

Big Mac¹:債券の投資機会 正相関の世界で債券が果たす役割

執筆者



Benoit Anne
マネジング・ディレクター
インベストメント・ソリューション・
グループ

債券と株式の相関は非常に高く、すぐに是正されそうにはありません。この状況への対応策は、債券を買い増すことです。相関の上昇はポートフォリオの総リスクの上昇を意味し、債券へのアロケーションを増やすことでこの総リスクを抑制することができます。債券は、ポートフォリオの分散という点では有効ではないとしても、ボラティリティの分散という点では機能し続けるとみられます。この対策のもう1つの利点は、利回りが高水準にあるため、リスク調整後ベースの債券の魅力が引き続き高いということです。高相関の環境下でリスクを管理するもうひとつの方法は、投資機会をグローバル市場に拡大することです。異なる通貨・市場・地域へのエクスポージャーをとることで、ポートフォリオの分散に役立つ可能性があります。このグローバル・アプローチを最大限に活かすには、超過収益の潜在的源泉を利用することに長けたアクティブ運用会社に運用を委託することです。

当面の間、債券はポートフォリオに分散機能を果たすことはありません。現在の債券と株式の相関は、歴史的に非常に高い水準にあります。期間2年で見ると、相関係数は0.71で、1995年以来の高い水準にあります(図表1参照)。債券と株式の相関が高いということは、債券の分散効果が弱まっていることを意味します。また、相関とともにポートフォリオの総リスクが上昇していることを意味するため、高相関の世界では、リスク管理が運用プロセスの柱としてますます重要になります。

債券と株式の相関は今後も高止まりする見通しです。債券と株式の相関の急上昇は、米連邦準備制度理事会(FRB)の引き締めサイクルが間近に迫っていることが明らかになった2021年終盤に始まりました。FRBが世界の投資家の想定を超えるペースで利上げを行ったことで、相関は急激に上昇しました。

FRBの利上げサイクルは終わったかもしれませんが、債券と株式の相関が低下するとは限りません。MFSのマクロ・レジーム(体制)枠組みに基づくと、現在起きているマクロ・レジームの移行は持続的に高い相関関係をもたらす可能性が高いと考えられます。

¹「Big Mac」(「ビッグなマクロ経済」を意味します)は、世界の債券やマクロ経済環境に関するトピックを取り上げるグローバル債券レポートです。



図表1: 債券と株式の相関は極端な水準にある

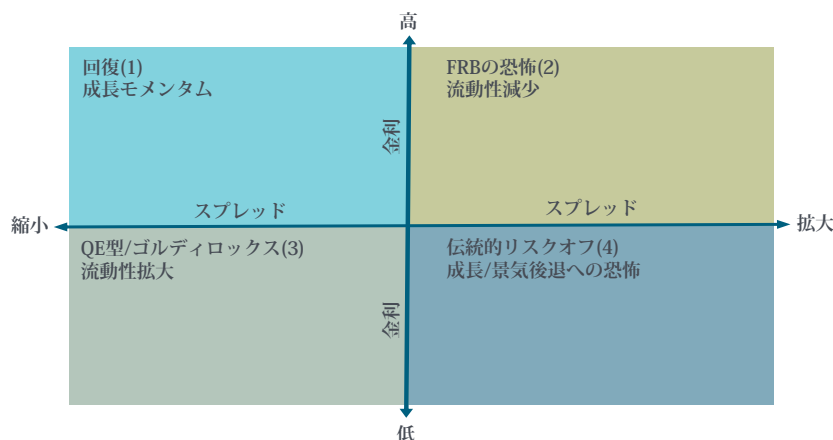


出所: Bloomberg, S&P500とBloomberg US Treasury Index。1976年10月～2024年6月の月次データ(2024年6月18日現在)。

2022年から2023年にかけてのFRBの利上げ局面で支配的だったマクロ・レジームは、いわゆる「FRBの恐怖」でした(図表2参照)。このレジームの下、金利は上昇、クレジットスプレッドは拡大しました。幅広いリスク資産が下押し圧力を受け、債券と株式の相関が高まる傾向がみられました。2022年、債券と株式はともに下落しました。

