

Portfolio Insights

日本債券運用

- 大きく変動するグローバル投資環境に
おける円債市場の役割 -

2023年11月17日オンラインセミナー要旨

2024年1月

はじめに

-大きく変動するグローバル投資環境における円債市場の役割-



2023年の債券市場は、年初の比較的楽観的な見通し
が実現せず、2022年に続いて厳しい環境となりました。
海外主要国ではインフレ率が高止まり、政策金利の引き
上げが続きました。国債のイールドカーブは逆イールド
で、外貨から円へのヘッジコストも高止まりしています。
一方、日本においても、イールドカーブ・コントロールの
柔軟化を受けて、足元で国債の利回りが乱高下しボラ
ティリティが上昇しています。

2024年の債券市場についての市場の見方はさまざま
です。インフレ率の安定化を背景に政策金利引き上げの打
ち止めや政策金利引き下げを見込んで、「2024年こそは」
と期待する向きもあれば、地政学リスクの広がりやイン
フレ再燃リスクを理由に債券市場について引き続き慎重
な見方も根強い状況です。国内では、引き続きインフレ
の動向と日銀の金融政策に注目が集まり、ボラティリ
ティの高い状態が継続する可能性があります。

私は過去30年以上にわたって債券運用に取り組んでき
ましたが、いつの時代も市場の先行きは不透明でした。
不確実性を相手にする以上、市場が想定しない事象がと
きどき発生することは不可避であり、金利の上下動の幅
やタイミングを正確に予測することは困難です。しかし、
そうした不確実性の下でも、一定のリスクを取ったうえで
リターンを得る方法はいろいろと考えられます。弊社が
2023年1月に開催したセミナーでは、2022年の環境変化

を振り返り、円債を活用したソリューションについてお話
しをさせていただきました(Portfolio Insights「再び注目
される円債ソリューション」をご参照ください)。

2023年1月に開催したセミナーから1年弱が経ちました
が、内外のインフレ動向、中央銀行の金融政策、そして
債券市場への注目は非常に高い状態が続いています。そ
うしたなかで今一度債券運用についてお考えいただく機
会を提供したいと考え、2023年11月17日にウェビナーの
形で円債セミナーを開催いたしました。今回のセミナー
では二人のゲストスピーカーをお招きし、弊社のスピー
カー二人とともに、様々な視点から内外債券市場のリス
クとオポチュニティについてお話しいただきました。

本稿では、開催されたセミナーの要旨をお伝えします。
2024年も円債市場を含む債券市場への注目は続くと思
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
債券運用本部長 津本 啓介

目次

1. 米金利見通し：FRBの『Higher for Longer』戦略の陥穽 P03

- ▶ 米利上げ最終局面
- ▶ 「Higher for Longer」
- ▶ 企業債務の借り換え急増
- ▶ 逆イールドとリセッション
- ▶ 米金利の行方

山本 賢治 氏

大和証券株式会社
シニアエコノミスト



2. 円債市場展望：植田新体制と前黒田レジームとの比較を通し P06

- ▶ 金利のリスクバランスは上昇方向に偏り
- ▶ 日銀の判断基準整理
- ▶ マイナス金利解除時のYCC取り扱いに注目
- ▶ 金利変動パターン

金丸 壮史

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



3. グローバル債券投資としての国内債券運用再整理 P09

- ▶ 国内債券が減らされてきた理由
- ▶ 資産クラスとしての国内債券の魅力度
- ▶ 国内債券のアルファ機会について

高橋 克典 氏

ラッセル・インベストメント
株式会社
コンサルティング部
コンサルタント



4. 総括および運用ソリューション P12

- ▶ 円債運用における戦略の進化・多様化がカギに
- ▶ 求められる円債運用の姿

安部田 晃久

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



まとめ P14

1. 米金利見通し：FRBの『Higher for Longer』戦略の陥穽

スピーカー：大和証券株式会社
シニアエコノミスト 山本 賢治 氏

米利上げ最終局面

2023年はFRBが急速に利上げを進める中、米長期金利が一時5%に達するなど、米金利はイールドカーブ全般で上昇し、債券投資家には厳しい一年となりました。現時点では、パウエル議長が追加利上げについては慎重に判断すると明言するなど、この米国における利上げサイ

クルは終盤を迎えているという考え方が市場のコンセンサスになってきています。しかしながら、この楽観的なコンセンサスの裏には思わぬ落とし穴があると考えています。

『Higher for Longer』

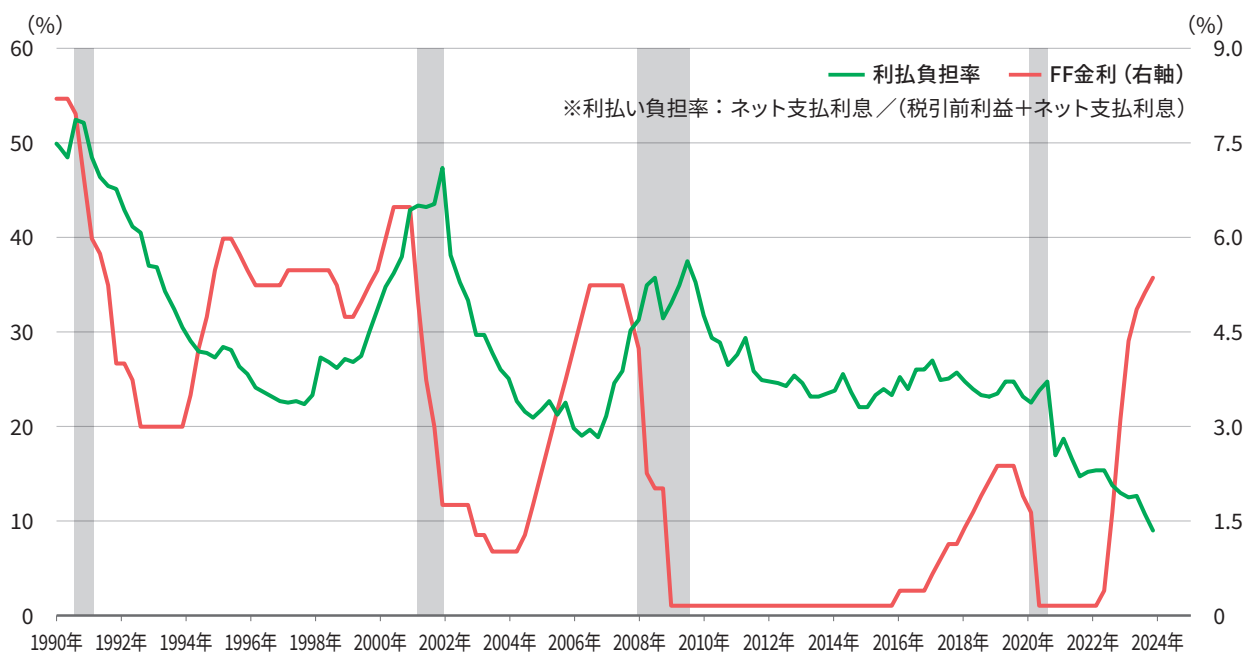
2023年初頭には、過去最速ペースのFRBの利上げサイクルを経て、米国経済は今年後半ないし来年早々には景気後退期に入ると想定されていました。しかし、蓋を開けてみると、一年を通じてGDP予想が民間のエコノミストの予想に反して断続的に上方修正されるなど、米国経済の足元の景気は堅調に推移しています。それと同時に、インフレ鈍化が着実に進んでいる中、市場参加者内では、「Soft Landing」期待が高まってきています。この景気後退期に入ることなく、利上げサイクルを終えるという期待の元に、市場は、FRBが早急に利下げに動くことなく、政策金利を高い水準で維持する「Higher for Longer」戦略を

