

2017年3月 今月のトピック

『外国債券(先進国)ファンド』

アナリスト 佐藤 明

2017年3月15日作成

外国債券（先進国）分類の内訳を整理し、市場環境と過去のリターンを概観して主要な分類ごとの特徴を確認する。

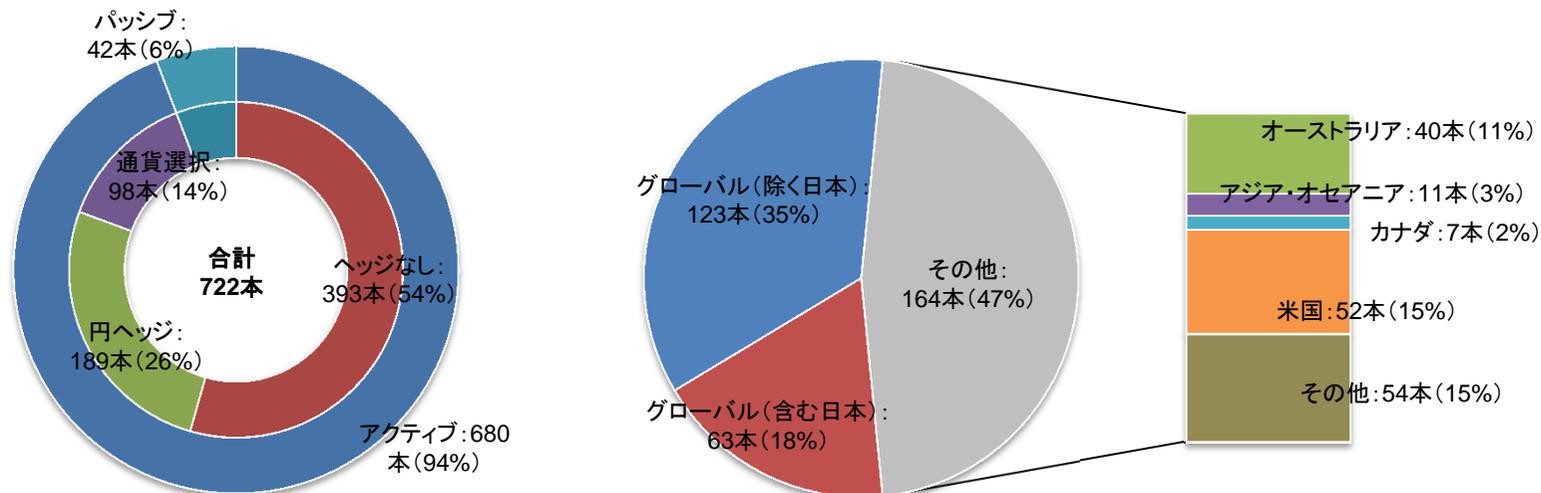
『ポイント』

- 外国債券（先進国）の分類別構成は、ファンド数・純資産額ともグローバル型が50%超、地域特化型が50%弱。地域特化型では高金利国が選好されており、トップはオーストラリアファンドである。
- 過去10年の外国債券（先進国）ファンドの市場環境は、極めて良好だったといえる。米国を中心に約30年間に亘り金利低下局面が続いたが、今後の金利低下余地は極めて限定的であり、投資環境の大幅な変化を意識する局面にあるといえる。
- 過去5年の分類別リターン・リスクに影響した要因を見ると、①通貨変動、②金利水準、③金利変化（低下幅）であったと推計される。既に超低金利環境下であったため、金利動向より為替変動がリターンの決定要因になった。

■外国債券(先進国)ファンドの市場構成(ファンド数)

- 弊社が「外国債券(先進国)」に分類する公販ファンド(ETF、DC・SMA専用を除く公募ファンド)のうち、単位型・限定追加型を除くファンドの数は2016年12月末時点で722本であった。このうち、アクティブファンドが全体の94%(680本)を占め、パッシブファンドは6%(42本)であった。なお、当分類には通常の債券ファンドに加えてハイブリッド証券ファンドやバンクローンファンドを含むが、ハイイールド債券ファンドは含めていない。
- 外国債券のパフォーマンスは通貨変動による影響が大きい。このため、通貨戦略(為替ヘッジ方針)別に分けてみると、「為替ヘッジなし」ファンドが393本で全体の54%、「円ヘッジ」ファンドが26%(189本)、2009年から2014年にかけて新規設定が盛んだった「通貨選択型」ファンドが14%(98本)となっている。
- 為替ヘッジなしファンドのうち、ハイブリッド証券ファンドやバンクローンファンドを除いた350本を投資地域別に見ると、グローバル型(除く日本+含む日本)が合計53%(196本)で最大であり、次が米国(15%、52本)、3番目はオーストラリア(11%、40本)となる。オーストラリアは主要先進国の中で相対的に金利水準の高い状況が続いていたため、インカム志向の顧客向けにファンド設定が多かったことを反映している。

