

FIXED INCOME

銘柄選択が生み出すアルファの効果

2026年3月 | BENOIT ANNE

概要

債券リターンにおけるアルファの役割は今後増すものと予想しています。債券リターンは2026年もベータに支えられる見込みです。しかし、ベータリターンはもはや特別なものではありません。このような環境下では、銘柄選択によるアルファの魅力が特に高まるものと思われます。銘柄選択はスタイル分散効果をもたらし、他のアルファ源泉と比較しても高い超過リターンをもたらす可能性が高いと我々は考えます。

執筆者

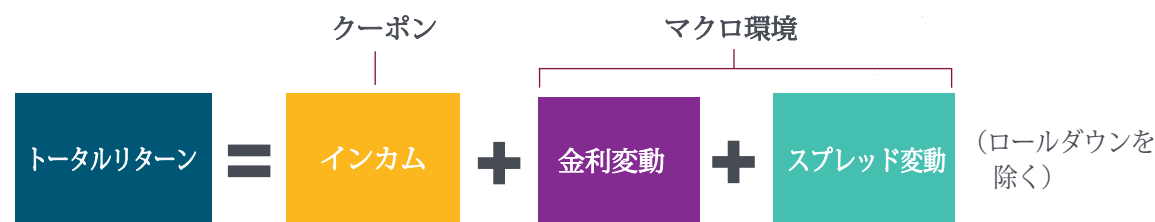


BENOIT ANNE
シニア・マネージング・ディレクター
ストラテジー・アンド・インサイト・グループ

2026年は債券リターンにアルファが果たす役割が拡大

2026年の債券の期待リターンについては引き続き良好な水準を見込んでいますが、「ゴールドロック（適温）」と呼ばれる安定したマクロ経済環境が終焉したことから、もはや際立って優れた水準とは言えません。現在のマクロ経済および市場環境は、複雑化するデュレーション環境とスプレッドの縮小を主たる要因に、債券にとってこれまでほどの追い風ではなくなっています。世界の中央銀行の多くはもはや金融緩和基調にはなく、米連邦準備制度理事会（FRB）も、金利市場が現在織り込んでいる以上の利下げを継続するにはハードルがかなり高い状況にあります。そのため、大幅な金融緩和が行われない限り、デュレーションがトータルリターンの主たる原動力となる可能性は低いと考えられます。さらに、クレジットスプレッドは多くの市場においてタイトな水準にあることから、今後の一段の縮小余地は限定的であると考えますが、スプレッドが今後調整すると見込んでいるわけでもありません。我々の基本シナリオでは、堅調なマクロ環境とクレジット・ファンダメンタルズを背景に、スプレッドは安定的に推移すると予想していますが、それだけがトータルリターンを牽引する要因ではありません。グローバル債券リターンの主たる原動力はインカム、そして過去比で依然として魅力的な水準にある利回りが、二次的な原動力となるものと予想されます（図表1）。Bloomberg Global Aggregate Index（Global Agg）を見ると、その利回りは現在およそ3.45%となっており、我々のバリュエーション分析では10年Zスコア（あるデータポイントが分布の平均値から上下に何標準偏差離れているかを示す指標）は1.05です。これは、過去と比較してかなり魅力的な水準です。