とるというコンセンサスに達しています。

この堅調な米国経済の背景には、FRBが急激な金融引き締めを行ってきた一方で、米国政府は拡張的な財政政策は維持していたため、民間企業や家計に金融引き締めの影響がまだ及んでいないことがあります。

政策金利と企業の利払い負担率の推移を見ると、政策金利は急激に上昇しているにもかかわらず、拡張的財政が経済全体の消費を刺激し、企業の利益を下支えしているため、利払い負担率（ネット支払利息／(税引き前利益＋ネット支払利息)）は減少傾向にあり、現時点で過去最低水準であることがわかります(図1参照)。

図1：政策金利と企業(非金融法人)の利払い負担率 (1990年1月～2023年12月)



出所：米商務省、FRB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

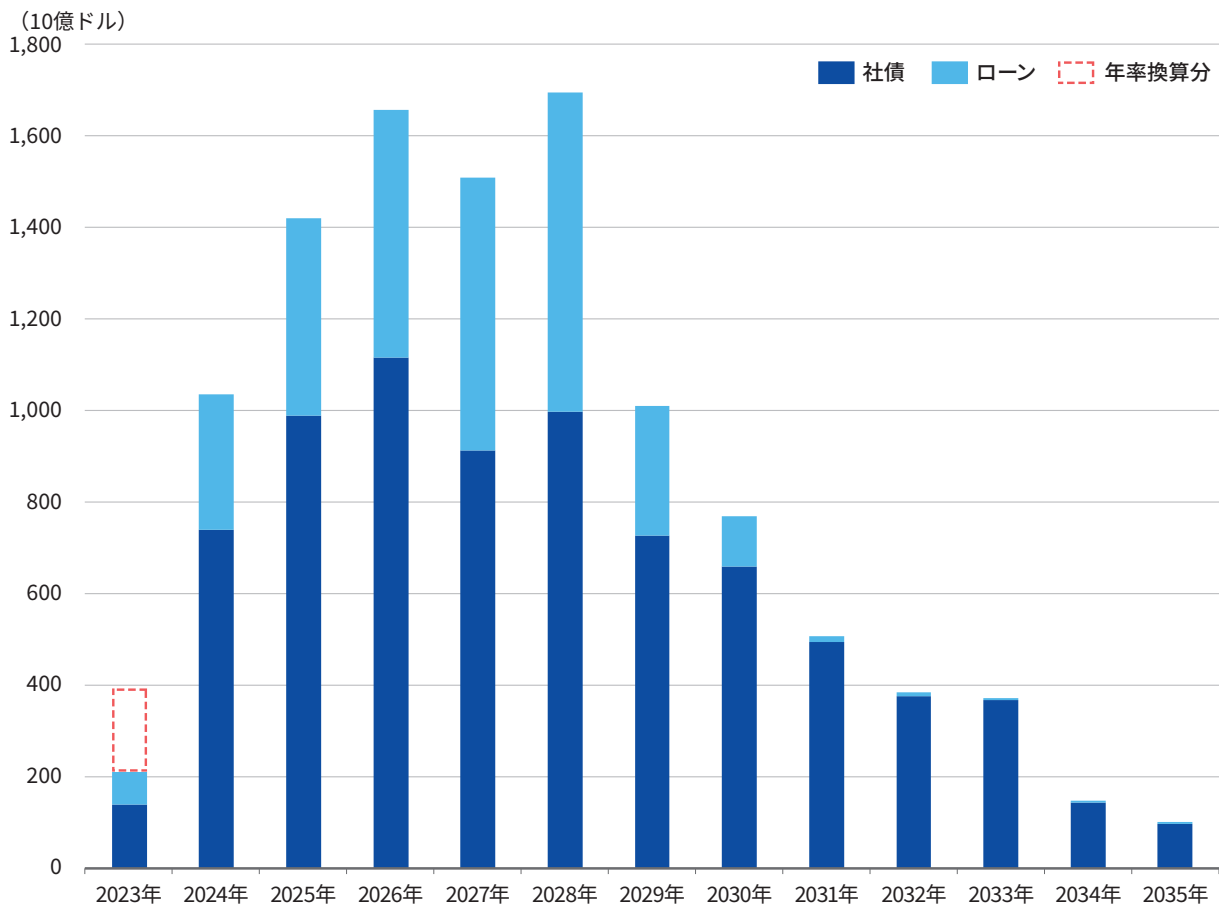
企業債務の借り換え急増

FRBが利上げを行う目的は、民間企業や家計の調達コストを引き上げ、民間部門の支出行動に変化を及ぼして経済を引き締めていくことです。しかしながら、新たな金利は、今までの債務を借り換える際に適用されるため、利上げの影響が調達コストへと波及するには時差を伴います。それに加えて、コロナショック以降の財政金融対応で人為的に低金利を続けた結果、多くの企業は低金利で債務を長期固定化する動きを加速させました。その結果、2023年を含めてコロナショックから4年間、多くの企業はまだ債務の借り換えに追われていないため、高い金利の影響は民間企業に浸透しておらず、比較的緩和的な環境が続いています。

しかし、商業用不動産セクターなどを中心に、2024年以降に債務の償還に直面する企業が急増しています(図2参照)。足元の経済環境が堅調であることを踏まえ、FRBが金融引き締め効果を経済全般に浸透させるためにタカ派的政策スタンスを続け、「Higher for Longer」戦略を遂行すると、多くの企業が現状の高い金利水準で債務の借り換えに迫られる可能性が出て来ます。