図表：外国債券(先進国)に分類される公販ファンドの分類別ファンド数



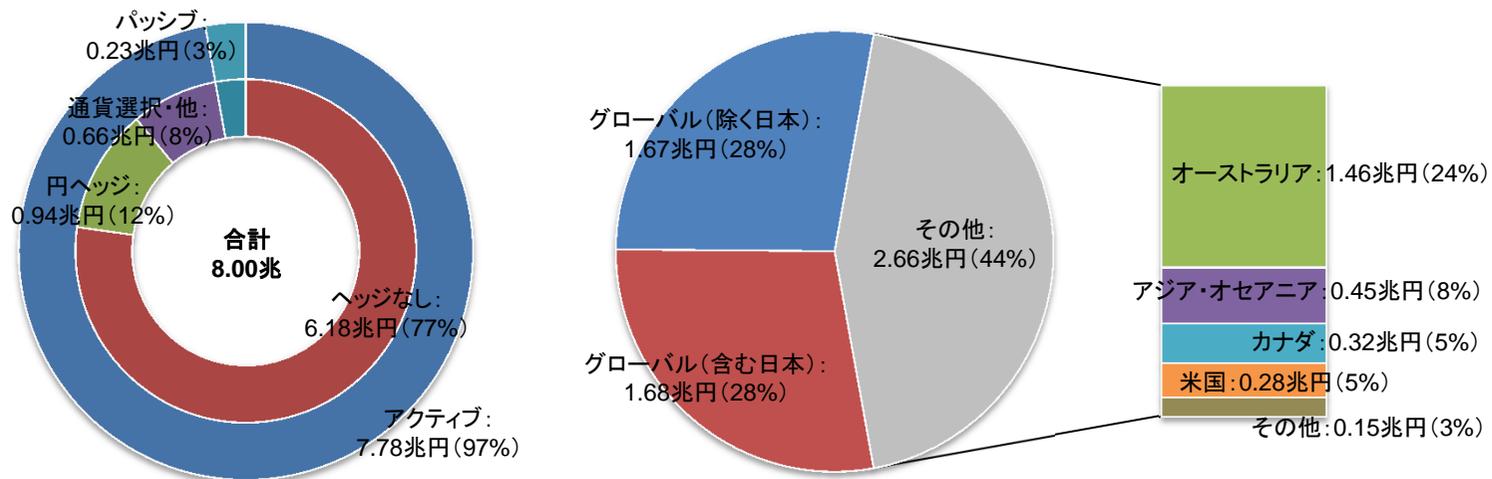
出所) 三菱アセット・ブレインズ

ヘッジなし債券計(バンクローン・ハイブリッド除く):350本

■外国債券(先進国)ファンドの市場構成(純資産額)

- 「外国債券(先進国)」(前頁と同区分)の2016年12月末の純資産総額は8.00兆円。このうち、アクティブファンドは97%(7.78兆円)、パッシブファンドは3%(2,300億円)。アクティブファンドは単独でパッシブファンド全体の純資産額である2,300億円を超えるファンドが7本あるが、パッシブファンドで500億円を超えるファンドは1本しかない。
- 通貨戦略別には、「為替ヘッジなし」ファンドが77%(6.18兆円)と前頁のファンド数(54%)より比率が高まり、「円ヘッジ」ファンドは12%(9,400億円)、「通貨選択型」ファンドは8%(6,600億円)となる。
- 為替ヘッジなしファンド(バンクローン・ハイブリッド除く)の投資地域別内訳は、グローバル型(除く日本+含む日本)が合計56%(3.35兆円)と半分以上を占める。グローバル型には投資地域として日本を含むものと含まないものの2種類があり、純資産残高はほぼ同程度であった。
- グローバル型以外の地域別内訳は、トップがオーストラリアの24%(1.46兆円)、2位はアジア・オセアニアの8%(4,500億円)、3位がカナダの5%(3,200億円)と相対的に金利水準の高い地域の金額が大きい。ファンド数で地域別ではトップだった米国は、金額ベースでは4位となっている。

