

Portfolio Insights

日本債券運用

- 円債アクティブ再考 -

2022年10月



はじめに

～景色が一変した“安定したインカムの獲得”という命題：円債アクティブ再考～

代表取締役社長：
山本真一



40年ぶりの高インフレの時代へ突入した世界経済は、これまでデフレーションに慣れ親しんで来た我々の生活や運用環境を一変させました。

過去の著しいインフレとその原因を紐解くと、供給サイドの制約と通貨の発行量の増加が組み合わさったことが主な要因であったとみることが出来ます。第一次世界大戦後のドイツにおいては、莫大な賠償を取り立てようとドイツの産業の中心地であるルール地方をフランスとベルギーが占領し、それに対抗したゼネストが行われて生産が麻痺しました。第二次世界大戦後の日本においても、米軍による空襲で国土の大半が焼け野原になり生産能力が大幅に削がれました。こうした供給サイドに大きな制約がある中で通貨の発行量を増やしたことが、両国を制御困難なハイパー・インフレに導きました。

一方で、東西冷戦の終結後の世界は、グローバル化、高度な金融技術の進展、インターネット・テクノロジーの発達などの要因が重なり、世界的にデフレーションの状態が非常に長い間続きました。このような供給サイドの制約が多層的に緩和されていく中において、どれだけ伝統的・非伝統的な金融緩和策を講じて需要サイドに働きかけてもインフレ率に決定的な影響を与えることはありませんでした。

しかし、ここに来て米中の覇権争いによるサプライチェーンの分断、ウクライナ情勢、コロナ禍によるロックダウンや人の移動制限とここ数年で供給サイドの制約が一気

にエスカレートしてきました。そして、コロナ対策で講じられた各国の大盤振る舞いの財政政策と、それまでの大胆な金融緩和策および拡大した各国中央銀行のバランスシートは、供給サイドの制約と複雑に絡み合いながら、政策当局のインフレの制御を難しくしています。

デフレーションという資産運用にとって非常に心地の良い環境は、残念ながら完全に消えてしまいました。需要サイドのみならず、地政学リスクも絡んだ複雑な供給サイドの制約がインフレ率の上昇に関わっていることから、今後確実に言えることは、インフレの制御を試みる過程で、市場が大きく揺れる局面が多々出現する、すなわちボラティリティの上昇は避けられない。そしてこのインフレとの戦いは思ったよりも長く続くということではないでしょうか。

今後、インフレ退治として金利の引き上げ幅やペースが資本市場のテーマとなり株式市場やREIT市場が一喜一憂することによって、債券と株、REITなどのあらゆるリスク資産の連動性も高まっていく可能性もあります。

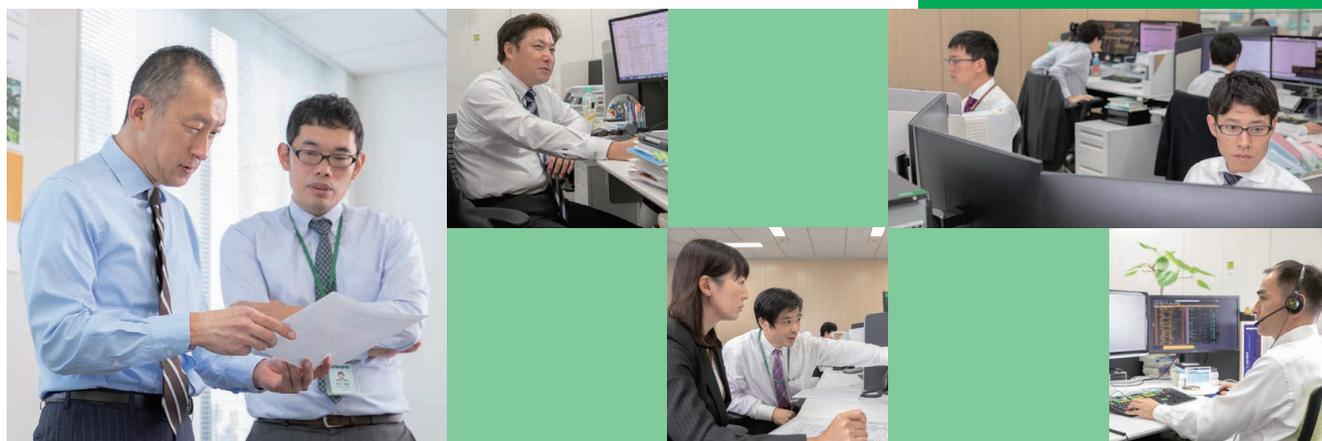
これまで、本邦投資家にとっての海外債券への投資は、安定したインカムの獲得および他のアセットクラスとの分散を図るという意義がありましたが、デフレーションからインフレの時代へ突入した昨今の環境下においては、この“安定したインカムを獲得する”手段について見直しが必要とされているのかもしれない。

このような環境変化を受けて、“安定したインカムを獲得する”手段としての円債アクティブ運用が、再び注目を浴びつつあります。日本は、硬直的な労働市場、デフレギャップの存在など諸外国に比べて物価を取り巻く環境が異なります。ここでは、こうした構造的な違いに着目し、本邦投資家にとっての安定したインカムの源泉としての円債を、これまでその役割を担ってきたヘッジ外債と比較しながら議論できればと思っております。本稿が皆様の今後の資産運用の一助となれば幸いです。

マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社
代表取締役社長 山本真一

目次

1. 債券運用を取り巻く環境の変化	P03
▶ 世界的な物価上昇と超低金利時代の終わり	
▶ 日本債券市場が直面するマクロ環境の変化	
▶ 外債運用を取り巻く環境の変化	
▶ 円債運用を取り巻く環境の変化	
2. 本邦投資家の抱える課題	P08
▶ 年金基金等	
▶ 金融機関	
▶ 個人	
3. ソリューションとしての円債アクティブ運用の再考	P14
▶ 円債自体の魅力	
— ロールダウン効果の蓋然性とキャリー収益への期待	
▶ アクティブ運用の相対的な優位性	
▶ 本邦投資家の多様なニーズに応える円債ソリューション	
まとめ	P17



債券運用本部

2020年9月撮影

1. 債券運用を取り巻く環境の変化

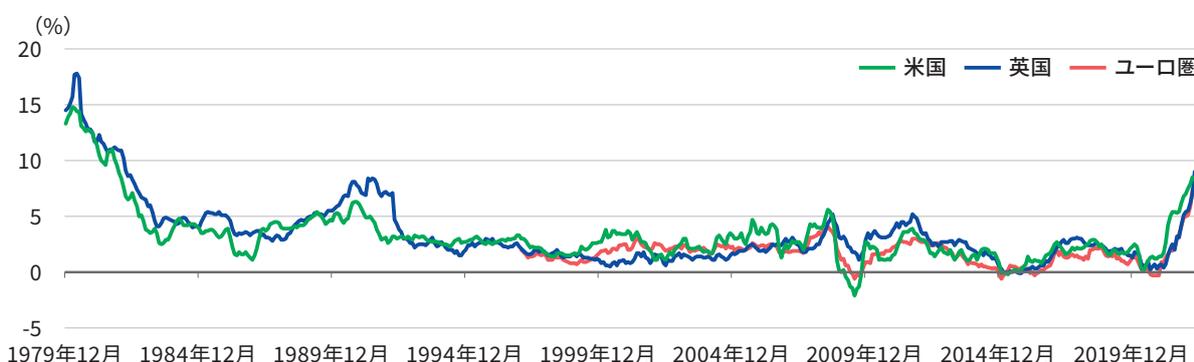
世界的な物価上昇と超低金利時代の終わり

主要先進国で記録的な物価上昇が続いています。コロナショック以前は、主要先進国において中央銀行の目標とする2%を下回る物価上昇が続き、物価が上がらないことが長期にわたり課題となっていました。その状況は様変わりしています。

