



## 反グローバル化が進む世界、それでも国際投資が必要だ



2022年10月17日



荒磯 亘

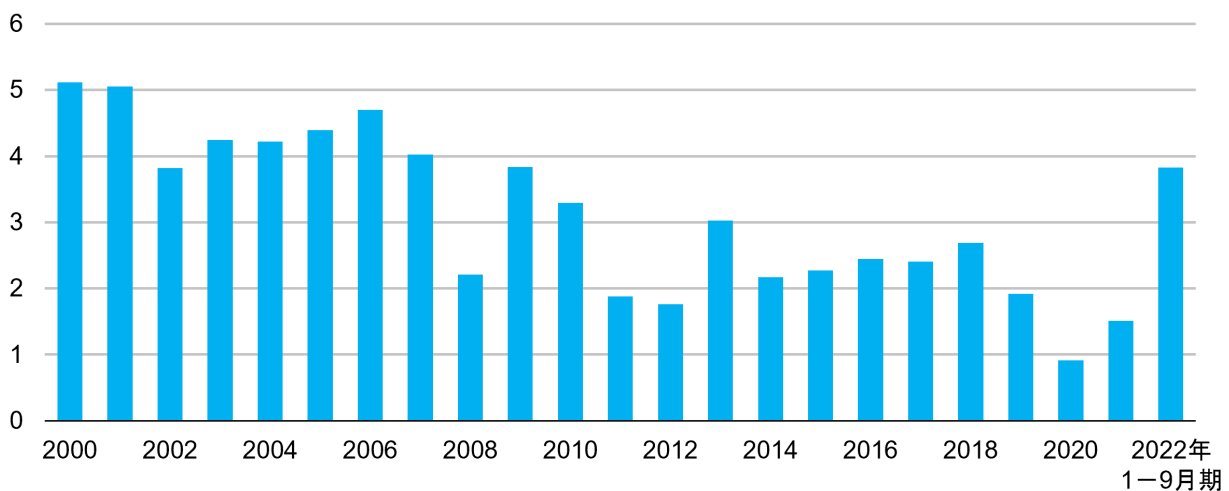
アライアンス・バーンスタイン株式会社  
AB未来総研 主任研究員  
運用戦略部長 兼 ポートフォリオ戦略室長



米国の長期金利が数十年ぶりに上昇トレンドに転じそのような情勢だ(2022年9月末現在) (図表1)。特に、足元は金利上昇のペースが早く、米国では政策金利が0.75%刻みという新興国並みのペースの利上げが連

続し、長期年限(10年国債)の金利水準も、前年の同時期の倍以上(2021年8月末の1.31%から2022年8月末現在の3.19%)の水準まで上昇した。

【図表1】 米国の長期金利は上昇トレンドに転じる勢い  
米国10年国債金利(年末水準)



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9月30日まで。出所:ブルームバーグ

当資料は、2022年10月5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。当資料中の格付けはS&P及びムーディーズの定義に基づきます。巻末の『無登録格付に関する説明』をご覧ください。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。

相場の調整が起こることを英語でコレクション (correction) というが、この言葉は correct (間違いを正す) とから派生しており、そこには単なる下落というよりも、本来あるべき価格水準への調整といったニュアンスがある。つまり、今般の金利上昇は混乱の原因であったと同時に、経済・社会構造の変化に伴う結果として発生したものではないのか、と考えることができる。本稿では、金利水準の調整要因について考察し、資産運用における留意点を見出したい。

