

事前の書面による許可なく複製はできません。
巻末の全てのリスク開示をご参照下さい。

Insight
INVESTMENT

2020年、そして以降の 投資テーマ

2020年1月

- > 本年投資家にとって重要な問題は、政策リスクや政治的リスクの変化、中国が提供する投資機会、クレジットリスクの変化と次のサイクルにおける機会、並びにポートフォリオにおける非対称性のメリットと負債対応投資（LDI）に与える重要な影響等です

要旨



グローバルなマクロテーマ // 6

アンドリュー・ウィッカム、英国における債券運用ヘッド

- 世界経済は12ヶ月前に比べ改善しています
- 欧州の経済指標は予想を上回り始めました
- 英国の財政政策はブレグジットリスクの緩和に備えています



より長期的なテーマ：構造的なスタグネーション // 8

ギャレス・コールスミス、グローバル金利及びマクロ調査ヘッド

- 構造的なスタグネーションを主導しているのは人口動態です
- 市場は今後10年間における低金利の持続を示しています
- 政策リスク、政治リスクの両方に留意すべきです



中国に注目 // 10

ハービー・ブラッドリー、ポートフォリオ・マネジャー、債券

- 中国は2020年も大きな逆風に直面し続けています
- 中国人民銀行は金利体系の進化を続けています
- 中国国債は2020年に超過リターンを期待できる状況にあります



次のクレジットサイクルに向けたポートフォリオのポジショニング // 12

アダム・ホワイトリー、ポートフォリオ・マネジャー、債券

サイモン・クック、ポートフォリオ・マネジャー、エマージング債券

- 世界の投資適格債のスプレッドは歴史的に見て割高です
- 最良のリスク調整後リターンをグローバル債券市場で求めるべきです
- 新興国市場と先進国の発行体を分けて分析すべきではありません



サステナビリティ：新たな10年のトレンド // 14

ロバート・ソーブリッジ、ポートフォリオ・マネジャー、債券

- 地域や投資家のタイプ毎にESGソリューションは異なります
- ESGのトレンドが市場に影響を及ぼし始めています
- 投資家は「不可避の政策対応」に用心すべきです



戦略的クレジット投資：CDIポートフォリオ構築における機会 // 16

アダム・モッサコウスキー、シニア・ポートフォリオ・マネジャー、債券

- 英国社債市場の限界に注意する必要があります
- ヘッジ後も優位なバリューを探するためにグローバルに投資すべきです
- 資産を多く保有する発行体や証券化商品を検討すべきです



為替リスク // 18

フランチェスカ・フォルナサーリ、為替ソリューションヘッド

- 為替リスクは消滅していません
- 非対称的ヘッジはオプションのようなペイオフ・プロファイルを創出できます
- オプションによるヘッジに比べ、非対称的ヘッジはよりカスタマイズされた、よりダイナミックなソリューションを提供します



アダプティブ・ライアビリティ・ヘッジ：金利リスクの管理 // 20

ポール・ニコラス、ポートフォリオ・マネジャー、LDI

- アダプティブ・ライアビリティ・ヘッジは既存のヘッジを補完します
- 特に高ボラティリティ局面では魅力的なリターンを得られる可能性があります
- アダプティブ・ライアビリティ・ヘッジ戦略は広範な顧客やシナリオに適しています



マルチ・アセット・ポートフォリオに非対称性を組み込む // 22

マシュー・メリット、マルチ・アセット・ストラテジーグループ、ヘッド

- 非対称性は株式や債券の運用成果の分布を改善することができます
- ポートフォリオの株式と国債の固定的なアロケーションが創出する非対称性の効果は限定的です
- リスク制御した株式とリスクフリー債券の動的なアロケーションは、コンベクシティを増やし、より優れたペイオフプロファイルを創出します



LDIにおける重要テーマ // 24

ロブ・ゴール、ファイナンシャル・ソリューションズグループ、市場戦略、ヘッド

ジョス・ヴァームーレン、ソリューション・デザイン、ヘッド

- 英国における小売物価指数の改革は2020年の重要課題です
- 3つの重要な行動：認識の向上、政策立案者との対話、意見公募への回答
- スチュワードシップはLDIにおいて責任投資を実践するための重要な要素です





2018年終盤の投資家の悲観論にもかかわらず、2019年は市場にとって良い年でした。米中貿易の緊張、ドイツ経済の不振、持続的な低インフレ及び世界的な景気減速懸念といったパフォーマンスを阻む多くの逆風にもかかわらず、市場は力強く反発しました。2020年を展望し、本年インサイトが注目している主要なテーマの幾つかを取り上げます。

成長の安定が グローバルに投資機会をもたらす



アンドリュー・ウィッカム
英国における債券運用ヘッド

- 世界経済は12ヶ月前に比べ改善しています
- 欧州の経済指標は予想を上回り始めました
- 英国の財政政策はブレグジットリスクの緩和に備えています

2020年を展望して

1年前のマクロ環境は国債にとって有利なものでした。景気は急速に勢いを失い、既にならかなり悪化していた先行指標は下降トレンドを辿っていました。今や状況は改善し、経済の見通しは安定したと考えています。

米国：不安定な均衡

米国では、主として世界貿易を巡る不透明感により、様々な製造業セクターで生産活動の急減速が明らかです。しかし、サービスセクターは依然として拡大しており、製造業の減速を相殺しています。米国債市場は製造業の減速を完全に織り込んでいるものの、米国経済全体については成長の継続を想定していると考えています。その結果債券市場は、現状が持続する限り現在の名目金利や実質金利はほぼ適正水準の模様という不安定な均衡状態にあります。2020年に利回りの大幅変動は想定していませんが、米国市場、特にインフレ市場には依然として投資機会があります（右記参照）。

欧州：予想を上回り始めた経済指標

実際の経済指標と予想値の関係を測定するシティグループのデータサプライズ指数によると、欧州のデータが過去2年間予想を大きく上回ったことはありませんが、2019年末には上振れするようになりました（図1参照）。これは、利回りが再び6ヶ月前の低水準（10年物のドイツ国債が-70bp）をつける可能性は低いことを意味していると考えています。景気が更に減速する際には、財政拡大が行われる確率が高まったと見ています。欧州中央銀行（ECB）のクリスティーナ・ラガルド氏が財政拡大を支持していること、並びにドイツの政治が持続可能なインフラ投資等への支出を増額する姿勢へ転じたことを考えれば尚更です。

英国：ブレグジットリスクの緩和に備える財政政策

英国にはまだ幾つかのリスクがあります。2019年後半には、ブレグジットを巡る政治的不透明感により企業の信頼感が急激に悪化しました。総選挙は決定的な結果をもたらしましたが、それが企業や投資の信頼感の大幅な回復に繋がるかはまだ不透明です。選挙が終わり、先送りされた支出の一部が実行される可能性が高いと考えていますが、殆どの公的な推計によると、現在のブレグジット合意は短期的にはGDP成長率の低下をもたらします。政府はインフラと一部地域に的を絞った支出の増額という形で財政の拡大を約束しましたが、そのタイミング又は金額が成長率の低下を完全に相殺するのに十分となるかは不明です。

図1：欧州のデータは期待を上回り始めている¹



¹ 出所：シティグループ、2020年1月8日現在。予測が実現する保証はありません。

今後の投資機会

US TIPS: 実質利回りは低下したが、バリューがあるのは依然としてインフレ
2019年の米国債利回りの低下は、完全に実質利回りの低下に起因するもの（30年の「インフレ期待」は不変）でした。このため、バリューの在処は実質利回りではないと当社は考えています。しかし、米国のインフレのプライシングを巡るオプションナリティにはバリューがあり、過去18~24カ月は適切な取引レンジを提供していると引き続き考えています。米国の純粋なインフレプライシングは2019年ほど割安ではありませんが、当社は引き続き小規模なロングポジションの保有を目指します。

英国債はドイツ国債対比で一定のバリューを提供

当社がモニターしているレラティブバリューの尺度の一つは、英国と欧州のサプライズ指数の差です。9月以降の英国のデータは予想を下回る一方、欧州のデータは予想を上回っており、この結果、英国債のバリューはドイツ国債を上回るようになったと考えています。当社は、絶対リターンポートフォリオでドイツ国債のショートポジションに対する英国債のロングポジションを取り、こうした見通しを反映させました。最近の英国のインフレや成長率の数値の弱さや、イングランド銀行のハト派的コメントを受けスプレッドはタイト化しましたが、英国債はドイツ国債対比で一定のバリューを提供できると引き続き考えています。

イタリア：安価な政治的ヘッジ？

イタリアの政治家は2019年に同国の政治の急激な右傾化を食い止めましたが、長期的なリスクは消えていないと見ています。イタリアの不安定な連立やEUとの膠着状態は2020年も市場を揺さぶるでしょう。歴史的に見ると、政治が金融市場を左右する局面ではイーールドカーブがフラット化する傾向があり、イタリアのソブリン・クレジットリスクはより社債のように取引されるようになります。従って、イタリアの政治的リスクが再び影響を及ぼすようになる可能性に対してオプションを維持することが賢明であり、それを実現する最善の方法はイーールドカーブのフラット化に備えたポジションであると考えています。

金利の低下が引き続き 利回りの追求を促す



ギャレス・コールスミス
グローバル金利及びマクロ調査責任者

- 構造的なスタグネーションを主導しているのは人口動態
- 市場は今後10年間の低金利の持続を示しています
- 政策リスク、政治リスクの両方に留意すべきです

当社が予想する幾つかのより長期的なテーマのドライバーの一つは構造的なスタグネーション、つまり潜在成長率の低下です。潜在成長のドライバーは生産性と人口動態です。生産性は、予測はおろか測定さえ難しいことで有名ですが、人口動態はかなり正確に測定、予測が可能な分野です。ある国の20年後の労働年齢人口は、20年後の21歳人口に関する信頼できる情報のおかげで自信を持って予測することが可能です。一部の国々で労働年齢人口の減少が予想される中、人口動態が市場に及ぼす影響は益々大きくなるでしょう。