- 約40年ぶりの高インフレ水準：
米国8.3%、英国9.9%
- 統計開始(1997年)以降の最高水準：
ユーロ圏9.1%

※2022年8月の消費者物価指数(総合)(前年同月比)

図1：消費者物価指数(前年同月比)の推移 (1979年12月～2022年8月、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

物価の急上昇の背景としては、需要拡大と供給制約が重なったことがあります。新型コロナウイルス感染症対策として実施した財政出動や大規模金融緩和の効果に加え、経済活動の再開が進んだ先進国で需要が急回復しました。同時に、供給面では新型コロナウイルス感染拡大による物流の停滞や生産活動が停止し、加えてロシアのウクライナ侵攻によってエネルギーや食糧の供給が滞りました。こうし

た需要拡大と供給制約が複合的に作用し、資源価格や物流コスト、人件費などの上昇が多面的に物価を押し上げることになりました。

こうした環境下、各国の長期金利も2022年に入り大きく上昇し、ドイツでもしばらく続いたマイナス利回りがプラスに転じており、超低金利水準からの脱却が見られます。

図2：主要国10年国債利回りの推移 (2009年12月末～2022年8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

日本債券市場が直面するマクロ環境の変化

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)

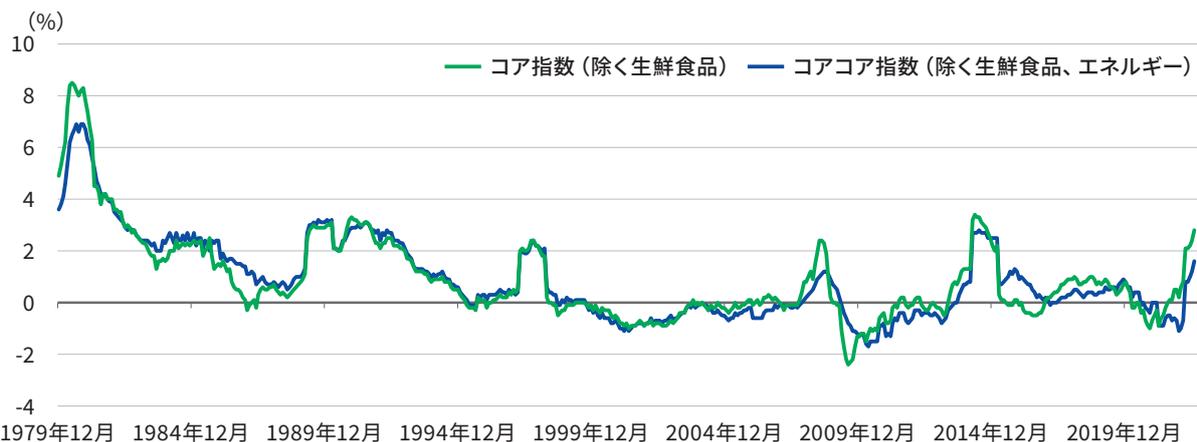
日本でも、長きに亘り、超低インフレ状態が続いてきましたが、ようやく脱する兆しが出てきています。国内の消費者物価指数の伸び率は、2021年春に携帯各社が携帯料金を値下げしたことによって、本年3月までは前年同月比で実態よりも低い水準が続いてきました。しかし、4月にはこの携帯料金の値下げによるマイナス効果が解消され、加えてエネルギー価格、穀物価格などの上昇に伴う電気料金や食品価格の値上がりを受けて、消費者物価指数

(総合)のうち生鮮食品を除くコア指数は+2.1% (前年同月比)まで上昇し、その後も、5カ月連続で2%台が続き、日銀(日本銀行)が目標としている2%の物価上昇率を一旦、超えた状態になっています。

●約8年ぶりのインフレ率：2.8%
(消費税引き上げ時を除外すれば約30年ぶり)

※2022年8月のコア指数(前年同月比)

図3：消費者物価指数(前年同月比)の推移 (1979年12月～2022年8月、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

インフレの持続性(ディマンドプル型)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月以降、プラス圏に上昇したものの8月も1.6%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がある一方で、コアコア指数については1%台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、日本では引き続きマイナス予想となっています。米国では、賃金上昇を背景とした旅行や外食などの「サービス」価格上昇が見られるのが特徴です。また、日本と欧米のインフレ率の絶対水準に大きな開きがあり、このことは、金利水準の違いにも表れていますが、日本においても物価上昇を背景とした緩やかな金利上昇が見られます。

外債運用を取り巻く環境の変化

為替ヘッジコストの上昇

主要国ではインフレ抑制のために急速な金融引き締め
の動きが見られる一方で、日本では、経済やインフレの相
対的な弱さから、引き続き金融緩和政策が継続されてい
ます。この結果、主要国と日本との金利差が拡大し、米ドル

／円の為替ヘッジコストについても大きく上昇していま
す。円との金利差が小さい局面において安定した利回り確
保の有効な手段であったヘッジ外債を取り巻く環境は、急
速に変化しています。

図4：米国の政策金利と米ドル／円ヘッジコストの推移（2015年3月31日～2022年8月31日、日次）



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

イールドカーブのフラット化

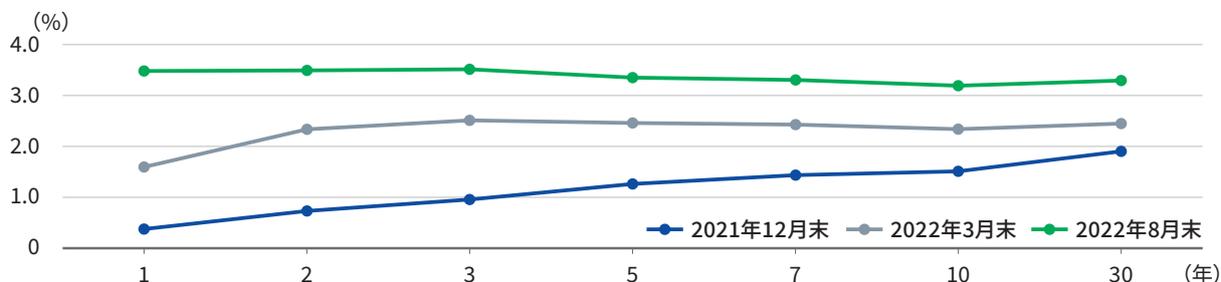
●ロールダウン効果の低下

米国では2022年3月からわずか半年の間に通常の9回
分の利上げに相当する+2.25%の利上げが実施されまし
た(8月現在)。この結果、短期金利(1年、2年)が大きく上昇
し、短期と中長期の利回りが逆転する「逆イールド」が生じ
ています。一般的に順イールドかつ傾きが大きい局面で高
い効果が得られるロールダウン効果は、足元では期待し
づらい環境になっています。

