



ALLIANCEBERNSTEIN®

効率的に インカムを創出する 投資戦略

概要

債券利回りの上昇は、インカム投資家にとって良いニュースである。だが、長期的には未だインフレ調整後のリターンに逆風が吹いている。インカムを効率的に生み出すには、金利とクレジットの構築要素を組み合わせることで、そしてプライベート・マーケットへのエクスポージャーを組み入れることが必要と思われる。

2024年1月

ブライアン・レスニック

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
シニア・インベストメント・ストラテジスト



インカム投資家には好ましくない世界

厳しいマクロ情勢によって、今後数年はこれまで以上に難しい投資環境が待ち受けている。世界の人口に占める生産年齢人口比率はピークに達した模様である。1980年代半ば以来、経済の大きな追い風となってきたグローバル貿易の成長は頭打ちになっている。そして世界の債務規模は世界全体の国内総生産（GDP）の140%に近づいている。100%を超えると経済には逆風になることはよく知られている。

全体としては、成長率の低下とインフレ率の上昇が見込まれ、投資家にとって厳しい環境になろう。

復活しつつある債券利回り

債券利回りは、新型コロナウイルスの感染が急拡大した頃の低迷期から大きく復活している。2020年半ば、米国10年国債の利回りはわずか0.6%となり、インカム投資家には微々たるものであった。しかし2022年初頭、米連邦準備制度理事会（FRB）は過熱するインフレの沈静化を目指して、急ピッチな利上げ政策を打ち出した。

2023年後半までには、状況は一変し、米国10年国債の利回りは4%を大きく超えた。こうした利回りの急上昇は債券市場に深刻な打撃を与えたが、同時に伝統的なコア債券戦略に新たな活気をもたらし、投資適格社債からハイイールド債、新興国債券に至るまで、それぞれのセクターでインカムを生み出す力が増した。

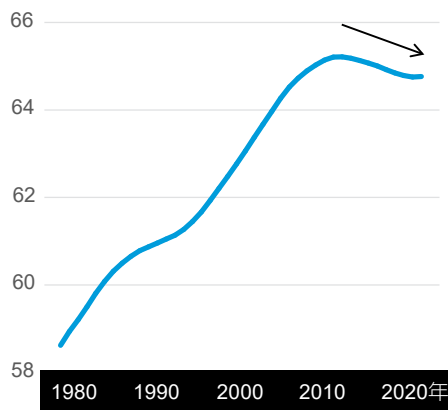
実質リターンの行方をはばむ長期的な要因

債券利回りの上昇はインカムゲイン投資家にとって好ましいことではあるが、その先には数多くの不安定な状況が待ち受けている。また、インフレ調整後のリターンに大きな影響を与える3つのマクロ面の逆風（図表1）が同時に吹き荒れることになりそうだ。

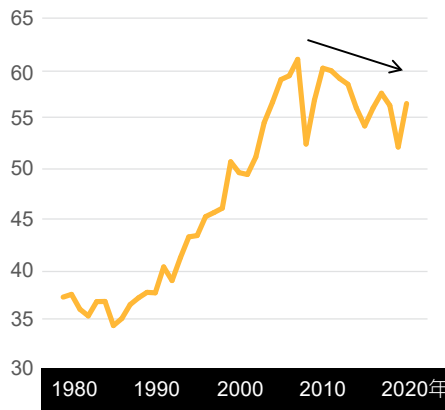
第一に、人口動態が変わりつつあり、世界の生産年齢人口は減少に向かっている。第二に、グローバル貿易が減少していることから明らかなように、グローバル化は既にピークアウトし、むしろ脱グローバル化へと舵を切っている。そして第三に、債務規模の拡大によって、本来生産的な投資に向けられるべき資金が負債コストの返済に充てられている。

図表1: 逆風となるマクロ要因: 人口動態、脱グローバル化、債務問題

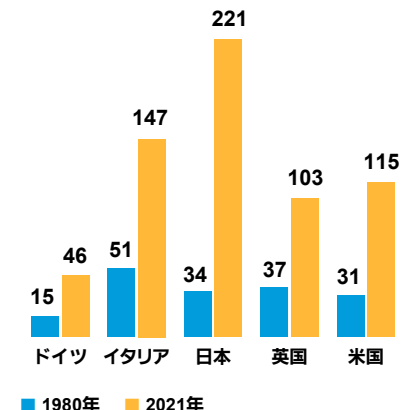
減少する生産労働年齢人口 全人口に占める割合 (%)



