



投資ユニバースの拡大が債券運用の進化をもたらす



2019年11月8日

**荒磯 亘**

アライアンス・バーンスタイン株式会社

AB未来総研 主任研究員

運用戦略部長 兼 ポートフォリオ戦略室長



2019年は、債券投資のユニバースが大きく広がった年として記憶されるだろう。1月には、新興国債券投資で広く使われるJPモルガンのEMBI 指数に湾岸諸国が構成国入りした。4月には、同じくグローバル債券投資においてベンチマークとして多く採用されるブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合指数に中国現地通貨建て債券が組み入れられた。他方、10月には、先進国債券投資で用いられるFTSE世界国債指数で、日本と同格付で市場規模も大きいにも関わらず中国の採用が見送られた。このように指数構成国の変更には綿密な審査プロセスがしかれている。しかし、投資成果を得るために投資対象のユニバースを見直すのであれば、実は債券指数の構成国変更を待たなければいけない理由はない。

そもそもなぜ外国に投資対象を広げたのか

世界各国の金利は、過去数十年にわたって低下トレンドが続いてきた。その背景には趨勢としての経済成長率の低下傾向があり、その一因には有効需要創出や設備投資意欲の漸次的な減退がある。そこで投資家は、より良いリターンを求めて地域間格差に着目してきた。

国連の推計によると、先進国の人口は2035～40年頃から減少に転じるとされ(注1)、人類としてひとつの転機を迎える。しかし、日本では総人口はすでに減少に

転じているし、先進国の中でも比較的人口増加率が高い米国も人口増加の半分は移民、EU(欧州連合)も移民を除けば人口減少に転じている。つまり、人口動態や社会制度の相違によって、人的資本が増えている国と減っている国が混在している。縮小均衡を目指す国と、これからまだ人口増加に伴ってインフラを整備する必要がある国とでは、有効需要発生の機会は異なっている。ここに、実体を伴う金利の在りどころを探すヒントがあるのではないだろうか。

こうして考えてみると、世界最先端の成熟社会である日本の投資家にとっては、他のどの地域への投資を選んでも、人口動態、経済成長率、有効需要の機会が日本より魅力的である可能性が高い。日本人は海外投資に取り組むインセンティブが高い環境にあり、自主的に債券の投資ユニバースを広げてきた。これが海外債券市場においても日本の投資家が比較的存在感を持つ一因かもしれない。

「投資しやすい」ではなく「投資すべき」投資対象

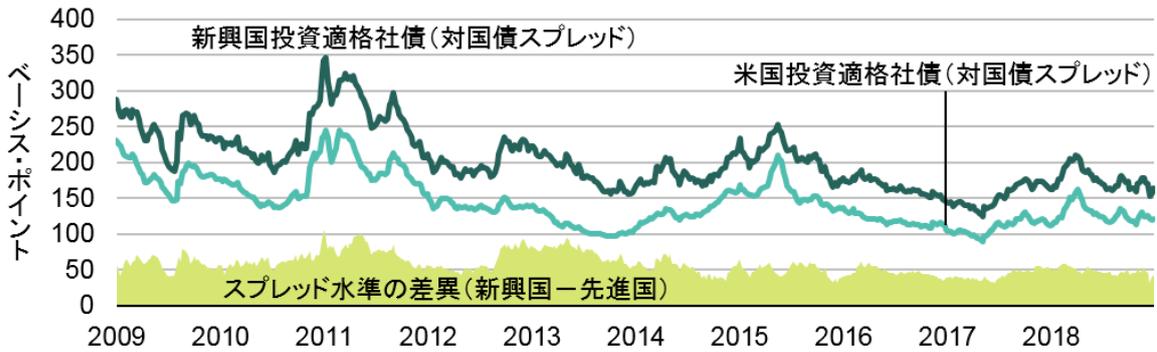
いざ投資に臨む場合、投資対象地域による投資妙味の違いを考慮はするとしても、現実には制約がある。投資家は必ずしも自由に投資地域を選ぶのではなく、「投資しやすい国・地域」に集まる傾向がある。そのため、パッシブ投資を含む金融技術の発達によって「誰でも投資しやすい国・地域」が買い込まれて割高になりや

当資料は、2019年10月18日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン株式会社が作成した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

すい。冒頭、2019年の債券指数の構成変更について書いたが、実は、中国の構成国入りが見送られたFTSE世界国債指数については、南アフリカがいつ指数から脱落するかが話題となってきた。こうした指数構成の変更を巡る市場の動きに関して注意を要するのは、実際にお金が動くのは指数の変更が実施されてからとなるケースが圧倒的に多いからだ。これが大きな指数の構

成国に入っていない新興国の構造的な割安化をもたらす一因だと考えている。図表1に示すとおり、同じ格付であれば、「新興国社債」の利回りは「先進国国債」や「先進国社債」を上回る。投資家にとっては、「指数の呪縛」を逃れることで超過的な利回りを得るチャンスが発生する。

