

試練の債券アンコンストレインド戦略

リターン低下が直撃 「低リスク型」新提案も

混迷市場、運用各社「分散投資なおも有効」

先行きを見通しにくい運用環境が続く中、海外の債券市場も混迷の度を増している。ベンチマークの制約を受けない「アンコンストレインド戦略」は、運用会社各社による投資スタンスの違いからリターンが大きくばらついている。過去数年にわたって残高を積み上げてきたが、2018年度の運用実績はマイナス圏で推移している例も相次ぎ、年金基金から不満の声も聞こえるようになった。一方、分散投資の意義を強調して、新たに提案を本格化する運用会社も出始めている。アンコンストレインド戦略の現状を探った。

(小松芳人)

マイナスに沈む収益確保戦略

複数の運用会社のアンコンストレインド戦略に投資する企業年金基金。運用実績はいずれも振るわない。「債券市場の動向を踏まえれば、リターンが少ないのは理解できる。ただ、もっと高いリターンを享受できるものとみていた」。足元のリターンはマイナスで推移していることもあり、他の投資戦略に乗り換えることも視野に入れている。安定的にインカムゲインが得られるのであれば、流動性を犠牲にして不動産デットやインフラデット、ダイレクトレンディングなどの選択肢もあるが、流動性が低下する。流動性を考慮して、他の債券投資戦略へ乗り換える方法もあるが、運用環境が大きく変動する事態も想定するのであれば、アンコンストレインド戦略への投資を続けることもあり得る。

ある運用会社では「すぐに説明に来てほしい」と年金基金から依頼を受けた。ほかの運用会社に委託している外債ファンドの中に運用実績が振るわないものがあり、できるだけ早く入れ替える必要があると考えたらしい。この運用会社が推測したのは、運用利回りが振るわないアンコンストレインド戦略。自社の外債投資戦略は良好な運用実績を残していたため、すぐに採用が決まったという。

外債の運用戦略ではFTSE世界国債インデックスやブルームバーグ・バークレイズ総合指数など

のベンチマークに追随するパッシブ運用や、ベンチマークを意識しながらもベンチマークを上回る運用実績を目指すアクティブ運用が主流となっている。アンコンストレインド戦略はこうしたベンチマークを意識せずに、運用収益の確保を目指す。

実際には、ベンチマークを全く意識せずに、目標収益率を「LIBOR+3%」のような形で設定する運用戦略や、ブルームバーグ・バークレイズ総合指数などをあくまでも「参考指数」などとして、設定している例などがある。散見されるのは、目標とする収益率を確保するために、先進国の国債や、信用格付が相対的に高い投資適格社債だけではなく、証券化商品や格付が低いハイイールド債、エマージング債などにも積極的に投資する点。運用環境の変化に応じて、機動的に配分割合を見直すことで、一定の運用収益確保を目指す。

複数の債券セクターに機動的に投資できるとはいえ、マイナスの収益率を回避できるかどうかは市場次第の面もある。運用会社各社が提供するアンコンストレインド戦略は、実はマイナスを回避しにくい事態が相次いでいる。運用戦略によって主因は異なるが、総じて指摘されているのは「スプレッドの拡大」だ。ハイイールド債やエマージング債ばかりではなく、投資適格社債なども国債を上回るはずの利回りが拡大した。ここに為替のヘッジコストが加味され、各社の運用実績は軒並みマイナス水域に突入する結果となった。

外債運用戦略の概要

	通常のアクティブ運用	アンコンストレインド戦略
ベンチマーク	・FTSE世界国債指数 ・ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合指数 など	・なし ・短期金利 (LIBORなど) ・左記の債券指数を「参考ベンチマーク」 などの形で設定する場合もある
目標とするリターン	ベンチマーク対比での超過収益目標 (例えば「ベンチマーク+1~2%」など)	絶対収益を狙う戦略が多い (例えば「LIBOR+3~4%」などとする ケースがあるが、水準は戦略によってまちまち)
リスク	トラッキングエラーが2~3%程度	まちまち (「ボラティリティー3~5%」「投資適格社債市場並みに4~6%」「最大8~10%」など)
デュレーション	ベンチマーク±2年程度	まちまち (「▲3年~+8年程度」と範囲が広い戦略もある)
投資対象	ベンチマークの対象資産 組み入れ比率はベンチマークを基準に 10%程度まで乖離を許容	基本的に制約なし ただし、ハイイールド債やエマージング債 の組み入れ比率などは上限を設定している 場合が多い
デリバティブ	ヘッジ目的で使用	戦略によっては収益獲得のためにも使用

