



# マルチ・アセット・クレジット戦略（MAC）

なぜ今MACの投資妙味が高まっているのでしょうか



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

2023年1月

マルチ・アセット・クレジット戦略（MAC）は過去10年間で、投資家の中で人気のある選択肢となってきましたが、その一つの理由として、伝統的な投資適格クレジット市場の利回りの低さが挙げられます。グローバルに中央銀行が政策金利をゼロ近辺にまで引き下げたことで、利回りを追求する動きが加速し、投資家はハイ・イールド（HY）やエマージング（EM）市場などのより利回りの高いクレジットに目を向けるようになりました。高利回りクレジットを1つのビークルで運用する便利な「パッケージ」を提供するMACはこのような需要から人気が高まりました。

問題は、金利が以前より高い水準で安定し始める時に、MACの原理は今後も成り立つかということです。当レポートでは、今日の世界におけるMACの強みを分析していきます。

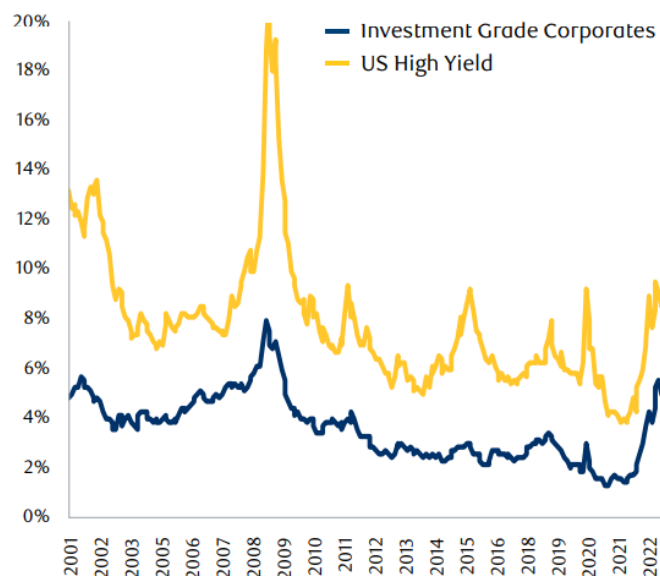
|                         | January 2013 | → | January 2023 |
|-------------------------|--------------|---|--------------|
| 米連邦準備制度理事会（FRB）政策金利（上限） | 0.1%         |   | 4.5%         |
| イングランド銀行政策金利            | 0.5%         |   | 3.5%         |
| 投資適格社債                  | 2.7%         |   | 5.2%         |
| ハイ・イールド債（米国）            | 5.7%         |   | 9.0%         |
| S&P500種指数（配当利回り）        | 2.3%         |   | 1.8%         |

出所：Bloomberg, 2023年1月1日時点  
 投資適格社債 = Bloomberg Global Aggregate - Corporate Index.  
 ハイ・イールド = US High yield: ICE BofA US High Yield Index.  
 S&P500種指数 = 過去12か月のグロス配当利回り

## 投資適格債 vs MAC

利回りを追求する動きは終わったのでしょうか。この問題の捉え方は投資家それぞれの見方に左右されますが、足元で投資適格債は、以下に示している通り再び魅力を感じるような利回りを提供していると考えられます。

### 投資適格社債及びハイ・イールド債の最低利回りの推移（米ドル）



出所：Bloomberg, 2023年1月1日時点  
投資適格社債= Bloomberg Global Aggregate - Corporate Index.  
ハイ・イールド = US High yield: ICE BofA US High Yield Index.

この分析を複雑にさせる要因にインフレがあります。今年はインフレ率の低下を予想しているものの、米国及び英国の足元のインフレ率は前年比でそれぞれ7.1%及び10.7%の上昇となっています<sup>1</sup>。ここでは、最終的な購買力を示す実質リターン(インフレ率を考慮した)が重要となります。投資家はインフレ率を考慮したリターンを気にする必要がありますが、年金基金にとっては負債に対するリターンが重要となります。

### 「最終的な購買力を示す実質リターン(インフレ率を考慮した)が重要となります。」

従って、投資適格債の利回りの上昇とともに、政策金利やインフレ率も上昇しているため、多くの投資家は投資適格債を通して得られる利回りを上回るような長期リターンを期待するでしょう。