図表：外国債券(先進国)に分類される公販ファンドの分類別純資産額

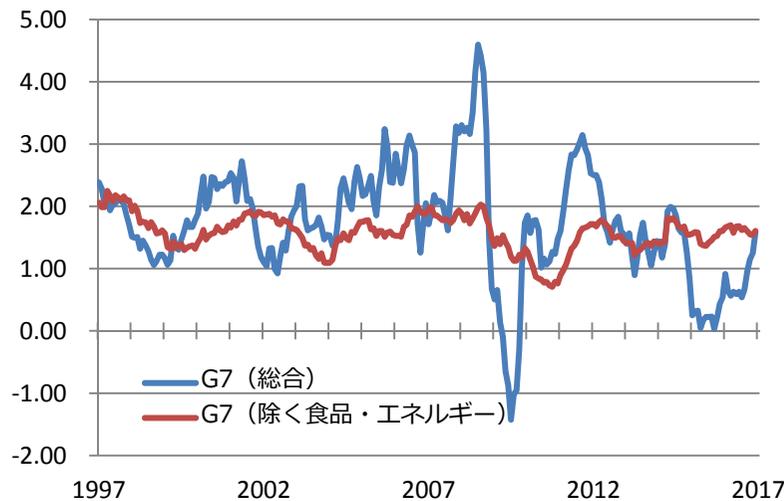


出所) 三菱アセット・ブレインズ

■債券市場の環境 ①（インフレーション、通貨、金利）

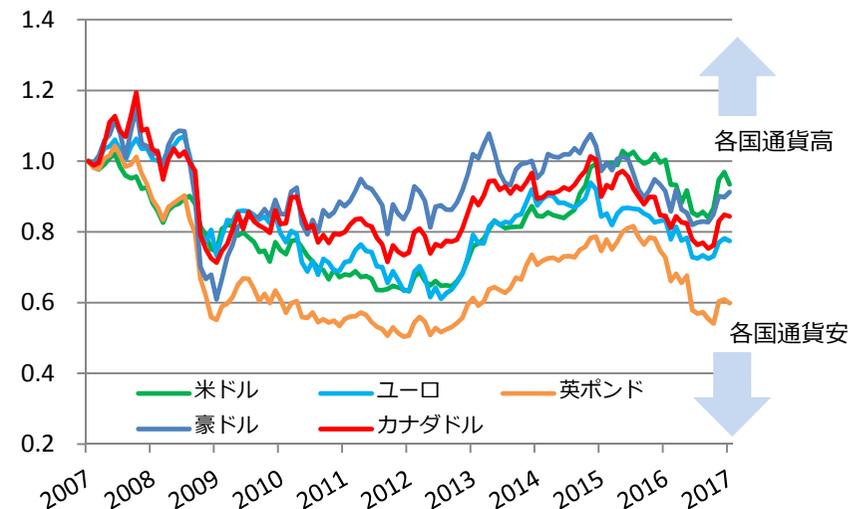
- 外国債券ファンドの価格変動に大きな影響を与えるインフレ、為替、金利の過去の動向を確認する。
- 過去20年のG7のインフレ率(CPI総合)は、エネルギー価格の急騰から2008年まで上昇していたが、その後のリーマンショックから2015年までは下落基調だった。ただしコアCPIは1.0%から2.0%の間で概ね安定的に推移した。
- 過去10年の主要通貨の対円での動きは、2007年から2012年半ばまでは総じて各国通貨安(円高)となり、外国債券ファンドのリターンにはマイナスの影響となった。2012年後半から2015年半ばまでは各国通貨高(円安)となり、2011年末を起点とした過去5年間では、米ドルが大幅高、ユーロ、英ポンド、カナダドルが上昇、豪ドルは強含み横ばいだった。
- 金利(次頁を参照)は各国とも低下基調が続いた。オーストラリアは資源国でもあるため2008年までは6%程度の水準が継続したが、その後は主要先進国同様に低下基調となった。
- 過去10年は外国債券ファンドにとって好環境であったが、今後は投資環境の大幅な変化を意識する局面が予想される。

