



BlueBay
Asset Management



グローバルなアプローチで債券のリターンを最適化

米国の債券インデックスの利回りが過去最低水準に近い利回りにある一方で、米連邦準備制度理事会（FRB）は利上げを進めており、米国の債券のリターン見通しは厳しいものになっています。リターンを最適化するために、投資家はグローバルなアプローチを採用し、米国国内市場の良い部分だけを抽出した「スマート・ベータ」を得ながら、機動的な海外の投資機会を「スマート・アルファ」として活用していく必要があると考えています。

2018年4月

カスパー・ハンス
シニア・ポートフォリオ・マネジャー



Global Asset
Management

2018年以降の米国の債券のリスク

米国の債券ポートフォリオのトータル・リターンは99%は二つの要素に分解できると考えています。ひとつは利回り水準、もう一つは米国債のイールドカーブの傾きです。

利回り水準 ; リスクフリー資産（つまり米国債）の利回りとリスク・プレミアムとしてのクレジット・スプレッドの合計値です。

米国債イールドカーブの傾き ; 短期債と長期債の利回り差（例えば2年債と10年債の利回り差）です。

現在の投資環境においては、この二つの要素はファンダメンタルズ面と需給面の両方の影響を受けています。

- 今後二年間で、米国債のイールドカーブで現在織り込まれているよりも多くの利上げを行う見通しをFRBは発表しています。もし、FRBが今の利上げ見通しを維持し、市場の織り込み程度がこれに追いついた場合、米国債の利回りは上昇（債券価格は下落）する可能性が高いと言えます。
- 市場で最も大きな影響力を持つ資産である、米国債の今後数年間に亘る巨額の純発行額によって、イールドカーブのヘア・スティープ化（短期金利よりも長期金利のほうが金利上昇が大きい）を招く可能性が高いとみています。さらに、FRBはインフレ率がターゲットに近い水準になる中で、同時にバランス・シートの縮小を行おうとしており、金利の上昇を抑えることが出来ないのではないかと考えています。そうしたことから、米国債のイールドカーブは今後スティープ化するとみています。
- さらに、現在の経済サイクルは良く見ても半分は過ぎており、最悪のケースでは終わりに近づいていると考えています。過去を参考にして、（この経済サイクルにおいて最も縮小した水準に近い）クレジット債のスプレッドからのリスク・リターンを考えた場合、リターンは限定的である一方、リスクはかなり大きくなっていると考えています。

そのため、米国の債券のパフォーマンス見通しは、米国にフォーカスしている投資家にとっては、かなりのリスクを孕んでいるとみています。

この25年間で米国の債券のリターンは減少してきている

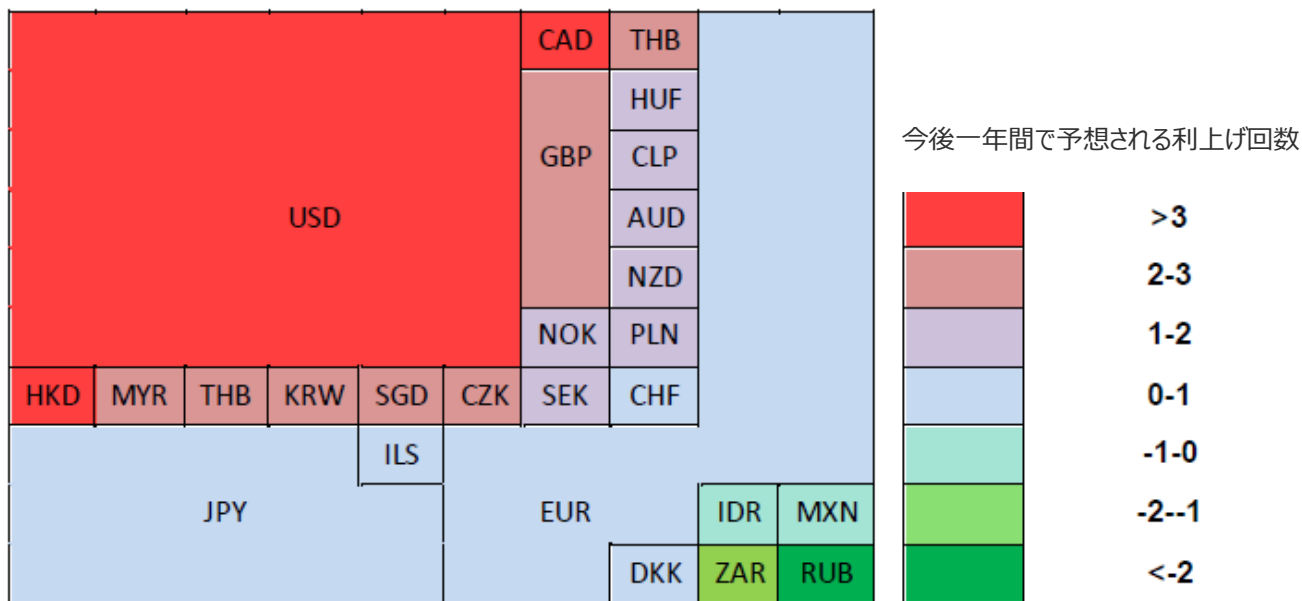
年率トータル・リターン (%)	米国の債券	グローバル債券 (米ヘッジ後)
25年	5.23	5.43
10年	3.59	3.90
5年	1.71	2.85
3年	1.14	1.91
2年	0.96	1.77
1年	0.51	1.57
来年	?	?