人口動態

日本の金利は1990年代の金融危機後に非常に低い水準に低下しましたが、その後の数十年間において日本銀行による金融政策の引き締めを妨げたのは、人口動態と高齢化による経済成長への障害でした。2008年の世界的金融危機の後、欧米市場でも似たような状況が生まれました。すなわち、過去10年間金利は非常に低い水準に止まっており、欧州市場ではマイナスに転じました。

本格的な金融政策の引き締めが生じたのは米国だけですが、同国でさえフォワード市場は今後10年間の低金利を織り込んでいます。現在市場が織り込んでいる5年後の金利水準は、日本と欧州についてはゼロ近辺、英国と米国はそれより僅かに高い水準です（図2参照）。

どうやってアウトパフォームするか

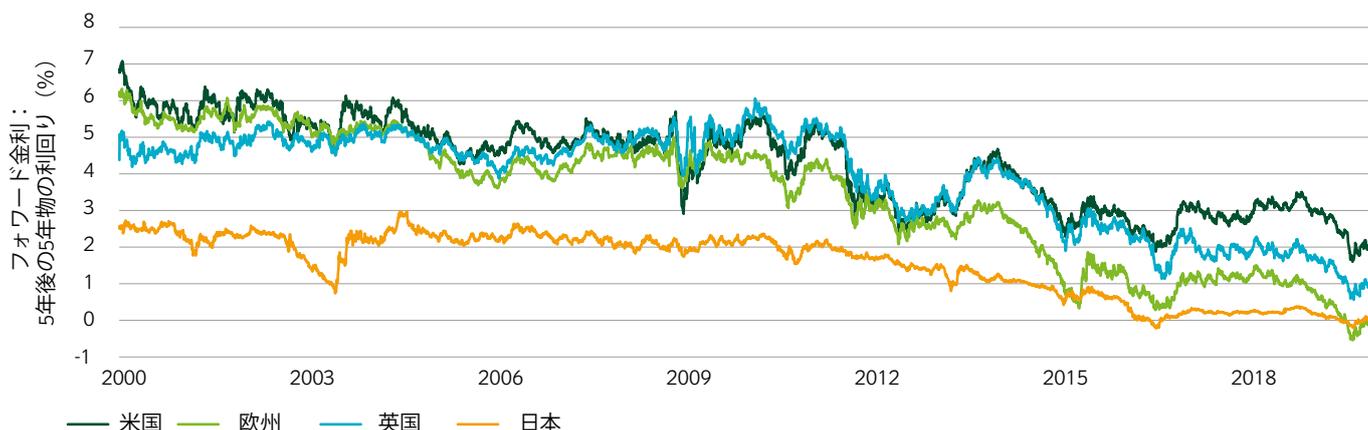
では、債券投資家はこの「長期的な低金利」の環境でどうすれば稼げるのでしょうか。利回りへの追求は続くため、キャリーは極めて重要です。日本での経験は、利回りやスプレッドがしばしば道路工事のローラー車で押し潰されるような効果を受けることを教えてくれます。投資家による利回りの探求は、社債であれ、国債であれ、あらゆる類のイールドカーブとスプレッドに絶え間ないフラット化圧力を加えます。

投資家は、まだ中央銀行に利下げ余地のある市場への投資も検討すべきです。中国、英国及び豪州の中央銀行はいずれも2020年に利下げの可能性があると見ていますが、イベントリスクには留意しています。突然のショックはどこからともなく出現し得るようです。債券利回りは、2003年に日本で、2015年にはドイツで、何のファンダメンタルな要因も無しに突如100bp以上跳ね上がりました。

こうした固有リスクやシステムミックリスクを政策と政治の2種類に分類します

政策リスク：今日では一般的となった量的緩和やマイナス金利等の政策は十年前には考えられず、非現実的と見做されていました。今やそれらはあらゆる中央銀行の持ち駒の一部です。各国の中央銀行が異なる政策を同時に実施する事は大きなリスクがあると考えていますが、通常と異なる政策を実験的に試すことにもリスクがあると思います。

図2：市場は今後10年間の低金利の継続を示す²



²出所：ブルームバーグ、2019年12月31日現在。

財政へのシフト：景気減速に対する典型的な政策対応は、可能であれば金利を引き下げ、財政を緩和することですが、これらは持続可能ではありません。様々な政策的枠組みを検討すると、英国と米国は、中央銀行の継続的な量的緩和によって部分的に賄われる、何年間にも亘る財政拡大を経験する可能性が高いでしょう。財政拡大と量的緩和は明示的にリンクされていませんが、その効果はマネタイズされた財政拡大と同じです。残念ながら、この政策が日本で展開され、最終的に失敗するのを我々は過去20年間既に目にしています。その結果生じた経済状況は金融抑圧、換言すれば中央銀行が基本的に利回りを非常に低い水準に維持する「イールドカーブ・コントロール」です。

危機が再び発生した場合、欧州では2009年と同じような財政的対応が取られるでしょう。最も重要な違いは、その後に恐らく財政引締めが生じることです。欧州では拡張的な財政政策を巡る対話が増えていますが、特にドイツでは、それを持続的な政策ツールとして用いることに大きな政治的抵抗があります。このことは、ECBが単に伝統的ではないというだけの政策ではなく、より異例の政策に頼る可能性があることを意味します。

政治的リスク：景気サイクルだけを考えるのはもはや十分ではありません。政治的リスクは市場の変動要因の重要な一部です。そしてこの数年間政治的リスクが見出しを飾ってきた（また恐らく今後も飾り続ける）のには、長期停滞という尤もな理由があります。成長率の低下は、国民の満足度の低下と政治的リスクの上昇に繋がります。以下は、当社が2020年に注意する政治的リスクの一部です。

- **貿易を巡る米中の緊張：**貿易協定の「第一段階」が米中間で締結されたばかりですが、米中貿易の緊張は継続的かつ長期的な問題になるでしょう。
- **ブレグジット：**ここしばらく世界の政治システムのポピュリズム化の傾向が続いています。ブレグジットの焦点は直ぐにEUとの自由貿易協定で何を達成できるかに移るでしょう。
- **ポピュリスト的政治／環境保全最優先の政治：**ポピュリズムへの流れはしばらく続いています。直近では環境保全最優先の政治への流れがあります。昨年の欧州の選挙におけるグリーン政党の躍進はこの変化を浮き彫りにしています。
- **グローバル化の後退：**グローバル化は長いこと市場の主要なドライバーの一つでしたが、幾つかの場所でこのトレンドの反転を目にし始めています。この傾向は続くのでしょうか。
- **地政学的緊張：**突然かつ急速に市場に大混乱をもたらさうとする地政学的緊張が幾つかあります。イラン、北朝鮮及び米中（又はそれらの代理人）が今後の潜在的な緊張の発生源になると見ています。

政策リスクや政治的リスクの多さは様々な危険をもたらしますが、2020年に投資家に幾つかの潜在的な機会も提供します。



課題を抱える中国だが 国債市場の見通しは明るい



ハービー・ブラッドリー
ポートフォリオ・マネジャー、債券

- 中国は2020年も大きな逆風に直面し続けています
- 中国人民銀行は金利体系の進化を続けています
- 中国国債は2020年に超過リターンを期待できる状況にあります

中国経済は2019年に大きな逆風を経験

中国は2019年に大きな課題に直面し、第3四半期のGDP成長率は6%に低下しました。主な逆風は、米国との貿易を巡る緊張の高まり（中国製品への更なる関税と国内サプライチェーンの混乱）と、恐らくそれより重要ながらマーケット解説者にそれほど認識されていない、国内の影の金融部門の抑圧に由来する継続的な影響です。

最近では経済指標が安定し、プラスに転じたデータもあります。これは貿易協定の「第一段階」の締結と相まって、2020年に入って市場心理を改善しました。中国の2020年の経済成長率の当社予想は市場コンセンサスを僅かに下回る5.5%~6%です。アフリカ豚コレラ危機により豚肉価格が年率100%上昇したため、総合インフレ率はこの数ヶ月間4%超に上昇しています。しかし、より重要なことですが、コアCPIは2019年を通じて下降傾向にあり、現在は中国人民銀行(PBoC)が設定した3%のインフレ目標を大きく下回る1.4%です。これは、中国が依然として直面している成長への構造的な障害により国内経済に更なるたるみが生じているサインであると見ています。

金融政策：PBoCは金利体系の進化を継続

PBoCは2019年末にかけて預金準備率、中期貸出ファシリティ金利及び7日間のリバースレポ金利を引き下げました。2020年も同じことが繰り返され、3つの主要金利全てがより低い水準に調節されると予想しています。

PBoCの最近のフォーカスの一つは金融政策の波及メカニズムの改善です。2016年以降、公的貸出金利は殆ど不変にも



中国国債は主要国債市場の中で昨年最もパフォーマンスの悪い市場でしたが、本年は超過リターンを提供すると予想しています



ハービー・ブラッドリー

関わらず、実体経済の貸出金利は上昇しています。貸付プライム金利の導入は波及メカニズムの改善のための重要な要素の一つです。この金利は中国の国内貸付けで一般的に選ばれる参考金利であり、その導入は中国の金利体系を政策決定された貸出金利から市場主導の金利へと更に自由化しています。貸付プライム金利は、実体経済の貸出金利の低下を助け、時間と共に国内経済における資本配分の効率性を改善するでしょう。インサイトの金融情勢指数は、追加的な緩和政策にも関わらずここ数ヶ月はむしろタイト化しています。これは、これまでの緩和が不十分であり、更なる成長の減速を避けるには2020年に更なる行動が必要であることを示唆します。

