



アンコンストレインド型エマージング債の運用アプローチ

2017年3月

エマージング債運用において相関のない、分散された、柔軟な方法でリターンを生み出す

エマージング債の見通しや、それに関連して投資機会を見出す最善の方法についてよく聞かれます。エマージング債を保有していない投資家だけではなく、既に保有するエマージング債ポートフォリオを補完しようとしている投資家からも、こうした質問をされます。本書では、エマージング債のアンコンストレインド型運用アプローチの利点に加え、市場サイクルを通して相関のないプラスのリターンを生み出すために、この手法をどのように活用できるかを考えてみます。



デビッド・ダウセツト

パートナー

エマージング債チーム(コ・ヘッド、国債)
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

依然として魅力の高いエマージン市場の動向

ドナルド・トランプ氏が米大統領に選ばれたことは、世界の政治経済が重要な転換点を迎え、それに従いエマージング市場への投資方法も変わることを強調するものと考えています。しかし、エマージング市場が総じて底堅いことは、投資家が同資産クラスを敬遠する理由が、トランプ氏の大統領就任以外にもあったものの、それが払拭されてきているのではないかと考えています。

一つ考えられることとして、既に完全雇用に近い米国経済において財政拡大が想定されるなか、リフレ局面に入っていると予想されていることがあります。この結果、米国のイールドカーブ全般に利回りが上昇し、信用力の弱いエマージング諸国は資金調達がある程度困難になると考えられます。ただし、すべてのエマージング諸国に関して悲観的ではありません。

期待される減税やインフラ投資、規制緩和は、米国経済が急速に回復する可能性を高めます。それと同時に、欧州や中国、そしてより広くアジアの経済指標が上向いており、経済回復が世界的に幅広く連動しています。堅調な世界経済は、一般的に輸出依存度が高く、資源と連動する割合の高いエマージング市場経済にとってプラス要因です。

しかし、今の世界は国家主義が強まり、グローバル化が後退しているとみており、世界的に資金の流れが弱まると予想されます。その結果、世界的な量的緩和の縮小傾向により、各エマージング市場経済の強弱に市場の焦点が移るなか、各国の政策スタンスや市場のパフォーマンスが乖離してくると思われれます。トランプ大統領の政策から勝ち組と負け組が生じ、一部の国は安全保障体制の再編から恩恵を受けると予想されません。

つまり、地政学的に不透明感の高まる世界情勢を背景に、個々の国の政治的な不安定性が強まると予想され、資産クラス内でリターンの相関が低下すると考えています。不透明感が強まり、効率性が低下する世界は、アクティブ運用に有利な環境をもたらす可能性があります。アンコンストレインド型の運用アプローチによって、この乖離や非対称性を捉える事が出来るのではないかと考えています。今年の年末に向けては、確信度を高く持ち、集中的にリスクを取り、機動性を持ってデュレーションの短いポートフォリオを持てば、高いリスク調整後リターンをもたらしてくれると考えています。ロング・オンリーで、ベンチマークに沿った運用を行っているものでも、こうした特質を備え

た戦略は多いものの、アンコンストレインド型の運用アプローチは、こうしたポートフォリオを構築する上で魅力的な方法とされます。また、このタイプの戦略は、既に保有するエマージング債ポートフォリオとは異なるリスク特性を有し、補足的なリターンを生み出すことから、既存ポートフォリオを補完する魅力的な戦略です。

アンコンストレインド型の運用アプローチの利点

アンコンストレインド型のエマージング債運用アプローチは、投資家に多くの利点をもたらします。

1. 柔軟性

アンコンストレインド戦略は、変化する市場環境に迅速に対応できる柔軟性があり、このためリスク管理面も強化されるという利点があります。この柔軟性は、制約が厳しく、一般的に運用マネジャーがポジションを迅速に変えることができない、ベンチマークに沿った運用とは対照的です。

この柔軟性の価値は、トランプ新政権が財政拡大を打ち出し、その結果としてリフレ環境をもたらすとの認識に対応して、金利上昇圧力が強まった昨年末に強調されました。ブルーベイのエマージング債アンコンストレインド戦略は、全体のデュレーションを選挙日時点の約2.7年から1週間後には約マイナス0.4年に劇的に引き下げることができました(図表1)。このため、エマージング市場の国債および社債の主要ベンチマーク¹と比べて下方リスクを大幅に軽減することができました。ベンチマークに沿った運用アプローチでは損失を被っていたでしょう。