上記が現実になると、金融引き締め効果が急速に経済全般に波及することになります。その結果、来年春から秋にかけて、景気の見方が大きく変わり、リセッションを含む「Hard Landing」も視野に入ってくるリスクがあると考えられます。

図2：企業債務の満期構造



出所：Bloomberg Finance L.P. (以下「ブルームバーグ」といいます。)、大和証券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

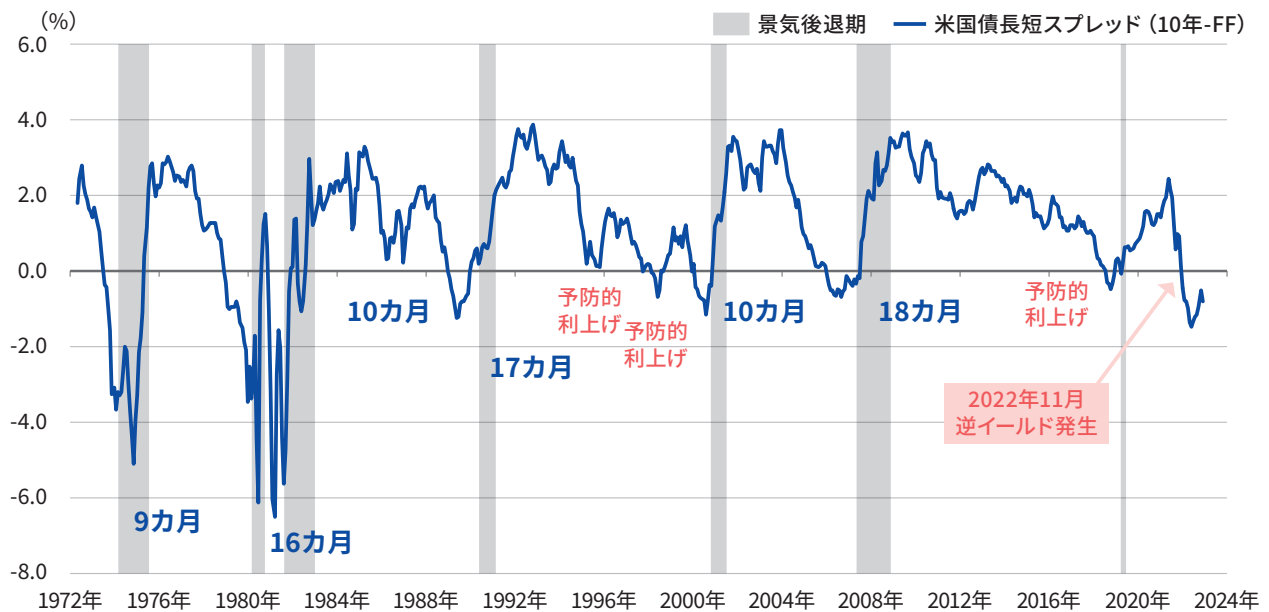
逆イールドとリセッション

2022年11月に政策金利が米10年金利を上回り、「逆イールド」が発生しました。過去の米国の景気循環の例を見ると、逆イールド発生から一年以内に景気後退期に入ったケースはほとんどありません。その一方で、逆イールド状態が一年以上続くと、景気後退期に入る傾向にあるため、逆イールドは過去の景気後退を早々に予見していたことがわかります(図3参照)。

しかしながら、足元の「Soft Landing」期待と同様にITバブル前やリーマンショック前にも今回は例外だという

意見が多く言われ、実際に2007年ごろのFOMC内では「Soft Landing」に関する議論が多く交わされていました。現財務長官イエレン氏も、当時はサンフランシスコ連銀総裁として、米国経済の「Soft Landing」達成の可能性が高まっているとの見解を示していました。結果として、2007年には、逆イールドが18か月継続した後に、米国経済はリーマンショックに始まる景気後退期に陥っています。

図3：長短金利差(米10年金利-FF金利)の推移 (1972年1月～2024年12月)



出所：ブルームバーグ、大和証券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

米金利の行方

過去の例を見ると、逆イールドが一年近く続き、米長期金利が政策金利の水準へも近づいてきている今、米金利は天井に達してきていることがわかります。市場参加者の多くは、FRBが「Soft Landing」を達成し、「Higher for Longer」が実現することを想定しています。このコンセンサスに対して、私は2024年春から夏にかけて、急速な利上げの副作用がタイムラグを経て、米国経済を景後

退期に陥れるリスクがあると考えています。その場合、2024年末には米国選挙が実施されることも考慮すると、FRBはタカ派姿勢から急転換し、利下げに動き、米長期金利も急激に低下することが想定されます。そういったリスクシナリオも念頭に置いた上で、来年の米金利並びに世界経済の先行きを考える必要があると考えています。

2. 円債市場展望：植田新体制と前黒田レジームとの比較を通し

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

金利のリスクバランスは上昇方向に偏り

昨年末から日銀がイールドカーブ・コントロール(以下「YCC」)を柔軟化させたことで、国内金利は上昇トレンドとなってきました。弊社ではデュレーション・ショート戦略や長期ゾーンをショートとするステープナー戦略などが奏功する時間帯が継続してきております。今後につい

ても、海外金利低下というリスクはありつつも、マイナス金利解除という国内固有要因を背景として金利のリスクバランスは引き続き上昇方向に偏っていると考えております。投資戦略上はショート戦略に妙味があると考えています。

日銀の判断基準整理

昨年末以降の日銀政策修正を「経済・物価・金融」という日銀政策判断基準に沿って考えてみます。まず昨年12月のYCC上限0.25%から0.5%への引き上げは、市場の歪み対応、つまり「金融」というテクニカルな要因と考えられます。一方で、7月以降の政策修正(7月はYCC上限を0.5%→1.0%への引上げ、10月は1%を「目途」に修正)は本家本元の「物価」が背景となっています。実際、日銀の物価見通しの上方修正幅は著しく、今年4月から10月の半年間で2023年度及び2024年度についてともに1%程度の

大幅引き上げとなっており、これは物価予想及びYCC継続の難易度が上がったことを意味すると考えられます。一方で残る判断基準の「経済」については、それを体現するのがGDPギャップですが、同指標は未だに0%程度と国内経済が過熱しているとは言えない状況であり、狭義の出口にはかなり距離がある状況と言えます。ただし、正常化に向けた準備としてはYCC形骸化の次にマイナス金利解除が想定され、今後の市場テーマになる可能性が非常に高いと考えています。

図4：10年国債利回りとYCC上限の推移 (2022年11月～2023年11月)