●ヘッジ後利回りの低下

また、先述の為替ヘッジコストは、基本的に円と対象通
貨との1 ヶ月や3カ月といった「短期」の金利差となります。
米国におけるイールドカーブのフラット化に伴い、従来は
比較的容易に確保できた中長期年限における為替ヘッジ
後の利回りも、確保しづらい環境になっています。

図5：米国の年限別国債利回り



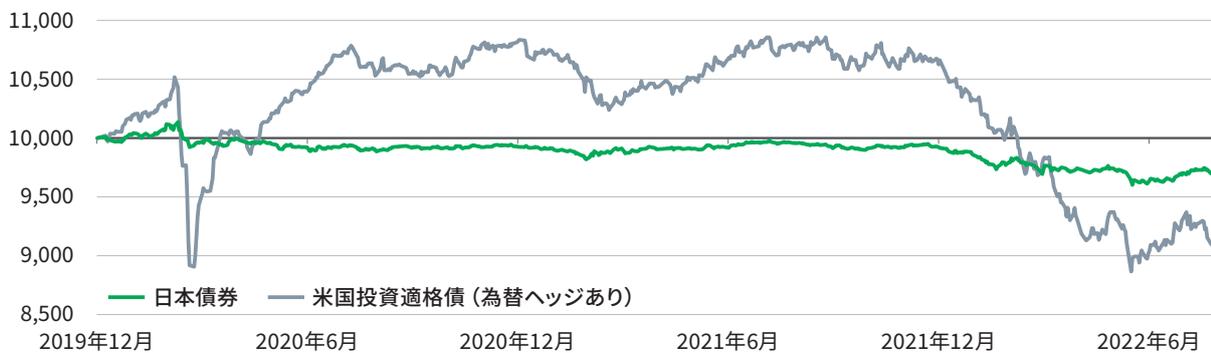
出所：ブルームバーグのデータをもとにマニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社が作成

ボラティリティの上昇

主要国の急激な金利上昇を背景に、ボラティリティも高まっています。米国の投資適格社債指数(円ヘッジベース)を見ても、2022年に入り金利上昇の影響を大きく受け

ています。こうした環境下、為替リスクがなく、順イールドによるロールダウン効果が期待でき、相対的な安定感を示す日本債券の魅力が増していると考えられます。

図6：日本債券と米国債券の推移 (2019年12月31日～2022年8月31日、日次)



米国投資適格債(為替ヘッジあり)：ブルームバーグ米国社債指数(円ヘッジベース)、日本債券：野村BPI総合指数、2019年12月30日を10,000として指数化。
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

円債運用を取り巻く環境の変化

日銀の出口戦略が焦点

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。

先述の通り、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、金利環境も大きく変わる可能性があります。

主要国の金融引き締め動きを受けて、3月以降、海外投資家が日銀の出口戦略を見越した動きを見せましたが、日銀はイールドカーブ・コントロールを死守しています。今後、ポスト黒田体制、出口戦略を意識した動きが更に活発化する可能性があるため、ボラティリティの高まりに対する備えも必要になると考えられます。

図7：10年国債利回りとOIS（10年）の推移（2020年1月1日～2022年8月31日、日次）



※10年国債利回り：ブルームバーグ算出の日本ジェネリック10年国債

※OISとはOvernight Index Swapの略称で金利スワップの一種であり、一定期間のオーバーナイト無担保コールレートと固定金利を交換する取引のことをいいます。

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

2. 本邦投資家の抱える課題

前章で述べた債券運用を取り巻く環境の変化は、投資家の資金の性格ごとに異なる面があるものの、一様に運用対象の再検討を迫る状況をもたらしています。本章では

その課題を再認識し、次章でソリューションについて見ていきたいと思います。

課題：安定したインカム確保が困難		
	従来手段	顕在化した問題点
年金基金等	ヘッジ外債 円債パッシブ 生命保険一般勘定	ヘッジコストの上昇 デュレーションの長期化 一般勘定予定利率の低下
金融機関	ヘッジ外債 円債ポートの拡大	ヘッジコストの上昇 金利リスクの増大
個人	預貯金への傾倒	インフレによる目減りリスク

新たなソリューションが求められる

年金基金等

外債投資におけるヘッジコストの上昇

黒田日銀総裁就任後の異次元緩和とマイナス金利の導入から利回りを求める投資資金がヘッジ外債へ向かう傾向が見られましたが、インフレ率の高進を背景とした主要各国での利上げとそれに伴う為替ヘッジコスト上昇により、ヘッジ外債の魅力度は低下しています。

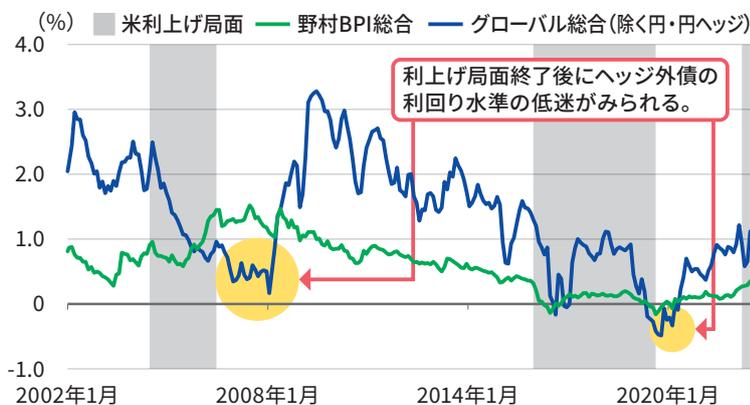
米国債に関しては、為替ヘッジコストは既に3%を上回り、10年国債利回りの水準を上回っており、円ヘッジ後米国10年国債は実質的にマイナス金利となっています。

また、ユーロ建て債券はマイナス金利政策を背景に円ヘッジ後でプレミアムを享受することができましたが、

ECBも利上げを開始しており、ヘッジコスト上昇が見込まれます。

本年末にかけて主要各国の中央銀行による利上げが継続することから、グローバルで見てもヘッジ外債の実質的な利回り水準は更に低下することが想定されます。過去、5年間のリスク対比でみた利回りを見ると、ヘッジ外債はBPI総合を下回る水準です(図8右下参照)。また、利上げ局面終了後1年程度はヘッジ後利回り水準が低迷しており、今回もヘッジ外債の実質的なマイナス金利状況が想定されます(図8黄色の円参照)。

