

# 世界的な金利上昇局面における 債券投資戦略を考える

PGIMジャパンでは、主要アセットクラスをテーマに、年間を通じて勉強会を行っている。今年3月の不動産、5月の株式に続く第3回目は、PGIM債券投資セミナーと題し8月29日に東京で開催された。マーサージャパン株式会社シニアコンサルタントの小野健史氏、PGIM フィクスト・インカムのグローバル／マクロ責任者のアーヴィンド・ラジャンを講師に迎え、グローバル債券投資を通じたリスク分散と収益機会の多様化について考察した。本稿は、その講演要旨をまとめたものである。

## 第1部 『債券系インカム戦略の位置づけと具体例』

### 運用機関へのアウトソースも一案

マーサージャパン株式会社 シニアコンサルタント **小野 健史氏**



#### 市場の下方硬直性を視野に入れた インカム戦略は最近のトレンド

年金基金におけるポートフォリオは従来、国内外の株式・債券にオルタナティブといった5つの資産クラスによる管理が一般的だった。これがリーマン・ショックを経て、安定資産と収益追求資産という目的別二層化ポートフォリオに移行してきた。市場動向に応じた機動性の高い投資が叶う点がメリットだ。収益追求資産を中心に、市場の下方硬直性をある程度、視野に入れつつ投資する考え方が広がってきた。中でも、株式であれば配当、債券ならクーポンに着目したインカム戦略は最近のトレンドだ。今回は債券系のインカム戦略に絞って話をしたい。

先進国では長らく金融緩和が続いていたが、2016年半ば頃を境に引き締め局面に入っている。各中央銀行のコメントからも、程度の差こそあれ、世界的に金利上昇が続くことが予想される。先進国国債への投資でリターンを上げることは難しい状況だ。とはいえ、株式やオルタナティブへの投資は資産全体のリスクが上がるためそう簡単ではない。キャッシュへの投資もマイナス金利の環境下で困難だ。こうした環境下では、債券の中でインカムを中心に取っながらリターンを得ていく方策を検討したい。

#### アウトソースで債券ベンチマークの 非効率性から脱却できるメリットが

債券系インカム戦略を検討する際には、A)「クレジット・リスク」および「流動性リスクの許容」、B)「複雑性」の許容、C) 投資タイミングを含めた運用機関へのアウトソースの3点を念頭に据えたい。

クレジット・リスクや流動性リスクを許容することで、より高いイン

カムの獲得を目指し、下落局面での下支えを期待することができる。代表的な資産クラスとしては、

①エマージング債券(現地通貨建て)②ハイ・イールド債券③バンク・ローン④プライベート・デット⑤バイ&メインテイン・クレジットの5つがある。こうした債券はそれぞれ特性が異なり循環性がある。足元のクレジット市場を見ると、米国ハイ・イールド市場では過去平均と比べてもスプレッドは縮小しており、累積リターンを見ても2008年10月末以降、米国ハイ・イールド債券は年率約+11.5%、米国バンク・ローンは、年率約+7.5%など、いわば出来すぎの状態であり、手が出にくい。

担保付ファイナンス戦略は、金融危機以降の規制変化に伴い発展を続けている新たな投資機会だ。戦略によっては安定的にスプレッドを稼げるものの、個別性が強く担保の構造を理解する必要があるなど参入障壁は高く、複雑性を許容することが必要だ。「非流動性」「複雑性」「相対取引」の3つの特徴から個別戦略は位置付けられる。

債券系のインカム投資では、クレジットの循環性などを考慮すると複数の資産にまたがる戦略を採用するのが無難だ。異なる市場への投資タイミングを含め運用機関にアウトソースすることで、債券ベンチマークの非効率性から脱却できるメリットが期待できる。マーサーでは、絶対収益追求型債券、アンコンストレインド債券、マルチアセットクレジットの3つの運用戦略をこのカテゴリで管理している。海外ではキャッシュの代替として意識されている絶対収益追求型債券や株式の代替としても投資できるマルチアセットクレジットなど、リターンとともにそれぞれ流動性やリスク要因は異なる。事務負荷や運用コストは増加するが、運用機関にマナドントを与えるのも一案だ。

