

激変する債券の運用環境

リターンの柱がベータから アルファへシフト

債券 | 債券運用部門 | インベストメント・インサイト | 2018年

債券市場では根本的なシフトが起こりつつあります。金利上昇の新たな時代を迎え、世界中の債券運用者が運用方法の見直しを迫られています。アルファ創出を通じたリターンの向上に焦点を当てると同時に、ポートフォリオに債券を組み入れることにより分散効果の実現を企図するアクティブ・マネージャーに、投資家は注目すべきだと思われます¹。

過去10年にわたり金融緩和が続けられるなかグローバル金融危機を受けて、各国の政策当局は金利を引き下げて景気の底上げを図りました。債券運用者にとってリターンを得ることはさほど困難なことではありませんでした。市場全体にわたるシステム的な効果（ベータ）が、個別のイデオシンクラティック要因（アルファ）の寄与よりもはるかに大きかったからです。利回りが低下基調をたどるに伴い、市場全体を通じて債券価格が上昇しました。単に債券市場に投資するだけで、まずまずのリターンが得られたのです。

しかしながらこうした状況は一変しました。市場がほぼ正常化した今、もはや市場に参加するだけでは、十分なリターンを得ることはできなくなりました。デユレーションやクレジット、イールドカーブのポジショニングについてアクティブな選択を行うことが、かつてなく重要になっており、そうした選択を間違えると、投資機会を喪失するばかりか損失を被ることもなりかねません。

筆者



JIM CARON

マネージング・ディレクター
グローバル債券チーム
運用責任者

¹ 分散化によっても損失リスクは排除できません。



ベータの時代は終焉へ

債券市場全体にわたり無差別的にリターンを押し上げた金融緩和策には終止符が打たれつつあります。しかしながらこの過程は決して平坦なものではなく、その波及効果は予測が困難です。

一つ明確なのは、資産のバリュエーションが今後正常化し、個別のファンダメンタルズ特性に見合う水準へと収斂していくと思われることです。こうした正常な状態への回帰が意味するものは、競争的なリターンを獲得するためには、運用者はこうした銘柄個々の特性を見極め、運用成績の向上につながる必要があることです。今後は個別債券や市場セグメントの詳細な分析（アルファ創出）が、債券投資のリターンの牽引役として中心的な役割を担う公算が極めて大きくなるとみられます。

ベータが債券のリターンの柱となっていた時代は、実際には2007～08年の金融危機のはるか以前に遡ります。ほぼ40年近くにわたり、利回り低下が債券リターンの最大の原

動力となってきました。事実、1989～2017年のブルームバーグ・パークレイズ米国アグリゲート債券インデックスの年率リターンは平均6.4%に達しましたが、このうち95%はデフレーション、すなわち債券市場全体にわたる利回りの低下に伴うベータ効果によるものでした²。

したがって我々は、ベータからアルファへのリターンの支配的な牽引役のシフトが、債券の新時代の本格的な幕開けを告げることになるとみています。2018年初期までに、主要中央銀行の大半は金融緩和政策を終了したか、終了に向けて舵を切りました。今年初来のインデックス・リターンを2008～17年の10年間の金融緩和時代のリターンと比較すると、新時代の幕が上がりつつあることが分かります：金融緩和の終了とともに、これまでの10年間のリターンの原動力となってきたベータ・エンジンが、減速を始めているのです（図表1）。

