

Portfolio Insights

日本債券運用

-再び注目される円債ソリューション-

2023年1月20日セミナー要旨

2023年2月



はじめに

～再び注目される円債ソリューション： 世界の投資家から注目される2023年の円債市場とその魅力～



2022年はあらゆる意味で世界の政治、経済、金融マーケットの転換点となった年となりました。グローバリゼーションからディグローバリゼーション、低インフレから高インフレ、FRBによる4回連続の0.75%の利上げを含む計4.25%の急速な利上げなどマーケットを揺るがすイベントが目白押しでした。少し長い視点で2022年という年の意味を考えると、ベルリンの壁崩壊、中国のWTO加盟、そしてリーマンショック以降の長きにわたる金融緩和と我々がこれまで10年、20年、30の間に慣れ親しんできたプラットフォームが一気に変容していった年であったのではないかと思います。

日本においても、インフレ率の上昇、急速な円安、そして年末の日本銀行(以下、「日銀」)の政策修正など、さまざまな変化がありました。そして今年は日銀の正副総裁3人の交代が予定されており、10年務めた黒田総裁の任期が4月で満了します。後任に元日銀審議委員で経済学者の植田和男氏を起用する人事案が国会に提出されました。その意味では、黒田バズーカから10年、ゼロ金利政策、量的緩和から20年プラス、我々が慣れ親しんできた円の金利環境というプラットフォームも大きな転換点を迎えつつあります。

このプラットフォームの転換は、本邦投資家にとってみると「ボラティリティのない世界」から「ボラティリティのある世界」へ、そして「金利のない世界」から「金利のある世界」へと進んでいくことを意味します。“変化のある所にはチャンスあり”とよく言われますが、20年近くデフレ・低インフレ下における低金利、低ボラティリティに浸かっていた円債の運用者にとっては、新しいパラダイムに対して準備が出来ているマネージャーとこれまでの慣性から抜けられないマネージャーとでチャンスにもなり、リスクにもなっていくものと思われます。

そして、旧来のプラットフォームで“安定したインカムを獲得する”手段として広く活用されてきた外債も高インフレ下において、ボラティリティの上昇、逆イールド、高いヘッジコストなど取り巻く環境は大きな変化に直面しております。そうした、外債・円債の運用環境の変化や両者のギャップにより円債を活用したソリューションが、再び注目を浴びつつあることもあり、2023年1月20日にシャングリラホテルにて多くのお客様をお迎えして円債に関するセミナーを開催させていただきました。

本稿では、開催されたセミナーの要旨をお伝えすると同時に、日銀の総裁に関する私共の最新の考えを添えさせていただきます。本年は日本のみならず、世界の投資家から円債に対する注目度が高まる年となると思われます。私共もこのような機会を増やし、積極的に情報発信して参りたいと存じます。

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

目次

1. 黒田日銀総裁退任に向けた市場観測と投資機会 P03

- ▶ 日銀の政策判断基準
- ▶ イールドカーブ・コントロールの問題点
- ▶ 今後の見通しと投資機会
- ▶ 不確実性リスク
- ▶ JGBの魅力
- ▶ 2月14日の日銀人事案を受けて

スピーカー：マニユライフ・インベストメント・マネジメント シニア・ポートフォリオ・マネージャー 金丸 壮史

2. 円債アクティブ運用の進化・多様化・2023 P11

- ▶ 投資環境の変化で、進化するマネージャーとしないマネージャーの差がますます拡大
- ▶ 運用の進化・多様化は運用プロセスのあらゆる局面で可能

スピーカー：マニユライフ・インベストメント・マネジメント 取締役 債券運用本部長 津本 啓介

3. 金利上昇局面における円債投資の意義 P13

- ▶ 高まる円債投資の相対的な魅力度

スピーカー：大和ファンド・コンサルティング 年金運用コンサルティング部 シニアコンサルタント 川崎 敦史氏

4. 再び注目される円債ソリューション P15

- ▶ 企業年金の資産配分計画と実態・アクティブ比率の変化
- ▶ 企業年金基金から見た円債運用
- ▶ コンサルタントから見た円債運用
- ▶ 運用マネージャーから見た円債運用
- ▶ マネージャー選定について
- ▶ 今後10年間の円債の意義

パネリスト：三菱UFJ銀行企業年金基金 運用企画部長 前川 直亨氏
大和ファンド・コンサルティング 川崎 敦史氏
マニユライフ・インベストメント・マネジメント 津本 啓介

モデレーター：マニユライフ・インベストメント・マネジメント 八十歩 憲作

まとめ P22

1. 黒田日銀総裁退任に向けた市場観測と投資機会

スピーカー：マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社 シニア・ポートフォリオ・マネージャー 金丸 壮史

日銀の政策判断基準

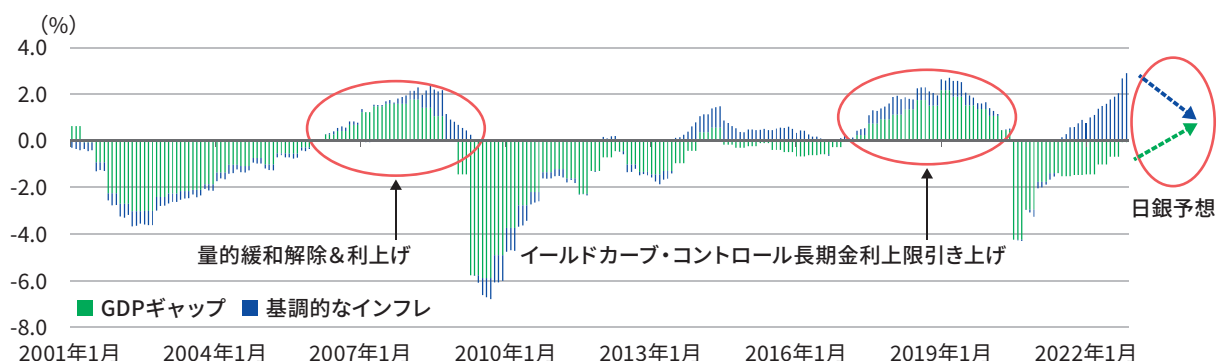
3つの判断軸

日銀の政策判断軸は経済、物価、金融の3つです。このうち、通常重視されるのは「経済」と「物価」の2つですが、12月・1月のように「金融」による判断は突然の政策調整に用いられることが多く、日銀の真意を巡る市場の混乱からボラティリティ拡大要因となる傾向があります。「金融」を背景とした政策調整は、表向きは出口とは無関係のテクニカルな調整との位置づけですが、その後の本格的な政策修正の布石となりやすい点に注意が必要です。

日銀のコアとなる判断基準である「経済・物価」に関してはいずれも今後は改善傾向と見ています。「経済」を体

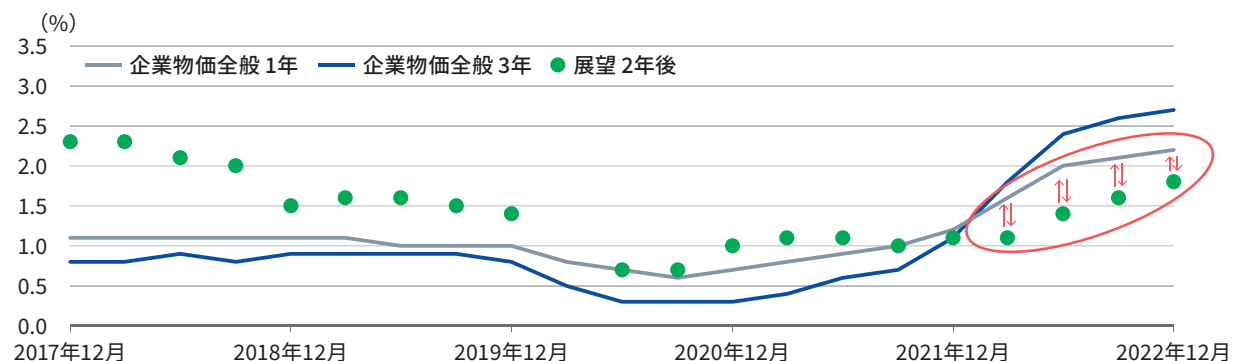
現する指標としてGDPギャップが挙げられます(図1の緑色の部分)。同ギャップは従来のマイナス幅が大きく縮小し足元ではほぼゼロとなっており、10-12月ではプラス1%前後が見込まれます。同ギャップがプラスになると日銀はマクロ需給バランスのタイト化として先行きの物価にも強気になる傾向があり、2006-2007年は量的緩和解除・利上げ、2018年は初回イールドカーブ・コントロール柔軟化が実施されました。物価に関しては、日銀短観の企業物価予想は約2%となっており日銀自身の予想もそれにキャッチアップする形で徐々に改善するでしょう。以上から、すぐに出口ではないものの、出口を視野に入れた政策運営が議論されても不自然ではない経済・物価環境が整うと想定されます。

図1：日銀判断基準(経済・物価) (2001年1月～2022年11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

図2：インフレ予想(短観企業物価 vs 日銀展望レポート) (2017年12月～2022年12月、月次)