図8：ヘッジ外債の長期利回り推移（2002年1月末～2022年6月末、月次）



	野村BPI 総合	グローバル総合 (除く円・円ヘッジ)
直近利回り (6月末) =A	0.35%	1.12%
過去5年間の ボラティリティ (標準偏差・年率) =B	0.32%	1.56%
ボラティリティ 調整後 =A/B	1.10	0.72

※外債のヘッジ後利回りは最低利回りからヘッジコストを控除(3か月平均)

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

日銀がマイナス金利政策を導入したのは2016年1月ですが、それからの6年半で一般的なヘッジ外債はほとんどリターンが出ていません。一方で、円債の代表的なインデックスである野村BPI総合の利回り水準は、マイナス金利導入前の水準まで回復しており、マイナス金利政策とグローバルインフレという大きな市場サイクルを経験する中で、ヘッジ外債対比での円債市場の相対的な魅力度は大きく回復しています。

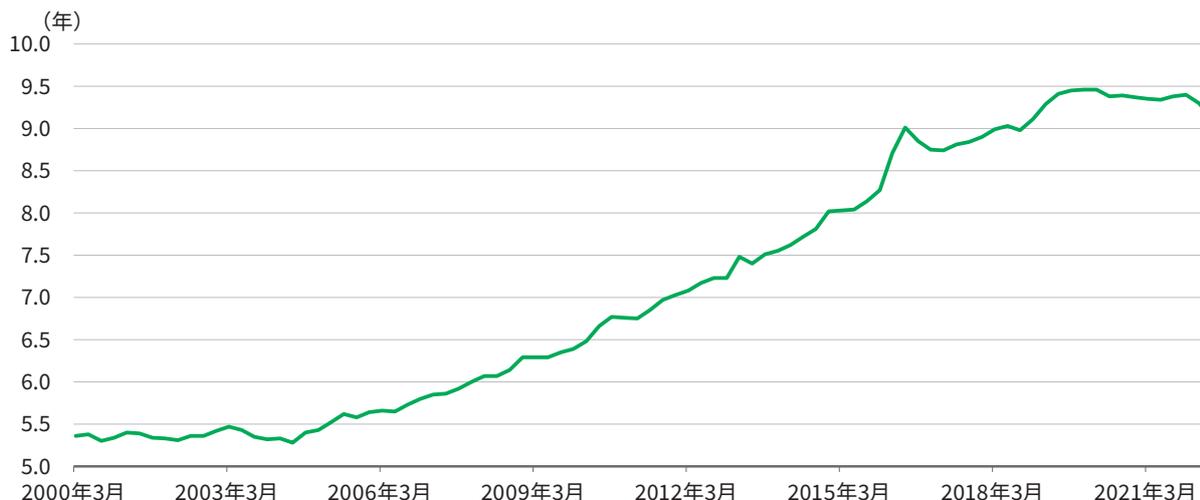
円債パッシブ運用のデュレーション長期化

低金利水準が続く中で、野村BPI総合のデュレーション

は長期化を続けてきました。その背景には、金利の大幅な低下、同指数の時価の8割以上を日本国債が占めること、そして10年超の長期、超長期債の発行量が継続的に増加してきたことがあります。

円債市場で従来見られた相対的な安定性の高さは特筆すべきと考えますが、9年を上回る長期のデュレーションリスクを負う形になっていることを考えますと、野村BPI総合への連動を目指す投資家にとって、パッシブ運用における金利上昇に対する脆弱性の高まりは留意すべき問題と言えるでしょう。

図9：野村BPI総合指数のデュレーション推移（2000年3月末～2022年6月末、四半期）



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

生命保険一般勘定の予定利率の引き下げ

日本の企業年金制度が1966年の厚生年金基金の発足を機にスタートし、生命保険各社も一般勘定(厚生年金基金保険)を提供し始めました。当初の予定利率5.5%はその後の環境変化を受けて、1994年に4.5%へ低下、さらに段階的に0.25%にまで低下しました。運用内容に目を向けますと、当初は貸付による運用が6割近くあり、その他は株式であったのが、1980年代後半からは公社債や外国証券の比率が高まり、その後は債券が7割近くになるまで変化しました。金利水準低下の影響を大きく受けるようにな

ったと言えます。2010年代からは新規受託停止となっておりますが、近時では運用環境の悪化と共に新資本規制への対応が課題になってきています。

生命保険会社の経営健全性の目安の一つにソルベンシー・マージン比率^{*1}があります。国際的な保険会社に対するソルベンシー規制について、IAIS(保険監督者国際機構)が国際資本基準(ICS)の開発を進めてきており、金融庁も「経済価値ベースのソルベンシー規制」の導入を検

討しています。諮問機関の報告書^{※2}では、ICSをベースとする国内規制の標準を提唱しており、2025年での新制度導入を念頭に置いています。負債について保険契約締結時の予定利率で算出された責任準備金(≒簿価)を使用している現在のソルベンシー・マージン比率算出法に比べ、経済価値ベースのソルベンシー・マージン比率の算出法では時価が反映されることになり、生命保険会社の支払い余力の低下を招くことが考えられ、今後先行する2社に続き、各社が一般勘定の提供維持への対応を迫られるものと思われま。

引き続きニーズの高い運用商品ですが、その利用継続性について再考する必要がありそうです。今後は一般勘定の利率の低下を見据えた新しいポートフォリオについて時

間をかけて検討が進むと考えますが、一般勘定は無リスク商品のため、資産クラスとしては完全な代替資産は存在しません。しかしながら、日本国債を中心とした国内債券はその相対的なリスクの低さ、目標とするリターン水準を加味しても代替資産の最有力候補にあると考えます。先述の通り、現在はマイナス金利政策導入前の水準まで金利水準が回復しており、円債は一般勘定代替としての魅力度を高めていると考えます。

※1 通常予測できないリスクが発生した場合に支払い能力があるかどうかを判断する指標です。数値が高いほど安全性が高く200%以上が健全性の目安となります。

※2 経済価値ベースのソルベンシー規制等に関する有識者会議の報告書(令和2年6月26日)

金融機関

低金利水準の継続が金融法人に対して与えてきた影響も甚大です。ALMの観点、リスク規制等を踏まえた上で検討すべき課題は以下の通りです。

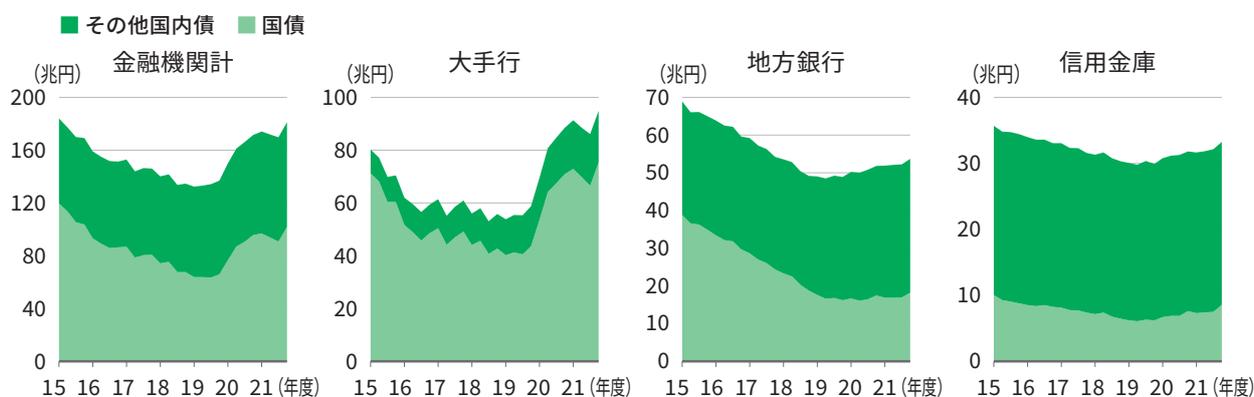
日本国債中心のポートフォリオ(特に超長期のラダー保有)

