

# Portfolio Insights

## 日本債券運用

- 円債運用を取り巻く環境と

アクティブ運用の意義 -

大和ファンド・コンサルティング社との対談

2021年10月

## はじめに

### ～円債運用における“アクティブ・イナーシャ”を避ける～



なぜ繁栄を謳歌していた成功企業ほど低迷してしまうのか？ MITスローンスクール・オブ・マネジメント上級講師などを務めるドナルド・サル氏は、その答えを「アクティブ・イナーシャ (Active Inertia)」（積極的な惰性）に求めました。

同じフィルムメーカーであった、富士フィルムとコダック、その明暗を分けたのは、化学メーカーとしての自らのコアバリューを再定義できたかどうかでした。富士フィルムは医薬品から化粧品、液晶ディスプレイのフィルムに至るまで事業の多角化に成功し生き延びました。かたやコダックは、フィルム事業の衰退という迫りくる脅威に対してコスト削減と自社株買いに走り、衰退の一途を辿りました。

サル氏はこのアクティブ・イナーシャを、「事業環境の劇的な変化に反応して新たな行動をとるべきなのに、これまで積み上げられた行動パターンを踏襲してしまう組織の習性」と定義しています。ここで企業経営上のアクティブ・イナーシャについて取り上げたのは、同じことが資産運用についても完璧に当てはまると思われるからです。

日本銀行によるゼロ金利政策、量的緩和政策が導入されてから20年の月日が経過しました。この間、日本の長期金利水準および市場のボラティリティは一貫して低下傾向にありました。債券投資家にとっては、非常に快適な状態が実に20年も続いたこととなります。そして、結果論で言えば、デフレ環境下において、機関投資家・個人投資家問わず日本国債や預貯金、アクティブ/パッシブの選択の中ではパッシブ運用に資金を置いておくことは、ある意味賢明な選択であったということになります。

一方で、現在の状況を冷静に見つめ直すと、日本債券を代表するNomura-BPI総合指数の利回りは0.13%にまで低下し、過去5年間のリターンは年率0.08%にまで落ち込んでいます(2021年9月末現在)。しかも、そのデュレーションは9.38年と10年前と比較すると2.41年も長期化しています。こうした下がり切った利回り水準と長期化する金利リスクという現実の前に本邦投資家がアクティブ・イナーシャにより過去20年間の成功体験や意思決定パターンに囚われないか危惧されるどころです。

日本の政府や企業は、危機が相当に深刻化しないと構造的な問題に対して行動を取らないと批判されることがあります。一方で、先進国の中で、いち早く巨大なバブルの膨張と崩壊、それに伴う深刻な金融危機や流動性の少な、デフレを経験し、ゼロ金利政策、量的緩和政策、不良債権処理、金融機関への資本注入などのありとあらゆる政策が取られました。その後、世界経済が直面したリーマンショック、欧州債務危機、コロナ禍など、日本が先鞭を

つけた政策があったからこそ、世界はデフレの危機を回避し、危機からの回復も比較的早く済んだとも見ることができます。その意味では、日本は世界の先頭を行っていたとも言えます。

今や少子高齢化や超低金利環境は日本だけの問題ではありません。個人金融資産として眠る1,056兆円もの預貯金の運用効率を1%でも向上させることが出来れば、消費税5%相当分のリターンが個人に還流することになります。アクティブ・イナーシャを避け、如何にこの環境下においても効率的な運用を目指すことができるか、日本の投資家がソリューションを見つけ世界に先んじてそのモデルを示すことが求められているのかもしれません。

第7号となるPortfolio Insightsでは、長年、コンサルタントとして年金基金など投資家サイドから資産運用及び日本債券運用を見てきた株式会社大和ファンド・コンサルティング、シニアコンサルタントの峰佳裕様をお招きし、長年運用サイドから日本債券市場を見てきた弊社債券運用本部長を務める津本との対談内容をお届けします。

本邦投資家や日本の資本市場が抱える課題、およびそのソリューションなど、示唆に富んだ多面的な議論が展開されました。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

<b>1. 投資家の直面する課題と対策</b>	<b>P04</b>
▶ 低金利環境の弊害	
▶ 高まるアクティブ運用の意義	
<b>2. 運用機関の役割</b>	<b>P07</b>
▶ 運用機関の役割の変化	
▶ 日本債券運用におけるアルファの生成	
▶ これからのアクティブ運用と運用会社	
<b>3. アルファの再現性</b>	<b>P10</b>
▶ 新しい投資対象を開拓してリスクを取る	
▶ 顧客の課題に向き合って投資商品を提供	
▶ アクティブ運用によるマイナス金利への対応	
<b>4. 資本市場の活性化に向けた取り組み</b>	<b>P12</b>
▶ ESGを資本市場発展のきっかけに	
▶ 企業と運用会社との対話は進む	
▶ 投資家へのメッセージ	
<b>まとめ</b>	<b>P14</b>



