



## 第2部

「債券代替投資のウソとホント  
—投資してはいけないモノの境界線—」

株式会社トータルアセットデザイン  
代表取締役 寺本名保美

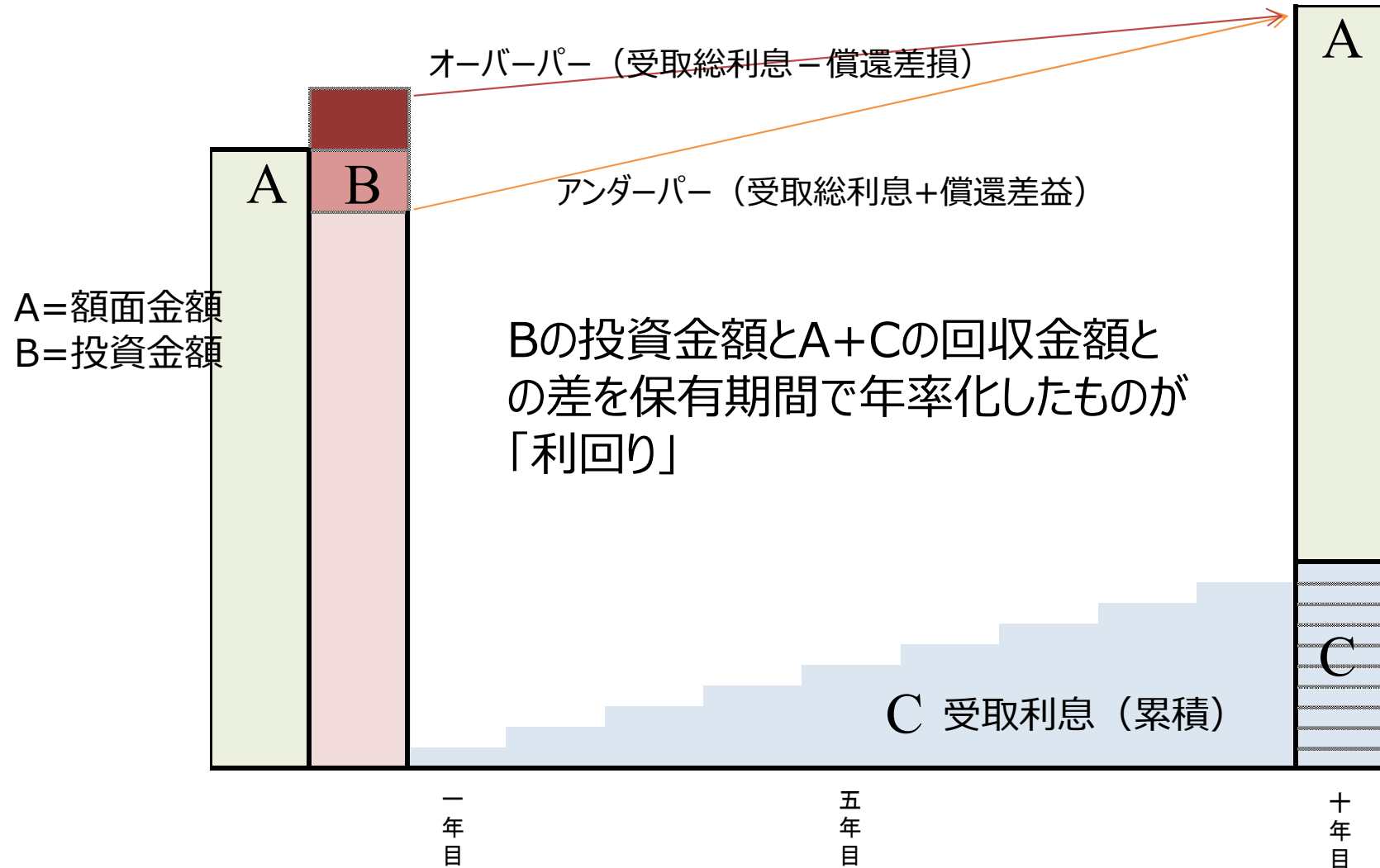


