

Portfolio Insights

日本債券運用

- 転換点を迎える金利環境と投資戦略 -

2022年7月



はじめに



今年、各国の債券市場では著しい金利上昇が見られます。10年国債利回りは5月末までに、米国で約1.3%、ドイツで約1.3%、英国で約1.1%上昇しました。日本では、日銀（日本銀行）がイールドカーブ・コントロールを維持するなかで、10年国債利回りが0.07%から0.24%まで0.17%上昇しました。長期金利上昇の直接の理由は各国の金融政策が引き締め方向（量的緩和の縮小や政策金利の引き上げ）に大転換しつつあることですが、世界的な物価上昇がその背景にあることは言うまでもありません。

日本では、1990年代以降長きにわたってインフレ率が低位で推移してきました。この期間の経済成長率の鈍化と相まって、我が国の金利水準は長期的な低下傾向が続き、多くの投資家がそれを前提として債券投資を行ってきました。つまり、こうした経済情勢を背景にすれば、多少の金利変動のリスクはあれども、結果的にはロング・ポジション（債券の買い持ち）が有利という考え方です。

キャリーとロールダウンが極小化している現在の日本債券市場では、単純なロング・ポジションのリスク対比リターンが低いということについては、これまでのPortfolio Insightsでも指摘してきました。年初来の市場の動きはまさにこのリスクが顕在化したものであり、肝を冷やした投資家も多いと思われます。

今回のインフレ率上昇や金利上昇は、市場が新たなサイクルに入りつつあると捉えるべきなのでしょうか。それとも長いトレンドの中の一時的な事象なのでしょうか。非常に難しい問いですが、われわれポートフォリオ・マネージャーは、それを見究める努力を積み重ねながら、市場に対峙しています。

今回のPortfolio Insightsでは、今般の物価上昇とその持続性に関する分析、日銀の金融政策に関する分析から弊社の金利戦略まで、金利戦略担当のシニア・ポートフォリオ・マネージャー、金丸壮史が解説します。大きく変化する市場環境の中で運用担当者が何を材料にどう投資判断を行うのか、詳細に解説しておりますので、読者の皆様のお役に立てれば幸いです。

引き続きPortfolio Insightsをご愛読いただけますよう、お願い申し上げます。

マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社
債券運用本部長 津本啓介

目次

1. 転換点を迎える金利環境

P03

- ▶ 2%の国内物価上昇の実現性
 - ・グローバルな物価上昇が日本にも波及(コストプッシュ型)
 - ・インフレの持続性(ディマンドプル型への移行)に注視
 - ・日銀の2%の「物価安定目標」達成に最も近い局面
- ▶ 国内物価上昇を機に高まる金利戦略の重要性
 - ・日銀の金融政策の変更に注視

2. 金融政策

P05

- ▶ 日銀スタンス：持続的な物価上昇に懐疑的な姿勢
- ▶ 足元の金融政策：イールドカーブ・コントロールによる金利抑制策継続
- ▶ 今後の金融政策：カギを握る需給ギャップ
- ▶ 今後の金融政策：考えられる出口戦略
- ▶ 来年4月以降の新総裁下での金融政策を見据えて
- ▶ 今後の金融政策：イールドカーブの行方とレジームチェンジ後の金利上昇の可能性

3. 投資戦略

P10

- ▶ 変化を投資機会に、着実にパフォーマンスを積み上げる
 - ・短期的には10年国債ロングも選択肢、ただし日銀の制度要因に注意
 - ・10年国債ロング vs 10年OIS払い
 - ・物価連動国債のロング
 - ・年後半はイールドカーブ・コントロール微調整リスクを想定、デュレーション・ショート戦略ヘシフト

まとめ

P13



1. 転換点を迎える金利環境

2%の国内物価上昇の実現性

グローバルな物価上昇が日本にも波及 (コストプッシュ型)

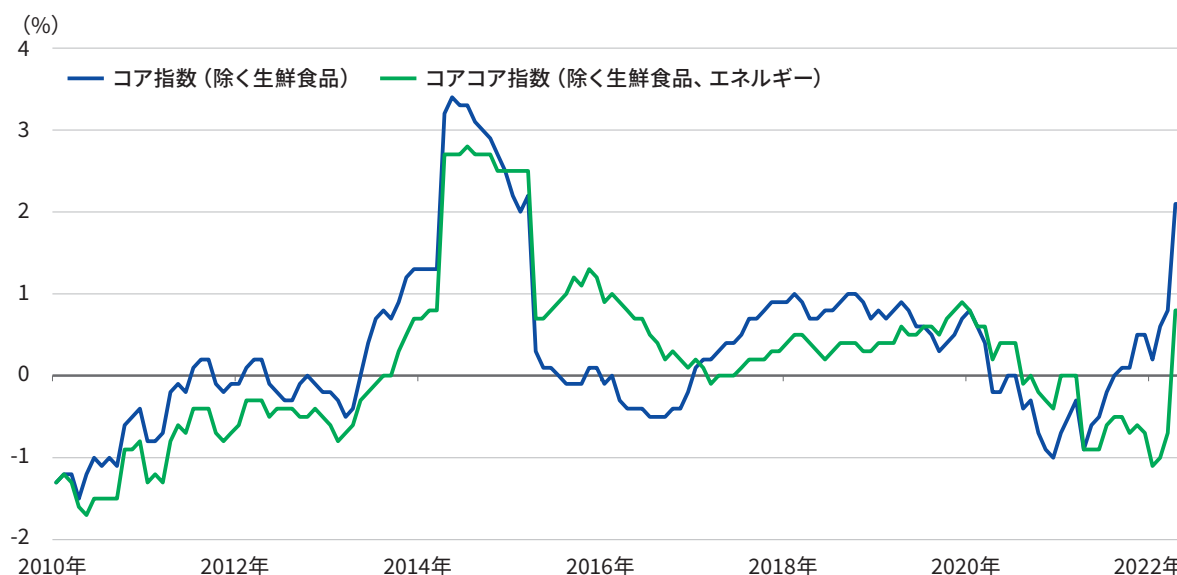
経済再開に伴う消費の活発化、労働市場の逼迫に加えて、ウクライナ紛争によるエネルギー価格などの高騰によって、主要各国の中央銀行はインフレ対策に舵を切り始めました。日本でも、長きに亘り、超低インフレ状態が続いてきましたが、ようやく脱する兆しが出てきています。国内の消費者物価指数の伸び率は、昨年春に携帯各社が携帯料金を値下げしたことによって、本年3月までは前年同月比で実態よりも低い水準が続いてきました。しかし、4月には、この携帯料金の値下げによるマイナス効果が解消され、加えてエネルギー価格、穀物価格などの上昇に伴う電気料金や食品価格の値上がりを受けて、生鮮食品を除くコア指数は+2.1%（前年同月比）まで上昇し、日銀（日本銀行）が目標としている2%の物価上昇率を一旦、超えた状態になりました。