出所 : Barclays U.S. Aggregate Fixed Income Index; Barclays Global Aggregate Fixed-Income Index hedged in USD; Bloomberg 2018年2月

グローバルな救済策

数多くのリサーチ・ペーパーを読んで分かったことは、分散はシステミックにポートフォリオのリスク・リターンを改善するということです。これは米国の債券にフォーカスしたポートフォリオにおいては、米ドル建て以外の債券を組入れることで実現可能です。特に金融サイクルの異なるステージにある、つまりリターン見通しの異なる資産を組入れることが賢明であると思います。

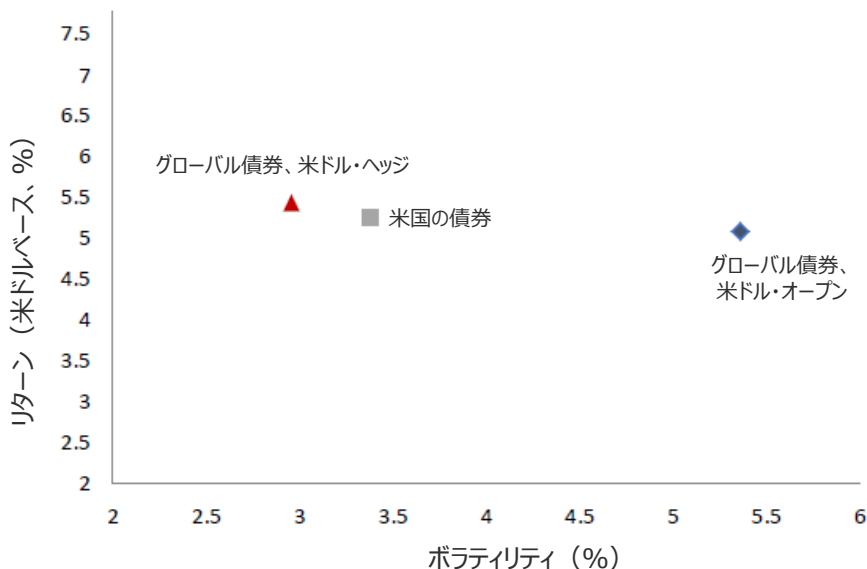
米国は利上げサイクルにあり、これが今後二年間続くことが予想される一方で、グローバル市場を見てみると、少なくとも今後一年間は利上げを行わない見通しの市場がほとんどで、一部の市場では経済サイクルとインフレ見通しの観点で米国よりも3年の遅れを取っているとみています。下記のヒートマップでは、通貨別の国債市場の規模と、現在の金融サイクルにおけるステージを示しています。