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

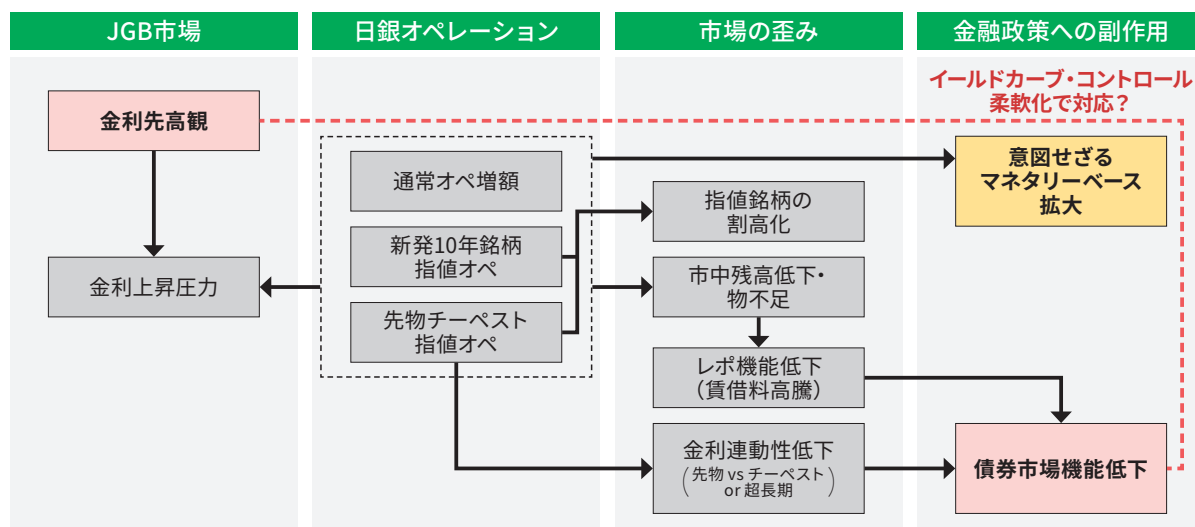
イールドカーブ・コントロールの問題点

イールドカーブ・コントロールを巡る問題点

2023年の位置づけとしては、2024年以降の出口に向けた過渡期となる可能性が高いと考えています。その場合、イールドカーブ・コントロールの取り扱いが焦点になると想定しています。端的に言って、イールドカーブ・コントロールは出口戦略移行に対する阻害要因になりやすいと考えています。日銀が将来的に出口戦略に向かう場合には、その政策コントロール対象は無担保コールレートといった短期金利となり、それを起点として債券市場に価格形成を委ねる形になると考えられます。また、マネタリーベースといった量に関しても現在の膨れ上がった水

準からの縮小が求められます。一方で、イールドカーブ・コントロールの場合、市場価格形成機能は日銀が代替しており、量についても出口が視野に入るほど日銀が国債を購入する形で金利上昇圧力抑制に迫られるため、日銀のバランスシートは加速度的に増加すると言えます。欧米の中銀では出口が視野に入った場合の政策手順は半ばテンプレート化されており、①まずは国債購入量を抑制（テーパリング）、②その後バランスシートが一定となった後に利上げ、という順序となりますが、日銀イールドカーブ・コントロールの場合、いつまで経ってもそうした運営に移行できない点が問題と言えるでしょう。

図3：イールドカーブ・コントロールを巡る問題点のフローチャート



出所：マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社

日銀のテクニカルな政策微調整はその後の政策修正の布石

昨年12月のイールドカーブ・コントロール上限引き上げに際して、黒田総裁は「利上げではない」としていますが、そうした「現状維持であり出口ではない」というセリフは日銀の常套文句であり、過去事例を踏まえるとその後の政策修正の布石になりやすいと考えています。例えば量的緩和解除及び利上げを実施した2006年の前年である2005年において、日銀はいわゆる「なお書き」を制作ディレクティブに追加し、当時の当座預金残高目標の「未達」を許容する運営としました。このような変更はあくまでテクニカルなものとされていましたが、当時の日銀審議委員の回顧録によれば、実態は量的緩和解除のための布石であったようです。このように日銀の本音と建て前には十分注意する必要があるでしょう。



今後の見通しと投資機会

今後のスケジュール

今年のスケジュール感を踏まえると、日銀の政策不確実性は断続的に高まりやすいと考えています。まず3月の政策決定会合が黒田総裁最後の会合となりますが、その前段階で日銀新総裁を始めとした新執行部が内定する流れとなります。また、その人選においては物価目標2%に関するアコード改定(早ければ4月にも実施と想定)が考慮されると考えられます。4月以降は新総裁の下での政策レジームが注目される中、「経済・物価」の観点で日銀が重視するGDPギャップがプラス転換すると想定され、また日銀新執行部が黒田総裁時代の大規模緩和やイールドカーブ・コントロール政策の「総括」を実施するのもタイミングの問題と捉えています。

今年の投資機会

まずアクティブ運用の観点からは金利のリスクバランスが上昇方向に偏っていることを考慮し、ポートフォリオのデュレーションはベンチマーク対比で短め(短期化)とし、年限ゾーンは10年前後のアンダーウェイト戦略に妙味が

あると考えています。JGB利回りの変動要因には国内要因と海外要因がありますが、弊社がデュレーションを短期化する場合、その多くは後者、すなわち米国やユーロ圏の利上げといった海外要因に着目した戦略となってきました。しかし今回のケースでは、海外金利上昇要因はむしろピークアウトの段階にある中で、周回遅れで到来してくる日銀という国内要因に着目している点が過去の短期化戦略対比で大きな相違点となっています。実際、日銀はJGB市場における最重要ファクターであり、その不確実性はJGB市場にとっては有事、つまり日銀要因の影響度合いが海外金利要因を大幅に上回る局面となるでしょう。

今年は日銀総裁交代といったスケジュール感から市場観測は高まりやすく、またイールドカーブ・コントロールという長期金利の人為的な割高化要因自体に修正の可能性があること等を踏まえると、モメンタム及びバリュエーションの両方の観点から金利リスクは上昇方向に偏っていると判断しています。

図4：デュレーション・ショート戦略のチェックリスト

カテゴリー		チェック項目	チェック
金融政策サイクル		■ 引き締めコミュニケーションスタート？	○：日銀が該当(但し、タイミング等の予想は難しい)。グローバルは材料出し尽くし想定
		■ 緩和出し尽くし？ ⇒ ボトムアウトパターン	×
市場変動パターン		■ リフレ期待？ ⇒ 積極的に債券を売る理由	×：現在はスタグフレーション その後は低インフレ・低成長見通し
		■ 期待インフレは反発・名目金利は安定推移？ ⇒ 名目金利のキャッチアップ	×
		■ リスクオフなどにより、正常化を過小評価する ブライシングになっているか？	×
		■ 日銀がレジームチェンジ？	○：イールドカーブ・コントロールの持続性に疑義。 今年はアコード柔軟化や出口議論の可能性
		■ 財政拡大・政局不確実性が見込まれるか？	×
バリュエーション		■ 政策金利やイールドカーブ・コントロールなど アンカー効果が高いバリュエーションに対して割高か？	○：イールドカーブ・コントロール自体が割高化要因 景気後退懸念でも割高感是不変
短期 モメンタム	先物周 りの歪み	■ 先物が割高？ ⇒ 先物主導の割安化余地？	×
	OIS	■ 過度な緩和期待？	×

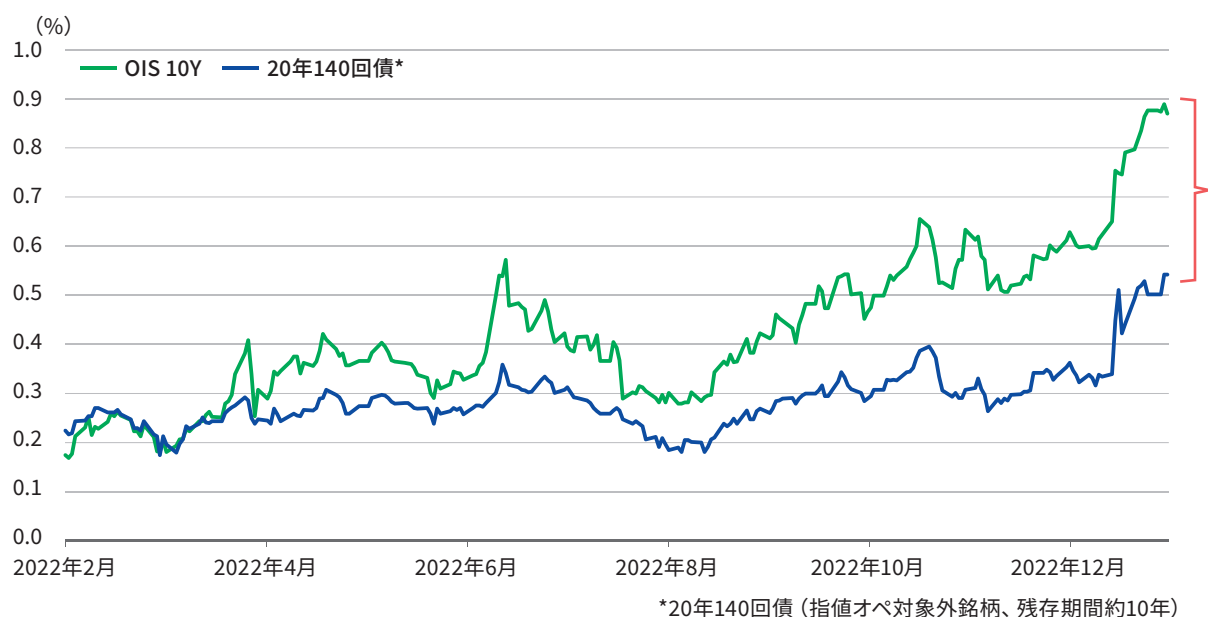
出所：マニュライフ・インベストメント・マネジメント株式会社

10年JGB利回りバリュエーション

10年JGB利回りはイールドカーブ・コントロールによって金利が抑圧された結果、金利スワップ対比で割高化しています(金利スワップ10年レートは0.8%程度、JGBが0.5%程度)。尚、JGB市場では日銀の指値オペ対象かそうでないかで一物二価となっていますが、指値オペ対象