財政政策：支出はインフラにフォーカス

政策立案者は2020年の地方政府特別債の発行枠を1兆元分、前倒しする事を決定しました。これは、2019年の発行枠全体の47%に当たる額であり、2020年の発行枠の総額は過年度を上回る可能性が高いことを意味します。地方政府特別債は主にインフラプロジェクトの資金調達に使われているため、インフラ投資が増加し、固定資産投資が近年の年率4%~5%から10%近くに反発すると予想しています。

明るい見通し

当社は2020年の中国国債（CGB）のパフォーマンスに明るい見通しを持っています。CGB市場は主要国債市場の中で昨年最もパフォーマンスが悪かった市場ですが（図3参照）、今年は絶対的にも、相対的にも超過リターンを提供すると予想しています。G4の国債利回りは小幅上昇の予想に対して、CGBの利回りは20~25bpの上昇を予想しています。

また、歴史的にCGBはG4国債と非常に低い相関関係を示してきました。³ 例えば、過去5年間CGBとG4国債の相関は0.25前後で推移していますが、G4国債間の相関は高まり、0.85近くになっています。中国の国内金融システムが世界の金融市場により統合されるにつれCGBの相関は高まると考えられますが、CGBは2020年以降もグローバルなポートフォリオへの分散効果の提供が期待できると考えています。

図3：中国国債はG4国債市場との相関が低いいため、グローバルなポートフォリオに真の分散効果をもたらす⁴



³ 相関関係は中国とG4が0.21~0.31、G4間が0.79~0.94（過去5年間の10年債利回りの週次変化）。

⁴ 出所：ブルームバーグ、2019年12月現在。

グローバルなアプローチで バリューのあるクレジットを狙う



アダム・ホワイトリー
ポートフォリオ・マネジャー、債券



サイモン・クック
ポートフォリオ・マネジャー、EM債券

- 世界の投資適格債のスプレッドは歴史的に見て割高です
- 最善のリスク調整後リターンをグローバルに求めるべきです
- 新興国市場と先進国の発行体を分けて分析すべきではありません

次のクレジット・サイクルに向けた計画

グローバルな投資適格債のスプレッドは国債プラス100bp前後と、歴史的に見ると割高な水準です。過去20年間のスプレッドを図にすると、現在の水準は百分位で下から10%近辺です。従ってオーバーウェイトによるリスクリターンの効率はかなり悪いと思われます。当社のクレジット戦略は、それを踏まえて最善のリスク調整後リターンを探し当てること、そして価格の下落に備えた非対称性の組み込みを図ることです。

市場が現在のクレジット・サイクルからどのように次のサイクルに移行するかを考えると、投資家はグローバルに考え、点在するバリューを探し出すべく広く、遠く網を打つ必要があると思います。

市場の他のセグメントを含めるべく網を広げると、それらが全てグローバルな投資適格クレジットほど割高な価格ではないことがわかります（図4参照）。伝統的に先進国の投資適格債指数と考えられている各種の指数には今や新興国市場クレジットのエクスポージャーが2兆ドル含まれています。このため、それらの指数にとって網を広げることは既に必須です。

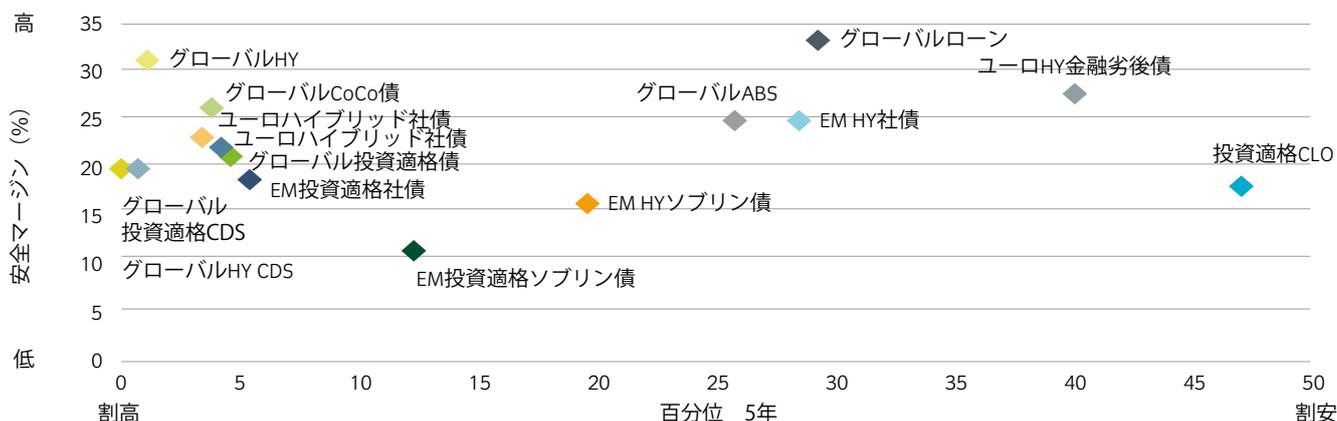
新興国か先進国か – 本拠地の神話

先進国市場と新興国市場の境界は益々曖昧になってきています。個別の発行体を見ると、どれが先進国でどれが新興国市場なのか判断することは益々困難です。例えば、ノルウェー最大手の総合通信会社テレノル・グループは、相対的に退屈な、先進国の安定した発行体だと思われるかもしれませんが、同社にとって二番目に大きな市場はバングラデシュであり、キャッシュフローの59%は新興国市場で発生しています。対照的にメキシコのグルーポ・ビンボは新興国市場の発行体だと思われていますが、世界最大のペーカリー製品メーカーです。同社は米州、欧州及びアジアで事業を展開し、売上げの59%は先進国市場で発生しています。本拠地に基づく伝統的な区別の重要性は益々薄れています。

M&Aのトレンドでも状況は変化しています。歴史的には先進国の企業が多角化と成長の加速を狙って新興国市場の企業を買収していましたが、もはやそうではありません。新興国市場の企業は成熟し、先進国市場への多角化を進めています。

更に、彼らは先進国の競合企業が欲しがらない残片を買っているではありません。プレミアムブランドを買収し、改良

図4：広く遠く網を打つことで点在するバリューが出現する⁵



⁵ 出所：インサイト、ブルームバーグ、パークレイズ、JPモルガン、クレディスイス、ICE。2019年12月31日現在。



しているのです。自動車業界はその好例かもしれません。15年前、ボルボとジャガーは冴えない製品ラインナップを抱えた下り坂の高級ブランドでした。今日ではどちらも賞を獲得するブランドです。両社の売り上げは過去10年間に倍増し、今では明らかにドイツの自動車メーカーのライバルです。変貌のきっかけはオーナーの変化です。現在ボルボの親会社は中国の吉利、ジャガーはインドのタタです。

グローバルなアプローチの採用

アナリストを分けて先進国の発行体だけを調査するならば、グローバルにその時点の最善の投資機会を特定することは不可能です。石油・ガス業界がその一例です。先進国の発行体だけを見れば、5年債で最大級のスプレッドを提供するBPとエニが突出しています。しかし、対象を広げてグローバルに見れば、中国のシノペックに投資することですっと大きなスプレッドの獲得が可能で、同社はBPと同程度の規模ですが、レバレッジはBPより低水準です。

インサイトは、資産配分にグローバルなアプローチを採用しており、セクターレベルではグローバル・セクター・スペシャリストを置いています。当社は、グローバルなトップダウンの資産配分と、グローバルなボトムアップのセクターアプローチの組み合わせにより、あらゆる状況における最善のバリュウの特定と、願わくは将来的な下落の最小化を目指しています。

より詳細なレポート

Emerging market debt takes centre stage

新興国市場の経済がグローバルにより重要な役割を占めつつあります：

- 世界のGDPに占める新興国市場の割合は名目ドルベースで20%から43%に、購買力平価ベースでは40%から60%に増加しました。
- 2001年の中国のWTO加盟以降、世界貿易に占める新興国市場の割合は30%強から45%近くに増加しました。
- 世界的な金融危機以降、新興国市場の社債は歴とした独立の資産クラスになりました。4倍に拡大した市場は今や2.3兆ドルと、新興国市場のドル建て国債や米国のハイイールド債の2倍の規模です。



ESGが 債券市場を突き動かす



ロバート・ソーブリッジ
ポートフォリオ・マネジャー、債券

- 地域や投資家のタイプ毎にESGソリューションは異なります
- ESGのトレンドが市場に影響を及ぼし始めています
- 投資家は「不可避の政策対応」に用心すべきです

「サステナビリティ（持続可能性）」は2020年代を定義する言葉になると考えています。それは私たちの生活のあらゆる側面で顕著になる見込みで、運用の世界も間違いなく影響を受けずにはいられないでしょう。一部の推計によると、2020年代の終わりまでにほぼ全ての世界の資産運用の委託が何らかのESG（環境、社会、ガバナンス）基準に従って運用されるだろうということです。

ESG運用の委託が期待するもの

ポートフォリオにESG分析を組み込んでいるアセット・マネジャーは、保有資産の良き管理人の役割を果たすことと、そのため確固とした監視プロセスの存在を証明することを期待されるでしょう。また、ポートフォリオへのESG分析の組み込みをどのように行っているのかを示すために報告や透明性に関する要件が増えるでしょう。

一部の顧客はステークホルダーとして信奉する価値を表現する方法として自らの資産を利用するようになり、ポートフォリオで追加的なインプットの使用を要求するでしょう。また、自らのポートフォリオが、経済的なリターンを提供するとともに、

何らかの形で社会にプラスの影響を貢献することをより確実に担保しようとしている顧客もいます。

支持を集める2つの投資ソリューション

一部の投資家にとって価値とパフォーマンスはトレードオフではなく、融合しています。しかし、全ての投資家がそう考えているわけではなく、二通りの投資ソリューションが支持を集めつつあります。一方は米国の顧客により多く、もう一方は欧州の顧客により多く見られます（図5参照）。