減少を続けるグローバル貿易 対GDP比率 (%)



急増する政府債務 対GDP比率 (%)



2022年12月31日現在 | 出所: IMF, 世界銀行, アライアンス・バーンスタイン (AB)

これら3つの逆風が重なれば、経済成長は鈍化しインフレが進行する。その結果、投資家にとっては物価上昇を上回るリターンを生み出すことが次第に難しくなる。このため、利回りを高めながら分散投資を進めることで、この先、避けようもない市場の低迷から身を守る必要がある。

2022年の教訓：高い利回りだけに満足しないこと

投資家の多くは、伝統的なコア債券ポートフォリオの利回りが高まりさえすれば、それだけでより高い収益を得られると考えているかもしれない。最終的に、ブルームバーグ米国総合債券指数の利回りは、2020年半ばにわずかに1%だったのが、2023年9月には5.4%まで急上昇した。

しかし、厳しかった2022年からの教訓のひとつは、ポートフォリオの分散投資という伝統的な考え方が常に機能するとは限らないということだった。確かにこの年は、成長を抑制しインフレを沈静化させるために大規模な金利引き上げが断行された特異な年であり、通常の景気サイクルでは見られないものであった。しかし、2022年のようなことが二度と起こらないという確証はない。名目債券利回りは上昇していたとしても、同様にインフレ率も高まっており、これでは実質リターンを簡単に生み出すことなどできない。

それでは、どうすれば投資家は、過大なリスクを負うことなく十分なインカムを得ることができるのか。

鍵となるのは、インカムを最も効率的に生み出すポートフォリオを設計すること、つまり、リスクを追加すること、インカムとトータル・リターンが最大限上乗せされるようにポートフォリオを設計することだとABでは考えている。

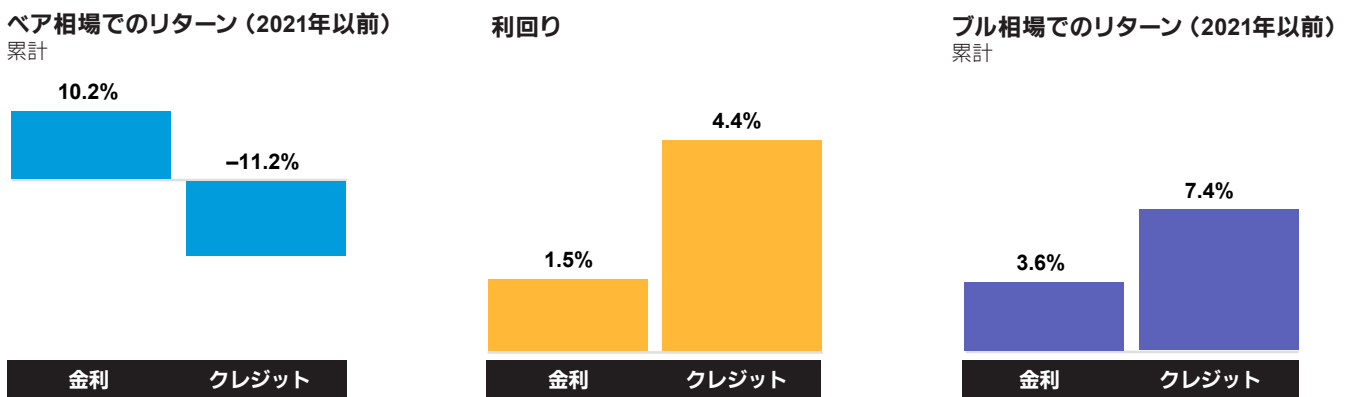
異なる角度からこの問題を捉えると、投資家はインカムの多寡にかかわらず、資産価値の下落リスクを最小限に抑えることが求められているということになる。だが懸念は無用である。対応策はいくらでもある。

