



投資適格債

インカムが得られない環境下で、 どのようにリターンを生み出すか



著者

サイモン・シェネル
クライアント担当ポートフォリオ・
マネジャー

2021年秋

超低利回りは必ずしも非常に低いリターンを意味するものではありませんが、投資における特別なマインドセットが求められます。アクティブ債券投資家は、ボラティリティを利用し、それに投資スキルを重ねることでアルファを生み出すことができますが、パッシブなアプローチは、ゼロに近い市場リターンをトラックすることになります。

- 利回りが超低水準にあるとき、投資家はパッシブ投資やベンチマーク連動型の戦略を頼りにすることができません。
- パフォーマンスはアルファ創出によって獲得する必要があり、アクティブな投資アプローチが求められます。
- 利回り水準に関わらず、市場のボラティリティやマネジャーのリスクテイク能力を活用し、アルファを生み出すことは可能です。
- 経済がパンデミック後の環境に適応する中、ボラティリティの要因として政策の変更やインフレリスク、ESG要素の重視などが考えられます。
- 投資適格債からリターンを得るためには、ロング・ショート投資で確たる実績のあるアクティブ・マネジャーを選び、最良の機会を逃さないようにするために、幅広い市場へのアクセスを与えることをお勧めします。

30年間に及ぶ債券のブル相場が終わりを迎えると言われていましたが、そうはなりませんでした。Covid-19の急速な感染拡大により、グローバル経済を支えるためにさらに緩和的な金融政策が必要となったことから、債券利回りにおける上昇の動きはすぐに反転しました。

しかし、欧米諸国がパンデミックから脱却し始めると、「リフレ・トレード」が囁かれ、投資家は債券投資からマイナス・リターンを得る可能性を意識し始めました。

図1：ブルームバーグ・ユーロ総合債券指数の利回りは超低水準にある



出所：Bloomberg、2021年5月28日

債券数学 + リターンへのインプリケーション

2021年5月28日時点のブルームバーグ・ユーロ総合債券指数の利回りはたったの0.10%でした。ベンチマークのデュレーションが7.5年で、利回りがゼロに近い水準の場合、パッシブ・マネージャーが今後7.5年間得られる平均リターンは何%でしょうか？答えは・・・0.1%です。また、利回りが上昇した場合にダウンサイドリスクを抑制するなどのアクティブな運用はできません。パッシブな「ベンチマーク連動型」の戦略は債券投資家にとって最良の選択肢ではないと考えています。

投資適格債は、債券の見かけ上の「リスク」という点では最も低いとされ、信用力では最上位に位置していますが、高格付け資産でも何らかの資本損失を被るリスクはあります。しかし、超低金利時代の債券投資は、リターンのないリスクを意味するものではありません。考え方を変えればいいのです。市場が簡単にリターンを提供してくれない時には、投資スキル、いわゆる「アルファ」を通じてリターンを生み出す必要があります。

アルファとは何でしょうか。

アルファは、マネージャーのアクティブなリスク・ポジションから生み出される追加のリターンを指します。「利回りが非常に低く、スプレッドがタイトな環境で、どのようにアルファを生み出すことができるのか？」とお客様からよく聞かれます。それが可能である理由は、アルファの創出は、市場のリターン、いわゆる「ベータ」である利回り水準に依存していないからです。アルファは、投資判断とアクティブな運用によるリスク取得によって得られる追加的なパフォーマンスのことです。アルファの創出には、投資機会を生み出すボラティリティがあることと、それを収益化するための投資スキルが必要とされます。

アルファを生み出す二つの方法

1. ボラティリティ

利回りやスプレッド、通貨などの上下の変動がボラティリティを高める要因となります。ボラティルな環境ではより多くのロング及びショート投資機会が生まれ、従ってアルファの獲得機会も増えます。

良いニュースは、利回りは非常に低水準にあるものの、特にパンデミックから脱却し、それに伴って政策の調整が予想される中では、不確実要素が多いことです。不確実要素はボラティリティを高めると同時に投資機会を生むのです。

2. 投資スキル

簡単に言えば、間違った判断よりも正しい判断を多くすることと、間違った場合には損失を抑えることです。

投資スキルとは多くのことを知り、理解し、平均的な投資家よりも先にポジションをとれるかどうかにかかっています。

債券投資では、元本保全、またはダウンサイド・リスクを抑えることも非常に重要であり、それ自体がスキルとなります。実際には、アクティブなポジションで間違えたとしても、プラスの絶対リターンを得られることもあります。しかし、リターンの全てが運用から生まれるアルファである場合、必ずしも全ての取引が上手くいくわけではないため、損失を抑えるタイミングを見極める能力も重要となります。

