

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント

# 伝統資産からオルタナティブ資産までを網羅する 多彩な「変動金利資産」ラインアップで 債券運用のリスク分散&リターン補強をバックアップ

年初からの金利・ヘッジコスト上昇に伴い、ポートフォリオの主要資産たる債券運用の安定性は大きく揺らいだ。そうした中、米モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント(MSIM)が提供する変動金利資産のラインアップが、国内投資家の注目を集めている。MSIM日本法人モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社の専務取締役で投資顧問ビジネス統轄役員の坂巻健治氏、取締役運用部長の栃倉亮作氏に詳細を聞いた。

——海外での金融政策転換をきっかけに、債券運用が岐路に立たされています。この状況下、安定したリターンを獲得するにはどんな方法が考えられるでしょうか。

**坂巻** 2022年の前半は伝統的な債券プロダクトほど苦戦を強いられました。過去を見渡しても金利上昇の影響がここまでクローズアップされたことはなく、並行してドル円のヘッジコストが上昇したことも向かい風です。いま多くの国内投資家の間では伝統的な債券プロダクトからの分散が喫緊の課題となっていますが、われわれは「変動金

利資産」が1つのソリューションになると考えています。

変動金利資産は投資対象やリターン水準、流動性など資産特性はさまざまですが、主に金利デューレーション短期化による分散効果、為替ヘッジコスト考慮後の利回り確保、資産によっては流動性プレミアムの獲得などによってポートフォリオの安定化に寄与します。

もちろん、金利上昇がポートフォリオに与えるインパクトや、目標リターンおよび投資制限などはお客様ごとに異なるので、当社では、伝統資産から

オルタナティブ資産まで多様な変動金利戦略をラインアップし、お客様のニーズに合わせた提案に注力しています(図1)。

——各戦略の詳細について、教えてください。

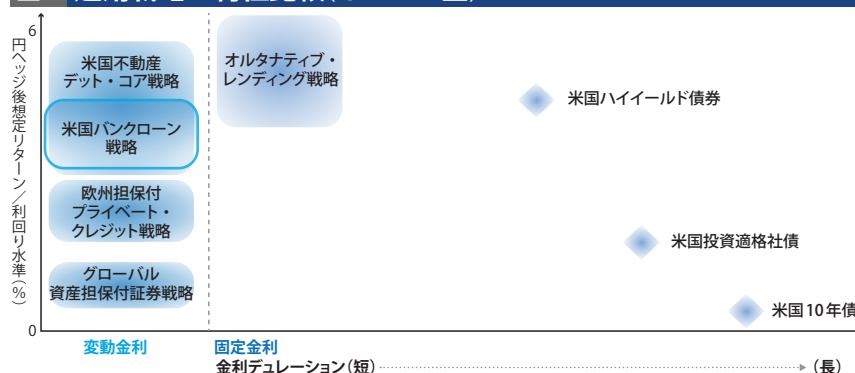
**栃倉** 1つ目は米国バンクローン戦略です。変動金利資産の代表格で、金利デューレーションをほとんど取らないため、年初から多くの債券・クレジット資産が苦戦する中でも高いダウンサイド耐性を示してきました。非投資適格級が中心ゆえに厚いスプレッドを享受



専務取締役  
投資顧問ビジネス統轄役員

坂巻 健治氏

図1 運用戦略の特性比較(イメージ図)

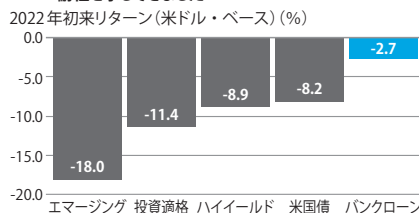


上記は情報提供を目的とした、運用戦略の特性比較のイメージ図です。想定リターン/利回り水準が達成されることを保証するものではありません。  
2022年7月末現在、出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント、ICE Data Indices LLC  
米国ハイイールド債券はICE BofA US High Yield Index、米国投資適格社債はICE BofA US Corporate Indexを使用  
円ヘッジコストはUSD/JPY 1m FWDを使用して算出