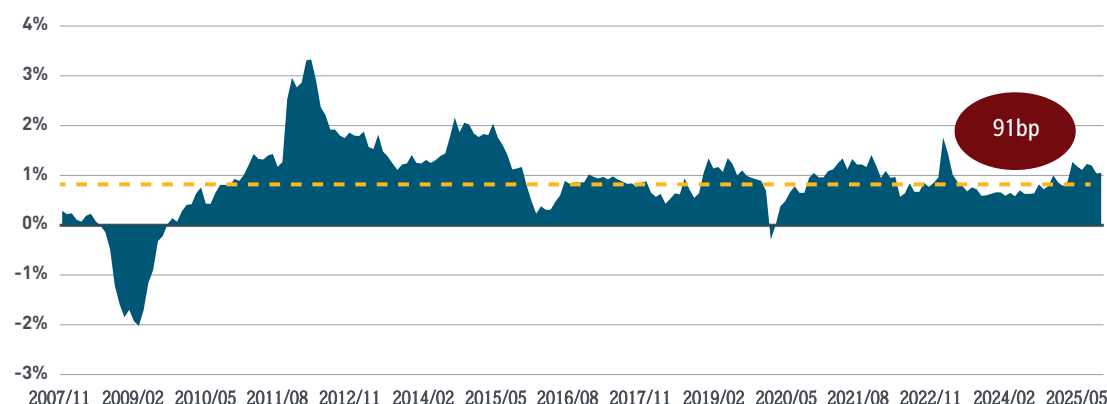
図表1：2026年はインカムが債券ベータリターンの主な原動力となる可能性



出所：MFS、例示のみを目的としています。

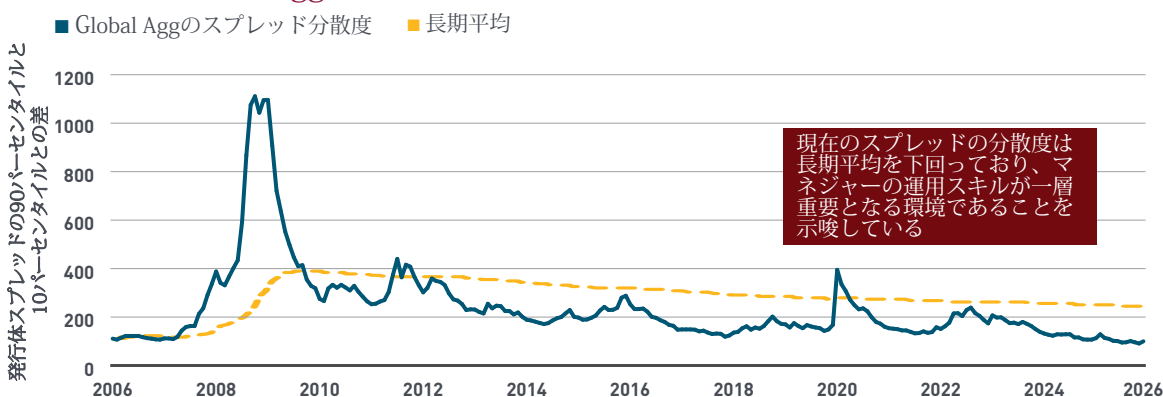
債券のベータリターンが低下する中で、リターンの創出におけるアルファの役割が増す可能性があります。直近数カ月において、アクティブ・マネジャーのアルファはGlobal Aggの長期平均である91ベースポイントを上回る水準となっています（図表2）。複雑且つマクロのボラティリティが高い現在の市場環境、そして分散投資とリスク管理へ注力することにより、アクティブ・マネジャーがより高い超過リターンを獲得できる機会が生まれています。そうした中で、このアルファがトータルリターンに占める比率はこれまでより高くなる可能性があります。ファンダメンタルズのみスプライシング、銘柄間の格差の拡大、勝者と敗者の顕在化といった要因が相まって、アクティブ・マネジャーに有利な市場環境が広がっています。Global Aggのスプレッドは、ここ数年で分散度が最も小さい状態にあります。これはとりわけ銘柄選択に関して、アクティブ・マネジャーの質に対するプレミアムが一段と高まっていることを意味します（図表3）。

図表2：ヘッジなしグローバル債券運用戦略の3年ローリング平均超過リターン（Global Agg対比）



出所：eVestment Alliance, LLC。eVestment All Global Fixed Incomeのユニバースは為替ヘッジなしアプローチを用いるアクティブ・マネジャーを対象としており、対Bloomberg Global Aggregate Indexで比較。超過リターンは3年間のローリングベースの平均で算出。2025年12月のデータは2023年1月から2025年12月までの期間を対象。リターンは運用報酬控除前の米ドルベース。2004年12月から2025年12月までの月次データ。破線は長期平均を表す。過去の運用実績は、将来の結果を保証するものではありません。

