

## TOPIC

### デンマーク・カバード債券の外国国債 ポートフォリオへの組入効果について

#### 目次

- ◎TOPIC
  - >デンマーク・カバード債券の外国国債ポートフォリオへの組入効果について
- ◎ちょっと一息
  - >食べるは、幸せ
- ◎プロダクト情報
  - >日本株式アクティブ・バリュ

前号「T&D EYES Vol.29」のプロダクト情報では、当社が2016年6月以降、私募投信の委託者として取り扱っているデンマーク・カバード債券(以下、「カバード債」)を主対象とする商品を、年金向けにも提供することを検討しているとお話しました。

また、その魅力について、相対的に高い信用力(平均信用格付はAAA)で、相対的に高い利回りであることから、マイナス金利の環境下、高い利回りは欲しいが、信用リスクや為替変動リスクは抑えたいというニーズに対応した商品であると同時に、デンマークは金融政策において為替をユーロにペッグ(連動)させているため「カバード債はユーロ圏主要国国債との相関が高く、これらの債券の代替として利回り向上への寄与も期待できるもの」ということをお話しました。

今号では、外国国債ポートフォリオにカバード債を組み入れた場合、どの程度効果があるのか、確認してみたいと思います。試算の前提とする期待利回りは2019年3月末時点、リスクや相関は、2019年3月末までの過去5年(2009年4月～2019年3月)、10年(2014年4月～2019年3月)の期間としています。(表中、「WGBI」は、FTSE世界国債インデックス(除く日本円ヘッジ・円ベース。)

期待利回り 2019年3月末時点

	WGBI (除く日本)	ドイツ	フランス	ユーロ圏	デンマーク・ カバード債
期待利回り	0.32%	0.28%	0.82%	1.30%	1.64%
修正デュレーション	7.3年	7.8年	8.3年	7.8年	2.8年

実績リターン・リスク(過去10年)

	WGBI (除く日本)	ドイツ	フランス	ユーロ圏	デンマーク・ カバード債
リターン(年率)	2.77%	3.21%	3.86%	3.92%	5.19%
リスク(年率)	3.35%	4.07%	4.43%	4.08%	2.88%
リターン/リスク	0.83	0.79	0.87	0.96	1.81
最大ドローダウン	-5.66%	-6.38%	-6.59%	-6.28%	-3.48%

実績リターン・リスク(過去5年)

	WGBI (除く日本)	ドイツ	フランス	ユーロ圏	デンマーク・ カバード債
リターン(年率)	2.24%	2.86%	3.45%	3.43%	4.31%
リスク(年率)	3.35%	3.65%	4.10%	3.84%	2.54%
リターン/リスク	0.67	0.78	0.84	0.89	1.70
最大ドローダウン	-5.66%	-4.96%	-6.43%	-5.49%	-3.48%

相関(過去10年)

	WGBI (除く日本)	ドイツ	フランス	ユーロ圏	デンマーク・ カバード債
WGBI (除く日本)	1				
ドイツ	0.86	1			
フランス	0.88	0.91	1		
ユーロ圏	0.87	0.74	0.85	1	
デンマーク・ カバード債	0.72	0.72	0.71	0.68	1

相関(過去5年)

	WGBI (除く日本)	ドイツ	フランス	ユーロ圏	デンマーク・ カバード債
WGBI (除く日本)	1				
ドイツ	0.89	1			
フランス	0.90	0.93	1		
ユーロ圏	0.89	0.85	0.93	1	
デンマーク・ カバード債	0.67	0.67	0.69	0.70	1

・全て円ヘッジベース

・デンマーク・カバード債以外の債券は、FTSE 世界国債インデックス(除く日本、円ヘッジ・円ベース)。デンマーク・カバード債については、ダンスケ・デンマーク・コラブル・モーゲージ指数。

・期待利回りは、ロールダウン利回りを含む。デンマーク・カバード債についてはスカンジナビスカ・エンスキルダ・バンケン(以下、SEB)の期限前償還予測モデルに基づく。

