



グローバル国債: リスク分散とリターン最適化



カスパー・ハンス
シニア・ポートフォリオ・マネジャー



デビッド・ホースバーグ
クライアント・ソリューション
部門ヘッド

RBCブルーベイ

2023年7月

投資アプローチに僅かな調整を加えることが、主要国債のアロケーションにおけるリターンの向上やリスクの低減につながります。

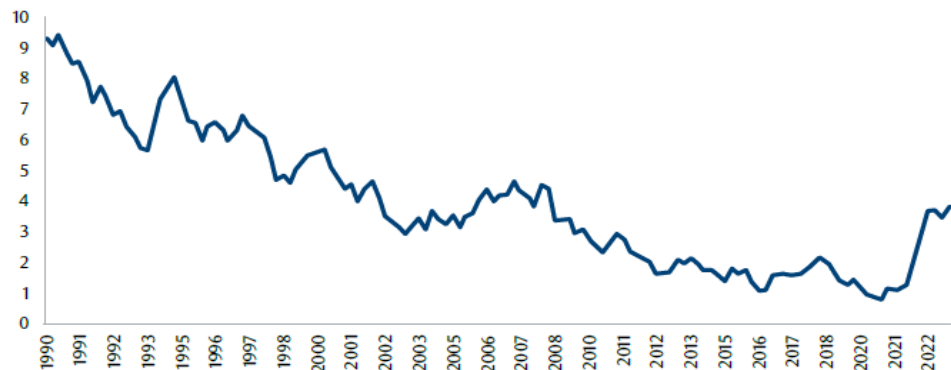
債券利回りが魅力的な環境では、アクティブ・マネジャーがグローバル・ソブリン債券市場のばらつきを活用してアルファを生み出す機会が豊富にあると考えています。このレポートでは、下記の要点について説明します。

- **なぜアクティブ** – 債券にはアルファ獲得機会が豊富にあり、ポートフォリオ・マネジャーは株式投資家よりもリターン獲得のためのツールを多く持っています。
- **なぜグローバル** – 投資機会で見ると、英国市場は魅力に欠けます。グローバルに目を向けることで、利回りや信用の質を高めることができるほか、分散化が図れます。
- **なぜ今** – コロナ後、グローバル経済はそれぞれ異なる道筋を進んでいます。これは、アクティブな投資アプローチや、深いファンダメンタルズ分析によって、より多くの投資機会を見つけ出せることを意味します。

なぜアクティブ? - 忘れられたツール

債券はアルファ獲得機会が豊富にあるアセットクラスですが、利回りが過去30年かけてゼロに近づくなか、その投資機会は見過ごされていました。適正なアプローチを有するポートフォリオ・マネジャーは、一貫してベンチマークを大幅に上回る超過収益目標を掲げ、リターンを生み出してきました。

図1：グローバル総合債券指数の最低利回り（%）



出所：Bloomberg、2023年5月

今日の債券指数の利回りは、社債及びソブリンともに、過去15年来の水準に達しています（図1）。これは債券を保有することで報酬がもらえ、直接的なアプローチやパッシブ・アプローチに加えて、大幅なアップサイドを狙ってアクティブに投資をすることで報酬を得られることを意味します。株式と同様に、アクティブなアルファ・リターンを獲得する重要な条件として、**最適なオポチュニティセット**やばらつき、独自の分析、強固なファンド構築、リスク管理が必要となります。

しかし、株式と異なり、リスクを取る際に、「アンダーウェイトもしくはオーバーウェイト」する以外にも多くの手段があります。これには複雑さは伴わず、クーポン収入を得たり、ベンチマーク比較でポジションをとるだけでなく、以下の点も可能です。

- 満期の調整やデュレーションの変更、イールドカーブの形状変化に関連するリスクなどを取る
- 個別債券の為替もしくは金利のリスクをとる、または取り除く
- 二つの銘柄間の相対パフォーマンスに着目した取引を構築する