(注) 運用会社各社の資料を基に作成

運用会社の担当者は「ゼロ%でも上出来と言える環境だ。この環境で想定通りのプラスリターンを稼ぐ魔法の杖はない」と言う。デュレーション（金利感応度）が短い戦略の中にはプラスにとどまっているものもあるが、リターンは低下したようだ。運用会社各社が設定している運用戦略の名称は、「アンコンストレインド戦略」だけではなく、「インカム戦略」「絶対収益確保戦略」などの「絶対収益」を掲げているところもある。それだけに、「年金基金からお叱りを受けるケースもある」という。

金利上昇局面で受託増

運用会社の提案が増え、年金基金が相次いで採用し始めたのは2015年から16年ころだ。ブラックロック・ジャパンの番場悠マネージングディレクターによると、アンコンストレインド戦略は金利上昇局面で、投資家の需要が高まる傾向があり、当時もベンチマーク外の運用戦略に注目が集まり始めていたという。

08年の金融危機を受けた米国のゼロ金利政策は7年間続き、15年12月、米連邦準備理事会 (FRB) は利上げに動いた。金利が上昇すると債券価格は下落し、債券投資戦略の運用実績は低下する。このため、金利リスク以外のリスク、例えば信用リ

スクを伴う社債やハイイールド債などを組み入れることで、相対的に高い運用実績を狙うアンコンストレインド戦略には注目が集まる。これは日本の年金基金に限らず、グローバルでもほぼ同じ傾向がみられるという。

実際にはどうだったか。マニファイブ・アセット・マネジメントのアンコンストレインド戦略を15年度から提供している三井住友信託銀行によると、「16年度、17年度の運用実績は好調で、受託実績も順調に積み上がった」という。

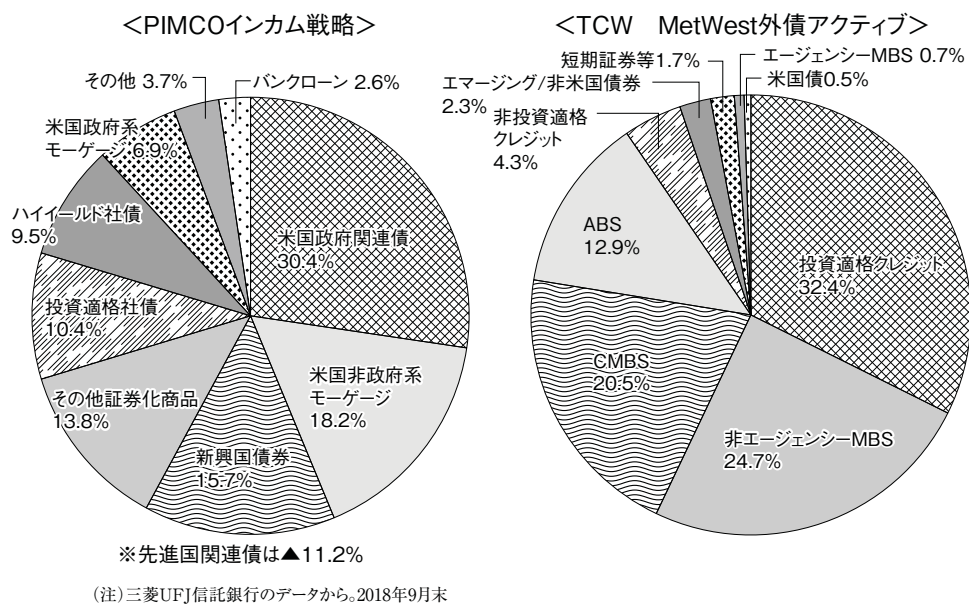
だが、ここへきて情勢が変わってきている。中長期リターンを重視する戦略の短期の実績とはいえ、18年度のリターンはこれまでマイナス圏に沈んでいる。同戦略の3月末時点のポートフォリオを見てみると、米国以外の国債が20.9%、投資適格社債17.3%、ハイイールド債14.5%、エマージング債券16.0%などとなっている。円ヘッジベースのリターンはヘッジコストの上昇などもあり月次リターンもマイナスが相次いだ。

