



# なぜ債券投資においてアクティブ運用が有効か



マーク・ダウディング  
最高投資責任者（CIO）

2025年3月

「アクティブ運用は、  
元本の毀損を防ぐ  
手法を活用すること  
で、不確実な世界に  
おいて、よりスムーズな  
リターンを提供するた  
めに効果的です。」

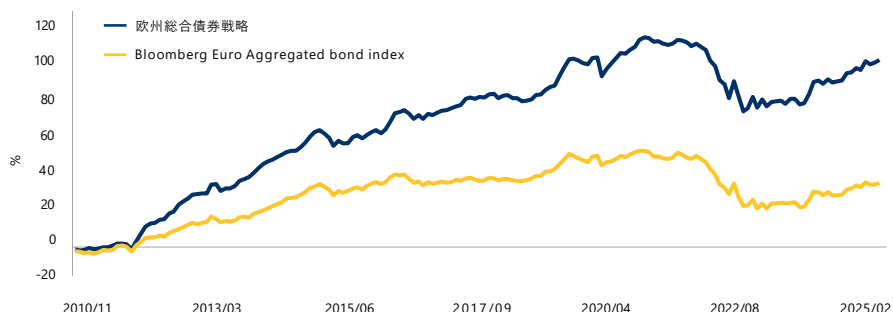
当社CIOであるマーク・ダウディングは、なぜこの資産クラスがパッシブではなくアクティブ・アプローチで投資されるべきかについて説明いたします。

近年、債券市場の背景は、大きく変化していますが、パッシブよりもアクティブ・ファンドに投資することの重要性は、より一層高まっています。利回りが上昇した結果、トータル・リターンの見通しはるかに改善し、債券ファンドに対する需要が高まっています。

2025年は年初からトランプ米大統領のホワイトハウス復帰一色で始まり、マクロ経済の不確実性は今年も収まる気配が見られません。同政権による継続的なノイズや政策発表は、今では日常生活において欠かせないものとなりつつあり、市場ボラティリティの要因となっています。一方、成長とインフレの道筋に関する投資家の不確実性は継続しています。

アクティブ運用は、元本の毀損を防ぐ手法を活用することで、不確実な世界においてよりスムーズなリターンを提供するために効果的です。アクティブ債券マネジャーは、中期的にベンチマークを上回るパフォーマンスを上げることが出来ると考えています。当社の欧州総合債券戦略のベンチマーク(Bloomberg Euro Aggregate Index)に対する運用実績は、アクティブ運用ファンドに投資することのメリットを明確に示しています（図表1）。

図表1: 欧州総合債券戦略とBloomberg Euro Aggregate Index



出所: RBC GAM、2025年2月28日時点。リターンは手数料控除後でユーロベースで表示されています。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。過去のパフォーマンス計算で使用された通貨以外の通貨で投資を行った場合、通貨変動の結果として投資のリターンが増減する可能性があります。手数料料やその他の費用は、投資リターンにマイナスの影響があります。運用開始日:2010年11月2日。

取引コストと手数料により、パッシブ・ファンドは常にベンチマークのリターンを下回ります。特にコストが高く、パッシブ・ファンドのフローが大きくなるような変動の激しい時期には顕著です。

**なぜ債券投資には、パッシブではなくアクティブ・アプローチが最適であるのか、その理由を以下で述べます：**

**債券ベンチマークの構造：**ベンチマーク指数の手法上、最も負債の多い発行体がベンチマーク最大の構成比率を占めることを意味します。言い換えれば、最も債務が多く、潜在的に最も脆弱な発行体はまた、インデックスのパフォーマンスに最も影響を与えます。したがって、パッシブ運用の投資家は、発行体とセクターの両面から集中度リスクを認識する必要があります。

対照的に、アクティブ・マネジャーは、最も負債の多い発行体ではなく、潜在的に最も高いアルファ（アウトパフォーマンス）をもたらす可能性のある魅力的な機会への投資に集中することが出来ます。当社の債券チームは、発行体のファンダメンタルズ、需給要因、バリュエーションに関する厳格な独自の信用分析を通じてこれを達成し、基本的にボトムアップである意思決定プロセスに、政治とマクロ分析を取り入れることでトップダウンの要素を加えています。

**責任投資：**責任投資の台頭はまた、アクティブ債券運用の重要性をさらに高めています。債券においてパッシブ・アプローチを追求する投資家は、指数のプロバイダーが作成し、債券発行体が利用しようとする可能性のあるルールに晒されていることに気づくでしょう。アクティブ運用を通じて、フォワード・ルッキング、かつ定性的な要素を重視し、投資先の選定時に責任投資の分析を信用分析に組み込むことが可能です。

**債券-構造的に非効率的：**非効率的な市場は、通常、アクティブ運用において、より多くの投資機会があることを意味します。債券市場は大部分が「店頭市場」（OTC）であるため、一般的に株式市場よりも効率性が低く、リスクのミスマッチが起りやすいと言えます。したがって、自らの分析を通じて、これらのリスクや適切な価格評価をより理解することが出来るアクティブ・マネジャーにとっては、投資機会となり得ます。

