

Multi-Asset Credit



当レポートは英国の年金制度に基づく内容となっており、あくまで情報提供を目的としたものです。

確定拠出型年金における マルチ・クレジット戦略

2021年9月

マルチ・クレジット戦略（MAC）は、数年前から確定給付型年金制度（DB）においでますます存在感が増しているものの、確定拠出型年金（DC）の配分に占める割合は、依然として小さいままです。このレポートでは、退職までの10年間のポートフォリオを例示し、DCの資産配分にMACを追加することのメリットを考えていきます。



バビーカ・パテル
ディレクター
ビジネス戦略(英国)

年齢に応じたDC資産配分の例

DCのライフサイクルは、通常主に株式などの相対的にリスクの高い資産からスタートしますが、時間の経過とともに徐々にリスクを減らしていき、多くの場合、希望する退職後の受け取り額を目標として運用される分散成長ファンド（Diversity Growth Funds, DGF）に移行していく場合が多いと考えます。

MACは通常目立たない資産であるため、「MACへのエクスポージャーを通じて結果を改善できるのか？」といった疑問が生じます。この疑問を解決するためには、まずMACを定義し、次にポートフォリオのシミュレーションを行い、MACを資産配分に追加した場合のメリットを確認する必要があります。



ブレア・リード
パートナー
シニア・ポートフォリオ・マネジャー
マルチアセット



出所：ブルーベイ・アセット・マネジメント、2021年9月、例示を目的としています。

MACとは何ですか？

MACファンドは通常、ハイ・イールド債やバンクローン、ストラクチャード・クレジット、転換社債、エマージング債券、投資適格債券などの幅広いクレジット資産クラスを投資対象とします。その特徴は、アロケーションが固定されることなく、クレジット市場のさまざまな資産にダイナミックに配分できる柔軟性があることです。

MACにはさまざまな形態がありますが、ここではわかりやすくするために、ハイ・イールド債、バンクローン、ストラクチャード・クレジット、CoCo債（偶発転換社債）、転換社債、エマージング債券をアロケーションに含んだMACのモデルを見てみたいと思います（詳細は「注記」を参照）。

MAC VS DGF

DGFには様々な形態や規模があり、DCファンドの中でも人気の高い商品です。株式やコモディティ、債券、デリバティブなど幅広い資産に投資し、ボラティリティを抑えながら株式並みのリターンが期待できることが最大の魅力です。資産アロケーションの例として、こちらが挙げられます。

株式	50%
投資適格債券	15%
絶対リターン資産	10%
コモディティ	10%
不動産	10%
インフラ	2.5%
プライベート資産	2.5%

DGFのパフォーマンスのモデル化は、様々なアプローチがあるため、容易ではありません。下の表では、人気の高い、または規模の大きいファンドを選び、そのパフォーマンスを平均化しました。（詳細は「注記」を参照）。

10年間のパフォーマンスとボラティリティの比較

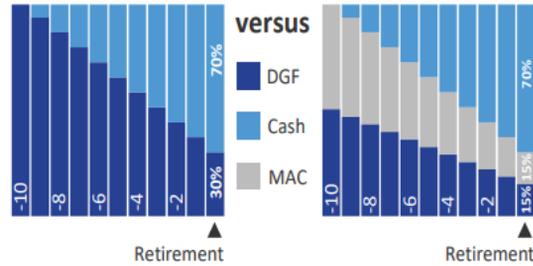
	10年間のリターン	10年間のボラティリティ
DGF	4.9%	5.4%
MAC	5.3%	4.4%

MACがわずかに上回っているものの、全体的なリターンは同程度です。リスク面では、MACのボラティリティはDGFの約80%となり、これはかなりボラティリティが軽減していると言えます。