<sup>1</sup> 米国CPI YoY季調前; 英国CPI EU統合YoY季調前, 2022年11月時点  
出所：Bloomberg

## MACとは何でしょうか？

市場には多岐に亘るMAC商品があります。HY社債やローン資産に焦点を当てた「限られた(narrow)」タイプの戦略や、あらゆる資産、流動性資産も対象とする「どこにでも行く(go anywhere)」タイプの戦略などが含まれます。一般的な資産クラスは下の表に示しています。

様々なMACに共通する特徴としてアクティブなアセット・アロケーションが挙げられ、これにより変化する市場環境に応じて幅広い資産クラスへのアロケーションの変更が可能となります。

### MACに含まれる一般的な資産クラス

#### 投資適格債

先進国市場の発行体により発行された投資適格債（BBB格以上）を指しています。

#### ハイ・イールド債

先進国市場の発行体により発行された非投資適格債を指しています。

#### バンク・ローン

変動金利商品は発行体企業の資産によって、通常担保されています。

#### エマージング債

エマージング諸国、または企業により発行された本国通貨建て（現地通貨建て）及び米ドル建て（外貨建て）債を指しています。

#### 金融資本債（CoCo債）

金融機関により発行された債券で、資本構成の一部となっています。

#### ストラクチャード・クレジット

住宅ローンや自動車ローン、リース、その他資産を担保とする債券やローンです。

#### 転換社債

上場企業によって発行された債券で、特定のタイミングで事前に決められた株数の株式に転換することができます。

出所：Bloomberg, 2023年1月1日時点

## 柔軟性は価値のある特徴である

MACポートフォリオが本来持っている柔軟性は、経済の不確実性が高まっている時において非常に有効であると考えています。2023年を通じてインフレがそれほど目立たなくなり、ロシアとウクライナの戦争が終結し、新型コロナが経済に与える影響が小さくなると予想（期待）しているものの、これらのことに確証を持っているわけではありません。

MACポートフォリオは三つの重要なレバーを用いて様々なイベントに対応することができます。



これら3つの要素が組み合わさることでポートフォリオの総リスクが決定されます。

1. **アセットアロケーション** – MACの資産構成は、例えば、投資適格債などの相対的に安全な選択肢と、EM債などの相対的にリスクの高い選択肢があります。キャッシュもアセットアロケーションにおける一つの選択肢であり、時としてポートフォリオを保護するために使われます。多くのMACは一つのアセットクラスへのアロケーションをゼロとすることを可能としており、これが各マネジャーが異なる資産クラスを様々なレンジで運用することにおいて大きな強みとなります。実際に、MACマネジャーは複数のマンドートを一つのMACポートフォリオに統合することで利益を獲得しています。

MACポートフォリオの柔軟性を示す具体例として、以下にブルーベイのMACに適応されているレンジを示しています。

### 組み入れ資産クラスのレンジの例

|                |                |
|----------------|----------------|
| ハイ・イールド        | 0% ————— ● 45% |
| ローン            | 0% ————— ● 45% |
| ストラクチャード・クレジット | 0% ————— ● 20% |
| Cocos          | 0% ————— ● 20% |
| 転換社債           | 0% ————— ● 15% |
| EM外貨建て債        | 0% ————— ● 45% |
| EM現地通貨建て債      | 0% ————— ● 20% |
| キャッシュ          | 0% ————— ● 35% |
| 先進国投資適格債       | 0% ————— ● 35% |

柔軟性を持つことと、それを使うことは別物です。例えば、当社のMACの旗艦戦略では、2022年のキャッシュ比率は最小値の2%から最大値の35%まで変動しています。また、バンク・ローンやEM現地通貨建て債を保有しない時もありました。その他の資産クラスについても、エクスポージャーは一年を通じて変化しています。

このような柔軟性は、リスク調整後で見ると魅力的な投資機会へのエクスポージャーの増やすことや、魅力が低下した市場への配分をゼロにすることを可能にするため、今後も重要な点になると考えています。

2. **銘柄選択** – もう一つのレバーは銘柄選択であり、マネジャーには膨大な数の証券から選択が出来ます。リスクの観点から見て、リスクを増減させる主な方法は、信用リスクの引上げや引下げを行うことです。例えば、リスクを減らしたい場合は、低格付けの債券（格付けB格以下）を売却し、高格付け債券への配分を増やすことがその方法になります。