市場に参加する（ベータ）だけでは、もはや十分ではありません。この先健全なリターン

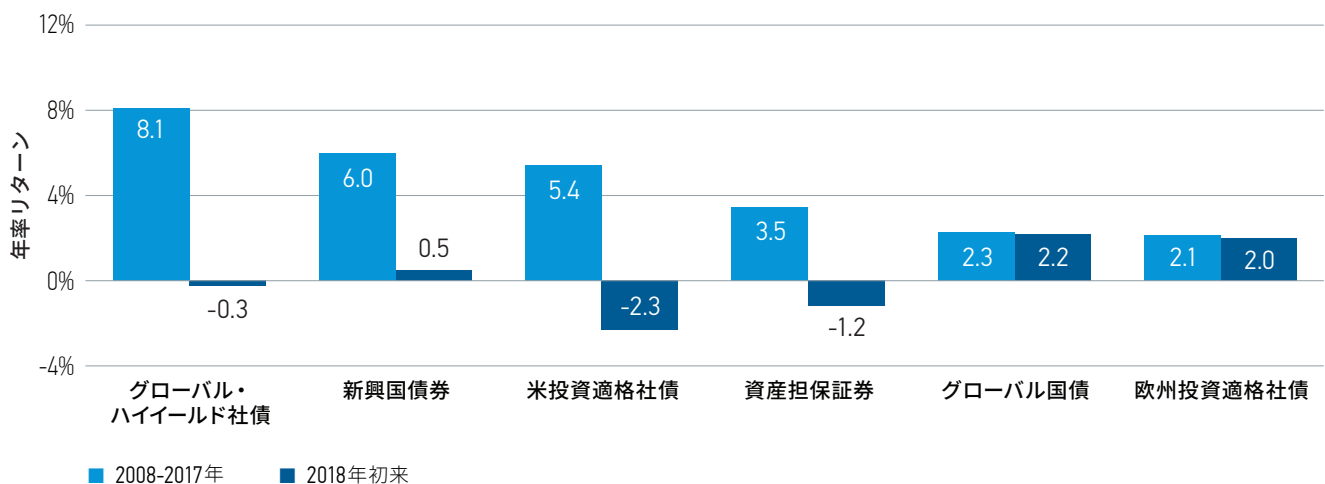
を生み出すためには、債券投資家はアルファ戦略を通じて市場全体をアウトパフォームする潜在力を持つアクティブ運用者に、運用を委ねることが必要だと思われる。

新たな時代においても、債券はポートフォリオ分散の役割を担う

アルファがリターンの牽引役となる時代へのシフトに伴い、投資家はポートフォリオの分散の観点から、債券の役割を疑問視する誘惑に駆られるかもしれません。株式と債券の相関性がマイナスであることは、ポートフォリオに両者を組み入れることで強い分散効果が発揮されることを示唆していますが、そうしたマイナスの相関性は金融緩和政策と関りがあることを、一部のリサーチが明らかにしているからです³。金融緩和時代の終焉が近づきつつある今、投資家が将来的な債券の分散効果を疑問に思うことは、理に合っているのかもしれませんが、

そうした疑問に対する我々の答えは、債券は引き続きポートフォリオ分散の極めて重要な役割を担うことに疑問の余地はない—来

図表1
金融緩和の終了を受けて債券投資は新たな時代を迎える



出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント データは2018年3月31日現在。インデックスのパフォーマンスは説明目的でのみ提示したもので、特定の投資のパフォーマンスを表すことを意図するものではありません。過去のパフォーマンスは将来の投資成果を保証するものではありません。1年未満のリターンは年初来の累積です（年率ベースではありません）。

投資には元本を喪失するリスクなど種々のリスクを伴います。一般に、債券投資はクレジット・リスクや金利リスクにさらされます。ハイイールド債への投資はより高いクレジット・リスクや流動性リスクを伴う可能性があります。外国証券には通貨、政治、経済、市場リスクが伴います。エマージング市場への投資は海外の先進国への投資よりも大きなリスクを伴います。投資家は各資産クラスのリスクについて、投資を行う前に入念に検討する必要があります。

² データはブルームバーグ・パークレイズ米国アグリゲート債券インデックス(1989-2017年)に基づきます。

³ システミック・リスクおよびシステマチック・バリュー：株式と債券のリターンの相関性 (Systemic Risk and Systematic Value: “The correlation of equity and bond returns” <http://www.sr-sv.com/the-correlation-of-equity-and-bond-returns/>)

図表2
利回りがクッション役を果たすか否かで大きな違い

A格社債インデックス	1990年代	現在
利回り	7.4%	3.7%
米国債利回りが 50 bps 上昇した後の推定トータル・リターン	4.9%	0.2%
米国債利回りが 100 bps 上昇した後の推定トータル・リターン	2.2%	-3.5%

出所：ブルームバーグ・バークレイズA格社債インデックス データは2018年6月13日現在。1990年代のリターンは1990～99年の平均。スプレッドは一定と仮定し、金利変動のみによる影響を分析。インデックスのパフォーマンスは説明目的のみ提示したもので、特定の投資のパフォーマンスを表すことを意図するものではありません。過去のパフォーマンスは将来の投資成果を保証するものではありません。予測/推定は現在の市場状況に基づくもので、変更される可能性があり、実現するとは限りません。

るべき新時代においても、今後長い年月にわたる多くの市場サイクルを通じて一という事です。しかしながら我々は、ポジティブなリターンを上げ、分散メリットを実現するためには、高度なアクティブ運用のスキルが極めて重要だと考えています。

課題:利回りのクッションはほとんどない

債券投資によって競争的なリターンを上げることは可能だと思われませんが、そのためには過去数年と比べて高いスキルが要求されるでしょう。最大の課題の一つは、金利上昇の影響を吸収するための利回りのクッションがほとんどない状況において、金利リスクを管理することです。