今後は、2022年と2023年のパターンとは逆に、QE(量的緩和)型、すなわちゴルディロックス(適温相場)型のレジームに移行する可能性が高いと考えられます。ゴルディロックス型レジームの下では、金利は低下し、信用スプレッドは縮小します。リスク資産も、中央銀行による流動性供給の拡大に支えられて堅調に推移する傾向があるため、債券と株式の相関は引き続き高止まりします。この移行は、FRBが緩和サイクルを近く開始するとの期待を反映してここ数カ月間続いています。FRBの利下げがまだ実施されていないことを踏まえると、ゴルディロックス型のレジームはしばらくの間継続する可能性が高いとみられます。債券と株式の相関はいずれ低下し正常化しますが、それは緩和サイクルが一巡する間近の2025年終盤までは起きないとMFSは考えています。緩和サイクルが完了すると、マクロ・レジームは再び移行し、今度は成長モメンタム型レジームか、あるいはおそらくFRBの恐怖型レジームのいずれかに移行すると見込まれます。

図表2: グローバル・マクロ債券レジームの4類型およびマクロ・レジームの移行



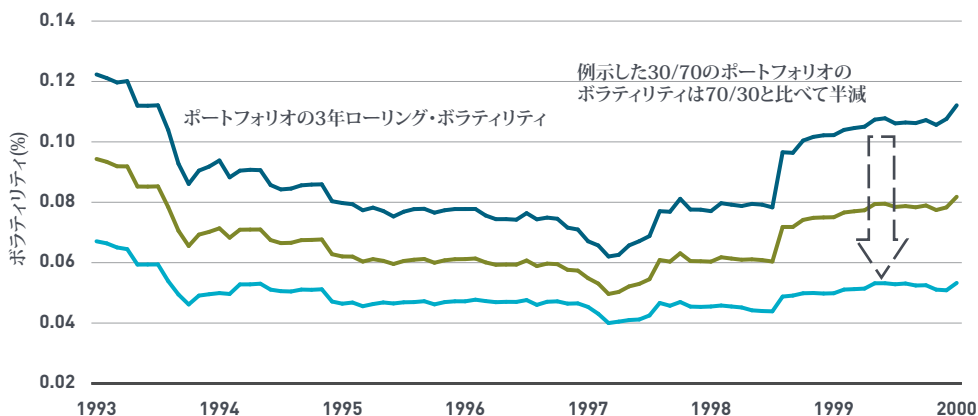
出所: MFS。説明のみを目的としています。4類型のレジームは、金利とスプレッド両方の変化の方向によって定義されています。



ポートフォリオのリスクを低減する必要性。逆説的ですが、債券と株式の相関が高ければ高いほど、ポートフォリオのリスクを低減する必要性が高まるため、リスク低減に適した資産クラスとしての債券の歴史的地位を踏まえ、債券へのアロケーションを増やすことが勧められます。言い換えれば、債券はポートフォリオの分散化には有効でないとしても、ボラティリティの分散には引き続き有効である可能性があります。高い相関関係が続いていた1990年代を例にとると、この期間中に債券へのアロケーションを増やすことで、ポートフォリオのボラティリティが低下し、リスク調整後リターンが改善しました(図表3、4参照)。