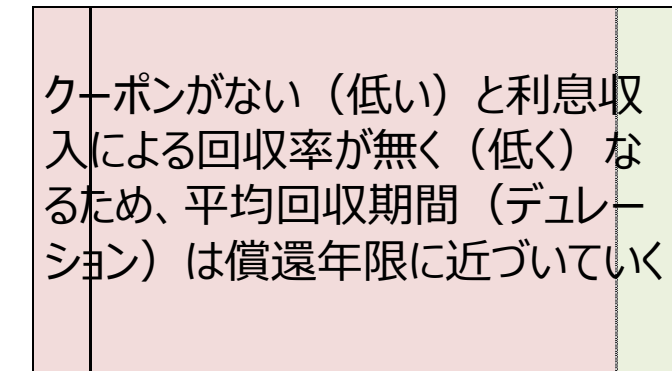
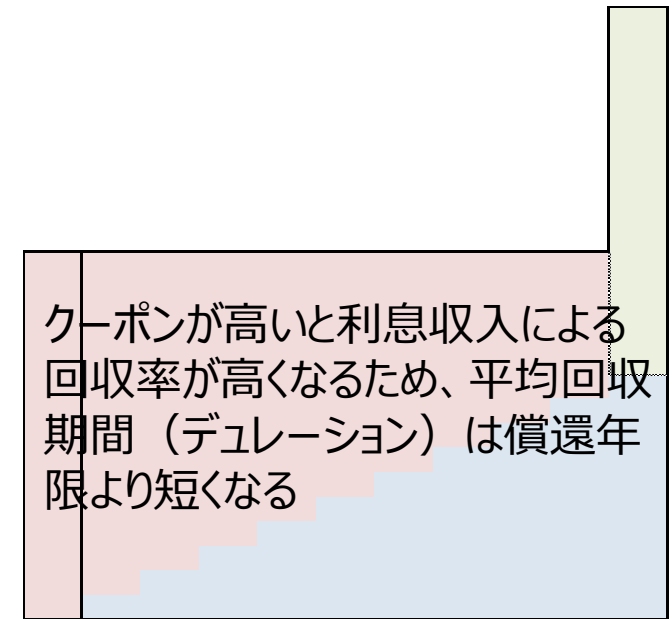
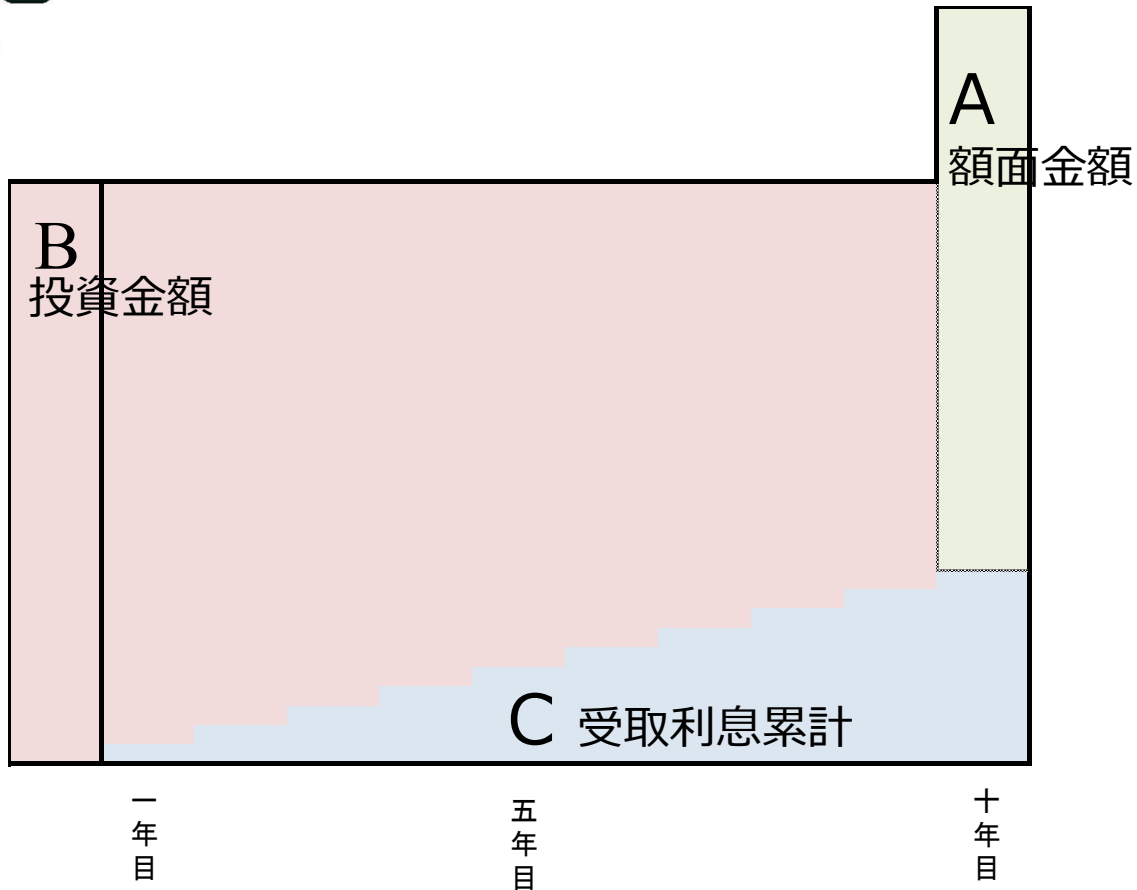
## 目次