効率的なインカムを生み出す構成要素：金利とクレジットへのエクスポージャー

見るところ、債券の世界は2つの異なる資産クラスから成り立っている。リスク資産の下落時に資産価値保全の拠りどころになる金利と、逆にリスク資産の上昇期にこれに連動して好成绩を収める高利回りのクレジットである。

金利とクレジットは、効率的にインカムを生み出す上でともに重要な役割を担っている（図表2）。金利は米国国債が代表例だが、リスク資産の減価に際して有効な対抗手段となってきた。過去20年余、米国ハイイールド債に代表されるクレジット資産

図表2：債券は実は2つの異なる資産クラス



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。

金利利回りは米国10年国債利回りを用いて算出。ブル相場、ベア相場での金利リターンは、ブルームバーグ米国中期国債トータル・リターン指数を使用。クレジットはICEバンク・オブ・アメリカ米国ハイイールド債トータル・リターン指数を使用。ベア相場とは、ピークからボトムまで20%以上下落した相場を指します。

リターンは1987年から2021年12月までの月次リターンを年率換算したものの。

2021年12月31日現在 | 出所：ブルームバーグ、ICEデータ・インディシズ、モーニングスター・ダイレクト、AB

が11.2%下落したベア相場の局面において、米国国債は年率10.2%という高いリターンを上げてきた（以下、すべて米ドルベース）。一方、ブル相場では、高利回りのクレジットは7.4%のリターンを上げ、国債のリターン3.6%を大きく上回るものとなっている。

このような簡単な事例は、それぞれのインカム構成要素に備わる価値の違いを分かりやすく説明している。実務においては、投資家がそれぞれの要素を更に精緻化することもでき、目標とするインカムとリスクのバランスを効率的に満たす組み合わせも他にも多くある。債券利回りが上昇している今日だからこそ、こうした組み合わせの選択肢はますます広がっている。

原点回帰：金利エクスポージャーの積み上げは伝統的コア債券で

利回りが数十年来の高水準にあり、投資家に大きな利益をもたらしている今だからこそ、伝統的コア債券にしっかり投資を振り向けることは、従来にも増して理にかなっている。過去を見てみると、コア債券の金利エクスポージャーは、ベア相場において下落に拍車がかかるリスク資産の中で、流れに逆らう形で上手く切り抜けてきた。

1980年代半ばまで遡ってみると、株式市場が20%以上下落した期間に、コア債券は年率9.4%のリターンを上げた。この相殺し合うバランス調整は、金利に最も敏感な米国国債が同期間に13%のリターンを上げていることから、有効なことがわかる。

2022年には、クレジットや株と同じように金利エクスポージャーもまた二桁の損失を被った。これは極めて例外的な動きといえる。このような事態が発生した理由は、今までのベア相場は景気減速や景気後退に起因するものであったが、2022年はそうではなかったからである。金利がゼロに近い水準から急激に上昇した時には、債券は市場での大きなストレスには上手く対応できない機能面での課題が浮き彫りになった。

こうした問題によって、パブリック市場のクレジットに幅広く投資するだけでは不十分で、インカムの分散につながる新たなインカム源を見出しておく必要があることが明らかになった。これについては後述したい。

クレジットの受け入れと効果的なマネージの仕方

ハイイールド債券は、クレジットのインカムを生み出す重要な役割を担っている。それゆえ、適切な投資設計を行い、長期にわたって最大限のインカムを確保することが重要である。過去を振り返ると、一般的な米国ハイイールド戦略は、幅広い銘柄で構成されるハイイールド・インデックスに勝つことができなかったが、そこでよく見られた共通の落とし穴は、長期にわ

たって結果を出してきた要素へのリスクテイク不足と、ダウンサイド・リスクの管理不足のふたつである。

投資家にとっては、安全資産を構築するに際しては金利のリスクを取らねばならないのと同じように、クレジット資産を構築する際には相応のクレジットのリスクを取らねばならない。そしてリスクは、信用サイクルの中で相応しい水準にコントロールされなくてはならない。つまり、信用サイクルが成熟していくに連れて、優良発行体への選好が強まるためベータ（リスク感応度）が抑制されるべきだ。一方で、クレジットのリスクテイクが高いリターンをもたらすような時期には、格付けの低い発行体の組入れを高めるべき、と考える。

