



クレジット投資においてデュレーションを アクティブに管理する必要性

クレジット投資におけるデュレーション管理の重要性と5つのアプローチ

2021年3月

サマリー

- 過去10年間のパフォーマンスを見てみると、デュレーションはクレジット投資のトータルリターンの主要なけん引役となっており、クレジット投資家にとってデュレーションをアクティブに管理することの重要性が高まっている。
- デュレーション管理には、イールドカーブ戦略、地域・通貨の分散及びデリバティブの利用といった手法がある。
- 短期間かつアクティブなポートフォリオのデュレーション調整はリターンを大きく向上させうる。

クレジット投資家は通常、自身をセクター配分や銘柄選択といったボトムアップ・アプローチに特化した投資家とみなし、デュレーションには殆ど注意を払いません。しかし、過去10年間のパフォーマンスを見てみるとデュレーションはクレジット投資のトータルリターンの主要な源泉となっており、デュレーションを無視することはできません。

今後、クレジット投資家にとってデュレーション管理は主要なパフォーマンスの源泉となる可能性が高く、デュレーション管理に秀でた投資家には潜在的な優位性があります。



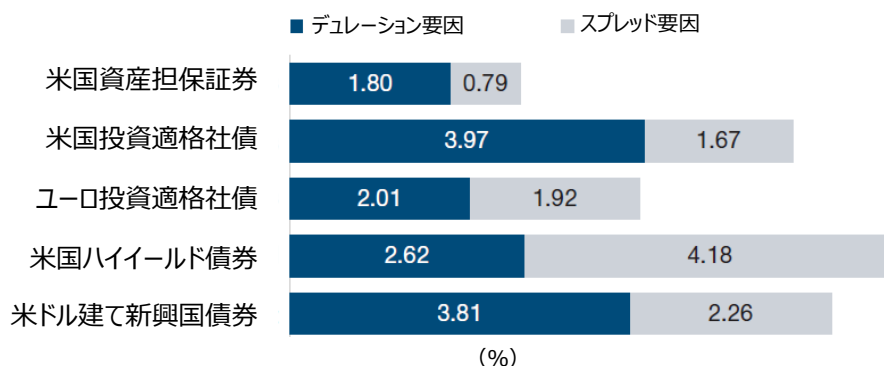
Kenneth Orchard
ポートフォリオ・マネジャー



Steve Boothe
ポートフォリオ・マネジャー

過去10年間、デュレーションはクレジット投資におけるトータルリターンの主要な要素

(図表1) 指数のパフォーマンス要因分解：殆どの戦略においてデュレーション要因がトータルリターンの半分以上を占めた



2020年12月31日時点

過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。

出所：ブルームバーグ・バークレイズ米国社債指数、ブルームバーグ・バークレイズ米国資産担保証証券指数、ブルームバーグ・バークレイズユーロ社債指数、ブルームバーグ・バークレイズ米国ハイイールド債券指数、ブルームバーグ・バークレイズ・エマージング国債・準国債指数（追加ディスクローチャーをご覧ください。）ティー・ロウ・プライスが分析。

ワクチンの接種が進み、市場は既により正常に近い状況への回帰を織り込みつつあります

— Kenneth Orchard
ポートフォリオ・マネジャー

世界金融危機以降、債券市場は大きな変化を遂げました。中央銀行による膨大な流動性の供給が債券利回りを低下させ、企業（発行体）と投資家のポートフォリオのデュレーション長期化を招き、ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合社債指数に占める満期10年超の債券の割合は28%を超えています（2020年12月31日時点）。

一般的な投資家のポートフォリオのデュレーションは2009年と比べて長期化しており、指数のデュレーションは約2年（約1.4倍）長期化しました。同期間、クレジット戦略は非常に優れたパフォーマンスを挙げましたが、上昇の大部分は中央銀行が国債利回りを抑制したことによるある意味人為的な理由によるものでした。過去10年間に於いては、リスク・フリー・レートの変化、すなわちデュレーション要因が米国及び欧州の投資適格債、米ドル建て新興国債、米国の資産担保証券のリターンの大部分を占めており、米国ハイレッド戦略のリターンを大きく押し上げました（図表1）。

パンデミック後の景気回復がインフレ圧力を押し上げる可能性

利回りが低下している環境下では、リターンへのデュレーションの影響が大きいことは問題ではありませんでした。しかしながら、殆どの主要中央銀行が政策金利をその下限に維持していることから、利回りの低下トレンドは恐らく既に終焉したと見込まれます。実際に、ワクチン接種が進み、金融政策から財政政策に景気のかじ取りが移るにつれ、市場はより正常に近い状況への回帰を織り込みつつあります。行動制限が解除され、景気が早期に回復すると、中央銀行の政策金利引き上げや資産購入プログラムの中止または購入ペースの鈍化に係る観測が浮上し、クレジット投資家にとってリスクとなるかもしれません。

この状況は、2013年を思い起こさせます。2013年のテーパー・タントラムでは、米連邦準備理事会（FRB）が量的金融緩和の縮小を示唆したことにより市場がパニックに陥りました。国債の大規模なろうばい売りが起こり、クレジット投資家は多額の損失を被りました（ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル投資適格社債米ドルヘッジ指数は2ヶ月弱で5%下落）。