# 1. 投資家の直面する課題と対策

**モデレーター** 日本の資産運用業界を取り巻く環境を見ると、コロナショックを機に世界的に中央銀行のバランスシートが急拡大してきています。ここからアフターコロナを見据えて、テーパリングなどの出口戦略が視野に入ってくる中において、高値圏にある株、債券、不動産のいずれについても、運用環境としては非常に難しい局面に直面しているのではないかと考えられます。また、投資家サイドについて見ても、少子高齢化、人生100年時代を見据えた長生

きリスク、益々積み上がっている預金などに加えて、日本だけではなく世界的に進行する低金利化(図1)による資産運用の期待リターンの低下など多くの課題が積み上がっています。ここから、2020年代、そして30年代を見据えて個人、年金基金、金融機関などの投資家が直面している問題点について、それぞれの立場から考えをお聞かせください。

図1：主要先進国国債の年限別利回り(2021年9月末現在)

	1年	2年	3年	5年	7年	10年	30年
スイス	-0.80	-0.78	-0.67	-0.51	-0.40	-0.18	0.02
ドイツ	-0.68	-0.70	-0.70	-0.56	-0.40	-0.20	0.27
フランス	-0.65	-0.69	-0.62	-0.34	-0.18	0.15	0.93
スペイン	-0.58	-0.59	-0.47	-0.29	-0.02	0.46	1.34
イタリア	-0.51	-0.45	-0.26	0.08	0.41	0.86	1.82
日本	-0.12	-0.13	-0.12	-0.09	-0.05	0.07	0.67
オーストラリア	0.01	0.04	0.31	0.78	1.13	1.49	2.37
米国	0.07	0.28	0.51	0.96	1.29	1.49	2.04
イギリス	0.23	0.41	0.50	0.63	0.74	1.02	1.37
カナダ	0.29	0.53	0.67	1.10	1.24	1.51	1.99

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

## 低金利環境の弊害

**峰氏** 私は、普段接しているお客様が年金のスポンサーですので、どちらかという機関投資家に近い立場の意見になると思います。足元は、ベース金利の低下がほぼ全ての資産に影響しており、結果として全ての資産クラスの期待リターンが下がっているということが問題視されていると感じています。

また、グローバルな金融緩和政策の下における実体経済と金融市場の乖離、特にコロナショック後にその乖離が大きくなっていることについて不安視されているというのが今の企業年金の状況と認識しています。テーパリングなどの金融緩和政策の出口については、日本にとっては羨ましい話で、中長期的には金利が上がるというのは決して

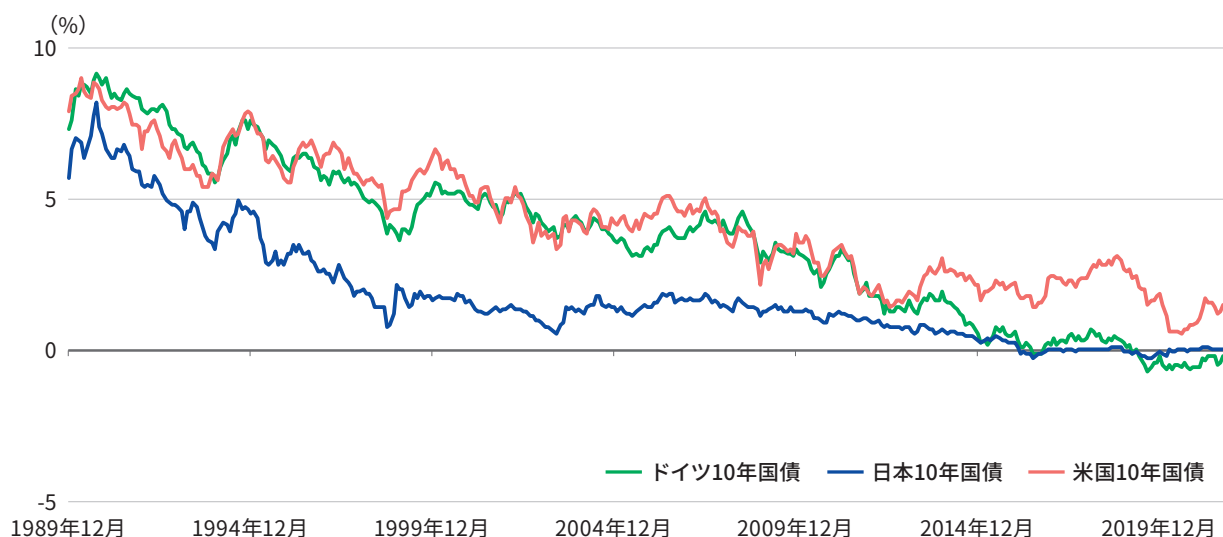
悪いことではないと思いますが、短期的にはボラティリティが高まる可能性があるということを警戒されている状況です。