グローバル化で広がる投資の世界とリターンの可能性

投資家は、過度な集中を避けるために業種を分散することで、クレジット要素の構築をさらに効率的に進めることができる。2001年と2002年には、多くの投資家にとって通信セクターの一斉売りが大きな問題となった。2008年と2009年には金融セクターが難局に見舞われた。2016年にはエネルギー・セクター関連のデフォルトで痛手を負い、2020年にはエネルギーと小売の両セクターが苦戦した。業界の分散は、発行体のファンダメンタルズをチェックすることと同様に重要である。

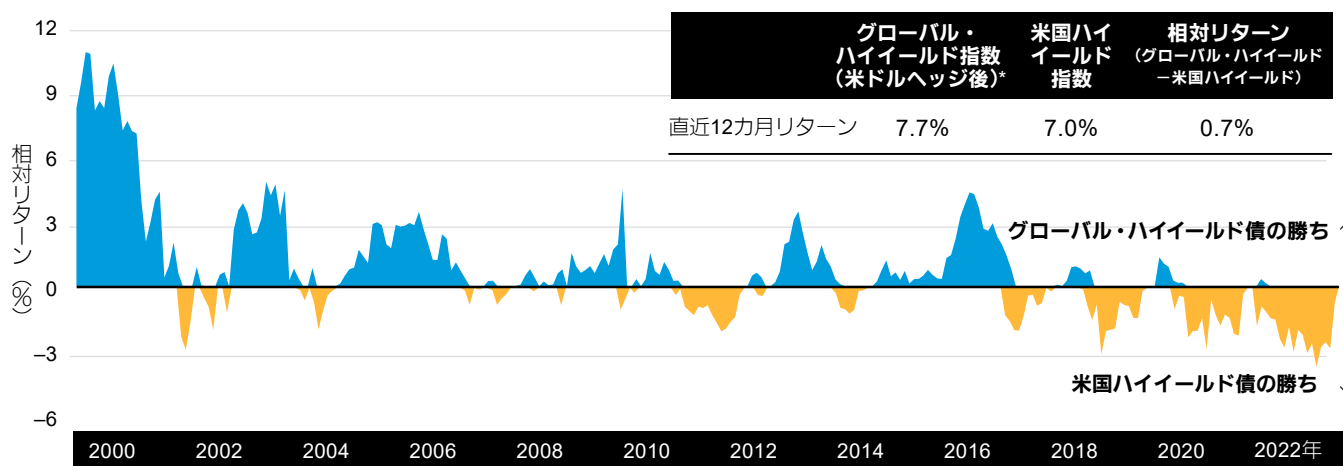
クレジットのエクスポージャーの幅を広げ、グローバルなマルチセクターアプローチを採用することで、世界中のインカム源を取り込み、ポートフォリオの充実を図ることも可能である。米国のハイイールド市場の資産規模は約1.7兆米ドルである。グローバル・ハイイールド、新興国債券、証券化資産、銀行ローンを含めると、その投資機会は約7兆3,000億米ドルに拡大する。これだけ多くのクレジットの投資機会が存在するのである。

過去を振り返ると、グローバル・ハイイールドへの単純なパッシブ投資であっても、米国ハイイールド社債を年率で約0.7%上回り、年度で見ると約62%の勝率で上回っている（次ページの図表3）。マルチセクターのクレジットに投資することで、分散投資が促進され、リスク調整後リターンが改善するのだ。同時に、アクティブ・マネジャーにとってもアルファ（超過リターン）を生み出す大きな材料を提供するだろう。ひとつのセクターが常に勝つということはない。これはクレジットの構築要素を考える上で勝利の方程式となる。

図表3: クレジット・エクスポージャーのグローバル化でアルファが向上

グローバル・ハイイールド債（米ドルヘッジ後）と米国ハイイールド社債のリターン比較（比較時点での直近12カ月平均値ベース）

グローバル・ハイイールド債（米ドルヘッジ後）のリターンは、直近12カ月ベースでの比較対象期間の中で、約62%で米国ハイイールド社債を上回った。



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。

*グローバル・ハイイールド指数（米ドルヘッジ後）は、フルームバーグ・グローバル・ハイイールド指数（米ドルヘッジ後）、米国ハイイールド指数は、フルームバーグ米国ハイイールド社債指数。2000年1月1日から2022年12月31日まで。