直近の日銀レポート^{※3}によれば、金融機関の円債(国

債、地方債、事業債等)の残高は2020年度以降増加傾向にあります(図10参照)。大手行はコロナ禍を背景とした低金利環境の継続から残高が増加している一方、保有国債の償還が進んだ地域金融機関では、その分の再投資を行ってきたことから残高は横ばいとなっています。

※3 日本銀行金融システムレポート(2022年4月)

図10：金融機関の円債残高 (2015年6月～2022年2月、四半期)



※国内店と海外店の合計。末残ベース。直近は2022年2月末

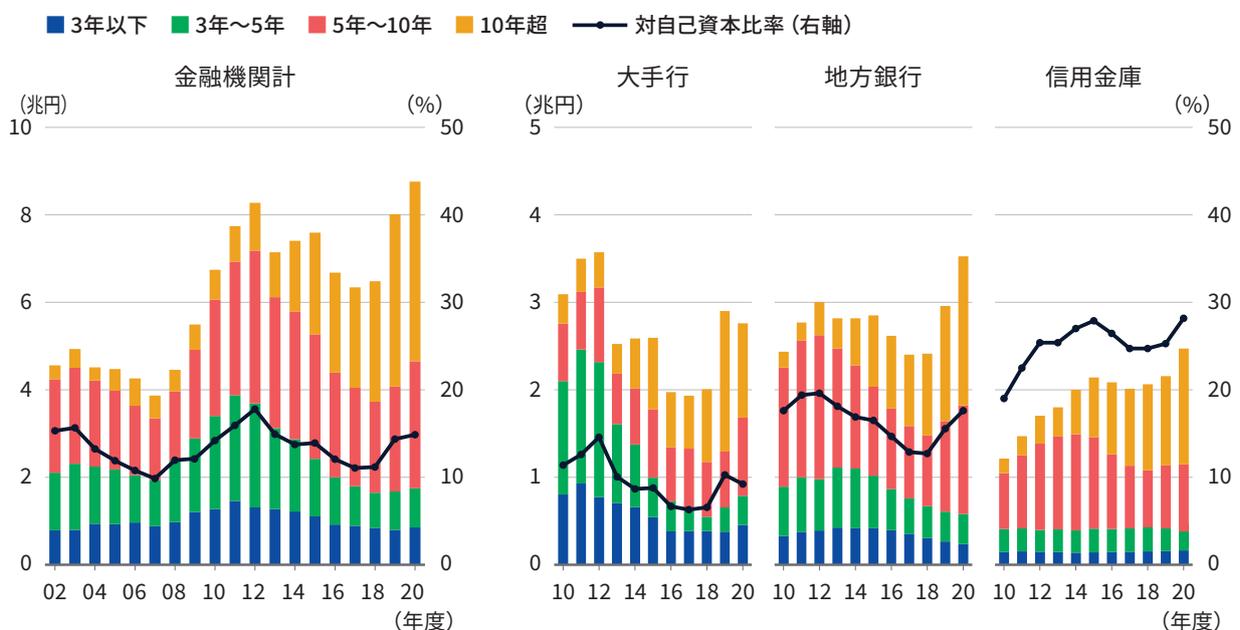
出所：日本銀行金融システムレポート(2022年4月)をもとにマニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社が作成

全体として残高が増加傾向にある中、その中身としてはデュレーションが大幅に伸びています。大量償還を迎えた高クーポン債のキャリー収益減少を補うべく、地域金融機関を中心にデュレーションが長期化してきた結果、リスク量の対自己資本比率が大手行および地域金融機関で高まっています。金利リスク量(IRRBB^{※4}での100bpv)を見ると(図11参照)、2012年までは10年超(棒グラフの一番上のオレンジ色)の保有は限定的でしたが、黒田日銀総裁就任後の2013年から増加し、そしてイールドカーブ・コントロール

ル(YCC)導入後の直近では、地域銀行や信用金庫は過去最高の金利リスクのうち半分以上を10年超で占めています。円債市場の超長期ゾーンのプレイヤーが大きく変化したのがこの数年で、先述の通り地域金融機関では増えていない一方で、金利リスク量がこのように大きく変化しているのは、ポートフォリオ内での超長期ウェイトが大幅に高まったことが原因と考えます。

※4 銀行勘定におけるリスク量。金利水準の変動により、銀行勘定の資産・負債の市場価格あるいは収益が変動することにより生じるリスク

図11：金融機関の円債の金利リスク量 (2002年度～2020年度、年次)



※1. 金利リスク量は銀行勘定の100bpv。

※2. 自己資本は、国際統一基準行の2012年度以降は普通株式等Tier1資本、国内基準行の2013年度以降はコア資本、それ以前はTier1資本
出所：日本銀行金融システムレポート(2022年4月)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

ヘッジコストの上昇、外債運用の含み損の拡大 (外債もラダー保有)

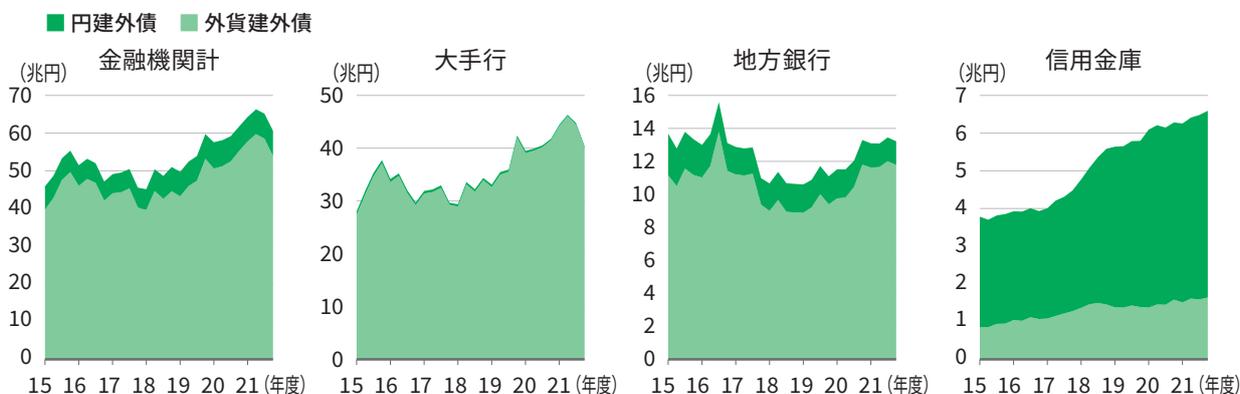
外債残高(円換算ベース)についても直近こそ減少に転じていますが、マイナス金利導入後に全体として大きく残高が増加してきました(図12参照:上が外債残高、下が投信残高(多くが外債))。