図表：G7のインフレ率

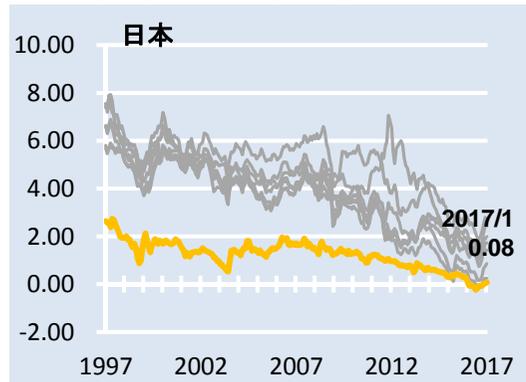


出所) OECD DATA

図表：主要通貨の対円レート推移（2007年1月＝1.0）

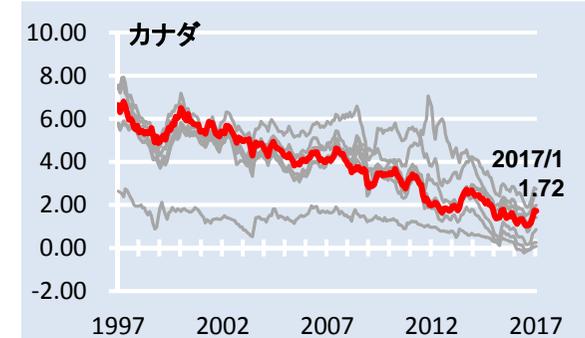
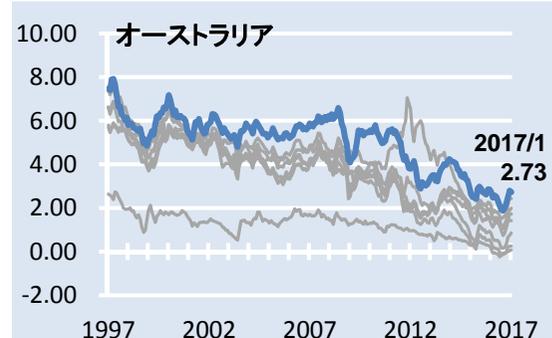
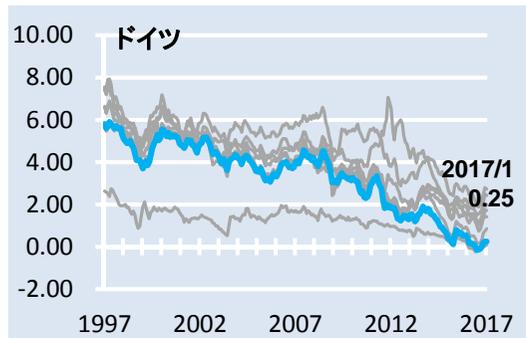
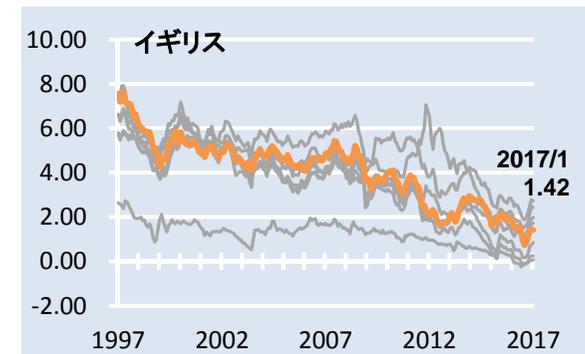
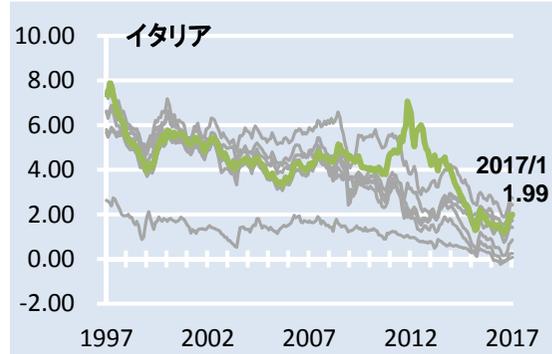
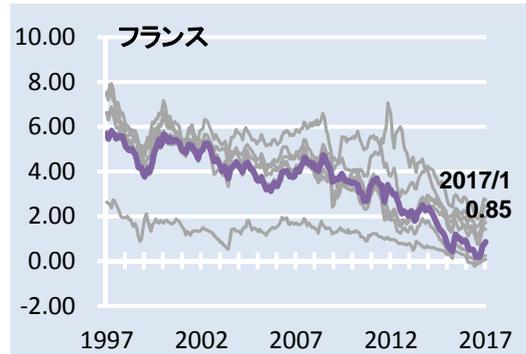


■債券市場の環境 ② (インフレーション、通貨、金利)



図表
主要国の長期金利
(10年国債利回り)

出所) OECD DATA



■ 分類別リスク・リターン ①

- 2016年12月末現在で3年以上の運用実績がある492ファンドのリターン(累積リターン)とリスク(年率)を分類別にまとめた。両者とも対象期間のファンド数の単純平均値を用いている。
- 同一分類でも対象期間によって含まれるファンドが異なるため、それぞれの期間でパフォーマンスの継続性はない。具体的には、過去5年では一般的なファンドが多かったが、過去3年では短期債中心で為替オーバーレイ戦略を組み合わせたファンド(ヘッジなしに分類)が増加している。