外銘柄も金利スワップ対比では割高であり、長期ゾーンのJGBはイールドカーブ・コントロールの影響によって全体的に割高となっており、その修正余地は大きいと考えられます。また、経験則とはなりますが、グローバル金利の位置感覚的には、米国が3～4%、ドイツが2%であるときにJGBは0.5～1%程度とも考えています。

図5：金利スワップ10年レートと10年国債利回り（2022年2月1日～2023年1月4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

出口局面に向けたイールドカーブ変遷

イールドカーブの形状変化の観点では金融政策サイクルに応じたライフサイクルを想定しています。基本的にはフェーズ1とフェーズ2(図6参照)に分類していますが、出口ではないにしても緩和政策からの政策修正となればフェーズ1のベアスティーブ化(長短スプレッド拡大)、実際に利上げが実施されるタイミング以降はフェーズ2のベアフラット化(長短スプレッド縮小)と想定しています。海外の債券市場では既に利上げが実施されているためフェーズ2に位置していますが、日本の場合は周回遅れでこれからフェーズ1入りと考えられます。この局面では10年利回りの上昇目途は1%程度と考えていますが、日銀が利上げ、つまりフェーズ2に移行出来た場合は短期ゾーン主導の金利上昇となり、10年利回りも1%を超えて

上昇するなど、いわゆる中立金利を模索する展開が想定されます。ただし、国内経済環境や海外対比の周回遅れといった景気サイクルを踏まえるとJGB市場のフェーズ2入りの可能性はあまり高くないと現状判断しています。

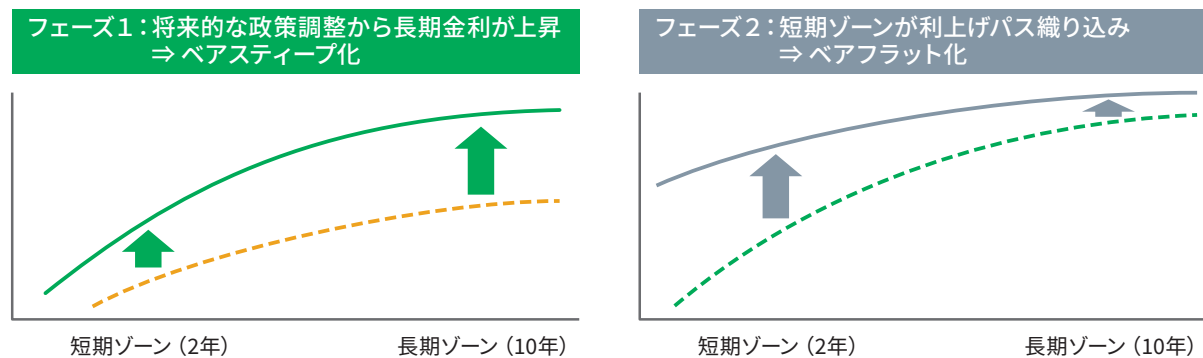
いずれにせよ、投資戦略上はまずはフェーズ1を注視する方針です。ちなみに10年超、つまり超長期利回りに関してはイールドカーブ・コントロール対象外であることから利回りは昨年以降において大きく上昇しており、長期・超長期のカーブ(短期・長期ではなく)に限って言えば既にフェーズ2に位置している可能性が高いと考えています。例えば40年利回りは約1.6%と日本の中立金利の概念対比では決して割高ではなく、金利上昇の過程では超長期ゾーンを買い増す戦略を検討する方針です。

事例研究：ECBの2022年出口戦略

ECBはマイナス金利政策や量的緩和と日銀と親和性が高い中央銀行ですが、昨年前半にフェーズ1に入り、足元ではフェーズ2の最終局面近くまで達しています。フェーズ1においては初回利上げまでは長短スプレッドは拡大もその後は急速に縮小に転じており、日本でもまずは長期と超長期のスプレッドがこのような展開になる可能性を想定しています。一方で、金利スワップと国債利回りを比較すると、前者は自由に動くレートである一方、

後者は中央銀行の国債購入による需給改善要因などから相対的に金利上昇が抑制されるといったパターンも観察されます。結果として、スワップレートから国債利回りを差し引いたスプレッドは拡大基調となっており、この点は円金利市場にも共通するパターンと考えられるでしょう。弊社では金利スワップを活用した投資戦略も活用しており、国債のロングに対してスワップのショート(固定金利払い)といった戦略も検討する方針です。

図6：出口局面に向けたイールドカーブ変遷



出所：マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社

不確実性リスク

各種市場変動パターンと投資戦略のイメージ

今後の見通しについては様々な不確実性があります。弊社としてはイールドカーブ・コントロールという「固定相場制の修正」を持続性のある金利上昇テーマ(修正前の割高な金利水準には戻りにくいなど、金利リスクバランスは上昇方向に偏り)と考えていますが、その過程では様々な展開が想定されます。例えば日銀に対する何らかの観測報道が出れば金利は急上昇しやすいとは言え、そうした局面では日銀が「火消し」に回る展開も想定されます。また、海外では景気後退懸念が燦々していることもあり、海外金利低下に連動する形で金利上昇分を取り戻す展開も想定されます。投資戦略の観点では長期的に金利は上昇しやすいとの見通しを維持しつつ、バリュエーションや期待リターンに応じてエクスポージャーを機動的に調整していく方針です。

1月の政策決定会合について

1月の決定会合はまさに金利上昇後の火消しパターンと言えます。同会合で導入された最長10年の共通担保オペレーションは、低利の資金提供を通じて民間金融機関に国債等の購入を促す、つまり民間による日銀イールドカーブ・コントロールのサポートを意図した政策と言えます。こうした政策が金融機関に利ザヤ稼ぎの機会を提供することは事実ですが、金利先高観が強い中で国内金融機関が敢えて低金利のJGBを積極購入するかについて、弊社は懐疑的です。また、同政策はあくまで黒田レジームの制度であって、新総裁の下でも継続的に活用されるか、この点についても不確実性が高いと見ています。

不確実性分析：景気後退懸念

金利低下シナリオとしては景気後退懸念を想定しています。日銀はグローバル対比で周回遅れとなっているため、日銀が出口はおろかイールドカーブ・コントロール修正に入る頃には海外の景気サイクルが景気後退局面に入り、結局日銀の政策修正も時間切れといったシナリオについては従来から注視しているところです。実際、2018年には日銀が初回イールドカーブ・コントロール柔軟化を実施したものの、FRBは既に利上げ最終局面となっており、リスクオフ→金融引き締め終了催促相場といった展開から、日銀「柔軟化」による金利上昇圧力は短命となりました。

弊社では景気後退懸念やさらにはFRBの利下げのタイミングとして年内は時期尚早と見ていますが、こうしたリスクシナリオの蓋然性については継続的に評価していく方針です。

JGBの魅力

超長期JGBの相対利回り

これまではアクティブ戦略として金利上昇リスクについてご説明してきましたが、アセットクラスそのものとして見ると、金利上昇によってJGBの魅力度は高まっていくと考えられます。イールドカーブ上の超長期ゾーンに関して言えば、日銀イールドカーブ・コントロール対象外であることから、たとえば30年国債は複利で約1.6%まで上昇してきており、絶対水準として投資妙味があると考えられます。また、主要国の利上げによって為替ヘッジコストが急上昇した結果、為替ヘッジコスト控除後の先進国国債利回りは軒並みマイナスになっており、そうした相対感でもJGBの超長期ゾーンには投資妙味があると言えるでしょう。外債投資にあたっては、為替ヘッジを行う場合は原資産リターンとヘッジコスト、オープン外債の場合には原資産リターンと為替といった変数を考える必要がありますが、円債の場合は基本的には最終利回りを見れば良いというシンプルさも魅力だと考えています。

長期的には、債券投資にとって非常に良好な局面が続く可能性があるでしょう。債券のリターンは経済とインフ



レのレジームに影響を受けますが、コロナ禍以降は、2021年がいわゆるリフレレジーム(「高インフレ・高成長」)、2022年はスタグフレーション(「高インフレ・低成長」)と、いずれも積極的に債券が売られやすい局面となりました。ただし、いずれは次のレジームへのシフトは不可避であり、その有力候補は「低インフレ・低成長」レジームと考えられます。その場合には長期的な金利低下、およびそれに伴う良好な債券リターンが期待出来る局面になると想定されます。