とはいえ、国内債券については利回りがほぼない状況にあることから、安定的だからといって国内債券に資金を集中すればよいかという必ずしもそのような状況にはないのが実情です。債券、株をコア資産としつつ、それ以外の資産クラスも活用するというのだと思いますが、どの資産も割高なものが多くなってきており、ここからの戦略についてはお客様によってだいぶ考え方が違ってきていると思います。

**津本氏** 私は運用サイドからの問題意識についてお伝えしたいと思います。長年債券運用に携わってきましたが、平成の時代は金利がほぼ一貫して低下(図2)したことからバイアンドホールドでなんとかリターンを出せたという、まさに債券運用者にとっては黄金時代でした。ただ、足元のようなゼロ金利環境になってくると、これ以上の金利低下は限定的と考えられ、この先、金利は上がるか下がるかといったら、いずれは上がるということだと思えます。では、

金利が上昇するときそのベータというのはどういう意味があるのか、もしくはそのベータをトラックすることで投資家にどのような付加価値を提供できるのかということについて問題意識を持っています。私としては、しっかりとアルファを出していくということが付加価値の提供につながると思っています。ただ、国内債券のアクティブ運用に対する関心は、それほど高くはないのが現状ではないかと感じています。

図2：10年国債利回り(日・米・独)の推移(1989年12月末～2021年9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

## 国内債券は分散投資に必要不可欠な資産

**峰氏** その点については、国内債券では十分なリターンが出せないという認識をお持ちの方が多く、かといって株には行けないということで、関心がオルタナティブの方に向かっているというのが実情ではないかと思えます。一方で、国内債券の配分をゼロにするかという、年金の世界では分散投資の観点から決してゼロにはなりません。ただし、国内債券のアクティブ運用を敢えて選ぶかという、なかなかそこまでは至っていないのが現実です。この背景には、全般的な傾向として、コストに見合うアルファがなかなか期待できないというような考え方が根底にあ

るのだと思います。アクティブ運用をするにあたっては、アルファがわかりやすく出やすい資産で行いたいということなのではないかと思えます。ただし、ニーズがないということではないと思っていますし、過去数年間の国内債券のアクティブ運用マネージャーの平均的なリターンを見てもアルファがとれているので、国内債券のアクティブ運用については再考する余地があるのではないかと個人的には思っています。

**津本氏** とても心強いお話です。

## 高まるアクティブ運用の意義

**モデレーター** ここからは、①今後の市場環境を見据えた備え、②運用機関の役割、③アルファの再現性、④資本市場の活性化に向けた取り組み、の4つに分類し、それぞれについて順番にお伺いしていきたいと思います。

まず、世界的に金融政策の転換点を迎える中、バリュエーションの修正や為替ヘッジコストの上昇など、今後想定される環境変化に対して投資家はどのように備えるべきか、お二人の考えをお聞かせください。

**峰氏** 企業年金については、分散投資を極めていくしかないというのが、唯一のソリューションだと思っています。その中では、株やオルタナティブの重要性とともに債券も非常に重要な役割を占めると考えています。債券に対して年金が期待する役割については、現状それほど強い機能となっていないかもしれませんが、2つあると思います。1つはインカムであり、もう1つは、ポートフォリオの中で果たす役割という意味で、それ自身が低リスク資産であるということと、リスク性資産との相関関係からリスクを抑制する効果があるということです。そういう面から言うと、いくら機能が弱くなってきたとはいえ、決して資産配分がゼロになるような資産ではないと思っています。アクティブマネ

ージャーには、そういう弱った機能の部分を他の視点で補完するような役割が期待されるのではないかと考えます。

**津本氏** 私たちアクティブマネージャーとしては、インカムをどうやって補っていくのか、金利戦略なのかクレジット戦略なのか、オフベンチマークでもよいですが、そこに私たちの仕事の真価が問われているのだと考えています。私たちはベータプロバイダーではありませんので、やはり安定的にアルファを出すことでしか評価されないと考えています。お客様にお伝えしたいのは、そういったアクティブマネージャーもしっかり選んでいただきたい、全てがパッシブだとどうしてもリターン的には低くなってしまっているので、円債アクティブ運用にも一定の利がある、ということを強く訴えたいと思っています。

**モデレーター** 債券のインカムが低下していて分散効果も低くなってきている中、その弱った機能をアクティブマネージャーの運用力でどう補えるかということだと思います。ただアルファを上げるのも、あらゆるものが高くなっている中において、非常に厳しい環境になってきており、まさにその観点から運用機関の選別が行われていくだろうと考えられます。