三つのDC運用スタイルにMACを含める

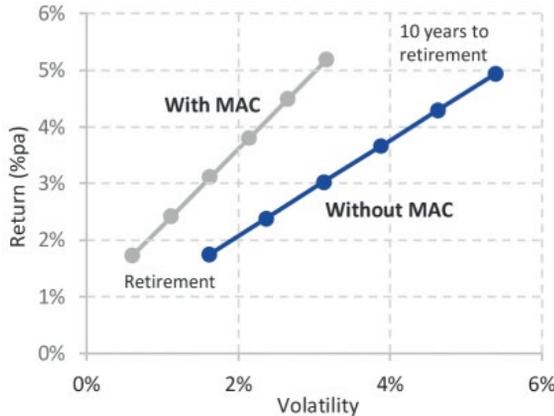
プロフィール 1：キャッシュ・ライフスタイル

このプロフィールは、退職時の資産配分比率を現金70%とDGF30%で構成したガイドパス戦略を示しています。退職前の10年間にDGFとMACに均等に配分した場合のインパクトを下の図に示しました。



出所：ブルーベイ・アセット・マネジメント、2021年9月、例示を目的としています。

下の図は、2年間隔のガイドパスのリスク/リターン特性を示しています。DGFへのエクスポージャーの半分をMACに置き換えることで、リターンを犠牲にすることなく、リスクを抑えられており、結果の改善が見られます。

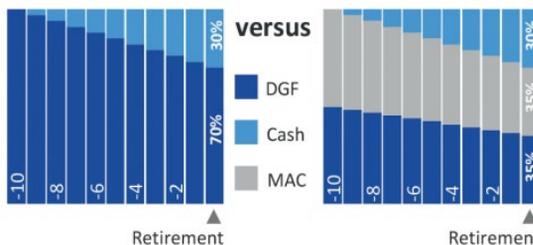


出所：ブルーベイ・アセット・マネジメント、2021年9月

MACへの投資によりリスクが約30%低減するという明確な違いが現れています。

プロフィール 2：ドローダウン・ライフスタイル

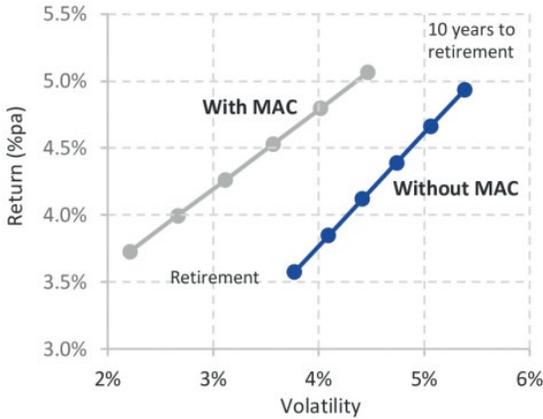
このプロフィールは退職金の配分比率を現金30%とDGF70%で構成したガイドパス戦略です。



出所：ブルーベイ・アセット・マネジメント、2021年9月、例示を目的としています。

この例では、退職までDGFとMACのエクスポージャーを維持します。

下のグラフでは、二つのポートフォリオのリスク/リターン特性を比べています。

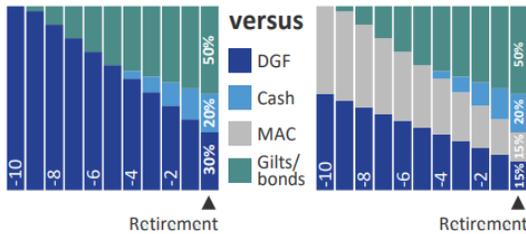


出所：ブルーベイ・アセット・マネジメント、2021年9月

前例と同様に、MACを含めることでリスク面で明確な違いが出ています。MACを追加することでリターンも高まり、10万英ポンドで運用開始したポートフォリオをベースにすると、10年間で2900英ポンド資産が増えることとなります。