2月14日の日銀人事案を受けて

新総裁に経済学者の植田和男氏

政府は日銀の新執行部として、新総裁に経済学者の植田和男氏、新副総裁には元日銀企画局長である内田眞一氏及び元金融庁長官の氷見野良三氏を国会に提示しました。事前報道では雨宮現副総裁が有力候補であったことから、その点ではサプライズですが、メンバー構成自体はバランスの取れたオーソドックスなものとなりました。

政府関係者を取材源とする報道から察するに、政府が新執行部に求める役割としては、「異次元緩和政策の検証」、「政府と緊密に連携しながら金融政策の正常化を探ること」と見られ、この点が重要と考えられます。日銀としては、「出口または利上げではない」としながらも、各種市場の歪みなどに配慮しながら政策微調整を行う方向性になると見られます。その点では昨年12月のイールドカーブ・コントロール上限引き上げ以降の流れは不変であり、結局新総裁が誰であっても行き着くところは同じとの印象も受けます。

急激な変化は見られない模様

新総裁の植田氏は経済学者というバックグラウンドからもわかる通り経済理論に精通し、また日銀審議

委員を1998～2005年に務めたこともあって実務にも精通したバランス型とされています。また、2000年のゼロ金利解除においては反対票を投じた委員であることからややハト派的との見方も出来るでしょう。当時ゼロ金利解除に反対したメンバーがいた中で、植田氏の反対票時の意見は相対的には消極的であり(ゼロ金利解除を「待つこと」のコストは大きくないといったもの)、その後の会合では賛成票を投じるなど、反対票を投じたのは1回のみとなっています。

日銀内では2000年前後の政策議論(ゼロ金利導入、量的緩和導入など)においては植田氏の貢献度が高いと評価されているようですが、いずれも他のメンバーからの提案を比較評価しながら議論を取りまとめるモデレータータイプのようにも見受けられ、組織力学など大きな流れに逆らって持論を展開するようなタイプではないようです。

今後は、日銀の政策判断基準である「経済・物価・金融」のうち、メインである「経済・物価」は緩やかな改善基調が想定されますが、当面は政府から新執行部へのマンドートに則り、「出口ではない」との前提の下での各種市場の歪み是正措置(→「金融」)が想定されます。

トップダウン型からボトムアップ型へのシフトを想定

具体的な課題としては、連続指値オペの常態化、10年前後の銘柄間の利回り較差、上昇傾向にある日銀国債保有比率、先物と現物国債の連動性低下などがあり、イールドカーブ・コントロールの位置づけも議論の対象となるでしょう。また物価目標2%それ自体に関しても日銀と政府間の「アコード」改定の可能性があるなどの不確実性があります。新執行部発足以降には、こうした点を踏まえて全体感を整理する「総括」実施の可能性が非常に高く、その過程では歪みの主因である日銀の強力な国債買い入れを伴う現行イールドカーブ・コントロールの実質的な後退が促されると想定しています。

日銀内のパワーバランスとしては、黒田総裁時代のトップダウン型から日銀事務方主導のボトムアップ型へのシフトを想定しています。従来はリフレ派の総裁、副総裁及び審議委員といったメンバー構成により、2%物価目標の早期達成が最重要課題とされ、それに沿った政策立案を事務方に指示といった流れであったと推測されます。それとは対照的に植田体制ではリフレ派はほぼ不在であり、政策の流れとしては事務方が政策オプション(例:市場の歪み対応)を複

数用意して議論の叩き台を作った上で植田新総裁の判断を仰ぐといった流れが想定され、政策運営には日銀事務方の意向がより反映されやすくなると考えられます。政府からのマンデート(「異次元緩和政策の検証」、「金融政策の正常化を探ること」)を日銀事務方がどのように解釈し、日銀自身がどのような政策を志向するかについては現時点ではあまり情報がありませんが、日銀内で政策立案を担当する企画局(内田副総裁の出身部署)の役割が大きいと考えられることから、同局が発表する各種ペーパーを注視していく方針です。

2. 円債アクティブ運用の進化・多様化・2023

スピーカー：マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社 取締役 債券運用本部長 津本 啓介

投資環境の変化で、進化するマネージャーとしないマネージャーの差がますます拡大

投資環境が大きく変化する中で、運用手法の進化・多様化はますます重要になります。2015年までの量的・質的金融緩和は、投資家にとって理想的な環境でした。金利低下とイールドカーブのフラットニングで、すべてがプラスにワークした時代です。

次に2016年以降のイールドカーブ・コントロールの時代は、債券投資家にとって難しい時代でした。金利はほぼゼロ、イールドカーブの傾きもほぼフラット、それにボラティリティも低い、という環境です。では、今後はどのような環境になるのでしょうか。

日銀は金融緩和の修正に動き始めており、金利は上昇バイアスを強めています。われわれは、これまで体験したことのない金利上昇の時代の入り口に立っているのかもしれない。

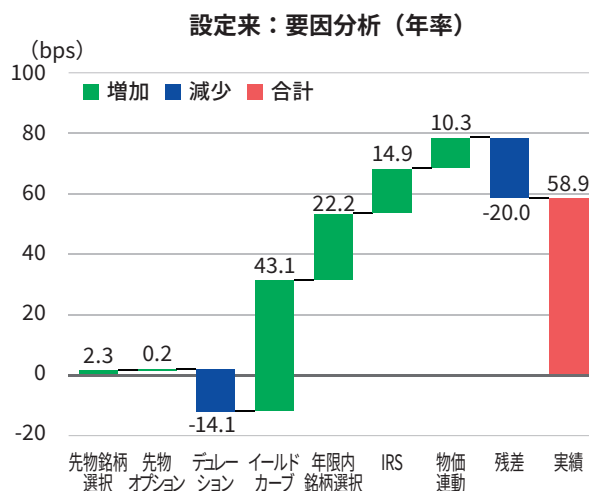
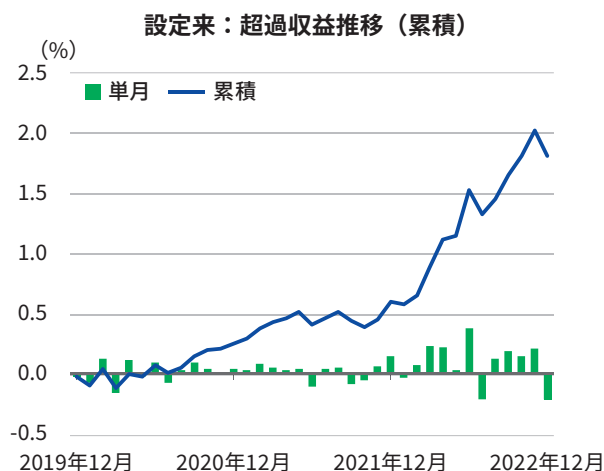
円債アクティブ運用はどれも似たような成績で大差ない、というのはご認識の通りです。一方で、弊社だけではなく、継続的に高いアルファを創出している円債アクティブ・マネージャーも何社かいるということも事実としてご認識いただきたいと思います。特にこれからの局面ではマネージャー選定の差がはっきり出てくると考えられます。



2016年以降のイールドカーブ・コントロール政策の下でも、運用手法の進化・多様化によってアルファ創出が可能でした。図7は弊社の金利戦略特化型運用のパフォーマンスと要因分解です。2019年からの3年間で年率約59bpsの超過収益を実現しています。とくに金利のボラティリティが上昇した2022年は超過収益の実現ペースが加速し、1年間で100bpsを超えるアルファを実現しています。

金融政策の正常化の過程でボラティリティが上昇するなら、金利戦略によるアルファ創出力の差がパフォーマンスを大きく左右するものと考えています。

図7：金利戦略代表口座の超過収益および要因分析（2019年11月末～2022年12月末、月次）



出所：マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社

運用の進化・多様化は運用プロセスのあらゆる局面で可能

図8の中心円部分は、一般的なアクティブ・マネージャーの投資対象と投資戦略を示しています。NOMURA-BPIに含まれる債券を活用して、デュレーション、イールドカーブ、種別配分、銘柄選択などの伝統的投資戦略を用います。

この手法でも2015年まではそれなりにワークしたかもしれませんが、ただ2016年以降はその限界がすでに明らかで、今年以降はワークする可能性が極めて低いと言わざるを得ません。今後の環境変化を前提とすれば、外側の円まで投資対象や投資戦略を拡大することが必須です。

具体的な事例を挙げて、「進化」と「多様化」についてお話しします。重要なのは、「進化」を促す仕組みを運用プロセスの中に組み込むことです。例えば金利戦略では、月に2回、運用プロセスのみにフォーカスした「プロセス会議」を開催しています。「プロセス会議」では、いったん足元の運用戦略の議論から離れて、運用プロセスやリスク管理の改善、売買執行の効率化について議論します。