米国

米国はESG要素に基づくエクスクルージョン（特定銘柄の除外）をポートフォリオに採用しながらないことが特徴的です。多くの方がそれを自らのフィデューシャリー・デューティーに反すると考えているからです。その結果、支持を集めているソリューションは概してESG投資がもたらすパフォーマンス上の恩恵を強調します。相対的にESGスコアの高い企業への資金配分は、リターンを向上させ、ボラティリティを低減できる可能性があります。

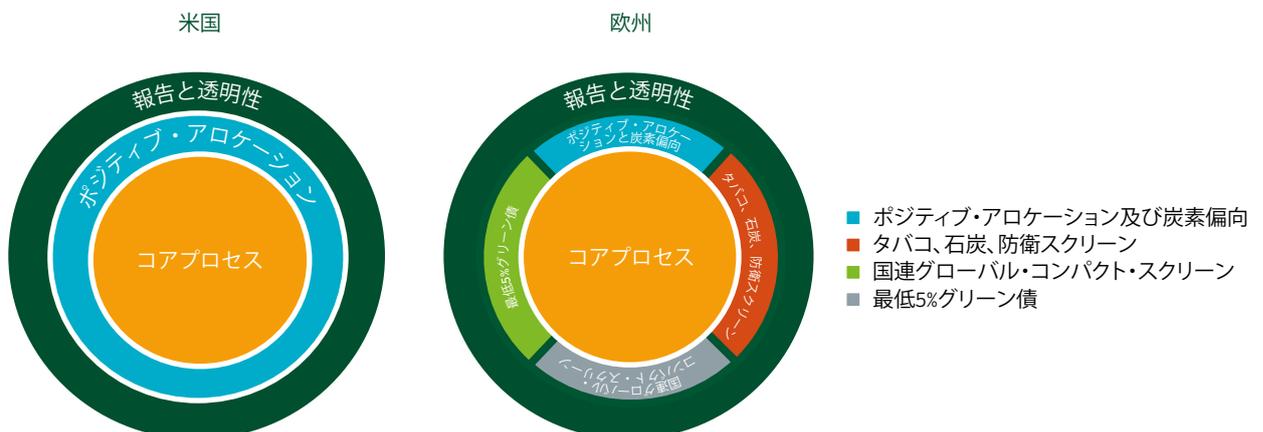
欧州

欧州では多くの投資家が米国の投資家と似た思考態度を持っていますが、同時に自らが信奉する価値をポートフォリオに刻むことへの意欲が米国の投資家よりずっと強力です。つまり、概してエクスクルージョンをより重視しており、グリーン債等のインパクト商品を戦略的なフォーカスにしています。英国の投資家は、概して米国と欧州の投資家のタイプの間位置します。

社債市場へのESGの影響

投資家がポートフォリオにおけるESGのトレンドにより注意を向け始めるにつれ、市場に影響が及び始めます。例えば、2019年はタバコ会社の新発債発行にフランスからの買い注文

図5：ソリューションは地域や投資家タイプにより異なり得る⁶



⁶ あくまで説明目的の図です。出所：インサイト、2020年1月現在。



は一件も入りませんでした。僅か5年前、フランスからの買いはタバコセクターの債券発行の20%を占めていました。

タバコのような異論の多いセクターへの投資を解消する投資家が増え続けている需要サイドの動向を背景に、限界的な買い手を見つけることは益々難しくなります。これは、キャッシュフローの予見性が高く、より魅力的なキャリアを獲得する機会にアクセスできる可能性がある場合、投資家はタバコ会社の短期債の保有を不安に感じない可能性を意味するかもしれません。しかし、こうしたトレンドが生じている時にタバコ会社の20年債を買うでしょうか。このフィードバックループはタバコ会社等の好ましくない企業の資金調達コストの上昇に繋がります。それは持続不可能なスパイラルの始まりです。

投資家がこうしたトレンドの先を越す方法

環境、社会、ガバナンスという要素について投資家と話をすると、環境が最重要であることが明らかです。今後10年間、社債ポートフォリオでは気候変動への備えがアルファの重要なドライバーになる可能性が高いでしょう。その変化は徐々にではなく、気候関連目標の未達が明白になり、より抜本的な措置を要求する異次元の対応案を各国政府が迫られる次の10年間の半ばに突如起きるかもしれません。これが、PRIが「不可避の政策対応」と呼ぶものであり、そうした大変革に対応する柔軟性を欠く落伍者は、次の10年間の半ばに窮地に陥る可能性が高いでしょう。

追加的なデータや資源

ESGを効果的にポートフォリオ分析に統合するにはデータ管理の改善が必要です。それには、益々複雑化する諸課題に対処するためのAIや（地理空間データ等の）エキゾチックなデータセットの活用が必要とされるかもしれません。また、従来の財務指標を超える新たな報告の提供にもデータの改善が必要であり、更なるリソースが必要になります。

ESG：次のステップ

ESGは全ての投資家に合う「フリーサイズ」の投資機会ではありません。投資家毎にその意味することが異なるため、特に商品化に向けてはなりません。従って、顧客が投資で達成したいことを明確に表現するのを助けることはアセット・マネジャーとしての当社の重要な役割の一つです。また、投資家はポートフォリオに経済的なリターンをもたらすだけでなく、社会にプラスの影響を及ぼすことも期待しているため、それに伴い得るトレードオフが理解されることも非常に重要です。最後に、資産クラスを超えてESG投資の効果を測定、明示できる透明性と一貫性のある方法を有することは、いかなるソリューションの提供においても必須の要素になるでしょう。

より詳細なレポート

Responsible investing and LDI

LDIに対するインサイトの責任投資の柱を略述するとともに、当社の統合的ESG分析、発行体との積極的なエンゲージメント並びに市場の持続可能性と顧客利益の保護に向けた取り組みを説明しています。



本稿のコピーをご希望の方はご連絡下さい。

ESG in fixed income – new initiatives and enhancements

債券投資におけるインサイトの責任投資のアプローチは、ESGリスクと投資判断の更なる統合を目指す中で進化を続けています。



Climate Risk Index

債券投資家がポートフォリオの気候関連リスクを評価できるツールや手法が全般的に欠如しています。このため、当社の手法とその結果を同業他社及びより広範な利害関係者と共有することにしました。



CDIの向上には より広い視野が必要



アダム・モッサコウスキー
シニア・ポートフォリオ・マネジャー、
債券

- 英国社債市場の限界に注意する必要があります
- ヘッジ後も優位なバリューを探すためにグローバルに投資すべきです
- 資産を多く保有する発行体や証券化商品を検討すべきです

英国社債市場の欠点の克服

英国の年金プランが直面する問題の一つは、国内の社債市場が他の国々のクレジット市場に比べて小さいことです。短期では購入可能な債券がかなりありますが、長期社債の市場は小さく、発行体も集中しています。長期債の発行は散発的である上、国内保険会社の旺盛な需要によって市場はしっかり占有されており、流動性は限定的です。

年金基金がより良いバリューを獲得するにはグローバルに投資する必要があります。ドル建ての社債市場はより流動性が高く、より取引コストが安く、遥かに多くの債券発行があります。また、クレジットをポンドにヘッジして同一発行体の債券を直接ポンドで購入するより高い利回りを稼ぐことも可能です。この現象はかなり長く続いています。

それぞれの期間に適する資産

キャッシュフロー・ドリブン・インベストメント (CDI) のポートフォリオを構築する際、クレジット市場の様々なセグメントにはそれぞれ異なる期間で果たす役割があると考えています (図6参照)。

長期債

- ポンド建てクレジットに役割はありますが、シクリカルな発行体を避け、可能なら資産の多い発行体や証券化クレジットを探すべきです。これらの債券は状況の変化により売る必要が生じる可能性があるため流動性は重要です。
- ドル建てクレジットが重要な役割を果たします - より高い流動性に鑑みてよりシクリカルな発行体のエクスポージャーを取ることが理に適うセグメントですが、鉄道等のポンド建て投資が不可能な全く新しいセクターへの分散も図るべきです。

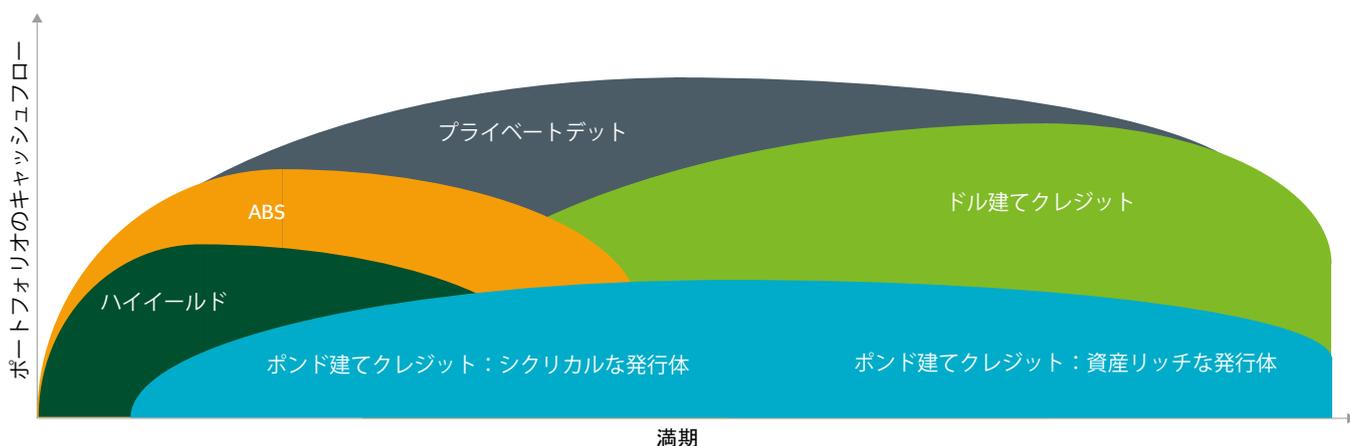
短期債

- ポンド建てのシクリカルな発行体を保有することは安心感が増しますが、短期の投資適格クレジットは割高な傾向があります。
- 利回りの向上とより効率的な資金活用を図るためにハイイールド債やABSを利用することが可能です。