図表3: 債券のボラティリティ低減機能

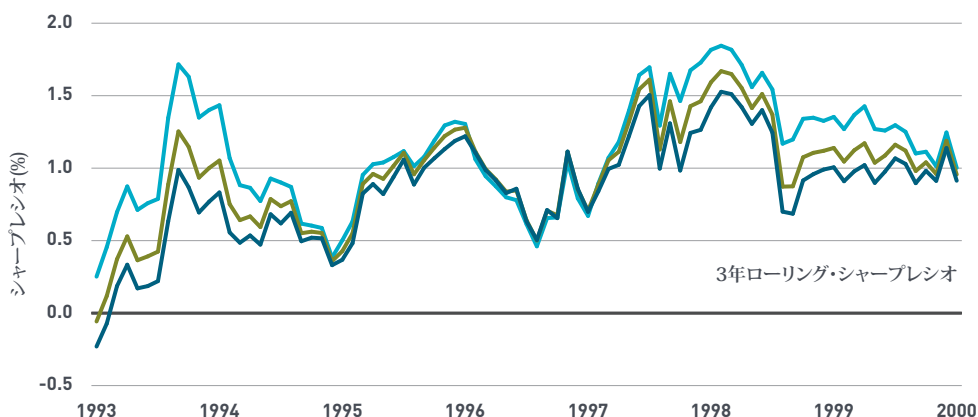
■ グローバル70/30 ■ グローバル50/50 ■ グローバル30/70



出所: MSCI, Bloomberg, FTSE, FactSet. 1990年1月31日から2000年1月31日までの月次データ。ポートフォリオ名は、それぞれ株式と債券のウェイトを示しています。株式 = MSCI World。債券 = Bloomberg Global Aggregate Index。使用されたリターンは運用報酬控除前の米ドル建てです。債券リターンは対米ドル・ヘッジ後の数値です。

図表4: 債券へのアロケーション増加によってリスク調整後リターンは上昇

■ グローバル70/30 ■ グローバル50/50 ■ グローバル30/70

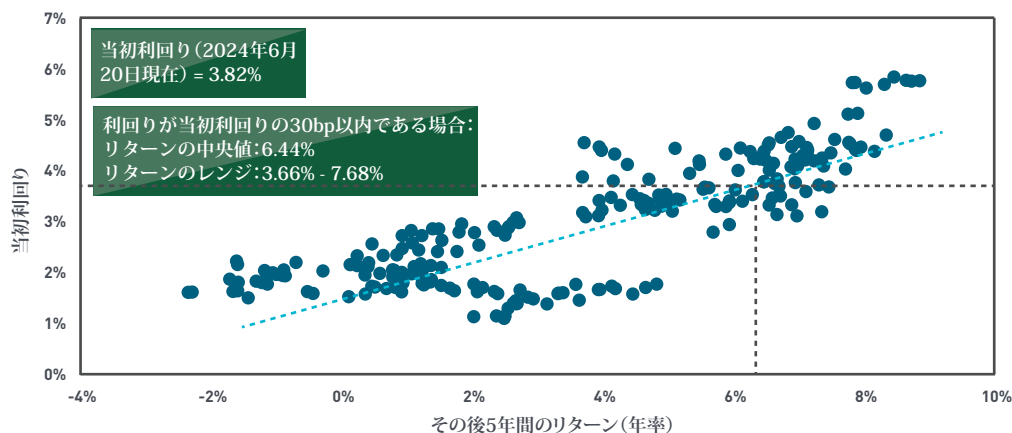


出所: MSCI, Bloomberg, FTSE, FactSet. 1990年1月31日から2000年1月31日までの月次データ。ポートフォリオ名は、それぞれ株式と債券のウェイトを示しています。株式 = MSCI World。債券 = Bloomberg Global Aggregate Index。使用されたリターンは運用報酬控除前の米ドル建てです。債券リターンは対米ドル・ヘッジ後の数値です。シャープレシオは、リスクフリー・レートとしてFTSE 3-Month US T-Bill Indexを使用しています。



債券はリスク調整後ベースで魅力的。主要中央銀行の金融緩和姿勢、ソフトランディング（軟着陸）シナリオが実現しそうな状況、多くの国で続くデフレーション・プロセスを背景に、マクロ環境は債券に有利に働いています。世界の債券サブアセットクラスの中で現在の利回りが長期的なリターンを大きく上回っていることから、債券は今後、高いリターンをもたらす可能性があります。投資期間が比較的長期の戦略的投資家にとって本当に重要なのは総利回り評価であり、それは依然として好ましいものとなっています。歴史的に、当初利回りとその後のリターンの間には強い関連性がみられます。グローバル総合指数の利回りは現在3.82%ですが、過去を振り返ると、同じような投資開始時の利回りレベルであれば、その後5年間の年率リターンの中央値は6.44%（3.66%～7.68%のレンジ）でした（図表5参照）。