インフレの持続性(ディマンドプル型への移行)に注視

一方、持続的な物価基調を示すコアコア指数（生鮮食品とエネルギーを除く）では、4月は+0.8%の伸びにとどまっています。今後、エネルギー価格の高止まりなどにより、コア指数は伸び率が2%を超える状態がしばらく続く可能性はある一方で、コアコア指数については1%前半にとどまることが想定され、物価上昇率が安定的に2%となるには、依然として距離があると考えられます。

この要因の一つとして、需給ギャップの弱さが挙げられます。米国では、需給ギャップがいち早く2021年第4四半期にプラスに転じている一方で、日本では2022年前半は、民間予想では引き続きマイナスとなっています。ただし、本年後半以降にプラスに転じることが予想されていることから、構造的な物価の下押し圧力の解消につながるものと考えられます。

図1：消費者物価指数(前年同月比)の推移（2010年1月末～2022年5月末、月次）



出所：Bloomberg Finance L.P（以下「ブルームバーグ」といいます。）のデータをもとにマニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社が作成

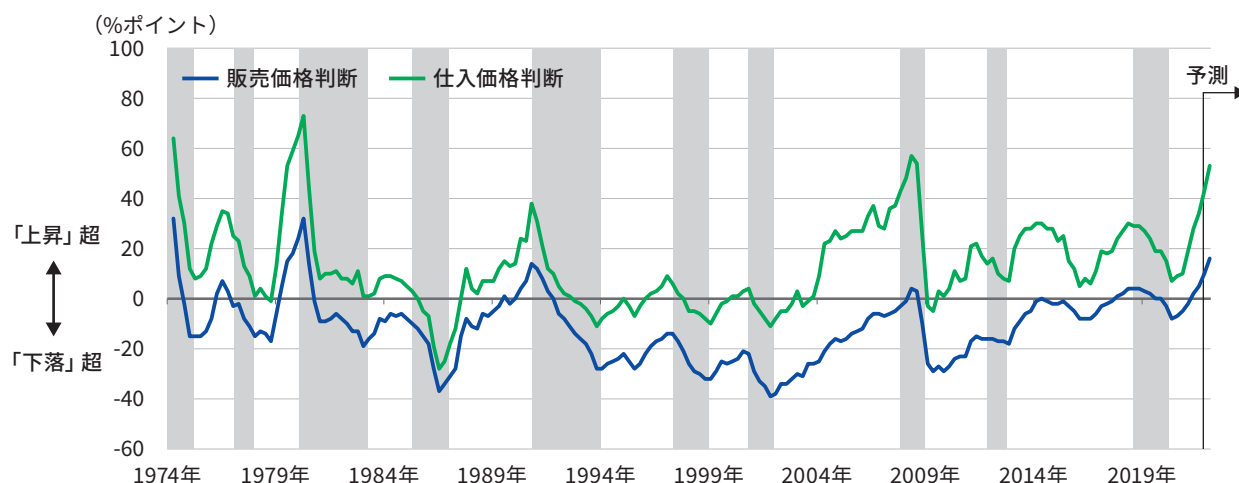
日銀の2%の「物価安定目標」達成に最も近い局面

日銀は、長年に亘って国内物価が上がらない要因として「企業の値上げに対する慎重姿勢」を指摘してきましたが、この因果関係はコロナ以降に変化している可能性が高くなっています。実際に、日銀短観では企業の販売価格判断DIが大幅に上昇しています。日銀もこの点を展望レポートで指摘し、物価のリスクバランスについて、長年継続してき

た下方リスクバイアスに関する言及を削除しています。

日本の物価上昇率は、欧米の年率7～8%の上昇率に比べれば非常に低く、またコアコア指数で見れば2%には遠い状態です。しかしながら、黒田日銀総裁就任以降では2%の物価安定目標の達成に最も近づいていると考えられます。

