



信用サイクルが転換を迎える局面で有効な債券投資戦略



2023年8月8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**マシュー・シェリダン**アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
インカム戦略 リード・ポートフォリオ・マネジャー

信用サイクルの終盤では、金利リスクと信用リスクの適切なバランスを取ることが望ましい。足元はこれがまさに当てはまる局面にあるとアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では考える。

なぜ現在が信用サイクルの終盤にあたるといえるのか？この1年半、過去40年間で最も急ピッチの世界的な金融引き締めや、米国の地方銀行3行を破綻に追い込んだ銀行危機に投資家が直面してきたことを考えてみればいい。米国経済は今のところ、どうにか景気後退

を回避している。労働市場が引き続き好調に推移しているものの、インフレ率は40年ぶりの高水準からはさすがに鈍化の兆しを見せている。

一方、米連邦準備制度理事会(FRB)は、インフレ率を長期的な目標である2%まで押し戻すことに注力する考えを示しているが、インフレ抑制に時間がかかるほど、景気後退に陥る可能性が高まることになる。FRBは2023年6月、政策金利を据え置いたものの、年内に再び利上げに踏み切る考えも示している。

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、2023年6月26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。当資料中の格付けはABの定義に基づきます。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。

全天候型の債券戦略

その結果、米国の信用サイクルは転換点に近づきそうだ。だが、その時期を特定するのは容易ではなく、今日の複雑な市場環境ではとりわけ難しい。そのため、インカム志向の投資家にとっては、国債や他の金利感応度の高い債券と、成長に敏感なクレジット資産を組み合わせ、ダイナミックに運用する単一ポートフォリオの構築を検討すべき時期だとABでは考えている。

特に、インフレと金融引き締めが利回りを押し上げている今は、どちらのタイプの債券にも優れたインカム創出のポテンシャルがある。金利リスクと信用リスクのバランスを取る分散型の「バーベル」戦略を取り入れれば、投資家はそれぞれの時点で、金利リスクか信用リスクのどちらかにポジションを傾けることができる。これは、下値リスクをしっかりと抑えながら高水準のインカムを創出できるアプローチだと考えている。

ABはそのアプローチを全天候型戦略だと考えているが、特に、今後数カ月のうちに2024年の利下げを正当化できるほど成長が鈍化するようであれば、今はバー

ベル戦略のままリスクテイクを引き上げる理想的なタイミングかもしれない。

金利と信用リスク: 異なる方向に動く

信用リスクに対するバーベル戦略が伝統的にうまく機能してきたのは、2つの主な債券リスクが負の相関関係を示す傾向があるからだ。国債は通常、成長が鈍化し、インフレが冷え込み、市場が金利低下に備え始めた場面で好調なパフォーマンスを示す。そのため、国債はハイールド債やエマージング債からは信頼できる分散投資先となってきた。社債やエマージング債は株式と同様、経済が力強く成長し、金利が上昇している場面で最も魅力が高まる。

2022年はこの関係が崩れ、両者が足並みをそろえて価格下落した。一部の投資家は、負の相関関係を示す時代は終わったのではないかと疑問を感じ始めた。だが、そうではなかった。国債と株式の動きを見る限り、負の相関関係は2023年になって再び明確になった(図表1)。