プロセス会議で弊社の過去の失敗事例を分析した結

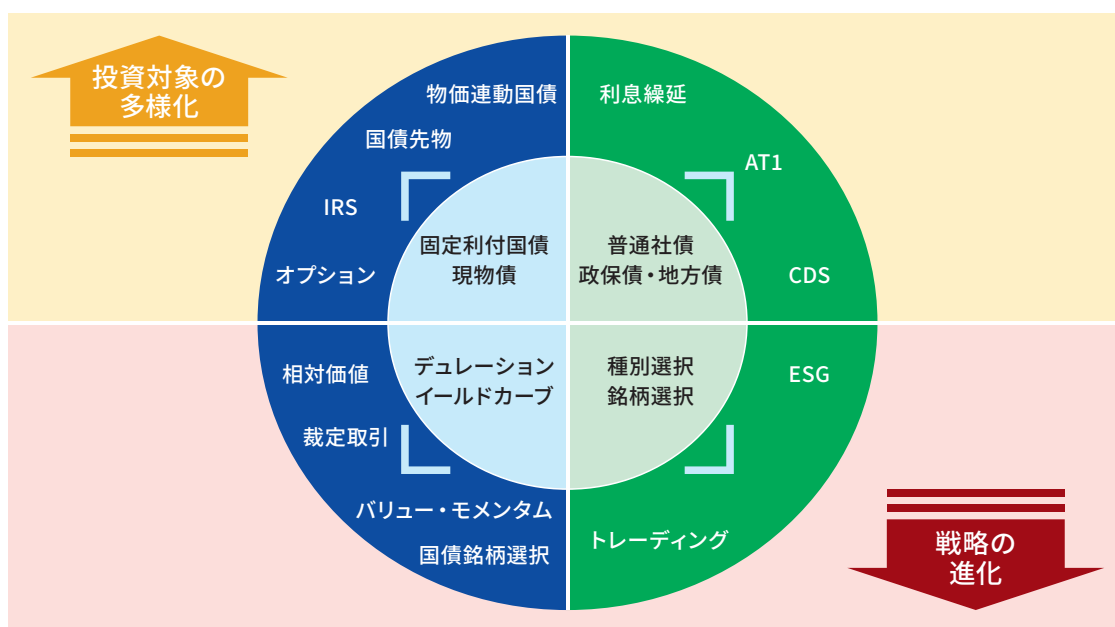
果、不確実性が残る戦略で必要以上のポジションを取ることが失敗につながったケースが多いということがわかりました。

そこで、金利戦略をモメンタム投資とバリュー投資の二つに整理しました。モメンタム投資は、期待リターンは高いが賞味期限が短めで不確実性が残る戦略。一方で、バリュー投資は期待リターンは低いが賞味期限が長めで確実性が高い戦略です。ポートフォリオ構築の上ではモメンタムのポジションを限定的とし、複数のバリューポジションを組み合わせます。

こうしたプロセスを導入することにより、ドローダウンが抑制され、安定的で高いパフォーマンスを獲得する蓋然性が高まったと評価しています。

クレジット戦略においても、様々な進化と多様化の事例を挙げるができます。ハイブリッド債券の活用、クレジット・トレーディング、中立判断を許さないアナリスト推奨プロセス、ESGインテグレーションなど、運用プロセスのあらゆる局面で進化と多様化を進めています。

図8：円債投資機会の広がり 従来型から進化型円債運用へ



出所：マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社

3. 金利上昇局面における円債投資の意義

スピーカー：株式会社大和ファンド・コンサルティング 年金運用コンサルティング部 シニアコンサルタント 川崎 敦史氏

高まる円債投資の相対的な魅力度

2022年、主要国の金融政策は緩和から引き締めへと大きな転換点を迎えました。日本においても年末にイールドカーブ・コントロール政策の修正が行われるなど変化の兆しは見えているものの、主要国に比べればなお緩和的な政策がとられていると言えます。

2023年は、主要国では政策金利のピークアウトが意識される一方、日本ではイールドカーブ・コントロール政策の追加的な修正、さらには政策金利の見直しの可能性等、国内外いずれにおいても金融政策の転換が昨年以上に注目される年になることが見込まれます。

円債投資については、超低金利環境下で長期にわたり収益性が低く、投資効率の観点でヘッジ外債と比較して劣後する状態が続いてきました。一方、足元ではロールダウン効果期待やヘッジコスト上昇の観点から、円債投資の相対的な魅力度は高まっていると考えられます。

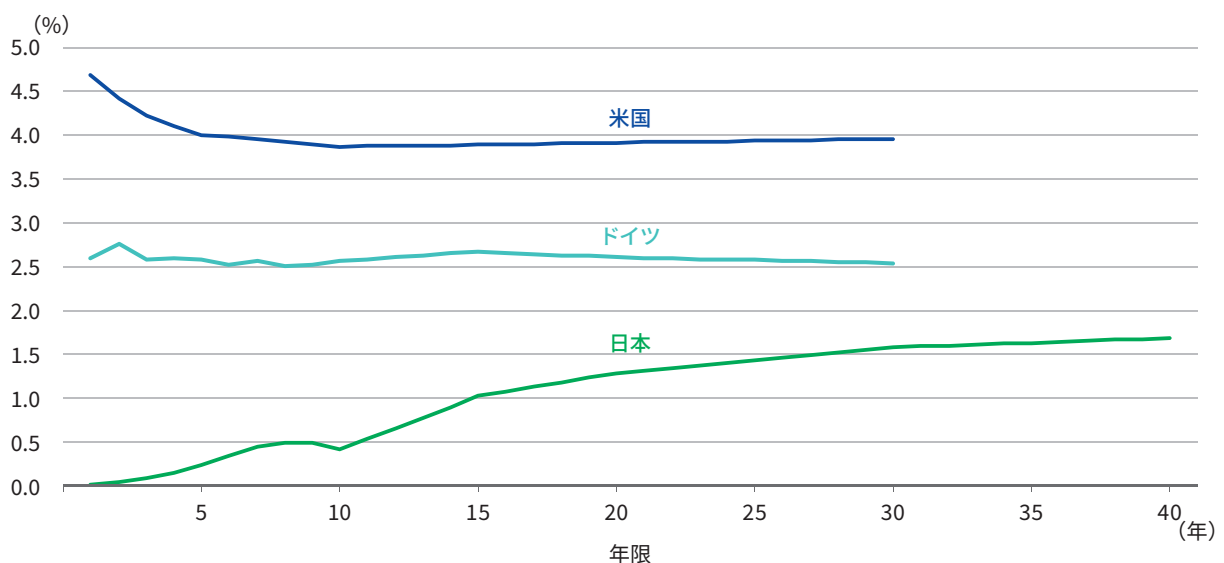
ロールダウン効果期待

ロールダウン効果は、一般的に順イールドかつ金利差の大きい年限間で高い効果が得られます。

米国やドイツでは積極的な利上げが行われ、短期年限の金利が上昇した結果、2022年末のイールドカーブを見ると米国は逆イールド、ドイツはフラット化しており、どちらもロールダウン効果はほぼ期待できません。その一方、日本では金利水準は低いものの、概ね順イールド状態にあり、ロールダウン効果が有効に働く環境にあることから、円金利にはタームプレミアムが存在すると言えます(図9参照)。

近年は、円債投資においてキャリー収益(クーポン＋ロールダウン効果)の低下傾向が続き、トータルリターンに対するキャピタルゲイン／ロスの影響度が相対的に高い状態となっていました。キャリー収益の寄与度が高まることによって、円債運用の安定性は高まると考えられます。

図9：主要国イールドカーブ比較 (2022年12月末時点)