## アクティブマネージャーには、債券の弱った機能を補完する役割が期待されている



## 2. 運用機関の役割

### 運用機関の役割の変化

**モデレーター** さて、そこで二つ目の切り口として、運用機関の役割についてお伺いしたいと思います。お二方は運用業界での非常に長いご経験の中で、ここ10年、20年、30年で運用機関に対する期待や役割が大きく変わってきたことをご自身の目で見てこられたと思います。特に20年前、30年前の、ベータを提供するだけでも付加価値があったという時代と比べて、ベータのコストはほぼゼロになってきています。そして特に債券ポートフォリオの機能が弱ってきている中で、運用機関の運用力がより厳しく見られる時代になってきていると思います。お客様に対する運用機関の役割の変化についてどのように感じていますか？

**峰氏** 非常に難しい問題ですが、従前はお任せ運用がやはり多かったです。つまり、資産全て合わせて運用会社の言う通りにするものが多かったのですが、徐々に主体的に自ら計画を立てていく、というスタイルに変わってきたと思います。それに伴って運用会社にはより高い運用の専門性を求めるようになってきたと感じます。それが非常に強くなってきたのが、一番大きな違いかなと思います。そういったお客様からのモニタリングの厳しさも増えたりしていませんか？

**津本氏** そうですね。お客様の質問のクオリティが非常に高くなっていると感じています。どうやってアルファを出

したかというところに興味を持っていただくのは、我々運用者からすると非常にありがたいですね。昔は、ともするとパフォーマンスが悪い時はどう言い訳するかを試されているような四半期報告会が多くて、何かお白洲に座らされている感じがしたものです(笑)。今はそうではなく、悪い時は悪いですと説明し、それはもちろん厳しいのですが、良い理由も聞いてくれるようになりました。おそらくバランス型から特化型の運用に変わってきたのと同時に、お客様が反復的に再現した運用パフォーマンスを出せるのかどうかを見ていただいているのだなと感じています。そういう意味では四半期報告会が楽しくなりましたね(笑)。

**峰氏** 私もそれは感じています。金融業界全体で見ますとやはり運用者だけでなく、投資家の意識もすごく成長していると感じています。

**モデレーター** 個人投資家についても、ラップビジネスが伸びてきている中で、運用機関を線引きする評価機関が入ることによって、やはり結局は専門性を高めてアルファを継続的に出している運用会社が選ばれているような流れができつつあります。また、昔ほど商品を毎月出すということがなくなってきているということも、長い期間アルファをしっかり出せる運用会社が正統に残っていくという環境を作っていると思われれます。

## 運用会社にはより高い専門性が求められるようになってきた

## 投資家は運用パフォーマンスが反復的に再現できているかを見ている

### 日本債券運用におけるアルファの生成

**モデレーター** 次は円債運用についてお伺いします。お客様のほとんどの資産が円をベースとしているので、円債の運用は無視できない状況に置かれています。

そう考えると円債というのは非常に重要かつベースとなるカテゴリである一方で、金利はほぼゼロに近づいており、金利の下限に限界があるとすると、非常に厳しい環境に直面していると思います。円債においてパッシブを選ば

れている年金基金は、アクティブでパフォーマンスが出ている運用会社があまりないから消極的にパッシブを選んでいるのか、それとも積極的にパッシブを選んでいるのか、お客様に接してどういった動機があると思われれますか。また、円債は分散機能が弱くなってきたとはいえ、カテゴリとして当然アロケーションがあるわけですが、パッシブに対する方針がこの環境でも変化がないというのはどういった背景があると思われれますか？



**峰氏** 債券に限らず全てパッシブ運用を行うというようなお客様は少ないながらも一定数はいらっしゃる、理由は「アクティブ運用は当たり外れがあるのでパッシブ運用でいい」ということのようにです。一方で、債券だけパッシブにしているというお客様もゼロではありません。そういうお客様のお話を伺っていると、ここを頑張ってもあまり変わらないとか、コスト見合いで考えるとたかが知れている、というご意見が多いので、後者は消極的なパッシブというような印象を持っています。