図表3：Global Aggのスプレッドの分散度は長期平均を大きく下回る



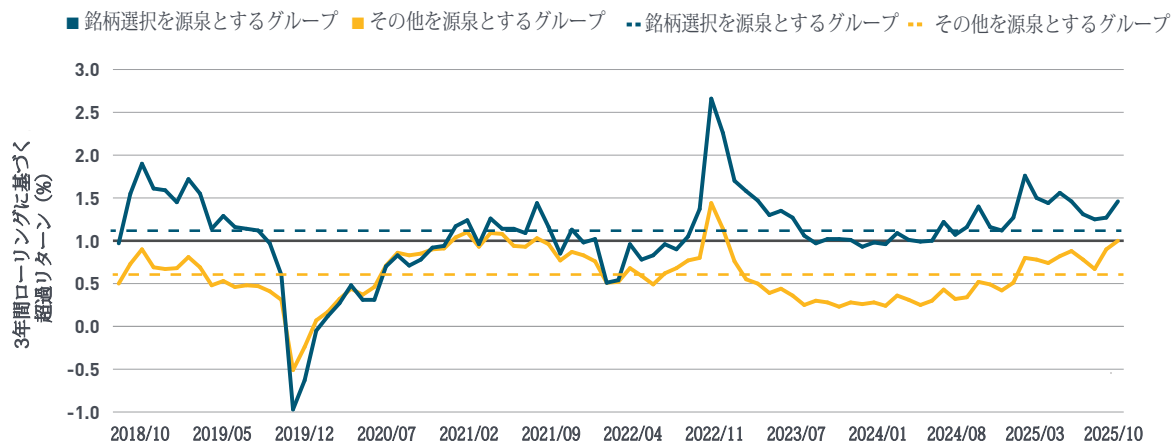
出所：Bloomberg。Global Aggのスプレッド分散度は発行体スプレッドの90パーセンタイルから10パーセンタイルを差し引いて計算。長期平均は拡張ウィンドウで算出。2006年3月から2026年2月までの月次データ。

銘柄選択がもたらすアルファは魅力的な特性を有する

まず、銘柄選択をリターンの主たる源泉とするグローバル・アクティブ・マネジャーを選定することは、スタイル分散に寄与し得ます。eVestmentのデータを基に、グローバル債券マネジャーを2つのグループに分類しました。1つ目は、銘柄選択を最大のアルファの源泉として挙げるアクティブ・マネジャー（ピアグループ1）、2つ目はそれ以外、すなわち標榜する最大のアルファの源泉が銘柄選択ではないマネジャー（ピアグループ2）です。注目すべきは、ピアグループ1が、Global Aggのアクティブ運用マネジャーの中では少数派であるということです。我々のデータサンプルにおいて、ピアグループ1はわずか17社であったのに対し、ピアグループ2は45社でした。このことは、銘柄選択がスタイルの分散に寄与し得ることを示唆しています。実際、対象者のアルファの源泉で最も多かったのは、アセットアロケーションです。

分析の結果、銘柄選択は超過リターンの向上に寄与し得ることが示されています。過去7年間（入手可能なデータの最長期間）をみると、超過リターンはピアグループ1が年率平均1.08%であるのに対し、ピアグループ2は0.60%となっており、ピアグループ1がピアグループ2を上回っています（図表4）。この年率平均48ベースポイントという超過リターンはかなり大きいと捉えています。さらに、ピアグループ1の超過リターンがピアグループ2の超過リターンを上回った期間は全体の86%に上り、アウトパフォーマンスの一貫性を示唆しています。最後に、アルファのボラティリティを考慮すると、ピアグループ1は全期間を通じてリスク単位当たり0.76%の期待リターンを創出しているのに対し、ピアグループ2では0.44%にとどまっています。言い換えれば、銘柄選択は、より魅力的なリスク調整後リターンを促進し得ることを示唆しています。

