

フランクリン・templton・ジャパン

「独立性」と「独自性」に強みの運用体制を生かし 変動の激しい市場でアルファを狙う 「伝統的」債券戦略を提供

金利環境の目まぐるしい変化により債券運用の難易度が上がる中で、フランクリン・templton傘下の運用会社ブランディワイン・グローバル（以下、ブランディワイン社）が手掛ける、「グローバル・オポチュニスティック債券戦略」への注目度が高まっている。

一般的な債券運用におけるクレジットリスクのいわば「さじ加減」的な調整とは一線を画し、「真の分散」を追求する同戦略の運用哲学とは、どのようなものか。

プロダクト・スペシャリストの前田誠史郎氏と、機関投資家営業部長の川村学氏に聞いた。



商品戦略本部 プロダクト・スペシャリスト部
プロダクト・スペシャリスト
前田 誠史郎氏

利上げ効果が实体经济に波及し キャピタル収入狙える新環境に

各国中央銀行による相次ぐ急速な政策金利の引き上げ、為替ヘッジコストの上昇、そして景気後退観測に伴うクレジット投資への不安増大—2022年以降の市場環境の変化は、年金・機関投資家の債券運用に二重三重の試練を課すと同時に、戦略のさらなる高度化に向けた再考を促す機会をもたらした。

足元の不透明な金利環境とどのように向き合うべきなのか。フランクリン・templton・ジャパンのプロダクト・スペシャリスト部、前田誠史郎氏は「景気の減速が見込まれる今後のサイクルを見据え、クレジットリスクの深掘りを収益源泉に置いてきた従来の戦略観を見直すべきだとの考え方が広がってきています」と語る。

今後の金利動向を見通すうえで、「利上げ効果が实体经济に波及するタイミングが鍵になる」と前田氏は指摘する。目下、利上げの影響が発現しきっていない理由については、①コロナ禍の収束によるサービス分野での消費回復、②米地銀への流動性供給を目的としたFRBの一時的なバランス

シートの拡大、そして③米連邦政府による財政支出の拡大継続など「複合的な要因が重なった」と分析する。

米国債格付の引き下げを受けて財政支出の拡大にも限界があることが意識される中、「インフレも鈍化しつつあり、来年には景気悪化がより鮮明化するだろう」と前田氏は同社のビューを語った。そのうえで、金利低下見通しが強まれば「クーポン収入というインカムゲインだけでなく、デュレーションのアクティブな調整によってキャピタルゲインをも狙いやすくなり、債券投資の魅力はますます高まっていくでしょう」と話す。

長期にわたった低金利環境下では、ハイイールド債などを通じ積極的にクレジットリスクを取る機関投資家も増えた。ただし米欧の金利上昇や、企業のデフォルト率上昇の可能性がある中、「外債の部分でクレジットリスクをそれほど取らずとも、金利リスクをベースとした運用で予定利率を満たす運用は可能になりつつある」（前田氏）という。株式との分散効果という債券本来の目的を重視しつつ、アルファを狙うというニーズにも応える戦略として

多様な運用会社を傘下に抱え 世界で拡大を続けるフランクリン・templton

フランクリン・templtonは1947年創立。自社の運用部門を持ちながら、近年は他の運用会社の買収を積極的に進め、グループ全体としてマルチアセットを拡充し、専門性と多様性の両面で進化を遂げている。

今回紹介した「ブランディワイン・グローバル」の他にも、傘下には幅広く不動産投資戦略を提供する「クラリーオン・パートナーズ」、ファン

ド・オブ・ヘッジファンズの「K2アドバイザーズ」、プライベート・エクイティのセカンダリー投資「レキシントン・パートナーズ」、オルタナティブ・クレジットの「ベネフィット・ストリート・パートナーズ」「アルセントラ」など、多様な顔ぶれの運用会社が存在する。

グローバルで約150カ国に顧客を有し、オフィスを構える拠点は70以上、9000名超の従業員と1300名超

の運用プロフェッショナルが在籍し、グループ全体の運用総資産は約203兆円（1.4兆米ドル）を誇る（2023年6月末時点）。

日本法人のフランクリン・templton・ジャパンは1998年4月に設立、2023年6月末時点で62名が在籍し、グローバルの多種多様な運用プラットフォームの中から日本の機関投資家のニーズにマッチする戦略・ソリューションを届けている。