イールドカーブの中央部

- 市場のこの部分では伝統的な社債はあまり流動性がなく、スプレッドもそれを反映しています。資金のより効率的な利用にはプライベート・クレジットを推奨します。この分野での期間10~25年の融資はさながら新たな資産クラスとして確立しつつあります。従来は主に保険会社を買手でしたが、より多様な投資家が参入し始めています。
- プライベート・クレジットは、伝統的な企業エクスポージャーと大きく異なる新たなタイプの資産のエクスポージャーをもたらし、分散を高めます。学生向け住宅、住宅建築組合及び公益企業への貸付等がその例です。これらは主として投資適格クレジットであり、裏付け資産に合わせて貸付元本が割賦償還されるため、借り換えリスクが排除されています。

図6：選好されるCDIポートフォリオの構成⁷



⁷ 出所：インサイト、ブルームバーグ、パークレイズ、JP モルガン、クレディスイス、ICE。2019年12月31日現在。

非対称的戦略

ポートフォリオと投資戦略における 非対称性の活用

非対称的ヘッジ戦略は、基本の資産クラスを動的に運用することで、基本となる対象資産のオプションを利用する戦略より遥かに優れたペイオフ・プロファイルを創出することができます。

非対称性の目的は、望まない結果が生じる確率を低減させつつ、望む結果を達成する確率を高めるという比較的単純なものです。概念的にはシンプルですが、実施には複雑さが伴います。投資家が非対称性を実施できる3つの分野として、為替リスク及び金利リスク（実質及び名目）の管理並びにマルチ・アセットのリターン追及ポートフォリオを考察します。

為替エクスポージャーのヘッジ： より賢い方法



フランチェスカ・フォルナサーリ
為替ソリューションヘッド

- 為替リスクは消滅していません
- 非対称的ヘッジはオプションのようなペイオフ・プロファイルを創出できます
- オプションによるヘッジに比べ、非対称的ヘッジはよりカスタマイズされた、よりダイナミックなソリューションを提供します

為替リスクを懸念すべきか

投資家が為替リスクは過去のものだと考えたとしても許されるかもしれません。最近の主要通貨は著しく狭いレンジで取引されています。四半期ベースのEUR/USDのレンジは約2.5%⁸ですが、絶対的に狭いだけでなく、歴史的にも極めて狭いレンジです。こうした状況が一年前後続いているとはいえ、投資家は二つの理由から警戒を続けるべきです。

1. 取引レンジはどの通貨も狭いわけではない
全てのクロスレートのレンジが狭いわけではありません。例えば、同じ方法で計算したGBP/USDのレンジはほぼ9%と、EUR/USDよりかなり広いレンジでした。しかし、他の先進国通貨のレンジは拡大しているだけでなく、長期的な平均値へ向かっています。このことは、為替におけるボラティリティ

の低迷と取引レンジの縮小は固有リスクの結果であることを示唆します。

2. イベントリスク

為替リスクについて慢心すべきでないもう一つの理由はイベントリスクです。以下の通り、ポートフォリオの為替のリターンに大きな影響を与え得る2020年固有のイベントリスクが幾つか存在します。

- 米国の大統領選挙
- EUと英国の貿易交渉
- 世界的な金融の優越性の終焉
- FRBの政策目標の見直し
- 米中貿易交渉の「第二段階」
- 地政学的リスク

為替リスク管理の方法

為替リスクの管理について考える最もシンプルな方法は、最も極端な二つの形を検討することです。

無ヘッジ

為替リスクについて考える一つ目の方法は、それを完全に無視することです。しかし、為替リスクを完全に無ヘッジで放置することは、ポートフォリオに大きなボラティリティを生じさせる可能性があります。例えば、MSCIグローバル株式ポートフォリオを保有する債券ベースの投資家は近年の債券安から利益を得たでしょうが、2010年代の前半には同じ無ヘッジの投資家がそれよりかなり劣る経験をしたでしょう。

⁸ 出所：マクロボンド、2019年12月31日現在。



フルヘッジ

もう一方の極には、為替の貢献が完全に排除されたフルヘッジのポートフォリオがあります。しかし、この戦略はポートフォリオにコスト負担を強い場合があります。ポンドベースのMSCIグローバル株式ポートフォリオは、為替リスクをフルヘッジすることで、1990年代及び2000年代に入ってからプレミアムを受け取った（プラスのキャッシュフローを経験した）でしょう。英国の金利体系が他の国々、特に米国より高水準だったからです。しかし、今や金利体系は逆転し、米国金利が英国金利を上回っているため、現在フルヘッジのポートフォリオはコスト負担を強いられます。

フルヘッジのポートフォリオにとってより大きな課題は、ヘッジの実施によって生じるキャッシュフローによる副作用です。ポートフォリオのヘッジはフォワード契約を利用して構築されますが、フォワード契約の「マネーネス」がキャッシュフローにボラティリティをもたらすのです。フォワード契約は、利益を上げているか、損失を出しているかのどちらかです。つまり、フルヘッジのポートフォリオは実質的に為替リスクをキャッシュフローリスクと交換しているのです。最悪の場合、これは大きな、多くの顧客の許容範囲を超えるキャッシュフローの流出を生み、原資産の売却を強いられる可能性があります。

非対称的ヘッジ

非対称的ヘッジは上記の課題の一部を緩和することで、柔軟でコスト効率の良い為替リスクへの対処法を提供します。この戦略の狙いは上記の二つのアプローチの最善の部分を取り込むことです。即ち、ポートフォリオの外国通貨の上昇局面ではできる限りアップサイドを獲得し、下落局面ではダウンサイドを一部限定することです。これはオプションのようなペイオフ・プロファイルをもたらします（図7参照）。

何故オプションを使わないのか

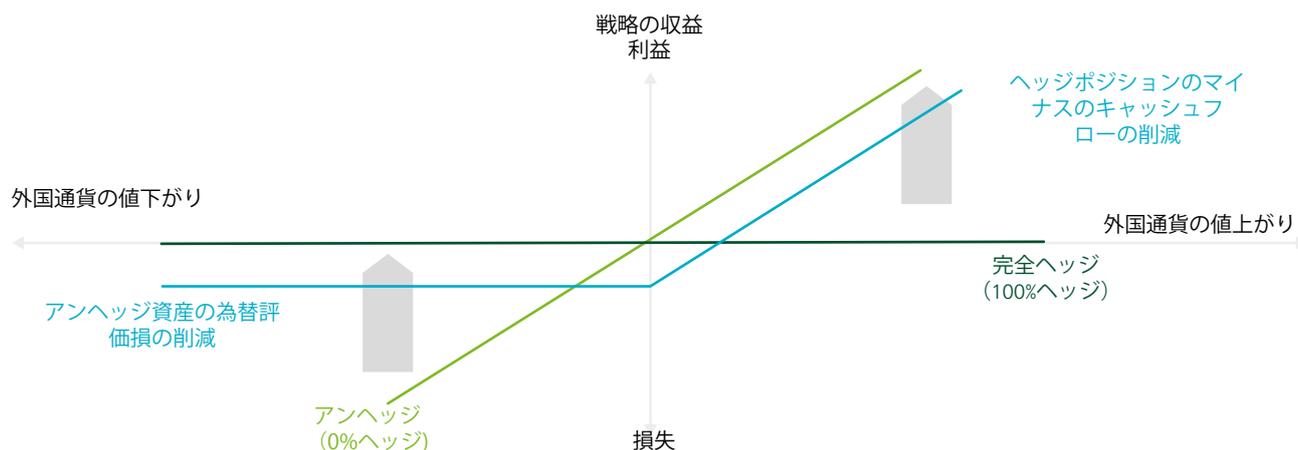
オプションのようなペイオフ・プロファイルならば何故オプションを使わないのかと考えるのは論理的でしょう。第一に、非対称的ヘッジは最大キャッシュ・アウトフローといった顧客毎の様々な敏感な問題やニーズを盛り込める、よりカスタマイズされたソリューションを提供します。オプションのみによるヘッジ戦略ではこうした柔軟性の達成は困難です。

第二に、非対称的ヘッジはより効果的にリスク管理ソリューションを提供する方法だと当社は考えています。インプライド・ボラティリティは歴史的に実現ボラティリティを上回る傾向があったため、オプションを利用してヘッジプログラムを実施する投資家は、実質的に実際の発生確率に照らしてオプション・プレミアムの払い過ぎになります。つまり、オプションを利用したヘッジ戦略の実施は割高になります。

まとめ

為替リスクは国際的な資産に投資するポートフォリオにつきものであり、無視すべきではありません。為替リスクを完全にヘッジするポートフォリオは為替相場の激しい混乱の際に大きなキャッシュ・アウトフローを被る可能性があります。為替リスクに対処するより効果的な方法は、オプションを利用する類似のヘッジプログラムより優れたペイオフ・プロファイルを提供しながら、よりカスタマイズされた動的なソリューションを提供する非対称的ヘッジプログラムの利用であると考えています。

図7：非対称的ヘッジの狙いは為替変動のプラスの影響の維持と不利な変動の影響の限定⁹



⁹あくまで説明目的の図です。

負債ヘッジにおける 次の段階



ポール・ニコラス
ポートフォリオ・マネジャー、LDI

- アダプティブ・ライアビリティ・ヘッジは既存のヘッジを補完します
- 特に高ボラティリティ局面では魅力的なリターンを得られる可能性があります
- アダプティブ・ライアビリティ・ヘッジ戦略は広範な顧客やシナリオに適しています

本稿では、インサイトの数あるヘッジ戦略に新たに加わったアダプティブ・ライアビリティ・ヘッジ（ALH）と呼ばれる戦略と、ALHを利用して名目的及び実質的な金利リスクをヘッジする方法を考察します。ALH戦略は広範な顧客やシナリオに適切かつ効果的なツールであり得ると考えていますが、まずは典型的な英国の年金基金の特徴から見ていきます。