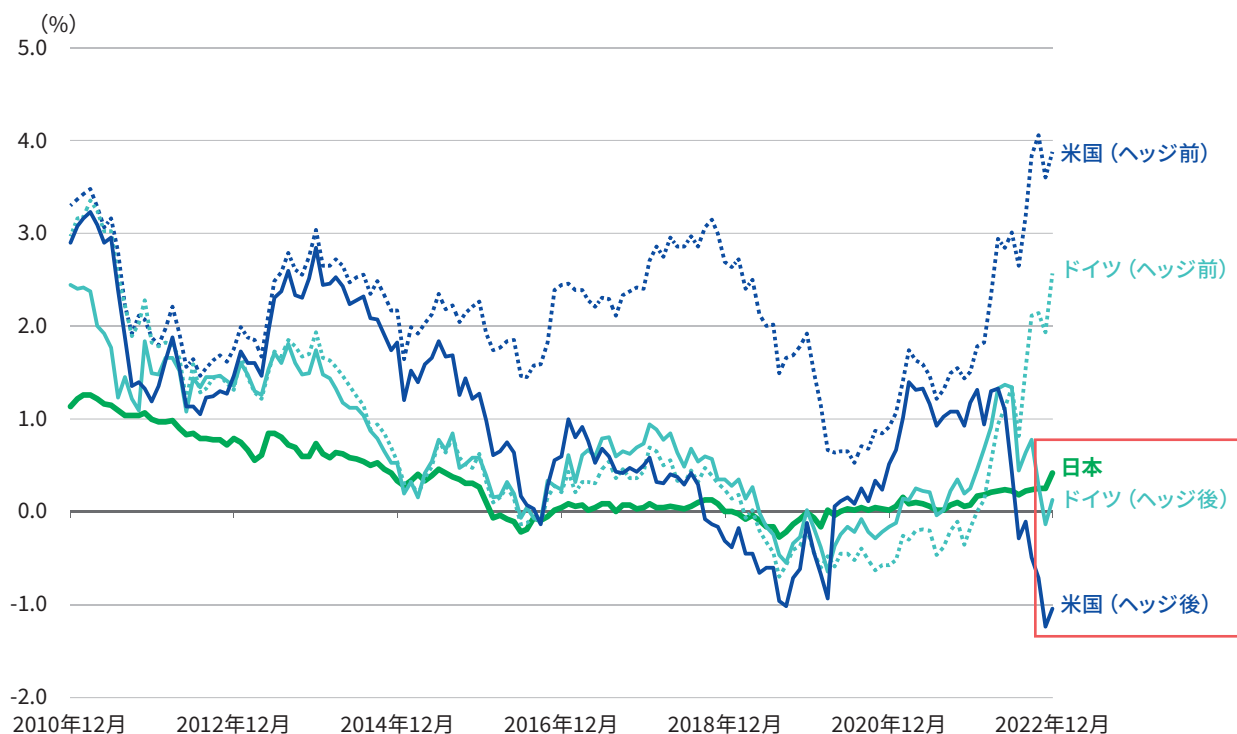
出所：株式会社大和ファンド・コンサルティング

ヘッジコストの急上昇

ヘッジコストは、基本的には円と対象通貨との短期金利の差で説明されることから、足元では欧米の急速な利上げによる短期金利の上昇により、米ドルやユーロに対する円ヘッジコストは急上昇しています。

そのため、米国債やドイツ国債の利回りは表面上高いものの、ヘッジコスト控除後の利回りで比較すると妙味は低下しています。その一方で、日本国債利回りの優位性が相対的に向上していることがわかります(図10参照)。

図10：ヘッジコスト控除後 主要国10年国債利回り推移 (2010年12月末～2022年12月末、月次)



出所：株式会社大和ファンド・コンサルティング

今後のソリューション

円債は多くの投資家にとって配分比率の高い資産クラスである一方、ボラティリティの低さもあり、これまでは他の資産と比べて運用上の課題が目立ちにくく、抜本的な運用体制の見直しを行うことの優先度は決して高くありませんでした。

しかしながら、足元は利回りの上昇や金利の変動性の高まりにみられるような市場環境の変化によって、円債運用の収益機会が回復傾向にあると言えることから、円債アクティブ運用への回帰を検討する良い機会と言えます。

日銀の総裁交代や金融政策の転換など、短期年限の金利上昇が見込まれる局面には注意が必要ですが、特に金利のボラティリティの高まりを収益機会にできるアクティブな金利戦略の意義は、今後ますます高まるものと考えられます。



4. 再び注目される円債ソリューション(パネルセッション)

パネリスト： 三菱UFJ銀行企業年金基金 運用企画部長 前川 直亨氏

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 川崎 敦史氏

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

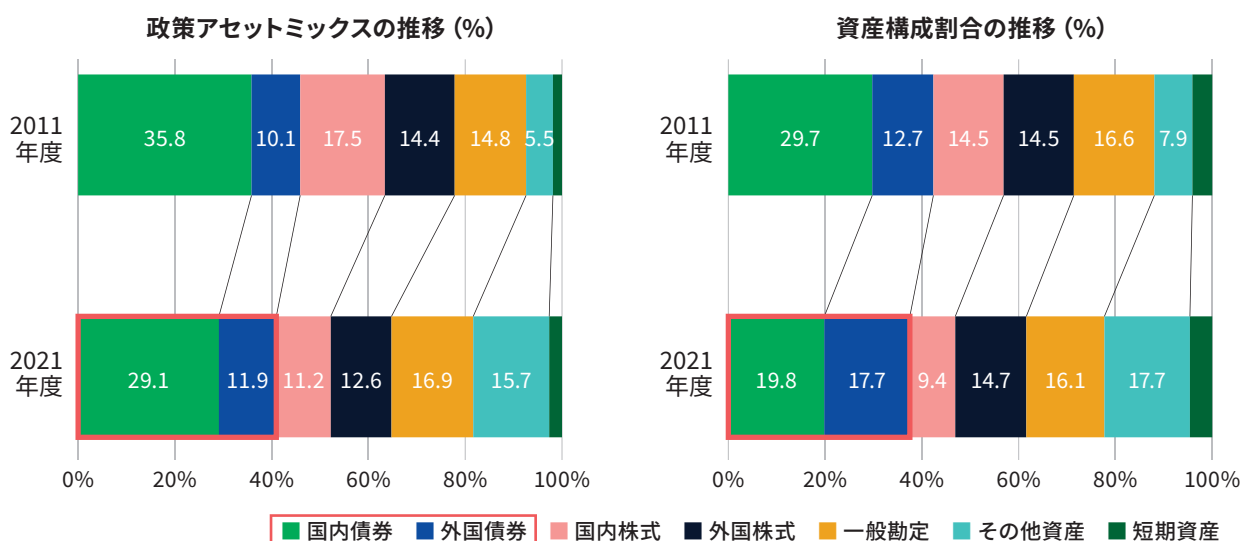
モデレーター：マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社 機関投資家営業部ディレクター 八十歩 憲作

企業年金の資産配分計画と実態・アクティブ比率の変化

八十歩 図11の左のグラフは一般的な企業年金基金の政策アセットミックスにおける2011年度と2021年度の比較です。ポイントの1つ目は6%減少している国内債券です。外債はあまり変わらずで、一方、期待リターン低下のため株は全体的に減っており、その受け皿になっているのがその他資産(オルタナティブ)というのも皆様の実感通りかと思います。では実際のポートフォリオがどう変わったのかを右のグラフで見えますと、株とオルタナティブ

は概ね計画通りですが、債券は大きく違ってきます。円債は6%程度減らす計画が実際には10%減っており、あまり増やそうと思っていなかった外債が増えています。これは円債の相対的な魅力度が低下する中で、多くの部分がヘッジ外債などに移ったためと考えられます。計画との乖離はまさに円債運用を取り巻く環境や相対的魅力的低下を表しているものと思います。

図11：企業年金基金における資産構成の変化 (2022年3月末時点)



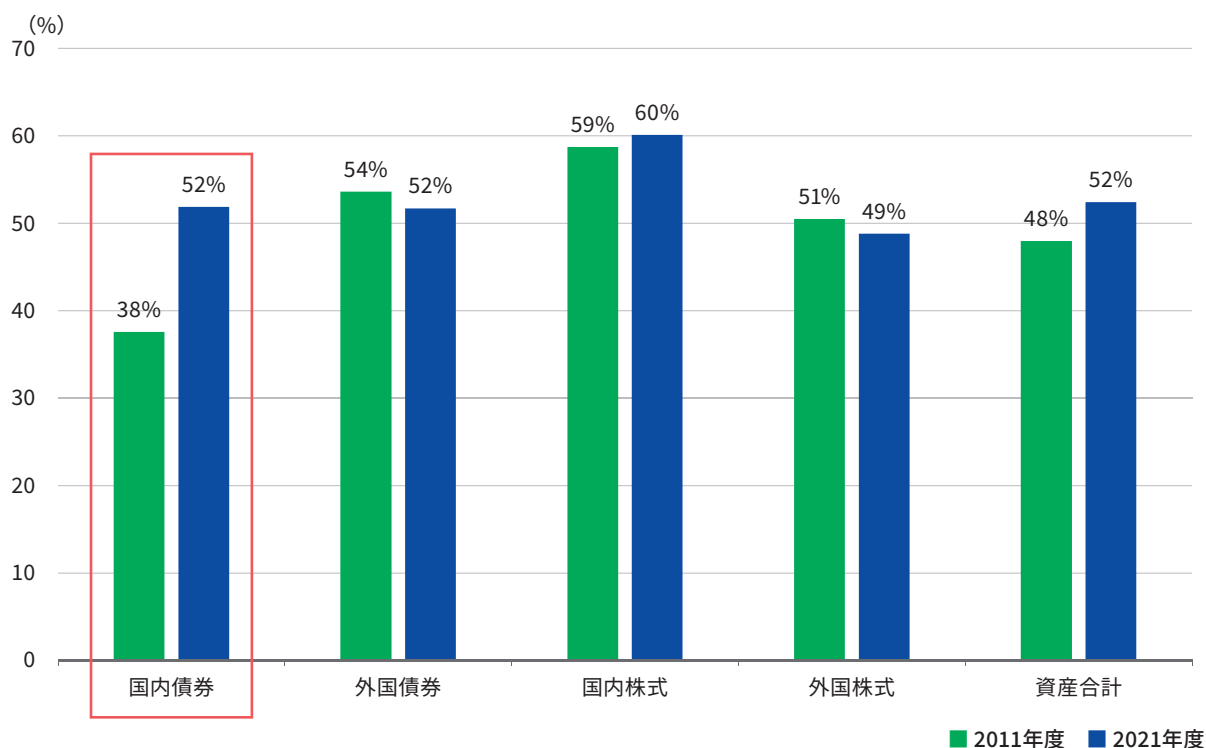
出所：企業年金連合会のデータをもとにマニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社が作成