加えて、流動性や取引環境を理解し、デリバティブを厳選した場面で活用することで、マクロのボラティリティに対する防衛の役割も期待できます。

なぜグローバル？ - 機会を増やす

オポチュニティ・セットは重要だと考えています。例えば主要国債の中でも英国債は金利という一つの要素と単一の経済要因に左右されるシンプルな資産クラスといえるでしょう。投資ユニバースを拡大することで、アルファ獲得の機会が増えることから、ポートフォリオ・マネジャーは最も魅力的な投資を選択し、様々な経済状況から恩恵を受けられると考えています。

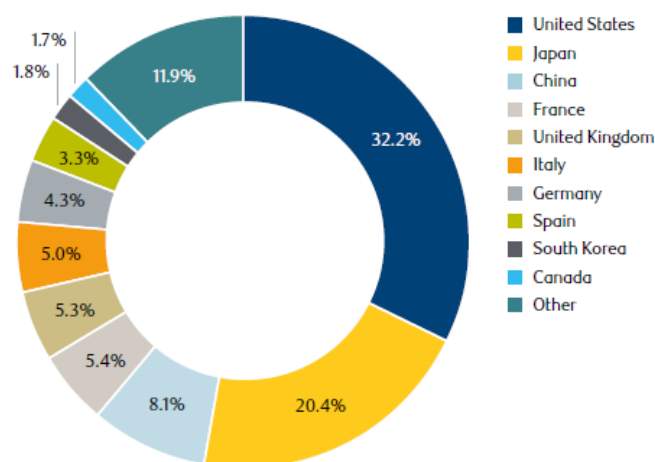
グローバル国債という資産クラスは、幅広さとばらつきが強みだと考えています。米国やユーロ圏、日本、中国、英国が発行債券の90%を占めているものの、全体では45カ国、27の通貨から成り立っています。平均格付けはAAで、現在の格付けがAA-の英国より1ノッチ高いです。利回りは英ポンドヘッジ後で4.8%あり、英国10年債利回りより30bps高い水準となっています（2023年5月31日時点）。投資の世界において、エクスポージャーをより分散することで、より高い利回りと高い信用格付、という二つのメリットを得られることは珍しいと考えています。



グローバルに投資対象を拡大することの最もわかりやすいメリットは、高利回り資産への投資が可能になることです。国ごとに利回りは高くなったり、低くなったりしますが、細部を見ると、ヘッジ・コストという落とし穴があります。これは実際のコストや利益であり、通貨の換算時に利回りが変化します。為替リスクをヘッジすることで、事実上その通貨を借りていることとなりますが、そのコストはその通貨の金利差やキャリーの差となります。

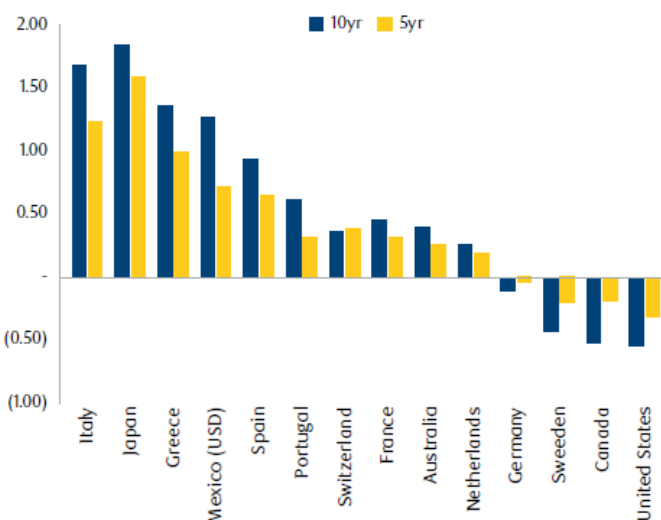
通貨ペアによっては、利回りが低下することを意味しますが、例えば英国では、英国金利自体がその他大半の国の金利よりも高いことから、ヘッジ後で多くのソブリン発行体の利回りが上昇することになります。米国など、英国よりも金利が低い国の場合でも、英国と比較して経済見通しがかなり明るいことから、より深みのある、流動性に富んだ市場による恩恵を受けられるのです。

