

ショート・デュレーション戦略： 不透明な市場環境下で利回りを 高め、リスクを最小限に抑える

- 2020年3月、市場危機が最も高まった時点で、非常に稀なクレジットカーブの「ベア・フラットニング（弱気な平坦化）」が発生
- それ以降、債券市場は大きく回復したものの、イールドカーブは新型コロナウイルス発生以前よりフラットであり、短期債投資に魅力的なエントリーポイントを提供
- 当社では依然として投資妙味があるとみており、ショート・デュレーション・アプローチによって、不透明な市場環境下でリスク調整後リターンを高めることが可能であると考えている

ショート・デュレーション戦略ポートフォリオマネージャー、ニコラス・トリンダデ

債券にとって前例のない期間

新型コロナウイルス禍がグローバル市場を席捲した3月、債券投資家はその直撃を受け、英ポンド建て社債マーケットは月次の超過リターンとトータルリターンがそれぞれ最悪となりました（マイナス7.86%、マイナス6.95%）。この下落幅は、2008年の世界金融危機のピーク時を上回っています。

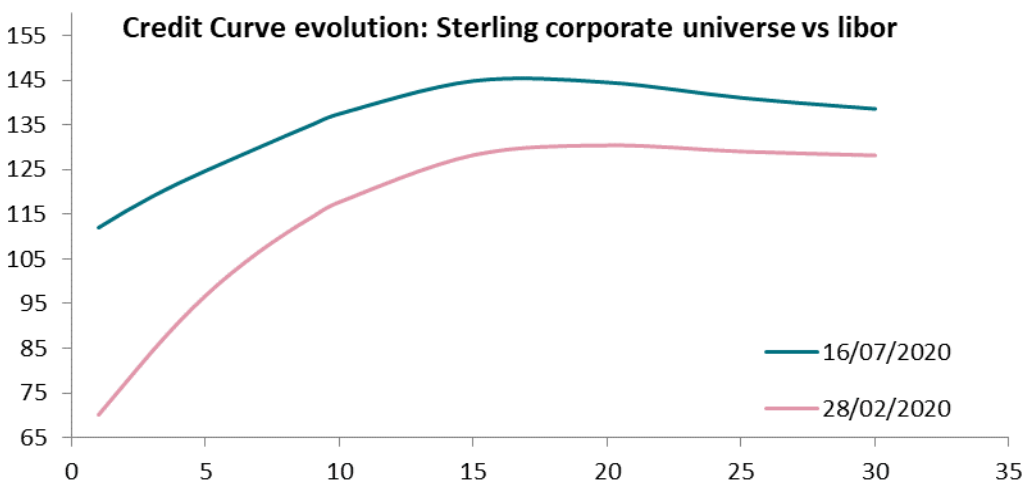
短期債は特に大きな打撃を受け、クレジットスプレッドは長期債よりも著しく拡大しました。その結果、クレジットカーブの「ベア・フラットニング」が発生、短期債の利回りが突然上昇し、全年限の利回りに近いものとなりました。これはクレジットカーブが通常右肩上がりであることを考えると、異常なシナリオといえます。これにはいくつかの原因があります。3月には理論上考えられないほどの数のデフ

オルト/減損を市場が織り込み始めたこと、そして投資家が流動性を高めるために長期債より先に短期債が売却したことなどのネガティブなテクニカル要因などです（短期債は一般的に流動性が高いため、長期債より売却が容易です）。

その後クレジット市場はかなり回復し、同市場としては最も短い弱気相場となりましたが、イールドカーブは以前の形状には戻っておらず、新型コロナウイルス禍以前よりもフラット化しています。したがって、現在は依然として短期債投資への魅力的なエントリーポイントとなっています。

クレジットカーブの変化：英ポンド建て社債利回りとLIBOR（ロンドン銀行間取引金利）の спреッド

（赤が2020年2月28日時点、青が2020年7月16日時点）



出所：アクサIM (2020年7月20日)

状況で変化したこと

- **債券の新規発行増**

この数カ月間、世界的に債券の新規発行が記録的な水準となり、特に米ドルとユーロ建ての債券発行が顕著でした。ポンド建て債の発行は今のところ依然勢いがありません。多くの発行体（イギリスの発行体を含む）がユーロおよび米ドル建てでの発行を決定しましたが、これは高い流動性の恩恵を享受することと資金調達コストを抑えることが目的です。