出所：ブルームバーグ、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

マイナス金利解除時のYCC取り扱いに注目

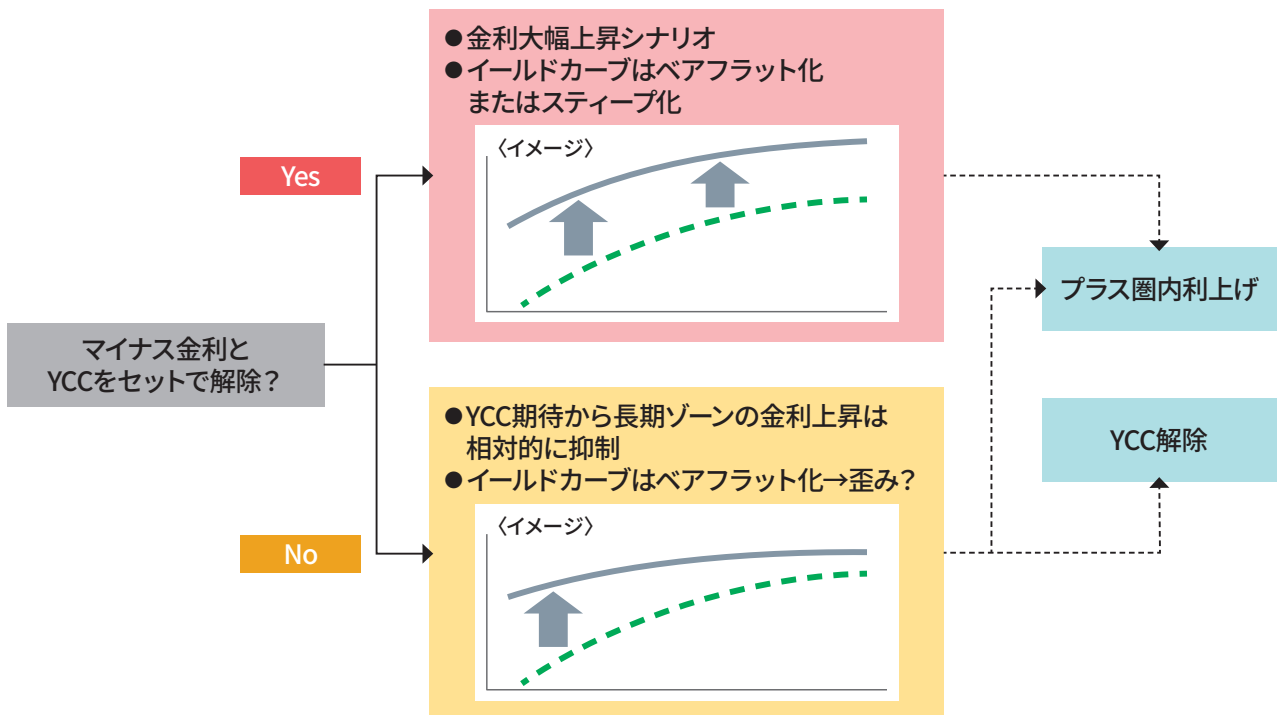
日銀の政策ツールを長期金利と短期金利に区分すると、まず長期金利については厳格なYCCは形骸化し、金利上限を明示しない通常の国債購入が今後はメインのツールになっていくと考えられます。一方で、短期金利に関してはGDPギャップの観点では条件を満たさないものの、マイナス金利からゼロに関しては円安対策や将来的な出口に対する準備として、プラス領域の利上げとは別扱いとする可能性が高まっていると考えています。

今後マイナス金利解除がテーマになった場合、その注目点としてはYCCの取り扱いです。仮に同時撤廃となるなら金利は大幅に上昇することになりますが、ショック軽減目的としてYCCは維持しつつ、マイナス金利解除となる場合、イールドカーブはフラット化しやすいと考えられます。このようにイールドカーブ形状については不確実性があるものの、金利水準は全体的に上がりやすいことを踏まえると、投資戦略的にはアウトライートのショート戦略に妙味があると考えています。

尚、こうした見方に対するリスクは海外金利低下リス

クです。現在のようなインフレ緩和・ソフトランディング期待に起因した海外金利低下の場合、米長期金利は低下も4%台に残る可能性があり、金利上昇が抑制されていたJGBがキャッチアップする余地は残ると考えています。また、日銀が現在物価目標達成に確信を持っていない背景としては海外の高金利政策に起因した海外経済減速懸念が挙げられます。この点では、やや逆説的ではありますが、インフレ緩和による海外金利低下は海外経済の減速懸念を緩和するため、日銀政策判断基準内の「経済」にポジティブであり、将来的には利上げといった狭義の出口戦略の可能性を高めるものと思われます。言い換えると、リスクオフ・景気後退懸念深刻化の結果として海外中銀が利下げに迫られるような状況になると、日銀も出口を断念せざるを得ず、過去のジンクス*が今回も該当する展開が想定されます(*2000～2001年:日銀はゼロ金利解除もITバブル崩壊によって日銀はゼロ金利復帰・量的緩和導入、2007～2008年:日銀は量的緩和縮小・利上げもリーマンショック等によりゼロ金利に復帰)。