## 図2 資産クラスとしての米国バンクローン

年初からのボラティリティが高まる局面におけるパフォーマンスの耐性

実績：年初からのボラティリティの高い市場 環境においても耐性を示してきました

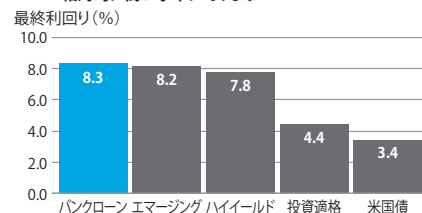


2022年7月末現在、過去の実績は将来の成果を保証するものではありません

出所：Eaton Vance、ICE Data Indices LLC、JP Morgan、Credit Suisse

米国債：Bloomberg US Treasury Index、投資適格債：Bloomberg US Corporate Index ハイイールド債：ICE BofA High Yield Index、エマーゼンゼン債：JPMorgan EMBI Global Diversified、バンクローン：Credit Suisse Leveraged Loan Index

実績：期待リターンの源泉となる利回りは相対的に高い水準にあります



でき、今後の期待リターンの源泉となる利回りは相対的に高い水準にあります(図2)。

非投資適格債といっても優先担保付のシニアローンなので、ハイイールド債やメザニンローン、エクイティなどの厚いクッションが存在することは安心材料です。万一のデフォルトに際しても担保があり、優先的に返済が行われるので、回収率も高くなる傾向があります。また、ドル建てのローンが投資対象の中心になっており、おのずと米国企業が発行するローンが中心になるため、昨今懸念されている地政学的リスクの影響も軽微にとどまるという特徴も持ちます。

当戦略を手掛けるのは、昨年MSIMに統合したイトンバンスの運用チームです。他社に先駆けて1989年にバンクローン投資を開始したパイオニアとして、業界内でも屈指の規模の運用体制と実績を有しています。とりわけリスク管理を重視しており、高リスクのセクターは基本的に避けつつ、ダウンサイドリスクの抑制、分散による安定リターンの追求に徹しています。

——バンクローン市場は足元調整局面にあるとも聞きます。運用チームの見解は。

栃倉 バンクローンのデフォルト率は2020年のコロナ禍でも最大4%程度、現在は0%近辺で、今後1年を見通しても1%台程度の予想となっています。一方、足元でのバンクローン平均価格水準は20%超のデフォルト率を織り込む水準にまで下落しており、ファンダメンタルズが相当悪化しない限り正当化できないほど割安になって

います。この価格下落は主に個人投資家の投資動向に起因していて、大幅な利上げとインフレで急速に景気が悪化すると考えて売り急いだことが、ディスロケーションとも言うべき環境を生み出しました。

現在、運用チームは、この状況を冷静に分析すると、需給が落ち着けば歪みが解消され、むしろインカムに加えてキャピタルゲインも得られる希少な局面だと捉えています。

——変動金利資産でより安定性を重視したい場合は、どんな選択肢がありますか。

栃倉 資産担保証券(ABS)、住宅ローン担保証券(RMBS)、商用不動産担保証券(CMBS)に投資するグローバル資産担保証券戦略が挙げられます。資産担保証券は「複雑でわかりにくい」との印象を持たれがちですが、投資対象の格付けを投資適格級の中でもA格以上に限定し、地域は先進国に限定、通貨も米ドル、ユーロ、英ポンドに限定することで、分散を図りつつリスクの所在を最大限わかりやすくしています。目標リターンの目安は円ヘッジ後で1.5%程度と控え目ですが、日次流動性を持たせているので、債券のリスク分散やインカム補完などに加え、待機資金の投資先としてもご検討

いただける戦略です。

もともとMSIMでは1997年から資産担保証券戦略を運用してきました。そうした中、日本の投資家の目線にリスクリターン水準を合わせた形で2019年から円ヘッジでの運用を開始しています。