表：運用期間が3年以上あるファンド

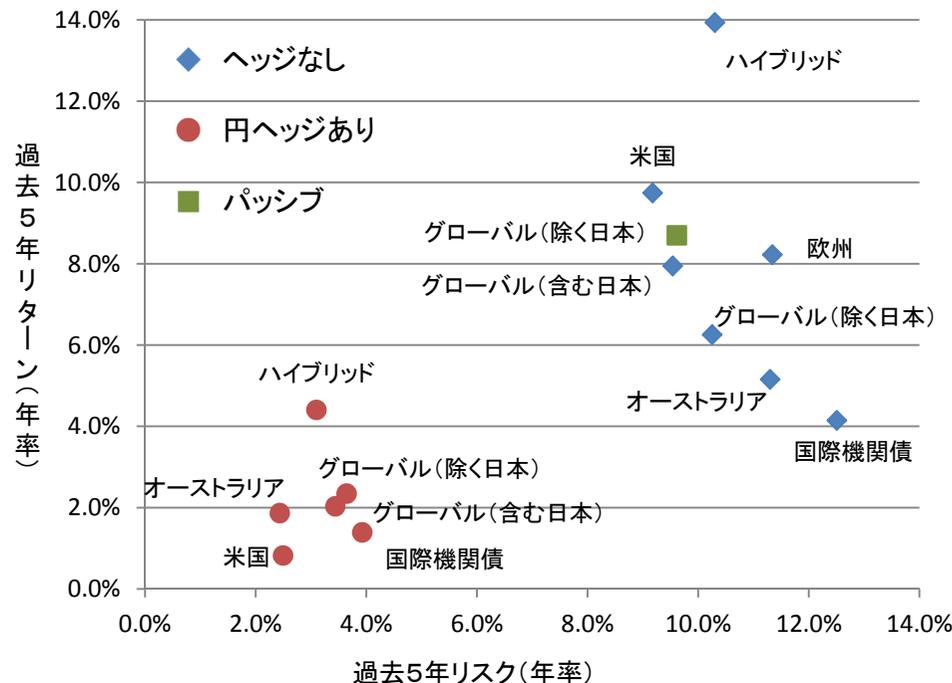
	ファンド数			累積リターン			リスク(年率)		
	過去3年	過去5年	過去10年	過去3年	過去5年	過去10年	過去3年	過去5年	過去10年
外国債券(先進国)	492	328	164	4.0%	38.3%	23.7%	8.6%	9.8%	10.5%
アクティブ	460	308	153	3.8%	37.6%	23.8%	8.7%	9.8%	10.5%
ヘッジなし	292	218	129	2.7%	39.9%	24.1%	9.4%	10.4%	11.5%
グローバル(含む日本)	42	30	17	7.7%	46.6%	23.7%	9.0%	9.5%	9.4%
グローバル(除く日本)	118	107	52	-0.8%	35.4%	20.8%	9.1%	10.3%	10.9%
オーストラリア	39	20	15	-0.8%	28.6%	43.2%	9.9%	11.3%	15.1%
欧州	20	20	20	-3.6%	48.4%	10.3%	9.5%	11.3%	13.0%
米国	35	20	19	15.8%	59.2%	30.0%	9.4%	9.2%	9.7%
その他	38	21	6	-	-	-	-	-	-
円・ヘッジ	97	44	22	5.2%	11.0%	20.5%	3.3%	3.3%	4.3%
グローバル(含む日本)	42	25	9	4.7%	10.6%	19.0%	3.3%	3.4%	2.9%
グローバル(除く日本)	17	8	6	8.1%	12.3%	28.7%	3.8%	3.6%	4.8%
オーストラリア	2	2	2	5.8%	9.7%	11.7%	2.6%	2.4%	2.6%
米国	18	4	3	2.8%	4.2%	14.8%	3.1%	2.5%	3.1%
その他	18	5	2	-	-	-	-	-	-
通貨選択型・その他	71	46	2	6.4%	52.5%	40.5%	12.9%	13.5%	11.6%
パッシブ	32	20	11	6.3%	49.5%	22.0%	7.9%	9.3%	10.5%
ヘッジなし	27	19	11	6.2%	51.5%	22.0%	8.7%	9.7%	10.5%
グローバル(除く日本)	20	16	8	5.2%	51.8%	21.9%	8.6%	9.6%	10.4%
欧州	1	1	1	-1.9%	56.4%	18.0%	9.3%	11.9%	13.3%
米国	2	1	1	16.2%	51.6%	31.0%	9.0%	8.8%	8.9%
その他	4	1	1	-	-	-	-	-	-
円・ヘッジ	5	1	0	7.3%	11.0%		3.5%	2.8%	
グローバル(除く日本)	3	0	0	9.6%			3.7%		
米国	2	1	0	3.8%	11.0%		3.2%	2.8%	