図表 1. 2016 年のネット・デュレーション推移



出所：BlueBay;代表口座：エマージング債アンコンストレインド戦略のデータ，2016年12月30日

2. 分散された超過収益の源泉

また、多様なリターン源泉を捉えることができる運用アプローチは、運用マネジャーがリスクを迅速かつ効率よく増減することができるように設計されています。これが当運用アプローチの強化されたリスク管理特性をもたらしています。ベンチマークの制約がないことから、運用マネジャーは、すべてのサブ資産クラスの中から最も魅力的な超過収益源泉と考える投資対象を、いつでも選択することができます。すべてのサブ資産クラスのパフォーマンスが連動しているわけではなく、最も堅調な資産クラスと最も軟調な

¹ JP モルガン EMBI グローバル・ダイバーシファイド、JP モルガン GBI-EM グローバル・ダイバーシファイド、JP モルガン CEMBI ダイバーシファイド

資産クラスとの間のパフォーマンス格差が極めて大きくなる場合があることから、それに応じて資産を配分できることが重要です。この傾向は、エマージング市場の通貨が2013年から2015年にかけて下落したように、数年にわたり続く場合があります。アンコンストレインド戦略において、運用マネジャーは特定のサブ資産クラスを当然にロングにする必要がなく、絶対リターンを生み出す可能性が最大となるように、ショート・ポジションを戦術的に組み入れる柔軟性を維持します。

エマージング市場社債は昨年、エマージング債のなかで最も高い絶対リターンをもたらしており、信用サイクルがバランスシート修復の段階に入っていることから、魅力的な投資機会があると考えています。企業は、コスト削減策や設備投資の削減、資産売却を通じて積極的に債務を削減する姿勢を強めています。

ブルーベイのアンコンストレインド戦略は、分散された運用アプローチによって、2016年に目標の6~8%を上回るグロス・リターン²を達成することができました。当戦略は、この6~8%を生み出す源泉に関して正式な目標を設定していませんが、多様な源泉からリターンを創出するような構造を備えています。図表3は、2016年のリターンを分解し、エマージング債のサブ資産クラス全般にわたる9つのリターン源泉を示しています。

図表 2. 資産クラス別リターン（暦年）

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EMFX 11.4%	Local Rates 10.8%	EM Corporate 38.6%	EM Corporate 13.5%	Local Rates 13.7%	EM Sovereign 17.4%	Local Rates -0.3%	Local Rates 8.2%	Local Rates 3.3%	EM Corporate 10.4%
Local Rates 6.7%	EM Sovereign -12.0%	EM Sovereign 29.8%	EM Sovereign 12.2%	EM Sovereign 7.3%	EM Corporate 17.0%	EM Corporate -1.7%	EM Sovereign 7.4%	EM Corporate 1.3%	EM Sovereign 10.2%
EM Sovereign 6.2%	EM Corporate -15.4%	EMFX 11.7%	Local Rates 11.4%	EM Corporate 3.2%	Local Rates 13.7%	EM Sovereign -5.3%	EM Corporate 5.7%	EM Sovereign 1.2%	Local Rates 9.4%
EM Corporate 3.5%	EMFX -16.0%	Local Rates 10.3%	EMFX 4.3%	EMFX -15.5%	EMFX 3.1%	EMFX -8.7%	EMFX -13.9%	EMFX -18.2%	EMFX -0.6%
エマージング資産クラスのパフォーマンス/最大値と最低値の差									
7.9%	26.8%	28.3%	9.2%	29.2%	14.3%	8.4%	22.1%	21.5%	11.0%

出所：ブルームバーグ、2015年12月30日現在

注：エマージング現地通貨建て債(EMFX/Local Rates)：JPM GBI-EM グローバル・ダイバーシファイド指数；エマージング市場国債(EM Sovereign)：JPM EMBI グローバル・ダイバーシファイド指数；エマージング市場社債(EM Corporate)：JPM CEMBI ダイバーシファイド指数

図表 3. 2016年のリターンの内訳



出所：BlueBay;代表口座：エマージング債アンコンストレインド戦略のデータ、2016年12月30日

² グロス・リターンは、当戦略のリターンに通常適用される報酬及び費用を控除していません。報酬及び費用は、投資家が獲得するリターンを直接引き下げる影響を及ぼします。例えば、0.60%の運用報酬及び0.20%の成功報酬の複利効果は、5年間の年率換算リターンを10%から9.32%まで低下させます。

3. 戦術的かつ高い確信度

アンコンストレインド型の運用アプローチは、資産配分に制限を設けていないため、運用マネジャーは確信度の高いポートフォリオを構築することが可能であり、保有比率は個別証券のリスク・リターン特性によってのみ決まります。この結果として、集中度が高く(例えば、約40~50銘柄を保有)機動性のあるポートフォリオは、独特の投資機会を、それが生じる都度、捉えるように設計されています。