この点に関して重要な比較ができます。金利がより高水準だったグローバル金融危機前の時代には一さらには1980年代にまで遡っても一投資適格債に全体的なアロケーションを行うことにより、リターンと分散の効果が得られました。債券利回りが今よりはるかに高かったことによります。例えば1990年代には、投資家は平均利回りが7%を超えるA格社債を買うことができました。かかる債券は、米国債利回りが約130bp上昇するまでは、絶対リターンが損失とはなりません。現在、この種の利回りのクッションは存在しません。事実、今日の市場では、他の条件がすべて変わらないとして、米国債利回りがたった50bp超上昇しただけで、絶対リターンは損失となります(図表2)。

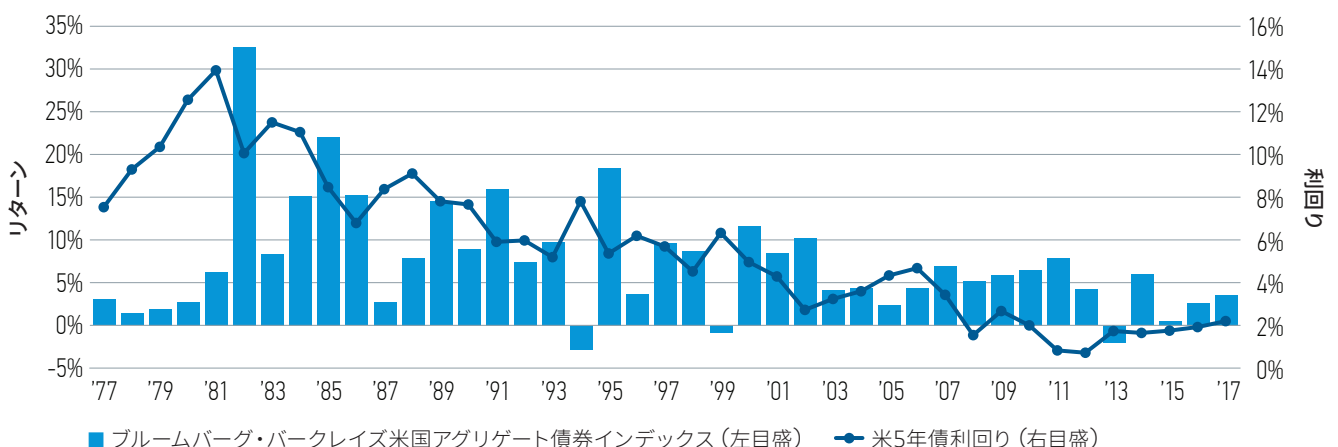
我々は近々利回りが急騰すると示唆しているわけではありません。我々が指摘したいのは、転換点が近づいているという事実です。先に述べたように、利回りの長期的な低下局面は終息に近づいており、今後数年にわたり債券利回りは底入れから反騰に向かう可能性があります(図表3)。

アルファへのシフトには戦略の変更が必要

市場ベータはほとんど価値を付加しないどころか、リターンの足枷ともなりかねないこの環境において、他のリターンの源泉(アルファ)を模索することが、根本的に重要になります。

そこで投資家は一連の戦略の中から選択を行う必要に迫られます。インデックス連動戦略は通常、リターンの源泉としてベータに大き

図表3
転換点か?



出所：Bloomberg、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント データは1977年～2017年。インデックスのパフォーマンスは説明目的のみ提示したもので、特定の投資のパフォーマンスを表すことを意図するものではありません。過去のパフォーマンスは将来の投資成果を保証するものではありません。

く依存します。一方、インデックスと連動しない戦略は、ベータに加えて、デュレーションやセクター、クレジット・スプレッド、イールドカーブ形状などに関する分析を通じて、アルファも創出できる可能性があります（図表4）。

我々の見解では、グローバル市場においてこうした個別のイデオシンクラティックな投資機会を利用することによってのみ、投資家はアルファを達成することができます。今日の市場環境を踏まえるならば、アルファ機会に注目した投資判断を下すことにより生み出されるリターンは、ベータ（市場エクスポージャー）から得られるリターンを上回ると考えられます。以上の理由に基づき、投資家はアルファに着目した債券戦略へのアロケーションを増やすことを検討する時期が到来したと考えて良いでしょう。

正しいアルファ創出条件

市場ベータを手に入れるのは簡単ですが、アルファを獲得するのは容易ではありません。アルファを創出することは、繊細な芸術でもあり科学でもあります。運用者は分析のための的確な資源と、アルファを見出すことを支援するインフラが必要です。

