



文責：  
ロハン・レディ  
リサーチアナリスト

日付：2021年8月26日  
トピック：インカム



## GLOBAL X ETFリサーチ

# リスク・マネージド・インカムETFの活用法

### 重要なポイント

- リスク・マネージド・インカム戦略では、通常、株価指数に組み入れられた証券を所有すると同時に、その株価指数のカバード・コール・オプションを売り、アウト・オブ・ザ・マネー（OTM）のプロテクティブ・プットを購入します。これはネット・クレジット・カラー戦略と呼ばれるもので、市場の急落から防衛しつつ、プラスのオプション・プレミアム獲得を目指します。
- リスク・マネージド・インカム戦略は、インフレリスクがほとんどなく、インカム源の分散を提供することを目的としているため、インカム志向のポートフォリオにおいて長期的な戦略的配分先として使用されるのが一般的です。
- リスク・マネージド・インカム戦略は、オプション・プレミアムのネット・インカムを追求する代償として、原資産である株式指数の上振れ益の配分を放棄するものであり、さらに限定的ではありますが下振れリスクに晒される可能性があります。

### リスク・マネージド・インカム戦略とは何か

投資家は現在、いかにして低金利環境下で十分なインカムを創出しつつ金利上昇や大規模な市場急落のリスクを軽減するかという、投資運用上の難しい課題に直面しています。国債、社債、地方債などといった伝統的な債券は、元本割れになりにくいものの、現在の利回りは過去最低水準にあるうえ、金利上昇やインフレの影響を受けやすい性質を持ちます。一方、高配当株やREIT、MLPなどは、金利の影響を受けにくく高い利回りを得られることが多いのですが、ドローダウンは高くなりがちです。

ここで投資家の検討に値する解決策のひとつは、オプションを活用して下振れリスクを軽減しつつ、ポートフォリオでの運用利回りに代わる利益源を確保する、「リスク・マネージド・インカム戦略」です。これらのもたらす結果のバランスをとるために、リスク・マネージド・インカム戦略では、カバード・コールとプロテクティブ・プットを組み合わせます。カバード・コールとは、株式などの有価証券を購入し、同時にその有価証券のコールオプションを売るものです。コールオプションは、あらかじめ決められた期間内に、あらかじめ決められた行使価格で証券を購入する権利を買い手に与えますが、購入は義務ではありません。カバード・コールを売ることによって、原資産である株式の上振れ益を得る可能性を放棄する代わりに、金利リスクがほとんどない高いインカムを得ることができます。また、同じ証券のプット・オプションを購入するプロテクティブ・プットにより、市場が下落した場合の損失を軽減することができます。プットオプションは、プレミアムの支払いと引き換えに、一定期間内にあらかじめ決められた行使価格で有価証券を売却する権利を買い手に与えるもので、売却は義務ではありません。



このような戦略は「ネット・クレジット・カラー」とも呼ばれ、コールオプションの売却で得たプレミアムがプットの購入コストを上回るようにして、投資家にプラスの収入をもたらすものです。このような結果を得るために、リスク・マネージド・インカム戦略では通常、コールオプションをアット・ザ・マネー（行使価格が原資産の現在価格と等しい）またはそれに近い価格で設定し、一方でさらにアウト・オブ・ザ・マネーのプットオプションを購入することが必要になります。これにより、プットオプションにかかる費用はコールオプションの売却価格よりも低くなります。この「ネット・クレジット・カラー」の仕組みをご説明するために、株式XYZを例にとり、ATMとOTMでのプットオプションの購入の違いを見てみたいと思います。ある投資家が、XYZ株と、XYZの現在の株価でのアット・ザ・マネー（ATM）プットオプションを購入した場合、この投資家は下降局面を効果的にヘッジすることができます。しかし、ATMプットオプションはOTMプットオプションよりも割高なうえ、XYZ株が上昇した場合には、役に立たないまま期限切れとなる可能性もあります。XYZの行使価格より5%低いOTMプットオプションを購入する方が費用は低いでしょうが、防衛力が発揮されるのは損失が5%を超過した時点からとなります。コストが高いATMプットオプションではなく、コストの低い5%OTMプットオプションを使うことで、このリスク・マネージド・インカム戦略が「ネット・クレジット・カラー」となります。