出所：フルームバーグ、モーニングスター・ダイレクト、AB

金利とクレジット・エクスポージャーのバランス

金利とクレジットの構築要素のそれぞれをより効率的なものにすることで、ハイイールドのグローバル・マルチセクター債券と高い信用力をもつ米国国債などのコア債券をバランスさせた「バーベル」構造（次ページの図表4、左図）のポートフォリオを作り出すことができ、投資効率が一段と高まる可能性がある。こうした単純なバーベルの組み合わせでも、金利とクレジットをバランスよく資産配分することで、投資効率の高い投資ミックスとなっている。

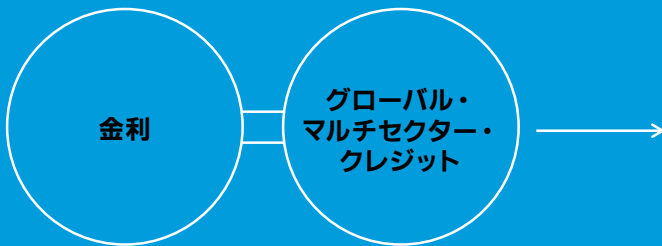
このことは、リスク1単位当たりから生み出されるリターンの一般的な尺度であるシャープ・レシオで確認することができる（次ページの図表4、右図）。過去20年間、金利構成要素の代表であった米国国債のシャープ・レシオは1.2であった。また、

米国ハイイールド債への単純なクレジット投資のシャープ・レシオは0.8であった。グローバル・クレジットのバーベル構造をとった戦略では両者の利点が現れている。そのシャープ・レシオは1.3であり、リターンは国債よりもハイイールドに近く、しかもハイイールドよりもリスクが低いのである。

過去からの推移では、グローバル・クレジットと金利のバーベルは、投資家に高水準のインカムを効率的にもたらし、ダウンサイド・リスクを抑えながら、インカム1単位当たりのリスクも最小限に抑えられていた。

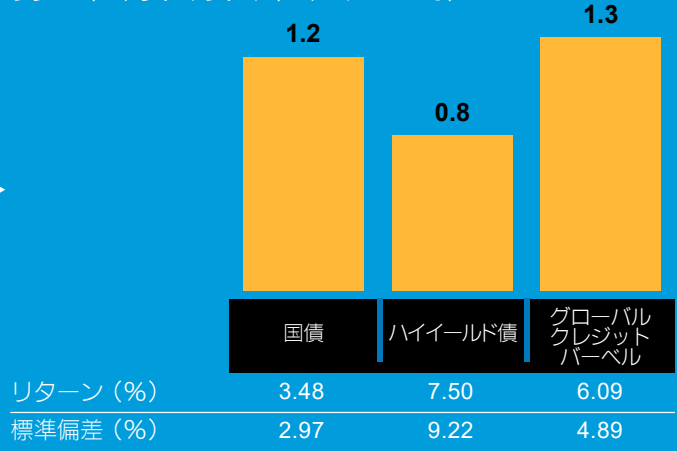
図表4：債券の再考—金利と分散型クレジットの「バーベル」

グローバル・クレジット・バーベル



リスク調整後リターン

リターン/ボラティリティ (シャープ・レシオ)



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。

国債はブルームバーグ米国中期国債トータル・リターン指数を使用。ハイイールド債はICEバンク・オブ・アメリカ米国ハイイールド債指数を使用。グローバル・クレジット・バーベルは、ブルームバーグ・グローバル・ハイイールド債50% (米ドルヘッジ後)、ブルームバーグ米国中期国債25%、ブルームバーグ米国総合債券トータル・リターン指数25%に基づきます。

