

債券にとって金利上昇はそう悪くない

ダグラス・ピーブルズ(写真)

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
債券部門 最高投資責任者(CIO)兼ヘッド

アイバン・ルドルフ・シャビンスキー

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
クレジット運用ポートフォリオ・マネジャー



米連邦準備制度理事会 (FRB) はかなり高い確率で2015年には短期金利を引き上げると述べているため、債券投資家の多くが金利上昇リスクへの対応に躍起になっている。しかし、金利の上昇をうまく利用する方法があることも忘れてはならない。

債券はその性質上、金利の動向に敏感である。つまり、金利が上がれば、通常債券価格は下がる。また、短期金利が上昇すれば、より長い期間の金利もいずれ上昇する。しかも、信用力が高いものから低いものまで、全ての種類の債券が金利上昇の恩恵を受ける可能性がある。アライアンス・バーンスタインでは、金利の上昇は最終的に(向こう2-3年の短いスパンという意味において)債券ポートフォリオにプラスの影響を与えると考える。

金利の上昇と時間の経過がもたらす効果

債券の想定投資期間を5年とすることは一般的である。市場の変動が大きい局面では忍耐力が必要になる場面もある(利回りが高い「ハイイールド」債券では短期的な乱高下はごく当たり前である)が、腰を据えて2-3年待てば、たとえ金利が上昇しても債券投資に成功する可能性があることを過去の分析は示している。以下に、2

つのシナリオを例に挙げて説明する。

満期1-5年、平均利回り3%強、平均デュレーション(金利リスク)3年弱の債券ポートフォリオを運用していると仮定する。現在の米国債の低い利回り水準を考慮すると、当ポートフォリオにはハイイールド債が含まれることとなる。1つ目のシナリオでは金利は変化しないケースを想定しており、この場合、5年後のリターンは3%強となる(次ページの図表の青色の線)。

2つ目のシナリオでは、当初の利回りはシナリオ1同様3%だったものの、すぐに金利が1.25% (125ベーシス・ポイント) 上昇し、その後5年間の投資期間中の金利水準が一定であった場合を想定している(次ページの図表の緑色の線)。この利回り上昇により、投資開始時の当ポートフォリオ価値が約3.4%減少するという好ましくない状況となったが、結果的に高い成長率を維持することでこの損失は相殺されることとなった。

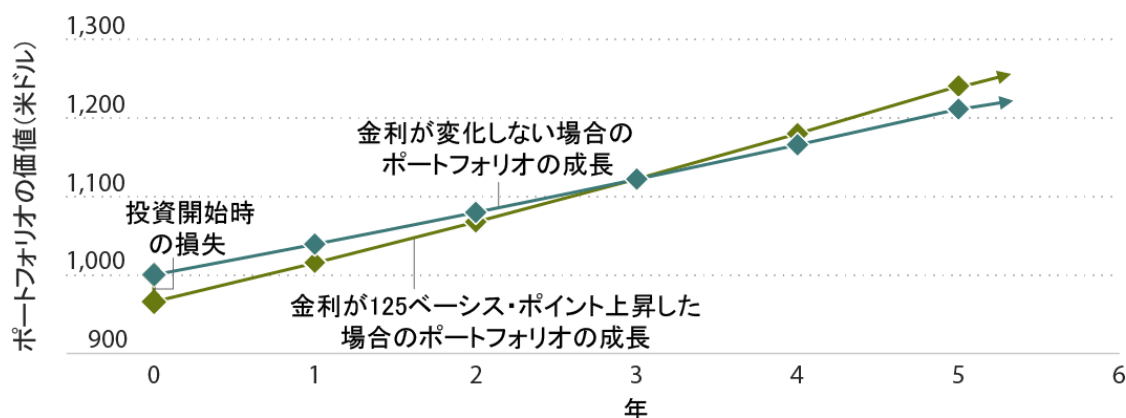
なぜこのような高い成長率となったのか? 1つ目の理由は、クーポン収入の再投資によるもので、より高い利率で再投資できるからだ。利子収入を目的とする債券

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。

<http://blog.alliancebernstein.com/index.php/2014/07/30/rising-rates-the-good-the-badno-ugly/>

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・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の過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。当資料は、2014年7月30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。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。アライアンス・バーンスタインはアライアンス・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。

【図表】長期的には金利の上昇は債券リターンにとってプラス
金利上昇局面における債券ポートフォリオの成長



投資開始時に金利が125ベース・ポイント上昇したと想定。モデル・ポートフォリオは、平均デュレーションが2.9年の複数の無リスク債券を組み入れたラダー型ポートフォリオ
出所: アライアンス・バーンスタイン