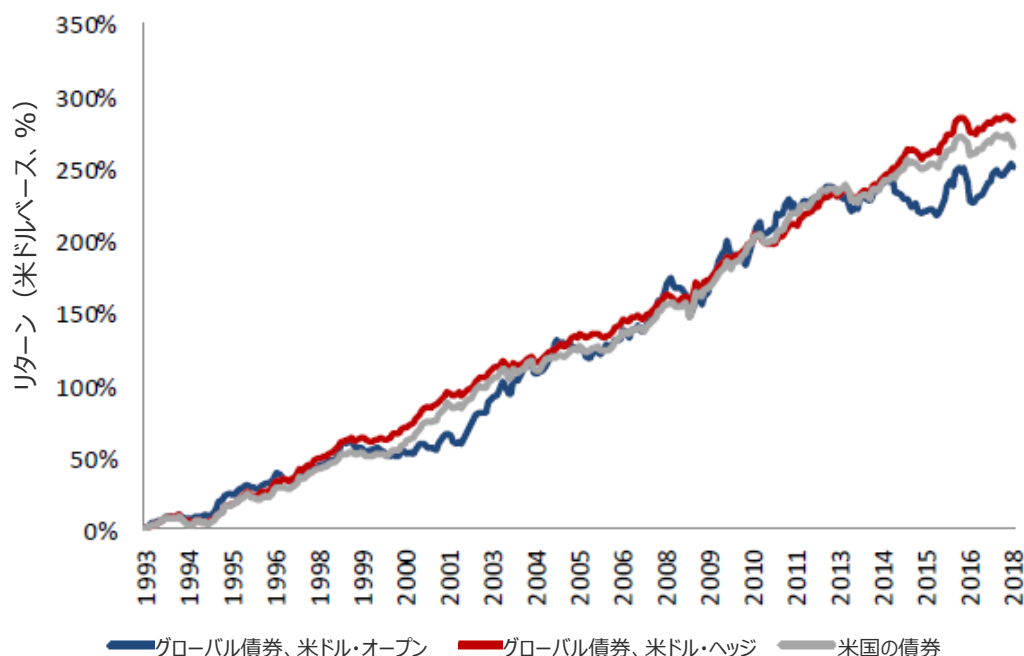
出所：Bloomberg/Barclays BM weights, Market pricing 2018年4月9日

一部のエマージング国では、為替面での圧力が軽減されれば、利下げが予想されている国もあります（上図では緑で示している国です。赤で示した国は一年間で数回の利上げが予想される利上げサイクルにある国で、緑に近づくほど予想利上げ回数が減少していきます）。

米ドルをヘッジすることでポートフォリオのボラティリティは大きく低下



出所：Barclays Global Agg Index HRUSD, Barclays Global Agg Index TRUSD, Barclays US Agg Index TRUSD 2018年2月末