計算期間：2001年1月1日から2021年12月31日まで

出所：ブルームバーグ、ICEデータ・インディシズ、モーニングスター、AB

**グローバル・クレジットと金利のバーベルは、
ダウンサイド・リスクを減らしながら、
それぞれのインカムに必要な最小限の
リスクテイクを行なうことで、
投資家に高水準のインカムを効率的にもたらした。**

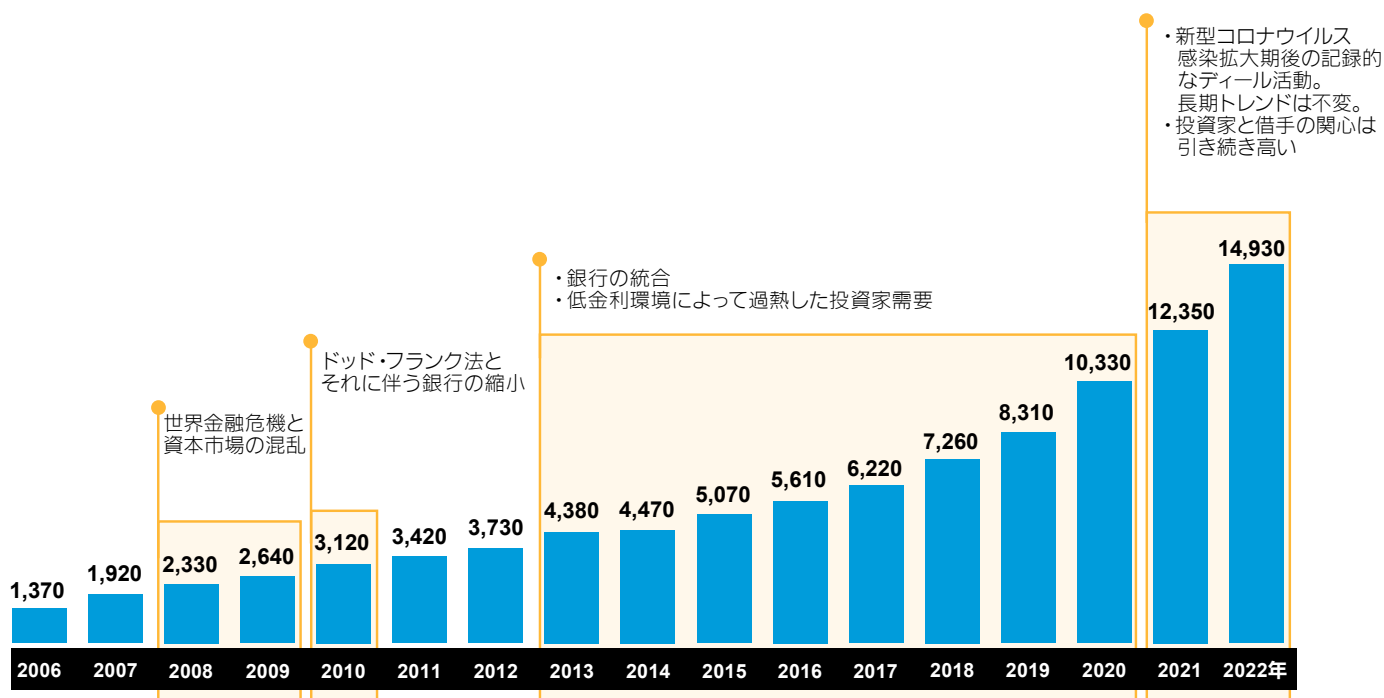
もうひとつのインカム構築要素：プライベート・クレジット

金利とクレジット構築要素の両方が急落に見舞われた2022年という珍しい事例を踏まえると、インカム戦略の分散度をさらに高めることが重要となってくる。この点で、プライベート・クレジットはその可能性を秘めていると考える。このセク

ターは、1929年の世界大恐慌以降で、最も深刻な経済危機となった世界金融危機（図表5）のあとから着実に頭角を現してきた。銀行が融資活動から撤退する中、オルタナティブ・レンダーが、直接融資、クリーン・エネルギー、スペシャルティ・ファイナンスなどの分野に参入し、企業に資本を提供するようになったからである。