典型的な英国の年金基金

- 積立資産レベルのヘッジ比率が比較的高い（75%~80%）
- 中期的にはフルヘッジを望んでいる場合もある
- より好ましい水準を待ってヘッジを完了する用意がある

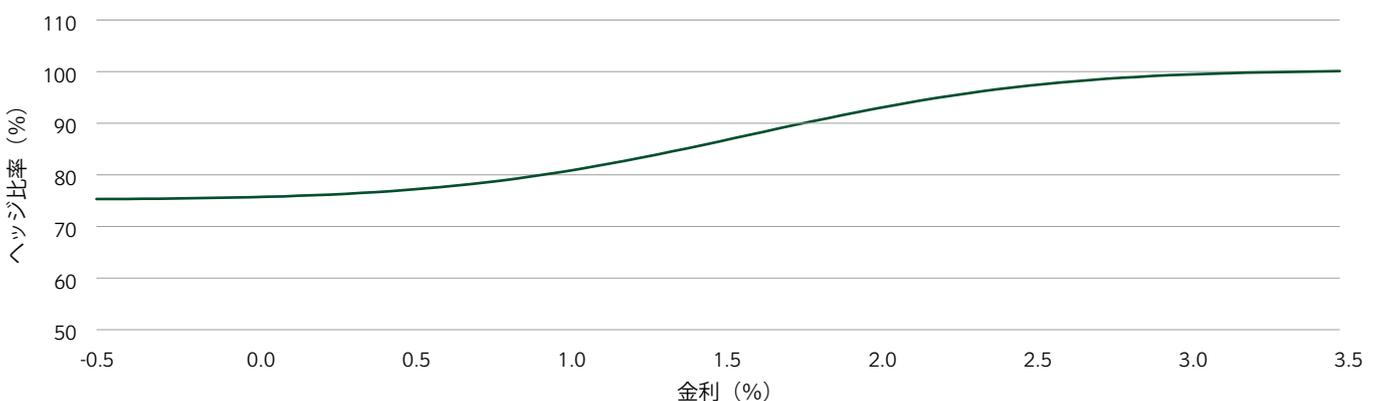
ヘッジ戦略における柔軟性

英国の年金基金の多くはヘッジ戦略に関する柔軟性があります。年金基金のヘッジ比率が高い場合は、利回りの低下から概ね守られています。金融政策や中央銀行の政策が限界に近づく中、金利、特に名目金利には自ずと下限があると主張する市場参加者もいます。また、通常、年金基金は比較的余裕のある債務比率を維持しています。このため資産ポートフォリオを大幅に変更することなく、素早くヘッジを追加する能力と柔軟性を備えています。

アダプティブ・ライアビリティ・ヘッジ戦略の実施

まず最低ヘッジ比率を設定しますが、通常はその年金基金の現行ヘッジ比率（この例では75%~80%）に近い水準になります。次に年金基金は金利の変化に伴うヘッジ比率の変化を表す一定の「Sカーブ」（図8参照）に同意します。Sカーブが実践において意味するのは、利回りの上昇につれて金利リスクが追加され、利回りが低下すると金利リスクが削減されるということです。これによって、この戦略は利回りの上昇のボラティリティから往復で利益を上げることができます。こうした利益は、特に高ボラティリティで平均回帰する相場において大きくなる場合があります。ALH戦略のリターンをもたらす恩恵の一つは、ポートフォリオのアンヘッジの部分に対するプレッシャーを軽減すること、そして、株式やクレジット等の他のリスクプレミアム源と概ね相関していないことです。

図8：ヘッジ比率と金利の関係の一例（Sカーブ）¹⁰



¹⁰ あくまで説明目的の図です。出所：インサイト、2019年12月現在。

アダプティブ・ライアビリティ・ヘッジのメリット

1. 市場の平均回帰局面と妥当な水準のボラティリティから利益を上げます。
2. 顧客は、利回りの大幅上昇後に現在達成可能なレベルより好ましいレベルでヘッジを固定できます。
3. 利回りが大幅に低下する最悪シナリオでは、現行のヘッジ水準（又は合意された最低水準）が維持されます。
4. 望むヘッジ比率に戻るには単に債券を売る又は買うだけで済むため、出口戦略も極めてシンプルです。
5. ガバナンス上の大きな負担なしに、比較的高度なトリガー戦略を実施する方法を提供します。

短所

予め最悪シナリオ下での結果が事前に特定されます。ヘッジが非常に高コストになった場合、ヘッジ比率は単に許容レンジの下限に低下します。

何故オプションを利用しないのか

この戦略は、技術的にはプットオプションのショートに似ていますが、オプションを利用しない理由が主に3つあります。

- 流動性が限定的 – 実質金利のオプションには潤沢な流動性がありません。また、ALH戦略は名目金利も実質金利も取引可能です。

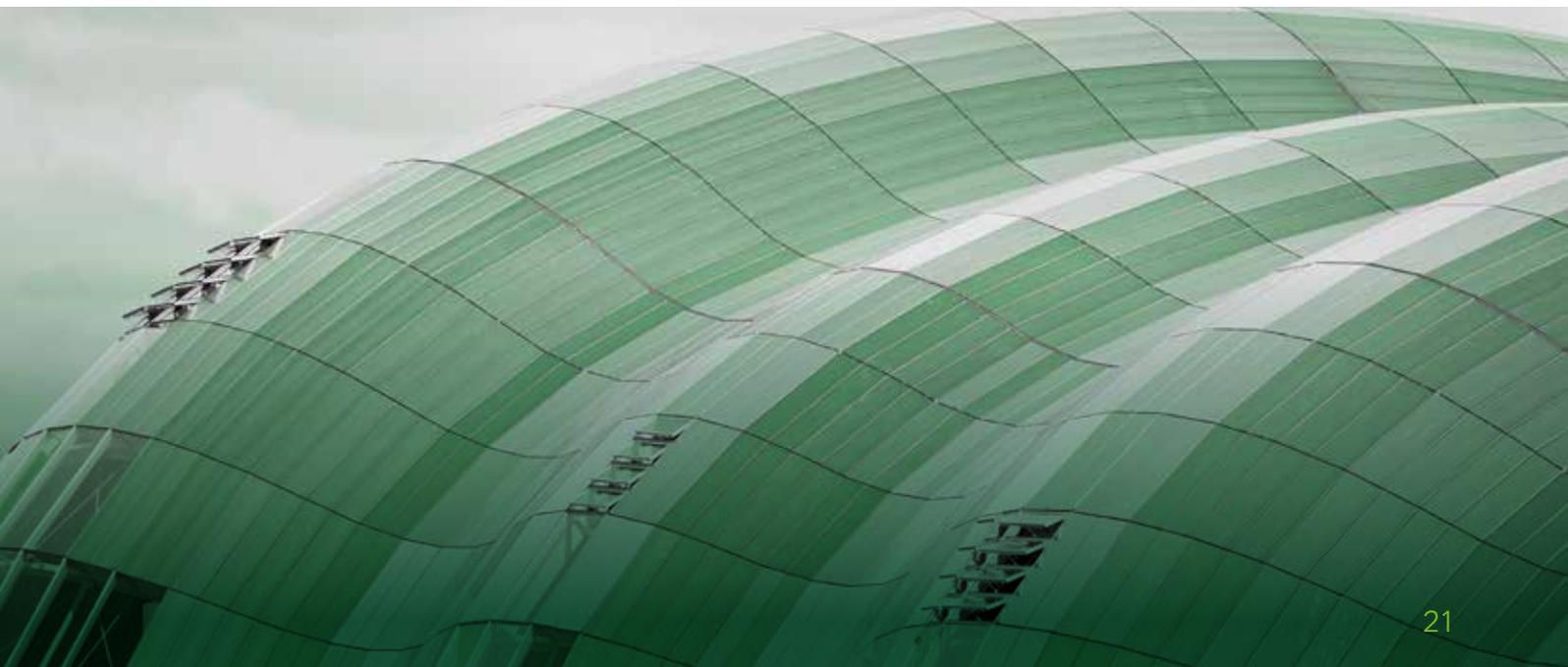
- ベーシスリスク – ALH戦略では圧倒的に英国債がヘッジ手段に選ばれるため、スワップと英国債のベーシスリスクを回避します。
- 柔軟性 – 債券を利用することで、顧客の実際の債務プロフィールにしっかりマッチさせることが可能です。

アダプティブ・ライアビリティ・ヘッジ戦略の適用

ALH戦略は多様な顧客やシナリオに適しています。例えば、

- 既にフルヘッジしているが、給付対応等からヘッジ目的で使用しているデリバティブの担保を引き出す必要がある顧客にとって、利回りの上昇と共に金利リスクを若干削減することができ、その結果、担保資産の必要性を取り除く非対称的ヘッジに価値を見出す可能性があります。
- ヘッジ比率が低い年金基金は、利回りが大幅に低下した際にヘッジの追加によるテールリスクへのプロテクションに価値を見出す可能性があります。

ALHは金利リスク（名目、実質とも）の管理に効果的なツールであり、多くの年金基金で幅広い使い方ができると考えています。



アップサイドを狙う マルチ・アセットの運用



マシュー・メリット
マルチ・アセット・ストラテジー
グループ、ヘッド

- 非対称性は株式や債券の運用結果成果の分布を改善することができます
- ポートフォリオの株式と国債の固定的なアロケーションが創出する非対称性の効果は限定的です
- リスク制御した株式とリスクフリー債券の動的アロケーションはコンベクシティを増やし、より優れたペイオフ・プロファイルを創出します

株式市場のリターンに非対称性を創出

非対称性を構築する最もシンプルな方法はプロテクションの購入です。例えば、株式ポートフォリオではプットオプション契約を通じて相場下落へのエクスポージャーをカバーすることが可能であり、図9のようなペイオフ・プロファイルが創出されます。問題はこの戦略が本質的に高コストであることです。しかし、基本の資産を動的に運用することでプットによるプロテクションのコストよりずっと安くオプション・プロファイルのコンベクシティを合成的に複製することが可能です。また、そのコストは一定の（平均回帰する）市場環境でのみ顕在化します。グロース・ポートフォリオを運用する投資家は、リスクを動的に管理すべきであることをこのアイデアは示しています。