アルファを生み出すためのもう一つの重要なスキルは、ロングおよびショート両方のリスク・ポジションをとるなど、市場で利用可能なすべての投資手段を活用する能力です。リターンを生み出すためには、デリバティブの「ツールボックス」をすべて使いこなす知識が必要となります。

投資適格債の投資機会はどこにあるのでしょうか。

私たちは、パンデミック後の「ニューノーマル」に直面していることを認識していますが、それが何を意味するのかは、国内でも、海外市場においても、依然として不透明です。この状態こそが、ボラティリティを高め、そして投資機会を生み出すのです。

パンデミック後のボラティリティを生み出す要因には、以下のものがあります。

- 正常化ペースの違い - ワクチン普及や成長回復のペースは国によって大きく異なります。
- 債券購入縮小（テーパリング）政策 - 政策による需給の反転が起きる時、何が起きるのでしょうか？
- インフレーション・リスク - 一時的でしょうか、それとも構造的なものでしょうか？

- 構造的なシフトは加速するでしょう - 自動車の電力化や小売形態の実店舗からオンラインへの移行など。
- ESG要素がタバコや防衛セクターなどにもたらす影響。

アルファの創出は利回り水準に依存しておらず、アルファは、投資判断とアクティブな運用によるリスク取得によって得られる追加的なパフォーマンスを意味します。

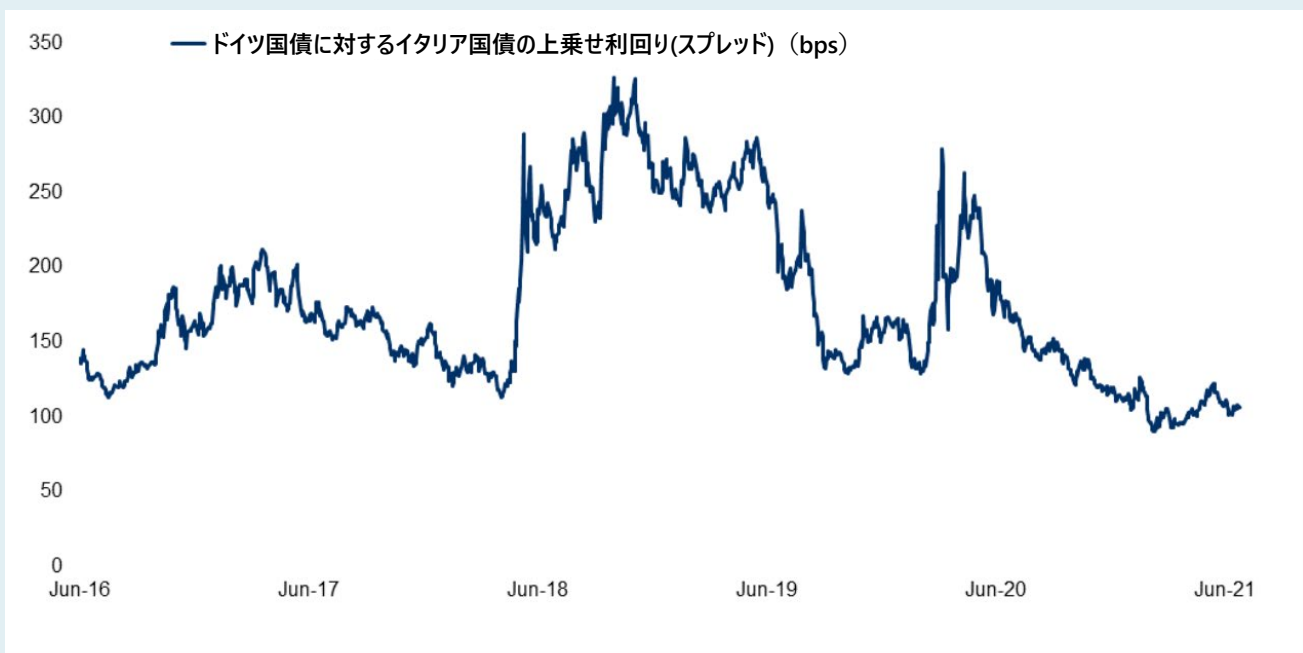
アルファ創出の実例

イタリア国債

欧州債務危機以降、欧州国債市場におけるボラティリティの高まり（図2参照）は、アクティブ投資家にアルファ獲得の機会をもたらしてきました。イタリアでは、投資家にロング及びショート双方においてリスクがとれる取引ツール（現物債及びデリバティブ）があり、政治や財政問題により生じたダウン

