



なぜ債券ETFはベンチマークを下回るのか？



マイク・リード
グローバル金融法人営業
ヘッド

2024年12月

「債券市場は、真のアクティブマネジャーにとって、一貫した超過収益を生み出す機会を提供しています」

ベンチマーク以下のリターンしか提供できないアクティブ・ファンドに投資を行うか？と問われれば、多くの人はそうしないと思いますが、これがパッシブ債券ETF（上場投資信託）の本質的な現実です。

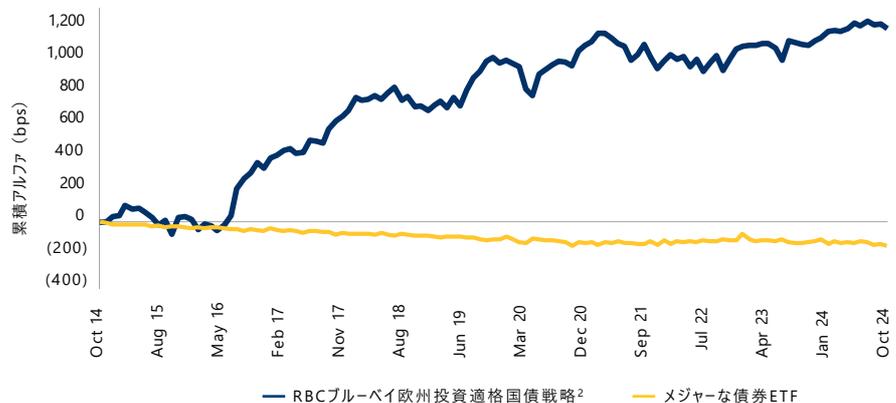
これらのファンドはベンチマークに連動していますが、手数料が存在するため、投資家にとっての実際のトータル・リターンはベンチマークを下回ります。株式と債券は異なることから、当社では債券に資金を投じる際に最善の解決策がETFであるとは考えていません。債券市場は、真のアクティブマネジャーにとっては多くの歪みを活かすことで報酬控除後の一貫した超過収益を生み出すこと（＝アウトパフォーム）が可能な市場だと考えています。

パッシブ債券ETFは手数料の存在により一貫してベンチマークを下回る

過去10年間で、ETFは米欧ともに急速に成長しました。2016年から2022年にかけてそのボリュームは年率+16%の勢いで増加し、投資信託の同+5%を上回りました¹。ETFは、1993年に個人投資家向けのパッシブ・ファンドの代替として米国で始まりましたが、現在これは世界的に広がっています。ETFは多くの資産クラスにわたって存在し、機関投資家にも広く採用されています。しかし当社では、ETFが債券投資における最良手段とは考えていません。

下図に示すように、過去10年間、RBCブルーベイの欧州投資適格国債戦略はベンチマークを上回るパフォーマンスを示していますが、有名なあるパッシブ債券ETFは報酬控除後でベンチマークを下回っています。当社のファンドは年率換算で+110bpsの超過収益（アルファ）を創出していますが、当該ETFは年率-14bps換算でベンチマークに出遅れています。

RBCブルーベイ欧州投資適格国債戦略の、一般的な債券ETFに対するアルファ創出



出所：ブルームバーグ、2024年10月31日時点、すべてのデータは手数料控除後です。

¹ Oliver Wyman

² RBC BlueBay IG Euro Gov Bond Fund I-EURシェアクラス- ISIN LU0549539178

なぜパッシブ債券ETFはベンチマークを下回るのか？

最初のETFは、大型株であるS&P500種指数に基づいたものでした。このような市場では、流動性が高くビッド/オファー・スプレッドが狭いため、ETFプロバイダーは非常に低コストでファンドを提供することができます。しかしながら、債券は同スプレッドがワイドで流動性が低いため、ETFプロバイダーは一般的に、投資家に対してより多くの費用負担を求めます。つまり取引コストと手数料によりパッシブ債券ETFがベンチマークを下回ることを意味しますが、これは流動性が低下するボラティルな時期により悪化する傾向があります。

債券市場は構造的に非効率

債券市場は主に「相対取引」(OTC)であり、一般に株式市場よりも効率性が劣ります。これはミスプライシングがより起きやすいことを意味し、同時にアクティブ・マネジャーにとっては投資機会に繋がります。情報の非効率性は債券市場の中にも存在します。株式インデックスの中では、1つの発行体は1つの銘柄に過ぎませんが、債券インデックスにおいては、一つの発行体が満期やクーポンの異なる複数の銘柄を有していることが多くあります。この中には、繰上償還の可能性や劣後条項、コベナンツプロテクションなどの評価の難しい異なる特性を持っていることがよくあります。こうした要素は、アクティブ運用に有用なアノマリーに繋がります。