図5：マイナス金利解除時の論点整理



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

金利変動パターン

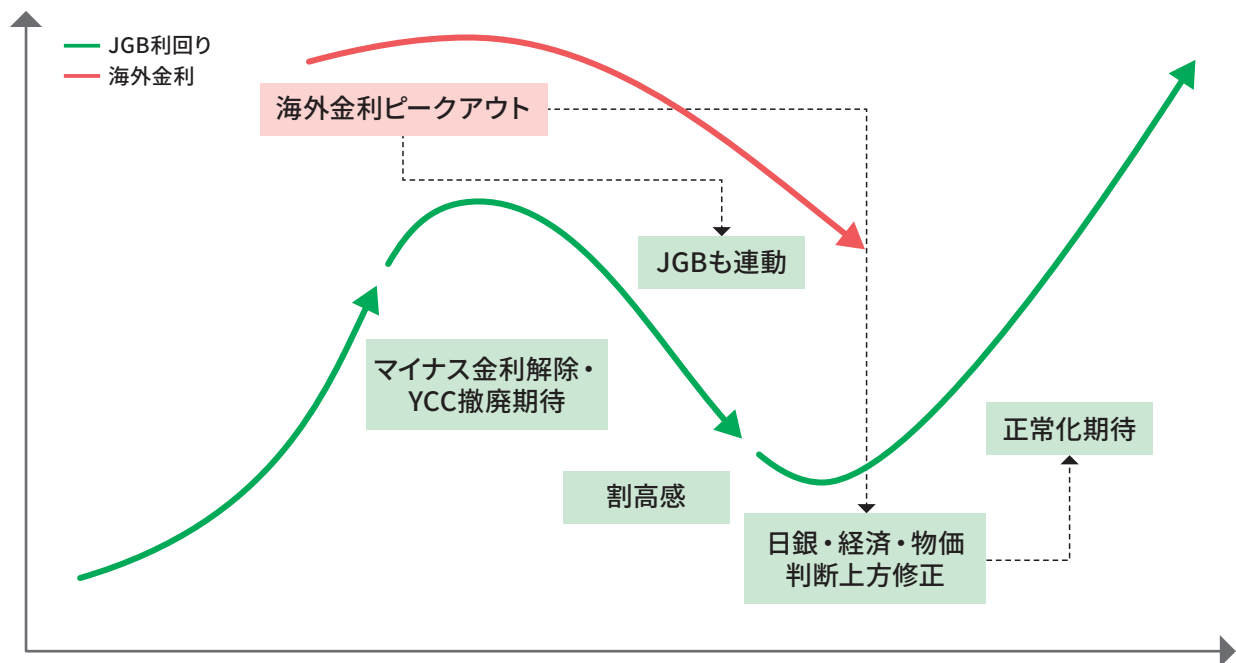
海外では利上げ終了観測が高まる中で日銀が周回遅れで正常化方向となるなど、海外要因と国内要因が対立する中で金利予想の難易度が上がっていると考えています。しかし、大局観で考えると、国内名目金利は先んじて上昇したインフレ期待に追随して上昇するトレンドには持続力があり、またマイナス金利解除はレポレートや短期国債利回りなどのマイナスからプラス化を起点として、全体的な金利水準を上昇方向にリセットする要因とも考えられます(この点は同様にマイナス金利を導入したECBのマイナス金利解除局面でも観察されます)。

投資戦略上は、こうした国内モメンタム要因と海外金利低下要因の重要性及び顕在化の順序の把握が重要と考えています。弊社ではマイナス金利解除局面が一旦のショート戦略の手仕舞タイミングと想定しており、その後の海外金利低下への連動リスクを機動的に対応したいと考えています。一方で、ソフトランディング期待は前述の通り将来的な正常化期待につながるものであるため、海外金利低下に連動して国内金利が割高化した場合は、次の正常化に備えたショート戦略機会としての活用が可

能ではないかと考えています。このように来年はショート戦略機会が何回かに渡って発生する可能性があり、海外金利低下に対して機動的にショート幅を縮小させながら、バリュエーションに応じてショート戦略の再構築を図っていきたいと考えています。

最後に、植田総裁就任から半年以上が経過しましたが、植田総裁のコミュニケーションの特徴が見えてきたと考えています。前任黒田総裁は「全く考えていない」と可能性を全排除しつつも、その後に「事後報告的な政策変更」実施といった傾向があり、金利水準は政策決定後に瞬間的にシフトといったパターンが多く観察されました。一方で、植田総裁の場合は、「可能性はゼロではない」といった表現を選好しており、これは一見慎重な表現ではあるものの、市場の観点では「政策変更があり得る」との見方から前倒しで織り込みが始まりやすいコミュニケーションと言えます。弊社も長年黒田レジームに慣れ親しんできたわけですが、今後は植田総裁のコミュニケーションスタイルに応じてマインドセットをブラッシュアップする必要があると考えています。

図6：2024年に想定される国内金利 vs 海外金利の構図



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. グローバル債券投資としての国内債券運用再整理

スピーカー：ラッセル・インベストメント株式会社
 コンサルティング部コンサルタント 高橋 克典 氏

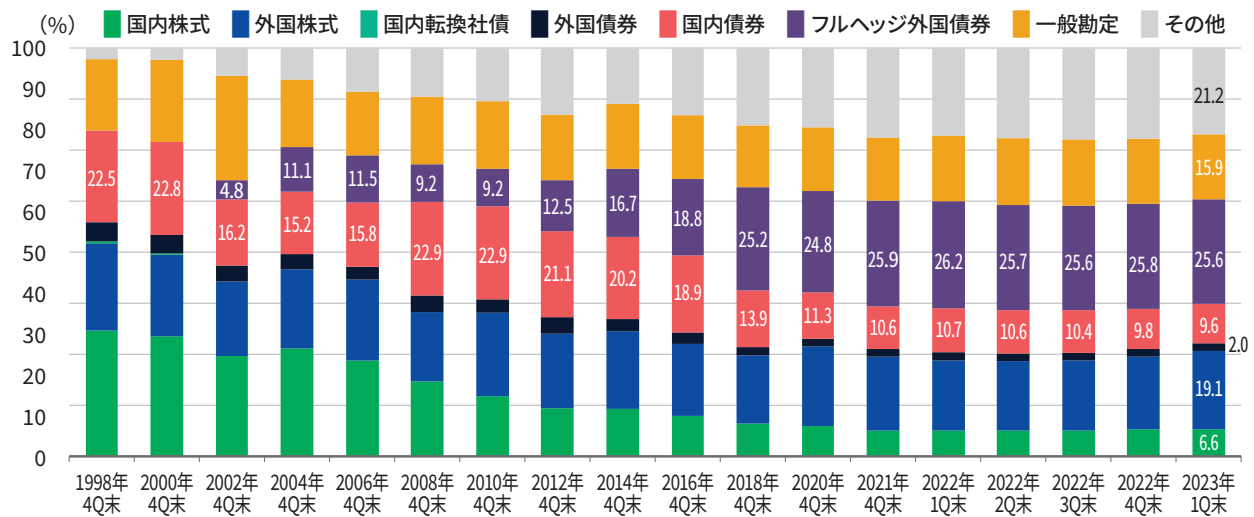
国内債券が減らされてきた理由

以下のグラフに示されるように近年国内債券が減らされ、その代替としてヘッジ外債が増えてきました。その背景は2つあると考えており、一つ目は大規模な金融緩和により低金利に抑えられた国内債券はインカムも期待できない、また金利低下余地がなくリスクオフ時の金利低下による債券価格の上昇が期待できないという点です。