同社が提供するものが、ブランディワイン社が運用を手がける「グローバル・オポチュニスティック債券戦略」だ。

綿密なマクロ経済分析に立脚した デュレーション戦略に強み

1986年設立のブランディワイン社は、米国フィラデルフィアに本拠を構え、2023年6月末時点で約571億米ドル（約8.3兆円）の運用資産残高を有し、その約7割を債券運用が占めるアクティブマネジャー。債券のバリュエーション分析とグローバルなマクロ経済分析に立脚し、元本棄損の回

避を目指しながらもベンチマークの構成に過度にとらわれず、リターンが見込まれる国および通貨に積極的に投資を行うポートフォリオ運用を哲学に掲げている。

運用のキーパーソンが経営陣に参画し、運用の独立性を重視する組織風土を築いてきたことも、ブランディワイン社の特色だ。親会社であるフランクリン・templtonのグローバルにおけるスケールメリットを生かしながらも、創業来の運用哲学を貫き、運用手法や人材採用などにおいて独自の運営を継続している。

そんな同社の債券運用チームが1998年から手がける旗艦戦略「グローバル・オポチュニスティック債券戦略」は、主に先進国市場の国債と通貨に投資し、中長期でベンチマーク（FTSE世界国債インデックスまたはブルームバーグ・グローバル総合インデックス）に対して年率2%の超過収益実現を目指す。最大の特徴は、複数に分散したアルファ源泉の柱の1つとして位置付けられるデュレーション戦略にある。

「仮に金利上昇が見込まれる状況では、ベンチマークに縛られることなく

図1 修正デュレーションの推移

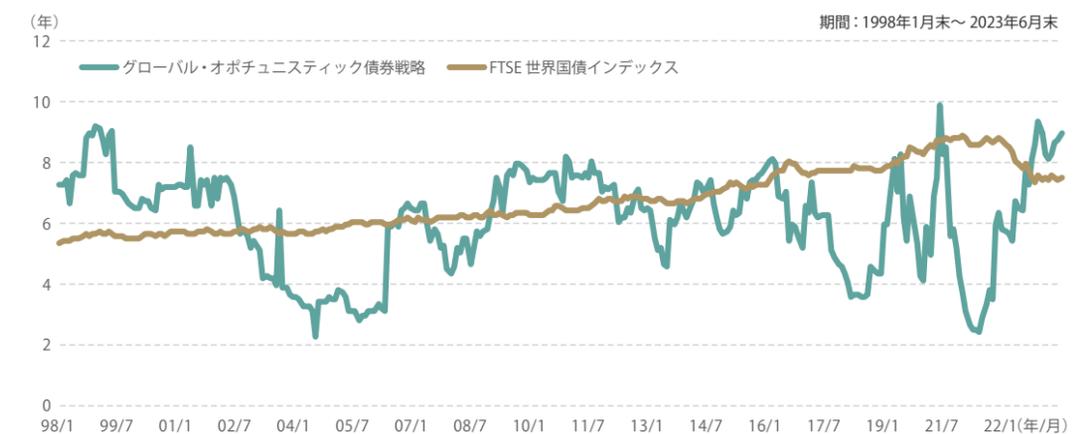
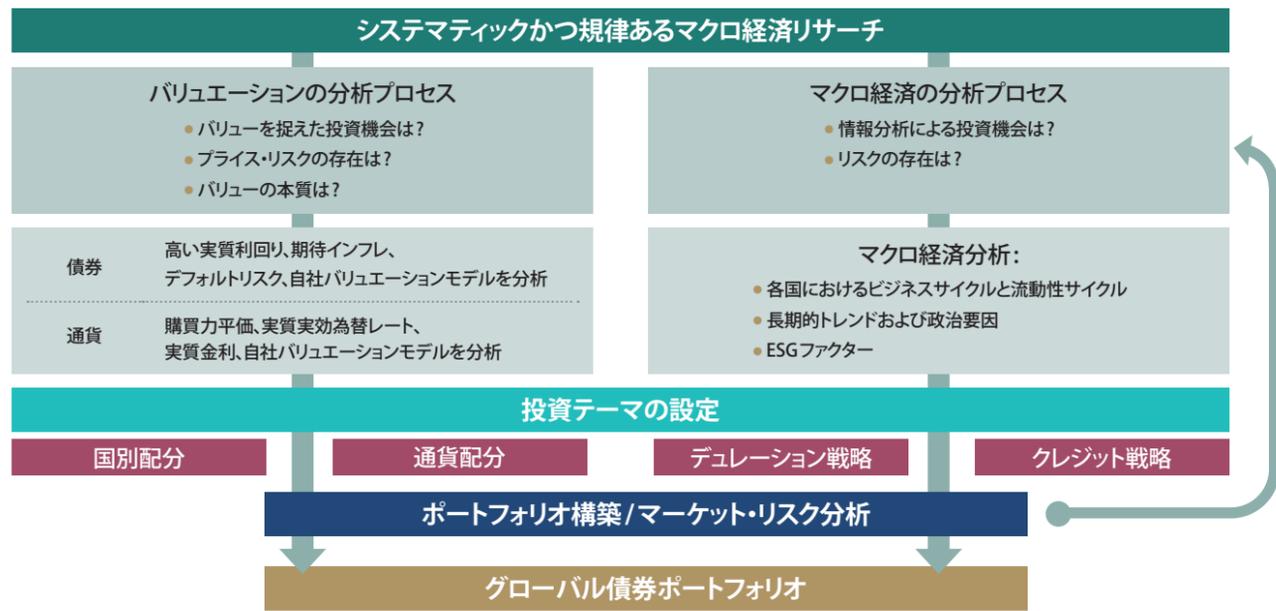