図2：価格判断指数の推移（1974年3月～2022年3月、四半期毎）



※網掛け部分は、景気後退期（内閣府調べ）

出所：日本銀行のデータをもとにマニュライフ・インベストメント・マネジメント株式会社が作成

国内物価上昇を機に高まる金利戦略の重要性

日銀の金融政策の変更に注視

2013年3月に就任した黒田日銀総裁の任期が2023年4月に到来します。就任直後、デフレ脱却に向けて、2%の物価上昇目標を2年程度で実現するとして国債買い入れなど「黒田バズーカ」とも呼ばれた大規模な金融緩和を実施した結果、円安と株高が進み、マイナスで推移していた消費者物価指数の伸び率もプラスに転じました。その後も、大規模な金融緩和を続けたものの、消費税率5%から8%への引き上げの影響が出た時期以外では物価上昇率は目標の2%には届かず、2016年1月には、日銀史上初の「マイナス金利政策」の導入に踏み切りました。前述の通り、足元は一旦、2%の物価上昇を実現した形になっています

が、コストプッシュの要素が大きく、賃金や需要の押し上げを伴った安定的なものではないとして大規模な金融緩和を続ける方針が示されています。

今後の物価動向に加えて、来年の黒田日銀総裁の任期到来に向けて、ポスト黒田体制の政策レジームが意識されるようになる中、金利環境も転換点を迎える可能性があります。金利戦略の重要性はいっそう高まると考えます。次頁以降では、今後の日銀の金融政策について考察し、それに応じた金利戦略についてご説明していきます。

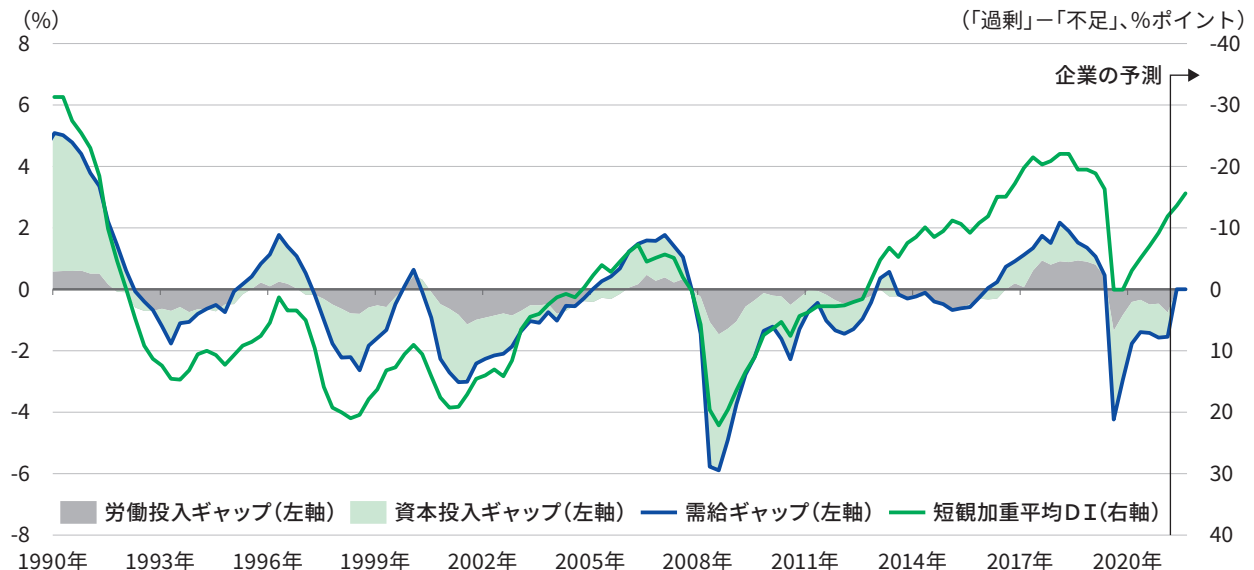
2. 金融政策

日銀スタンス：持続的な物価上昇に懐疑的な姿勢

国内物価はコア指数では2%を超える状態がしばらく続く可能性がある一方で、日銀は物価上昇の強さに対しては懐疑的なスタンスを取っています。その背景として、日銀の政策判断基準である「経済・物価・金融」につき、「経済」が脆弱との見方があります。日銀が理想とする持続的な物価上昇は、良好な経済環境によって需給ギャップがブ

ラスとなり、その結果として賃金が上昇し、値上げも許容されるといったものです。日銀が試算する需給ギャップは昨年末時点で1.55%のマイナスとなっています。需給ギャップがマイナスである以上、足元のエネルギー価格等によるコスト・プッシュ型の物価上昇には持続性がない、といった見方を取っています。

図3：需給ギャップの推移（1990年第4四半期～2022年第1四半期、四半期毎）



出所：日本銀行のデータをもとにマニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社が作成

足元の金融政策：イールドカーブ・コントロールによる金利抑制策継続

日銀は従来から物価への慎重な見方を取っているものの、主要各国で、昨年まではハト派的だった中央銀行が軒並み利上げに動く中で、日銀についても政策修正の観測が高まっています。日銀はそうした観測への対応策として、以下の金利抑制策を実施し、イールドカーブ・コントロール政策の長期操作目標(10年)の上限0.25%を死守しています。

日銀の金利抑制策：

- ① 2022年2月：指値オペ実施
- ② 2022年3～4月：連続指値オペ実施
- ③ 2022年5月以降：毎営業日連続指値オペ実施

特に③の対策は、それ自体が強力な内容であることに加え、政策決定会合の決議を踏まえた決定事項であることがポイントと考えられます。決議を踏まえて始めたものである以上、その修正にも当然ながら決議が必要となります。日銀はいかなる理由があろうとも決議なしで突然止めるわけにはいかず、金利抑制策の修正には一定の時間を要することになるでしょう。

※指値オペ：0.25%の利回りで該当10年国債を無制限に購入する市場オペレーション

(2022年5月末現在)

