



信用サイクルの把握が債券投資にもたらす メリットとは？



アッシュ・シヤー(写真)

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
グローバル・クレジット運用責任者

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
ハイイールド債券担当ディレクター



2015年5月13日



金利上昇のことはしばらく忘れた方がいい。債券投資家
が自問自答すべき問題は「今は信用サイクルのどの段
階にあるか」ということだ。その答えを知ること(それはセ
クターや地域によって多少異なる)は、今日の投資に関
する決定を下すうえで重要な意味を持つ。

債券投資家は「グラスに水が半分しか入っていない」と
いう悲観的な見方を取りがちで、いつも問題が起ころな
いか警戒している。だが最近では、彼らは間違っただけ
の問いかけをしており、間違っただけを懸念しているようだ。

投資家は2012年には新興国の債務危機に対して身構
えていた。その1年後、ハイイールド債市場がバブルに
陥ったとの懸念が広がった。昨年は誰もが「米連邦準備
制度理事会(FRB)はいつ利上げするのだろうか」と不安
の声を漏らした。

FRBは今年どこかの時点で利上げする可能性が高い。
個人の投資家がFRBの決定に影響を与えるためにでき
ることはほとんどない。しかし、現在は信用サイクルのど
の段階にあるかを知ることによって、投資家は賢明な選

択を行うことが可能になる。そして、FRBによる次の行動
のタイミングを見極めることばかりに集中してはな
かなか目に見えてこない投資機会を利用することもで
きるようになる。

異なるセクター、異なる段階

信用サイクルには異なる段階がある。景気拡大局面に
は信用へのアクセスが容易なため、企業収益の拡大に
つながり、企業は多額の負債を抱え込もうとする。こう
して債務の水準が上昇すれば、信用リスクも高まる。その
結果、資産価格は下落に向かい始め、貸し手は資金を
出し渋ることになる。通常、金利上昇は景気の後退を招
き、バランスシートの修復が促される。そして、いずれは
景気が回復局面を迎えることになる。

では、現在はサイクルのどの段階にあるのだろうか？ そ
の答えは場所によって異なる。先進国市場ではサイク
ルの終盤に移行しつつある。つまり拡大局面と後退局
面の中間だ。そのことを示す明確な兆しはいくらでもあ
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。

<https://blog.abglobal.com/post/en/2015/04/give-the-credit-cycle-its-due>

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、2015年4月28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。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・バーンスタインおよび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。

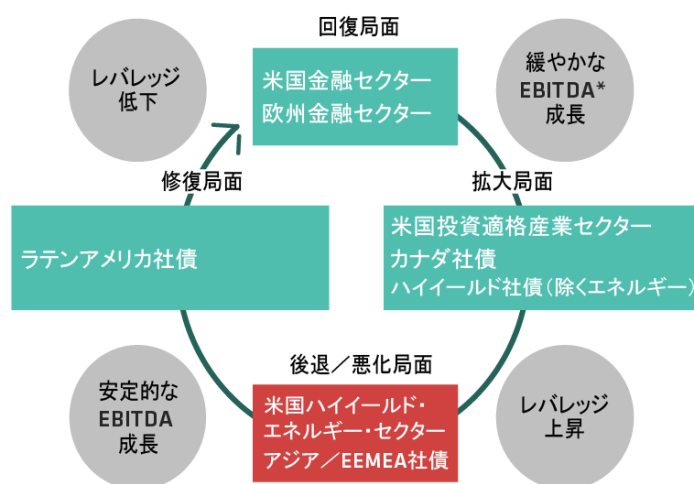
- 企業は合併や買収、自社株買いに必要な資金を調達するため、さらに多くの債務を発行しており、それらはすべて、債権者よりも株主に恩恵をもたらすものである
- ローンでは、借り手の債務発行額に上限を設けることなどの**伝統的な貸手保護策(プロテクション)**がますます少なくなっている(現在の低金利環境では多くの投資家が高いリターンと引き換えに、財務制限条項として知られるそうしたプロテクションに対して積極的に妥協している)
- クレジット市場のファンダメンタルズが悪化している

ため、**債券市場は急落からの回復に要する時間が長くなっている**

しかし、世界の異なる地域や異なるセクターでは、サイクルは異なる段階にある。

米国のハイイールド企業や投資適格級の企業は、着実に事業拡大を続けている。だが、ハイイールドのエネルギー企業やコモディティに依存している新興国(ロシア、ブラジル)の企業は、すでに事業を縮小している。他のラテンアメリカ企業はスタンスを転換し、バランスシートの修復を進めている一方、欧米の金融機関はすでに回復局面に入っている(図表)。

【図表】 クレジット:引き続き魅力的だが、選別が重要
社債の投資機会はセクターや国・地域ごとに異なる



2015年3月31日現在 *利払い・税金・減価償却前利益 出所:AB

投資対象の選別や分散が重要

それぞれの市場やセクターが異なる段階にあるため、投資家にとって最も重要な対策の一つは投資対象を分散することだ。様々な地域およびセクターにエクスポージャーを構築すれば、投資機会の拡大や信用リスクの分散につながる。

投資の分散は、取引が集中しているセクターを避ける効果もある。特定分野に売買が集中していれば、すべての投資家が一斉に売却しようとした場合、売り抜けるのが困難になりかねない。しかも、最近市場が直面した問題は、個別銘柄への過度の売買集中ではない。新興国市場、欧州のハイイールド市場といったセクター全体で急激な資金の流入や流出が頻繁に起きている。

投資対象を選別することも重要である。現在は全体的

に割安な水準にある分野はそれほど多くないため、投資家は最もリスクの高い銘柄に手を出さないようにしなくてはならない。このところ、高い利回りを追い回す投資スタンスが広がり、そうした銘柄の価格が押し上げられてきたが、投資家がデフォルト・リスクに見合うだけのリターンが得られるかどうかは疑わしい。

アクティブなアプローチが投資機会を拡大する可能性

次に、パッシブ型の債券インデックス・ファンドへの投資にも慎重に対応する必要がある。それはサイクルの終盤で問題を抱えるセクターに大きなエクスポージャーをとっている可能性があるからだ。以前にも指摘したように、それを無視していた投資家は、昨年、原油価格が急落し、大規模なハイイールドのエネルギー・セクターが市場全体を押し下げた際に困難に見舞われた。

ABでは、投資家は特定のセクターをアンダーウェイトあるいはオーバーウェイトできるアクティブなアプローチを採用することで、合理的でない理由で価格が上昇あるいは下落した債券を利用して利益を獲得できる可能性があると考えます。例えば、アクティブ運用のマネージャーは昨年、エネルギー企業が発行したハイイールド債へのエクスポージャーを縮小する一方、原油安の恩恵を受ける企業の社債へのエクスポージャーを拡大した。

信用サイクルが何らかの教えを与えてくれるとすれば、投資家は金利上昇や信用収縮を回避できないということになる。しかし、信用サイクルを把握しておけば、どの資産を回避し、どの資産を買い入れるかについて、より適切な決定を下すことができる。

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／一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<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。