図表5：世界金融危機後に著しく伸びたプライベート・クレジット

プライベート・デット運用資産（億米ドル）



図表は例示のみを目的としています。いかなる投資目的も達成が保証されるものではありません。

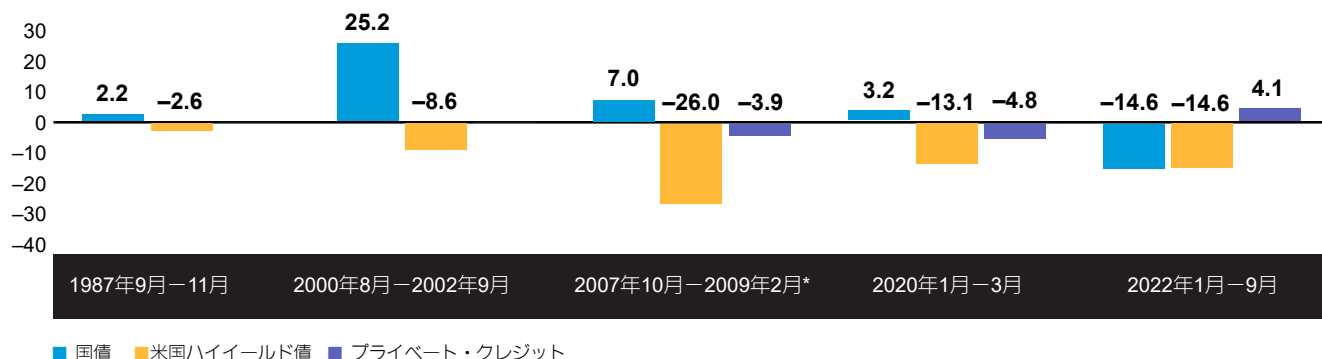
2023年8月17日現在 | 出所：プレギン

プライベート・クレジット市場は、投資家がこの分野の魅力を幅広く認識するようになったことで、2010年代半ば以降、一段と急成長を遂げた。プライベート・レンダーは、ローンの特約や事業の達成目標などを貸付の条件に織り込みながら、より大きな影響力を行使できる。このため、均一化されたパブリック市場の貸し出し債権よりも仕組み的に有利である。また、プライベート・クレジットは流動性の低い資産クラスであるため、イールド・プレミアムが上乘せされており、通常の利回りもリスク調整後の利回りも高くなる。このことは、インフレ調整後利回りの低さに悩まされるインカム投資家にとっては有益な特性となる。

さまざまな種類の資産、さらには消費者金融の要素もインカム・ミックスに取り込むことで、プライベート・クレジットは好況時にはリターンを高め、不況時にはリスクのクッションとして分散効果を発揮することができる。最後に述べたこうした特徴の成果は、最近のベア相場でもはっきりと見て取れ、プライベート・クレジットはパブリック市場のクレジットよりも良いパフォーマンスを提供してきた(図表6)。そして、金利とパブリック市場のクレジットの両方にとって厳しかった2022年についても、プライベート・クレジットのリターンはプラスとなっている。

図表6:ベア相場でも底堅いプライベート・クレジット

ベア相場での累積リターン (1987-2022年、%)



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。

国債はブルームバーグ米国総合債券指数、米国ハイイールド債はICE/バンク・オブ・アメリカ米国ハイイールド債指数、プライベート・クレジットはクリフウォーター・ダイレクト・レンディング (CDLI) 指数を使用。*CDLIは直近四半期リターンから算出。