大手資産運用者はアルファを生み出すのに苦慮するとも思われます。ニーズを満たすのに十分な個別債券を確保できない可能性があるからです。この点を補完するために、彼らはしばしば金融派生商品を利用してシンセティックなエクスポージャーを得る場合があります。これらの金融派生商品は通常、インデックスのような動きを見せます。このため、概ねベータがリターンの牽引役となります。結果としてアクティブなアルファ模索

戦略の目的にはそぐわないことになります。また金融派生商品に依存することは、コストが高くつく可能性があるのみならず、現物の証券で構成されるポートフォリオを完全に代替することはできません（図表5）。

一般に、我々は個別債券を保有するよりも債券ファンドを保有することを推奨します。ポジションの集中リスクを避けることができるためです。これは、ファンドはセクター全般にわたる分散効果が期待できることによります。同種の個別銘柄を保有したり、ラダー戦略（年限の異なる個別債券を保有する戦略）を採用することによって同様の分散効果を上げることは困難です。

図表4
アルファを追加

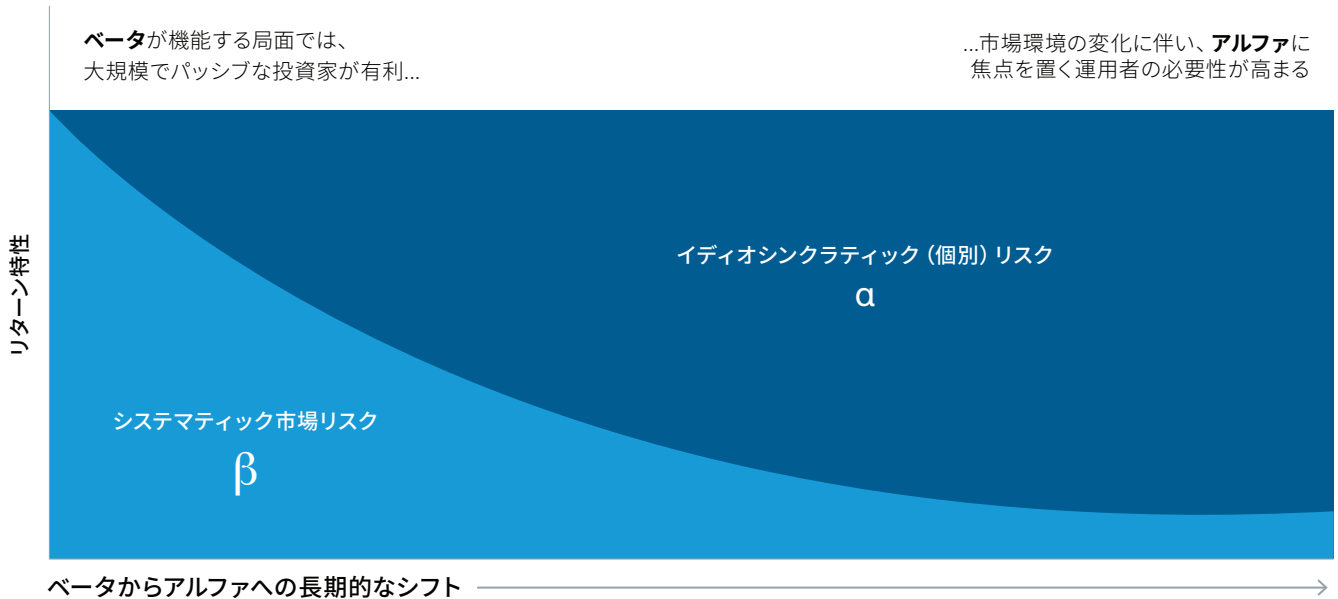
	パッシブ・インデックス型	アクティブ・インデックス型	パッシブ非インデックス型	アクティブ・非インデックス型
説明	アセット・アロケーションはインデックスにのみ基づいて行われ、運用担当者のアクティブな意思決定は行われない	アセット・アロケーションはインデックスにより決定されるが、若干の柔軟性を持つ	ポートフォリオの構築はインデックスとは無関係に行われるが、その後はパッシブ運用される（バイ・アンド・ホールド戦略）	インデックスと無関係にアクティブな投資判断が決定される。本カテゴリーのリスク特性は大幅に異なり得る
目標	インデックスと同様のパフォーマンスを上げる	選別的なベータおよびアルファ機会を捕捉することにより、インデックスを若干アウトパフォームする	ベータ機会を捕捉し、一定の期間（ポートフォリオ組み入れ債券の満期到来とともに終了）を通じてアルファを創出することにより、インデックスをアウトパフォームする	ベータ機会を捕捉し、市場の変動を通じてアルファを創出することにより、インデックスをアウトパフォームする
投資アプローチ	とりわけ現在の低金利環境では、主に利回りの変動を通じてリターンを創出 クレジットを含むインデックスでは、スプレッドの拡大や縮小がリターンに寄与	主に利回りの変動と、クレジットを含む戦略については、スプレッド・スプレッドの一般的な変化に伴うリターンを創出 デュレーション、クレジット、銘柄選別、イールドカーブ・エクスポージャーのアクティブなポジショニングもある程度パフォーマンスに寄与	市場要因（ベータ）と、アセット・アロケーションおよび銘柄選別のアクティブな決定（アルファ）によりリターンを創出	市場要因（ベータ）と、デュレーション、クレジット、イールドカーブ・エクスポージャー銘柄選別（アルファ）のアクティブかつ継続的なポジショニングの決定によりリターンを創出
リターンの源泉	β	$\beta + \alpha$	$\beta + \alpha$	α