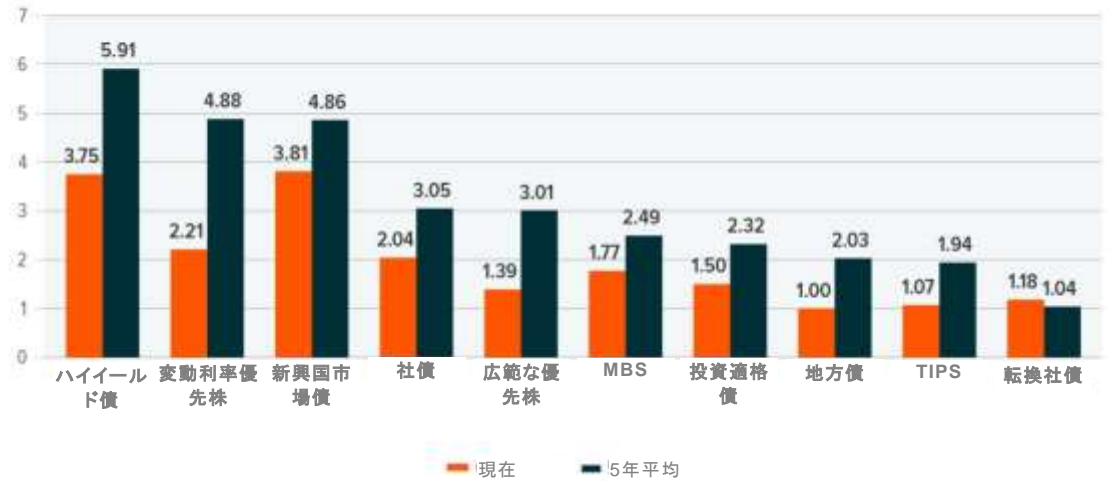
### リスク・マネージド・インカム（1ヶ月5%アウト・オブ・ザ・マネーのプットオプションと1ヶ月アット・ザ・マネーのコールオプション）



#### 投資家がリスク・マネージド・インカム戦略を検討すべき理由

多くの先進国の中央銀行が政策金利をゼロまたはマイナスに据え置いており、インカムをポートフォリオ運用に頼る投資家にとっては困難な状況が続いています。伝統的に退職者向けポートフォリオの主役を務めて来た債券部門は、過去に例のない水準の中央銀行による支援を受けて、30年に及ぶ持ち直し状態にあります。そのため、ほぼすべての主要な債券セクターの利回りが、過去平均を大きく下回る状態になっています。このような状況により、少しでも高い利回りを求める投資家が、より高いクレジットリスクやより長いデュレーションを選択せざるを得ない局面が増えています。しかし、金利が上昇したり、経済状況が悪化したりすると、リスクが一気に顕在化する可能性があります。

## 債券の利回り(最低利回り) - 5年平均



出典:ブルームバーグ、2021年6月30日現在。各アセットクラスの表記は下記を意味します。転換社債=ブルームバーグ・パークレイズ米国転換社債指数、変動利率優先株=ICE米国変動利率優先証券指数、MBS=ブルームバーグ・パークレイズ米国MBS指数、ハイイールド債=ブルームバーグ・パークレイズ米国社債ハイイールド・トータルリターン指数、広範な優先株=ICE BofAMLダイバーシファイド・コア米国優先証券指数、地方債=ブルームバーグ・パークレイズ地方債指数、投資適格債=ブルームバーグ・パークレイズ米国総合債券指数、新興国市場(EM)債=ブルームバーグ・パークレイズ新興国市場ドル建アグリゲート・トータルリターン指数、TIPS=ブルームバーグ・パークレイズ米国物価連動国債トータルリターン指数、社債=ブルームバーグ・パークレイズ米国社債トータルリターン指数。

同様に、株式部門においても、不動産や公益事業などかつては高い利回りを誇っていた分野でさえ、配当利回りが低くなっており、そのアセットクラスからインカムを十分に得られない状況にあります。