**津本氏** やはりコストに見合ったアルファを業界全体として出していないということが、その考えの背景にあるんでしょうね。

**峰氏** そうですね。数字を見ているとここ数年は決してそんなことはないと思っているのですが、さらに前の時代になりますと確かにそういう側面もあると感じています。

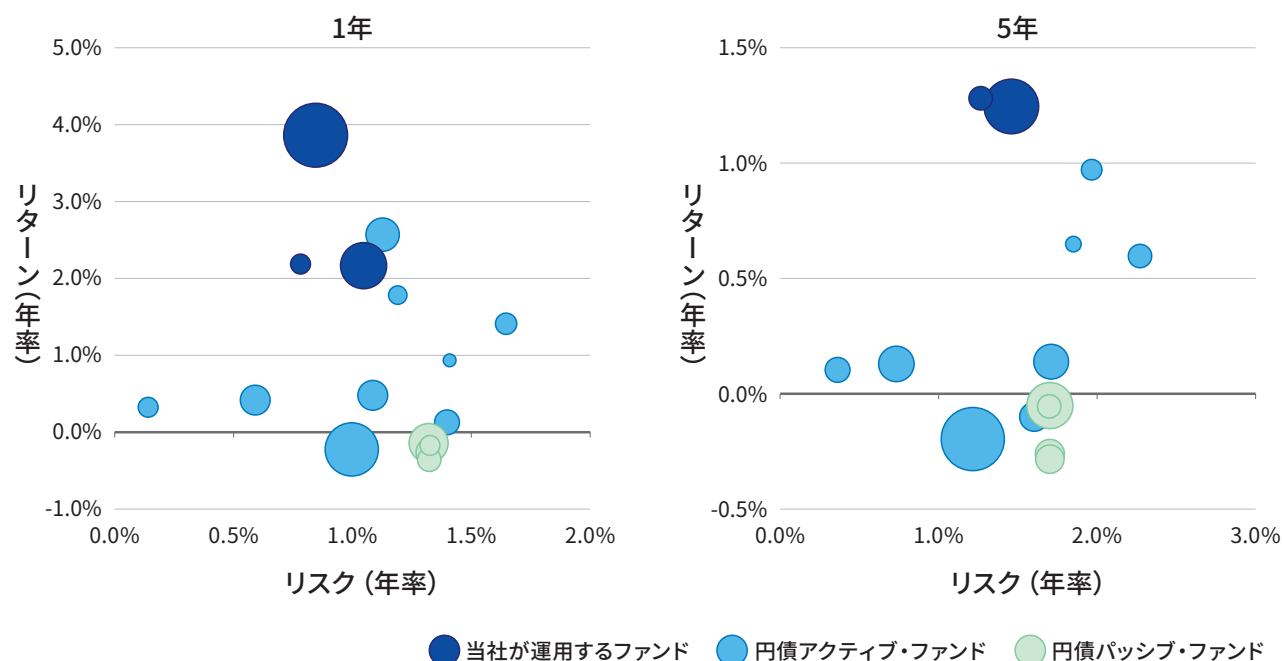
**津本氏** アクティブ運用の立場からすると、ここ数年はア

ルファが出しやすい環境でした。ある程度クレジットのオーバーウェイトを取るとしっかりと数十ベースとまではいかないですけど10、20ベースぐらいはアクティブ・リターンがアルファが出るような環境でしたので、総じてプラスの超過収益を出す運用機関というのは多いです。ただ、弊社のように高いアルファを出しているところは非常に少なく、皆さん大体20ベース前後のところ団子状態になっています。

かつてクレジット市場がこんなに発達していない時代には、アルファは金利中心でしたので、当たる時もあれば当たらない時もある、金利についてあまりリスクを取らない運用機関も多くて、結果としてパッシブとほとんど変わらないということもありました。特に2000年代前半はそのようなケースが多かったという記憶があります。やはりアクティブマネージャーたるもの、しっかりとリスクを取って、その分しっかりとアルファを積み上げていくことが最大の使命であると痛感しておりますし、お客様にもしっかりと伝えていくべきだと考えています。

## 投資家に選ばれ続けるにはコストに見合ったアルファ創出が不可欠

図3：円債ファンドのリスク・リターンの分布(2021年10月14日現在)



※各凡例の大きさは純資産総額を相対的に表したものです。

※上記は過去のものであり、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: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

## これからのアクティブ運用と運用会社

**モデレーター** 先ほど消極的にパッシブを選択されているというお話がありました。この10年、20年、金利が一方的に下がってきましたし、クレジットスプレッドも縮まってきた、ある意味消極的なパッシブが正しかったところではあると思います。ただ、クレジットスプレッドも相当に潰れてきていて、金利もゼロになっている中で、フォワードルッキングベースでそういった消極的なパッシブについて、どういった問題意識やご意見をお持ちですか？

**峰氏** 確かにフォワードルッキングで考えますと、ベンチマークを見ますとデュレーションは2000年代初め頃はまだ5年余りだったのが、今はゆうに9年を超えています。国債の割合についても、確か65%ぐらいだったものが、今は8割を超えているような状態で、ベンチマーク自体の多様性がなくなってきたとも考えられます。ソブリンの金利リスクだけが高まってきているとも見受けられるので、これが少し偏重しているとお客様にとっては、市場に対するアンチテーゼだとしてもアクティブ運用を採用する意義はあると思います。

先ほどの補完とアンチテーゼという観点で、ベンチマークに対するアクティブ運用という形態では更に自由度を高めた運用にもニーズはあるのではないのでしょうか。このような観点から何かご提案いただくというのも運用機関に対する期待としてあるのかなと感じております。