出所) 三菱アセット・ブレインズ

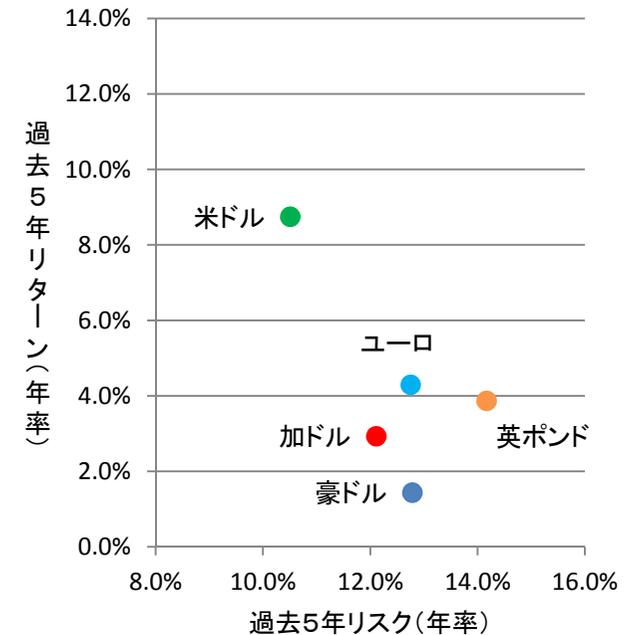
■ 分類別リスク・リターン ②

- 過去5年のリスク・リターンを分類別に比較すると、世界的に金利低下局面であったこと、為替が円安局面だったことから、全体的にリターンは好調だった。
- 通貨変動がリターンに与える影響が大きいことを反映し、リスク水準は対円での為替ヘッジの有無によって明確に分かれている。「ヘッジなし」ファンドのリスクは概ね10%～13%程度であり、「円ヘッジあり」ファンドでは2%～4%程度と半分以下の水準である。
- 「ヘッジなし」ファンドの投資地域分類別リスク・リターンは、概ね対象期間の通貨変動幅と連動している。
- 「円ヘッジあり」ファンドの過去5年の分類別リターンは、為替の影響をほとんど受けなため（ヘッジコスト等のみ）、金利の絶対水準（インカムゲイン）と金利低下幅（キャピタルゲイン）が決定要因となった。

図表：分類別リスク・リターン（過去5年）



図表：主要通貨の対円リスク・リターン（過去5年）



出所) 三菱アセット・ブレインズ

■ グローバル型ファンドのリターンとリスク

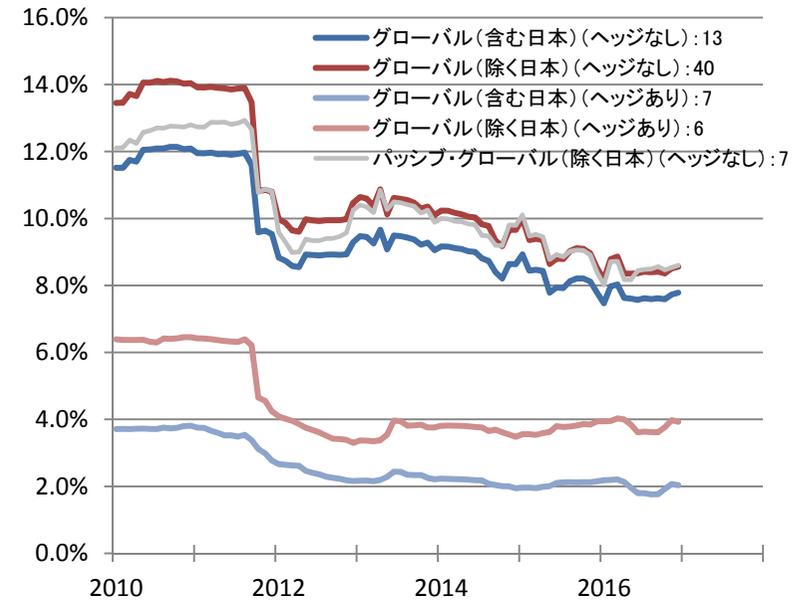
- 運用実績が10年以上あるファンドのリターンとリスク(過去3年、年率)の分類別平均値の推移を確認する(グラフ中の分類末尾の数字は対象となったファンド数)。
- グローバル型のパッシブファンドは7本で、ベンチマークは全て「Citi世界国債インデックス」である。このベンチマークの国別構成比は、「含む日本」の場合は米国が約30%、日本が約20%、欧州が約40%(主要国が各々6%~8%)となっており、「除く日本」では米国が約45%、欧州が約45%となっている。
- 「ヘッジなし」ファンドで「含む日本」と「除く日本」のリターンやリスクの差はそれほど大きくないが、相違の主因はポートフォリオに占める日本円部分である。
- 「円ヘッジあり」ファンドでは「含む日本」と「除く日本」で2010年以降にリターン格差が顕著になっているが、「含む日本」の分類に含まれる個別ファンドの要因が大きい(円キャッシュ比率の高い「ガリレオ」や、短期債に投資する「ノムラ・ボンド・インカム・オープン」のリターンが相対的に低かった)。

図表：過去10年の累積リターン (2006年12月 = 1.0)