1. 改めて、、、債券について
2. 債券市場を取り巻く現実
3. 債券代替戦略について
4. まとめ



# 1. 改めて、、、債券について





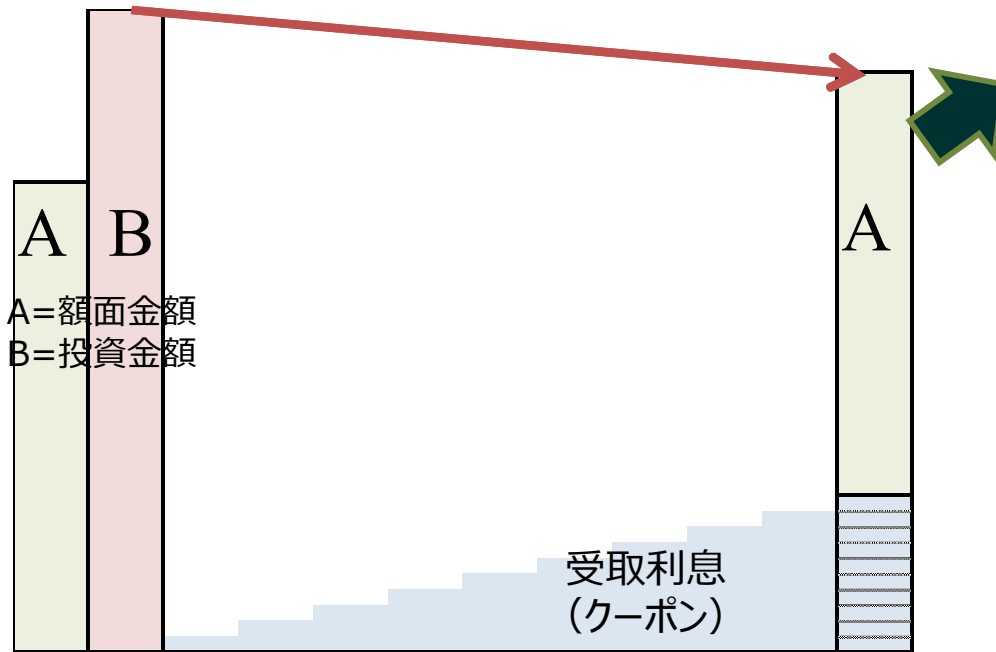
Bの投資金額を回収できるまでの平均期間 = 「デュレーション」  
クーポンを2%とすると毎年額面の50分の1は回収されており、  
10年で5分の1は回収済。  
残りの5分の4が10年後の償還時に回収されるので、  
平均回収期間は  $5年 \times 20\% + 10年 \times 80\% = 約9年$  となる。

同じ償還年限の債券でも、クーポンが低い債券はクーポンの高い債券に比べ、デュレーションは長くなる