もう一つのリスク管理のアプローチは、特定のセクターを選好、もしくは避けることです。例えば、2022年のHY債市場は、エネルギーセクターが最も良好なパフォーマンスとなったのに対し、放送セクターは最も冴えないパフォーマンスを記録しました。MACのマネジャーは、アンダーパフォームする可能性が高いセクターを完全に回避し、より高いリターンが期待できるセクターをオーバーウェイトする柔軟性を備えています。

成功を収めているMACマネジャーにおいて一つの重要な要素は、HY債とEM市場の投資機会を比較するかなどの、クレジット・セクターにおける投資機会の魅力を明確に評価するプロセスを持っています。最終的な目標は、クレジット・セクター全体において、最も確信度の高いアイデアで構成されるポートフォリオを構築することです。



3. ヘッジ – MACポートフォリオの柔軟性として、投資リスクのヘッジが可能であることも挙げられます。例えば、MACマネジャーは金利上昇によるポートフォリオへの影響を一部、もしくは完全なヘッジ（回避）が可能です。あるいは、MACマネジャーがHY債市場の短期的な下落を予想するものの、債券の売却コストは負担したくない場合、下落リスクをヘッジのためにデリバティブを購入することができます。

**「ヘッジ戦略は長期に亘りプラス・リターンを生み出す一方で、ポートフォリオにとって長期的なコストにはならないと考えています。」**

MACポートフォリオの大半は債券クーポンやキャピタル・ゲインからリターンを得られるように設計されています。ヘッジは「日常的」な機能ではないものの、経済的ストレスがかかる時期には、重要な役割を果たすことがあります。多くの経済国で金利がピーク水準に達し、多くの先進国及びEM市場においてリセッションが予想される中、短期的なヘッジは資本防衛という重要な役割を担っています。

MACマネジャーは様々な方法でヘッジを行っています。優れたヘッジ戦略は長期に亘りプラス・リターンを生み出し、ポートフォリオの長期的なコストにはならないと考えています。



## デフォルト率の上昇についてどのように考えていますか？

経済ストレスの高まりと金利上昇により債券発行体のデフォルト率は上昇する傾向にあります。今年のデフォルト率は、ここ数年の非常に低い水準から上昇すると予想しています。

こうしたときには、規律あるクレジット分析が奏功すると考えています。優れたクレジット・マネジャーは、発行体がデフォルトに陥る確率を分析し、減損やデフォルトの可能性のある債券を回避することが期待できます。完璧な科学はないため、予期せぬことが起きる可能性はあり、実際に起こってしまうこともあります。しかし、クレジット・マネジャーが長期に亘り成功を収めるには、減損する可能性のある債券を回避する能力が重要になってきます。

2023年のデフォルト率については、デフォルト率は上昇するものの、緩やかなリセッションの水準に留まると予測しています。米国ハイ・イールド債市場のデフォルト率（債券銘柄数ベース）は、2021年及び2022年ともに1.5%でした<sup>2</sup>。2023年及び2024年には3%から4.5%に上昇すると予想しています。

たとえデフォルト率が上昇しても、それは高利回り債やMACを避ける理由にはなりません。現在提供される利回りは予想されるデフォルト率の上昇を埋め合わせる水準にあり、もしマネジャーが全て、または大半のデフォルトを回避できれば、より高いリターンを達成することができますと考えています。

## 「利回りによるクッション」

超低金利の時代がすぐに戻ってくるとは考えていません。実際には、中央銀行はゼロ金利政策への回帰を避けるために最大限に努力するとみています。このことから、「利回りによるクッション」効果が発揮され、プラスの債券利回りにより債券投資家はネガティブ・リターンからある程度防衛されるとみています。例えば、ある債券の年間利回りが6%であれば、市場がおよそ6%下落しない限り、年間パフォーマンスはマイナスにならないということです。高利回りであればあるほど、クッションが厚いということを意味しています。

## 「超低金利の時代がすぐに戻ってくるとは考えていません。」

債券と対照的に、株式配当利回りはここ数年に亘り、フラット、あるいは低下しています。1ページ目の表を見ると、S&P500種指数の配当利回りは、当レポート執筆時点で1.80%であり、10年前の2.3%から低下しています。MACポートフォリオの利回りは、多くの株式指数よりかなり高くなっています。