第2部 『グローバル債券投資のすすめ』

顕著な分散効果と投資機会の大幅な拡大

PGIMフィクスト・インカム グローバル/マクロ責任者 **Arvind Rajan** (アーヴィンド・ラジャン)



多様な投資機会とアクティブ運用の重要性

グローバルな債券投資は、日本の投資家にとっても3つの理由で魅力が増している。1つは、自国市場に対する金利集中リスクを緩和できること。2つ目は、クレジットのエクスポージャーを世界中のクレジット・セクターや発行体に可能な限り幅広く分散できること。3つ目が国やセクターの配分、銘柄選択を通じて、最良のグローバルなタームプレミアムや信用スプレッドをダイナミックに獲得できることだ。

グローバル債券指数の時価総額は約50兆米ドルに及び、日本の債券市場の5倍の規模だ。セクターも多様で国債はもとより、地方債、社債、エージェンシー、ストラクチャード商品などに幅広い選択機会を提供している。加えて、利回りにおいてもヘッジ後でも国内債券を上回っている。グローバル債券はセクターや発行体によって、リスクプレミアムは多様であり、その内容は株式とは異なっている。だからこそ資産分散ポートフォリオに組み込む意味がある。

実際にグローバル債券に投資する上では、投資家はアクティブ、パッシブ何れの運用戦略を採用するかに加え、各種債券セクターへのアロケーションを自ら管理するか、包括的なグローバル・マナデートを通じて運用者にこれらのアロケーションを委託するかを選択を迫られる。包括的なアクティブ・マナデートは、デュレーション、通貨、クレジットの各リスクを切り分けそれぞれの領域で最適なポジションを構築できる点でアドバンテージを持つと我々は考える。

このようなグローバル債券ポートフォリオではデリバティブを慎重かつ適切に活用することが有効だ。

なぜなら、特定のリスクプレミアムを分離すると同時に金利リスクや為替リスクをヘッジすることで、イールドカーブや通貨、クレジットの最適な構築ができるからだ。

為替ヘッジの有無については、多くの日本の投資家にとっては円にヘッジするほうがよいだろう。ヘッジなしのグローバル債券指数は、通貨のようなボラティリティを持っている。円ベースの投資家にとって、同指数における金利リスクは約3.5%、スプレッドリスクは1.5%未満なのに対し、通貨リスクはリスクプレミアムがゼロに近いにも係らず約9.5%と圧倒的に高い。

国内債券からの分散対象としてのヘッジ付きグローバル債券

グローバル債券は国内債券の代替になり得るのか、それとも分散投資の対象なのか。過去15年間のG10諸国の10年物国債利回りの動向を見ると、何れも低い水準に収斂してきているが、一方で最も低位での推移が続く日本国債と他の国債市場との相関は例外的に低い。また、日本国債のイールドは極めて低いため、今後のリセッションに際しても更なる低下余地は限定的であり、株式等のリスク資産下落に対する防御的役割はあまり期待できないが、これに対してグローバル債券は優位性を提供することが期待される。

こうしたことから、グローバル債券は国内債券の代替ではなくむしろ分散投資対象としてのメリットがあると言える。過去15年間の推移を見ると、日本においてはヘッジ付きグローバル債券は国内債券対比でややリスクが高いものの、その見返りとして分散効果と追加的なリターンを提供している。投資機会の拡大に伴う潜在的なアルファ増を勘案すれば追加的なリターンの可能性はアクティブ運用により更に高まる。

更に、債券ベンチマークにもとづくグローバル債券投資の代替として、PGIMではベンチマークを持たないグローバルな債券投資として3つの戦略を提供している。これらの戦略は何れも、ベンチマークの金利特性に縛られずに、あらゆるセクターからアルファの源泉を発掘できるメリットがある一方、金利が横這い又は下落する局面ではベンチマーク運用をアンダーパフォームする可能性がある。