## マイナス利回りとは

投資金額（購入単価）が高くなることで、償還時の回収金額と受取利息の総和が、投資金額以下になっているということ



①利回りが消えるとクーポンが消える  
新規に発行される債券の利息（クーポン）は市場利回りを基準として設定される。  
市場利回りがゼロ以下である環境では、新規発行債券のクーポンは限りなく「ゼロ」となる。  
（今のところマイナスクーポンの発行はない）

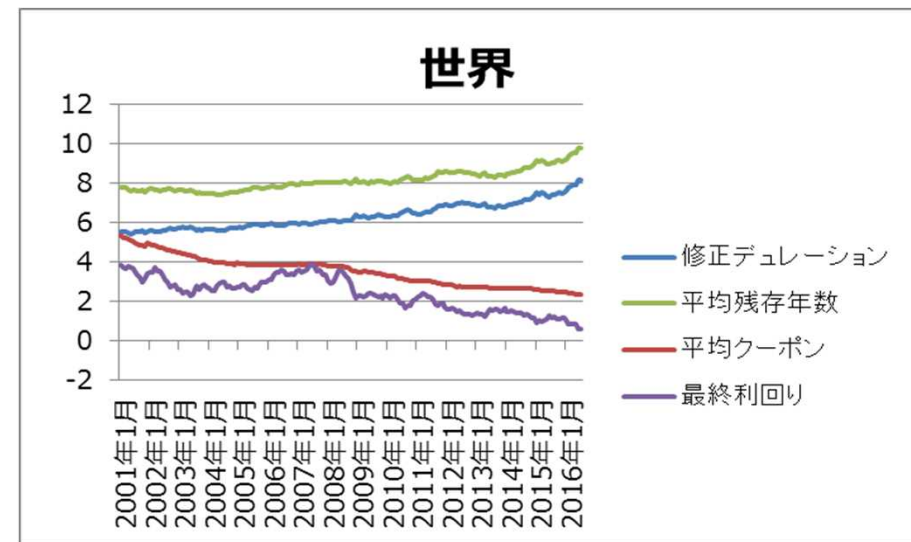
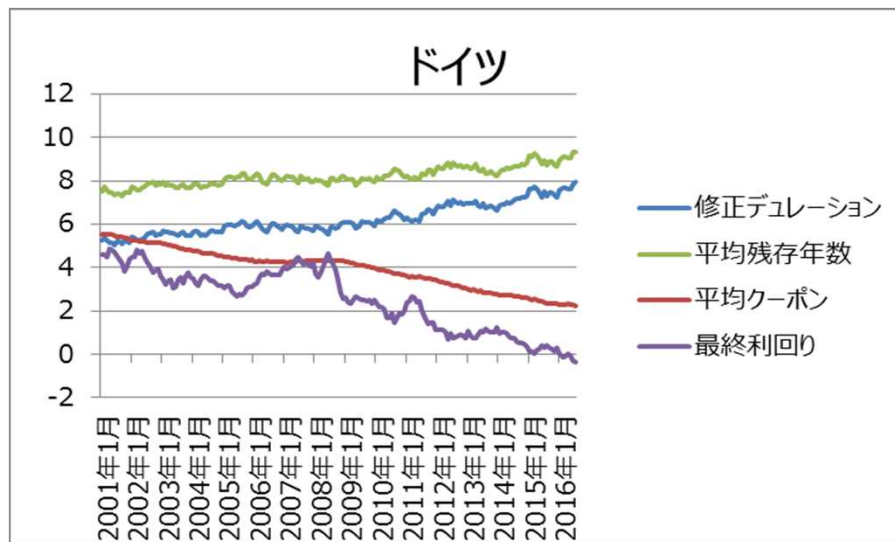
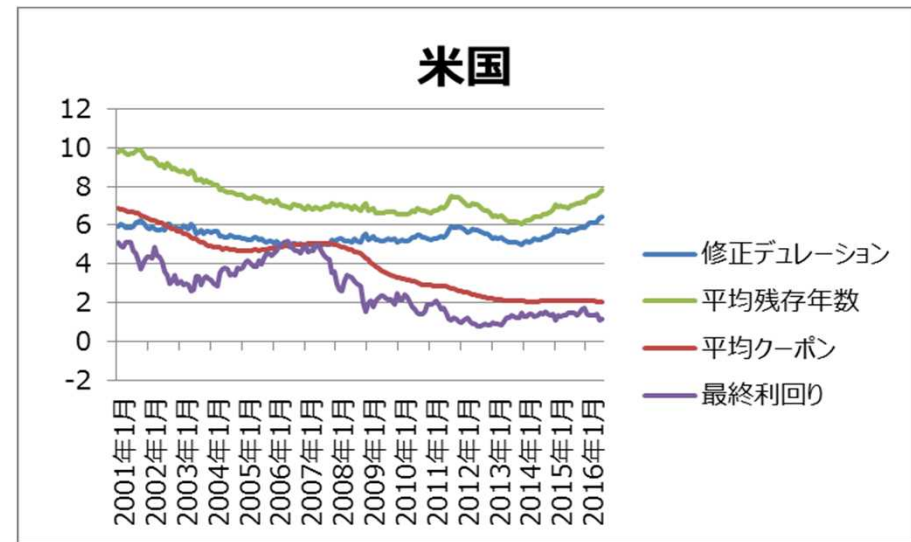
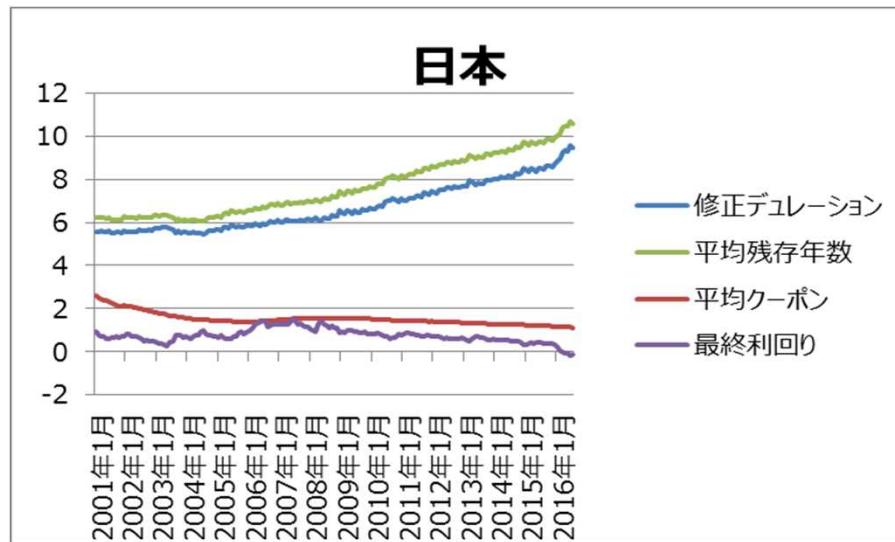