【図表1】米ドル建て投資適格社債のスプレッド水準及び新興国と米国の差異



過去及び現在の分析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。2019年9月30日まで2017年6月30日までの新興国投資適格社債のスプレッドは、銘柄の新規採用によるスプレッド水準の変動分を調整しています。出所: バンクオブアメリカ・メリルリンチ、AB

投資ユニバース内で似た債券が増えていないか？

投資ユニバースを柔軟に考えるべきもう1つの理由は、分散効果の確保にある。先日、長期停滞論で著名なローレンス・サマーズ教授が、イングランド銀行のシニア・エコノミストであるルーカス・レイチェル氏と共同執筆した論文を発表した。この論文では、中立的な金利水準を推計するにあたり、個々の国それぞれで推計するよりも先進国をひとつくりに扱ったほうが、推定の精度が高いとしている(注2)。学術的にも先進国同士はよく似ているということかもしれないが、先進国を構成国とする指数への投資で得られる分散効果は以前より薄れたとも言える。そうした環境であれば、投資家は、債券指数の外の銘柄に投資することで、より高い分散効果を期待することができる。

投資ユニバースの拡大でポートフォリオの質を改善

これまで述べたとおり、特にわれわれ日本人にとっては、伝統的な債券指数よりも投資ユニバースを拡張することで、より良質の投資機会が得られる可能性が高い。言い換えると、みずから投資ユニバースを柔軟に設定することで、金利やクレジットの規律を不必要に緩めることなく投資効率を高められるチャンスがある。

図表2は、現地通貨建て先進国国債の運用が、流動性の高い同格付の現地通貨建て新興国国債を投資ユニバースに加えることで、利回り水準、および実績リスク、実績リターンがどの程度変化するかをまとめたものだ。90%を先進国にとどめ10%のみを新興国に割り振る想定だが、利回り改善に大きな効果がある。過去9年は新

【図表2】先進国国債指数に新興国の現地通貨建て国債指数を加えた場合の、パフォーマンスと利回りへの影響

	先進国国債 (現地通貨)	新興国でユニバース 拡張した場合	差分
実績リターン(円ヘッジ後、年率)	2.74%	2.67%	-0.07%
リスク	2.93%	2.84%	-0.09%
リターン ÷ リスク	0.94	0.94	0.00
利回り(米ドル建て、2019年9月時点)	0.81%	1.25%	0.44%

過去及び現在の分析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。先進国国債としてFTSE世界国債指数、新興国としてJPモルガン・GBI-EMブロード指数を使用、円ヘッジ・ベースのトータル・リターンを用い試算。ユニバースを拡張したポートフォリオでは、先進国90%、新興国10%の配分。期間は2010年10月末-2019年9月末、月次データ。出所: ブルームバーグ、FTSEラッセル、JPモルガン、AB

興国投資が苦戦した期間であるにもかかわらず、リスク・プロファイルが改善することで全体のリスク・リターンはほぼ横ばいとなった。

図表3は、同様に米ドル建て米国投資適格社債の投資ユニバースに、新興国の米ドル建て投資適格社債を投資対象として加えたものだ。先ほどと同様に90%をもとの米国投資適格社債にとどめて10%のみを新興国に割り振る想定だが、利回り、実績リスク、リスクあた

りリターンの全てが改善している。

実際にポートフォリオを構築するには、投資先の条件を細かく吟味し、投資ユニバースを絞り込む「濾過プロセス」を経て、指先までリスクに気を払う必要がある。しかし、そのプロセスに入る前に、素材となる投資ユニバースを幅広く確保するひと工夫を行うことで、地道ながらも債券投資の質を向上させ得るのである。

【図表3】 米国投資適格社債指数に新興国のドル建て投資適格社債指数を加えた場合の、パフォーマンスと利回りへの影響

	米国投資適格社債	新興国でユニバース 拡張した場合	差分
実績リターン(円ヘッジ後、年率)	3.64%	3.68%	0.04%
リスク	4.13%	4.03%	-0.10%
リターン ÷ リスク	0.88	0.91	0.03
利回り(米ドル建て、2019年9月時点)	2.91%	2.97%	0.06%

過去及び現在の分析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。
 米国投資適格社債としてブルームバーグ・バークレイズ米国社債指数、新興国としてJPモルガン・CEMBI ブロード・ダイバーシファイド指数を使用、米ドルベースのトータル・リターンを用い試算。ユニバースを拡張したポートフォリオでは、先進国90%、新興国10%の配分。期間は2010年10月末-2019年9月末、月次データ。出所:ブルームバーグ、JPモルガン、AB

出典

注1 国連人口部、World Population Prospects 2019、<https://population.un.org/wpp/Download/Probabilistic/Population/>

注2 “On Secular Stagnation in the Industrialized World”, Łukasz Rachel, Lawrence H. Summers, NBER Working Paper No. 26198 <https://www.nber.org/papers/w26198>

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 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／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。