国内の低金利環境の長期化を背景に、円債ではデュレーションの長期化が進む一方、外債の残高も大きく増加した結果、直近の金利上昇局面で保有外債について多額の

含み損を抱える結果となっています。

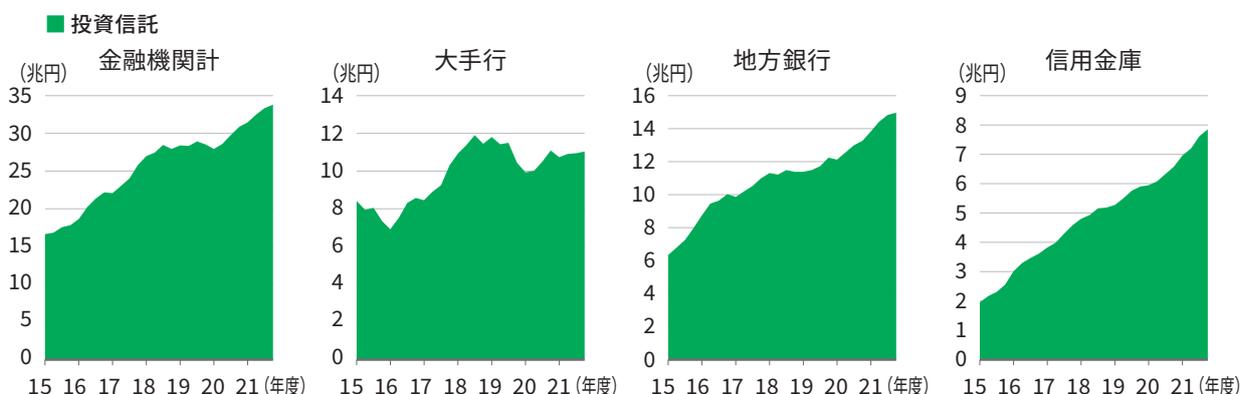
金融機関にとってのヘッジ外債は、先述のヘッジコスト上昇による投資妙味の低下と共に、欧米金利上昇による含み損の拡大がみられる資産となり、投資対象として妙味を維持することは困難と言えます。

図12：金融機関の外債残高（2015年6月～2022年2月、四半期）



※国内店と海外店の合計。未残ベース。直近は2022年2月末
 出所：日本銀行金融システムレポート(2022年4月)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

図13：金融機関の投資信託残高（2015年6月～2022年2月、四半期）



※1. 投資信託以外の有価証券を一部含む。
 ※2. 国内店と海外店の合計。内国籍・外国籍合算ベース。未残ベース。直近は2022年2月末
 出所：日本銀行金融システムレポート(2022年4月)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

リスクの抑制とパフォーマンスの向上

円債投資にかかる金利リスク量がすでにピーク水準にあることは、グローバルな低金利政策と国内における低金利水準の継続を念頭に置いて積み上げてきた結果ですが、この環境が大きく変化しつつあります。これから、円債市場においてもYCCの持続性に対する懸念、インフレ率の上昇と需給ギャップのプラス転換、そして来年4月には日銀総裁の交代という大きなイベントを控えています。市場はこれからこうした材料を消化しますが、その過程におい

てボラティリティの高まりと共に金利は上昇圧力がかけやすくなり、来年度には円債市場の魅力度はより高まることが期待されます。ボラティリティの高まりはアクティブ運用者にアルファ創出の投資機会を提供します。これから年末、新年度に向けて資産クラスとしての円債の魅力度が増加し、またアクティブ運用者の投資機会を高めると考えており、マイナス金利政策によって魅力度が低下した円債市場を見つめなおすタイミングが来ています。

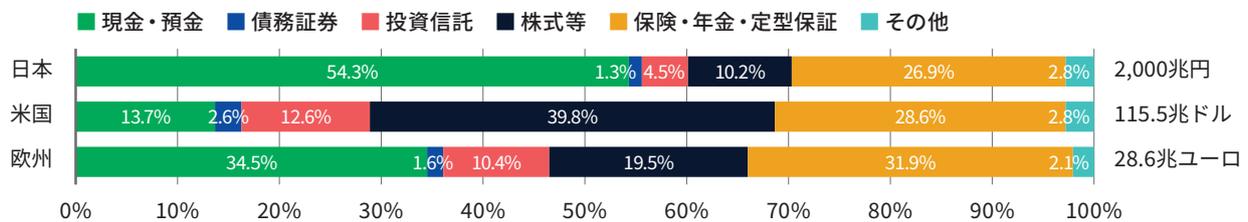
個人

預金に偏る資産配分

最後に、個人の金融資産に目を移しても、昨今のインフレの進行と急激な円安が大きな影響を及ぼしています。日本では1990年代以降、バブル崩壊や金融危機を経て、デフレが長期にわたり継続しました。モノの値段が下がる「デフレ経済」では、現金を持っている方が有利とされ、現金や預金が一番安心と考える傾向にありました。そのた

め、日本の家計の金融資産のうち、現預金が半分強を占める状況が続いています(図14参照)。一方、欧米の家計金融資産に占める現預金比率は、米国で約14%、欧州で約35%となっており、日本とは資産形成に対する姿勢が大きく異なっています。

図14：日米欧の家計の金融資産の構成 (2022年3月末時点)



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

しかし、この状況にも少し変化が見られ始めています。世界的なインフレを背景に、日本においても物価高と円安が進行しています。円預金に資産を置き続けられ、実質的に資産価値が目減りすることから、個人の金融資産は外貨建ての預金や投資信託に流れてきています。2022年3月末時点では、個人の金融資産全体の増加は前年比2.9%ですが、投資信託は10.4%の増加となっています。現在では、公募投資信託の純資産総額は160兆円超に上ります(図15参照)。

政府は、2022年の「骨太の方針」の中で、「資産所得倍増プラン」を打ち出しました。家計の金融資産を貯蓄から投

資にまわし、経済の好循環を促すのが狙いです。NISA (少額投資非課税制度) やiDeCo (個人型確定拠出年金) の拡充・改革など税制優遇を図ることで、資産形成への流れがさらに進むことが期待されます。2021年末の証券会社のつみたてNISA (少額投資非課税制度) の口座数は1年で2倍に増加しています。

インフレ時代においては、預金の利息だけで物価の上昇分を補うことは困難であり、資産を守るというこれまでの発想を大きく転換する必要があります。「貯蓄から投資へ」の動きは今後より一層強まると予想されます。

図15：公募投資信託の純資産総額の推移 (1989年1月～2022年8月末、月次)