②クーポンが消えるとデュレーションが伸びる  
クーポンが限りなく「ゼロ」となると毎年の受取利息がなくなり保有期間中の投資回収がほとんど無くなるためデュレーションは伸びる。  
債券の価格感応度（金利の上下動に対する価格の変動性）はデュレーションと一致するので、クーポンが無くなりデュレーションが伸びると、債券の価格変動性（リスク）は高くなる。

➡ マイナス利回りの債券市場とは、購入単価が回収できないほど高く、毎年の果実は年々減少し、価格変動リスクがかつてないほど高くなった状態、ということ。



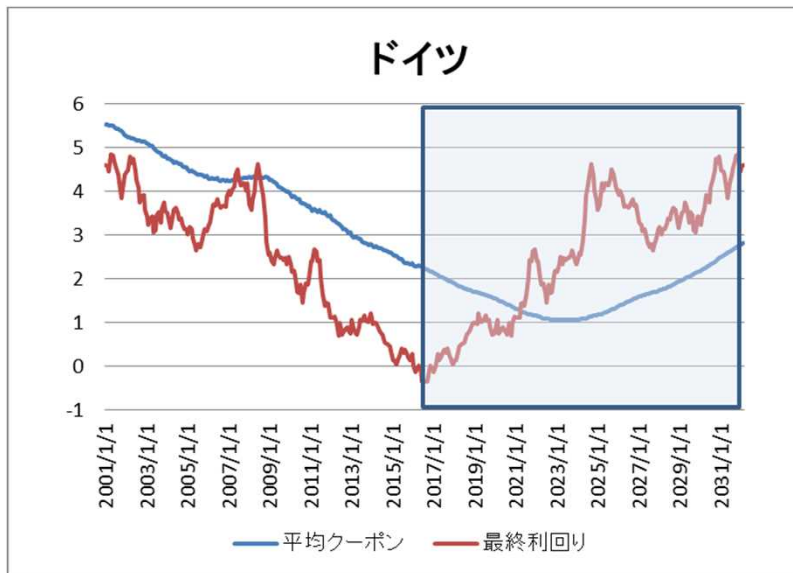
## 2. 債券市場を取り巻く現実



ブルームバーグ・バークレイズ世界国債インデックス（BBB格以上）の推移。いずれの国も利回りの低下と共に平均クーポンは落ち、デュレーションは長期化している。



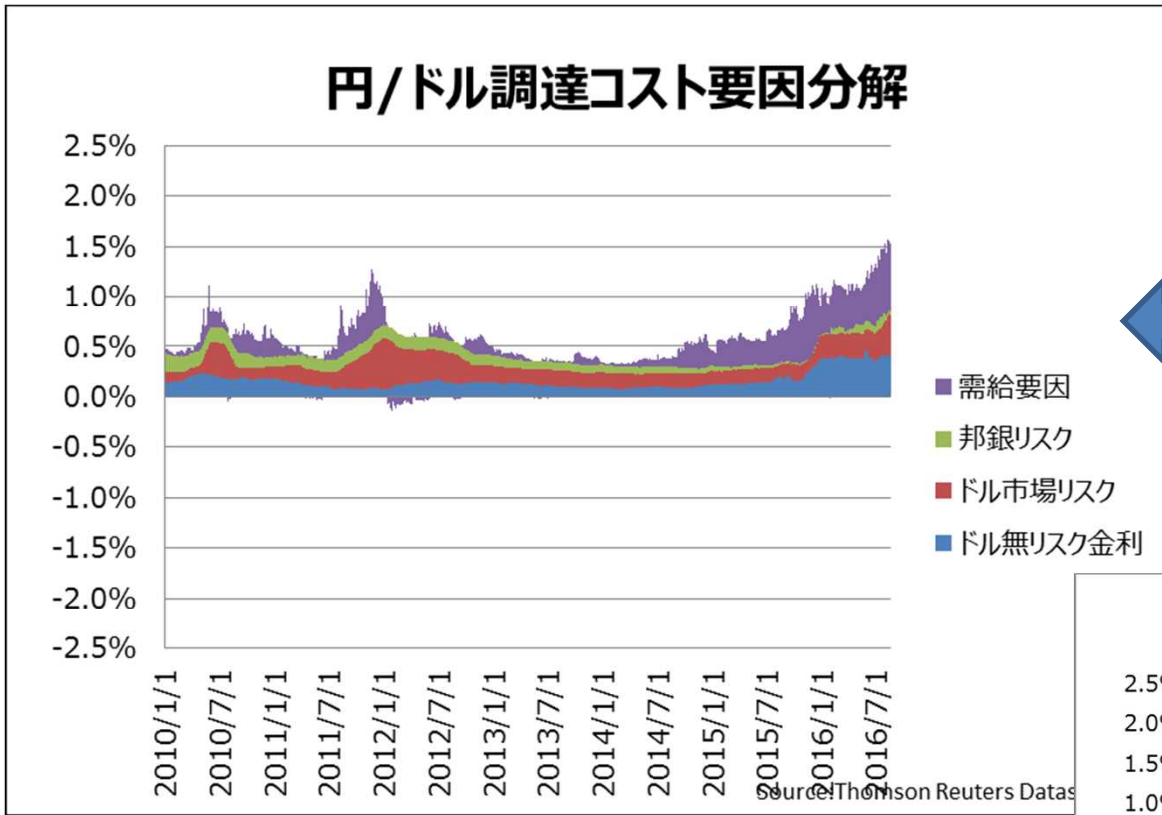
例えば各国の債券利回りが過去15年と同じスピードで上昇したとしても、市場の平均クーポンが反転するにはこれから7-8年を要する。（□内は過去15年の最終利回りから推計）





# 円ヘッジコスト

## 円/ドル調達コスト要因分解

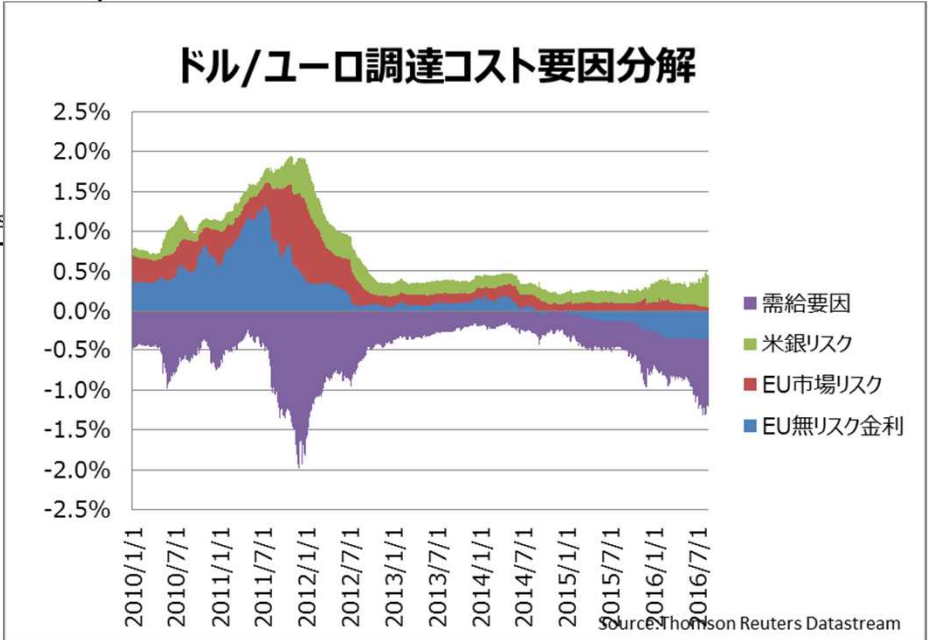


円ドルのヘッジコストは1.5%を超えるまで上昇。

ユーロは余り気味



## ドル/ユーロ調達コスト要因分解







# クーポンがないと起きること

## ① 投資家層の変化

クーポンインカムだけを目的とする満期保有の長期投資家は徐々に撤退し、時価変動を許容するトータルリターン型の投資家中心の市場となる。

## ② 投資家ポートフォリオのデュレーションの長期化

満期保有型の投資家は少しでもインカムの残る超長期ゾーンへの投資拡大。  
インデックス型の投資家は市場構成銘柄の長期化とインカム減少によるデュレーションの長期化により意図せざる長期化。