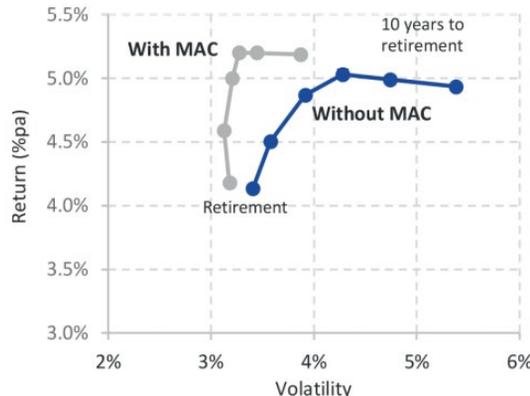
プロフィール3：年金ライフスタイル

最後の例では、退職時に英国債などの債券を含む戦略について考えます。



出所：ブルーベイ・アセット・マネジメント、2021年9月、例示を目的としています。

下のグラフでは、リスク/リターン特性を比較しています。



出所：ブルーベイ・アセット・マネジメント、2021年9月

ここでも、MACを追加することは有益であり、エクスポージャーが高い初期段階でより大きな違いが生じています。

10万英ポンドの運用額からスタートした場合、MACを追加することで、10年間で2,300英ポンド資産が増えることとなります。

その他の見方

一般的に、ポートフォリオのリスクを引き下げると、それに伴ってリターンも低下します。紹介した3つの例では、MACを追加することでリスク特性が改善したほか、パフォーマンスにポジティブなインパクトを与えています。しかし、どのようにしてでしょうか？

ここには二つの重要なポイントがあります。

リターン：過去10年間を見ると、MACユニバースはDGFユニバースよりわずかに高いリターンとなっています（それぞれの説明については「注記」を参照）。当然ながら、これらの結果は選択した検証期間に左右されます。ブルーベイは、データに基づいて最も長い実用性のある期間を使用しました。

相関関係：2021年5月までの10年間におけるMACとDGFの相関関係は、日次リターンベースで0.24と比較的低い数値となっています。これが、MACを加えたときに全体のリスクが軽減される重要な理由となります。

結論

過去10年間で様々なシナリオでスナップショットを見たとき、DCの資産配分にMACを追加した場合の影響を検証したところ、リターンとリスクの観点から全てのケースでMACは付加価値をもたらしました。

MACファンドの大きな魅力は、原資産の大部分が債券発行者がデフォルトしない限り支払いが発生する「契約上のキャッシュフロー」である点であると見ています。これは、DGFの大部分を占める可能性がある、配当が契約上約束されていない株式とは対照的な点です。

以前から、MACはDBファンドにおける人気商品であり、特に年金基金が株式リスクを引き下げても、リターンを犠牲にたくない時に活用されています。

MACはDCスキームにおいても、リターンを下げずにボラティリティを抑えるという同様の役割を果たすことができると考えています。また、MACは退職後の収入においても貢献できると考えていますが、これについては別稿でご紹介します。

MACファンドの大きな魅力は、原資産の大部分が債券発行者がデフォルトしない限り支払いが発生する「契約上のキャッシュフロー」である点であると見ています。

分析に関する注記

MACのモデリング

MACユニバースをモデル化するために、幅広い債券資産クラスを網羅した「ブロードMAC」コンポジションを使用しました。各資産クラスの代表的な市場インデックスを下記の比率で配分した数値を使用しました。

ハイ・イールド債	27.5%
バンクローン	7.5%
ストラクチャード・クレジット	10%
CoCo債	12.5%
転換社債	7.5%
エマージング債券（米ドル）	22.5%
エマージング債券（現地通貨建て）	7.5%
キャッシュ	5%

英国債及び英ポンド建て債のモデリング

英国債及び英ポンド建て社債をミックスしたモデル・ポートフォリオを作成しました。

- 50% FTS Actuaries UK Conventional Gilts All Stocks
- 50% iBoxx £ Non-Gilts

DGFのモデリング

DGFのユニバースには、様々なアプローチがあります。ブルームバーグに掲載されている英ポンド建てで、10年間のトラックレコードを持つ全てのDGFファンドを対象としました。

ディスクレームー

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ようになります。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となります。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	マーキング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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