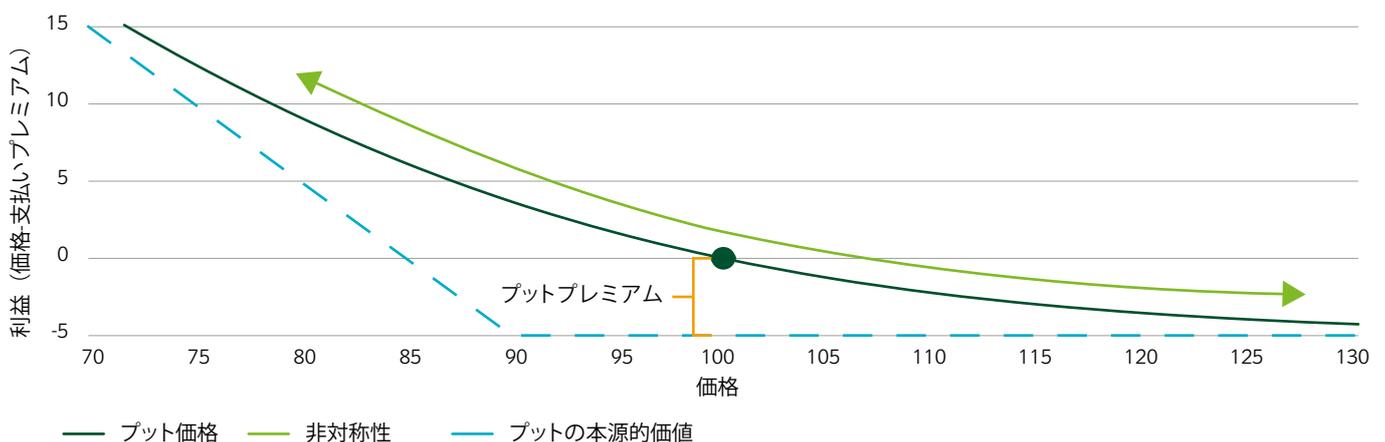
国債

非対称性の創出に必要なもう一つの要素は国債です。国債と株式相場のリターンの関係を見ると、近年は中央銀行の利下げ時に株式と債券が共に上昇しているものの（図10のB）、国債は歴史的に株式相場の大幅な下落局面で優れた分散効果を発揮してきたことが分かります（図10のA参照）。この事実は魅力的な程度の非対称性を創出します。しかし、それはリターンを追求するポートフォリオにおいても国債に存在意義があり得ることを示しはするものの、常に魅力的な非対称性を創出するわけではないことは言うまでもありません。

固定的なアロケーションの限界

アロケーションを固定したポートフォリオで株式と国債を組み合わせることは、創出される非対称性が限定的なことであり、その理由は国債のリターンがリスク資産に比べて低い傾向があるからです。従って、固定的なアロケーションの中で非対称性を最大化するには多くの国債が必要ですが、それはポートフォリオ全体の期待収益を抑制する結果になりがちです。解決策は、国債と株式の配分を動的に管理して両者の潜在的な非対称性を活用することです。

図9：プット価格と本源的価値のプロフィール¹¹



¹¹ 出所：インサイト、2019年12月31日現在。あくまで説明目的の図です。

動的資産配分のメリット

オプションの合成的な複製が株式のエクスポージャーを決定し、残りの資産は国債の動的配分に組み込まれるという動的なポートフォリオ運用によって、ポートフォリオでより高度の非対称性を達成することが可能です（図11参照）。繰り返しになりますが、市場には平均回帰の性質があるため、合成的な複製にもコストはあります。即ち、市場が平均回帰する（値動きが荒い）局面ではこの動的配分プロセスは損失を被ります。このコストを相殺するために、当社は異なる形の非対称性の創出に利用可能なトータルリターン（TR）戦略を含む他の投資対象を探します。インサイトのTR戦略は様々な戦

略を包含しており、主に上場オプション又は先物の組み合わせを通じて実施されます。TR戦略の負のコンベクシティは、動的資産配分戦略のパフォーマンスが最も悪化しやすい平均回帰相場でリターン・プロファイルを支えるのに役立ちます。

実践における非対称性

資産配分という形の非対称性は、相場の上昇局面ではより大きいベータを、下落局面ではより小さいベータを目標にしますが、より極端な市場環境ではベータの特性が変わり始めるという難題があります。このため、アクティブ運用は運用結果に魅力的な非対称性を提供するための重要な要件です。

図10：国債は正のコンベクシティを提供する（10年物リスクフリー債券の平均リターン対株式）¹²

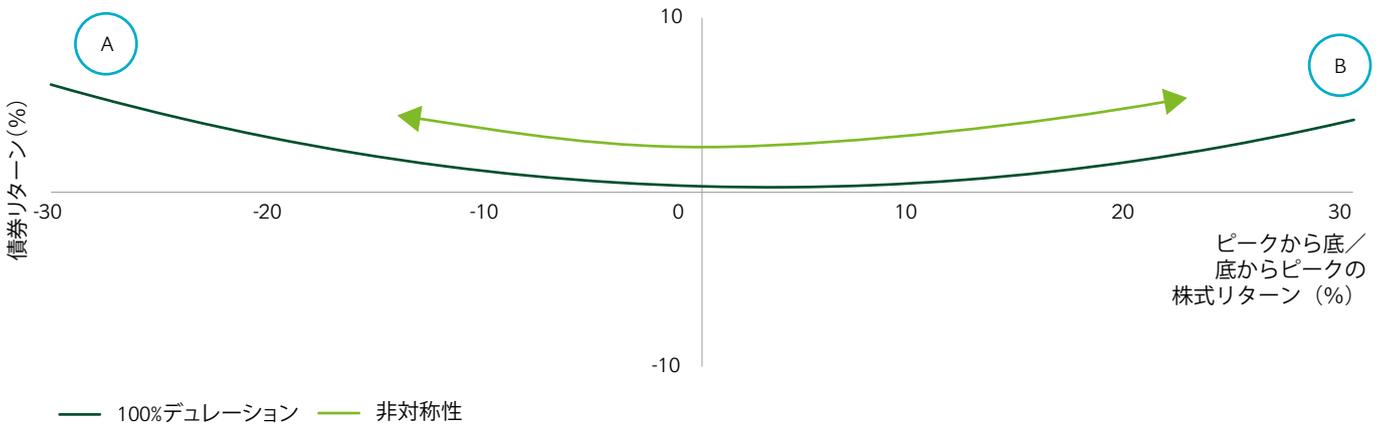
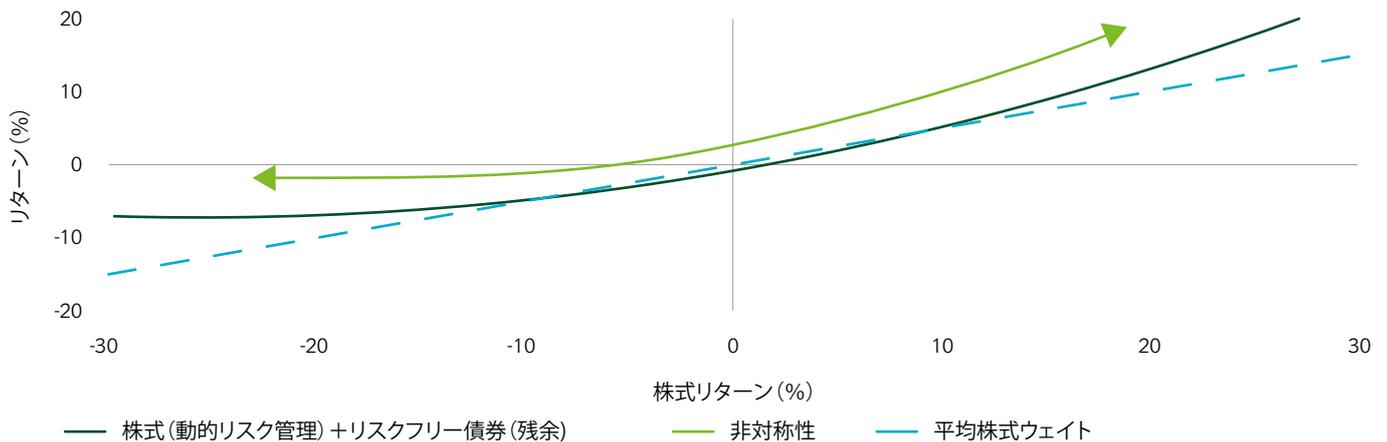


図11：リスク制御された株式とリスクフリー債券の間の動的配分によりコンベクシティが増加¹³



¹² 出所：データは2019年11月25日現在。¹³ 出所：インサイト、1973年から2019年までのデータを利用。

英国の小売物価指数改革が重要課題に



ロブ・ゴール
ファイナンシャル・ソリューションズ
グループ、市場戦略責任者



ジョス・ヴァーミュレン
ソリューション・デザイン責任者

- 英国の小売物価指数改革は2020年の重要課題です
- 3つの重要な行動：認識の向上、政策立案者との対話、意見公募への回答
- スチュワードシップはLDIにおいて責任投資を実践するための重要な要素です

RPI改革は2020年の重要課題

小売物価指数（RPI）とその内在的問題が重要な課題となっ
てしばらく経過しました。国家統計官の消費者物価諮問委員
会（CPAC）は、2012年から2013年にかけてRPIを現状のま
ま据え置くという結論に達し、2015年のジョンソン調査はそ
れを確認しました。

このため、2018年に上院が更なるRPIの調査を開始した時、
市場は同様の結論を予想し、慢心していました。RPI改革を
選好する考えが示された最初の声明の発表時も市場の反応は
鈍いものでした。