パッシブ戦略は常にベンチマークを複製

これはつまり、パッシブETFではたとえファンダメンタルズが悪化しているとしても、その証券を保有し続けるということの意味です。信用格付けが引き下げられ、ベンチマークから除外されるまで売却しないということです。そして、すべてのETFが同時にその銘柄を売却することになり、最も下落した局面での売却に繋がる可能性があります。

株式は実質的には満期のない証券ですが、一般的な債券の満期は5年から7年です。したがって、債券インデックスの構成銘柄の回転率は株式インデックスの数倍です。株式インデックスは四半期ごとにリバランスされることが多く、年間の回転率は通常、インデックスの時価総額の1~2%³にすぎません。債券は満期に近づくベンチマークから外れるため、通常は毎年15%から20%⁴が入れ替わります。これはつまりアクティブ投資家が新発債の機会を活用できることを意味します。発行体は札割れという不名誉を避けるべく、一般的には既発債対比で割安な価格で新規債を発行します。アクティブ投資家は、この新発債に参加し、アルファを生み出すことができます。一方パッシブ投資家は、ベンチマークに組み入れられるまで新発債を購入しないことから、その時には往々にしてディスカウントは消失してしまいます。

アクティブETFは解決策足りえるか？

最近では、アクティブ・マネジャーの付加価値創出スキルとETFの低コストを組み合わせることを目的として、「アクティブETF」が開発されています。しかし、観測可能なパフォーマンスを見る限り、これが最終投資家に付加価値をもたらしている証拠はないと考えています。我々が取得可能なデータに拠れば、債券においてこれらのファンドの多くがベンチマークに極めて近い運用を行っており、「実質的な」アクティブ・リスクはほとんど取られていませんでした。

ETFの特徴

ETFの主要な特徴と、投資信託とどう違うのかを理解することは重要です。

税: 米国のETFは、投資信託に比べてキャピタル・ゲイン税の優遇措置を受けており、これが米国での人気の主要な原動力となっています。しかし、欧州の税制は異なっているため、この特徴は欧州の投資家にはメリットにはならないでしょう。

流動性: ETFは日中に取引が可能なため、ETF投資家は日中のボラティリティを利用することができます。しかしながら、長期的な視点の投資家にとっては、この日中の流動性は不要であり、実体として他の投資家の利便性に対してコストを払っていることとなります。ETFプロバイダーは、日々注文をバランスさせて組成・清算する必要があり、これによりETFを保有する投資家は取引コストを負担しています。

インデックス構成: 株式市場におけるメソッドとしては、一般的にもっとも大きな株式資本を持つ企業に最大の構成ウェイトが与えられます。一方債券では、最大のウェイトを与えられるのは、最も負債水準が高い発行体です。したがって、パッシブ債券ETFの投資家は、社債で言えば最も負債の多い企業のエクスポージャーを持つわけです。これらの企業には、格下げやデフォルトのリスクもあります。

責任投資: パッシブETFはベンチマークのすべての発行体に投資するため、ESG基準に基づいて区別することはありません。その結果、ESGスコアが低い企業へのエクスポージャーが生じるため、全体的なESGスコアも低下することとなります。多くの投資適格級のパッシブETFはEUのサステナブルファイナンス開示規則

(SFDR)の第6条に分類されますが、当社の欧州投資適格国債戦略はSFDR第8条に分類されます。一部の投資家は、SFDR第6条ファンドに配分可能な割合に制限がありますが、パッシブETFに投資することで、この配分枠を使ってしまう。RBCブルーベイでは、フォワードルッキングと定性面に重点を置いて、責任投資の分析をクレジット評価に統合しています。

アクティブETFの実際のリターンは、恒常的にアウトパフォームをしている証拠を示すものではないと考えており、報酬控除後ではベンチマークを下回る可能性もあります。アクティブETFは、追加の取引コストや管理コストがかかることで手数料が高くなるからです。

まとめ

債券の領域においては、アクティブ債券マネジャーが報酬控除後もアウトパフォームが可能である一方、パッシブETFは恒常的に報酬控除後のベンチマークを下回ってしまう、というこの市場の特性をご紹介しました。

また、「真にアクティブな」マネジャーを選ぶことも重要であり、当社は、顧客の利益のためにこれらの投資機会を活用できる機動性と厳格な投資プロセスを保持しています。

ディスクレーム

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ヘッジ戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay
Asset Management