**津本氏** 金融機関のお客様とお話をしていると、彼らのニーズとして、インカムを如何に継続的・安定的に獲得してい

けるのか？が非常に大きいと感じます。特に大手の生保だと数十兆円の国債を持っていて、国債が償還するたびに入れ替え続けています。利回りは一貫して下がってきているのにこのまま買い続けていいのだろうかとか、デュレーションは益々長くなる一方でリターンが低くなるので何か方法はないですかとか、インハウスの運用ではもうアイデアがないので何かアイデアがあったら教えてください、というようなお話をいただきます。そこで1年半前からある大手生保に我々の得意とする金利デリバティブを活用して国債のベータに対してアルファを上書きするという手法を提供しています。それがアンチテーゼになるかどうかは分かりませんが、そういったニーズも非常に多いです。

地方の金融機関や地銀からも同じようなニーズがあって、そちらは預金金利プラス50ベースを目指してくださいというようなものです。インハウスでやっている運用部の若い方がなかなか経験が積めない中で償還した債券の入れ替えだけしているので、知識が全然伸びませんという声も聞きます。金利デリバティブの活用などの勉強も含めて弊社で運用してくださいといったお話をいただきます。おそらくこういった動きは広がっていくんだろうと思います。金融機関の持っている国債はとんでもない金額がありますので、その一部を外部委託して、その中で若い方々がしっかり経験を積んで頂ければ、私たちとしては非常に嬉しいことだなと感じております。是非そういったことを益々やっていきたいと思っています。

## 更に自由度を高めたアクティブ運用にもニーズはある



### 3. アルファの再現性

#### 新しい投資対象を開拓してリスクを取る

**モデレーター** 金融機関の保有国債や年金基金の円債残高は莫大で、ほぼゼロといったリターンに甘んじています。ここに運用力さえ提供できれば、国全体にプラスの影響をもたらせます。一方、アルファを出し続ける運用体制を維持するのは非常に難しい。峰さんをご指摘された通り、多様性が不足する円債市場で、アルファ再現性を担保する運用体制をどのように構築しているのかお聞かせ下さい。

**津本氏** 私たちが円債を運用するにあたり、常に気をつけていることがいくつかあります。1つは分散投資です。金利戦略、クレジット戦略、現物、デリバティブ。年金基金の円債運用ではデリバティブがあまり使われず、一般的に先物はヘッジ目的に限定されます。ただ上手に使えるとリターン向上が可能で、こうした手法を業界に先んじて運用プロセスに組み込むことは非常に重要です。足元でハイブリッド債券市場が大きく拡大していますが、私たちは5、6年前からハイブリッド債運用に参入し、フロントランナーとしてやってきました。しっかり運用プロセスを構築した上で、ハイブリッド債とシニア債のスプレッド格差を安定的な超過収益に繋げていくために組織的に取り組んできました。

また別の観点ですが、運用会社を志望する若い方々が少なくなっています。ここにいるメンバーを見てもシニア層ばかりだと思います(一同笑)。弊社の債券運用部には20代が1名、30代前半が2名おり、世代のバランスを図ってチーム全体の活性化に取り組んでいます。こうした組織的な対応も重要だと考えています。

**モデレーター** 峰さん、コンサルタントとしての立場から、運用会社が抜きん出る違いを作り出す点はどういうところにあるとお考えですか？

**峰氏** 結論から先に申しますと、リスク管理をしながらいかにリスクを取れるか、ということだと思います。先ほど話題に出ましたとおり、事業債を単純にオーバーウェイトすれば勝てるような環境が何年か続きました。正にその通りですが、これがずっと続くかという、決してそんなことはないと思います。むしろ、これに甘んじているような運用会社はおそらく転換点では淘汰されていくのだろうと思います。

**津本氏** はい、私もそう思います。

**峰氏** やはりリスクを取って、リスク管理はしっかりしていく。転換点で少しやられるのは仕方がないと思いますが、リスクを取りにいったその後の対応がいかにできるかが重要です。そもそも最初から分散投資をしているか、ニッチなマーケットにいかにかアクセスできるか、デリバティブ活用も恐れずに、あらゆるものを工夫して使っていく、そういうことができる運用会社が、団子状態で今は埋もれていたとしても、長期的に見ると残っていくと思います。今すでに抜きん出ているような運用会社は、そういうリスクを取る努力をされていると感じています。

#### 抜きん出る運用会社はリスクを取る努力をしている



## 顧客の課題に向き合って投資商品を提供

**モデレーター** 年金基金、金融機関、個人投資家は微妙に円債建運用に対するニーズが異なります。それぞれに対してカスタマイズされたソリューションをどう提供していくのか、津本さんお考えありますでしょうか？

**津本氏** どの投資家もインカムが必要なのは共通しています。一方で個人投資家のリスク許容度は比較的低いと捉えています。千兆円以上が預金に眠っている状況で、今まで運用業界なり証券会社が提供してきたような、ボラティリティの高い株式ファンドは実はニーズに合わないのかもしれないと思います。弊社が2年ほど前に設定した円ハイブリッド債券インカム・ファンドはおかげさまで多くの投資家から支持を得て2,000億円を超えるまで残高が伸びております。ハイブリッド債券中心に投資してリターン