2点目としてはそもそもの金利が低すぎてアルファ獲得の期待も薄れており、その背景は収益源となる社債のスプレッドがタイトになっていること等が挙げられます。

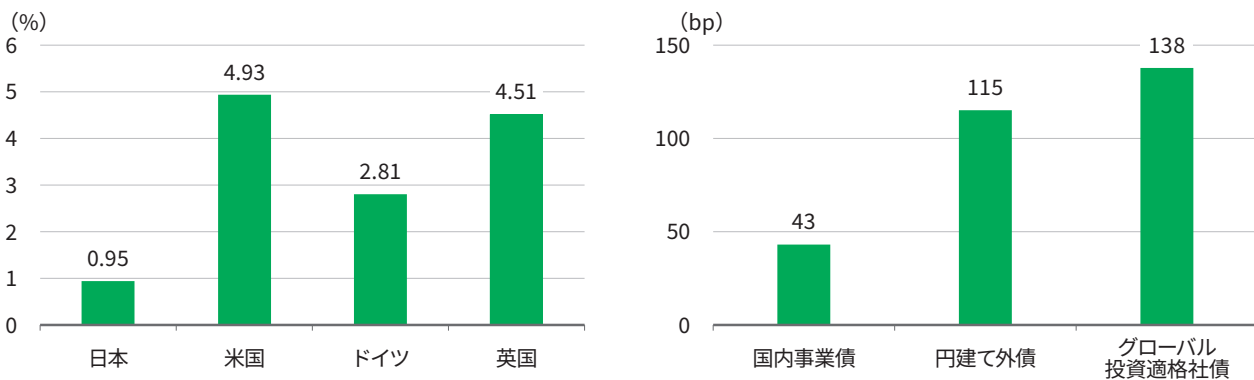
国内債券の資産配分比率は直近は横ばいながら、長らく減少傾向となっています(図7参照)。

図7：アセット・アロケーション実績(単純平均)の推移 (1998年第4四半期末～2023年第1四半期末)



出所：ラッセル・インベストメント株式会社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8：各国国債10年金利と投資適格社債スプレッド (2023年10月末時点)



出所：ラッセル・インベストメント株式会社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

しかしながら、足元国内債券を取り巻く環境は変化しており、海外の金融引き締めによる金利上昇、日銀総裁交代後に見え始めたインフレの兆しといったことを受け、

改めてベータの観点からの国内債券の魅力、またアルファ期待が本当でないのか、といった点について今後の変化について議論したいと思います。

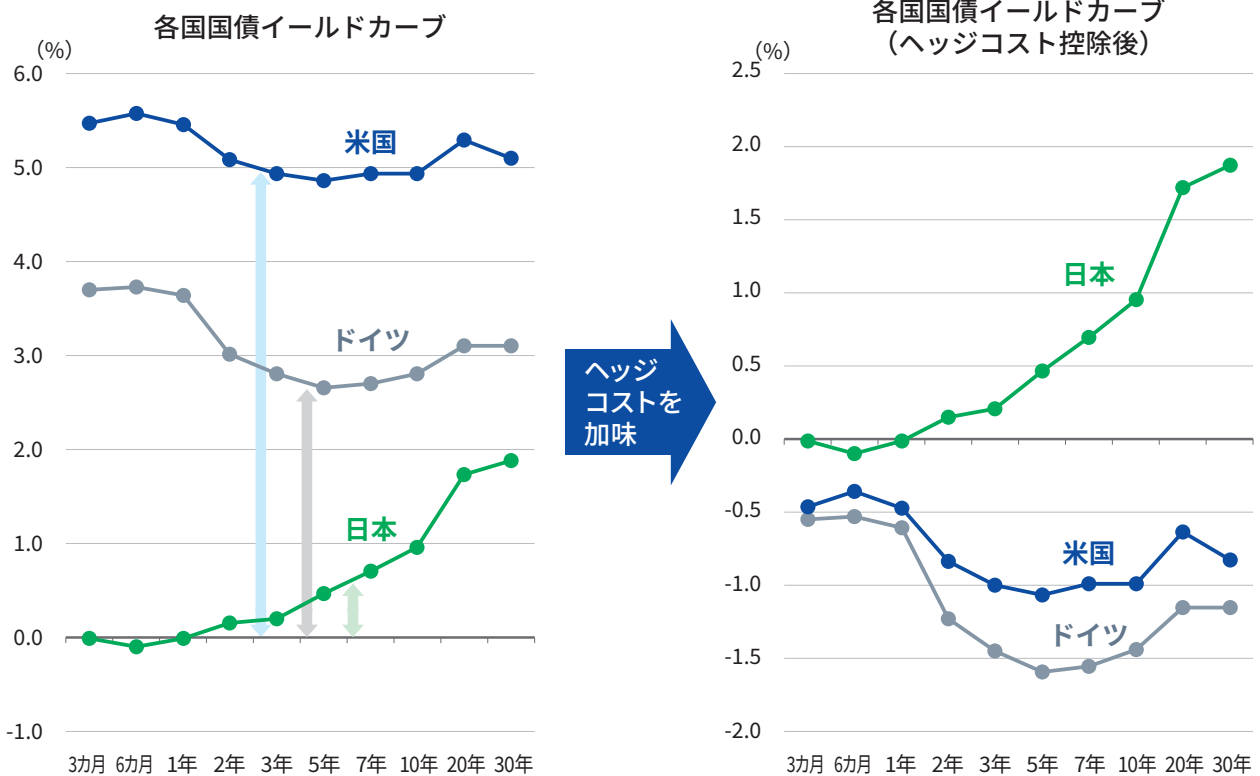
資産クラスとしての国内債券の魅力度

最初に、国内債券のみならずグローバル債券を含めな
 ぜ債券に投資するのかについて整理したいと思います。
 債券投資には①株式との分散効果②インカム享受とい
 った2つの目的があると考えます。①について、特にリス
 クオフ時にリスク資産に対する下値抑制としての効果が
 あると言えます。債券は安全資産として、リスクオフ時に
 金利低下(価格上昇)、リスクオン時に金利上昇(価格
 低下)する傾向にあり、特にリスクオフ時での下値抑制と
 して、ポートフォリオのリターン効率化の効果が期待でき
 ます。

上述の観点で株式などのリスク資産との分散を高める
 には、金利感応度(デュレーション)を持つことが重要と
 考えます。また、②について、債券リターンを分解すると
 インカムが大部分を占めます。そのため、債券投資は安
 定的なインカムの享受が2つ目の目的であり、インカム向
 上の手段として、クレジット資産の活用、キャリー・ロー
 ルダウン向上が挙げられます。

以下に国内債券とヘッジ外債の比較をしてみたいと思
 います。

図9：各国国債イールドカーブ (2023年10月末時点)



出所：ラッセル・インベストメント株式会社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

上記グラフから海外債券の方が金利水準が高く、金利
 低下余地があるという点でキャピタルは海外債券に期待
 でき、ヘッジコストを加味すると国内債券の方がインカム
 (キャリー・ロールダウン)が期待出来るということが言え
 ます。ここで債券投資の2つの目的に対する国内債券と
 ヘッジ外債の位置付けを整理しますと、①株式との分散