こうした戦略は例外ではない。中には半期でマイナス6%台のファンドもあった。ブラックロック・ジャパンやピムコジャパンなどの大手も足元の運用実績は伸び悩んでいる。

一方、外債のベンチマークはどうか。18年4月から9月末の収益率をみると、FTSE世界国債インデックス（除く日本、ヘッジなし・円ベース）は2.17%で、組み入れ対象が広いブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合指数（日本円除く、円ベース）は3.61%。後者のブルームバーグ・バークレイズ指数は円ヘッジベースで収益率がマイナス1.22%。後者の指数をベンチマークとするアクティブファンドが指数を上回る収益率となっている中で、劣後するアンコンストレインド戦略も相次いでいる。

キャピタル・グループで債券部門のインベストメント・ディレクターを務めるルーク・ファレル

投資戦略ごとの資産配分例



氏は「アンコンストレインド戦略は悪い戦略ではなく、過去2~3年は良かった。だが、これからの投資環境を考えるかどうか」と指摘する。ファレル氏が懸念するのはハイイールド債やバンクローンの動向。ハイイールド債などは過去に例を見ないほど買われており、その反動が懸念されている。ハイイールド債は株式との相関が高いため、株式相場下落に合わせてリターンが悪化するリスクが高まっている。このため、ハイイールド債の比率が高い戦略に投資するよりは、投資適格社債などに選別投資の方が確実なリターンを期待できるという。

コンセプトで大きく変わる運用実績

「アンコンストレインド戦略は各社で用意しているが、コンセプトの違いが大きい。三菱UFJ信託銀行ではこう説明する。同社がアンコンストレインド戦略として用意している運用戦略は①TCW MetWestアンコンストレインド戦略②WAMCOマクロ・オポチュニティーズ戦略③PIMCOインカム戦略——の3本。実際の運用にあたるのはいずれも海外の運用会社で、TCWアセットマネジメン

ト、ウエスタン・アセット・マネジメン、ピムコだ。

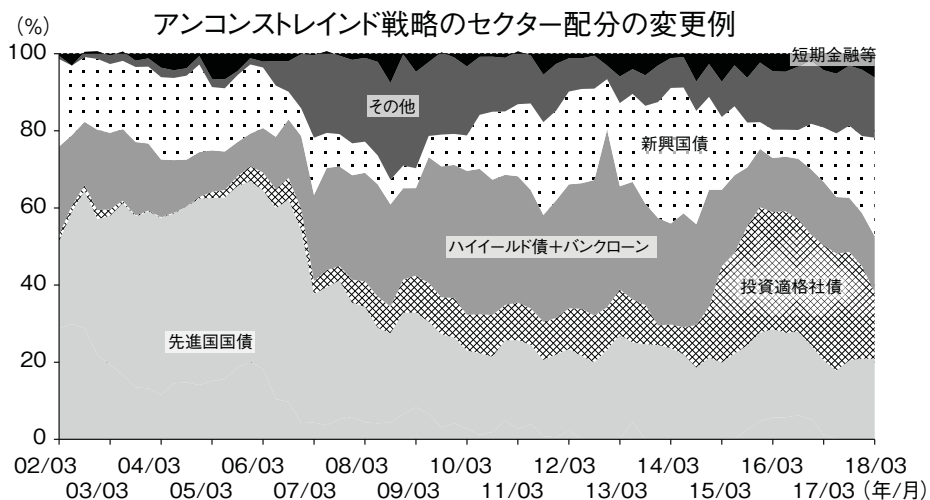
この3つの戦略でコンセプトの違いを見てみよう。例えば運用目標だ。TCWの戦略はLIBOR+3~4%とやや低めの運用目標だ。これに対し、PIMCOインカム戦略の目標はインカムゲインで4~5%程度、キャピタルゲインで1%程度だ。WAMCOマクロ・オポチュニティーズ戦略は想定リスク（ドルベース）が最大8~10%で、その範囲内でトータルリターンの最大化を目指