## S&P500 セクター別利回り(%)

出典:ブルームバーグ、2021年6月30日現在。



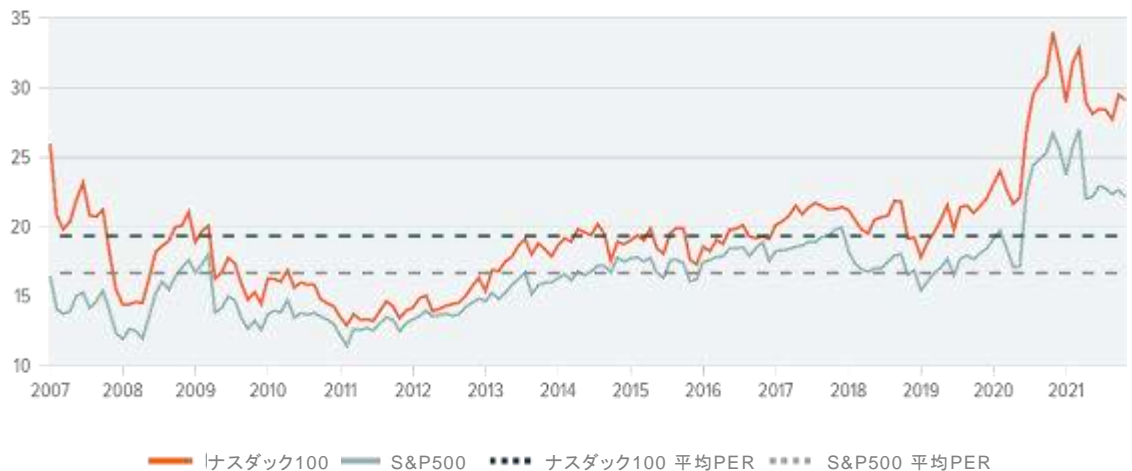
現在の市場環境で躍進している分野の一つに、カバード・コール戦略があります<sup>1</sup>。カバード・コールはコールオプションを売って、原資産の上振れ益を得る可能性の一部または全部を放棄する代わりにプレミアムを得ることで、高いインカムを創出することを目的としています。この戦略は、ボラティリティが低いうちに投資家がプレミアム・インカムを確保することができるため、横ばいまたは上昇トレンドの市場では特に有効です。また、カバード・コールから得られるインカムは金利にほとんど連動しないため、投資家が金利の上昇を懸念している場合にも有効な手段と言えます。

しかし、多くの退職者にとって、インカムを得ることは市場急落の中で元本を守ることと同じくらい重要なことです。カバード・コール戦略は下振れ防衛が限られているため（オプションで得られるプレミアムが下落の一部または全部を相殺する程度）、特にリスクに敏感な投資家のニーズには合わない可能性があります。リスク・マネージド・インカム戦略は、カバード・コールとプロテクティブ・プットを組み合わせることで、この問題の解決を図ります。リスク・マネージド・インカム戦略は、正しく設計されていれば、下振れリスクを抑制しつつ、（同様のカバード・コール戦略よりも少ないながらも）インカムを得ることができます。

米国株式市場が10年以上の長期にわたる強気相場であることを考えると、投資家は下振れリスクへの備えを検討した方がよいでしょう。現在、ナスダック100とS&P500はいずれも過去平均を大きく上回るバリュエーションで取引されており、バリュエーションが正常化した場合には下振れリスクが大きくなる可能性があります。

## ナスダック100とS&P500の予想株価収益率(PER)バリュエーション

出典：ブルームバーグ、2007年12月31日から2021年7月31日までのデータ。



### リスク・マネージド・インカム戦略をポートフォリオで活用する

リスク・マネージド・インカム戦略は、インカム・ポートフォリオに代替的な利回り源を提供します。債券のクーポンは金利やクレジットスプレッドの影響を受け、配当は業績や経済状況に左右されますが、プレミアムからのリスク・マネージド・インカムは主にボラティリティに左右されます。ボラティリティが上昇すると、オプションのプレミアムが高くなり、結果としてATMコールオプションを売った額とOTMプットを購入した額の差引きのプラスが大きくなります。



インカム



配当



債券のクーポン

オプション・プレミアム

インカム源	株式	債券	オプション契約
影響を及ぼすもの	経済、GDP、収益成長	経済、クレジットスプレッド、金利	ボラティリティ



ユニークなインカム源を得られることで、リスク・マネージド・インカム戦略は、代替手段の一つとして、あるいは株式へのエクスポージャーを減らすことで、インカム・ポートフォリオの分散要因として機能する可能性があります。具体的には、インカム投資家はハイテク関連のエクスポージャーへの備えができていないことが多いため、ハイテク関連の多いナスダック100をベースとするリスク・マネージド・インカム戦略を追加することで、分散効果を高めることが可能です。