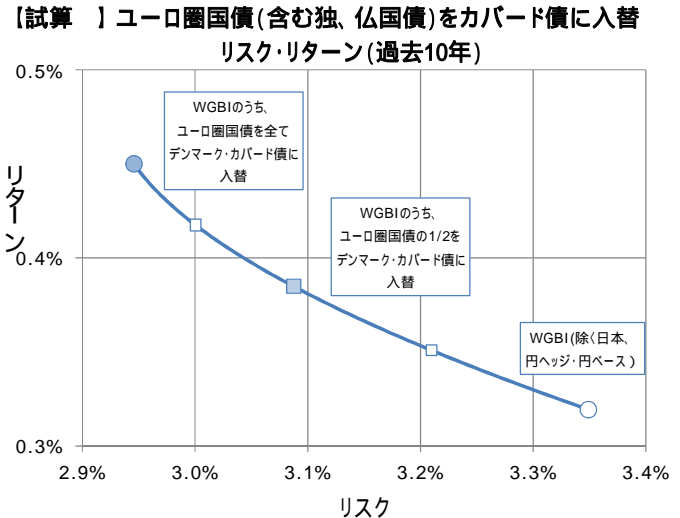
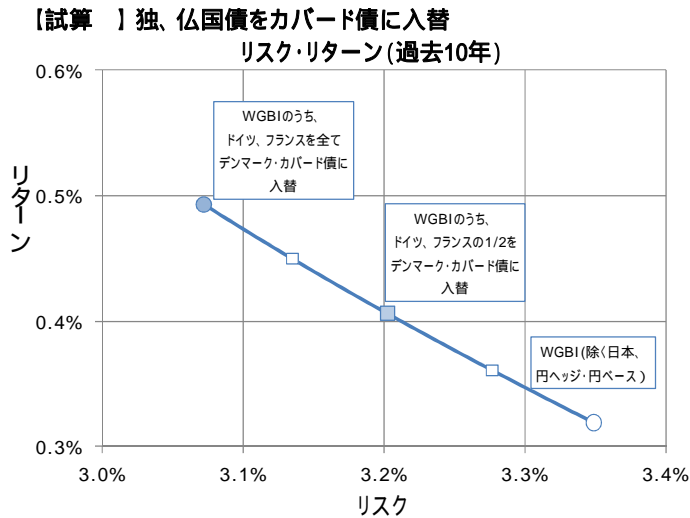
(出所) FTSE Fixed Income LLC、ブルームバーグ、SEBのデータに基づきUBPインベストメンツ、当社が作成

上記のデータ詳細はP2においても同様です。

#### お問合せ先

T&Dアセットマネジメント(株)  
☎03-6722-4801(代)  
<https://www.tdasasset.co.jp/>

FTSE世界国債インデックスに対し、ユーロ圏の国債の代わりにカバード債を組み入れることによって、以下のグラフの通り、期待リターンは高まり、リスクは減少します。(下図は、過去10年のリスク、相関によるものですが、過去5年においても大差はありません。)



足許、ユーロ主要国同様に金利低下が進み、カバード債の期待リターンもヘッジ後1.6%台に下がってきてはいますが、依然としてリスク対比で十分なリターンが見込めるうえに、ユーロ圏主要国国債への優位性は変わらず、これらへの代替効果も優れたものと言えると思います。

執行役員 運用部門担当 運用統括部長 温泉 裕一

## ちょっと一息



### 食べるは、幸せ

人にはそれぞれの好みや癖があると思うのですが、私は昔から料理を題材にしたテレビ番組や漫画を気がついたら見てしまうという習性がある様です。好きなテレビドラマや映画を挙げると言われると、王様のレストラン、ランチの女王、南極料理人、天皇の料理番、孤独のグルメ...と料理をテーマにした作品が上位に挙がってきます。人生色々あるけど食事をした時に登場人物たちが見せる笑顔や、料理人のプロフェッショナリズムに魅了されるのだと思います。