今一つは資産別とポートフォリオ全体のアクティブ比率の変化です(図12参照)。これも10年前と今の比較で、1つだけ明らかに違うものがあり、それが左端の円債です。円債のアクティブ比率のみが10年前の38%から52%に大きく上昇しています。これはパッシブではもうなかなかリターンが得られないと考える人が多く、アクティブ運用者に対する期待度が高いからと言えるのではないのでしょうか。この10年で円債の魅力度の低下が見られたも

の、そこから大きくマーケットが変わったのが去年であり、そして現在、円債の魅力度は上がってきており、日銀総裁が変わるというところで、魅力度とボラティリティとの狭間にあるタイミングがまさに今日であると考えます。そのような状況下で今後の円債をどのように捉えていくのかについて議論させて頂ければと思います。

図12：企業年金基金における資産別アクティブ比率の変化



出所：企業年金連合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



企業年金基金から見た円債運用

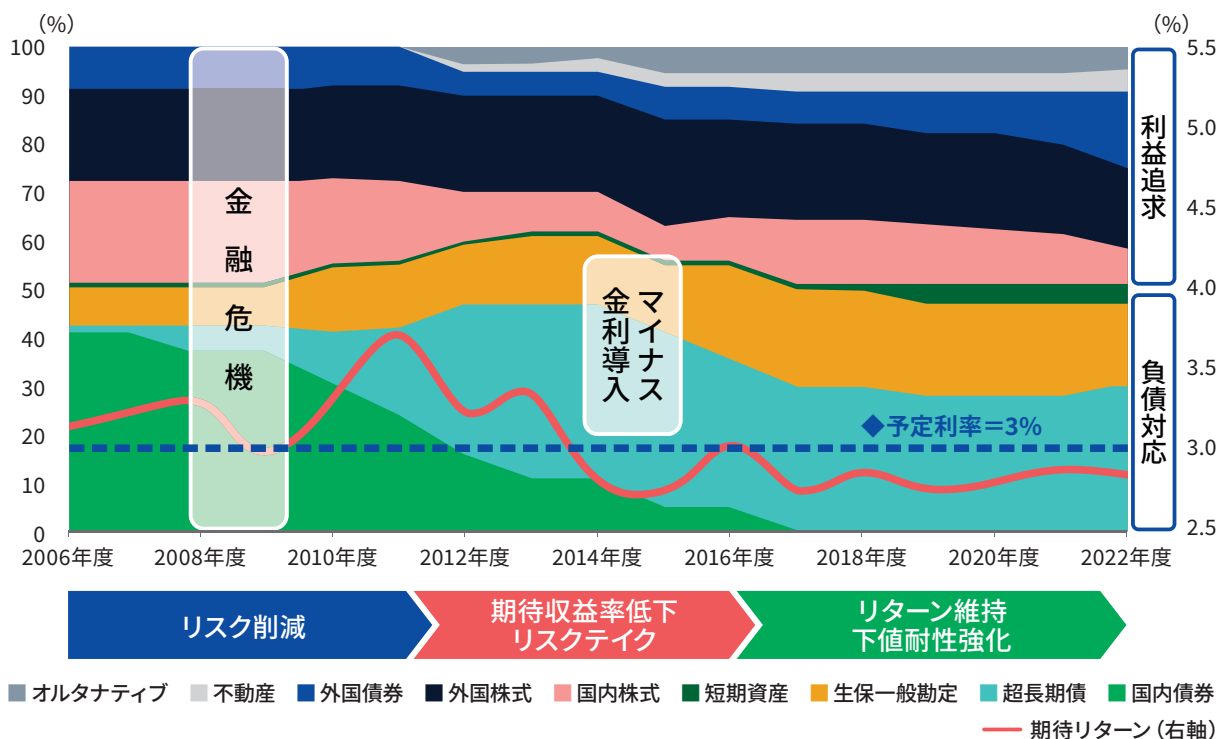
八十歩 前川様は三菱UFJ銀行企業年金基金の運用をご担当されておりますが、母体の銀行や証券のドイツ、ロンドンそして日本で為替、金利、クレジット、トレーダーなどを歴任されたご経歴をお持ちです。基金の状況、ポートフォリオにおける円債の役割やアクティブパッシブ比率そして今年のお取り組み方針についてお聞かせ頂ければと思います。

前川氏 図13は当基金の政策アセットミックスの推移です。年1回変えていますので、実体的な資産配分もほぼこの通りです。金融危機の少し前ぐらいから超長期債投資を始めその後積み増しています。特に日本株のリスクを落としつつ、取れるものは何かと考えて増やしてきました。そしてマイナス金利導入直前に大きく増やす一方、リターンの見込めないBPIを落としました。予定利率3%ですので、それに期待リターンを近づけるべく少しずつオペレーションを行っています。

円債の役割は基本的にはインカムであり、年金負債と

のデュレーションマッチです。ただ 残念なことに年金財政上は継続基準・非継続基準で使っている金利水準が全く違うので役立たないですが、スポンサーである母体から見ますと退職給付会計の上では運用・調達マッチしており一定の意味があると思います。ただ一番大きいのは株下落時のクッション効果です。去年を除くとそこは十分機能しており、あとはデリバティブの担保に使えるということで、何かあった時に株の先物を売却する時に使います。また平成30年ぐらいから短期資産をそれなりに厚めに持っており、ボラティリティが高い状況が続いていますので機動性確保のために持っています。今年度はほとんど同じ方向に動いたためリバランスのチャンスはありませんでしたが、オーバーレイで為替ヘッジをやっていますので、そのヘッジ損の決済にあてました。伝統四資産を取り崩すことなく円安局面には耐えられたと思っています。アクティブとパッシブの比率はだいたい1対1ぐらいです。

図13：政策資産配分(モデルポート期待リターン推移) (2006年4月～2023年3月、年次)



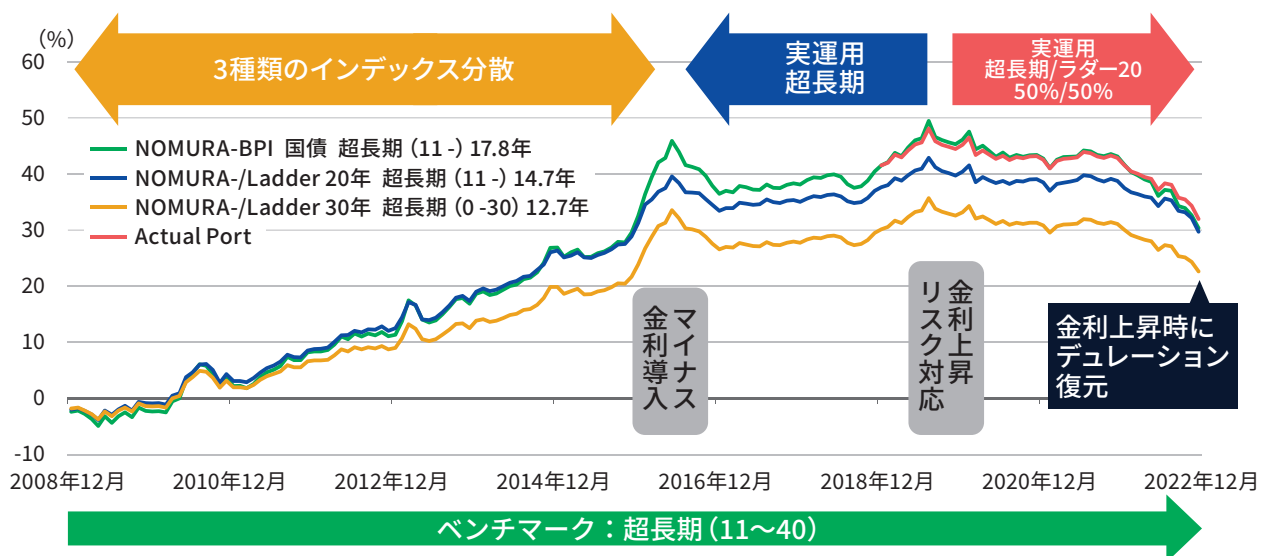
超長期インデックスの再検討

前川氏 パッシブでは超長期インデックスが3種類ぐらいあり、私の着任前はいろいろなインデックスを分散目的で持っていましたが、分散効果の測定を一度もやってなかったの思い切って一番長いものにデュレーションを揃えて実運用を始め、マイナス金利導入でリターンを大きく嵩上げすることができました。2020年あたりからは金利上昇リスク対応ということで若干デュレーションを短くしました。私共のパッシブはラダー20年と超長期の一番長いもので、この組み合わせの比率を変えられるようになっており、今はフルにラダー20年にして少しデュレーションを短くしていますので、足元の金利上昇局面でも

損失は抑制できています。対ベンチマーク運用はアクティブ・マネージャーにお願いする部分ですが、ポートフォリオの中でのデュレーション調整やマクロビューに基づいてどういった運用をしていくか等の意見交換も兼ね、アクティブ・マネージャーとは緊密にコミュニケーションをとっています。

現在は12月初旬に資産運用委員会を開催しプランを準備していたのですが、その後に黒田バズーカ逆噴射のようなことがありましたので、次のプランを考えているところです。金利上昇により今持ったらやられるのではと思うかもしれませんが、逆に言えば入り時としてはすごく良い局面だと思います。