【図表1】 国債と株式の相関は再びマイナスに

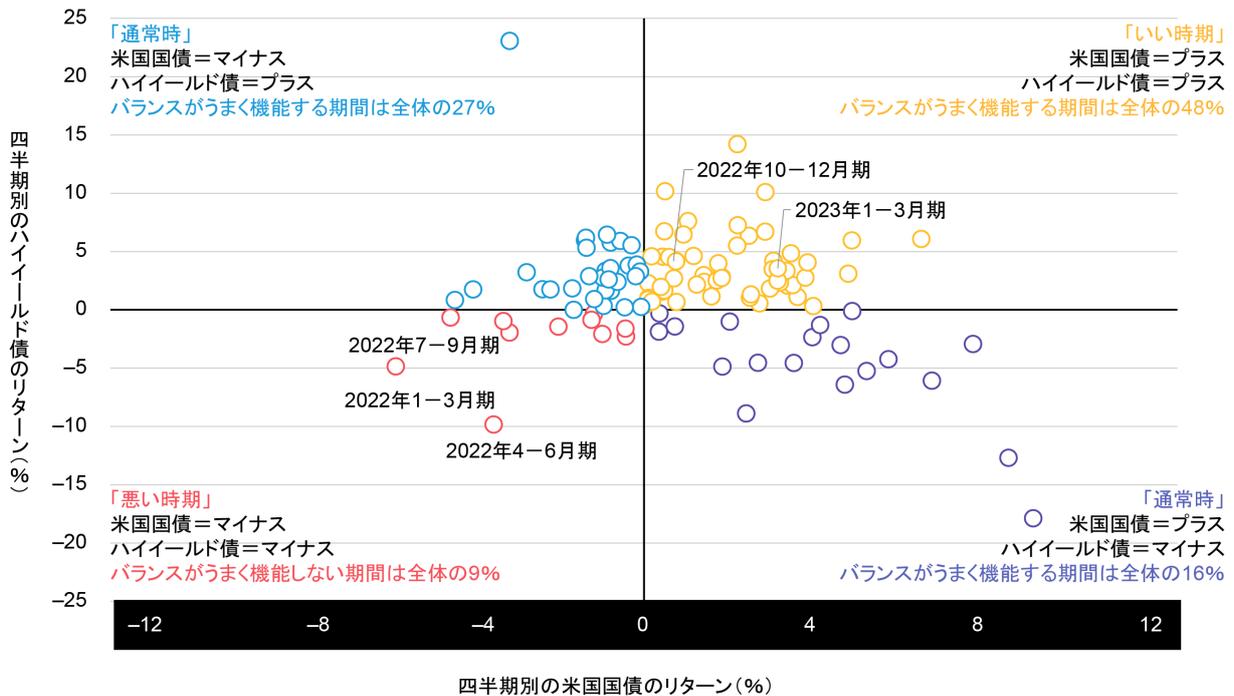


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
2023年5月31日現在
出所: ブルームバーグ、S&P、AB

長期的には、歴史的なパターンが再現されるとABは予想している。過去30年にわたり、国債とクレジット資産が連動して売り込まれることは滅多になかった(図表2)。しかし、両者がそろって価格下落した場面でも、バーベル型の戦略は打撃を最小限に抑える上で役立つ可能性

がある。金利に敏感な資産とクレジット資産を別々のポートフォリオに分離したり、それぞれの運用を別のマネージャーに任せたりしている投資家は、そうした状況では、双方の資産で損失限定のためリスクテイクが不十分になり収益機会を逸するおそれがある。

【図表2】 国債とクレジット資産が同時にアンダーパフォームすることは滅多にない



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。ハイールド債はブルームバーグ米国ハイールド社債指数、米国国債はブルームバーグ米国国債指数。投資家は指数に直接投資することはできません。各指数のパフォーマンスは、ABの運用するポートフォリオのパフォーマンスを反映したものではありません。1993年4月1日から2023年3月31日までの四半期別リターンを反映。四捨五入のため合計は一致しない可能性があります。出所:ブルームバーグ、AB

網渡り

最後に、足元の債券投資戦略についてABの考えをまとめる。

まず、金融引き締めが成長を抑制するとみられるため、2023年後半には信用サイクルが転換し始めると思われる。景気後退に陥る可能性が高まり始めれば、投資家は流動性を維持し、金利変動への感応度を示すデュレーションを一定以上の水準に維持したいと考えるだろう。国債はその両方を満たす優れた資産と言える。

同時に、ハイールド債や一部の新興国社債、商業用不動産担保証券(以前の記事『[米国商業用不動産市場の見通し:CMBSでは高いクオリティの投資機会を追求](#)』ご参照)などの「スプレッド・セクター」へのエクスポー

ジャーは、ポートフォリオにバランスをもたらし、マネージャーはインカムを得る可能性を高めることができる。しかし、現在は信用スプレッドが過去平均を下回る水準であるため、景気の下降局面でとりわけぜい弱性が高まる格付けがCCCの社債については、特に慎重に対処することが重要である。

今日の市場環境は複雑で、特に低ボラティリティや低金利環境が長期にわたって続いたパンデミック以前と比較するとその難しさが際立つ。不透明感が高い場面で投資家ができる最善のことは、準備を怠らず、さまざまなシナリオに備えることである。インカムを創出するバランスの取れたアプローチは、その一助になるとABは考えている。

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。