——資産担保証券は世界金融危機時に混乱に陥りました。今の環境では安全な資産と言えるのでしょうか。

栃倉 借り手の信用力向上や借入比率の大幅な低下に加えて、資産担保証券のストラクチャーは金融危機時とは大きく変わり、資本構造上のバッファもかなり厚みを増しています。さながら現環境は「Ver.2.0」と表現できます。

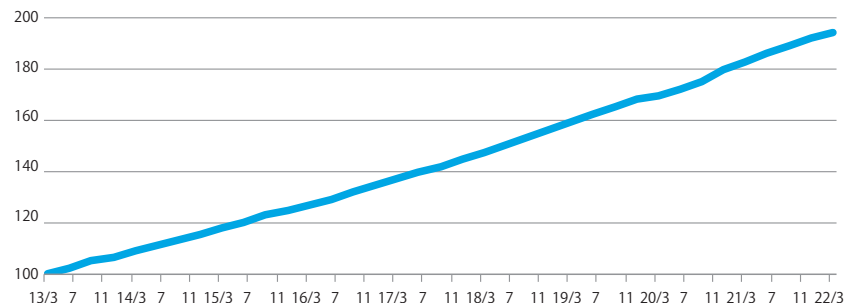
当戦略は投資適格の中でも上澄みにあたるA格以上に投資します。コロナ禍で一時的に債券市場の流動性が逼迫する場面もありましたが、回収不能になるほどのデフォルトは発生していないことは強調しておきたいです。

——ラインアップにはプライベートアセットも取り揃えています。貴社戦略の特徴は。

坂巻 プライベートアセットの中では、企業向けに加えて不動産やインフラなどへのエクイティ投資およびデット投資があります。特にプライベート・デットについては、金融規制強化によ

## 図3 米国不動産デット・コア戦略

さまざまな市場環境において安定的なパフォーマンスを達成  
代表ポートフォリオ：四半期運用実績（2013年3月末＝100）



過去の実績は将来の投資成果を示唆するものではありません。  
2022年3月末現在。上記は「米国不動産デット・コア戦略」の代表ポートフォリオの運用実績です。米ドル・ベースのリターンを、運用開始の2013年3月末を100として指数化しています。

りこの分野で銀行の役割が縮小する中で、近年、存在感が増しています。国内投資家の間でも、市場規模が拡大傾向のプライベート・デットをポートフォリオに取り入れる動きが継続していますが、中でも、企業クレジットではない投資先へのリスク分散という観点から、私たちが有効と考えるのが米国不動産デット・コア戦略と欧州担保付プライベート・クレジット戦略です。この2戦略はオープンエンド型となっていて、投資タイミングに柔軟性を持たせていることもお客様に喜ばれています。

**析倉** 不動産エクイティ投資のインカム源泉はテナントからの賃料収入ですが、デット投資の場合は不動産担保

ローンから得られるクーポン収入となります。よりダウンサイドリスクが抑制された安定リターンが見込めるため、お客様からも強いニーズが寄せられています。

米国不動産デット・コア戦略を運用するメサ・ウエスト・キャピタルは、2004年に設立された不動産デット専門のマネジャーで、金融危機前から運用を手掛けているという点で希少な存在です。人口動態を含めた市場環境などのトップダウン分析による機動的なセクターアロケーションに加え、独自のネットワークによってソーシングした個別ローン案件に対して、リスクを勘案して厳格な条件設定を行うことにより、ボトムアップでの個別案件ごとのキャッシュフローの安定性を確保しています。これにより、安定的にインカムを享受しつつ、ダウンサイドのリスクを抑制したポートフォリオ運営を実現しています。

もう1つの欧州担保付プライベート・クレジット戦略は、不動産を中心にインフラなどの実物資産を担保としたローンに投資します。投資適格級かつシニアローンの案件に限定するほか、投資対象も西欧主要国の複数セクター