今後の金融政策：カギを握る需給ギャップ

需給ギャップがプラスに転じる可能性

より長い期間を展望すれば、日銀が指値オペを続ける可能性は低いと考えています。その背景としては、日銀の景気予想に従う限り、年内にも需給ギャップがプラスに転じ、政策の判断基準である経済・物価・金融のうち、経済の脆弱性が後退すると予想されるからです。実際、4月の展望レポートにおける経済予想は、「日本経済は潜在成長率を上回る成長によって需給ギャップは今年度後半には明確なプラスに転じ、その後もプラスの緩やかな拡大が続く」とされており、前回1月の展望レポートと比べて需給ギャップがプラスに転じるタイミングを前倒しさせています。また、4月の黒田総裁の講演によれば、コロナの影響が和らげば、これまでの行動制限下で蓄積した需要（ペントアップ需要）が動き出し（規模は50兆円（GDP比9%程度）、これが潜在成長率を上回る成長のドライバーになるとしています。

米国での利上げの背景

なお、債券市場の大きなテーマとなっているFRB（米連邦準備制度理事会）の利上げ、つまり米国について見ると、IMF（国際通貨基金）によれば米国のGDPギャップが2021年の時点で既にプラスと主要国の中では際立って

り、2022年には+1.6%*と更なる改善が予想されています。実際、米国の消費者物価指数の伸び率は4月は+8.3%と高水準ですが、食品とエネルギーを除いたコアベースでも+6.2%とインフレの持続性を示唆するものであり、また労働市場の過熱感（例：3月の求人情数が完全失業者数の594万人を大幅に上回る1,155万人）から賃金伸び率が加速するなど、経済・物価というファンダメンタルがFRBの大幅利上げを肯定するものとなっています。

*IMF, World Economic Outlook Database, April 2022より

需給ギャップ予想データ

下表は民間GDP予想から需給ギャップの今後の推移を試算したのですが、日銀の予想同様に、今年後半からプラスに転じることが予想されています。今年の第1四半期（1～3月）はマイナス幅を若干拡大するものの、第2四半期にはマイナス幅は大きく縮小し、第3四半期にはプラスに転じ、第4四半期には+0.8%のプラスと試算されます。この試算は、前述した国内ペントアップ需要の強さや、海外の経済動向に依存し、ここ数か月はロシアのウクライナ侵攻もあって成長率予想が下方修正傾向にある点には注意が必要と考えられます。以下では、この見通しの大勢が崩れないとの前提の下、日銀の今後の政策運営を展望してみたいと思います。

図4：需給ギャップ予想（2021年第2四半期～2022年第4四半期、四半期毎）

	時点	需給ギャップ	実質GDP予想(対前四半期、年率)
予想 ↓	2021年第2四半期	-1.4	2.4
	2021年第3四半期	-1.6	-2.3
	2021年第4四半期	-1.5	4.6
	2022年第1四半期	-1.7	-0.6
	2022年第2四半期	-0.5	5.0
	2022年第3四半期	0.3	3.0
	2022年第4四半期	0.8	2.0

出所：日本銀行、ESPフォーキャスト調査のデータをもとにマニュライフ・インベストメント・マネジメント株式会社が作成

今後の金融政策：考えられる出口戦略

出口戦略の定義

第4四半期の需給ギャップが発表されるのは来年4月ですが、その結果が+0.8%程度、かつその時点のコア指数の上昇率が+1.5～+2.0%程度であるなら、展望レポート上の2023年度及び2024年度の物価見通しも+1.5～+2.0%になると見られます。その場合、足元の物価上昇が強かつ持続性もあるということで、日銀も出口戦略を意識せざるを得なくなると考えます。

なお、日銀の「出口」の定義は、あくまで当座預金付利の引き上げまたはバランスシートの縮小である点には注意

が必要でしょう。言い換えれば、それ以外の政策、例えばイールドカーブ・コントロールのフレームワーク内での操作目標の微調整などは日銀にとっての「出口」ではないため、物価目標達成の道筋がある程度立てば、適宜修正できるとも想定されます。例えば、今年7月の展望レポートの時点で物価見通しを引き上げ、かつ各種経済指標から第2四半期のGDP成長率の進捗及び先行きが日銀の見通しと整合的なら、人為的に長期金利を抑制する現行政策のコスト・ベネフィットを再検討する可能性もあるでしょう。



※上記は作成時点における当社の見解等であり、将来の経済・市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。

債券市場の機能を意識して

現時点では日銀は強い懸念を有していないようですが、指値オペの乱発によって金利ボラティリティが低下してしまうと債券市場の機能が低下する恐れがあります。また、日銀が0.25%で無制限に買い入れる指値オペの対象国債は当初3銘柄(364～366回)で始まり、足元では356回も追加されていますが、無制限買い入れによってこれらの銘柄の市中残高が大幅に減少する可能性があります。

(366回については4月末時点で発行額の7割を日銀が保有)。日銀は政策の判断基準である「経済・物価・金融」の優先順位として、まずは脆弱な「経済」、そしてその先に「物価」を挙げていますが、今後、日銀の見通し通りに「経済」が回復する場合においては、債券市場機能すなわち「金融」に配慮する余裕が出てくる可能性にも注目しています。

来年4月以降の新総裁下での金融政策を見据えて

出口戦略の難しさ

国内経済が日銀の見通し通りに回復すれば、来年4月の新総裁就任時点では国内GDPギャップがプラスとなっている可能性が高く、黒田総裁としては、安定的な2%物価目標達成が視野に入る、そうしたお膳立てをした上で新総裁にバトンタッチを行うイメージとなります。日銀総裁及び2人の副総裁からなる執行部は、任期である4年間において何らかのマンデートを意識して政策運営を行うとみられ、その動向は国内債券市場の大きなボラティリティ一要因になり得ると見えています。