アルファ創出の可能性が増大 →

出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント、2018年5月現在
説明目的でのみ提示。包括的なものではありません。

図表5

ベータからアルファへのシフト



本図表は説明目的でのみ提示しています。

結論：

新たな時代はアルファへの焦点が必要

今日、債券市場は転換点を迎えています。中央銀行が金融緩和措置を引き上げ、金利がじり高になるに伴って、過去においてリターンの大半を占めたベータの力は薄れつつあります。債券が持つ分散効果は変わりませんが、競争的なリターンを得るためには、投資家はもはや、単に市場エクスポ

ージャー（ベータ）を得るパッシブ戦略に依存することはできません。

この債券の新時代を迎えるためには、新たなマインドセットが必要でしょう。投資家は競争的なパフォーマンスを獲得するために、かつてないほどアルファに照準を合わせた戦略を追求する必要があります。これらの戦略は、デュレーション・ポジショニング、

クレジット分析、イールドカーブ・エクスポージャー、銘柄選別からアルファを生み出すべく、ポートフォリオをダイナミックに調整することが可能な、高度なスキルを持つアクティブ・マネージャーによって運用される必要があります。債券投資家が今日下す判断は、将来的なパフォーマンスと分散効果に重大なインプリケーションを与えます。

当資料の複製、公衆への提示・引用および販売用資料への利用はご遠慮ください。当資料はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で発行したレポートを邦訳したもので、すべてのデータはモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの債券運用部門によるものです。邦訳に際してその解釈や表現に細心の注意を払っておりますが、邦訳による解釈や表現の違いが生じる場合は英文が優先し、我々は一切の責任を負いません。当資料に含まれる情報等の著作権その他のあらゆる知的財産権は我々に帰属します。我々からの事前の書面による承諾なしに、当該情報を商業目的に利用することを禁止します。

当資料の予想や見解は、必ずしもモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの会社としての予想や見解ではありません。また予想や見解が実際に実現するとは限らず、将来のパフォーマンスを示唆するものではないことにご留意ください。当資料の情報はモルガン・スタンレーの金融商品にかかわるものではなく、また商品を推奨するものでもありません。当資料で表明された見解は原書執筆時点の筆者の見解であり、市場や経済、その他の状況による変化を免れません。これらの見解は推奨意見ではなく、広範な経済テーマの説明としてご理解ください。

当資料は情報提供のみを目的としたものであり、金融商品取引法、投資信託及び投資法人に関する法律に基づく開示資料ではありません。また、商品の売買の助言もしくは勧誘または我々が提供するサービスに関する勧誘を意図するものではありません。当資料に含まれる情報は信頼できる公開情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性あるいは完全性を保証する

ものではありません。当資料で表示している過去の実績は、必ずしも将来の結果を保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り原書執筆時点現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り原書執筆時点の見解を示すものです。当資料で表示した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性があります。

我々およびモルガン・スタンレーは、当資料に含まれる情報を利用し、信頼しまたは利用できなかったことに起因する一切の直接および間接の損害に対する責任を負いません。

お問い合わせ先

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社

〒100-8109

東京都千代田区大手町1-9-7

大手町フィナンシャルシティ サウスタワー

tel: 03-6836-5100

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第410号

一般社団法人投資信託協会会員、一般社団法人日本投資顧問業協会会員

一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員

ウェブサイトでは様々なレポートを掲載しています
www.morganstanley.com/im/jp