に幅広く分散しています。なおリターン底上げのためにレバレッジをかけたりはしません。その意味では「さらに堅実な運用」というのが一番の特色です。

**坂巻** 米国不動産デット・コア戦略の目標IRRは6～8%（米ドル・ネットベース）で、2013年の運用開始以来、コロナ禍も含めて継続的に安定したリターンを提供しています（図3）\*。

欧州担保付プライベート・クレジット戦略は目標利回りを投資適格社債と比較して優位性があるEuribor + 225bpsに設定しています。当戦略もコロナ禍や今年前半のパフォーマンスは極めて安定しており、債券代替にもなり得る商品性を持ち合わせています\*。加えて、国内投資家向けに円ヘッジクラスを設定しているのもご評価いただくポイントです。

ほかには中堅・中小企業向けダイレクトレンディングも有力な変動金利資産です。当社ではPEスポンサー案件を中心に、140億ドル規模の運用を手掛けており、今後、国内でも新たな投資機会を提供していく考えです。

——金利やヘッジコストの上昇に対して、変動金利資産以外のソリューションはありますか。

**坂巻** 固定金利ではあるものの、他の資産と高い分散効果が望める点で最近国内投資家から引き合いが増えているのがオルタナティブ・レンディング戦略です。主な投資対象は米国の個人向けローンで、満期が3～5年と短いうえ、返済で元本が減少していくため、デュレーションはさらに短期化されます。金利上昇局面でも魅力的なリスク調整後リターンが期待できる資産です。



マネージング・ディレクター  
取締役 運用部長

析倉 亮作氏



米国では雇用情勢が良好で、家計の債務状況は堅牢性を高めていますから、投資家がポートフォリオにおいて企業のリスクや実物資産のリスクを既に取得済みで、さらなる分散の一手を考えたときに、個人家計という新たなリスク源泉を検討されるケースが増えています。

### ——貴社の戦略を採用された投資家からの反響はいかがですか？

**坂巻** 特に今年の4～6月期、株式と債券の逆相関が効かない状況でもポートフォリオの下支えができたことに対してご評価いただいています。

お客様とお話していると、今回の金利上昇を経験されたことで、改めて分散投資の重要性やダウンサイド抑制に対して注目が集まっていると強く感じます。今後もこうした機運はますます高まっていくのではないのでしょうか。私たちも金利上昇局面のみならず、金利上昇後の将来も見据えながら、お客様の目線に合致した提案を進めていく方針です。

AD

\*過去の実績は将来の投資成果を保証するものではありません。

当資料は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社が提供している主な変動金利型運用戦略およびプライベート・デット戦略の概要のみをご案内する為に作成しています。各戦略の詳細な内容及びリスク等につきましては、別途個々の投資戦略説明資料でご確認いただくようお願いいたします。当資料でご紹介する運用戦略は、当社とお客様との投資一任契約に基づき、当社は当該運用戦略に係るファンドに投資する場合もあります。当資料は当社との投資一任契約に関連して提供されるものであり、特定の有価証券の売買の推奨もしくは勧誘を目的とするものではありません。当資料の作成にあたっては十分な注意を払って作成しておりますが、当社はその正確性や完全性をお約束するものではありません。当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。当資料の投資対象が、お客様の投資目的や金融ポジション等からみて、適当でないことがあります。投資の決定は、お客様自身の判断でなさるようお願いいたします。お客様の判断に基づき、必要に応じて専門家に相談下さい。当社の事前の許可無く、本書を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

#### 受託資産の運用にかかる費用について

投資顧問契約及び投資一任契約に係る投資顧問報酬として、契約資産額に対して年率2.20%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。投資一任契約に基づいて投資信託を組み入れる場合は、投資する投資信託に係る費用等が投資顧問報酬に加えてかかる場合があります。また、一部の戦略では投資顧問報酬に加えて成功報酬がかかる場合があります。その他の費用として、組み入れ有価証券の売買手数料、先物・オプション取引に要する費用、有価証券の保管費用等を間接的にご負担いただく場合があります。これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なる為、事前に料率、上限額等を示すことができません。