仮に今後、日銀が出口戦略を模索する場合、そのコミュニケーションは非常に難しいタスクとなるでしょう。実際、日銀金融政策は黒田総裁在任期間中にマイナス金利やイールドカーブ・コントロールを含め非常に複雑化してきました。黒田総裁は従来から出口戦略に関しては経済・物価情勢に照らし合わせて様々な「組み合わせ」が考えられると発言して来ましたが、まさに組み合わせが多いからこそ、将来的な出口戦略の事前コミュニケーションが非常に難しいものとなるでしょう。

インフレに対するスタンス

更に、改めて日銀のインフレに対するスタンスも重要になると考えられます。黒田体制当初においては、日銀は強力

な金融緩和政策を通してインフレ期待引き上げ可能との見方でしたが、実際にそうした結果が得られないことを受け、適合的期待、つまりインフレ「実績値」が実際に上昇することが国内インフレ期待の引き上げには必要と判断し、政策も長期戦に備えた形にシフトして来しました。

一方で、日銀企画局のリサーチペーパーによれば日本に適したインフレ率は必ずしも2%ではなく、1%でも適切と考えているとの解釈も可能に見えます。足元は黒田総裁のリーダーシップの下、2%を目標とした政策運営が行われていますが、新執行部の下、日本に適した物価上昇を改めてどう判断するか、この点は注目材料と考えられます。

インフレを取り巻く環境の変化

そして、グローバルにインフレを取り巻く環境が様変わりした点も重要と考えられます。

黒田総裁就任当時はグローバルに低インフレ環境であり、どんなに金融緩和を行ってもインフレ圧力が高まらないといった環境でした。一方で足元では、むしろどうすれば高インフレが抑制可能かという点が国外金融政策担当者の焦点となっています。

インフレ抑制に腐心する他の中央銀行を先事例として見ながら、日銀が新執行部発足を機に改めて金融政策・物価のあり方の見直しがあり得るのか、そうした点にも注意して動向を分析していく方針です。



今後の金融政策：イールドカーブの行方とレジームチェンジ後の金利上昇の可能性

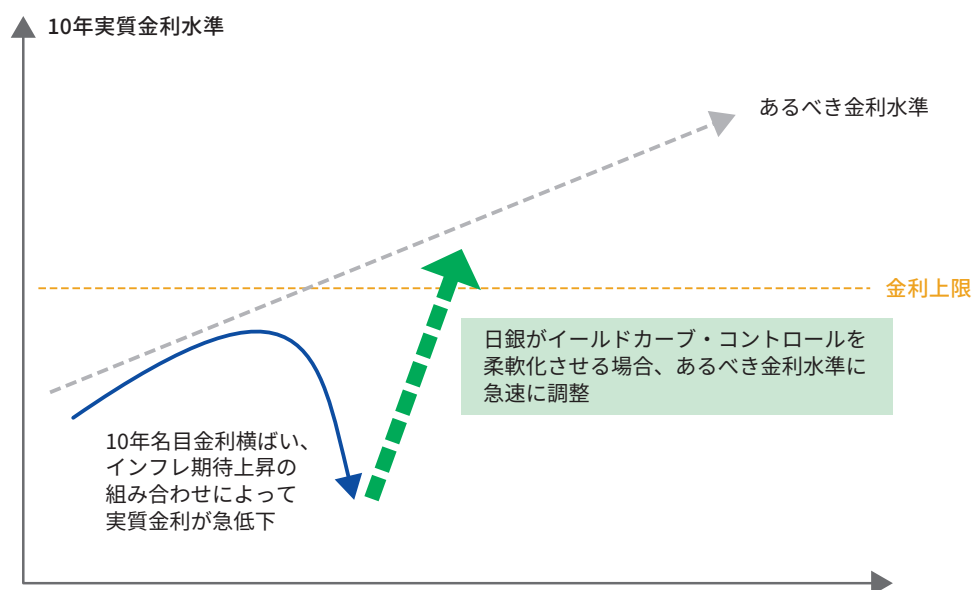
人為的に抑制されたイールドカーブの取扱い

以上をまとめると、日銀の政策運営としては、経済が見通しに沿うのであれば将来的にはイールドカーブ・コントロール下での微調整、更には正常化議論のインセンティブが発生するものの、その確認には時間を要するため、当面は現行イールドカーブ・コントロール死守と考えられます。ただし、ここで問題になる点として、長期金利を人為的に抑える結果、金利の動きが非連続的になり得ることでしょう。本来であれば景気動向やインフレ予想から債券市場の機能を通して連続的な金利上昇が事前にかかるのが自然なところ、イールドカーブ・コントロールによって長期金利水準が本来あるべき水準から乖離している可能性が高く、今後の政策運営上の難所になると想定しています。

レジームチェンジによるボラティリティ上昇の可能性

例えば、日銀が毎営業日連続指値オペの実施を取り止めとするだけで、債券市場は金利上限の上振れ容認と捉え、新たな居所を探る形で金利が急上昇する可能性があります。そのため、日銀としては同時に改定した金利上限の提示が必要になると思われます(例えば+0.5%など)、その場合も「日銀はその水準まで金利上昇を許容する」との見方から、長期金利は一気にその水準まで上昇する可能性があるでしょう。日銀としては今後もイールドカーブ・コントロールのフレームワーク自体は続ける必要があるため、金利上昇は段階的なペースが望ましいと捉えていると思われますが、その実現方法がポイントです。市場では長期操作目標を10年から5年へ短縮化するとの観測もありますが、その場合は10年利回りが青天井となってしまう恐れがあるため、日銀にとっては現行の10年ターゲットのまま段階的な調整を図るアプローチの方が現実的ではないかと考えています。