最近のちょっとした楽しみが、お気に入りの漫画の『きのう何食べた?』がテレビドラマ化されたことです。聞くと肩の力が抜けるようなタイトルの漫画ですが、土曜日の昼下がりにダラダラと読めるほのぼのした雰囲気が気に入っています。そのような雰囲気に加え、本作品の魅力は、料理の手順が詳細に書いてあり、さらにそれが麵つゆなど普段使いやすい調味料を使って肩肘を張らないレシピとなっているところにあります。

これなら作れるのではないかと思える料理方法が紹介されているため、我が家の定番メニュー入りした料理もいくつかあります。例えば、明太子サワークリームディップは、サワークリームに明太子をほぐして混ぜ合わせただけの簡単メニューですが、バケットに塗って食べるとちょっとしたおつまみになりますし、友人が遊びにきた時もそっと添えても彩り鮮やかで好評を得られる一品です。また、鮭とごぼうの炊き込みご飯ではスーパーで売られている鮭の切り身をそのまま炊飯器にゴボウや舞茸と一緒にに入れて炊き込むという、読みながら「これはおいしいそうだし、作れそう!」と思える方法が紹介されています。

『孤独のグルメ』を見ると、なんだか今日はおいしいものを食べに行きたいなぁという気持ちにさせてくれますが、『きのう何食べた?』は、何か今日はごはん作ろっかなぁと思わせてくれるので胃にも家計にも優しい一冊です。



株式運用部 渡辺 晋司

### 【使用インデックスについて】

- ・FTSE世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLCにより運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。
- ・当資料中に引用した各インデックス(指数)の商標、著作権、知的財産権およびその他一切の権利は各インデックスの算出元に帰属します。また各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

## プロダクト情報

### 日本株式 アクティブ・バリュー



#### 【長期にわたる良好なトラックレコード】

当運用戦略は1996年に投資信託として運用が開始され、2001年以降は海外年金のお客様にも商品提供がされており、『株式市場の期待値の低い銘柄に投資する』という一貫した投資哲学のもと長期にわたるトラックレコードを有しています。

#### 【中小型にフォーカスしたリサーチの実践】

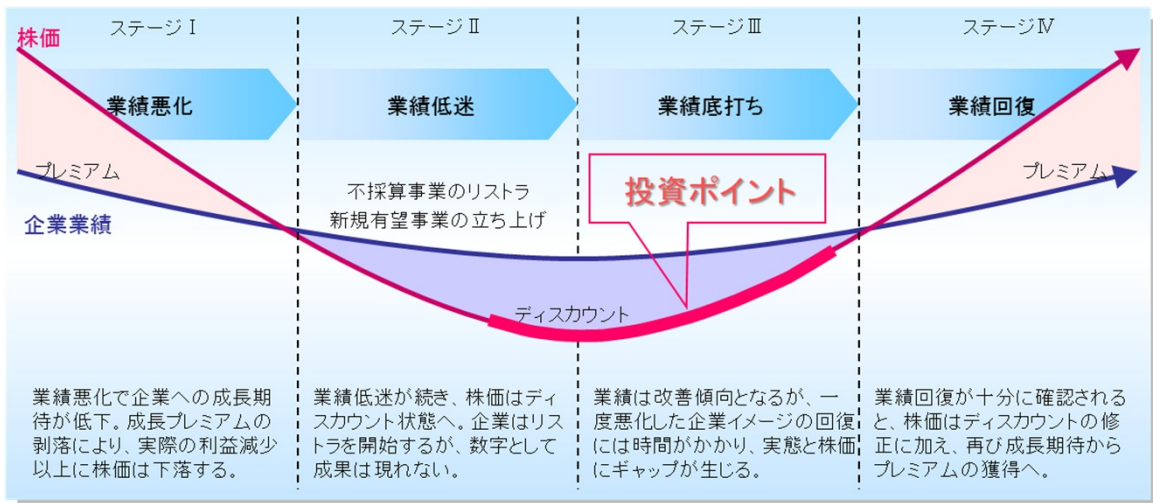
当運用戦略は、セルサイドアナリスト等のフォローが少ないこと等から情報伝播のスピードが遅く、また業績好転などの事実が見落とされる傾向がある中小型銘柄にフォーカスしてリサーチを実施しています。相対的に株価形成の非効率性が高い投資対象(中小型銘柄)に調査に関わる資源を集中させることで、実効性の高い銘柄発掘が可能となる体制を構築しています。