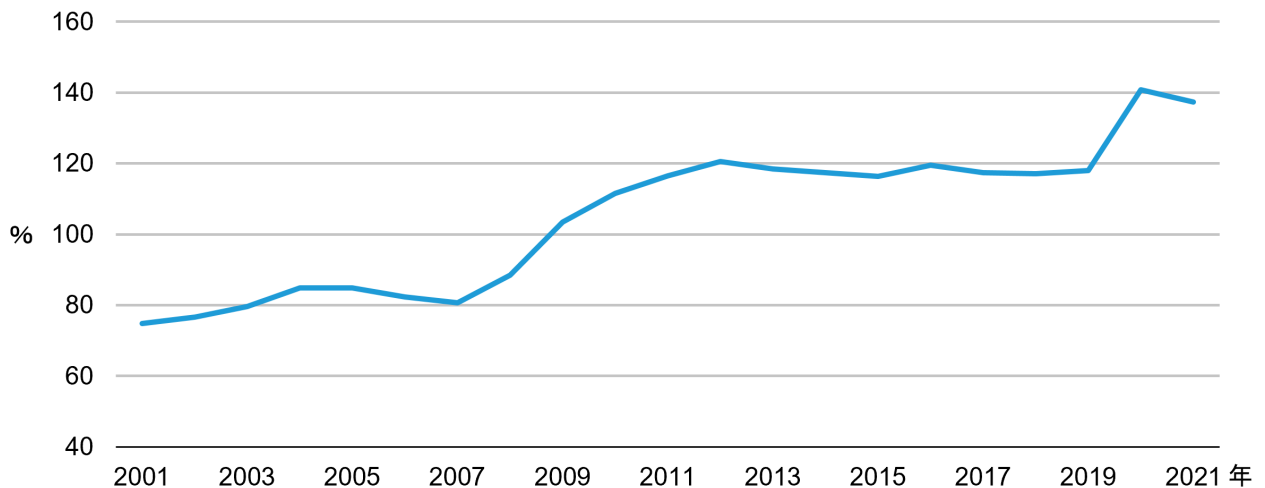
## 国家の信用力は十分か？

金利上昇の直接的な原因としては、米連邦準備制度理事会 (FRB) が急激な利上げペースを展開する理由

として度々言及するとおり、インフレが起こっているからということになる。しかし、金利上昇がこれだけ進むと、これがインフレひとつだけの対策では済まなくなることは、数々の新興国の事例が示している。

物価の他にも金利水準に影響を及ぼす要素としてクレジット (信用力) がある。国債であろうとも、クレジットが悪化すれば債務返済に問題が生じる可能性を織り込み、金利は上昇する。そして、多くの国の財政は、コロナ対策に疲れ、今後は安全保障のためのコストも上昇するのが必至だ。金利の上昇そのものにより、今後は国債の利払いや借り換えの負担が増すという負のスパイラルのリスクもある。当面は各国政府のクレジットのリスクが高まる方向にある (図表2)。

【図表2】 各国政府のクレジット・リスクが上昇  
G7 政府総債務対国内総生産 (GDP) 比率



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。  
2021年12月31日まで。出所: 国際通貨基金 (IMF)、ブルームバーグ

すると、長期金利が急上昇していることと、世界中の政府債務が増大していることは関係があるのか、という疑問が出てくる。これは、国家の信用が低下しているのかという厳しい問いであり、「悪い金利上昇」と言っていいたいだろう。

## 国家のクレジットの揺らぎは顕在化しているか？

アライアンス・バーンスタイン (以下、「AB」) では国家の広義の信用力の変化をリアルタイムで捉えるため、各国の財務健全度について独自の分析を行っている。2020年以降は、パンデミック対策で多くの国のクレジットが悪化したが、その後は景気急回復に伴う税収増でクレジットは回復傾向にあった。しかし、足元は国・地域により優勝劣敗の傾向が強まっており、欧州地域や新興国ではクレジット悪化に転じる国が増えている。現在進行形の利上げによる経済活動へのブレーキ効果

