

日本国債運用と国際分散投資

マイナス金利の環境下で、リスクを抑えつつリターンの向上を図る

HSBC投信株式会社

- ▶ 日本銀行のマイナス金利導入を背景に、日本国債（JGB）の運用はリターンの獲得が難しくなっている
- ▶ 当レポートでは、日本国債ポートフォリオに外国債券を組み入れることで、リスク調整後リターンが改善することを検証し、国際分散投資の有効性を示している

国際分散投資の有効性

過去のデータは、日本国債（JGB）と外国債券の相関性が低いことを示しています（例えば、過去約10年のJGBと米国投資適格社債の相関度は27.3%、アジア投資適格社債とは13.4%）。

これは、JGBのポートフォリオに外国債券を組み合わせることで、ボラティリティを抑えつつリターン向上を図ることが可能であることを示唆しています。外国債券を10種類に分類し、過去10年のデータを基にJGBと外国債券ポートフォリオを組み合わせ最適な配分比率を導き出したところ（図表1参照）、JGBのみで構築されたポートフォリオを起点に、外国債券ポートフォリオの比率が高まるに連れてリターンが向上することが示されました。

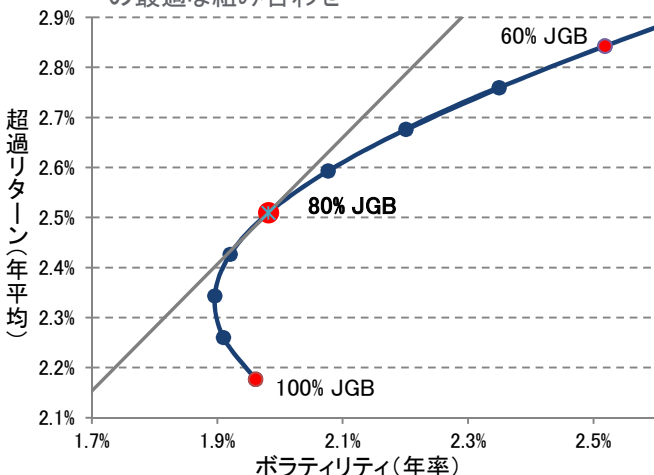
図表1: 過去データに基づく外国債券の最適な配分比率

外国債券の分類	最適な配分比率
世界国債（除く日本）	21.9%
米国投資適格社債	14.4%
欧州投資適格社債	21.7%
アジア投資適格社債	12.4%
新興国ハードカレンシー建国債	5.0%
新興国ハードカレンシー建社債	5.0%
米国ハイ・イールド社債	5.0%
欧州ハイ・イールド社債	5.0%
アジア ハイ・イールド社債	4.9%
新興国現地通貨建国債	4.7%

※新興国の現地通貨建国債は対円での為替ヘッジなし、その他の指数は対円での為替ヘッジあり

出所: BofA Merrill Lynch、JPMorgan (2016年2月末時点) のデータをもとにHSBCグローバル・アセット・マネジメントが作成

図表2: 過去データに基づくJGBと外国債券ポートフォリオの最適な組み合わせ



出所: BofA Merrill Lynch、JPMorgan (2016年2月末時点) のデータをもとにHSBCグローバル・アセット・マネジメントが作成

シャープレシオ*はJGBが80%、外国債券が20%の組み合わせで最大となり、JGBのみのポートフォリオの1.11から1.27へと改善しました（図表2参照）。

* シャープレシオとは、ポートフォリオにおける超過リターンとポートフォリオのリスクの比率であり、値が高いほど良いとされる

2つの分析

先進国国債の利回りが、歴史的な低水準（日本など一部の国ではマイナス金利）にある環境下、リスクを抑えつつ期待リターンを高めることが強く求められています。当レポートでは、「ファクターモデル**」と「現在の市場価値」に基づく当社独自の分析を行い、リスク分散の効果を検証します。

** ファクターモデルとは、リスク要因（ファクター）がポートフォリオのパフォーマンスに与える影響を表す統計的モデル

1 当社のファクターモデルに基づく推定では、期待超過リターンが構造的ファクター（①金利リスク、②信用リスク、③為替リスク）に対するエクスポージャーとこれらファクターの期待超過リターンにより決定されること、また、金利リスクと信用リスクの長期的なシャープレシオ（推定値）がいずれも0.25という前提条件のもと、外国債券ポートフォリオの最適な配分比率を導きました（図表3参照）。