すとしている。

当然、ポートフォリオの内容は大きく異なる。TCWの戦略で組み入れ比率が最も高いのは投資適格債だが、政府保証がない非エージェンシーMBS（住宅ローン担保証券）、CMBS（商業不動産ローン担保証券）も20%を超える組み入れ比率となっている。エマーシング債・非米国債券は合計で2.3%と少ない。これに対しWAMCOの戦略ではエマーシング債の比率が最も高く、次いで投資適格社債が多い。MBSやABS（資産担保証券）も組み入れてはいるが、わずかだ。TCWの組み入れ比率と比較すると、投資適格社債が一定の割合を占めている点は同じだが、エマーシング債やMBSの組み入れ比率は対極的だ。

運用会社各社のアンコンストレインド戦略の投資対象にはこのほか先物やスワップ、信用リスク保証を取引するCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）などがある。ただ、これらをリスクヘッジ目的で使うのか、収益確保の手段として使うのかで運用コンセプトに差があるほか、デュレーションの想定レンジなども異なり、比較は難しい。

三菱UFJ信託によると、年金基金に提案する際に基金のニーズなどを踏まえて提案している。3戦略の受託残高は年金基金への提案が早かった



TCWの戦略が約2000億円と最も多く、WAMCOとPIMCOの戦略はそれぞれ提案開始から1年半ほどで400億円以上に達するという。受託額の増加ペースはひと段落しているが、解約などが相次いでいる事態にはなっていないという。

L+1%の絶対収益確保型も

苦戦するアンコンストレインド戦略が多い中で、TCWのようにLIBOR+3%程度の戦略を準備する動きは他にもある。

例えばPGIMジャパンが用意しているアブソルートリターン戦略ではLIBOR+3%程度の運用利回りを狙う。目標とする3%のうち、1.5%分はセクターアロケーション、0.75%はボトムアップによる個別銘柄要因、0.75%は金利やイールドカーブから得る収益を想定している。ポートフォリオの中で比率が高いのはシニアのCLO（債務担保証券）で、30%程度を組み入れている。ハイイールド債は18%、エマージング債は8%程度だ。この他に非エージェンシーMBSなども一定量を組み入れている。この結果、18年1月から9月の運用実績は約0.5%だという。

PGIMは日本では、不動産戦略の提案に力を入れてきた経緯があり、他の戦略の提案にはなかなか手が回っていなかった。ただ、目標リターンの水準から考えて、日本国債、ヘッジ付き外債、一般勘定の代替戦略として位置付けることが可能だと見

て、提案を本格化する考えだ。

ピムコジャパンもリターン目標をLIBOR+3~4%とするダイナミック・ボンド戦略を提案している。これまで主にトップダウンに基づくPARS（ピムコ・アブソルート・リターン・ストラテジー）や、主にボトムアップ分析に基づくインカム戦略などで受託実績を積み上げていたが、トップダウンとボトムアップの分

析を融合するなどバランスをとった点に特徴がある。想定しているリスク水準がコア債券と同等だとして、コア債券の代替や流動性が高いオルタナティブ戦略として提案することを想定している。