<sup>2</sup> JPM High Yield Bond and Leveraged Loan Market Monitor, 2022年12月時点

## 柔軟性は重要な特徴です

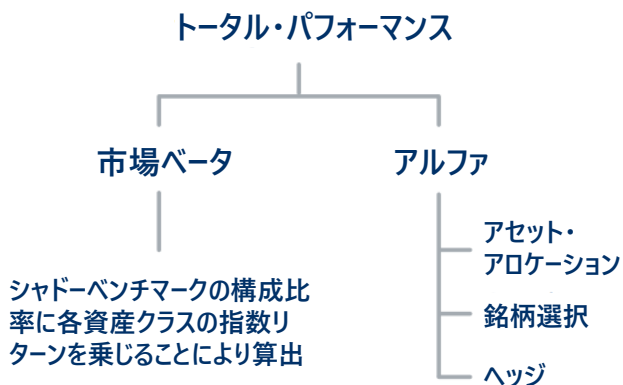
MACの大きな強みは柔軟性ですが、そのコストとして、マネジャーパフォーマンスを分析し、理解するために、より多くのガバナンス面での時間や努力が必要となります。

大半の伝統的な債券戦略では、パフォーマンスは指数ベンチマークとの比較で計測され、例えば、ターゲットが指数+2%のリターンなどと示されています。これにより、マネジャーパフォーマンスの評価やベータとアルファの分解を容易に行うことができます。

MACポートフォリオの多くは、キャッシュをベンチマークとしており、例えば、一つのクレジット・サイクルでキャッシュ+4-6%のリターンを目標とすることがあります。これは、長期的な評価方法として有効ですが、広範なクレジット市場がネガティブ・パフォーマンスとなった2022年のような年には適用しづらいものです。

**「MACの大きな強みは柔軟性ですが、そのコストとして、マネジャーパフォーマンスを分析し、理解するために、より多くのガバナンス面での時間や努力が必要となります。」**

その他にも、様々なアプローチもあり、ブルーベイのアプローチは短期的な相対パフォーマンスの方向感を示す「シャドーベンチマーク」を使用しています。例えば、HY債30%、バンク・ローン10%、ストラクチャード・クレジット10%、転換社債10%、CoCo債10%、EM市場30%という構成として、トータル・パフォーマンスは、以下のように4つのパケットに分けています。



このようにすることで、いかなる期間において投資マネジャーがバリューを生み出すことができたかどうかを明確に示すことができます。

## まとめ

MACへの投資タイミングとして、今が適しているかどうかの質問を投げかけました。以下が投資すべきと考える6つの重要な理由となります。

- 1. 柔軟性** – 経済の不透明感が強い時代で、柔軟性から得られるリターンが高まる中、MACは今後の不透明感を切り抜けるツールを提供していると考えています。
- 2. インフレをオフセットする** – 高利回り債資産にエクスポージャーを持つことで、名目リターンにインフレが与える影響をオフセットすることに役立つと考えられます。
- 3. ヘッジ能力** – 不安定な市場で、短期的な元本保全を目的としたヘッジを適用することで、リターンをより高めることができると考えています。
- 4. ゼロウェイト** – 債券資産クラスのアロケーションが固定されている場合と比較して、問題を抱える市場を避けることができるのは、大きな強みであると考えています。
- 5. 株式と比較して魅力的な利回り** – 債券市場の利回りはここ数年で上昇しており、例えば、2023年を迎えた時点で、米国HYインデックスの利回りは9%、バンク・ローンの利回りは10.8%、EMソブリン債市場の利回りは8.6%となっています<sup>3</sup>。それと対照的に、S&P500種指数の配当利回りは1.8%となっています。
- 6. 「希望」は戦略ではありません。** – 未来がどうなるか分からないのであれば、希望よりも柔軟性の方が優れた戦略でしょう。

<sup>3</sup> 2023年1月1日時点 USハイ・イールド：ICE BofA US High Yield Index；バンク・ローン：JP Morgan Leveraged Loan Index；EMソブリン債市場；J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index (米ドル)

## 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 | エマージング債 | 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



RBC BlueBay  
Asset Management