図5：金利水準のイメージ図



※上記は当社が説明のために作成したイメージ図です。

3. 投資戦略

変化を投資機会に、着実にパフォーマンスを積み上げる

短期的には10年国債ロングも選択肢、ただし日銀の制度要因に注意

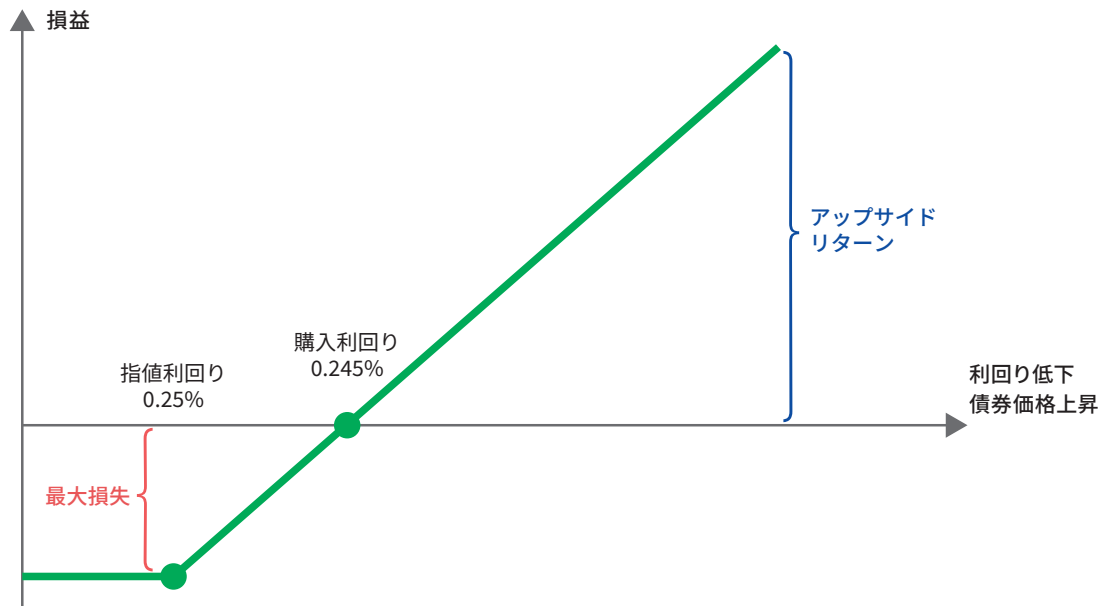
日銀の毎営業日連続指値オペは少なくとも次回政策決定会合まで続く見込みです。短期的な投資戦略として、指値オペ対象銘柄は最悪シナリオでも+0.25%の利回りで日銀に基本的に売却可能、つまり債券価格の下値は限定的であることから、金利水準に応じてロングが有効と考えられます。

例えば+0.245%で10年国債366回を購入した場合、債券価格のアップサイドは金利低下分相当を見込めますが、ダウンサイドは利回り+0.25%の指値オペで売却すればわずか-5銭にとどまります。これは、行使価格+0.25%のプット・オプションを日銀から無料で購入することと実質的に同じ経済効果であり、有利なリスク・リターン特性と言

えます。10年国債はイールドカーブ・コントロールによって割高な金利水準にあるとは言え、市場の変動性を勘案すれば、利回りが長期間+0.25%に固定され続ける確率は非常に低く、例えば景気後退懸念から海外金利が低下する場合には国債利回りもある程度の低下が見込まれます。

ただし、今後は日銀の制度要因もあり、指値オペによる+0.25%上限の形骸化が進む可能性があります。証券会社が日銀の国債補完供給を活用して国債を調達した場合、指値オペに応札出来ない制度となっています。日銀オペでの売却は証券会社経由のため、当社の戦略もこの制度の影響を受けることになります。これまでのように日銀が死守する指値オペ対象3銘柄とそれ以外の歪みだけでなく、指値オペ対象3銘柄においても指値オペ価格と実勢価格といった形で、一物二価となっていく可能性があると考えており、実際の運用においては注意が必要です。

図6：日銀の指値オペ対象となる10年国債ロングの損益イメージ図



※上記は当社が説明のために作成したイメージ図です。

10年国債ロング vs 10年OIS払い

今後1～2カ月程度については、日銀によって10年国債利回りの金利上限が固定されている一方、日銀の力が及ばない他の年限や他の金利市場には金利上昇圧力が顕在化するため、結果的に10年国債が相対的にアウトパフォームしやすいと考えられます。こうした見方の下では、10年国債ロングに対して、10年OISの払いを組み合わせるスプレッド戦略が有効です。OIS市場は、特に短期ゾーンは将来的な金融政策予想を反映したフォワード・レートによってプライシングされますが、来年4月の黒田総裁退任以降の政策レジームが意識されることで上がりやすい環境にあります。10年OISもそうした短期ゾーンの延長として上がりやすく、また国債とは異なり日銀の力が及びにくい金利市場であると言えます。実際、国債がOISに対してアウトパフォームする傾向は、中央銀行の国債保有比率が高い海外市場（例えばユーロ圏）でも観察されます。特に日本の国債市場では毎営業日連続指値オペという強力なツ