図表3: ファクターモデルに基づきJGBと組み合わせた外国債券ポートフォリオの最適な配分比率

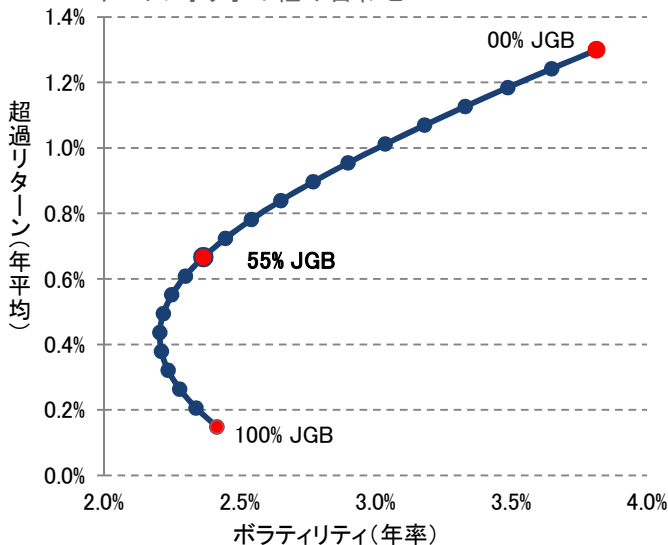
外国債券の分類	最適な配分比率
世界国債（除く日本）	11.8%
米国投資適格社債	10.2%
欧州投資適格社債	34.6%
アジア投資適格社債	20.9%
新興国ハードカレンシー建国債	5.0%
新興国ハードカレンシー建社債	5.0%
米国ハイ・イールド社債	5.0%
欧州ハイ・イールド社債	5.0%
アジア ハイ・イールド社債	0.0%
新興国現地通貨建国債	2.5%

※新興国の現地通貨建国債は対円での為替ヘッジなし、その他の指数は対円での為替ヘッジあり

出所: BofA Merrill Lynch、JPMorgan (2016年2月末時点) のデータをもとにHSBCグローバル・アセット・マネジメントが作成

そして、JGBのポートフォリオと外国債券ポートフォリオを組み合わせた結果、JGBが55%と外国債券が45%の組み合わせにおいて、ボラティリティの低下とリターンの向上を同時に達成しました。また、社債の組入れにより、パフォーマンスの向上に寄与する可能性が示唆されました(図表4参照)。

図表4: ファクターモデルに基づくJGBと最適な外国債券ポートフォリオの組み合わせ



出所: BofA Merrill Lynch, JPMorgan (2016年2月末時点)のデータをもとにHSBCグローバル・アセット・マネジメントが作成

2 現在の市場価格に基づく推定では、まず、当社独自の手法で、現在の市場価格から10年後の目標価格までの推移をもとに、各資産の期待リターンを算出しました。そして、ファクターモデルで使用した前提条件のもと、ポートフォリオのシャープレシオが最大になるような資産配分比率を検証しました。その結果、配分比率の大半を社債が占め、その中でもアジア投資適格社債の配分比率が高くなりました(但し、アジアの社債は平均格付けが先進国に比べて相対的に低く、カントリーリスクが高い点に留意が必要)(図表5参照)。