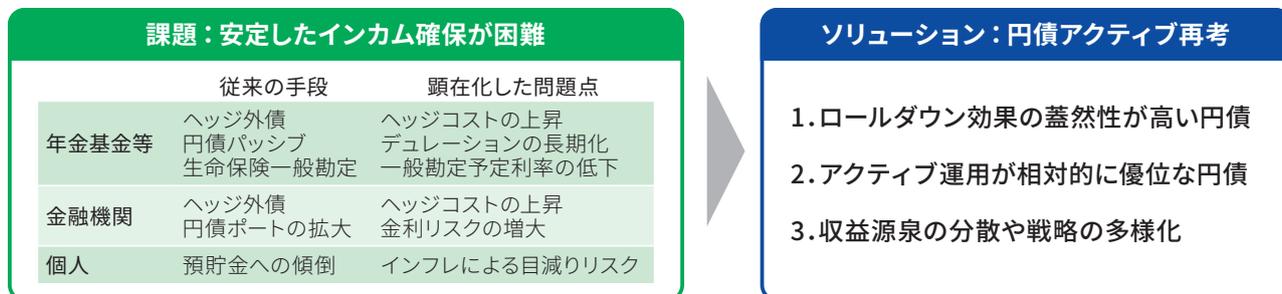


出所：投資信託協会のデータをもとにマニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社が作成

3. ソリューションとしての円債アクティブ運用の再考

投資環境の変化を踏まえて投資家の選択肢が従来通りで良いのか、との問いかけを前章にて行いました。主要

な課題に対するソリューションとして、円債について再考していきます。



円債自体の魅力 — ロールダウン効果の蓋然性とキャリー収益への期待

円債市場の魅力度が高い要因の一つは「短期金利の低位安定」、つまりロールダウン効果の蓋然性が高いという点です。海外主要国とは異なり、政策金利の変更リスクが

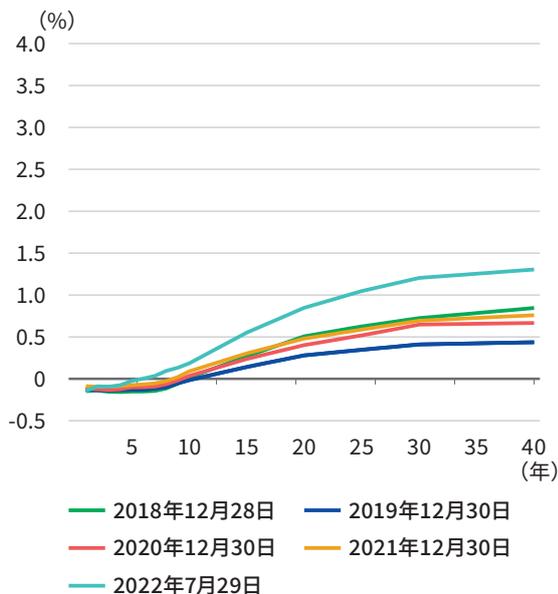
低い、すなわちロールダウン効果の蓋然性が高いということが言えます(図16参照)。

図16：日米の国債イールドカーブの推移

●日本

順イールドカーブで安定

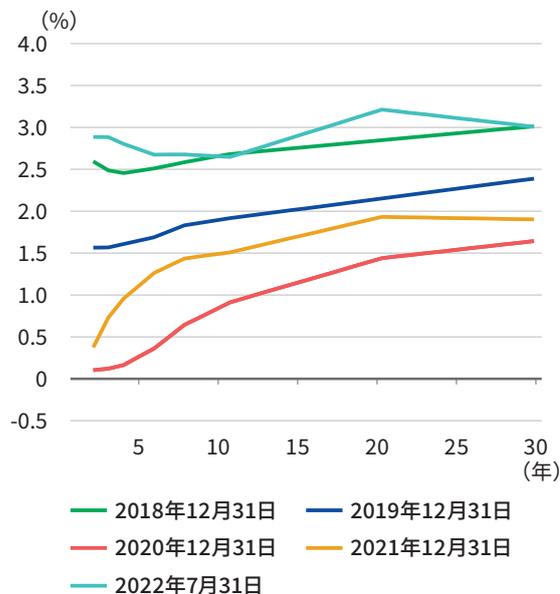
➡ロールダウン効果の蓋然性が高い



●米国

イールドカーブのフラット化

➡ロールダウン効果の蓋然性は低い



※10年超の利回り格差は年限で案分

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

ロールダウン効果とクーポン収入を合計したキャリー収益についてみると、マイナス金利導入で低下したものの

クーポン収入が現在徐々に回復傾向にあることもあり、キャリー収益の獲得は今後期待されることです。

図17：野村BPI総合のクーポン収入の推移（2012年12月末～2022年8月末、月次）



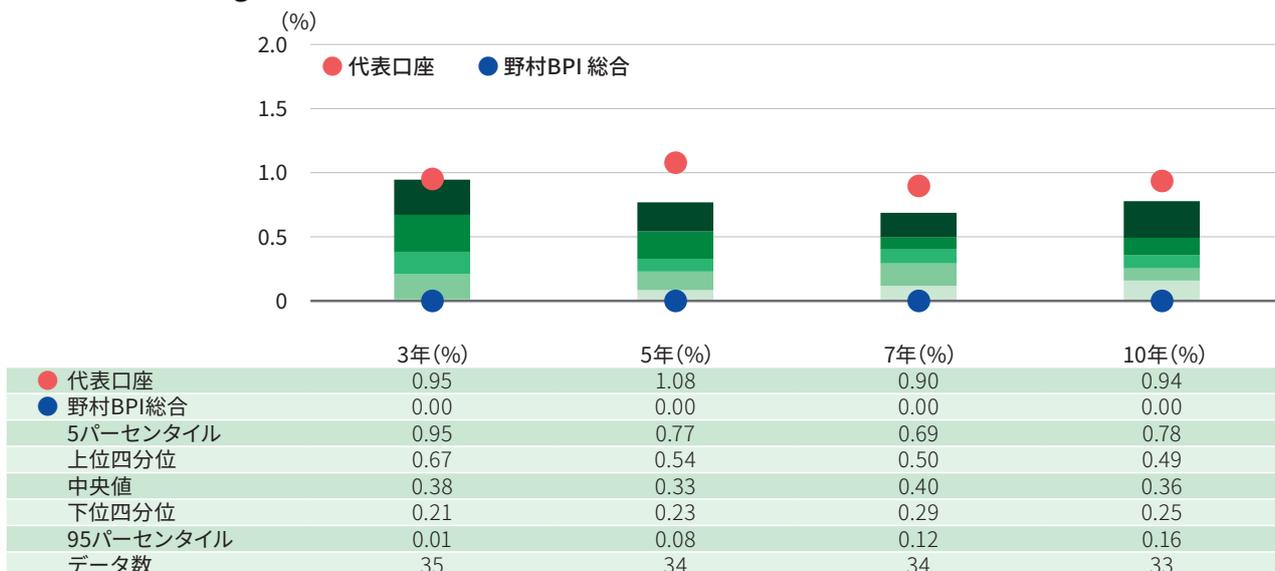
出所：ブルームバークのデータをもとにマニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社が作成