#### 【期待値の低い企業への投資による効率的なアプローチの採用】

一般に、低成長・低収益企業に対する市場の期待値は低く、収益力や資産価値に比べてディスカウントされた株価で取引されています。当運用戦略はこれら『期待値の低い企業』の中から、特に既存事業の構造転換等により収益力が高まりつつある企業に積極的に投資します。『期待値の低い企業』は、過去の低成長・低収益が織り込まれているため株価下落リスクが限定的である一方、業績が改善に向かう場合、ディスカウントの修正、更にはプレミアムの獲得により高リターンの実現が可能と考えます。

企業業績の悪化から回復までを、4つのステージに分け典型的に示したものが下図ですが、当運用戦略の主な投資対象は、この図の赤い太線、つまり<ステージⅡ>業績低迷期後半から<ステージⅢ>業績底打ち期の企業です。

こういった企業の業績は底打ちに転じ改善の兆しが見られるものの、それ以前の業績低迷期に形成された低成長・低収益の企業イメージのため、株価は大幅なディスカウントとなっています。当運用チームは独自の調査分析に基づき業績モメンタムの転換点を把握し、期待値が低くかつ将来的な業績改善の確信度の高い企業に対し、積極的な投資を行います。



以上の3点が当運用戦略の強みとなります。今後におきましても、長期にわたり続けてきた『期待値の低い企業への投資による効率的なアプローチの採用』を継続することで、良好なパフォーマンスを獲得できるものと考えています。

株式運用部 永濱 靖詞

#### 【ご留意事項】

本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、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、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。

## リスク情報

### (1) 国内株式

発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動して、投資元本を割込むことがあります。流動性の低い銘柄においては、流動性の高い銘柄に比べて株価の変動率が大きく、売買に支障をきたす可能性があります。発行者が民事再生手続や破産等になった場合、投資元本を大幅に下回り、全額を回収できなくなることがあります。

### (2) 外国株式

前述した国内株式に関するリスクに加えて、外国為替市場の変動により、投資元本を割込むことがあります。発行者が主に外国で企業活動を行っており、外国の証券取引所(または店頭市場)に上場されていることから、各国における政治・経済・社会情勢の変動等により、企業業績の悪化、株式の売買が制限される等、売買や受渡等が不能になる場合があります。また、通貨不安の発生により、大幅な為替変動が起こり、円への交換が制限される、あるいはできなくなる場合があります。そのほか外貨建株式の取扱いは、それぞれの外国の売買制度や課税制度等に準じますが、これら制度等の変更が行われる場合があります。

### (3) 国内債券

債券の価格は金利の変動等により上下しますので、償還前に売却する場合には、投資元本を割込むことがあります。また発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割込むことがあります。

### (4) 外貨建債券

前述した国内債券に関するリスクに加えて、外国為替市場の変動により投資元本を日本円で受取る場合、投資元本を割込むことがあります。外国の政府や企業が発行者となる場合、国内債券と同様に信用リスクがあります。外国における政治・経済・社会情勢の変動等により、売買が制限される等、売買や受渡等が不能になる場合があります。また通貨不安が発生して、大幅な為替変動が起こり、円への交換が制限される、あるいはできなくなる場合があります。そのほか外貨建債券の取扱いは、それぞれの外国の売買制度や課税制度等に準じますが、これら制度等の変更が行われる場合があります。