サイド要因や、欧州中央銀行（ECB）による下支えや投資家の利回り追求姿勢などによるアップサイド要因によって変動するスプレッド（ドイツ国債に対するリスクプレミアム）の動きを捉えてリターンにつなげることができます。

図2：イタリア国債のボラティリティ



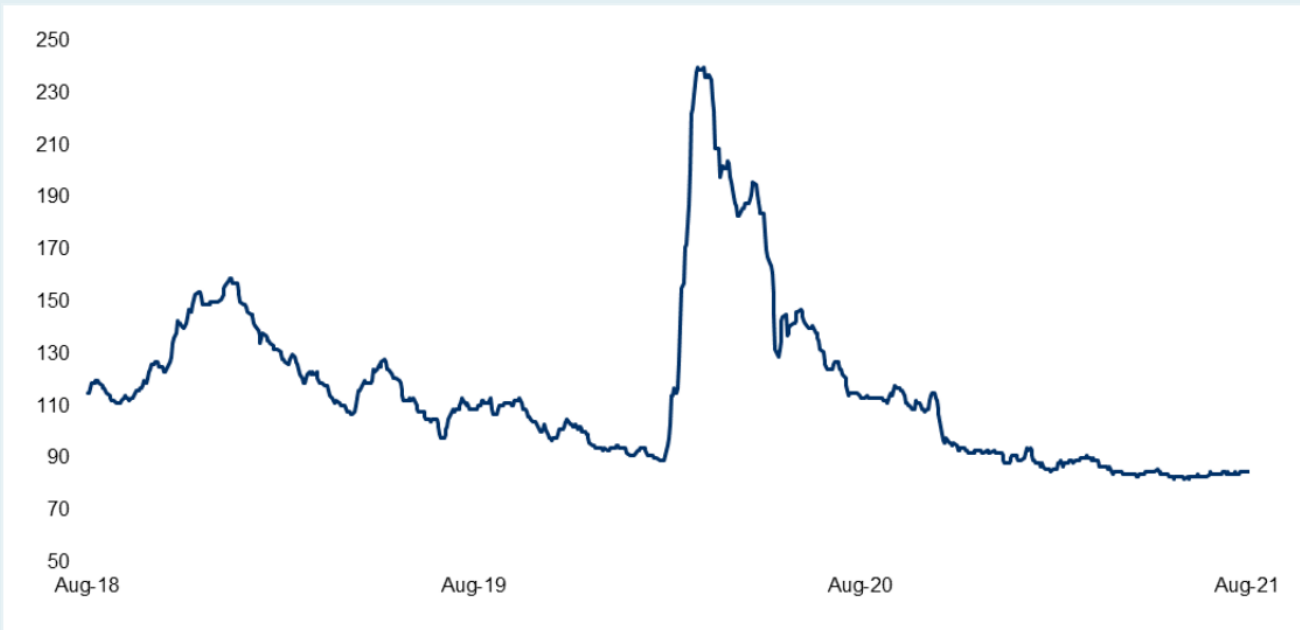
出所：Bloomberg、2021年6月29日

社債発行体

投資家は、適切なスキルとツール（クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）など）を用いて、クレジット・スプレッドの拡大や同業他社との比較でパフォーマンスの低下につながる、信用力の悪化が予想される発行体に対してショート・ポジションをとることでアルファを生み出すことができます。

図3は、欧州社債市場のボラティリティを示しています。リスクプレミアム（スプレッド）が上昇（拡大）するときには、ショート・ポジションによってリターンを獲得する機会となり得ます。また、CDSインデックスを利用して、投資家は市場リスクに対して、高流動性かつ低コストでロング及びショートのポジションを取ることができます。

図3：欧州投資適格社債のスプレッド（bps）



出所：Bloomberg、2021年8月25日

現在、投資適格債券市場の利回りは低水準にありますが、それでもプラス・リターンを得ることは可能です。そのために投資家は、市場のリターン（ベータ）ではなく、マネジャーのスキル（アルファ）からパフォーマンスを獲得することに注力すべきであると考えています。ロング/ショート投資のスキルに定評のあるアクティブ・マネジャーを探し、彼らに可能な限り幅広い投資ユニバースとツールを持たせることをお勧めします。

パンデミックから学んだ教訓のひとつとして、ハグが心の健康において非常に重要であるということが挙げられるでしょう。しかし、債券投資から健全なリターンを得たいのであれば、ベンチマークとハグをする（ベンチマーク連動型の運用を採用する）ことはあまりお勧めできません。

ディスクレーム

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					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマーGING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



Global Asset Management
BlueBay Asset Management