しかし、水面下では英国統計院、首相及びイングランド銀行
の間で書簡が交わされており、それらは政府がRPIとCPIH
（持家の住宅費を含む消費者物価指数）を一致させるべく
RPIの基礎となる計算の改訂へと進んでいたことを示してい
ました。改訂が実施されれば、予想されるRPIの将来的変化
は年率1%前後低下したでしょう。2019年9月に書簡が公表
されると、市場はこれが重大な問題になり得ることに気がつ
きました。

英国の長期のインフレ市場（20年、30年及び40年の年限）
では相場に織り込まれていたインフレ率が大きく低下しまし
た。物価連動英国債のイールドカーブは提案された変更が実
施される可能性の高い2030年近辺を軸に旋回する一方、短い
年限には殆ど影響がなく、かなり劇的に変化しました。

図12：2030年以降の期間では市場のプライシングが著しく変化¹⁴



¹⁴ 出所：インサイト及びブルームバーグ、2020年1月15日現在。

市場は大きく動いたものの、提案された変更を完全に織り込んでおらず、現在は当初の水準とRPIとCPIHが完全に一致した場合の中間辺りにあります。その理由の一つは、物価連動英国債の保有者による反撃がもたれませんが、インサイトはその重要な一部メンバーです。

これらの提案は著しい富の再分配をもたらすため、インサイトには公平、公正な提案であるとは思えません。意見公募は1月から3月に延期されましたが、財務省が変更の複雑性の検討にもっと時間をかけていることを示しているのかもしれませんが。

物価連動英国債の相場をサポートするのに寄与した可能性のある要素がもう一つあります。政府は発行済み国債のインフレ感応度を低減させる方針の下で対応を進めており、そのため将来的な物価連動国債の供給は抑制されます。物価連動英国債の発行は、僅か数年前は発行総額の25%以上を占めていましたが、今後は15%に減少します。

今後の相場への影響

変更の実施期日が重要になります。物価連動英国債の中で、発行目論見書がRPIに言及し、その根本的な変更には財務大臣の同意を要するとの文言を含むものは3本あり、全て2030年末までに償還されます。意見公募は、提案された変更が財務大臣の許可が不要となる2030年より後に行われるべきか、或いは2025年から2030年までの期間に前倒しされるべきかについて助言を求めます。当社の推計では、物価連動英国債の市場への全体的な影響は、変更が2030年より後だった場合は約1000億ポンドに留まりますが、2025年に前倒しされた場合は1200億ポンドにもなります。また、スワップや不動産等のRPIに連動する他の資産にも影響があるでしょう。

この影響を主に負担として感じるのは年金基金の加入者であり、主たる利益の享受者は政府です。大部分の年金基金はヘッジが進んでいるため殆ど影響を受けませんが、RPI連動資産でヘッジされているCPI連動債務を有する一部の年金プランは、より大きな影響を被る可能性があります。

インサイトが懸念している点の一つは、誰もこの富の移転の影響を検討している様子が無いことです。英国統計院は統計の純粋性だけに集中しており、より広範な影響を検討していないことを明確にしています。

私たちにできること

1. 認識の向上：RPIの変更とその潜在的影響を他のステークホルダーに知らせて下さい。積立状況の評価又はリスク削減トリガーのどこにウェッジ（RPIとCPIの差）に関する想定が組み込まれているか考え、それらが今も適切なのか検討して下さい。RPIとCPIの歴史的な差に基づき、ウェッジ想定を1%としている場合、ウェッジを小さくすることが適切かもしれませんが。
2. 政策立案者との対話：審議に影響を与えるべくあらゆる人々にあらゆる機会を捉えて対話することを勧めます。当社の懸念は審議が実施期日のみに集中し、富の移転の問題を扱わないことです。
3. 意見公募への回答：3月11日に意見公募が開始されたら、可能な限り多くの人に意見公募に回答することを勧めます。2012年のCPACの意見公募では結果に影響を及ぼすのに400件強の回答者が必要でした。

RPIの改革は勝ち組、負け組を作るべきではないというのが当社の立場です。例えば、ネットワーク・レイルは英国政府が明示的に保証している発行体ですが、その債務の発行目論見書は、RPIに変更があった場合、貸し手、借り手のどちらの立場も悪化することが無いように他の指数が使用されると明記しています。従って政府はネットワーク・レイルの債権者のために解決策を編み出さなければならず、それをより広範に実施できない理由はありません。例えば一つの解決方法は、RPIの計算をCPIHプラス一定幅となるように変更することです。そのような解決策は非常にシンプルに経済全体に浸透する上、富を移転させることなく統計的な問題を解決するでしょう。

責任投資とLDI - スチュワードシップの重要性

インサイトはスチュワードシップを重要視しています。当社は、規制変更や顧客の利益の保護に関して受け身な役割を演じるだけに留まってはなりません。RPI改革を巡る議論を取り上げましたが、これはインサイトが取り組んでいる多くの課題の一つに過ぎません。

世界的金融危機以降の銀行に対する規制変更は、これまで欧州の年金基金に大きな潜在的影響を及ぼしており、インサイトはこの分野において年金基金の利益を代表することを優先事項の一つにしてきました。欧州市場インフラ規制（EMIR）の清算規則は、年金基金については当初は適用免除、後に適用延期となり、EU離脱後の英国及びEUに本社を置く英国内の年金基金については適用免除となりましたが、当社はこれらの措置の獲得に尽力しました。



より詳細なレポート

RPI reform

インサイトはRPI改革の認知度の向上を続けています。当社の新ウェブサイトは白書やメディアの記事を掲載しており、3月11日の意見公募の開始に向けた準備をする過程で問題点を考える助けになります。



[Click to view](#)

Why a buy-in can make it harder to achieve a buy-out?

目指す最終段階の形に到達する能力にバイインが与える潜在的影響を投資家が評価できるように多様な資料を提供しています。



[Click to view](#)

インサイトはLIBORの移行にも積極的な役割を果たしており、ポンド建てリスクフリー金利作業部会や国際スワップ・デリバティブ協会（ISDA）のLIBOR作業部会を含む多数の作業部会や委員会のメンバーでもあります。この活動には様々な意見公募への参加や、顧客による意見公募への参加を助けるための顧客との対話も含まれます。

将来を展望して - LDI市場に係る5つのテーマ

LDI市場に係る5つの重要なテーマがあると考えています。

- **RPI改革**：上述の通り、RPI改革は2020年の（或いはそれ以降も）重要な課題になるでしょう。当社はこのプロセスの一助となるべく、意見公募への回答の草案をコンサルタントや顧客に提供します。
- **ヘッジは引き続き増加**：過去10年間にヘッジポジションは3億ポンド前後から1.3兆ポンドに増加しました。パイアウト又は（追加拠出に依存しない）自己充足という年金プランが目指す最終段階の形を考慮すると、LDIヘッジは今後10年程で2兆ポンド前後に増える見込みです。
- **契約型資産の増加**：積立状況の改善と年金プランの成熟が進むにつれ、年金給付のためのキャッシュフローの創出に使われる契約型資産（キャッシュフローが契約で定められている資産）の需要が増えると考えています。英国の社債市場のキャパシティは限られているという単純な理由から、契約型資産の多くは海外から調達する必要があります。これは、非ポンド金利リスクと為替リスクの両方に対する追加的なヘッジニーズを生み出します。
- **インフレスワップの利用増加**：契約型資産は通常固定金利であり、年金債務はインフレに連動しているため、インフレヘッジに対するニーズも増えると思われます。その主な調達先となるのはインフレスワップ市場であると考えています。
- **バイインよりパイアウト**：
現在の年金バイインのトレンドが続くとは考えていません。バイインを実施すると、年金プランにはリスクリターンの点から見てより解決が困難な問題が残されることになります。また、年金プランは成熟するとともに益々流動性の課題にも直面します。過去10年間の主眼はLDIの利用により債務を安定させることでしたが、次の10年間は流動性、すなわちキャッシュフローの支払いかもれません。バイインは保有可能な最も流動性の低い資産です。

FIND OUT MORE

 @InsightInvestIM

 company/insight-investment

 www.insightinvestment.com

<投資信託に係るリスクについて>

投資信託は一般的に、株式、債券等様々な有価証券へ投資します。有価証券は市場環境、有価証券の発行会社の業績、金利の変動等により価格が変動するため、投資信託の基準価額も変動し、損失を被ることがあります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。そのため、投資信託は元本が保証されているものではありません。

又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

<投資信託に係る重要な事項について>

- 投資信託によっては、海外の証券取引所の休業日等に、取得、換金の申し込みの受付を行わない場合があります。
- 投資信託によっては、クローズド期間として、原則として換金が行えない期間が設けられていることや、1回の解約金額に制限が設けられている場合があります。
- 分配金の額は、投資信託の運用状況等により委託会社が決定するものであり、将来分配金の額が減額されることや、分配金が支払われないことがあります。

<投資信託に係る費用について>

投資信託では、一般的に以下のような手数料がかかります。手数料率はファンドによって異なり、下記以外の手数料がかかること、または、一部の手数料がかからない場合もあるため、詳細は各ファンドの販売会社へお問い合わせいただくか、各ファンドの投資信託説明書（交付目論見書）等をご覧ください。

- 申込時に直接ご負担いただく費用・・・申込手数料 上限3.5%（税抜）
- 換金時に直接ご負担いただく費用・・・信託財産留保額 上限0.70%
- 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・信託報酬 上限 年率1.87%（税抜）
- その他費用・・・上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。

※上記費用の総額につきましては、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

※上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、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、BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する夫々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、夫々の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に良く投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧ください。

重要事項

本情報提供資料は、インサイト・インベストメント・マネジメント（グローバル）リミテッドから2020年1月に提供された情報を基に、BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社が2020年4月に作成したものです。

当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘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思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNYメロン・インベストメント・マネジメント・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406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、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