が心配されるが、景気減速が顕在化する前にして、既に脱落組が出始めているのだ。

現在、米国やドイツはトリプルAの格付けを維持しており、日本が最後に格下げされたのはコロナ危機前の2015年だ。日本を含む主要先進国の金利上昇が「悪い金利」のサイクルに陥っている状況にはまだない。しかし、2022年9月には、G7の一角である英国で政府が減税政策を打ち出すや否や、インフレや国家財政への懸念により、強烈的な国債売りが市場を震撼させた。今後、「悪い金利上昇」の回避は重要性を増していきそうだ。

## 新しい債券分析

安全保障の観点から外貨準備金の通貨分散や、決済通貨の非米ドル化を図る動きが出ている。意外に思う

かもしれないが、システムは相互の接続を減らすことで全体の頑健性が高まるという性質があり、世界全体で見ると金融システムの切り離しは合理的な対応といえる。つまり、不安定な時代に突入することで、市場の分断が今後も進み、各国市場に固有の特徴がより重要になる可能性が高い。

国債金利に関連しそうな特徴としては、国内投資家の厚みに代表される国債需要の安定や、対外収支に代表されるフローなどが、注目に値する。また、反グローバル化が進むと海外の労働市場へのアクセスが減るため、先進国では労働力減少という課題が出てくる可能性がある。これらはすべて、2000年代以前はポピュラーな分析ポイントであった。

## 市場は元に戻るのか？

グローバル化の中では、多くの経済活動や金融市場はつながっていた。この均一なプラットフォームでは、効率性の市場を前提とする分析によって割安度を分析しつつ、分散度を高めるアプローチが求められてきた。今後、本格的に反グローバル化に走り出す場合、地域間、市場間の相関が低下する可能性がある。つまり、反グローバル化の方向に抗い、各市場の特性の違いに気を払いつつ国際投資を続けることそのものが、分散効果を達成することになるのではないかと。投資家は分散効果の享受のため幅広い投資対象を分析し選択する必要があり、反グローバルの世界でそれは簡単ではないが、得られる効果もまた大きくなるだろう。

## 無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

### 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公表縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴収・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

	S&Pグローバル・レーティング	ムーディーズ・インベスター・サービス	フィッチ・レーティングス
格付会社グループの呼称等について	<ul style="list-style-type: none"> <li>格付会社グループの呼称：S&amp;Pグローバル・レーティング(以下「S&amp;P」と称します。)</li> <li>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&amp;Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第5号)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスター・サービス(以下「ムーディーズ」と称します。)</li> <li>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。)</li> <li>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号)</li> </ul>
無登録格付について	格付会社グループ「S&P」の付与した信用格付のうち「S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社」以外の者が付与した信用格付が、金融商品取引法上の「無登録格付」になります。	格付会社グループ「ムーディーズ」の付与した信用格付のうち「ムーディーズ・ジャパン株式会社」以外の者が付与した信用格付が、金融商品取引法上の「無登録格付」になります。	格付会社グループ「フィッチ・レーティングス」の付与した信用格付のうち「フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社」以外の者が付与した信用格付が、金融商品取引法上の「無登録格付」になります。
信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について	S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ( <a href="http://www.spglobal.co.jp/ratings">http://www.spglobal.co.jp/ratings</a> )の「ライブ・規制関連」の「無登録格付け情報」( <a href="http://www.spglobal.co.jp/unregistered">http://www.spglobal.co.jp/unregistered</a> )に掲載されております。	ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ( <a href="https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx">https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx</a> ))の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。	フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ( <a href="https://www.fitchratings.com/ja/">https://www.fitchratings.com/ja/</a> )の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。
信用格付の前提、意義及び限界について	S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、表付資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができただけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合のみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておりません。また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。	ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行いません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性に通常独自の検証を行うことはできません。	フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づき意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接的対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べたものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は格付時に予想されない将来の事実や状況に影響されることがあります。信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

当情報は、2022年9月30日アラリアン・パースタイン株式会社から信頼できると考えられる情報源から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。詳しくはS&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社、ムーディーズ・ジャパン株式会社及びフィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社の各ホームページをご覧ください。



## 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。