出所) 三菱アセット・ブレインズ

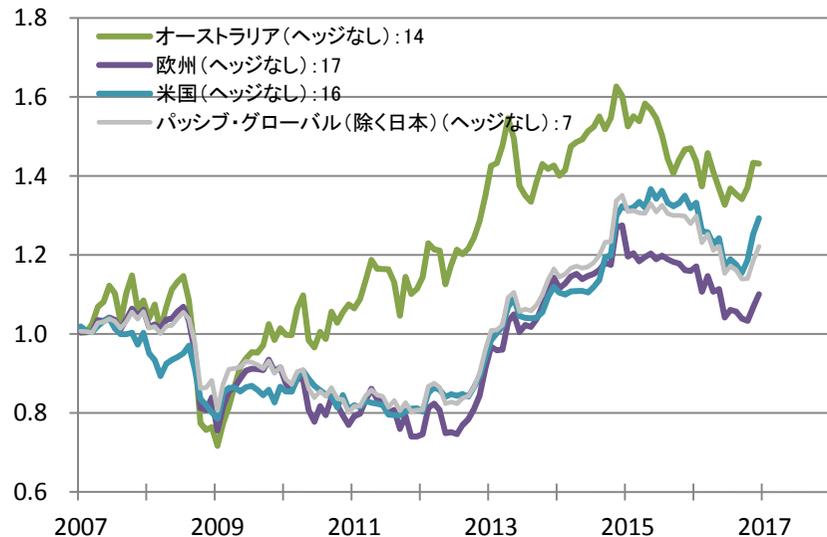
図表：過去3年リスクの推移 (年率)



■ 地域別ファンドのリターンとリスク

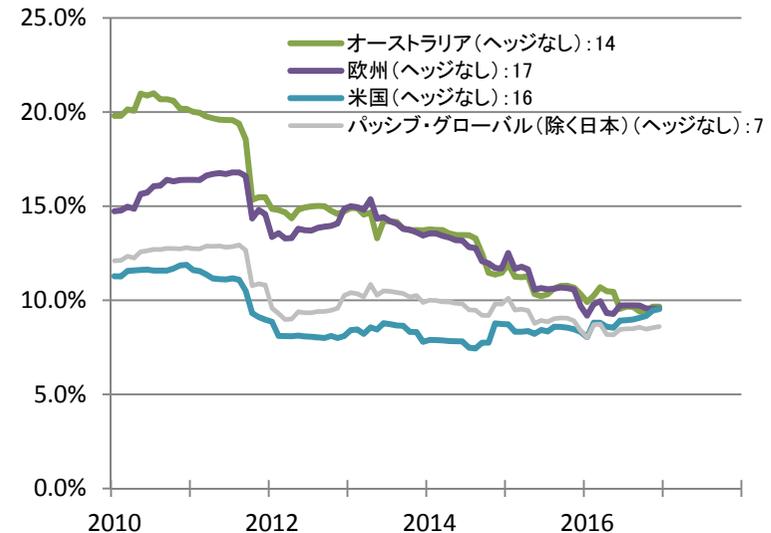
- 投資対象地域を特化しているファンドとグローバル型のパッシブファンドを比較すると、米国ファンドや欧州ファンドはグローバル型との差異があまり大きくない。これは、グローバル型のポートフォリオの5割程度は米国に投資するファンドが多いため、米国ファンドはグローバル型との差異が限定的である。
- 欧州もグローバル型でポートフォリオの4割程度を占めるファンドが多いため連動性は高くなるが、欧州内での国別の割合がファンドによって異なるため、米国ファンドより差異が出やすい傾向がある。
- 地域別分類で最も純資産額が大きいオーストラリアファンドは、米欧と違いグローバル型と明確に差異化できる投資対象地域である。資源国であることもあり相対的に金利水準の高い状況が続いていたため、過去10年リターンは最も高い。しかし、直近3年では豪ドル安の影響でリターンは低調となった。
- リスク面で注目されるのは、過去は対円での米ドルのボラティリティに対してユーロや豪ドルのボラティリティは高かったが、近年は同程度の水準に収束していること。今後は一律の金利低下基調が終焉する可能性があり、環境変化に対する備えも必要となろう。

