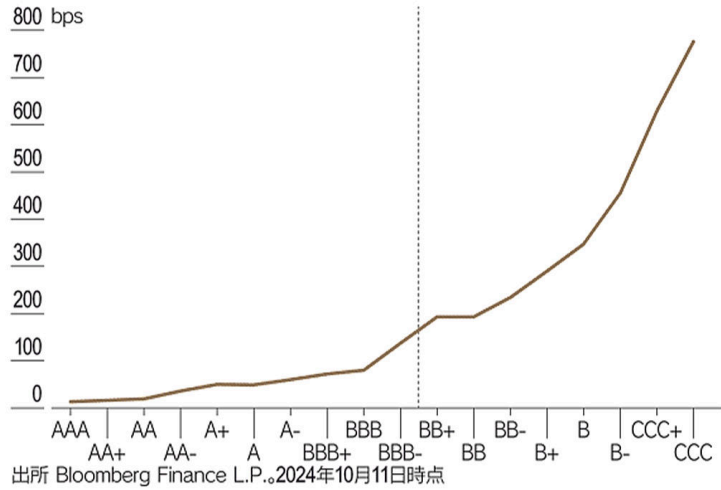


# 債券運用 アクティブの利点

花井ゆき子 ティー・ロウ・プライス・ジャパン 債券運用戦略部長

(図表1) 格付け別の米国社債のスプレッドカーブ (3~5年満期の社債の、国債との利回り差)



米国の個人資産運用市場は、近年少額投資非課税制度 (NISA) で裾野が広がりつつある日本に先んじて、大きな規模で進化を続けています。米国ではファミリーオフィスと呼ばれるフィナンシャル・アドバイザー専門会社が普及し、個々の人生設計に応じて運用資産の配分や投資ファンドについて助言します。

そんな米国でインデックスの再現を目指すパッシブ運用がこの10年で大きく成長しています。良好なパフォーマンスがこのトレンドを支えてきました。2008年のリーマン・ショック以降、ゼロ金利政策や量的緩和などの超緩和的な金融政策が取られてきたことで、市場に大量の流動性が供給されることになりました。これが投資を後押しし、2009年3月9日の金融危機後の最安値から2024年6月末の期間でS & P 500種株価指数の累積リターンは700%以上 (米ドルベース)、配当も再投資すれば987%という非常に高い結果につながりました。

流動性の大量供給は銘柄間の相関を高めてボラティリティを低下させましたが、これもパッシブ運用にはプラスに働きました。いわば、官製の壮大なモメンタムがそのパフォーマンスを支えたのです。

ただし、今後も同じようなパフォーマンスが期待できるかには注意が必要です。それは、パッシブ運用が再現に努めている株式インデックスの銘柄集中度が、過去50年で見たと同じ水準にまで上昇しているからで

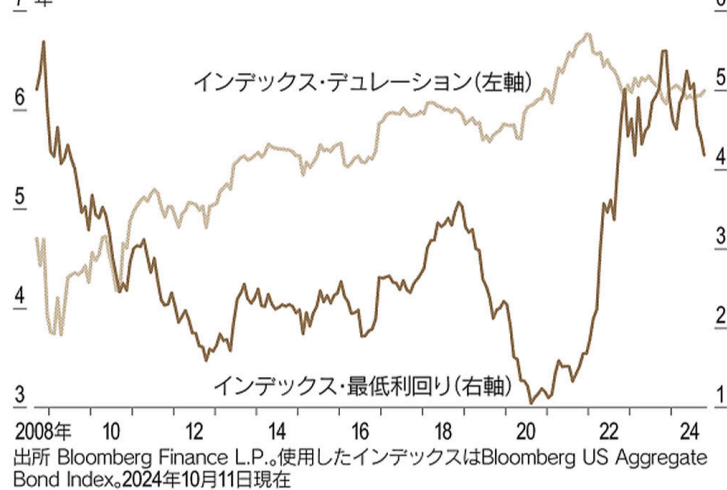
す。長い歴史の中で、インデックスの銘柄集中度合いは上昇と低下を繰り返して来ました。パッシブ運用はインデックスの再現を目指すため、インデックスが下落すれば「下落」を再現することが目標となってしまいます。金利のある世界が復活し、銘柄間の格差が広がるのであれば、先を見通す目利きを活用しポートフォリオを管理するアクティブ運用への期待が高まることとなります。

**■債券指数の再現は容易でない**  
債券運用の分野でもインデックス連動つまりパッシブ型が増加しています。ただし、過去20年程度の債券型米国ミューチュアル・ファンドへの累積資金流入は、アクティブもパッシブもプラスで、株式市場ほど極端なパッシブへのシフトは見られません。その理由の一つに、債券市場ではインデックスを再現することが難しい点が挙げられます。