|                      | アブソリュート・リターン戦略                                    | マルチアセット・クレジット戦略                                | グローバル・アブソリュート・リターン戦略                           |
|----------------------|---|--|--|
| 目標超過リターン (クロスベース)    | +300 bps  | +350 bps                                       | +425 bps                                       |
| ベンチマーク               | IECバンクオブアメリカ・メリルリンチ米ドル3ヵ月LIBORインデックス <sup>1</sup> | 米ドル3ヵ月LIBORインデックス                              | 米ドル3ヵ月LIBORインデックス                              |
| トラッキングエラー vs. ベンチマーク | +450 bps  | +600 bps                                       | +800 bps                                       |
| 超過リターンの源泉            | デュレーション/カーブ/通貨<br>銘柄選択 75bps<br>セクター配分 150bps     | デュレーション/カーブ/通貨<br>銘柄選択 100bps<br>セクター配分 215bps | デュレーション/カーブ/通貨<br>銘柄選択 125bps<br>セクター配分 160bps |
| 主要対象地域               | 主に米国  | グローバル  | グローバル  |
| 担当運用チーム              | マルチセクター   | マルチセクター  | グローバル・ブロード・マーケット                               |
| 投資可能ユニバース            | 全ての債券セクターおよびデリバティブ                                | 全てのグローバル・クレジット・セクター (投資適格未満が中心)                | 全ての債券セクター、金利、通貨、デリバティブ                         |

過去の実績は将来の成果を保証するものでも、信頼できる指標でもありません。リスク、ネット・リターン、ベンチマークを含む重要な開示事項については、巻末のディスクレマーをご参照下さい。

本資料は、2018年8月29日に開催されたPGIM債券投資セミナーにおける講演要旨をPGIMジャパン株式会社がまとめたものです。本資料は情報提供のみを目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。

本資料の第1部『債券系インカム戦略の位置づけと具体例』講演要旨は、マーサージャパン株式会社シニアコンサルタント小野健史様の承諾を得て採録したもので、以下の留意事項をご参照ください。

マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び(又は)その関係会社を含むものとします。本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、本資料で触れられている有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売却の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性を十分にご検討ください。本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。本資料で明示される所見、評価、及び(又は)意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。本資料で使用されているシミュレーションによる運用実績等の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性や将来の運用成果を約束するものではありません。本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性がございます。マーサー・レーティングとその意味の詳細な説明については、当社営業担当者にお問い合わせください。マーサーの利益相反に関する開示については、当社営業担当者にお尋ねいただくか、又はwww.mercer.com/conflictsofinterestをご覧ください。本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。

本資料の第2部『グローバル債券投資のすすめ』については以下の留意事項をご参照ください。

PGIMフィクスト・インカムは、1940年投資顧問法に基づき米国で登録している関連投資顧問会社であるPGIM インクおよびプルデンシャル・ファイナンシャル・インクを通して事業を行っています。PGIMフィクスト・インカムはニュージャージー州ニューアークを本社とし、世界における次の事業も含まれます。(i) ロンドンのPGIM リミテッドにおけるパブリック債券部門、(ii) 東京のPGIMジャパン株式会社(PGIM Japan)、(iii) シンガポールのPGIM(シンガポール)におけるパブリック債券部門。プルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするブルーデンシャル社とはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、米国労働省によって定義されている受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見及び推奨を示したものです。本資料に記載した情報は、現時点(または本資料に記載したそれ以前の日付)における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより(直接的、間接的、または派生的に)被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮していません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下していません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反: PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A部をご覧ください。

日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社(以下、当社)が情報を提供しています。本資料に記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したものです。その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではなく、投資に関する判断材料として用いられるものではありません。本資料でご紹介している戦略への投資にあたっては、当社と投資一任契約を締結して頂くことを前提としています。【リスクについて】当社が投資を行う金融商品(市場デリバティブ取引および店頭デリバティブ取引を含む)の主たるリスクとして価格変動、流動性、カントリー・リスク、為替リスク等がありますが、これらに限定されるものではありません。また、これらのリスクによって元本欠損が生じる、または当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。【費用について】費用として投資顧問報酬(資産残高に対し最大1.08%(税抜1.00%)の逓減料率)が発生します。一部の戦略では、前記の基本料率に加え成功報酬を頂く場合があります。別途、有価証券売買委託手数料や、有価証券の保管等に係る諸費用が費用として発生しますが、運用状況により変動するため、事前に具体的な料率・上限額を表示することができません。前述のとおり、金額およびその上限額を記載することができない費用があるため、お客様が支払うべき手数料の金額の合計もしくはその上限を記載することができません。当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国ブルーデンシャル社とはなんら関係がありません。