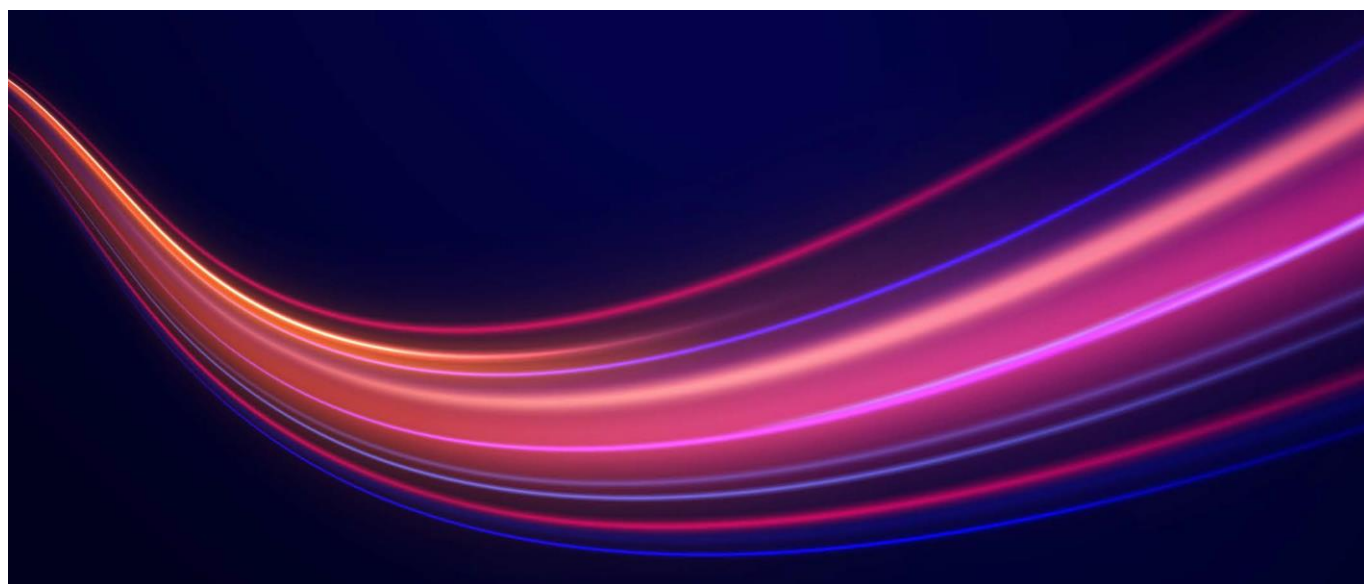
価格の発見が不透明な場合もあるため、情報の非効率性も存在します。多くの債券は、繰上償還の可能性、劣後条項またはコベナント・プロテクションのような、評価が複雑である特徴を含んでいます。このような市場構造は、アクティブ運用を通じて活用出来る価格のアノミーをもたらす可能性があります。

平均20年の業界経験を有する当社投資適格債チームの投資専門家の深い知識は、このような価格差が生じた際の機会を十分に見極めることを可能としています。

**新規発行市場：**新規発行市場は、発行体のエクスポージャーを積み増す際に最も流動的に富んだ手法です。発行体は、新規発行が完全に消化されないという風評リスクを負いたくないため、新規発行プレミアム（追加スプレッド）として知られているものを提供し、発行市場に参加する投資家にディスカウントを提供することが多くあります。マネジャーはこのプレミアムを活用するために、アクティブにロング・ポジションを取る機会を得ます。

**「対照的に、アクティブ・マネジャーは、最も負債の多い発行体ではなく、潜在的に最も高いアルファ（アウトパフォーマンス）をもたらす可能性のある魅力的な機会への投資に集中することが出来ます。」**

運用者がスキルに優れていれば、ユニバースが広ければ広いほど、アルファ獲得余地が大きくなります。投資適格銘柄のユニバースは広く、Bloomberg Barclays Global Aggregateユニバースには3,000以上の発行体からの30,000銘柄が組み入れられ、多くのアルファ源泉が組み込まれています。Bloomberg Global Aggregate Corporate Bond（社債）のユニバースだけでも、2,000以上の発行体があります<sup>1</sup>。



これらの市場は、アクティブなセクター・ローテーション、ボトムアップの銘柄選択、イールドカーブのポジショニングなど、さまざまな投資機会を与えてくれます。さらに、アクティブ運用はベンチマーク外の銘柄への投資も可能にし、銀行や非金融の劣後債のような分野へと、投資機会のユニバースをさらに広げることができます。

その結果、アクティブ・アプローチをとる投資家は、ベンチマーク主導の戦略に限定されるパッシブ投資家とは対照的に、巨大で多様なグローバル・ユニバースにまたがる機会を活用することができます。