ナティクシス・インベストメント・マネージャーズは傘下のH2Oアセット・マネジメントが運用する絶対収益型運用戦略「アダージョ」を提案し始めている。リスク目標は2~4%で、目標リターンはLIBOR+1%。投資対象は通貨とOECD（経済協力開発機構）諸国の国債、それに投資適格債券などのクレジットだ。ただ、実際にはクレジットの組み入れは限定的で通貨と国債が主体となる。一般的な債券ベンチマークを意識していない点では、他のアンコンストレインド運用と同様だが、実際の投資対象は他のアンコンストレインド戦略と一線を画している。投資対象は限られているが、市場の方向性をとらえる「ディレクショナル」、割高なものを売り割安なものを買う「レラティブバリュエーション」などの戦略を組み合わせる運用収益を確保する。

この戦略は2年ほど前から提案しているが、ここへきて急速に関心が高まっており、従来のアンコンストレインド戦略から乗り換えを検討する年金基金もあるという。

リターン低下でも分散投資に意義？

足元の運用実績の低迷で一部のアンコンストレ
(11ページへ続く)

(8ページから続く)

インド戦略については解約のうわさも聞かれる。ただ、中長期的なリターンを狙う戦略の特徴を理解している投資家のニーズはあるはずだと運用会社各社は口をそろえる。

三井住友信託ではアンコンストレインド戦略を「サテライト型の運用戦略」と位置付けている。FTSE世界国債インデックスやブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合指数のようなベンチマークを設定した運用戦略を債券運用の「コア」に据えたいと、アンコンストレインド戦略をサテライトとして持つことを提案している。実際にアンコンストレインド戦略を採用している年金基金は比較的資産規模が大きいところが多く、こうした提案に沿う形で採用しており、一時的にリターンが悪化したからといってすぐに委託を取りやめることにはならないとみている。「足元の実績は芳しくないが、有効性が低下したとはみていない」という。

アンコンストレインド戦略特有の分散投資に意義があるとの見方もある。アンコンストレインド戦略は国債、投資適格社債、ハイイールド債、エマージング債、証券化商品と一般的に幅広い債券に分散投資している。また、市場環境の変動に対応して、投資先の配分もある程度機動的に変動する。運用環境が見通しにくい中で、債券ポートフォリオのお任せ戦略として位置付ける利点はあるというわけだ。特に資産運用管理体制が十分ではない年金基金にとっては、投資先を分散するツールにはなるという。

格付投資情報センターの金武伸治チーフアナリストは「長期運用の観点では、様々な地域や債券種別に広く分散投資することが基本となるが、短中期的な観点では、各地域や債券種別の投資魅力度や投資リスクの変化を捉えたリバランス機能として、債券アンコンストレインド運用戦略をスタビライザー（安定化装置）的に使うことも有効だと考えられる」という。

ピムコジャパンによると、これまで債券と株式は相関が低い動きが続いていたが、今年2月には一時的に相関が高まった。さらに10月に入ってから株式相場下落局面でも、当初は相関が高まる動きがあった。こうした不確実性が高い市場環境

ではアンコンストレインド運用のように分散投資する方法は有効だという。

今後の債券市場の動向を見渡すと、金利の正常化になかなか踏み出せない日本や欧州とは違い、米国では金利が上昇している。ただ、FRBによる利上げは19年でいったん打ち止めとなる見方が支配的だ。米国の金利がある程度上昇すると、外債戦略の中でも国債や投資適格社債を中心とした運用戦略が注目を集めそうだ。よりリスクが低い国債や投資適格社債でも一定の運用利回りが期待できることになる。その結果、ベンチマークに沿って運用する戦略が注目されるとの見方が多い。アンコンストレインド戦略でも、運用会社によっては国債や投資適格社債など「コア」の部分を増やすことになると見られている。すでにブラックロックなどはその方向に動いている。

一方、ハイイールド債などは株式相場の影響を受けやすくなるとの見方がある。ハイイールドやバンクローンなど格付が低いセクターの投資は今後も縮小傾向が続くそう。すでに割高な水準にあることを指摘する運用会社が多い。

悪化が続いていたエマージング債券市場については、底打ちが近いとみて、一部の運用会社がこれまで引き下げていたエマージング債の比率を引き上げる動きが出始めている。運用環境が急変して悪化するリスクと、逆に投資機会が発生する可能性がある。