効果に対しては、金利低下余地が高いヘッジ外債の方が
 効果的、②インカム享受に対しては、金利リスクを押さ
 えつつ高いインカムを享受するべく短期クレジット投資、
 あるいは安全資産としてインカムを享受するべく国内債
 券投資といった選択肢が挙げられます。

国内債券のアルファ機会について

以下のチャート(図10参照)に示されるように、水準は低いながらも超過収益を得られているアクティブファンドは多かった傾向にあります。中位値を見て頂くと分かる通り、例えば過去10年間で見てみると中位でも0.31%取れていたという形になります。この背景は次の2点と考えます。①クレジットのオーバーウェイト②日銀によるYCCや特定の投資家の行動による価格の歪みからアルファ獲得です。

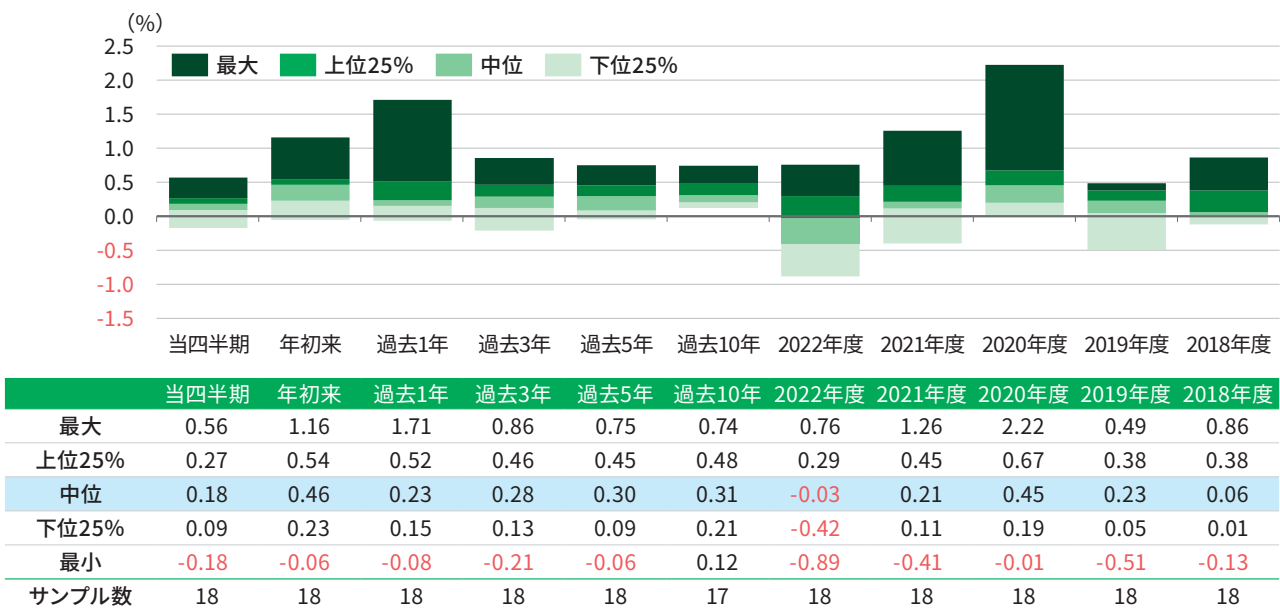
①のクレジットについて、対ベンチマーク債券アクティブ運用では、クレジットを超過収益源泉とするファンドが多く、国内社債のスプレッドは低水準であるが、債券全体に対する時価比率や流動性が海外に比べて低く、市場が未成熟であるため、価格の歪みが生じそれがアル

ファ獲得機会となったことが背景の一つです。特にベンチマーク外の円建て外債を積極的に保有することによって超過収益を獲得しているファンドも存在すると考えます。また、②の市場の歪みについて、国債市場は元々、銀行や生損保などの国内金融法人の保有・取引が大部分を占めていました。金融法人はALMの観点や(経済価値ベースではなく)簿価会計ベースで運用を行う場合もあり、ファンダメンタルズから乖離した価格形成がなされる場合もありました。

更に日銀の大規模緩和、YCCにより国内債券の健全な価格形成機能が阻害されることとなりました。

そのような価格の歪みを捉えることによりアルファを獲得しやすい環境だったと考えます。

図10：過去の国内債券アクティブファンドの超過収益分布 (2023年第3四半期末時点)



出所：ラッセル・インベストメント株式会社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

今後はアルファ機会の質が変化する可能性があり、価格の歪みからよりファンダメンタルズを捉えるアクティブ運用へとシフトすると考えております。日銀の金融政策正常化により、YCC等に起因する価格の歪みは解消する方向へ進み、金融法人などの投資家の偏りによる価格の歪みは残るものの、よりファンダメンタルズを反映した市場へ戻っていきと考えられます(2012年の異次元緩和以前の国内債券市場)。

そのため、今までの価格の歪みを捉える運用よりも金利の方向性などファンダメンタルズを当てに行く運用(ファンダメンタルズ運用)の方がアルファ獲得が出来る可能性が高く、ファンド選定の際には、投資判断の背景やそのプロセス等が「ファンダメンタル運用」でも通用する合理性を持つといった運用ができるかどうかの見極めがより重要になると考えます。

4. 総括および運用ソリューション

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
機関投資家営業部 ディレクター 安部田 晃久

円債運用における戦略の進化・多様化がカギに

ここまで変化を迎える日米の金融政策の見通しを議論する中で、円債運用の役割に焦点を当ててまいりました。欧米では逆イールドが定着し、ヘッジコストを加味した外債(国債)投資利回りがマイナスに沈み、円ベースの利回りが優位になってきております。過去数十年に渡り国内債券のアロケーションは低下してきましたが、2023年のオルインによる投資家に対するアンケート調査では、「円債を増やす」との回答が「減らす」の回答を上回るなど、円債に対する投資スタンス、投資家のマインドに変化が見られました。私どもも様々な投資家様とお話をさせていただき、円債における役割として、再度安定したインカムやトータルリターンに対する期待が高まっていると感じております。

一方で、日銀の金融政策は正常化の道を進み始め、円債市場でも金利のある世界、またボラティリティのある世界に戻ってきました。改めて円債市場において、どのように、こういった水準のリターンを追求していくのか