図14：超長期債（2008年12月末～2022年12月末、月次）



出所：三菱UFJ銀行企業年金基金



コンサルタントから見た円債運用

多様化・高度化と成熟化

八十歩 さて、ヘッジ外債やオルタナティブといった資産で課題を抱える1年になったかと思いますが、今年どのようにしていくかを川崎様にコンサルタントのお立場からお話し頂ければと思います。

川崎氏 今までの10年間で3つのキーワードで言うならば「多様化」「高度化」が挙げられ、また年金財政という観点からは「成熟化」が挙げられるのではないのでしょうか。近年は伝統資産からオルタナティブ投資への拡張がみられ、そのオルタナティブ投資の対象も非常に拡大しました。また、運用手法の複雑化や高度化もみられました。一方、年金財政上は掛金と給付のバランスが変化し、財政上の負担をどう賄っていくかが大きな課題になっているといえます。特に成熟度の高い企業年金様にとっては「(運用目標に対して)絶対に負けられない戦い」が半永久的に続く、といった環境と言えるのではないのでしょうか。

また、この10年は運用目標を安定的に達成することに対するニーズが非常に高まった10年とも考えます。この傾向は今後も大きく変わらないでしょう。

今までの10年は、黒田総裁が着任されて積極的な金融政策を進めたものの、思うような結果が得られないまま、結果的に円債の収益性が低下してしまったと考えています。しかし、金利環境の変化により今はその潮目が少し変わっているのではないのでしょうか。今後、円債の

ベンチマーク収益率の改善も期待できる傾向にありますので、安定収益獲得の手段として円債の選択を今一度検討する良い機会が訪れたと考えています。

今後の10年は、運用資産としての円債の収益回復、機能回復を期待できる10年と言えるのではないのでしょうか。

なお、今後の資産構成割合の展望についてですが、実はあまり大きく変わらないのではないかと考えていますが、仮に変化があるとすれば、株式比率は低下している可能性があると考えます。ボラティリティの高さやドロウダウンの経験等を考えますと、絶対収益指向の強い投資家様には、株式のリスクは許容しにくいでしょう。その一方で、インカム色の強いオルタナティブ投資戦略等は、今後投資比率が増える可能性が高いと考えられます。



運用マネージャーから見た円債運用

アクティブ・マネージャーの取組み

八十歩 円債割合が減る一方でアクティブ比率は増加となり、アクティブ・マネージャーに対する期待値は高いようです。今後ボラティリティが出てくる中でアルファ獲得をどうやって継続をしていくのでしょうか。

津本 債券にはクーポン、ロールダウン、そしてキャピタルがあります。過去10年はクーポンとロールダウンがありつつもキャピタルの不安定性というのはあまりなかった時代だと思っています。今後はクーポンとロールダウンは徐々に上がっていくということでベータとしての魅力度は増していくと思います。ただキャピタルは不安定性が増す局面が想定されるので、そこをどうやってアルファに繋げていくのかというのがアクティブ・マネージャーの役割だと思っています。

マネージャー選定について

マネージャー選定のポイント

八十歩 マネージャーを実際に選定されていらっしゃる前川様に、選定する上で重要視されているポイントをお伺いできればと思います。

前川氏 マネージャー選定では、絶対的なアルファをどれだけ出しているかを見がちですが、実は違って、大事なのは月次リターンを詳細に見ることです。収益構造はどうか、相場の各局面で何を行っているのかです。年次リターンでは全くわかりませんので月次に引き直すことが大事ですし、外国資産では年金基準なのか投信基準かでも変わってきますのでそこはしっかり見る必要があります。

運用会社と面談を重ねる時に当然リスク管理の話ですが、例えばクレジットものは何を入れていいのか、キャッシュ比率はどうなのかといった委託者からのマンドートをどのように守るのか、トラッキングエラーをどうするのかといった意味でのリスク管理についての話が多く、ダメージコントロールについては非常に弱いと思われます。マンドートを守っていればよしとして、やられは我

今後の投資環境を踏まえて

津本 金利のボラティリティが上がったので金利からのアクティブリターンが出やすくなるというお話もありましたし、あと一方でこれまでの10年はクレジットにウェイトを置いていると勝てるという局面でもあったのですが、今後そのクレジットの重要性というのがキャピタルのバッファーとして増してくると思っており、そこをしっかりと稼ぎながら金利上昇局面でのロスをどれだけ減らしていくかが鍵になってくると思います。そういう意味では2016年ぐらいから我々は金利デリバティブやハイブリッドに非常に力を入れてやっており、おそらく今年以降もそういったところが重要になると思います。

慢してしまう人が結構多いですね。やられた時にどういう行動を取っているかをよくヒアリングする必要があると思います。ナンピン買いという言葉がありますが、買ってやられたら買い増せるなどヘッジファンドとかは出来ますが、ロングオンリーだとそういうことができないので結局運用会社は何をするかというと、見切ってポジションを落とすか我慢するかです。

運用会社はファンドのトラックレコードを非常に気にしますので、やられということに対して本当に我慢しがちです。特にヒアリングしているところは過去やられた局面でこういったオペレーションを取ったのかであり、それに対してリスク管理部門がどういう判断を下したのか、ポジションを切れといったのか、フロントに押し切られて我慢してよいとなったのか、そこをしっかりとヒアリングしておくことが選定の基準かなと私は思っています。

コンサルタントの視点から

八十歩 キーワードは痩せ我慢はしないということです。先ほど津本のところでもプロセスを改善するという話がありました。やられたからこそその教訓がある、学ぶものがたくさんあるというところはまさにその通りだと思います。その蓄積をどれくらいできるかが一つの判断基準なのかなと伺わせていただきました。ではコンサルタントの視点として、お客様にご提案する際に気をつけていらっしゃる点についてお聞かせ頂ければと思います。

川崎氏 お客様のポートフォリオを徹底的に見た上で、お客様との対話を通じて、お客様の求めているもの、または敬遠しているものを把握し、お客様にとって最適といえるご提案を行うように心がけています。お客様の運用方針と整合的であるか、お客様が望まれる商品である

今後10年間の円債の意義

川崎氏 今後10年、円債に期待することは「運用資産としての機能回復」に尽きると思います。今がまさにその10年の始まりだとすれば、昨年末のイールドカーブ・コントロール政策の緩和がその第一歩だと思います。10年後、円債運用をやっていて良かった、と言える環境が訪れることを期待したいです。

津本 やはりベータとしての魅力の回復。それからアルファの蓋然性の高まりということ考えるとこれまではあまり円債に期待できませんでしたが、他資産が下がった時のクッション効果が回復してくるのであると思っています。

前川氏 債券の発行者がうまく起債できないとかファイナンスできないという問題が取りざたされてもいますが、誰も投資家のことを考えてくれないとの認識です。債券市場の回復ということであれば、金融機関や証券会社の方に対して、投資家の側にとっての債券市場の機能性の回復ということを色々なところで働きかけていきたいと思っています。

八十歩 黒田総裁就任後、初めての金融政策決定会合にて異次元緩和となったその日の10年債の引け値は

か、等の点を重視していますので、お客様の運用方針やご意向に沿わない提案を無理にお勧めすることはしません。それではお客様との信頼関係がなくなってしまうと考えています。

円債については、収益源泉の観点では金利とクレジットに大別されるシンプルな資産クラスと考えております。円債アクティブ運用の検討においては、収益源泉がクレジットリスクに偏ってはいないか?等といった観点から、具体的なご提案を行っております。

余談ですが、商品選定の際に2つの商品で迷われる場合には、実際に運用会社の方と面談をされた時の印象、具体的にはどちらと長くお付き合いしたいと思えたか、という点を判断基準にされても良いと思います。投資家にとって、運用会社との相性は非常に大事だと思っています。

0.44%でした。そして、昨日(1月19日)の引け値も偶然にも0.44%でした。まさに10年間、黒田総裁の時代という時を経て、大きな変化のスタート地点に今我々はいっていることでしょうか。今後10年先を考えていく際に今回のセミナーが皆様の運用の一助となれば幸いです。

まとめ

1. 黒田日銀総裁退任に向けた市場観測と投資機会

- 日銀政策基準の判断軸は、経済、物価、そして金融
- 出口戦略に向けたイールドカーブ・コントロールの難しさ
- 出版物を通じた日銀政策の分析
- 出口局面に向けたイールドカーブ変遷に注目しているが、不確実性リスクもあり
- 超長期JGBの相対利回りは魅力的水準

2. 円債アクティブ運用の進化・多様化・2023

- 投資環境の変化で、マネージャー間格差がますます拡大
- 運用プロセスのあらゆる局面で進化・多様化が可能

3. 金利上昇局面における円債投資の意義

- ヘッジ外債と比べて円債の相対的な魅力が高まっている
(ローラダウ恩効果期待+ヘッジコストの急上昇)
- 金利のボラティリティが高まる局面において高まるアクティブな円金利戦略の意義

4. 再び注目される円債ソリューション

- 過去10年で資産配分上は減少した円債においてアクティブ比率は上昇
- 企業年金における円債組入れの実践
- コンサルタントの観点での円債運用の役割
- 継続的なアルファ獲得のための取組み
- 運用マネージャー選定のポイント

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ます。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。

ディスクレーマー

- 本資料は、マニュライフ・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見解・見通し・運用方針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。
- 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。

マニュライフ・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