積極的な投資分散や機動的な配分見直しなど運用の自由度が大きく見えるアンコンストレインド運用だが、運用会社によっては制約もある。「アンコンストレインドといっても、戦略ごとにポートフォリオ構築のルールがある。目標とするリターンを達成する目的もあり、リスクが高く本来は投資を控えるべきセクターの債券を一定量持たなければならないこともある。決して万能ではない」（運用会社）という指摘もある。

年金基金はどのような目的でアンコンストレインド戦略を採用したのか、あるいは採用するのか。収益の源泉となる債券セクターや運用戦略などを確認したうえで、今後の投資スタンスをもう一度検討してみる必要もありそうだ。

格付投資情報センター（R&I）「年金情報」718号（2018年11月5日号）より
同社の許諾を得て使用。

R&Iは、本件記事の利用によって生じたいかなる損害についても負担しません。
また R&Iは、特定の有価証券の価値などを示したり、かかる有価証券の価値などやその分
析に基づく投資判断に関して助言を行ったり、
特定の投資行為を勧誘するものではありません。

ナティクス・インベストメント・マネージャーズ株式会社

〒106-0032 東京都港区六本木 1-4-5 アークヒルズサウスタワー8階

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第425号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問行協会 / 一般社団法人投資信託協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

ご留意いただきたい事項

商号等：ナティクス・インベストメント・マネージャーズ株式会社（金融商品取引業者）

登録番号：関東財務局長(金商)第425号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

運用報酬等：

当社の投資一任サービス（投資一任契約に係る運用財産が私募投資信託を取得する場合を含みます。以下同じ。）をご利用になる場合
の当社の報酬については、投資一任契約において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりま
すので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。

また、当社の投資助言サービスをご利用になる場合の当社の報酬は、助言の前提（投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の
規模等）により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。

ご負担頂く費用等：

当社の投資一任サービスをご利用になる場合、上記の運用報酬の他、有価証券等の保管に係る費用、売買委託手数料等をお客様にご負
担いただくことがあります。ファンド形態の有価証券（投資信託の受益証券等）を組み入れる場合には、当該ファンドにおける運用報酬や有
価証券保管費用・売買委託手数料等もお客様のご負担となります（複数階層のファンド組入れとなる場合も同様。）。これらの費用につい
ては、投資一任契約において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、各費用の上
限額又は計算方法並びに運用報酬を含めた合計額又は計算方法を表示することが出来ません。

なお、お客様にご負担いただく運用報酬・費用等に消費税が課税される場合、当該課税額もお客様のご負担となります。

リスク情報：

投資一任契約に基づく運用は、主に国内外の株式や債券などの値動きがある有価証券を投資対象（投資一任契約に係る運用財産が私
募投資信託を取得する場合において、当該私募投資信託による投資の対象となるものを含みます。以下同じ。）としており、投資元本が保
証されていないため、当該資産の市場における取引価格や評価価格の変動や為替の変動及び金利水準の変動等により、運用資産の価値
が変動します。従って、当社がお客様から受託した資産の当初の元本額を下回ることがあり、さらに元本を超えて損失を被るおそれがあります。
投資一任契約の投資対象は、個別の投資一任契約毎に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。

株式の価格は株式相場の変動等により変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。

債券の価格は、一般に、金利の変動により上下します。また、発行者の信用状況・市場・経済の状況の変化等によって変動することがあります。

この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。

外貨建ての株式、債券、投資信託等は、一般に取得時にその外貨を買付け、換金時などに取得外貨を売却し円貨を取得します。その間、為替相場の変動によっては、外貨額に変動がなかったとしても、取得・換金のタイミング次第で円貨において元本欠損となることがあります。

上記に記載しているリスクや費用項目については、一般的な投資一任契約及び投資助言契約を想定しております。投資一任契約及び投資助言契約に係るリスクや費用は、個別の投資一任契約及び投資助言契約により異なりますので、ご契約にあたっては、契約締結前交付書面及び契約締結時交付書面をよくお読み下さい。