方は、物価上昇が続くことで否定され続けている。米連邦準備理事会 (FRB) をはじめとする各国の中央銀行はインフレ抑制のため積極的な利上げを続けているが

(以前の記事『[世界経済の見通し：インフレ・バトルは世界へ](#)』ご参照)、目下の高いインフレ率の要因の大部分は中央銀行がコントロールできる範囲外のものだ。ウクライナ情勢とコロナ禍により燃料(以前の記事『[Europe's Policymakers Grapple with Soaring Natural Gas Prices](#)』(英語)ご参照)、食品や製品のサプライチェーンの混乱が続いており、インフレ率を押し上げ、世界各国の経済活動を阻害している。

やっかいなインフレによって、各国の中央銀行は、金融政策をさらに引き締める可能性があり、そうなると世界的な不況の可能性が高まろう。さらには不況不安によって投資家は、世界の準備通貨である米ドルに資金を避難させる動きを見せている。その他の国々は、自国通貨

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10月3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。

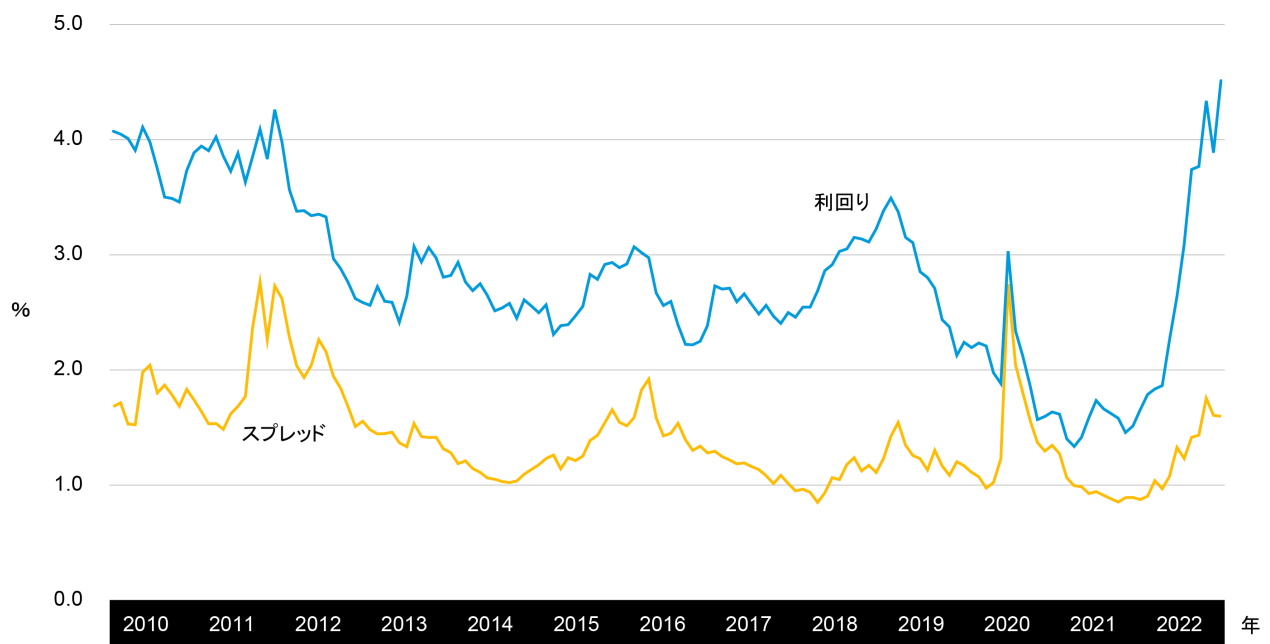
の下落によって、米ドル高と高金利という二重の苦しみに直面している。こうした状況に特に影響されやすいのは新興国市場だ。多くの新興国の債務は米ドル建てで発行されているため、米ドル高が進むほどこれらの国は債務が拡大することになるためだ。

今後については何が見通せるだろうか。金融市場の混乱は、当分続く可能性があるということだ。

## 希望の兆し: 利回りの上昇

不況リスクは市場のボラティリティと、時折生じる市場流動性低下の発生につながることもあるが、同時に投資機会も創出している。投資適格社債の利回りとスプレッドは、過去数年来の高水準となっており(図表1)、ハイイールド社債の利回りは平均で9.5%となっている。

【図表1】 投資適格社債の利回りは過去10年来最高水準  
ブルームバーグ・グローバル社債総合指数: 最低利回りとオプション調整済みスプレッド



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。  
2022年8月31日まで  
出所:ブルームバーグ

不況の影は、通常、投資家を社債から遠ざけるものだ。社債のファンダメンタルズは、景気減速の前に弱まることが多く、そうすると、企業業績と経済活動はさらに減速し、発行体は格下げとデフォルトが増加する局面に陥ってしまう。しかし現下の状況はそれとは異なっている。

過去の不況開始時期における発行体に比べると、現在、発行体の財務体質は良好だ(以前の記事『[急上昇する投資適格社債の魅力](#)』ご参照)。社債市場は、ほんの2年前にはコロナ禍を受けてのデフォルト局面にあった。ここから生き残ったのは強い体質を備えた企業だった。これら企業は過去2年間にわたり、収益性が回復する中であっても財務と流動性を慎重に管理してきた。そのため、向こう1年のデフォルトと格下げの件数は、平均的な水準を超えることはないとアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ではみている。

一方、目下の利回り上昇は、今後の潜在的なリターン上昇を示唆している(以前の記事『[Three Reasons It's Time to Add High-Yield Bonds](#)』(英語)ご参照)。ハイイールド社債の最低利回りは、向こう5年間のハイイールド社債のリターンの水準を示唆する指標となっている(次ページの図表2)。