## ③ トータルリターン型投資家のリスク許容度の低下

トータルリターン = インカム (益) + キャピタル (損益)

トータルリターンをプラスにするためには、インカムの範囲内でキャピタルの損失を抑えればよかったが、インカムが無い世界では「キャピタルの損失 = 元本割れ」

インカムの減少をキャピタルでカバーするはずがリスクバッファがないためキャピタルリスクも取れない状態。

①～③の全てが、債券の価格変動リスクを高める方向の変化となることに注意が必要。利回りそのものは1-2年で正常化したとしてもクーポンの枯渇による債券市場のリスク特性の変化は中期的に継続する



### 3. 債券代替戦略について

債券代替戦略で何を代替させたいのか？

- ① 減ってしまったインカム収入を代替させたい  
→ 金利市場の中にあるリスクプレミアムをとる
- ② 減ってしまった期待リターンを代替させたい  
→ 各種市場の中にあるアルファをとる
- ③ ポートフォリオリスクの安定化に帰する部品を代替させたい  
→ 各種市場の $\beta$ の組み合わせに機動性を持たせることで  
ポートフォリオ全体として役割をカバーする



## ① 債券市場の中にあるリスクプレミアム

- 信用リスクプレミアム  
クレジット・ハイイールド・エマージング・バンクローン
- 流動性リスクプレミアム  
インフラ等プライベートエクイティ・私募不動産ファンド・各種仕組債
- ストラクチャーリスクプレミアム  
各種証券化商品・ハイブリッド証券・各種仕組債・地方行政債券・保険証券
- タームストラクチャープレミアム  
超長期事業債・ハイブリッド証券・リース及び動産担保証券
- ボラティリティプレミアム  
REIT 高配当株式

個々の金利商品における「上乗せ金利 = プレミアム」の「理由 = リスク」をまずは知ること



## 「リスクプレミアム」を取るときの注意点

### 原則① プレミアムをできるだけ重ねないこと

信用リスクをとるなら流動性を維持する。  
流動性を犠牲にするなら信用リスクは取らない

### 原則② 理解できないプレミアムを排除すること

ストラクチャーリスクプレミアムは、複雑性や将来への予見不能性に対するプレミアムであることを認識する

### 原則③ 特定の債券種別に集中させないこと

債券投資は個別銘柄分散が効きにくい。モーゲージ内での分散や銀行の優先出資証券内での分散などはほとんど意味がない。

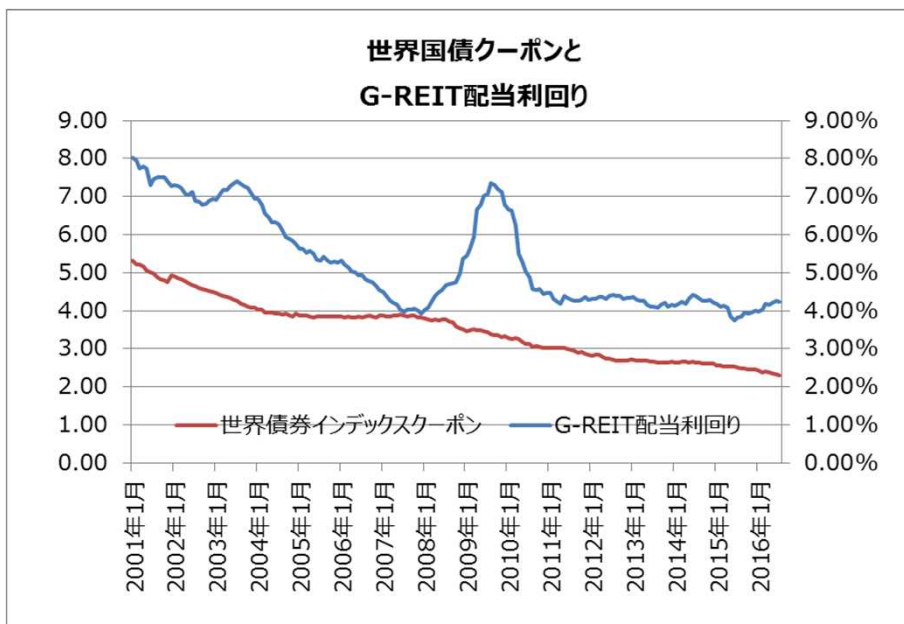
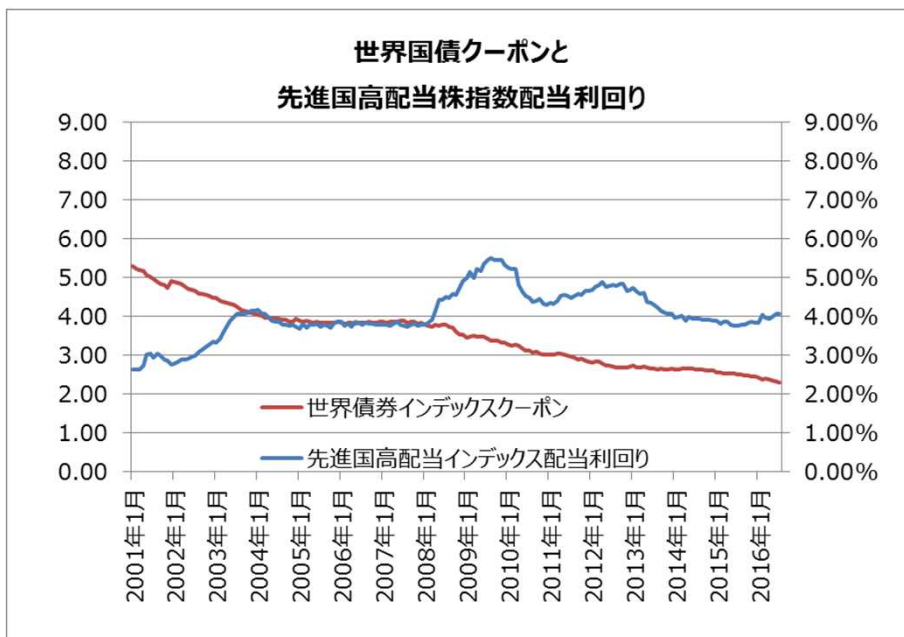
「プレミアム = 上乗せ部分」に過ぎない以上、土台が壊れたらどれほど綺麗に見える上乗せ部分も一緒に崩壊。