図表5: グローバル総合指数 - 当初利回り vs. 予想リターン



出所: Bloomberg。Bloomberg Global Aggregate Index(米ドル)。2000年1月から2024年5月までの月次データ。リターンは運用報酬控除前の米ドル建てです。過去の実績は将来の成績を保証するものではありません。

相関管理戦略としてのグローバル化。国内投資を非常に重視してきた投資家は、投資機会をグローバル市場に広げることでメリットを得られる可能性があります。グローバル投資は債券と株式の高い相関という課題への直接的な対処法ではありませんが、複数の地域、国、通貨へのエクスポージャーを取り入れることで、ポートフォリオの分散を高めるのに役立つ可能性があります。これまで見てきたように、グローバル債券の為替ヘッジ付きエクスポージャーは、特に米国や英国のように自国市場の金利が高い場合には、利回りの向上とポートフォリオのボラティリティ低下の両方をもたらす可能性があります（図表6参照）。



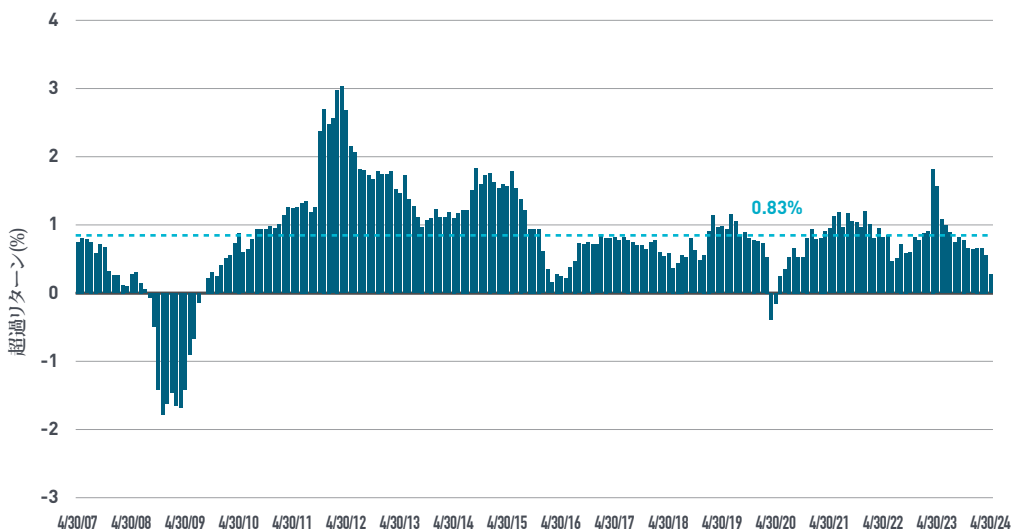
図表6: 英国投資からグローバル投資へ移行後の利回りの最適化



ヘッジの想定上の影響は説明の目的でのみ示されています。
 出所: Bloomberg. 2013年7月31日から2024年4月30日まで。米ドル45%、ユーロ22.5%、円10%、英ポンド5%、カナダドル2.5%で構成される通貨バスケットの3カ月フォワード為替レートに基づいています。これらのウェイト付けは、2024年4月30日現在のBloomberg Global Aggregate Indexにおけるこれらの通貨のウェイトの近似値です(なお、このインデックスの15%はその他の通貨建てですが、ここでの説明の目的上、これら通貨の為替リスクのヘッジは想定されていません)。

グローバルでアクティブな運用を推奨する根拠。MFSの考えでは、グローバル債券の投資機会を最大限に活かすには、為替管理からデュレーション・ポジショニング、ヘッジ戦略、資産・セクター配分、グローバル銘柄選択に至る複数の超過収益の源泉を利用することができるアクティブ・マネジャーに運用を委託することです。歴史的に見ると、過去20年間の超過収益は平均83ベースポイント(運用報酬控除前)と優にプラス圏を維持しており、グローバル債券のポートフォリオ運用でのアクティブ・アプローチが付加価値をもたらし得ることを示しています(図表7参照)。