投資家にとっては、金利の上昇は脅威ではなく投資機会となる。2つ目の理由は、ポートフォリオに組み込まれている各債券が満期に近づく、その価格は額面金額に収斂するためである。償還された元本は、より利回りの高い新たな債券に再投資できる。

これらの理由によって、1つ目より2つ目のシナリオの方が高いトータル・リターンを実現することになる。2つ目のシナリオにおいては、投資開始から1年以内にポートフォリオの価値は当初と同程度に回復し、さらに3年目には、金利が上昇しなかった場合を上回る。この2本の線が交わる損益分岐点が、金利上昇の幅にかかわらず、当ポートフォリオの「デュレーション」となる。この損益分岐点(ここでは3年近辺)以降では、金利が高くなるほどリターンが高くなる傾向にある。

実は、債券ポートフォリオのデュレーションが想定投資期間より短い場合、金利の上昇はトータル・リターンの向上につながると言える。

(負債対応投資(LDI)を行っている機関投資家は上記と類似した戦略を採用しており、例えば年金基金が退職給付など将来の支払義務に備えて投資を行う場合、長期デュレーションの債券を購入することで金利動向に右往左往する必要がなくなる。長期債を用いて債券ポートフォリオのデュレーションを比較的長い想定投資期間に合わせているのだ。)

注意も必要

金利が上がるのを待ってから投資すればいいと思う人もいよう。金利がいつから上昇始めていつピーク

に達するかを正確に予想できるのであれば構わないが、ゼロ金利の現在、その上昇を待ち続けることには大きな機会損失が存在すると言える。また、利子収入を必要としている場合、資産をキャッシュのまま放置しておくことは賢い方法とは言えない。

もちろん、金利上昇によるリスクも存在する。利回りの高いポートフォリオでは、デフォルトの可能性があるハイイールド証券に投資せざるを得ない。しかし、デフォルトが発生した場合は、前述のいずれのシナリオにおいてもリターンは低下するため、より高い利回りを求めてCCC格の債券にまで手を伸ばすと痛い目に遭う可能性がある。アライアンス・バーンスタインでは、より保守的なポートフォリオを求める投資家は、投資適格格付の債券よりも高い利回りを提供しつつCCC格の債券よりも大幅に信用リスクが低いBB格およびB格の債券を重視することが最適だと考える。

受け取った利子の再投資を行わず、何らかの支出に用いた場合はどうだろうか？ いずれのシナリオでもそうした支出はリターンを低下させるため、両シナリオにおける支出のペースが同じである限りは、損益分岐点は変わらない。

忍耐力が必要

長期的な投資期間を設定している投資家は、最も償還期間の長いものを除けば、ポートフォリオの債券が現在よりも価値が高くなっていると思っていいだろう。また、その投資期間の方がデュレーションよりも長い場合、長期的に見れば金利の上昇はポートフォリオのリターンを向上させる可能性がある。ただし、この恩恵を受けるためにはある程度の時間がかかるため、しばらく待ち続ける忍耐力が必要となる。

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

<http://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、全て投資者の皆様に帰属します。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3.24%(税抜3.00%)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2.0304%(税抜1.8800%)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。

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およ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格付方針等の作成および公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・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。

	スタンダード&プアーズ・レーティングス・サービス	ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク
格付会社グループの呼称等について	■ 格付会社グループの呼称:スタンダード&プアーズ・レーティングス・サービス(以下「S&P」と称します。) ■ グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号:スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第5号)及び日本スタンダード&プアーズ株式会社(金融庁長官(格付)第8号)	■ 格付会社グループの呼称:ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク(以下「ムーディーズ」と称します。) ■ 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)、ムーディーズSFジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第3号)
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「スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社」及び「日本スタンダード&プアーズ株式会社」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」及び「ムーディーズSF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	スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(S&P日本語ホームページ(http://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home))の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付情報」(http://www.standardandpoors.com/ratings/unregistered/jp/jp/)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(http://www.moodys.co.jp))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。
信用格付の前提、意義および限界について	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、裏付け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る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に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らず、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、いかなる保証も行っておりません。 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ついて常に独自の検証を行うことはできません。

当情報は、2014年6月30日にアライアンス・バーンスタイン株式会社が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。詳しくはスタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社およびムーディーズ・ジャパン株式会社の各ホームページをご覧ください。