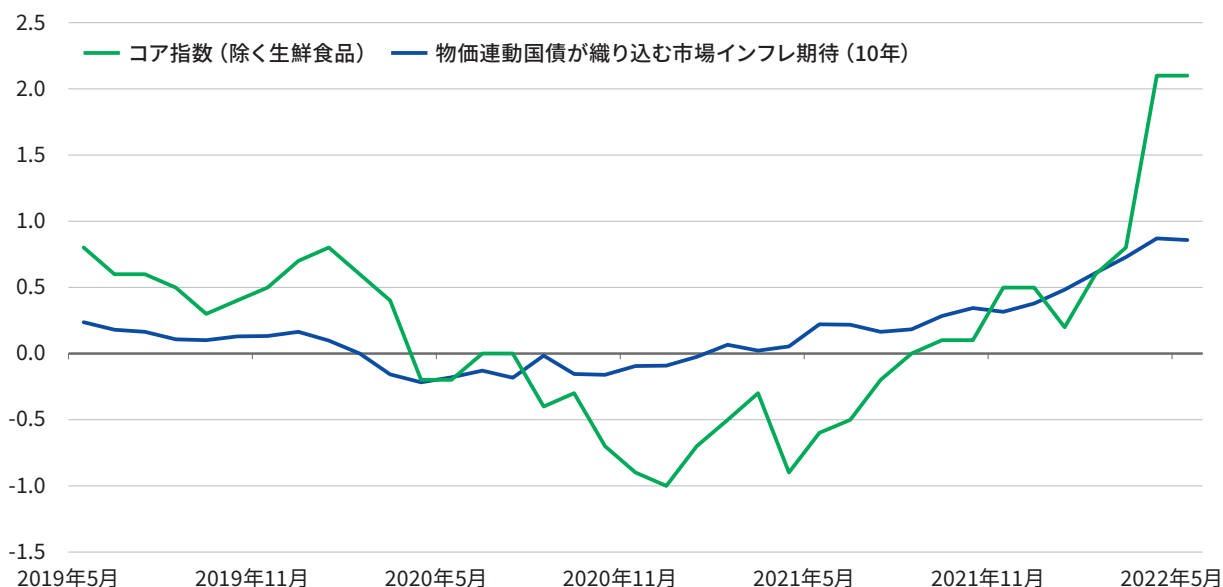
ルがあるため、必然的にこうした傾向が強まると捉えています。

※OISとは、Overnight Index Swapの略称で固定金利と変動金利（一定期間のオーバーナイト無担保コール）を交換するスワップ取引のことを言います。

物価連動国債のロング

短期的には物価連動国債のロングも有効な選択肢の一つです。物価連動国債が織り込む市場インフレ期待は10年で+0.9%程度となっています。市場インフレ期待は昨年から上昇基調が続いており、今後はコア指数（除く生鮮食品）が2%台で推移し、グローバルにインフレ傾向が根強い中で、1%台半ば程度まで上昇する可能性があると考えています。ただし、今年は金利上昇に対してリスクオフ（リスク資産が売却される）の構図となっています。この傾向が継続するほど景気後退確率は高まり、更には物価連動国債のアンダーパフォーム要因になりやすい点には留意しており、中長期的には柔軟な対応を行っていく方針です。

図7：消費者物価指数(前年同月比)と物価連動国債が織り込む市場インフレ期待(10年)
(2019年5月末～2022年5月末、月次)



出所：ブルームバーグのデータをもとにマニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社が作成

年後半はイールドカーブ・コントロール微調整リスクを想定、デュレーション・ショート戦略ヘシフト

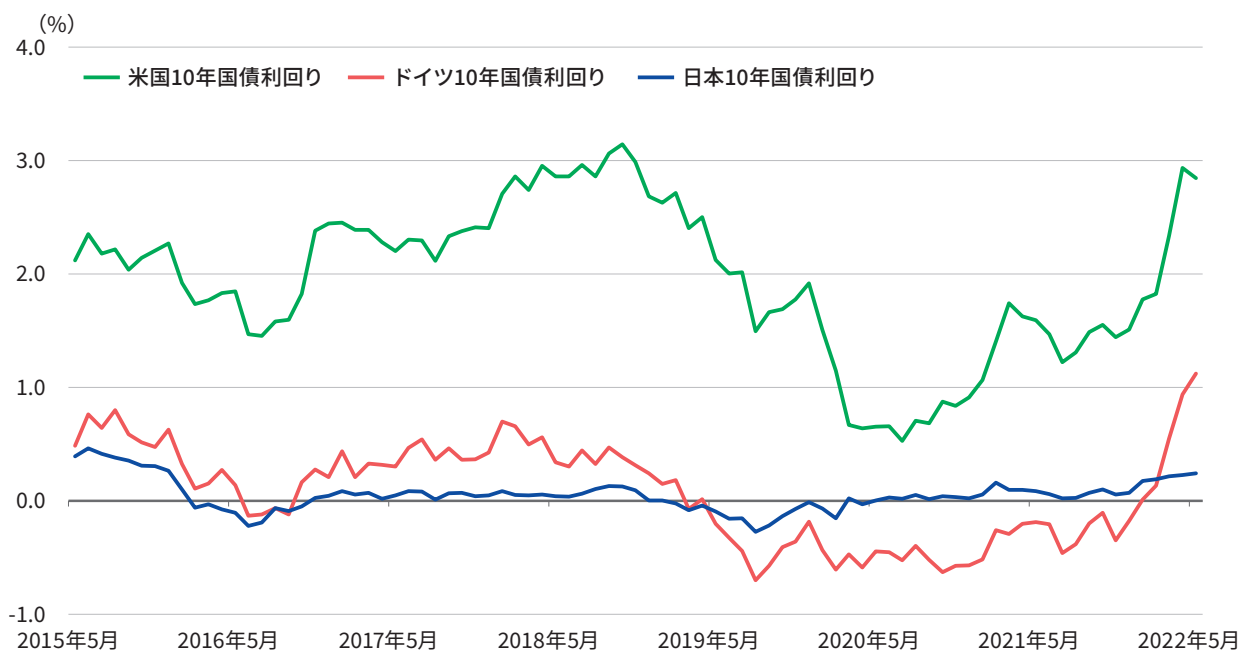
年後半から来年春に向けては日銀に対する様々な観測が断続的に出やすく、また実際に日銀が何らかのアクションに迫られる可能性も十分に高いと想定しています。