を考える局面にきております。このような環境下、本邦投資家における課題、それに応えるソリューションとは何か、を考えてみたいと思います。

国内金利が上昇、ボラティリティが上昇する環境では、シンプルなロングオンリー、ベータ追求型の運用戦略では絶対・相対でのリターン獲得が難しくなる一方、戦略によっては超過収益が上げられやすくなるとも言えます。また、今まで日銀がマイナス金利、イールド・カーブ・コントロール政策によって抑えつけてきた金利水準を市場に委ねるようになると、海外金利の相関が高まるため、リターン源泉の分散や戦略の多様化が必要になってくるでしょう。

すなわち、円債市場において超過収益を獲得できる機会が大きくなる一方、そのためには戦略の多様化や投資対象の拡大を通じた運用の高度化が求められていると考えられます。

図11：本邦投資家の課題と求められる円債ソリューション

日銀による金融政策正常化

海外金利の高止まりと
逆イールド

ESGへの対応

・国内金利の上昇

・ヘッジコスト上昇

・ESG機運の上昇

・ボラティリティの上昇

・海外金利との相関上昇

➤ 求められる対応力・ソリューション

- ① ロングオンリー、ベータ追求型のみの運用戦略では難しさが増す
- ② 金利のある世界、ボラティリティのある世界においてはアルファの機会が豊富に
- ③ リターン源泉の分散・多様化が必要
- ④ 意義のあるESG戦略、エンゲージメント

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

求められる円債運用の姿

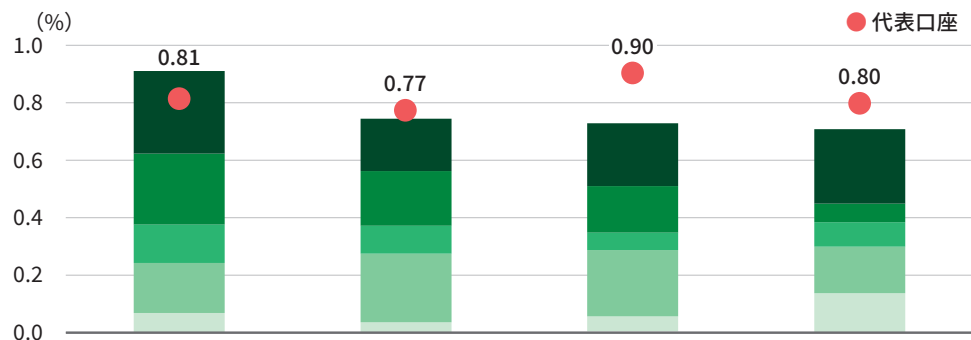
投資対象の拡大という点では、従来からの国債、地方債、社債、証券化資産に加え、近年ではハイブリッド債やラベル付き債等へと投資対象の広がりが見られます。戦略の進化・多様化という点では、OISやCDS等のデリバティブの活用、ESG統合やバリューモメンタム戦略等を取り入れることは、超過収益獲得へ繋がると考えられます。このような取り組みは、常に運用手法やプロセスを見直し、市場変化への対応や新たな知見を取り入れる組織や文化が根付いていることが前提となります。マニュアル・インベストメント・マネジメントでは、2010年代よりこの取り組みを継続してまいりました。

その取り組みを継続してきた結果として、超過収益を安定的に、長期に渡り創出し続けることができていると自負しております。図12は弊社の円債アクティブ総合型の代表口座のパフォーマンス実績です。どの期間においても、ベンチマークであるNomura BPIに対して比較的大きな超過収益を獲得し、類似カテゴリーの中でも上位

のパーセンタイルに位置しております。またこの超過収益の内訳も、下段表のとおり金利・クレジット両戦略から継続的に上げることができております。日銀が異次元の金融緩和を続ける中でも、デリバティブを駆使しながら、またイールドカーブの歪みや小さな動きを機動的に捉え、金利戦略でも超過収益を上げております。申し上げたいことは、超過収益獲得のための運用対象や戦略の拡張は間違っていなかった、そして今後も地道に続けていく必要があるということです。

マニュアル・インベストメント・マネジメントの円債運用戦略では、金利戦略特化、クレジット戦略特化、そしてその両方を合わせた総合型と、大きく分ければ3つの戦略を投資家様へ提供しております。その中でも投資家様のニーズや運用指針に沿って、多様なソリューションを提供することが出来ます。ご関心、ご不明点がございましたら、ぜひお気軽にお問い合わせいただけますと幸いです。

図12：代表口座の期間超過収益と類似カテゴリー（日本債券アクティブ）のユニバースでの4分位比較



期間	過去3年	過去5年	過去7年	過去10年
類似カテゴリーランキング*2	5位/35本中	1位/35本中	1位/34本中	2位/34本中
超過収益 (%、運用報酬控除前)*2	0.81	0.77	0.90	0.81
金利要因 (%)*3	0.18	0.16	0.16	0.20
クレジット要因 (%)	0.63	0.60	0.74	0.61

2023年9月末現在

*1 金利要因には、キャッシュ要因および残差が含まれます。

*2 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・口座を対象に過去の一定期間の運用実績を分析したものです。

上記の代表口座のパフォーマンスは運用報酬控除前のものです。代表口座のパフォーマンスは参考情報として掲載しております。公募投資信託として提供されている商品ではありません。

*過去の実績は将来の運用成果等を示唆・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ュアル・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. 米金利見通し：FRBの『Higher for Longer』戦略の陥穽

- 高まる「Soft Landing」期待、米利上げ最終局面へ
- 財政政策と金融政策の乖離：利上げサイクル下の米経済を拡張的財政が下支え
- 企業債務の乗り換え急増、逆イールドが予見するリセッション
- 急速な利上げの副作用がタイムラグを経て、米経済をリセッションへ陥れるリスク

2. 円債市場展望：植田新体制と前黒田レジームとの比較を通し

- 国内金利のリスクバランスは引き続き上昇方向に偏り
- YCC形骸化後の市場正常化に向けたテーマはマイナス金利解除となる可能性が高いが、その際のYCCの取り扱いに注目
- 投資戦略上は、国内モメンタム要因と海外金利低下要因の重要性及び顕在化の順序の把握が重要

3. グローバル債券投資としての国内債券運用再整理

- 低金利と低いアルファ期待から配分減少してきた円債に改めて焦点があたる
- 株式との分散効果とインカム享受
- クレジット戦略と金利戦略からのアルファ創出機会の拡大

4. 総括および運用ソリューション

- 日銀による金融政策正常化が進む中で、超過収益の機会は増大
- 投資対象の拡大や戦略の進化・多様化が長期継続的な超過収益創出のカギ

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。
- 本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講演者の見解であり、当社の見解ではございません。また、これらの内容は、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