2010年以降、クレジットのデュレーションは長期化

（図表2）米国と欧州の投資適格債指数の金利感応度は上昇

	時点	金利上昇幅		
		25bps	50bps	100bps
欧州投資適格社債	2020年12月末	-1.38%	-2.72%	-5.40%
	2015年12月末	-1.34	-2.68	-5.28
	2010年12月末	-1.12	-2.23	-4.37
米国投資適格社債	2020年12月末	-2.17	-4.26	-8.20
	2015年12月末	-1.67	-3.29	-6.37
	2010年12月末	-1.60	-3.14	-6.10

2020年12月31日時点

各時点における指数の構成に基づき潜在的な金利上昇によるパフォーマンスへの影響を試算

出所：ブルームバーグ・バークレイズ・ユーロ社債指数、ブルームバーグ・バークレイズ米国社債指数、ブルームバーグPORT。ティー・ロウ・プライスがブルームバーグPORTフル・バリエーション・モデルに基づき分析（追加ディスクロージャーをご覧ください）。ブルームバーグPORTフル・バリエーション・モデルは、国債のイールドカーブのパラレルシフトを仮定。

ストレステストは仮定であり、例示として示されており、数値は実際の投資成果を示すものではありません。実際の投資成果は大きく乖離する場合があります。

デュレーション管理プロセス概観



中央銀行はテーパー・
タントラムの再来は何
としても避けたいと考
えており、同時に金融
緩和の早すぎる停止
についても後ろ向き

— Steve Boothe
ポートフォリオ・マネジャー

近日中に金利が引上げられるとは見ていませんが、新型コロナウイルス感染症のパンデミック発生以降、金融市場に注入された莫大な資金はいずれ削減される必要があり、この動きにより国債利回りは更に上昇する可能性があります。

ただし、これはクレジット投資家にとって主要なリスクではありません。中央銀行はテーパー・タントラムの再来は何としても避けたいと考えており、金融緩和の早すぎる停止についても後ろ向きで、むしろ景気回復が軌道に乗るまでは金融緩和の継続を選好しています。クレジット投資家にとって最大のリスクは、コロナ禍での制限が解除された後に経済活動が活発化し、インフレ圧力が高まり、イールドカーブが更にスティープ化し、長期債に投資するポートフォリオに損失が発生することです。

国債利回りとクレジットスプレッドが非常に低水準にある現在の環境では、クレジット投資家は不安定な状況におかれています。ワクチン接種の進捗、景気回復、インフレ期待の高まりが視野に入ってきたことで長期国債と投資適格社債は既に年初より価格が下落しています。かつては社債のデュレーションはより短く、スプレッドに低下余地があったことからリスク・フリー・レート上昇の影響が低減され、社債の保有は、国債利回り上昇の影響を緩和する効果がありました。

過去10年間で米国および欧州の投資適格社債指数の金利感応度が高まったことで、このような分散投資効果は消滅しました（図表2）。

デュレーションの動的な管理

上記は、債券ポートフォリオのデュレーションをシステムティックに削減する必要性を意味するものではありません。逆に、国債とクレジットのリターンの相関は引き続き低位であることから、デュレーションはクレジット投資家にとってプラスの特性を提供すると考えています。金融市場のボラティリティが高まる「リスクオフ」局面では、クレジットのデュレーションがスプレッド拡大の影響を一部相殺し、ポートフォリオ全体のボラティリティを低下させます。債券ポートフォリオのデュレーションをシステムティックに削減する場合は、金融市場が不安定な状況ではリターンのボラティリティが高まることを許容する心構えが必要です。

我々は、ポートフォリオ構築とデュレーションの動的な管理を通じ、金利上昇の影響の低減を図ることがより好ましいアプローチであると考えてます。アプローチの方法としては以下の5つが挙げられます。

状況によっては、
短期間ポートフォリオの
デュレーションを調整する
ことでリターンを大きく
改善させることができます

— Kenneth Orchard
ポートフォリオ・マネジャー



1. イールドカーブ戦略

このような状況への対応の一例として、当初スティープナー・ポジションを取り、その後フラットナー・ポジションを取る戦略が挙げられます。スティープナー・ポジションは通常、イールドカーブの長期部分をアンダーウェイトとし、短期国債先物または金利スワップで補完します。市場がインフレやより遠い将来の金利引上げの可能性を懸念している場合にこのポジションは通常奏功します。また、このポジションはポートフォリオのキャリーとロールダウン特性を改善させる追加的プラス効果があり、イールドカーブに変化がなかった場合でもリターンを押し上げます。ただし、中央銀行が金融緩和政策を転換しはじめた際には、フラットナーへの移行を検討するのが賢明かもしれません。中央銀行が長期的なインフレ圧力と金利上昇期待を抑制できる場合は、フラットナー・ポジションがアウトパフォームします。