土台である短期金利や国債クーポンがない中において、各種リスクプレミアムの損失許容幅も大きく低下していることに注意が必要。

債券のプレミアム構造は複雑。プロの運用者によるファンド形式でプレミアムを分散させることがベスト



# 市場リスクを取れば4%の配当利回りは確保できそうだが…標準偏差は二ケタ





## ② 各種市場の中にあるアルファをとる

アルファの源泉は資産クラスや資産クラス内の個別証券に内在する「価格の歪み」

「割安な資産（銘柄）の買い」と「割高な資産（銘柄）の売り」の組み合わせ

主な戦略

株式マーケットニュートラル ・ 株式ロングショート  
クレジットロングショート ・ 債券絶対収益  
複合戦略・C T A ・ グローバルマクロ

全ての銘柄が割安な市場、全ての銘柄が割高な市場にはアルファはない

健全な投資家の売買がない市場では、価格の歪みが解消されずアルファは収益化しない

アルファへの投資はファンドマネージャーのスキルへの投資と思われがちだが…

アルファがない市場にスキルを投入したところで、ないものはない。

アルファがある市場とスキルのあるファンドマネージャーという組み合わせが成立することが、アルファ獲得の前提条件



## 「当面のファンダメンタルズテーマとアルファ環境」

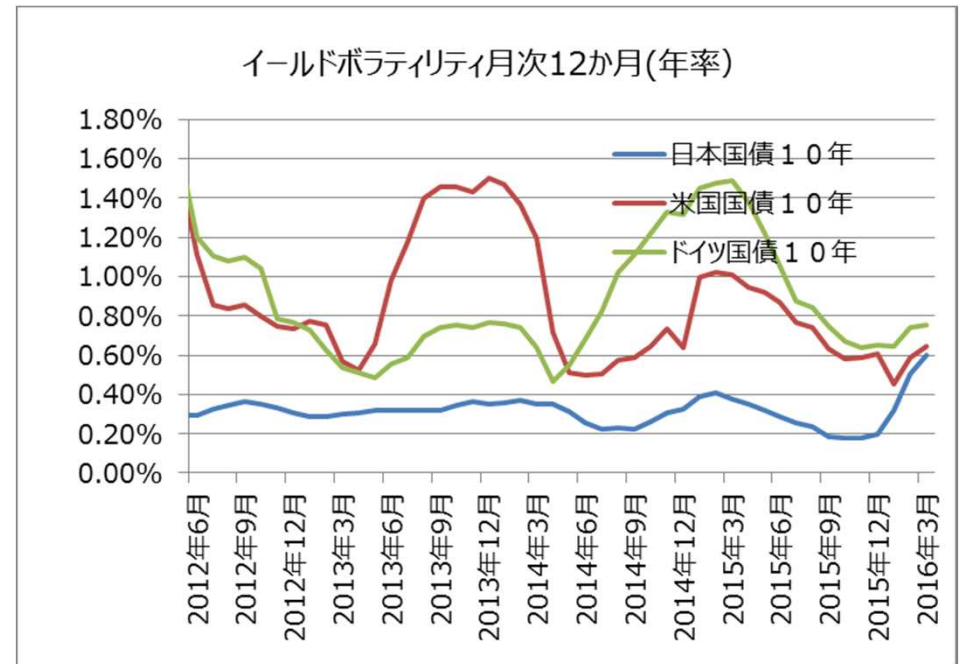
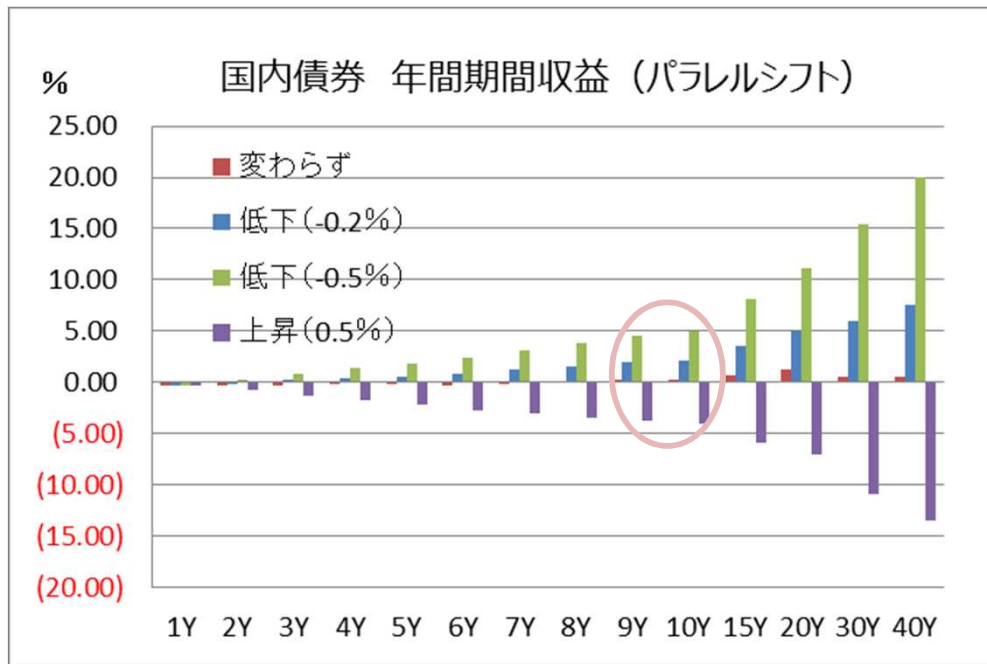
- 米国・ドイツ・（日本）を中心とする好調な企業業績  
株式系戦略には総じてプラス
- IT・自動車・エネルギー等における、大規模なイノベーション  
ベンチャー投資（未公開株式やハイールド市場）には総じてプラス
- 企業の手元流動性の拡大  
M&Aに絡む戦略（M&A裁定やクレジットロングショート）には総じてプラス。但し規制リスクの高まりは注意
- 金融業界をめぐる規制強化  
金融セクターには冬の時代がまだ続く。アルファよりもリスクのほうはまだ大きい？
- Brexitによる欧州地域の産業構造の変化  
欧州域内企業の業績に与える影響がまだ見えない。投資家が逃げる可能性もあり要注意
- 米国におけるインフレなき経済成長と利上げスケジュール  
足元の過度な低インフレ期待を前提とした金利曲線上にはリスクしかない
- 一次産品価格と新興国経済  
まだまだ一次産品主導経済。アルファはあるもののβの影響を受けやすい

健全な市場には健全なアルファ。将来の期待値がない資産クラスからはアルファはとれない。アルファの賞味期限は長くない。ファンダメンタルズや需給の変化に応じ、時には機動的な撤退も必要。