図表4は、ブルーベイのアンコンストレインド戦略における個別銘柄の保有比率がロング・オンリーのベンチマークに沿った戦略といかに異なるかを示しています。アンコンストレインド型の運用アプローチは、見通しの確信度に応じた投資の実行を可能にします。チュニジアはベンチマーク構成比率が小さく、ベンチマークに沿った戦略では保有比率にある程度の制約がありますが、現在選好している国であるため、保有比率に4.34%の乖離が生じています。他の例では、アンコンストレインド型の運用アプローチは、バリュエーションが特に割高と思われる国(フィリピン)を思い通りに非保有とすることができます。ロング・オンリーの戦略では、運用マネジャーはポートフォリオのポジションを幅広く意識しなければならず、この例では、流動性の高い主要エマージング国であり、信用力に懸念のないフィリピンをある程度限定的に保有することが、指数に対するアジア地域のアンダーウェイトを部分的にカバーする適当な方法でした。

図表 4. 異なる運用アプローチにおける保有比率の違い

チュニジア国債

運用チームの見通し： ポジティブ	ベンチマーク 構成比率(%)	ベンチマーク vs. オーバーウェイト	保有比率(%)
キャッシュをベンチマークとする ポートフォリオ	0%	6.87%	6.87%
ベンチマークの制約がある ポートフォリオ	0.21%	2.32%	2.53%

フィリピン国債

運用チームの見通し： ポジティブ	ベンチマーク 構成比率(%)	ベンチマーク vs. オーバーウェイト	保有比率(%)
キャッシュをベンチマークとする ポートフォリオ	0%	0%	0%
ベンチマークの制約がある ポートフォリオ	3.73%	-2.76%	0.97%

出所：BlueBay, 2017年2月22日；代表口座：エマージング債絶対リターン戦略、エマージング外貨建て債戦略

加えて、従来型のロング・オンリー・ポートフォリオに組み入れられない投資機会が存在する場合もあり、これらはリターン源泉をさらに分散します。アンコンストレインド戦略は、オポチュニスティックな投資アイデアを常に探しており、機動性のあるポートフォリオは、こうした投資アイデアを迅速かつ効率よく実現することができます。例えば、アルゼンチン短期国債は、相対デレージョンの制限を遵守しなければならず、ベンチマーク構成銘柄以外で、ベンチマーク構成銘柄と同じ通貨と流動性の銘柄を組み入れる傾向があるロング・オンリー・スタイルのポートフォリオでは、明らかな投資対象とはなりにくいでしょう。しかし、アンコンストレインド戦略は、昨年生じた機会を捉えて、アルゼンチン短期国債に投資することができました。これは、投資資金がペソの上昇を煽り、その結果同国の競争力が悪化すると懸念から、アルゼンチンの中央銀行が海外投資家による短期国債への投資を難しくする前の限られた時間枠のなかで、唯一の投資機会でした。投資機会が生じた時に、現地通貨建て債ベンチマークのなかにアルゼンチン・ペソ建て証券はありませんでした。

4. 相関のないリターン源泉

資産配分に制限がなく、より広範な市場との相関が低い潜在的な投資機会を集中して保有できることは、投資家がリスク調整後リターンを高めるようにエマージング債の投資機会を捉えることを可能にします。当運用アプローチは、運用マネジャーが上昇局面で市場に追随しつつ、下落局面において良好なパフォーマンスを収めることができるように設計されています。

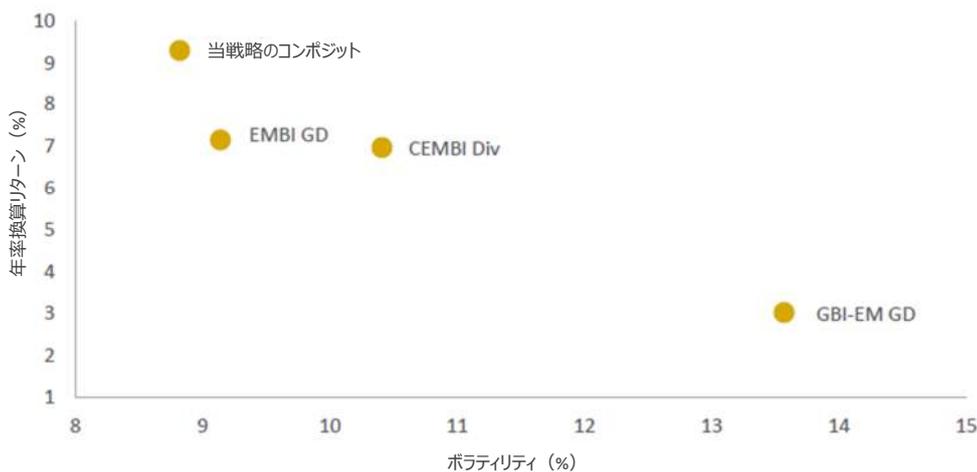
図表5と図表6は、当戦略とエマージング債指数との相関が運用開始来で低いことを示しています。