図表：過去10年の累積リターン（2006年12月＝1.0）



出所) 三菱アセット・ブレインズ

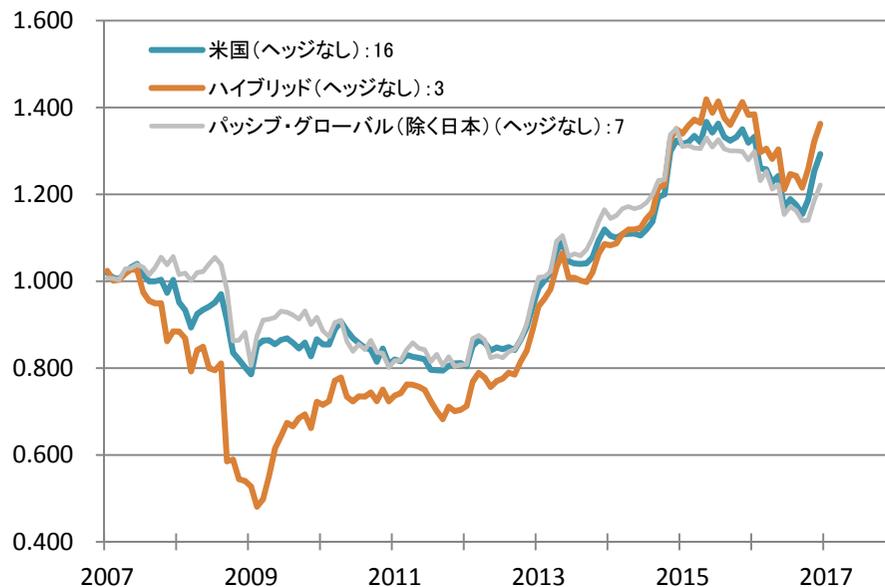
図表：過去3年リスク推移（年率）



■ハイブリッド証券ファンドのリターンとリスク

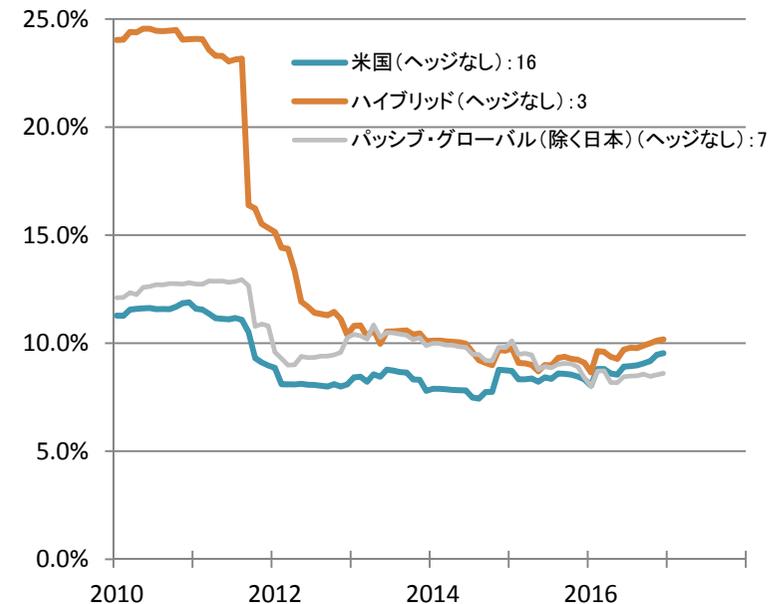
- 今回の区分のうちハイブリッド証券に特化したファンドで10年以上の運用実績があるのは3本だけであった。この3本は、全て米国のハイブリッド証券を投資対象とするファンドである。
- 米国ファンドとハイブリッド証券ファンドの過去10年のリターンを比較すると、ハイブリッド証券ファンドの方が若干高い。ハイブリッド証券ファンドは経済環境が悪かった前半5年間で大きく下落したが、経済環境が好転した後半5年間で大きく回復した。
- ハイブリッド証券は劣後債が中心のため信用リスクが高く(その分利回りも高い)、環境変化に伴うボラティリティは大きい。2010年以前のボラティリティは米国債券より米国株式の水準に近い。今回リターン計測の対象とした10年間は前半が金融危機、後半は超金融緩和と対照的な期間であり、結果として米国債ファンドとハイブリッド証券ファンドの10年間のリターン格差は小さなものに留まった。
- 当然のことながら、ハイブリッド証券ファンドは経済環境が良好な局面でのみ選好すべき資産であろう。

図表：過去10年の累積リターン（2006年12月＝1.0）



出所) 三菱アセット・ブレインズ

図表：過去3年リスク推移（年率）



- 本レポートに関する著作権、知的財産権等一切の権利は三菱アセット・ブレインズ株式会社(以下、MAB)に帰属し、許可なく複製、転載、引用することを禁じます。
- 本レポートは、MABが信頼できると判断した情報源から入手した本レポート作成基準日現在における情報をもとに作成しておりますが、当該情報の正確性を保証するものではありません。
- MABは、本レポートの利用に関連して発生した一切の損害について何らの責任も負いません。
- 本レポート中のグラフ・数値等は、あくまでも本レポート作成基準日までの過去の実績を示すものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 本レポートは、情報提供を目的としたものであり、投資信託の勧誘のために作成されたものではありません。
- MAB投信指数「MAB300」(以下、本指数)に関する著作権、知的財産権等一切の権利は三菱アセット・ブレインズ株式会社(以下、MAB)に帰属し、許可なく複製、転載、引用することを禁じます。また、本指数を商業的に利用する場合にはMABの利用許諾が必要です。

【照会先】

三菱アセット・ブレインズ株式会社

アナリストグループ

標(しめぎ)・佐藤・竹内・大野

03-6721-1039

analyst@mab.co.jp

〒107-0062

東京都港区南青山1丁目1番1号 新青山ビル西館8階

TEL:03-6721-1010 FAX:03-6721-1020

URL: <http://www.mab.jp/>

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第1085号

加入協会名 一般社団法人 日本投資顧問業協会