### ③ ポートフォリオリスクの安定化に帰する部品の代替

国内債券市場は単独の資産としての魅力はないものの、ポートフォリオの部品としての機能は改善している



0.5%のイールド変化で5%の収益の振れが発生する資産クラス。  
0.5%のイールド変化は他国の国債市場では普通のボラティティ。  
ゼロの壁がなくなったことで期待収益率の幅も広がった。

国内債券部分の比率を固定した上で、その役割を無理やり何かに代替させることよりも、ポートフォリオの資産構成全体でリスクバランスをとっていく方向性を見出すほうが健全。





## 4. まとめ

現在の債券市場は

クーポンというエンジンが切れ、  
価格は非常に高く、  
外的変動の影響を受けやすい

非常に不安定な市場

ここ数年、投資家は視界不良な債券市場という森の中で残り少なくなった果実を求め、山裾深く入り込んでいる状態。

これ以上債券の世界に固執するのはむしろ危険。

プレミアムとアルファとベータとをバランスよく組み合わせ、資産ポートフォリオ全体としての管理体制の強化が何よりも重要。



- 本資料は、お客様の運用や資産配分の判断などの参考となる情報の提供を目的として作成されたものであり、これらの最終的な決定はお客様ご自身の判断で行っていただきますようお願い申し上げます。
- 過去の実績は将来の運用成績を予測・保証するものではありません。また、シミュレーション等のデータも、将来の運用成績を予想・保証するものではありません。
- 本資料は信頼できると考えられる情報に基づいて当社が作成しておりますが、情報の正確性、完全性が保証されているものではありません。
- また、本資料には、各運用機関から取得した情報や運用実績に基づいて当社が計測或いは分析した情報が含まれる場合がありますが、記載された運用やファンドについて具体的に推奨するものではありません。
- なお、本資料中の記述内容、数値等については資料作成時点のものであり、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により内容が変更となる場合があります。
- 本資料に関わる一切の権利は、当社に属し、いかなる目的であれ本資料の一部または全部の無断での使用・複製は固くお断りします。
- 本資料の内容に関してご不明な点、疑問に思われる点等がございましたら、当社コンサルタント等にご照会下さいますようお願い申し上げます。

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2429号 一般社団法人日本投資顧問業協会