債券のインデックスには多くの証券が組み入れられています。例えば債券マルチ・セクター型のインデックスなどでは1万銘柄を優に超えます。発行体の違いだけでなく、クーポン、満期、コール (期限前償還) 条件、返済順位など、特徴の異なる様々な証券が組み入れられています。

特に、株式のインデックスと異なる点は、債券が発行日と満期日を持つ限定的な契約であることです。債券が新規に発行されるとインデックスに組み入れられ、満期が来たらインデック

(図表2) 債券インデックスのデュレーションと利回りの関係



スから除外されます。常にリバランスが繰り返されており、継続的に変化するインデックスの特徴を、取引可能な限定的な債券ユニバースで再現し続けることは難しい作業なのです。

計量アプローチを駆使してベンチマークとの乖離 (かいり、トラッキングエラー) の最小化を目指しますが、債券の代表的な3つのリスクファクターであるデュレーション、利回りカーブ、クレジット・スプレッドをピタリと合わせたポートフォリオを構築することは難しく、結果として、低位ながらも一定のトラッキングエラーが継続的に発生します。また、パフォーマンスの面でも、リバランスの必要性などから売買コストがかさみベンチマークを下回る傾向が見られます。

**■そもそも指数連動でいいの?**  
債券におけるパッシブ運用ではインデックスの再現性が難しいだけでなく、インデックスのリターンを目指していいのかというそもそも論の問題もあります。

株式のインデックスでは時価総額の大きい企業がインデックスに多く組み入れられますが、債券インデックスでは債券発行残高の大きい企業、つまり負債規模の大きい企業や国が多く組み入れられます。

企業や国の健全性は、負債と期待収益のバランスによりますから負債規模だけでは測れませんが、これが債券インデックスの特徴の一つです。

この不都合な銘柄への集中を避けるために、機関投資家の間

では、1発行体の組み入れ上限を設けたインデックスが使われることもあります。格付けの影響も悩ましいインデックスの特徴です。ご存じの通り、BBBとBBの間には大きな投資家の分断があり、価格のゆがみが生じやすい傾向があります (図表1)。

CCC以下を外すようなインデックスが使われることもありますが、CCC以下の銘柄のパフォーマンスは市場環境によって異なりますし、個別銘柄によっても大きく異なり、投資機会を無条件に除外しているかもしれません。

また、債券のパフォーマンスを左右するデュレーションについても、インデックスには非合理性があります。2008年以降、世界的に金利が低下しましたが、金利が低くなれば長期債の発行で長期の資金調達を行う発行体が増加します。このためインデックスのデュレーションは長期化します。

つまり利回りが低下し、金利の反転上昇を警戒しなければいけないような環境であっても、インデックスの金利リスクは上昇し続けます (図表2)。

最近では金利の潮目が変わった2022年に、金利上昇に備えデュレーションを下げるべきであることはわかっていながらも、パッシブ運用ではインデックスを追従せざるを得なかったために、大きく負けた債券投資家も多いのではないのでしょうか。金利が復活する足元の市場環境下では、潮目の変化はより複雑で、その頻度も増える傾向が予想さ



はない・ゆきこ 慶大法卒。オリックス、三井住友信託銀行ロンドン支店、米アライアンス・バーンスタインを経て2017年米ティール・ロウ・プライス入社。債券部門のスペシャリストとして投資戦略を立案する。

れます。**■市場局面を意識した柔軟な運用スタイルの選択を**

何百もあるアクティブファンドの運用成績はまちまちですが、債券市場には、市場局面によって伝統的に存在する構造的な特性があります。金利が上昇すればデュレーションの長い債券を持っていたら負けますし、金利が下がれば高いクーポンの債券はコール (期限前償還) される傾向にあります。

景気の方向性によってアウトパフォームするセクターは異なりますし、昨日債務リスクが実施され債券市場に復活したばかりの発行体はすぐには倒産しません。

このような伝統的な市場特性を視野に入れて独自の銘柄選択を行い、市場局面に適した資産配分やリバランスなどのリスク・コントロールを実行できるアクティブ運用には、長期的に見て優れた成績が期待できます。

元来、投資の目的とは何か。人生や社会を豊かにするため限られた資本を効率的に金融市場に投入・配分し、高いリターンを獲得することでしょう。リスクとリターンはトレードオフで、リスクは資産の変動幅ですが、インデックスは価格が上に振れるか下に振れるかを区別していません。そのインデックスを追従することが有利な局面もあれば、不利な局面もあります。妥当な運用スタイルの見極めには、画一的でない柔軟な考え方が求められます。