- **流動性の改善**

流動性は新型コロナウイルスの感染が広がり始めた時に若干枯渇しましたが、3月の時点でも2008年ほどは低下しませんでした。中央銀行は市場支援で大きな役割を果たしており、イングランド銀行、欧州中央銀行、米連邦準備制度理事会は足並み揃えて積極的に社債を購入しています。その結果、ここ数カ月で流動性が著しく改善しました。

- **フォーリン・エンジェル（墮天使、投資適格格付けから投機的格付けに格下げされた社債のこと）**

今後近い将来、BBB格の投資適格社債の中には信用力の低下によりBB格の投機的格付けに格下げされ、ハイイールド債に分類されるものが出てきて、社債市場に通常よりも多くのフォーリン・エンジェルが出てくると考えられます。

しかし、パンデミックが深刻ではあるものの、世界中の中央銀行ならびに政府の前例のない支援により、フォーリン・エンジェルの数はこれまでのところ予想よりも少ない水準となっています。そして、フォーリン・エンジェルは市場で比較的順調に吸収されています。

短期債の見通し

新型コロナウイルスについては、最悪な状況は過ぎ去ったのか、それとも第二波が待ち受けているのか現時点では判断できません。さらに、今年には全ての先進国が景気後退に入ると予想されています。しかし、市場は金融・財政支援に大きく支えられてきているため、そういった予想をほとんど反映していません。

市場の見通しは依然として非常に不透明ですが、バリュエーションがかなり回復してきたことを踏まえると、当社は包括的アプローチでベータリスクを追加することはせず、出遅れていて投資妙味のある一部の債券にフォーカスしていきます。例えば、投資適格債の中で当社は、景気循環銘柄で現在は人気がなく最近の回復の波に乗れていないものの、強固なバランスシートを持つ企業に注目しています。

結論としては、スプレッドは3月に大きく拡大した後、著しくタイト化してきたことは事実ですが、依然としてフラットなクレジットカーブは短期債の購入に魅力的なエントリーポイントを提供しています。これに当社が現在進めている投資妙味銘柄の追求と組み合わせれば、投資家は現在の不透明な環境下でリスク調整後リターンを高めることが可能になるとみられます。

アクサIMのショート・デュレーション債券ストラテジー

アクサIMは、さまざまな運用成果の提供を目的とした、広範なショート・デュレーション戦略を提供しています。

当社のショート・デュレーション戦略では、全般的には残存期間が5年以下の債券に投資しており、全体的に低いボラティリティで高い収益の獲得を目指しています。結果的には残存期間が概して3年未満のポートフォリオとなっています。

アクサIMについて

アクサ・インベストメント・マネージャーズ（アクサIM）は長期的かつグローバルにわたる多様な資産に対してアクティブな運用を行う資産運用会社であり、投資によってお客様がより良い将来を確保するのに必要なソリューションを提供し、私たちが住む世界にプラスの変化を創造すべく、今日、お客様と共に努力を続けています。2020年6月末時点で約8,150億ユーロの運用資産残高を有し、20カ国28拠点において2,360名余の従業員を擁し、グローバルな事業を展開しています。アクサIMは世界最大級のフィナンシャル・プロテクションと資産運用グループであるアクサ・グループの一員です。

投資リスク及び費用について

当社が提供する戦略は、主に有価証券への投資を行いますが、当該有価証券の価格の下落により、投資元本を割り込む恐れがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動によっては投資元本を割り込む恐れがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。

また、当社の投資運用業務に係る報酬額およびその他費用は、お客様の運用資産の額や運用戦略（方針）等によって異なりますので、その合計額を表示することはできません。また、運用資産において行う有価証券等の取引に伴う売買手数料等はお客様の負担となります。

【ご留意事項】

当資料は、金融商品取引法で定義されている適格機関投資家を対象としております。

当資料は、アクサ・インベストメント・マネージャーズの情報提供に基づき、アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社が翻訳・作成した資料です。

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の有価証券その他の投資商品についての投資の勧誘や売買の推奨を目的としたものではありません。

当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保証するものではありません。当資料の内容は、作成日時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。当資料に記載された運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の情報であり、将来の運用成果等を保証するものではありません。

当資料は提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。事前の了承なく複製または配布等を行わないようにお願いします。

アクサ・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16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、日本証券業協会

Ref-17889