図表5: 現在の市場価値に基づくJGBと組み合わせた外国債券ポートフォリオの最適な投資配分比率

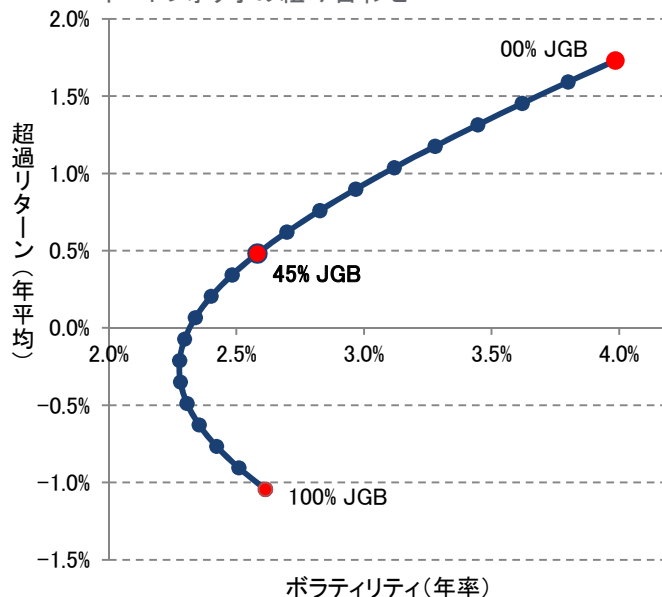
外国債券の分類	配分比率
世界国債(除く日本)	10.0%
米国投資適格社債	10.0%
欧州投資適格社債	10.0%
アジア投資適格社債	49.3%
新興国ハードカレンシー建国債	0.7%
新興国ハードカレンシー建社債	5.0%
米国ハイ・イールド社債	5.0%
欧州ハイ・イールド社債	5.0%
アジア ハイ・イールド社債	5.0%
新興国現地通貨建国債	0.0%

※新興国の現地通貨建国債は対円での為替ヘッジなし、その他の指数は対円での為替ヘッジあり

出所: BofA Merrill Lynch, JPMorgan (2016年2月末時点)のデータをもとにHSBCグローバル・アセット・マネジメントが作成

当分析ではJGBが45%、外国債券が55%の組み合わせにおいて、ボラティリティは同水準ながら、リターンは1.53%上昇することが示されました(図表6参照)。

図表6: 現在の市場価値に基づくJGBと最適な外国債券ポートフォリオの組み合わせ



出所: BofA Merrill Lynch, JPMorgan (2016年2月末時点)のデータをもとにHSBCグローバル・アセット・マネジメントが作成

低金利環境下でリターンの向上を目指す分散投資

上述の2つの手法を用いて分析した結果、両者ともポートフォリオに外国債券を組入れることで、ボラティリティを抑えつつ、期待リターンが向上しており、国際分散投資の有効性が示されました。JGBの期待リターンは、今後数年間でマイナス圏に突入する見込みです。日本銀行によるマイナス金利政策が当面継続することを勘案すると、JGBのポートフォリオに国際分散投資を組み合わせ、パフォーマンス向上に繋げることが得策と当社は考えます。

* 当レポートはHSBCグローバル・アセット・マネジメント(UK)リミテッドが作成した投資白書“International diversification of a portfolio of Japanese Government Bonds”の抄訳版です。

留意点

投資信託に係わるリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としており、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し損失が生じる可能性があります。従いまして、投資元本が保証されているものではありません。投資信託は、預金または保険契約ではなく、預金保険機構または保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関でご購入の投資信託は投資者保護基金の保護の対象ではありません。購入の申込みにあたりましては「投資信託説明書(交付目論見書)」および「契約締結前交付書面(目論見書補完書面等)」を販売会社からお受け取りの上、十分にその内容をご確認頂きご自身でご判断ください。

投資信託に係わる費用について

購入時に直接ご負担いただく費用	購入時手数料 上限3.78%(税込)
換金時に直接ご負担いただく費用	信託財産留保額 上限0.5%
投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用	運用管理費用(信託報酬) 上限年2.16%(税込)
その他費用	上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。「投資信託説明書(交付目論見書)」、「契約締結前交付書面(目論見書補完書面等)」等でご確認ください。

※上記に記載のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

※費用の料率につきましては、HSBC投信株式会社が運用するすべての投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※投資信託に係るリスクや費用はそれぞれの投資信託により異なりますので、ご投資される際には、かならず「投資信託説明書(交付目論見書)」をご覧ください。

HSBC投信株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第308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



ホームページ

www.assetmanagement.hsbc.com/jp



電話番号 03-3548-5690

(受付時間は営業日の午前9時~午後5時)

【当資料に関する留意点】

- 当資料は、HSBC投信株式会社(以下、当社)が投資者の皆さまへの情報提供を目的として作成したものであり、特定の金融商品の売買を推奨・勧誘するものではありません。
- 当資料は信頼に足ると判断した情報に基づき作成していますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、データ等は過去の実績あるいは予想を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。
- 当資料の記載内容等は作成時点のものであり、今後変更されることがあります。
- 当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。