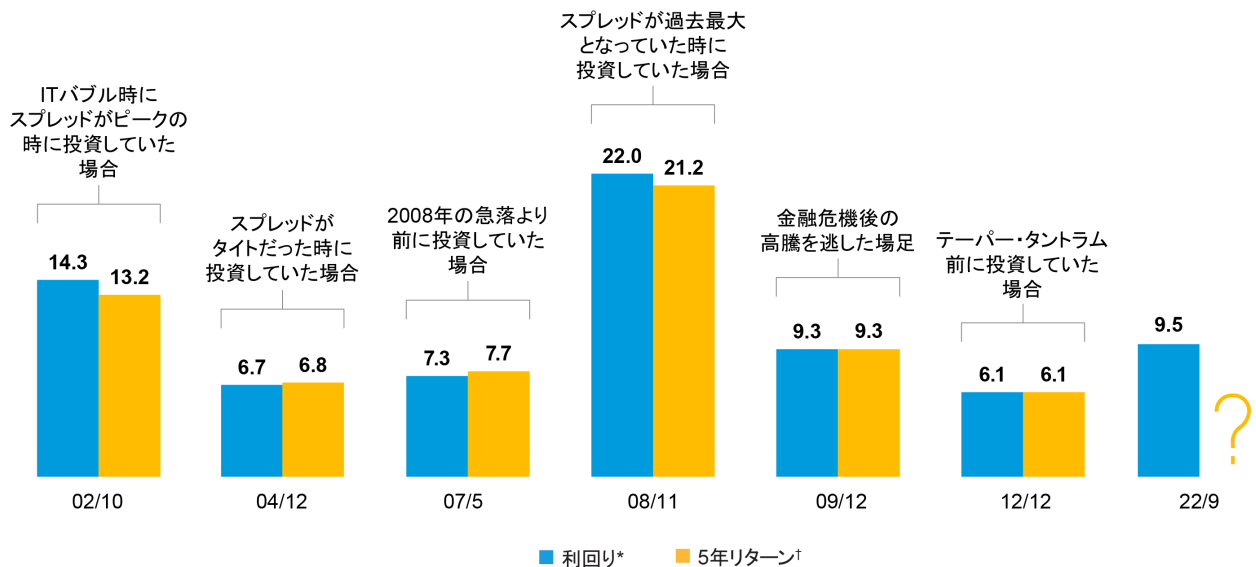
史上最大級のストレスをもたらした経済・市場の混乱期である世界金融危機時であっても、ハイイールド社債のリターンは利回りが示唆する水準に近い結果となった。この期間中、主に債券の一貫したインカム収益の獲得が幸いして、当初の利回りと将来の5年リターンとの関係に変動はなかった。

## 生き残りと反映のための戦略

次は、目下の環境における諸課題にアクティブ運用の投資家が対応するための助言である。

【図表2】 5年リターンは、投資開始時点の利回りとほぼ一致

投資開始時点の最低利回りと5年フォワード年率リターン(%)：  
ブルームバーグ米国ハイイールド社債指数



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。投資家は指数に直接投資することはできません。パフォーマンスは各手数料・費用を加味しておらず、また、ABが運用するファンドのパフォーマンスを反映するものではありません。  
\*表示された日付における最低利回り  
†表示された日付を起点とする5年リターン(年率)  
2022年9月30日現在  
出所:ブルームバーグ、AB

**鋭敏であれ。**高ボラティリティと流動性の課題は今後も続くと思われ、ABは考える。アクティブ投資の運用会社は、他の投資家がヘッドライン業績に反応する一方で、バリュエーションの急激な変化や、表れては消えゆく投資機会をいつでも捉えることができるようにすべきである。

**(インフレ)保護策を求めよ。**インフレ率は、インフレ目標水準へと低下する前にまだしばらくは高水準にとどまり続ける公算が大きい。米国物価連動国債(Treasury Inflation-Protected Securities = TIPS)や消費者物価指数(CPI)スワップなどの明快なインフレ対応策がポートフォリオにおいて有用な役割を果たす。

**高利回りの債券を志向せよ。**リスク資産全体の利回りは現在、過去数年になかった高水準となっている。これは投資家が長く待ちかねていた機会だ。投資適格社債、ハイイールド社債のほか商業用不動産ローン担保証券(CMBS)、信用リスク移転(CRT)証券(以前の記事『[US Housing Outlook: Rates and Supply in Tug of War](#)』ご参照)などの証券化商品を含む「スプレッドもの」は、収益源の拡大をもたらすことでインフレの影響を和らげる役割も果たすもの。

**バランスの取れたアプローチを選択せよ。**グローバルにセクターを選別し組み合わせる投資アプローチが、急激に変容する見通しに非常に適しているであろう。投資家は情勢やバリュエーションを子細に監視し、その時々状況に応じポートフォリオ構成を移行させる準備ができるからだ。最も効果的なアクティブ戦略の1つとしては、国債その他の金利に敏感な資産とグロース指向の信用資産を、動的に運用される単独のポートフォリオで組み合わせる戦略が挙げられる。

このアプローチは、運用会社が金利と信用リスクの間の相互作用を理解し、特定のタイミングにおいて志向すべき方向をより良く見極めるのに有用だ。負の相関関係にある資産のバランスを修正する能力があれば、リスク資産の下落局面におけるドローダウンの規模を限定しつつ収益と潜在的なリターンを創出する一助となる。

債券投資家は将来に目を凝らすことをABは当面、推奨する。長期的な視点を持つことにより、投資家は、他の投資家が過剰反応している場合に生じる投資機会をとらえるべく戦術を修正しながらも、日々のヘッドラインに過剰に反応してしまうことを回避することができるのである。

## 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。