## 結論

現在の低利回り環境においては、従来のインカム源では多くの投資家のインカム・ニーズを満たすことができないうえ、金利の上昇によって状況が悪化する可能性もあります。リスク・マネージド・インカムETFは、金利に連動しないインカム源を創出し、下振れリスクを軽減する防衛力を備えているため、インカム志向のポートフォリオの重要な分散投資対象になると確信しています。

## 定義

**ブルームバーグ・バークレイズ米国転換社債指数**: 米国の転換社債市場を表すように設計されている指数です。

**ICE米国変動利率優先証券指数**: 米国の国内市場で公開されている変動利率型および固定変動移行型の上場米ドル建て優先証券および転換社債型優先証券のパフォーマンスを追跡する指数です。

**ブルームバーグ・バークレイズ米国MBS指数**: この指数は、ジニーメイ(GNMA)、ファニーメイ(FNMA)、フレディマック(FHLMC)が保証する固定金利エージェンシー住宅ローン担保型パススルー証券を追跡しています。

**ブルームバーグ・バークレイズ米国社債ハイイールド・トータルリターン指数**: 米ドル建てハイ・イールド固定利率社債市場を測定する指数です。ムーディーズ、フィッチ、S&Pの3社の格付け中央値がBa1/BB+/BB+以下の場合、ハイイールド証券に分類されます。指数による新興国市場の定義に基づき、リスクがあると判断された新興国市場の発行体の債券は除外されています。

**ICE BofAMLダイバーシファイド・コア米国優先証券指数**: 米国の優先証券を追跡する指数です。原資産指数には、変動・可変・固定利率優先株式、累積・非累積優先株式、信託優先株式など、さまざまなカテゴリーの優先株式が含まれています。



**ブルームバーグ・バークレイズ地方債指数:** 長期の非課税債市場をカバーする指数です。この指数には、州および地方の一般財源債、特殊財源債、支払保証付地方債、プレファンド債が含まれています。

**ブルームバーグ・バークレイズ米国総合債券指数:** 投資適格の米ドル建て固定利率課税対象債券市場を測定する広範なベンチマーク指数です。この指数には、財務省証券、政府関連証券および社債、MBS(エージェンシー固定利率およびハイブリッドARMパススルー)、ABSおよびCMBS(エージェンシーおよび非エージェンシー)が含まれません。

**ブルームバーグ・バークレイズ新興国市場米ドル建アグリゲート・トータルリターン指数:** ハードカレンシー建て新興国市場債券の旗艦指数であり、新興国のソブリン債、準ソブリン債および社債のうち米ドル建ての固定利付債と変動利付債により構成されています。

**ブルームバーグ・バークレイズ米国物価連動国債トータルリターン指数:** 米国物価連動国債(TIPS)市場のパフォーマンスを計測します。

**ブルームバーグ・バークレイズ米国社債トータルリターン指数:** 投資適格、固定利率、課税対象の社債市場を測定する指数です。米国および米国外の資本財・サービス、公益事業、金融セクターに属する発行者が公に発行した米ドル建ての証券が含まれます。

Endnotes:

1. Based on Morningstar Derivative Income Category as of 7/30/2021.
2. The Black Scholes model is a flagship model to calculate the fair price for an option contract using current stock price, expected dividends, strike price of an option, expected interest rates, time to expiration and expected volatility. The model assumes that dividends are not paid, the option can only be exercised at expiration, risk-free rate and volatility of the underlying are known and constant, no transaction costs are involved in buying the option, markets are efficient, and the returns are log-normally distributed.

投資には元本が毀損する可能性などのリスクが伴います。分散投資は利益を確約するものでなく、損失に対する保証ではありません。特定の産業やセクターに集中すると、その産業やセクターに影響を及ぼす可能性のある不利な事象により、ファンドが損失を被る可能性があります。関連ファンドへ投資する投資家は、ファンドの持分価格の大幅な変動や大きな損失の可能性を受け入れる必要があります。

指数のリターンは説明のみを目的としており、ファンドの実際のパフォーマンスを表すものではありません。指数のリターンには、運用手数料、取引費用や、経費は含まれていません。各指数は運用されておらず、当該指数へ直接投資することはできません。過去の運用成績は、将来の成果を保証するものではありません。