### (5) 国内新株予約権付社債

国内新株予約権付社債の価格は、発行会社等の株式の価格変動や金利変動の影響、あるいは発行会社等の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により上下しますので、投資元本を割込むことがあります。流動性の低い銘柄においては、流動性の高い銘柄に比べて価格の変動率が大きく、売買に支障をきたす可能性があります。

発行会社等が民事再生手続や破産、あるいは債務不履行等になった場合、利払いが行われなくなる・全額が償還されなくなることがあります。また、投資元本を大幅に下回り、全額を回収できなくなることがあります。新株予約権の行使期間には制限があります。

### (6) 投資信託

組入れた有価証券の価格変動により基準価額が変化し、投資元本を割込むことがあります。また組入れた有価証券の発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により投資元本を割込むことがあります。外貨建の有価証券を組入れる場合には、これらのリスクに加え外国為替市場の変動により、投資元本を割込むことがあります。なおクローズド期間中は換金ができないよう設定されています。

### (7) 先物・オプション取引

対象とする原資産等の変動により価格が上下しますので、これにより差損が生じることがあります。またオプション取引の場合、オプションを行使できる期間が限定されています。

### (8) 保険を投資対象とする証券等

再保険契約などの保険を投資対象とする証券、デリバティブ等の価格は、自然災害に関わる損害などの損害保険の契約対象の状況等により上下しますので、投資元本を割込むことがあります。

## お客様にご負担いただく費用等について

### 投資信託に係る費用等について

#### ◆ 投資者が直接的に負担する費用: 購入時手数料・・・上限 4.32%(税込)

信託財産留保額・・・上限 解約金額・償還金額の1.50%または1口(設定時1口1万円)あたり160円

投資者が信託財産で間接的に負担する費用: 運用管理費用(信託報酬)・・・上限 年1.998%(税込)

その他費用・手数料: 上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。

投資信託証券を組み入れる場合には、間接的にご負担いただく費用として、当該投資信託の資産から支払われる運用報酬、投資資産の取引費用等が発生します。これらの間接的な費用のご負担額に関しては、その時々各投資信託証券の組入比率や取引内容等により金額が変動しますので、予めその料率、上限額等を具体的に示すことができません。

当該手数料等の合計額については、投資者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、T&Dアセットマネジメントが運用するすべての投資信託のうち、徴収する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。詳しくは投資信託説明書(交付目論見書)でご確認ください。

### 投資一任契約、投資顧問契約に係る報酬等について

(1) 投資一任契約、投資顧問契約に係る報酬額は、下記 または と の組合せにより、お客様との協議に基づいて決定させていただきます。

#### 定率報酬型

お客様の契約資産額に、一定の料率を乗じて算出します。料率は2.0%(年率、税抜)を上限とし、契約資産額や運用手法、サービス内容等の事情に鑑み、個別協議により報酬額を決定させていただきます。

#### 成功報酬型

成功報酬の割合については、予め取り決めたベンチマーク等を超過した収益部分の20%(年率、税抜)を上限とし、お客様の契約資産額や運用手法、サービス内容等の事情に鑑み、個別協議により決定させていただきます。

(2) その他証券取引に伴う手数料、有価証券売買時に売買委託手数料、外貨建資産の保管等に要する費用、等。(その他の費用については、運用状況等により変動するものであり、事前に料率、上限額等を示すことができません。)

(3) 報酬額には消費税相当額が上乗せされます。

(4) その他契約資産において株式等を保有している場合には、配当金等に対して、源泉税等がかかります。

投資一任契約締結後、運用資産に投資信託受益証券等を組入れる場合には、当該投資信託受益証券等の購入・保持にかかる信託報酬・手数料・管理費用・税金等はお客様のご負担となります。

上記で組入れた受益証券等に係る財産が他の投資信託受益権等に出資され、または拠出される場合にかかる費用については、投資対象が多岐にわたり、条件等も異なること、また随時投資対象が変更されることから、購入・保持にかかる信託報酬・手数料・管理費用・税金等については、予め明示できません。