は年率2%程度。決してハイリスクやミディアムリスクではなくローリスクに近いと思います。ローリスクで安定的なリターンが得られる商品がしっかりと投資家のニーズに当てている実感があり、個人富裕層もしくは企業の余裕資金なども大きな金額で入ってきています。投資家の目線にあった商品を適切な販売チャンネルで届けていけば、円債運用で貢献できるチャンスは大きいと言えます。

金融機関については先ほど申し上げた通り、低金利の中でどうやってリターンを上げていくか、明確なアルファを求めておられます。運用会社、顧客との接点となる証券会社や銀行それぞれがしっかりとお客様の声に耳を傾け、投資家の目線にあった商品を提供していく、これを業界全体としてやっていきたいと考えています。

## アクティブ運用によるマイナス金利への対応

**モデレーター** 峰さんにもう1つご質問させていただきませう。年金の財政再計算や個人のアセットアロケーションなどで、過去のリターンを使わざるを得ないと思います。円債が金利のない時代になり、市場全体のデフレ化が長期化する中で、過去データに基づいてポートフォリオのアロケーションを検討することについて、顧客側は問題点や課題を感じておられるのか、いかがですか？

**峰氏** リスクは過去のものを使う事が多く、それはどうなのかというご意見もあります。リターンと比較するとリスクの方が過去のデータの当てはまりが良いということで、受け入れるお客様が多いという気がいたします。一方、リターンについては将来推計値がマイナスになるケースが増えてきている印象です。少しのマイナスリターンですと、効率的なアロケーションを推計した際に、まだ債券が一定のポ

リュームで組み入れられますが、マイナスの程度が大きいと計算上は全部キャッシュという結果になってしまいます。そこは少し、我々も考えていかないと…。

**津本氏** はい、そうですね。

**峰氏** キャッシュと国内債券は違う物だとは思いますが、国内債券の代替としてキャッシュ組入れを許容するなど、皆様すごく工夫をしながらポートフォリオ運営を行っているのが実情です。仰る通り、非常に困っている状況になっています。

**モデレーター** なるほど、そういう意味でも運用機関が円債でしっかり再現性のあるアルファが出せることを証明していくことが必要になると思います。



## 4. 資本市場の活性化に向けた取り組み

### ESGを資本市場発展のきっかけに

**モデレーター** 最後に、本邦資本市場について伺います。円債市場は多様性がなく、それが故に運用機関の運用力も強化されにくい。逆に、運用機関のリスクテイク能力が弱いために、多様な債券の発行が進まないという、ある意味“鶏と卵”の関係になっているようにも思えます。こうした関係を崩して日本の資本市場がより活性化していくためには何が重要だと考えますか？

**津本氏** 1つ切り口になるのは“ESG”です。弊社がクレジット調査を行う際の課題として、企業の財務部門以外の方となかなか話せないことがありました。株式アナリストは経営陣と話ができたり、企画部と話ができたりする一方、クレジットアナリストは財務部だけという雰囲気がありました。ここ数年はESGを切り口に、経営陣や調達部門など様々な部門と対話できています。

これがリターンに直結するかという債券の場合まだ時間がかかる気はします。ただ資本市場全体として、企業と投資家の対話の糸口という意味では、ゲームチェンジャーになり得るとの印象です。少なくとも株のベータを上げる効果はあり、企業価値も上がるのであれば、債券投資家にとってもメリットがある。そこが企業と直接お話しをしている中で、目に見える変化だと思えます。

**峰氏** そうですね。運用会社さんが大変になるのは間違いないんですけど(一同笑)。今までアルファの創出ですとか、最適化ですとか、運用の方を見ておけば良かったところが、投資先の企業価値向上の役割まで求められるようになってしまうのが、ESGの求めているところなのかなと。やはり、ESGがコストに跳ね返ってくるという点があるので…。コスト見合いでアルファを出すというのは、とても重要なことだと思います。運用リターンを犠牲にすることなく、

社会リターンを上げていく、そういうことが求められているので、これから運用会社さんの重要性が更に高まっていくのではないのでしょうか。

**津本氏** そうですね。ESGの取り組みも運用会社によって異なります。私たちは運用リターンを出すのが使命なので、そこを譲歩するつもりは全くありません。ただ社会リターンを追っていくことも非常に重要で、そこは大きな課題だと思います。

日本の企業は間接金融主体のせいか、投資家への発信にまだまだ課題があると思われれます。MSCIのコーポレート・バランス・スコアで見ると日本企業の平均は中国・韓国よりも低い。おそらく発信が足りてない部分があると思っています。そこを私たちのような債券投資家が積極的にエンゲージメントを行うことで、少しでも手助けができれば、実は社会リターンが上がっていく可能性があると考えています。