図表7: グローバル債券ヘッジなし戦略の3年ローリング平均超過リターン vs. Bloomberg Global Aggregate



出所: eVestment Alliance, LLC. eVestment All Global Fixed Incomeのユニバースは、ヘッジなしアプローチを用いるアクティブ・マネジャーでスクリーニングされ、Bloomberg Global Aggをベンチマークとしています。リターンは運用報酬控除前の米ドル建てです。2004年5月から2024年4月までの四半期データ。過去の実績は将来の成績を保証するものではありません。

全体的に見て、現在のグローバル市場の重要な特徴である債券と株式の高い相関は、債券へのアロケーション増加に相反するものではないとMFSは考えます。実際、高まるポートフォリオ・リスクを管理しようとする、債券へのアロケーションが増加する可能性があります。▲



債券に投資する場合、発行体、借り手、取引相手もしくはその他の支払義務を負う主体、原資産の信用力の低下、あるいは経済的状況、政治的状況、発行体固有の状況もしくはその他の状況の変化による結果として、またはその影響により、価値が低下することがあります。特定の種類の債券は、これらの要因による影響が大きいことから、ボラティリティが上昇する可能性があります。また、債券には金利リスクが伴います(金利が上昇すると、価格は下落します)。したがって、金利上昇時にはポートフォリオの価値が減少する可能性があります。

出所: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG®は、Bloomberg Finance L.P. およびその関連会社(以下、総称して「ブルームバーグ」)の商標およびサービスマークです。BloombergまたはBloombergのライセンサーは、Bloomberg Indexのすべての所有権を有します。Bloombergは、本資料を承認もしくは保証するものではなく、本資料に記載された情報の正確性または完全性を保証するものでもありません。また、本資料から得られる結果について、明示または黙示を問わず一切の保証を行わず、法律で認められている最大限の範囲において、一切の責任を負わないものとします。

インデックスデータ出所: MSCI。MSCIは、当レポートに含まれるMSCIデータに関して、明示または非明示を問わずいかなる保証も行っておらず、責任を負わないものとします。MSCIデータは、他の指数や有価証券、金融商品のために再利用することは出来ません。当レポートはMSCIによって承認、審査または作成されたものではありません。

当レポート内で提示された見解は、MFSディストリビューション・ユニット傘下のMFSインベストメント・ソリューション・グループのものであり、MFSのポートフォリオ・マネジャーおよびリサーチ・アナリストの見解と異なる場合があります。これらの見解は予告なく変更されることがあります。また、これらの見解は情報提供のみを目的としたもので、投資助言、銘柄推奨、あるいはMFSの代理としての取引意思の表明と解釈されるべきではありません。予想は将来の成果を保証するものではありません。

特に記載のない限り、ロゴ、商品名、サービス名は MFS® およびその関連会社の商標であり、一部の国においては登録されています。

当社の事前の許可なく、当レポートの複製、引用、転載、再配布を行うことを禁じます。

当レポートは、情報提供を目的としてマサチューセッツ・ファイナンシャル・サービスズ・カンパニー (MFS) および当社が作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当レポートは、MFSもしくは当社が信頼できると判断したデータ等に基づき作成しましたが、その正確性および完全性を保証するものではありません。当レポートは作成日時点のものであり、市場環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。当レポートのデータ・分析等は過去の一定期間の実績に基づくものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を保証もしくは予想するものではありません。特定の銘柄・有価証券や業種等への言及がある場合は例示目的であり、それらを推奨するものではなく、また、必ずしもMFSの現在の見方を反映しているとは限りません。当レポートは特定の金融商品もしくはファンドの勧誘を目的とするものではありません。当社が提供する金融商品は、市場における価格の変動等により、元本欠損が生じる場合があります。また、お客様にご負担いただく手数料等は、各商品、サービスにより異なり、運用状況等により変動する場合がありますため、予め金額または計算方法等を表示することはできません。当レポートに基づいてとられた投資家の皆様の投資行動の結果については、MFSおよび当社は一切責任を負いません。詳しくは契約締結前交付書面その他の開示資料等をお読みください。

MFSインベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第312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