図2 運用プロセスの概略



思い切ってデュレーションを短期化することで、債券価格の下落の影響を最小限に抑えることができます。反対に金利低下が見込まれる場合にはデュレーションを伸ばすことで、価格上昇時に超過収益を狙います(図1)。(前田氏)。

バリュエーションとマクロ経済の両面からポートフォリオを構築

「グローバル・オポチュニスティック



営業本部長 兼 機関投資家営業部長
川村 学氏

ク債券戦略」の独自性はこれだけではない。特筆すべきは、ポートフォリオ構築のプロセスだ(図2)。

名目金利からインフレ率を引いた実質金利や、独自のバリュエーションモデルなどを用いて金利のバリュエーション分析を実施すると同時に、景気サイクルや中央銀行の政策対応を含むマクロ経済分析により市場のアンマリーが平均回帰するシナリオを予測。バリュエーション分析とマクロ経済分析の両面から投資テーマを設定し、ベンチマークの構成比率にとらわれず国別配分・通貨配分を決定してポートフォリオ構築につなげる。金利および通貨の値動きと実体経済が相互に影響し合うフィードバックサイクルを活用することで、超過収益の安定的な獲得を狙っている。

「常にクレジットリスクにベットすることで高い利回りを狙うことは容易ですが、スプレッド拡大局面において収益を一気に失うリスクがあることに

注意が必要です。その点、当戦略は平時からベンチマークに従って漫然とクレジットを持ち続けることはしません。スプレッド拡大局面とその後の縮小のタイミングを見極めて機動的にクレジットリスクを取りに行くことで、より少ないリスクでより高いリターンを得ることを狙っています」と前田氏は強調。クレジットはあくまで補助的なリターン源泉というわけだ。

ポートフォリオは最終的に担当者5人の合議制によって決定する。実質金利の高い国のデュレーションを选好し、確信度が高い場合にはファンダメンタルズの良好な新興国にも積極的に配分している。チームによる独立性の高い運用を継続してきた同戦略の運用実績(グロス、米ドルベース)を見ると、対ベンチマーク (FTSE 世界国債インデックス (米ドルベース)) 比は直近3年間で年率約5%、設定来でも同約3%と、目標水準を上回る超過収益を実現している(図3)。

基本理念を旗艦ファンドと共有し 米国債券特化型戦略の選択肢も

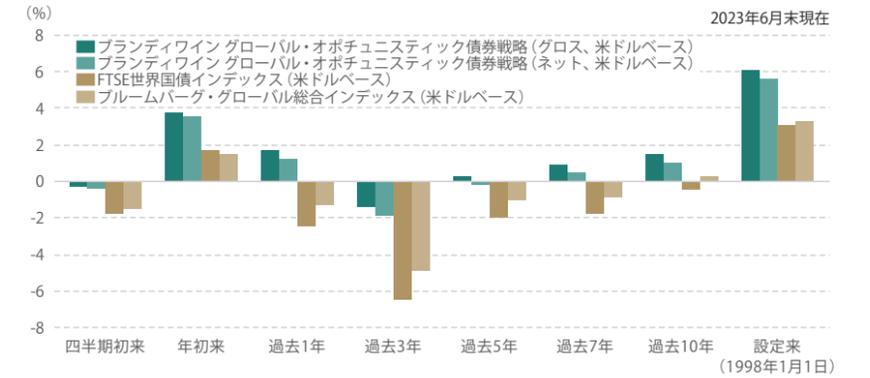
同戦略と共通の投資哲学・運用プロセスを採用しつつ、米ドル建て債券へのエクスポージャーに特化した「ブランドウィン米国債券戦略」もラインアップ。

