

## 債券市場の基調変化に備える

### アリソン・マルシエ

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
債券シニア・ポートフォリオ・マネジャー



米国金利は、30年間にわたり続いた低下基調が終わり、向こう数年で徐々に上昇する見込みだ。多くの投資家にとって債券は引き続きポートフォリオの重要な一部であるが、そうした投資家が今考慮すべきことは何であろうか？

債券にとって厳しい時代がやってくるのは確実だ。現在グローバル資本市場のかなりの部分がそうであるように、債券市場でも割安なセクターはほとんどない。したがって、今後の債券投資で高リターンを望むことは難しい。

しかし、債券は従来どおり、一定のインカムを生み出し、あるいは株式市場の変動の影響を緩和する資産として、重要な役割を果たす。これらのニーズを念頭に、債券投資家が考慮すべき点を以下に挙げる。

### 債券の時代はまだ終わっていない

米連邦準備制度理事会 (FRB) の予想に基づけば、米国の政策金利であるFFレートは、2014年末のゼロ近辺から2015年末には1.5%、2017年末には約4%へと上昇する見込みであり、そのペースは着実かつ非常にゆっくりとしたものになると見られる。

債券市場では、そのペースはもっと緩やかなものになると予想されている。このように異なる見方が併存しているため、FRBが金融政策の「正常化」を進めるにあたっては、しばしば債券市場の変動が大きくなる局面が生じると予想できる。金利が上昇すれば、特に高格付の債券のパフォーマンスは低めになる可能性が高い。しかし、今回の金利上昇は、1981年や1994年に起きたような債券価格の急落を招くものではないと考える。

### グローバルに目を向け、通貨はヘッジする

世界に目を向ければ、投資対象は米国債に限る必要はないし、米国の経済や金利サイクルが他国の状況を決定するわけでもない。経済成長率、経済政策、金利などに関し、世界各国の間で格差が広がっている現在、債券投資家にとっては投資機会が生まれていると言える。

米国の金利は上昇するが、成長率がより低いユーロ圏や日本などの金利は低水準が維持されるか、さらに低下することもあり得る。このように地域によってばらつきがある状況では、債券の種類によってリターンの方向性も異なってくる。格差の傾向は時間と共に変化するため、ポートフォリオにグローバル債券を一部組み入れることによって金利リスクを分散することができるし、効果的な配分によってリターンを押し上げることも可能だ。

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/2014/10/20/what-to-think-about-in-a-bond-market-reboot/>

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10月20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。

しかし、通貨のエクスポージャーについては注意が必要である。様々な通貨のエクスポージャーをとると、債券ポートフォリオのボラティリティは大幅に上昇する。このため、グローバル債券のポートフォリオでは、通貨リスクをヘッジすることが望ましいと考える。

### **クレジット投資で分散を行いながら 過熱セクターは避ける**

従来、クレジット投資は金利上昇の影響を和らげる働きをしてきた。通常、金利上昇は経済の力強い成長に起因するものであり、経済が力強く成長することは、社債の発行体企業の業績が堅調なことを意味するからである。

しかし、国債に対する社債の上乗せスプレッドは過去平均の水準まで低下してきているため、クレジット投資を行えば必ずフリー・ランチにありつけるわけではないし、一部のクレジットは非常に割高となっている。特にハイイールド・バンクローンやCCC格ハイイールド債券がそのような「過熱した」クレジットと言え、かなりリスクが高いと見ている。

このような環境では、伝統的なハイイールド社債、エマージング債券、さらには投資適格クレジットなどを含む幅広い分野にわたるクレジットに分散投資することが望ましいと考えられる。投資対象を広げれば分散効果は高まり、同時に深いリサーチと選別的な投資を行う

ことによって魅力的なインカムを生む投資機会を捉えられる可能性が高まる。

### **流動性リスクを管理しつつ投資機会は逃さない**

市場環境が悪化すると、市場での取引は停滞する傾向にある。このような状況では、流動性が低い資産に求められる利回りスプレッドが膨れ上がり、価格は低下する。流動性コストは市場環境によって増減するものであり、市場がストレスを抱えている場合、流動性コストは高くなる。

したがって流動性リスクを管理する必要性が高まってきているが、同時にストレスを抱えた市場で流動性リスクを取ることによる投資機会も拡大してきている。この投資機会を捉えるには、伝統的なベンチマークにとらわれない債券戦略を一部取り入れることも考慮に値する。ベンチマークに縛られない戦略(アンコンストレインド戦略と呼ばれる)では、流動性の低さによって生じる投資機会を機動的に捉えるとともに、その柔軟性によって各債券が有する様々なリスクをバランスさせることができるようになる。

結論として、債券投資家は極端な市場の下落を恐れる必要はないが、過去30年と比較すると非常に異なる様相を呈するであろう今後の債券市場に備え、債券ポートフォリオの構成は再考してみる価値があると考えられる。

## 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。