**峰氏** 債券の場合はまだわからないと仰っていましたが、逆にESGはクレジット投資との親和性が高いと感じています。ESGを考慮する事でより長期的な持続性の観点から銘柄選択できるという利点もあると思います。そういう意味で、長期的にはリターンに結びついてくるのかなと個人的には思います。

**津本氏** はい。その兆しが見えてきているところです。例えば、石炭火力に対して融資が出なくなった場合、今の電力会社のスプレッドはどうなるか。そういう議論ができるのは、正にESGのおかげだと思います。企業が潜在的に持っている将来のリスクや事業機会について、明示的に企業側と対話ができ、クレジットアナリストの果たす役割がさらに増えているといった状況です。

## 積極的なESGエンゲージメントによって社会リターンが上がっていく

### 企業と運用会社との対話は進む

**モデレーター** ESGエンゲージメントが進み、間接金融が入っていたところが、企業と運用者で直接対話できるようになっている訳ですね。例えば企業から運用会社に対して、債券発行に関して意見を求められることもありますか？

**津本氏** 最近が増えてきています。例えば弊社のアナリストがハイブリッド債券の発行という選択肢があることを説明し、年限は5年と10年コールを出すことでバランスシートが改善するのではないのでしょうか、というような話をさせていただくこともあります。弊社がハイブリッド債券

の大口投資家であることを企業側もご存知で、ご質問を受けることもあります。またESGの統合報告書を発行するにあたり、海外投資家にこういう説明の仕方で意味が通じるでしょうか、というようなご質問もあります。そういう意味ではちょっと何屋をやっているのか、分からなくなることもあります(一同笑)。

**峰氏** それだけ運用機関の役割や存在感が大きくなってきているということですね。ESGによってそれが加速していくのだと思います。

## 投資家へのメッセージ

**モデレーター** 本日はお二人に多岐にわたってお話しいただき、ありがとうございました。日本の投資家が大きな課題やジレンマに直面する中、運用機関に対する役割期待は高まっています。特に円債運用については過去のリターンが参考にならず、しっかり実力を証明できる運用会社がソリューションを提供する時代に入っています。こうした流れの中で資本市場がより活性化して、間接金融だけではなく直接金融でも企業が運用機関と直接対話する機会が増え、そして運用者も育っていくと思われま。2千兆円に膨らんでいる個人金融資産も含めて、資産効率が少しでも上がれば、老いていくこの国の経済を支える手助けとなる。こうした役割期待は非常に大きくなっていると思います。

最後に日本の債券市場について、または投資家に対して、メッセージをお願いします。

**津本氏** 仰った通り、うまく循環していくと国全体が潤うのに、なかなか歯車が重たいというのが現状です。例えば年金の資産が想定リターンをしっかりと出せているかというと、もっと工夫する余地があると思います。円債のアクティブ運用能力の向上に止まらず、すべからずポートフォリオのリターンを出せるような運用業界になっていかなければならない。それぞれ立場は違いますが、色々とスイッチを入れられるところはあるのではないかと思います。

**峰氏** 長らく低金利環境が続いて、特に年金基金で国内債券の運用に悩み、いろんな対策をしてきています。ヘッジ外債やマルチ債券など、多様な分散投資もしているのですが、唯一忘れられているのが国内債券のアクティブ運用。調べてみると意外にいい成績だったりしますし、運用会社さんも頑張ってる場所が沢山ありますので、少し国内債券のアクティブ運用にも目を向けてもいいのかなと思っています。

**津本氏** ありがとうございます。

**モデレーター** 日本人はいざ問題に直面すると解決のスイッチが入りますが、問題が顕在化するまでなかなか動かないと批判されることもあります。円債運用ではこうしたことがないように、運用会社としても情報発信を増やしていくべきだと思います。引き続きよろしく申し上げます。本日はどうもありがとうございました。

**峰氏** ありがとうございました。

**津本氏** ありがとうございました。



## まとめ

### 1. 本邦投資家が直面する課題

- 世界的な低金利環境の中、国内債券の期待リターンは極限まで低下
- 本邦投資家にとって国内債券は安定資産として必要不可欠
- ヘッジ外債はヘッジコストが上昇すれば投資妙味が低下
- ベンチマーク構成に偏りが生じる中、パッシブ運用で充分かは再考の余地あり

### 2. 運用機関の役割

- ベータを提供するだけでも付加価値があった時代から、それ自体はほぼゼロコストに低下
- コストに見合った付加価値、低コストベータやオルタナティブの提供が重要

### 3. アルファの再現性

- 国内債券のインカム機能、分散機能の低下を補完する役割に期待
- 国内債券アクティブ運用では、パフォーマンスに差が出にくい環境
- いかにもリスクテイクをして、そのリスクを管理していけるかが抜きん出るポイント

### 4. 資本市場の活性化に向けた取り組み

- 資本市場全体の活性化を図る糸口としてはESGがゲームチェンジャー
- 債券投資家としての積極的なエンゲージメントが経済・社会双方のリターンに貢献

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、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。
- 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