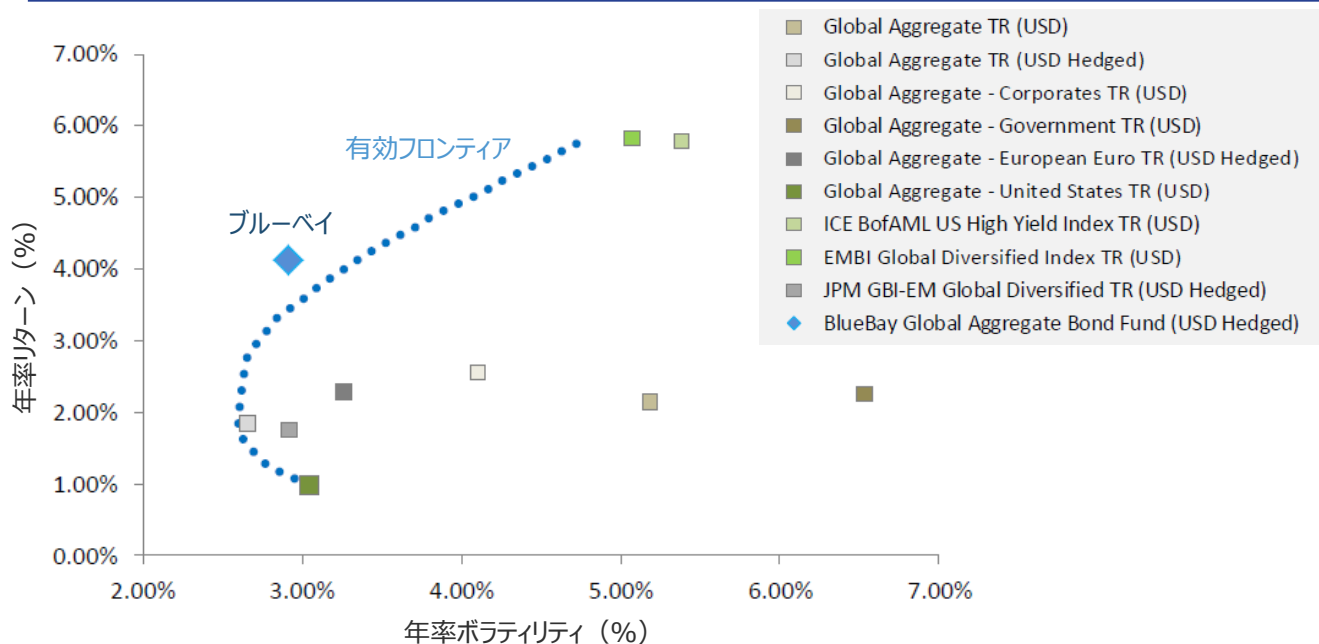


出所：Barclays Global Agg Index HRUSD, Barclays Global Agg Index TRUSD, Barclays US Agg Index TRUSD 2018年2月末

「スマート・ベータ」と「スマート・アルファ」を組み合わせる

様々なグローバル債券インデックスと、より多様なアプローチを採用し、米国市場の最も良い部分だけを抽出した「スマート・ベータ」と海外市場での投資機会を利用した「スマート・アルファ」を組み合わせたポートフォリオのリスク・リターンを比較すると、後者のほうが一リスクあたりのリターン（シャープ・レシオ）が高くなります。投資家は数多くのポートフォリオの中から最も良いと思われるものを選択しなければなりません。下図は資本資産価格モデル（CAPM）において、各ベンチマークに対して優位なリスク調整リターンを与えてくれる、効率的なポートフォリオの組み合わせを示す有効フロンティアです。

グローバル債券インデックスとブルーベイのポートフォリオのリスク・リターン



出所：Bloomberg 2018年2月末

(ご参考) 3年間のリスク・リターン

インデックス	ボラティリティ (%)	リターン (%)	シャープ・レシオ
グローバル総合 (米ドル)	5.19	2.11	0.3
グローバル総合 (米ドルヘッジ)	2.67	1.80	0.4
グローバル社債 (米ドル)	4.12	2.52	0.5
グローバル国債 (米ドル)	6.54	2.23	0.2
グローバル総合-欧州 (米ドルヘッジ)	3.27	2.26	0.5
グローバル総合-米国 (米ドル)	3.04	0.97	0.1
米国ハイ・イールド (米ドル)	5.40	5.74	0.9
EM外貨建て債 (米ドル)	5.08	5.80	1.0
EM現地通貨建て債 (米ドルヘッジ)	2.93	1.73	0.4
ブルーベ이의グローバル総合債券戦略	2.92	4.10	1.2
リスク・フリー	0.00	0.64	

出所: Bloomberg 2018年2月

グローバル総合 (米ドル) - Bloomberg Barclays Global Aggregate TR (USD)

グローバル総合 (米ドルヘッジ) - Bloomberg Barclays Global Aggregate TR (USD Hedged)

グローバル社債 (米ドル) - Bloomberg Barclays Global Aggregate - Corporates TR (USD)

グローバル国債 (米ドル) - Bloomberg Barclays Global Aggregate - Government TR (USD)

グローバル総合-欧州 (米ドルヘッジ) - Bloomberg Barclays Global Aggregate - European Euro TR (USD Hedged)

グローバル総合-米国 (米ドル) - Bloomberg Barclays Global Aggregate - United States TR (USD)

米国ハイ・イールド (米ドル) - ICE BofAML US High Yield Index TR (USD)

EM外貨建て債 (米ドル) - JPM EMBI Global Diversified Index TR (USD)

EM現地通貨建て債 (米ドルヘッジ) - JPM GBI-EM Global Diversified TR (USD Hedged)

リスク・フリー - Generic 1st 'FF' Future

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手数料や費用等は、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。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が、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.05%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

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（ダイレクト・レンディング戦略については、管理報酬その他管理事務に関する費用等が投資先外国籍リミテッド・パートナーシップにおいて）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ござい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、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