こうした見方の下で長期的には、デュレーション・ショート戦略とする方針です。景気動向が日銀予想に沿う場合、年後半は需給ギャップがプラスに転じるため、日銀が敢えて債券市場メカニズムを抑制して金利を低位にコントロールするインセンティブは後退すると考えられます。その場合には、まずは毎営業日連続指値オペの取り止めが想定されますが、債券市場は日銀の実質的な金利上限引き上げと捉え、大幅な金利上昇の可能性もあります。そのタ

イミングは、早ければ展望レポートがアップデートされる今年7月の日銀会合と想定しており、10年国債についてはロング・ポジションからショート方向にシフトしていく方針です。

なおグローバルな金利水準は、10年国債利回りで米国が約3%、ドイツが約1%となっています。ドイツについては今後ECBの利上げによって1.5%程度までの上昇が見込まれます。米国3%、ドイツ1.5%との相対的な位置関係では、日本国債はイールドカーブ・コントロールがなければ+0.5～+1.0%となるイメージを持っています。イールドカーブ・コントロールの継続によって実際の金利上昇は段階的になる可能性が高いと考えられますが、長らく金利が低位に抑えられていたことの反動として、金利上昇圧力は潜在的に非常に大きいと考えています。

図8：米国、ドイツ、日本の10年国債利回りの推移（2015年5月末～2022年5月末、月次）



出所：ブルームバーグのデータをもとにマニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社が作成

まとめ

1. 転換点を迎える金利環境

- 2%の物価安定目標の達成に最も近づいている局面
- 物価動向やポスト黒田体制を意識した金融政策の変更に注視
- 転換点を迎える金利環境下、いっそう高まる金利戦略の重要性

2. 金融政策

- 持続的な物価上昇への疑念と金利抑制策の継続。カギを握る需給ギャップ
- 出口戦略の難しさと日銀新総裁下でのインフレに対するスタンスの変化
- イールドカーブ・コントロールによる長期金利水準の行方
- レジームチェンジによるボラティリティ上昇の可能性

3. 投資戦略

- 変化を投資機会に、着実にパフォーマンスを積み上げる
- 短期的には日銀指値オペ対象の10年国債ロングが選択肢、10年OISの払いを組み合わせるスプレッド取引も有効
- インフレ下で物価連動国債ロングも有効、ただし長期的には柔軟な対応が必要
- 年後半はイールドカーブ・コントロール微調整リスクを想定、デュレーション・ショート戦略へ移行する方針

Portfolio Insightsでは、引き続き弊社の日本債券運用を支えるさまざまなテーマに焦点を当てて解説させていただく予定です。

主なリスク（リスクは下記に限定されるものではありません）

日本債券運用は、値動きのある有価証券等に投資しますので、投資元本は保証されるものではなく、投資元本を割り込むことがあります。運用による利益および損失は、すべて投資者（受益者）の皆様に帰属します。

価格変動リスク	有価証券の価格は、市場における取引価格や評価価格の変動、為替相場の変動及び金利水準の変動等により上下しますので、投資元本を割り込むことがあります。債券については、期限前に償還される場合があります、これによって投資元本を割り込むことがあります。
信用リスク	有価証券等の発行者やデリバティブ取引の相手方の経営・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、投資元本を割り込んだり、その全額を失ったりすることがあります。
流動性リスク	有価証券等を売却あるいは取得しようとする際に、市場に十分な需要や供給がない場合や取引規制等により十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる場合は、市場実勢から期待される価格で売買できない可能性があります。この場合、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
デリバティブ取引に関するリスク	デリバティブ取引等を行う場合、取引額は委託証拠金その他の保証金（以下「委託証拠金等」といいます。）の額を上回る可能性があり、金利・通貨の価格・金融商品市場における相場その他の指標の変動により委託証拠金等を上回る損失が生じる可能性があります。

費用・手数料等

お客様にご負担いただく運用報酬その他の手数料等（以下「手数料等」といいます。）は、お客様との契約内容や運用状況等により異なるため、それぞれの金額や上限額、料率等をあらかじめ表示することはできません。このため、手数料等の合計額や上限額、料率等をあらかじめ表示することはできません。

デリバティブ取引等を行う場合、委託証拠金等の額や計算方法は取引の態様や取引相手に応じて異なるため、デリバティブ取引等の額の当該委託証拠金等に対する比率をあらかじめ表示することはできません。

ディスクレマー

- 本資料は、マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社（以下「当社」といいます。）が作成した情報提供資料です。
- 金融商品取引契約の締結等に当たっては、必ず契約締結前交付書面や金融サービス提供法に基づく重要事項説明書等をご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 本資料は、信頼できると判断した情報に基づいておりますが、当社がその正確性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料の記載内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更される場合があります。
- 本資料のいかなる内容も将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。
- 当資料に記載された個別の銘柄・企業名は参考情報であり、当社がこれらの銘柄について取得勧誘や売買推奨を行うものではありません。また、当社のポートフォリオへの組入れを示唆または保証するものではありません。
- 本資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、その開発元または公表元に帰属します。
- 本資料の一部または全部について当社の事前許可なく転用・複製その他一切の行為を行うことを禁止させていただきます。

マニユライフ・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433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