アクティブ運用の相対的な優位性

円債アクティブ運用について各社のパフォーマンスを見ますと、総じてベンチマーク・インデックスをアウトパフォームしています（図18参照。代表口座は弊社における代表

口座）。超過収益獲得の再現性が比較的高いということが言え、アクティブ運用が本領発揮できる運用資産と考えます。

図18：Mercer Insight 日本債券アクティブ・ユニバースの比較(期間別超過リターン、年率)（2022年6月末時点）



※代表口座は、弊社が運用する日本債券運用戦略のうち代表的な口座を指し、運用報酬控除前のものです。

※対象はMercer Insightの日本債券アクティブ・ユニバースに属するファンド・口座

※当該評価は過去の一定期間の実績を分析したものであり、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。

出所：Mercer Insight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

本邦投資家の多様なニーズに応える円債ソリューション

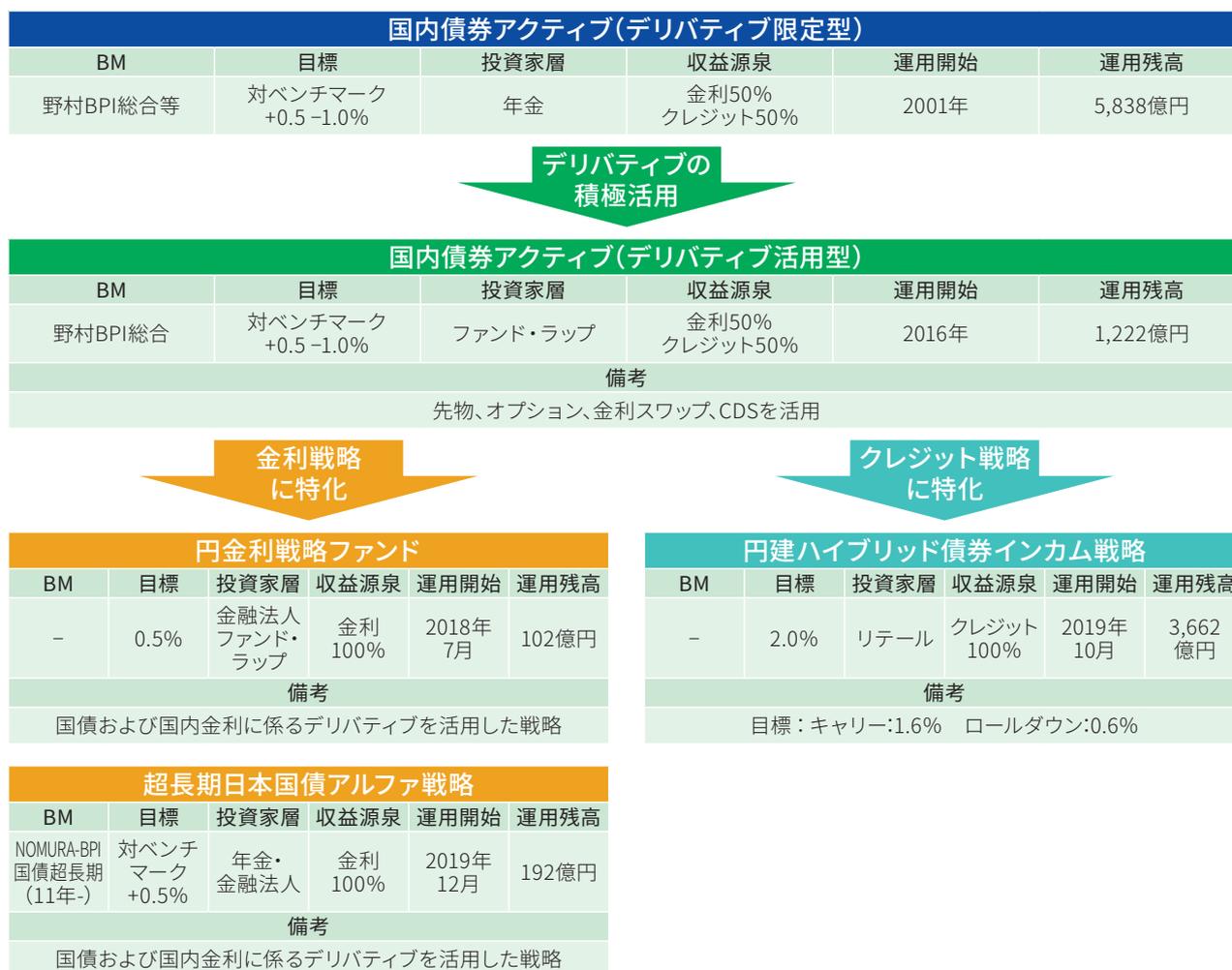
安定的なアルファ獲得のために円債アクティブ運用が有効であることを前項にて確認しましたが、ポートフォリオ構築上の分散の観点から、改めて円債アクティブ運用の意義を考えてみる時期ではないでしょうか。

デュレーション長期化への対応や一般勘定の代替手段、あるいは金利リスクの上昇やインフレによる目減りリスク増大への対応など顕在化した問題は様々であり、本邦投資家には多様な選択肢が必要です。具体策としては、イールドカーブやデュレーションあるいはクレジットなど、超過収益の源泉や戦略の分散といった多様な選択肢が考えられます。

弊社では、金利戦略とクレジット戦略という円債アクティブ運用の両輪を、長いトラックレコードを持つ保守的な口座・ファンドにおいて培って参りました。また、投資家のニーズをとらえてデリバティブを駆使したリスク/リターンのプロファイルの高い戦略も2016年より提供しています。

さらに2019年には、円債アクティブ運用の両輪として培ってきた金利戦略とクレジット戦略について別々に提供することとし、それぞれの特性を活かした異なる運用戦略としてご利用頂けるようになりました。

図19：弊社における戦略多様化の例（2022年7月末時点）



まとめ

1. 債券運用を取り巻く環境の変化

- 世界的な物価上昇に伴い、超低金利時代は終焉を迎えている
- 日本にも物価上昇が波及、インフレの持続性が焦点に
- 外債のロールダウン効果やヘッジ後利回りが低下するとともにボラティリティは上昇
- 円債運用においては日銀の出口戦略が重要性を増している

2. 本邦投資家の抱える課題

- 年金基金等における外債ヘッジコストの上昇、円債パッシブのデュレーション長期化、一般勘定の予定利率引き下げ
- 金融機関における日本国債中心のポートフォリオ、ヘッジコストの上昇と外債運用の含み損、リスクの抑制とパフォーマンスの向上
- 個人金融資産における偏った現預金のインフレによる目減りリスク

3. ソリューションとしての円債アクティブ運用の再考

- ロールダウン効果の蓋然性とキャリー収益への期待が円債の魅力の原点
- 相対的な優位性を持つアクティブ運用
- 投資家にとって重要な戦略の多様化や超過収益源泉の分散

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。

ディスクレーム

- 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

 **Manulife** Investment Management