## 「パッシブ戦略はベンチマークを複製しなければならず、つまり、正式な格下げが行われるまで、劣化した証券を保有し続けることを意味します。」

**ボラティリティ:** アルファを生み出すためには、ボラティリティとポジティブな運用者のスキルの両方が必要です。中央銀行の緩和策の行方や、成長、インフレ、政治、地政学を取り巻く不確実性がある中、ボラティリティはこれまでも市場を特徴付ける要因であり、今後もそうあり続けると考えられます（図表2）。アクティブ・アプローチはこのような環境に適しており、マネジャーは、銘柄毎のパフォーマンスの乖離を利用し、投資家に超過リターンをもたらすため、ポートフォリオのポジション構築に積極的に取り組むことができます。とりわけ、当社チームの戦術的かつ機敏なアプローチは、不採算ポジションからのドローダウンを抑制し、必要なときにリスクを削減することができます。

**リターンの非対称性:** 債券の固有の特徴として、非対称なリスク特性が挙げられます。つまり上昇余地よりも下落余地の方が大きいということです。したがって、アクティブ運用のポートフォリオでは、強力なキャッシュフローを生み出している企業の債券を保有するよりも、劣化している発行体を保有しないほうが、より大きな利益を得ることができます。このため、債券ポートフォリオを管理する上でリスク管理は極めて重要です。

パッシブ戦略はベンチマークを複製しなければならず、つまり、正式な格下げが行われるまで、劣化した証券を保有し続けることを意味します。しかし、アクティブ運用のマネジャーは、ファンダメンタルズが強い発行体に注力し、信用力の低い発行体を除外するようポートフォリオを調整することができます。さらに、より魅力的なリスク/リターン特性を持つセクターを選好し、より不確実なセクターを避けることができます。

もう一つ考慮すべき点として、アクティブ・マネジャーは、指数そのものの取引に携わり、発行体が特定のインデックスに追加・除外される際に生み出される既知のモメンタムを活用することもできます。

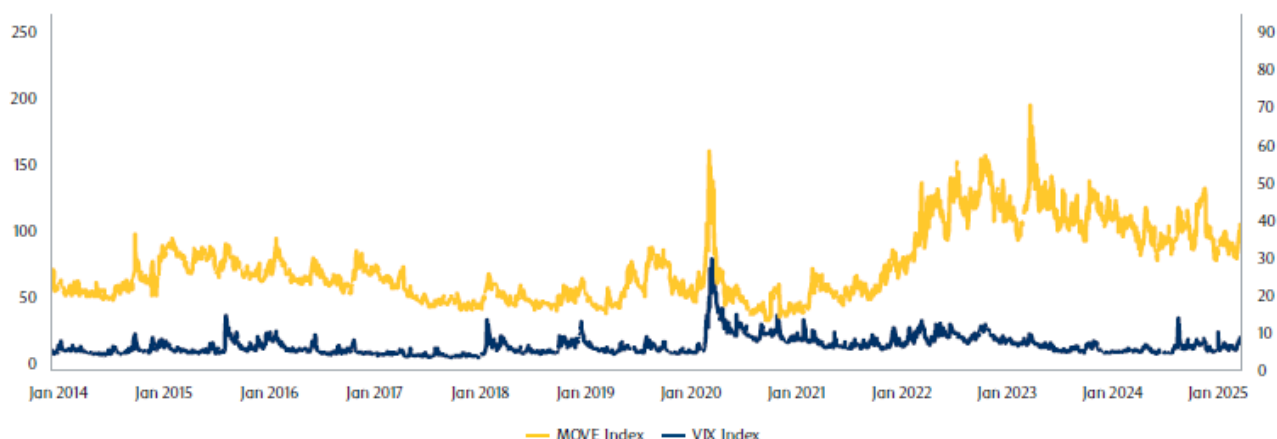
**価格の歪み:** 指数の取引とともに、モメンタム取引の発展も、市場価格の混乱によるさらなる投資機会につながることがあります。モメンタム取引では、価格の動きは既存のトレンドに基づいて形成され、資産の根源的な価値から乖離する場合があります。もし、特定の資産が平均回帰する、あるいは、最終的にその真の価値を反映した価格に収斂していくと考えるならば、逆張りの見解をとり、継続する市場トレンドと正反対のポジションを取ることができます。

## 今後の見通し

利回りの上昇は、債券資産に対する需要を高めました。特に、利上げが過去のものであるとの確信を強めていた市場においては、尚更です。

しかし、これまで見てきたように、債券市場は依然として多くの経済的、政治的、地政学的な不確実性に直面しており、今後さらなるボラティリティが待ち受けていると言えるでしょう。このような環境下においては、リターンに対するそのようなボラティリティの影響を軽減し、発生するミスプライスを活用することができる、アクティブ運用が最善の方法であると考えています。

図表2: 市場のボラティリティは、収まる気配が見られません



出所: ブルームバーグ、2025年3月5日時点



ディスクレマー

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  
一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等  
当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることになります。

（年率、税抜き）	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。  
この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク  
投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。  
価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク  
為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク  
信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク  
流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク  
カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク  
なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。  
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、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、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、当社の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。

以上