営業本部長 兼 機関投資家営業部長の川村学氏は「先進国の中でも特に金利水準が高いのは米国であり、欧州のエクスポージャーを引き下げて米国の債券に重心を移したいという場合、有効な選択肢の1つとしてぜひご検討いただきたい戦略です」と語る。

年率リターン (2006年8月末～2023年3月末、グロス、米ドルベース)の実績を見ると、ハイイールド債券と遜色ない6%程度を実現している一方で、米国株式 (S&P500種指数) との相関はハイイールド債券が0.8近辺であるのに対し、同戦略は0.2以下となっている。

クレジットリスクを低く抑えることで、株式市場が下落するときに共倒れとなることを避け、債券本来の分散効果が発揮される戦略であることが同戦略の最大の強みと言えるだろう。

図3 コンポジット・パフォーマンス



出所：ブランドウィン・グローバル
※上記データは過去の実績であり、将来の運用成果等を予測あるいは保証するものではありません。
※グロスリターンは、運用報酬控除前、取引コスト控除後の数値です。ネットリターンは、全ての運用報酬や経費を控除後の数値です。期間が1年以上の場合は年率換算されており、すべての配当および利息、キャピタルゲインの再投資を前提としています。
※FTSE 世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLC により運営されている債券インデックスです。同指数は FTSE Fixed Income LLC の知的財産であり、指数に関するすべての権利は FTSE Fixed Income LLC が有しています。
※「Bloomberg」および「Bloomberg」の各インデックスは、Bloomberg Finance LP および、同インデックスの管理者である Bloomberg Index Services Limited (以下「BISL」) をはじめとする関連会社 (以下、総称して「ブルームバーク」) のサービスであり、フランクリン・テンプレトンによる特定の目的での使用のために使用許諾されています。ブルームバークはフランクリン・テンプレトンとは提携しておらず、また、フランクリン・テンプレトンが設定する商品に承認、支持、レビュー、推奨するものではありません。ブルームバークは、フランクリン・テンプレトンが設定する商品に関するいかなるデータもしくは情報の適時性、正確性、または完全性についても保証しません。

不確実性の時代の年金運用に 程度の差を超えた「真の分散」を

川村氏は先日、フィラデルフィアのブランドウィン社の本社を訪問して戦略担当の主要メンバーと対面し「運用の職人集団であることを実感し、日本の投資家の皆さまに自信を持っておすすめできるマネジャーであるとの確証を得てきた」という。たとえば外国債券運用で、複数のアクティブマネジャーを採用していたとしても、実際にはクレジットをオーバーウェイトする程度が多少違うとい

うだけで、運用手法・収益源泉が十分に分散されていないというケースが少なくないだろう。今回紹介した2つの戦略については「単なる程度の差を超えた異なる投資スタイルでありながら、マイナスのデュレーションをとるようなアンコンストレインド戦略でも、トレーディング主体のヘッジファンド的な運用手法でもありません。伝統的債券運用の範疇でこれまでよりも一歩進んだ真の分散をご検討される際、最も適した戦略と確信しています」と力をこめる。

- 当資料は、説明資料としてフランクリン・テンプレトン・ジャパン株式会社(以下「当社」)が作成した資料です。
- 当資料は、当社が各種データに基づいて作成したものです。その情報の確実性、完結性を保証するものではありません。
- 当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。また記載されている運用スタンス、目標等は、将来の成果を保証するものではありません。また予告なく変更されることがあります。
- この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部もしくは一部を複製し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。
- 運用資産は値動きのある証券(外国証券には為替リスクもあります)に投資しますので、組入証券の価格の下落や、組入証券の発行者の信用状況の悪化等の影響により、損失を被ることがあります。したがって、投資元本は保証されているものではなく、元本欠損が生ずることがあります。
- 運用資産の減少を含むリスクは、お客様に帰属します。過去の運用実績は将来の運用成果等を保証するものではありません。
- 投資顧問業務に係る報酬その他費用は運用状況等により変動しますので、契約締結前交付書面等の書面をご覧ください。
- 契約の締結にあたっては、契約締結前交付書面等の書面の内容を十分ご確認のうえご自身で判断ください。
- フランクリン・テンプレトン・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417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)はフランクリン・リソーンズ・インク傘下の資産運用会社です。