図2：ブルームバーググローバル総合国債指数の発行体別比率



出所：ブルームバーググローバル総合国債指数（米ドルベース）、2023年5月31日

図3：英ポンド建てで見た場合の各国の10年債利回り

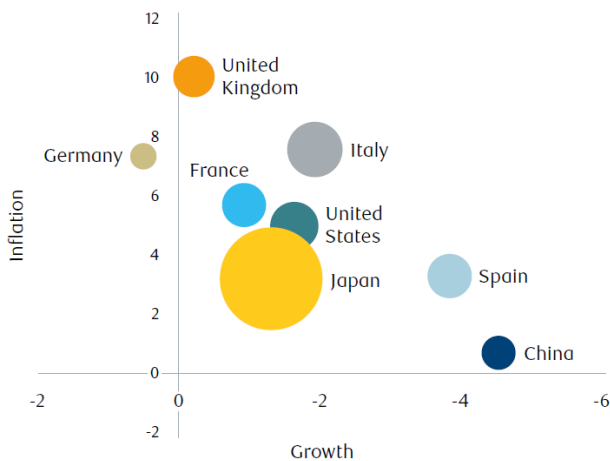


出所：英ポンドヘッジ後の各国の10年債利回り、2023年5月31日

なぜ今？ - 市場の混乱を活かす

新型コロナは、グローバル貿易とインフレに大きな影響を与えました。各国がモノや価格を巡って競争を繰り広げることで、地域ごとに著しく異なる結果をもたらされ、結果として個別国の経済の見通しにも差が広がりました。勝者と敗者が現れるなか、各国がそれぞれの戦略で対応したことで、金融サイクルのどの局面にいるかは国ごとに異なっています。

図4：各国の成長及びインフレ率と対GDP比の債務
(丸の大きさ)



出所：IMF2023年1-3月期の前年比成長率とインフレ率、丸は2023年末の対GDP比の債務（推定）を示しています。

今日、利上げのピークを迎えてしばらく経ったエマージング諸国や、サイクルのピークが近づきつつある英国や米国、依然イールドカーブ・コントロール政策を実施している日本の間で大きな金利差が見られています。過去10年に亘り利回りがほとんど無かったこの資産クラスは今、利回りが上昇し、多くのゆがみをもたらしています。逆イールドの利回りカーブは将来に対する異なる予測を示唆しており、アウトライートのロングやショート、相対価値に基づくポジションの投資機会をもたらしています。

短期債利回りは金利の影響を受けるものの、長期的にみると、利回りは経済パフォーマンスや将来の金融及び財政政策に対する予測によって左右されます。それが格付けに反映されますが、信用力が需要に影響をもたらすため、格付けに応じて異なる水準の利回りが設定されます。このことが、同じ通貨同盟で単一通貨を共有しているにも関わらず、23年5月末でドイツは10年間年率2.3%で借りられるのに対して、イタリアはそれに1%も上乗せされた年率3.4%の利息を支払う必要がある理由を説明しています。

インフレ率の上昇は、金融政策のさらなる引き締め必要性を示唆し、成長見通しを抑制します。そして、成長が抑制されることで、GDP成長が細り、対GDP比で見た債務に圧力が加わります。同じような格付けでも、足元の経済状況は大きく異なる可能性があり、見通しや将来の予測については尚更です。債務管理や成長支援に積極的な国もあり、アクティブなポジションを活用することができます。

結論

経済見通しは引き続き不透明であるものの、当市場でリターンを得ようとするアクティブ投資家にとって、この環境は取引アイデアを構築する上で追い風になるとみえています。また、このミスプライスが投資環境を左右する状況は構造的に続くと考えています。分散と力強いリターン特性という二つのメリットも、グローバル国債へのアクティブ投資がアセットアロケーションで重要な役割を發揮すると考える理由です。



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	イマージン債	パレリクティド・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。その他、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が替変動

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