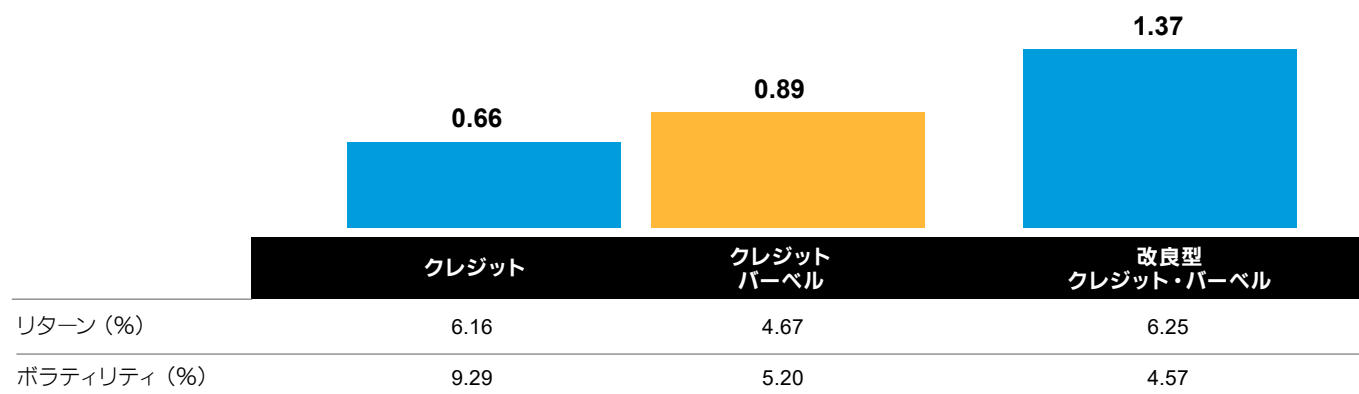
2022年12月31日現在 | 出所: モーニングスター、AB

このような実績を見ても、プライベート・クレジットを追加して債券を再び見直すというアプローチには説得力がある(図表7)。2004年以降、改良された米国クレジット・バーベルのボラティリティに対するリターンは1.37であった。つまり、1%

のリスクテイクに対して1.37%のリターンがあったということである。このレシオは、伝統的な金利とクレジットのバーベルの0.89をさらに上回るものである。

図表7: 債券の再考—再び

リスク調整後リターン・レシオ (リターン/ボラティリティ)



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。

クレジットはICE/バンク・オブ・アメリカ米国ハイイールド債指数。クレジット・バーベルは、ブルームバーグ・グローバル・ハイイールド債50% (米ドルヘッジ後)、ブルームバーグ米国中期国債25%、ブルームバーグ米国総合債券トータル・リターン指数25%に基づきます。改良型クレジット・バーベルはクレジット・バーベル66.7%、CDLI 33.3%から算出。

投資リターンの計算期間: 2004年9月30日から2023年6月30日まで

出所: ブルームバーグ、クリフウォーター、CDLI、モーニングスター、AB

もちろん、プライベート・クレジットへのエクスポージャーを検討している投資家は、流動性の低い資産を自らがどこまで許容できるかを慎重に見極める必要がある。実際には、パブリック・マーケットかプライベート・マーケットかという区分とはならない。パブリック・マーケットの中にも流動性が低いものがあるからである。そうではなく、将来のバーベルの柱は金利、流動性の高いパブリック・クレジット、流動性の低いプライベート・クレジットだと考えればいい。投資家にとって都合なのは、なんらかの投資手法をとれば、誰もが流動性の低い資産へアクセスでき、それによってインカムの可能性や投資分散の道を新たに開くことができるということである。

全体像の鳥瞰

インカム投資家は、今日の投資環境ではユニークな課題に直面している。利回りは久しぶりに高まっているが、人口動態、脱グローバル化、債務問題という3つのマクロ的な力が相まって、成長が抑えられ、インフレの均衡点が高止まりする可能性が高い。この3つが組み合わさって実質リターンが圧迫されており、投資家が過剰なリスクを負わずに収益を上げるにはどうすればよいか、という厄介な問題が生じている。

伝統的なコア債券は、引き続き極めて重要な良質の金利エクスポージャーの役割を担っているが、長期間にわたるインフレ上昇を相殺するには、さらなる投資分散が必要である。コア金利エクスポージャーを、利回りのより高いグローバルに分散されたクレジットと共に、バーベル構造でバランスさせることができれば、一段と効率的に収益を上げることができる。プライベート・クレジットの視点を取り入れることで、このミックスをさらに強化することができるだろう。

流動性クレジットと非流動性クレジットの両方を活用することのインカム・アプローチをとることで、2022年に出現した異例の事態など、どうしても避けられない市場混乱時にあっても、ダウンサイドを緩和しつつ、少しでも多くのインカムを獲得できるであろう。また、このアプローチは、クレジット・サイクル全体を通じて、いつ投資機会が現れてもインカムを獲得できる柔軟性も備えている。

当資料は、2024年1月4日現在の情報を基にAB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。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。アライアンス・バーンスタイン及びABには、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。

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、投資家の皆様へ、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。
- ・ 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。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、元金及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。上記の個別の銘柄・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