2. 地域・通貨配分

地域および通貨配分も金利リスク軽減に役立ちます。例えば、多くの投資家は新興国社債をリスクが高すぎるとして敬遠します。しかしながら、今日では新興国市場には多くの投資適格の発行体が存在し、新興国社債は先進国社債と比べてデュレーションが短く、利回りが高いという特徴を備えています。2020年12月末時点で比較すると、ブルームバーグ・バークレイズ新興国市場米ドル建て総合社債指数の利回りは3.81%、デュレーションは4.73年、ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル社債指数は利回り1.37%、デュレーションは7.49年でした。よって、新興国社債への資産配分は金利リスクを低下させつつ利回りを向上させる効果が見込めます。



3. ユーロ建て社債への投資

現在のような環境ではユーロ建て社債への投資も金利リスクを低減させる効果が見込めます。欧州中央銀行は他の中央銀行より後に金融引き締めに動くと思われ、金利を実際に引き上げる際も、その程度は相対的に小さい見込みです。これは、長期的に見ると、ユーロ圏のイールドカーブが米ドルのイールドカーブと比べて売り圧力に対する耐久性に優れていることを意味し、ユーロ建て社債は将来的な利回り上昇に対する一定の保護機能を提供します。



4. 短期債への資産配分

短期債への資産配分は、金利リスクを低下させる確実な方法ではあるものの、長期債への投資と比べて利回りが低いという問題が生じます。この問題はクレジット・デフォルト・スワップ・インデックス（CDX）の利用により解決可能です。投資適格CDXへ投資することで、長期債の金利リスクをとることなくベンチマークへのエクスポージャーを得ることができます。短期債と投資適格CDXを組み合わせることで、デュレーションを抑えつつ、ベンチマークと同程度のキャリーとスプレッドを提供するポートフォリオを構築することができます。



5. ポートフォリオのデュレーションをアクティブに管理

最後に、ポートフォリオのデュレーションをアクティブに管理することの潜在的なメリットは一考の価値があります。ポートフォリオのデュレーションを大幅に低下させることは恐らく長期的に望ましい選択肢ではありませんが、状況によっては、短期間、ポートフォリオのデュレーションを調整することでリターンを大きく改善させることができます。ただし、誰もがこのようなデュレーションの調整に長けているわけではありません。短期間のデュレーション調整に成功するには、業界や個別企業の動向に加えて、マクロ経済要因や国債市場の詳細なモニタリングが必要となります。クレジットの運用者は通常ボトムアップの銘柄分析に注力していることから、このような幅広い事柄のモニタリングはたやすいことではありません。

デレーション管理はリターンの主要な牽引役に

新型コロナウイルス感染症の感染拡大を抑制するためのロックダウンが第二次世界大戦以来の大規模な世界的景気後退を引き起こしました。現在、世界中でワクチン接種が進んでいることから、2021年は急速な景気回復が見込まれていますが、当面政府の支援が必要となる国も存在します。景気回復が勢いを増すにつれ、インフレ圧力が高まり、中央銀行は金利引上げのタイミング決定という難しい判断を迫られるでしょう。金融引き締めが早すぎれば脆弱な景気回復にダメージが及ぶ可能性があります。一方で、金融引き締めに踏み切るのが遅すぎれば、インフレ率が急速に上昇し、将来的により大幅な金融引き締めが必要となる可能性があります。

世界経済の脆弱な状況に鑑み、中央銀行は目先の金融引き締めには後ろ向きとみています。しかしながら、インフレ圧力が高まるようであれば、将来的な金融引き締め観測がイールドカーブのスティープ化を招くかもしれません。クレジットのデレーションは過去10年間で長期化していることから、国債の利回り上昇時にクレジットが提供する保護機能はかつてより低下しています。こうした中、セクター配分や銘柄選択という伝統的な手腕に加え、動的なデレーション管理を極めたクレジット投資家は、今後数年にわたりより優れたパフォーマンスを達成する可能性があります。

INVEST WITH CONFIDENCE®

ティー・ロウ・プライスは、お客様に信頼していただける優れた運用商品とサービスを長期にわたってご提供することに注力しています。

troweprice.co.jp

T.RowePrice®

追加ディスクロージャー

ブルームバーグ・インデックス・サービス・リミテッド。BLOOMBERG® はブルームバーグ・ファイナンスL.P.及びその関連会社（総称してブルームバーグ）の登録商標及びサービスマークです。BARCLAYS® はバークレイズ銀行及びその関連会社（総称してバークレイズ）の登録商標及びサービスマークで、許可を得て使用しています。ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスに関するすべての権利はブルームバーグもしくはバークレイズの使用許諾者に帰属します。ブルームバーグとバークレイズのいずれも本資料を承認、または記載情報の正確さや完全性を保証するものではなく、それから得られる結果についても明示的もしくは黙示的な保証をするものでもなく、これに関連して発生する被害や損害について法律が許す最大限の範囲で責任を負いません。

重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等（外貨建て資産には為替変動リスクもあります）を投資対象としているため、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.265%（消費税10%込み）の逡減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ、インクの商標または登録商標です。

ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社

金融商品取引業者関東財務局長(金商)第3043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