図表 5. アンコンストレインド戦略と従来型エマージング債指数との相関

相関	世界金融危機 (2008年～2009年)	QE主導の エマージング債 上昇局面	QE縮小後の エマージング債 下落局面	エマージング債の 安定局面
EMBI GD	0.55	0.83	0.65	0.69
GBI-EM GD	0.55	0.89	0.65	0.55
CEMBI Div	0.48	0.85	0.60	0.66

出所：JP Morgan, BlueBay, 2016年12月30日

図表 6. アンコンストレインド戦略と従来型エマージング債指数のリスク・リターン特性



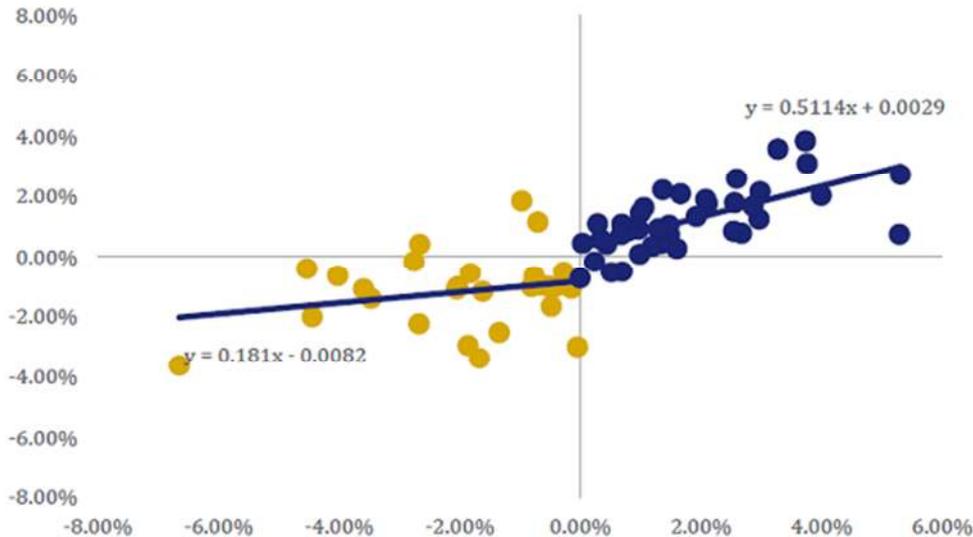
出所：JP Morgan, BlueBay, 2016年12月30日

この特性は、「QE縮小後のエマージング債下落局面」(2013年～2015年)におけるブルーベイのエマージング債アンコンストレインド戦略のパフォーマンスによって実証することができます。この局面において、当戦略のコンポジット・リターンは主要エマージング債指数との相関が低く、ベンチマークが10.43%下落したのに対し、当戦略は一桁台の下落にとどまり、下方リスクを有効にヘッジしました。実際、当戦略は運用開始来、市場下落時の65%においてベンチマークを上回るパフォーマンスを収めています。

その結果、当戦略はシャープ・レシオが複合ベンチマーク³を上回っており、ベンチマークより低いボラティリティ水準で高い相対リターンを達成しています。

³ JPM EMBI グローバル・ダイバーシファイド 1/3、JPM GBI-EM グローバル・ダイバーシファイド (米ドル、ヘッジなし) 1/3、JPM CEMBI ダイバーシファイド 1/3 の合成

図表 7. エマージング債アンコンストレインド戦略



出所：BlueBay, JP Morgan, 2006年12月～2016年12月

エマージング債アンコンストレインド戦略をポートフォリオに組み入れる効果

エマージング債に新たに資産を配分する観点から見れば、エマージング債アンコンストレインド戦略は、常に変化する市場環境において魅力的なリターンを獲得する可能性をもたらすことができると考えています。この投資スタイルは、運用マネジャーがその時点の投資テーマを完全に実行することを可能にします。

既に保有するベンチマークに沿ったエマージング債ポートフォリオをアンコンストレインド戦略で補完することによって、主流から外れるエマージング債を保有しつつ、より流動性の高い資産を機動的に保有することができます。その結果、当戦略は、より広範な資産クラスとの低い相関に示されるように、独特のリターン源泉を有し、主要ベンチマークとは異なる国の債券を保有します。

確信度と集中度が高く、機動性のあるデュレーションの短いポートフォリオは、運用マネジャーの投資アイデアをより純粋に実行することができ、今後の市場環境を乗り切って、相関のない魅力的なリスク調整後リターンを生み出す最善の方法であると考えます。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号
 加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2017年3月17日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途「契約締結前交付書面」等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。