図表4：Global Aggアクティブ・マネジャーのピアグループ別超過リターン



出所：eVestment。2025年12月までの月次データ。超過リターンは3年間ローリング・ベースで算出。最終期は2023年1月から2025年12月までを対象。ピアグループ1：銘柄選択を最大のアルファの源泉として挙げるアクティブ・マネジャー。ピアグループ2：標榜する最大のアルファの源泉が銘柄選択ではないアクティブ・マネジャー。参照ベンチマークはGlobal Agg。リターンはグロスの米ドルベース。過去の運用実績は、将来の結果を保証するものではありません。

グローバル・マルチセクター運用戦略において銘柄選択は魅力的なアルファ分散の源泉となり得る

グローバル市場の変調を踏まえると、今後はファンダメンタルズの差異が市場の主な原動力となる可能性が高いと考えられます。とりわけ、AIに主導されたテクノロジーのディスラプション（創造的破壊）を受け、今後は勝者と敗者に二分化していきます。このような状況を踏まえ、将来を見据えると、銘柄選択は超過リターンの主たる要因となると考えており、ひいては債券のトータルリターンにも寄与する可能性が高いと考えます。また、グローバルなマルチセクター戦略においてはスタイル分散効果をもたらす可能性があると考えます。というのも、銘柄選択を主たるアルファ源泉と標榜するアクティブ・マネジャーは少数派だからです。さらに重要な点として、銘柄選択は、とりわけ他のアルファ源泉と比べて、高い超過リターンの創出に資する可能性があります。▲

当レポート内で提示された見解は、MFS ディストリビューション・ユニット傘下のMFS ストラテジー・アンド・インサイト・グループのものであり、MFS のポートフォリオ・マネジャーおよびリサーチ・アナリストの見解と異なる場合があります。これらの見解は予告なく変更されることがあります。また、これらの見解は情報提供のみを目的としたもので、投資助言、銘柄推奨、あるいはMFS の代理としての取引意思の表明と解釈されるべきではありません。

分散投資は利益を保証するものでも、損失を防ぐものでもありません。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではありません。

特に記載のない限り、ロゴ、商品名、サービス名はMFS® およびその関連会社の商標であり、一部の国においては登録されています。

当社の事前の許可なく、当レポートの複製、引用、転載、再配布を行うことを禁じます。

当レポートは、情報提供を目的としてマサチューセッツ・ファイナンシャル・サービスズ・カンパニー（MFS）および当社が作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当レポートは、MFSもしくは当社が信頼できると判断したデータ等に基づき作成しましたが、その正確性および完全性を保証するものではありません。当レポートは作成日時点のものであり、市場環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。当レポートのデータ・分析等は過去の一定期間の実績に基づくものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を保証もしくは予想するものではありません。特定の銘柄・有価証券や業種等への言及がある場合は例示目的であり、それらを推奨するものではなく、また、必ずしもMFSの現在の見方を反映しているとは限りません。当レポートは特定の金融商品もしくはファンドの勧誘を目的とするものではありません。当社が提供する金融商品は、市場における価格の変動等により、元本欠損が生じる場合があります。また、お客様にご負担いただく手数料等は、各商品、サービスにより異なり、運用状況等により変動する場合がありますため、予め金額または計算方法等を表示することはできません。当レポートに基づいてとられた投資家の皆様の投資行動の結果については、MFSおよび当社は一切責任を負いません。詳しくは契約締結前交付書面その他の開示資料等をお読みください。

MFSインベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第312号

加入協会：一般社団法人資産運用業協会

MFSE_FLY_4546705_3_26 67763.1

当レポートは、機関投資家の利用を目的として作成しており、個人投資家の利用を目的としたものではありません。