### 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

[www.morganstanley.com/im/jp](http://www.morganstanley.com/im/jp)

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第410号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、

一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

#### 変動金利型 運用戦略一覧

戦略名	米国バンクローン戦略	グローバル資産担保証券戦略
運用チーム	イートン・パンズ	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント
戦略開始	1989年	2019年(国内向けの戦略の提供開始)
主な投資対象	米国バンクローン	米ドル・ユーロ・英ポンド建ての資産担保証券(RMBS、CMBS、ABS)
金利	変動	変動
主な投資地域	米国	グローバル
格付	非投資適格が中心	A格以上に限定
ベース通貨	米ドル(円ヘッジでの提供可能)	円ヘッジで提供
目標リターン	S&P/LSTA Leveraged Loan Index+25 ～75 bps程度	1.5%程度(円ヘッジ後)
流動性	月次	日次
備考	2021年にMSIMと統合したイートン・パンズの運用チーム。業界における先駆者で、トップクラスの規模と経験を有する	高い流動性を確保しつつ、円ヘッジ後での安定的なリターンを狙う戦略

#### プライベート・デット戦略一覧①

戦略名	米国不動産デット・コア投資戦略	欧州担保付プライベート・クレジット投資戦略
運用チーム	メサ・ウェスト・キャピタル	セキュアード・プライベート・クレジット・チーム
戦略開始	2013年	2018年
主な投資対象	米国の商業用不動産を担保としたモーゲージ・ローン	欧州の実物資産(不動産やインフラ)を担保とした、投資適格級のシニアローン
金利	変動	変動
主な投資地域	米国	欧州
格付	制約なし	投資適格級が中心
ベース通貨	米ドル	ユーロ(円ヘッジでの提供可能)
目標リターン	6～8% (ネットIRR)	3カ月Euribor+225bp (グロス)を超える年間利回り
流動性	四半期	四半期
備考	金融危機前の2004年に設立された長期のトラックレコードを有する運用チーム	欧州の実物資産を担保とするシニアローンへの投資を行うプライベート・デット戦略。円ヘッジ・シェアクラスの提供もある

#### プライベート・デット戦略一覧②

戦略名	ダイレクト・レンディング戦略	オルタナティブ・レンディング戦略
運用チーム	プライベート・クレジット・チーム	AIPヘッジファンド・チーム
戦略開始	2010年(戦略により異なる)	2018年
主な投資対象	中堅・中小企業向けローン	個人向けローン中心
金利	変動	固定
主な投資地域	北米、欧州(予定)	米国(将来的に米国以外への投資可能性あり)
格付	非投資適格が中心	制約なし
ベース通貨	米ドル(欧州戦略はユーロ)	米ドル(円ヘッジでの提供可能)
目標リターン	戦略により異なる	7～9%程度(ネット)
流動性	戦略により異なる	四半期
備考	PEスポンサー案件を中心に、想定されるローン組成可能規模が140億ドル規模に拡大中	オルタナティブ・レンディング・プラットフォームにより組成されたローンへの投資を通じ、伝統的な資産クラスとは異なる収益源泉へのアクセスを提供

目標リターンは変更されることがあり、また、かならず目標が達成されることを保証するものではありません。上記は記載された時点における情報であり、将来の時点における情報を示すものではありません。また、将来において当資料の更新または補正が行われることを保証するものでもありません。上記でご紹介する運用戦略では、当社とお客様の投資一任契約に基づき、当社は当該運用戦略に係るファンドに投資する場合もあります。当資料は当社との投資一任および(または)投資助言ビジネスに関連して提供されるものであり、特定の有価証券の売買の推奨もしくは勧誘を目的とするものではありません。

Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT