

# Portfolio Insights

## 日本債券運用

～低金利環境下におけるリターンの獲得～

2019年9月

## はじめに

日本の国債利回りは、1990年以降、右肩下がりが続いてきました。例えば、1990年9月の10年国債の利回りは8.2%であったのに対し、2019年7月は-0.15%となっています。他の先進国についても同様に、国債利回りは右肩下がりとなっており、米国10年国債は1980年代前半の16%程度から、2019年7月末現在は2.0%まで低下しています。また、欧州でも同様の傾向が見られます。

このような環境下、日本債券でのリターン獲得は困難なのではないかと考える方も多いと思われます。しかし、マニユライフ・アセット・マネジメント株式会社(以下、「弊社」といいます。)では、様々な投資対象や運用手法を活用することによって、それが可能であると考えています。

今回は、低金利環境下において、弊社の日本債券運用チームが、どのような運用哲学を持ち、いかにリターンを獲得しているのかについてご紹介させていただきます。

## 目次

### 1. 足元の運用環境 P.03

- ▶ イールドカーブの平坦化が加速
- ▶ 債券リターンの3つの要素

### 2. 低金利局面・金利上昇局面での運用手法 P.05

- ▶ 課題および処方箋とその副作用
- ▶ 幅広い国内債券の投資機会
- ▶ デリバティブやオフ・ベンチマーク証券の活用にあたって

### 3. 弊社の日本債券運用チームについて P.08

- ▶ 当運用チームの運用哲学
- ▶ 債券市場に精通した経験豊富な運用チーム
- ▶ 業界トップクラスの運用実績

# 1. 足元の運用環境

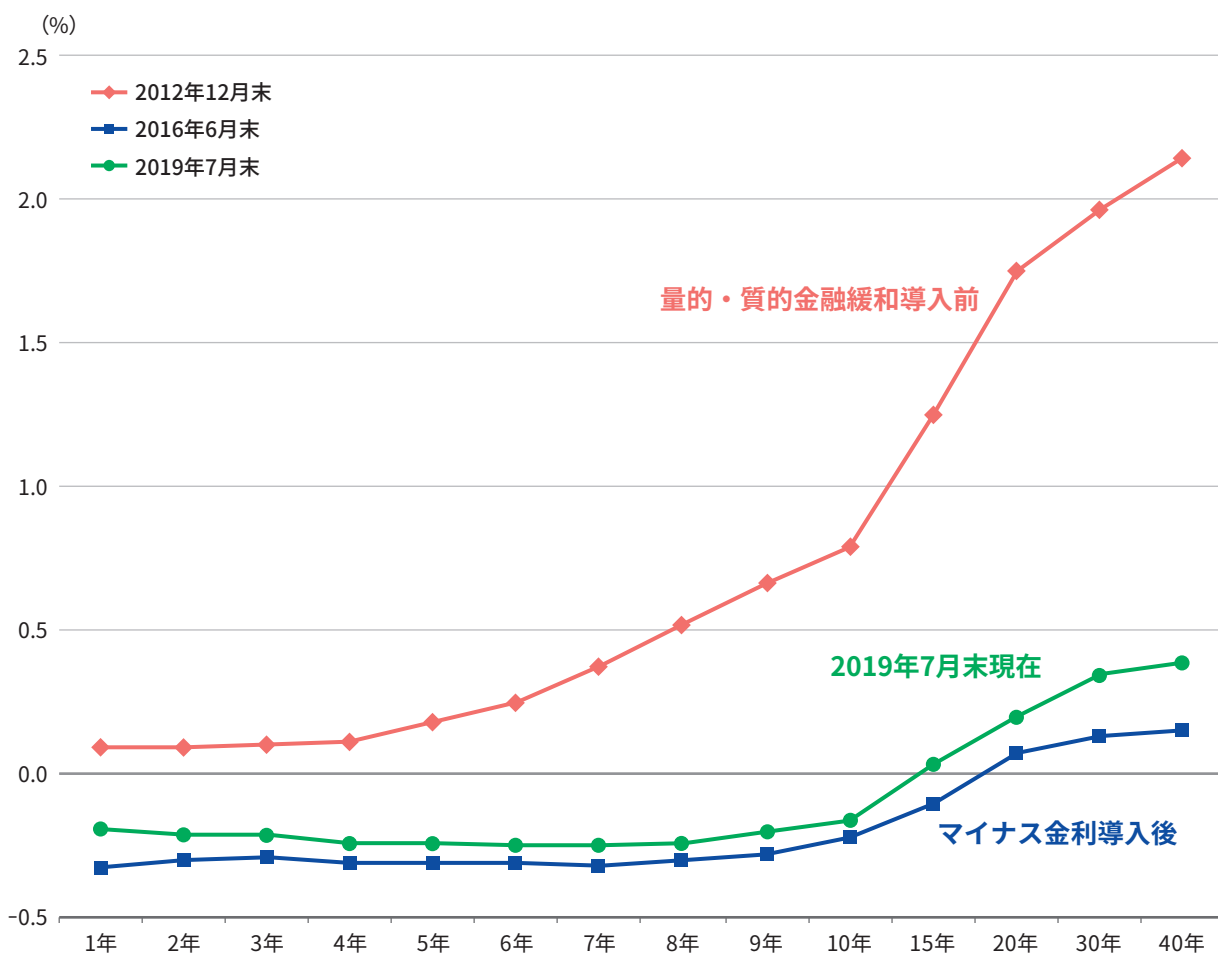
## イールドカーブの平坦化が加速

2013年4月の日本銀行による量的・質的金融緩和が導入される前と後では、日本国債のイールドカーブの形状は大きく異なります。

図1のグラフは、量的・質的金融緩和導入前の2012年12月末、マイナス金利導入(2016年2月)後の2016年6月末、現在の2019年7月末の3時点のイールドカーブを表示しています。

2013年4月の量的・質的金融緩和導入により、イールドカーブはかなり平坦な形状となりました。10年までの年限ではマイナス利回りが定着し、債券の運用環境は厳しい状況が続いています。

図1：日本10年国債イールドカーブ比較

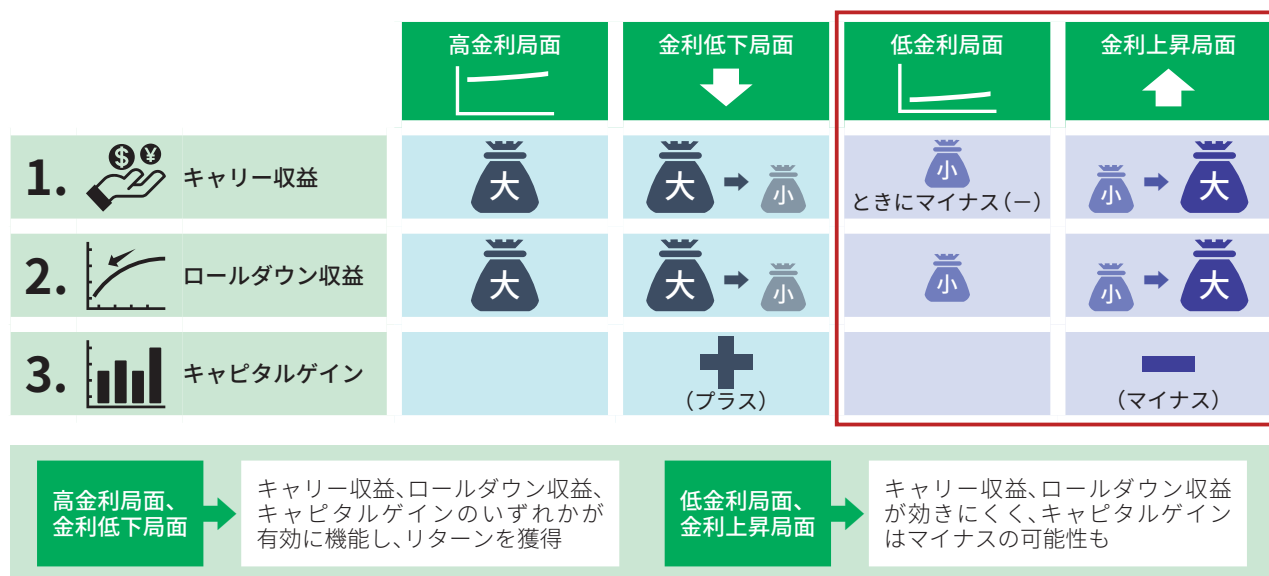


出所: Bloomberg Finance L.P. (以下、「ブルームバーグ」といいます。)のデータをもとにマニユライフ・アセット・マネジメント株式会社が作成

## 債券リターンの3つの要素

ここで債券リターンの3つの要素とその有効性について、改めて考えたいと思います(図2)。

図2：債券リターンの3つの要素



まず第1に、キャリー収益とは、債券を保有した際のインカム(利回り)によるリターンのことを言います。現在見られるようなマイナス利回りの国債を買うと、マイナスのリターンとなります。

第2に、ロールダウン収益とは、イールドカーブの形状が変化しないときに、時間の経過とともに利回りが低下し、それに伴い得られるリターンのことを言います。イールドカーブが右上がりに傾いていれば、ロールダウン効果が得られます。一方、マイナス金利導入後のように、イールドカーブが平らな状態にあると、ロールダウン効果はほとんど得られません。

第3に、キャピタルゲインについては、金利が下がれば収益を得られ、金利が上がれば損失を被ります。イールドカーブが平行に下がれば、どの年限でも収益が上がり、年限が長いほうがより収益が大きくなります。

金利局面によって、この3要素の効き方は違ってきます。まず高金利局面では、キャリー収益もロールダウン収益も大きくなります。同局面では、イールドカーブの位置が高

く傾きも大きいケースが多いため、どちらの要素も効いてくることになります。

次に金利低下局面では、キャリー収益もロールダウン収益も徐々に縮小する一方で、キャピタルゲインが得られます。これが、1990年代から2016年までの債券市場でした。キャリー収益、ロールダウン収益、キャピタルゲインの3要素のいずれかが効いているのであれば、債券投資はバイ・アンド・ホールドでもよく、債券投資家としては非常に運用しやすい局面であったと言えます。

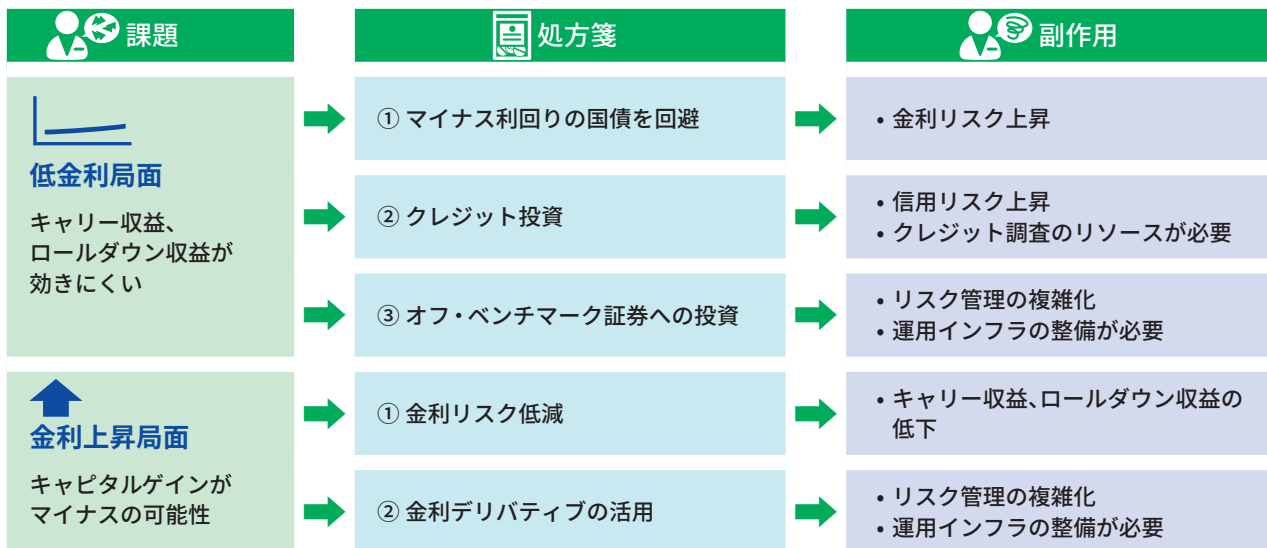
現在、私たちが直面しているのは、低金利局面です。キャリー収益は小さく、年限の短い国債を持てばマイナスになります。ロールダウン収益も小さい状況です。今後想定される金利上昇局面では、キャリー収益とロールダウン収益は徐々に回復してくると見られますが、キャピタルロスが発生し、債券投資トータルの収益ではおそらくマイナスになる可能性が高いと予想されます。このような時に、債券に投資すべきなのか、投資するとしたら、どのような債券に投資すべきなのかが課題となります。

## 2. 低金利局面・金利上昇局面での運用手法

### 課題および処方箋とその副作用

図3は、低金利局面および金利上昇局面における課題に対して、取り得る処方箋と、それぞれの副作用を示しています。

図3：低金利局面・金利上昇局面での運用手法の検討



まず、「低金利局面により、キャリー収益やロールダウン収益が効きにくい」という課題に対する1つ目の処方箋として、マイナス金利政策が導入されたときに多くの投資家がそうしたように、マイナス利回りの国債を回避することが考えられます。この副作用としては、より長期の国債を保有することにより金利リスクが増加することが挙げられます。

2つ目の処方箋としては、クレジット投資が考えられますが、これには信用リスクの増加が伴います。また、クレジット・スプレッドの分、キャリー収益もロールダウン収益も稼げる一方で、綿密なクレジット調査が必要であるため、収益を上げるにはコストがかかります。

3つ目の処方箋は、オフ・ベンチマーク証券への投資です。オフ・ベンチマーク証券とは、代表的な債券インデックスである野村BPI総合をベンチマークと想定した場合に、当該指数に組み入れられていない証券のことで、例としてハイブリッド債券(劣後債)などがあります。しかし、ハイブリッド債券への投資では、クレジット・リスクの評価に加えて繰上償還オプションの評価も必要であるため、リスク管理が複雑化します。

また、海外の債券市場に目を向けると、ヘッジ外債も選択肢の一つかもしれませんが、一般的に日本と比べて高い金利のボラティリティとヘッジコストを受け入れる必要があります。

次に、「金利が上がり、キャピタルゲインがマイナスになる」という課題の処方箋として、最もシンプルなのは、金利リスクの低減です。ただし、短い年限の国債を持った場合、現在キャリー収益はマイナスとなり、ロールダウン収益はありません。

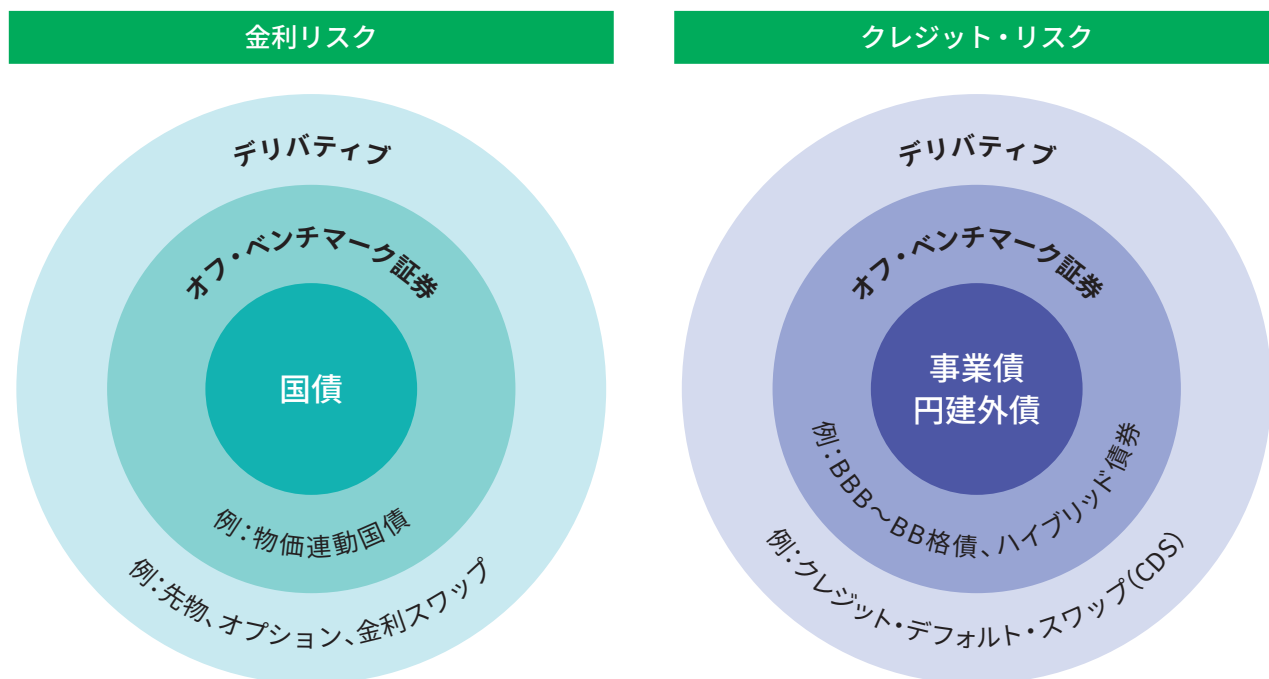
金利上昇局面では、これまでの債券投資家に優しい局面とは異なり、債券の単純な買い持ちは通用しないケースが多くなります。当運用チームでは、そのような局面においては、デリバティブの活用が有効であると考えています。ただし、副作用として、先物や金利スワップ、オプション等を使うことによるリスク管理の複雑化や、現物と異なる運用インフラの整備の必要性などが考えられます。

## 幅広い国内債券の投資機会

国内債券の投資機会は、実は豊富にあります。図4のそれぞれの円の中央にある国債現物や社債現物は、多くの投資家が利用しています。一方、その外側のオフ・ベンチマーク証券や先物、オプション、金利スワップ、クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)といったデリバティブはあまり使われていないのが現状です。

その背景としては、これまで投資環境が良かったため、それらを利用せずともそれなりに収益が上がっていたことが理由の一つと考えられます。しかし、これらにも投資対象を拡げていけるかどうかで、今後の債券投資の成否が決まってくると考えられます。

図4：国内債券の投資対象



## デリバティブやオフ・ベンチマーク証券の活用にあたって

では、実際にデリバティブやオフ・ベンチマーク証券をどのように利用すればよいのでしょうか。そのためには、いくつかのことを考慮する必要があります。

まず、収益源泉の多様化のためには、投資機会を発掘することが必要ですが、それだけでは意味がありません。その商品特性、リスクを理解したうえで、ポートフォリオに組み入れる意味があるかどうかを判断する必要があります。ハイブリッド債券の利回りが高いから、とりあえず投資するのか、もしくはリスクを理解したうえで投資するのかでは、全く状況が違います。

また、投資機会を発掘する能力と、リターンの源泉を活用して収益獲得を実現する能力は、全く別物です。投資機会を発掘する能力があっても、それをポートフォリオにうまく組み入れ、リターンを上げられないと成功とは言えません。ポートフォリオ構築の能力とは、有効な運用プロセスを作り、再現性を追求していくことです。

さらに、リターンを効率的にあげることも重要です。つまりこれは、低コストかつ短期間でリターンをあげることを意味します。デリバティブの活用は、この点で有効であると考えます。取引コストが低く、ポートフォリオで同時に複数の投資アイデアを実行することができるからです。結果として、リターン獲得の可能性が高まります。

金利デリバティブに関しては、先物を使う投資家は多い一方、スワップはまだ参加者が少ないのが現状です。しかし、当運用チームでは、スワップは活用すべき手段であると考えています。金利が上がるときに、イールドカーブの形状の変化は予測が付きません。10年国債先物は、実際は、最割安銘柄となる7年国債利回りのリスクをとる手段であり、他の年限の金利リスクをとったりヘッジするには必ずしも有効ではありません。一方、金利スワップなら、2年でも10年でも20年でも、狙った年限の金利リスクをとることや、ヘッジすることが可能です。したがって、金利スワップの活用は金利上昇局面では必須であると考えます。

当運用チームでは、通常、5から10の投資戦略をポートフォリオの中で同時に走らせています。そのメリットは、リターンの源泉が分散されることです。複数とっている小さなアクティブリスクのうち、仮にいくつかを外れても、他で収益が得られるという点です。小さなアクティブリスクを多くとった方がリターンを安定的に獲得できると考えます。

**1.**  
リターン源泉の  
多様化のためには  
投資機会の  
発掘が必要

**2.**  
収益獲得を  
実現するための  
ポートフォリオ  
構築能力が必要

**3.**  
低コストかつ短期間での  
リターン獲得のために  
デリバティブの  
活用が有効



### 3. 弊社の日本債券運用チームについて

#### 当運用チームの運用哲学

当運用チームの運用哲学をご紹介します。相場環境にかかわらず高く安定したリターンを獲得すること、つまり、金利が上がっても下がっても、クレジット・スプレッドが広がっても縮まっても、高く安定したリターンを獲得することを運用目標としています。そして、この目標を実現するための投資哲学として、以下の2点を掲げています。

1つ目は、多様な投資戦略を活用し、様々な投資対象に分散投資をすることです。金利戦略およびクレジット戦略の双方において、リターン向上に資するものは幅広く活用します。デリバティブも当然その中に入っています。

#### 1. 商品特性や市場参加者が異なる多様な投資対象への分散投資

  
**金利戦略**

**1. 収益源泉の多様化**

機動的なデュレーション戦略とイールドカーブ戦略に加え、物価連動国債等のオフ・ベンチマーク証券やMBSを含む多様な収益源を活用

**2. デリバティブの活用**

債券先物や先物オプション等の金利デリバティブもヘッジ目的に限定せず活用

  
**クレジット戦略**

**1. 収益源泉の多様化**

種別配分戦略、個別銘柄戦略、トレーディング戦略からバランスよく超過収益をあげることを目指す

**2. 多様な投資対象**

利息繰延条項付劣後債、AT1債、ユーロ円債、私募債のほか、CDSも付加価値の源泉として活用

※利息繰延条項付劣後債：発行体の裁量で利息の支払いを繰り延べることができる、あるいは証券によっては一定の事象が発生した場合に利息の支払いを繰り延べなければならない条項が付与された債券。  
 ※AT1債：主に金融機関が発行する。自己資本計算上「その他Tier1資本」に算入することのできる永久劣後債。

図5：当運用チームの多様な投資戦略

戦略	内容
デュレーション戦略	金利分析および見通しに基づき、デュレーションを調整することで超過収益を狙う戦略。
イールドカーブ戦略	金利分析および見通しに基づき、将来のイールドカーブの変化を予想してポートフォリオの年限配分を行うことで超過収益を狙う戦略。
種別配分戦略	市場全体のクレジット分析および見通しに基づき、投資対象セクター間のスプレッドの変化を予想して種別構成比をコントロールすることにより超過収益を狙う戦略。
個別銘柄戦略	個別銘柄のクレジット分析および見通しに基づき、個別銘柄ごとのスプレッドの変化を予想して銘柄選択を行うことで超過収益を狙う戦略。
トレーディング戦略	市場環境や需給動向、店頭価格の歪みなどに基づき売買を行うことで超過収益を狙う戦略。

2つ目は、担当者の役割を細分化し、専門性を追求することです。日本の金利市場は、あまり深掘りする余地がないという誤解があるようですが、投資対象を広く求めるほど、専門性が重要になってきます。当運用チームは、金利戦略担当のポートフォリオ・マネージャーやクレジット戦略担当のポートフォリオ・マネージャーに加え、クレジット・アナリストなど10名のチーム(平均経験年数は20年以上)で取り組んでいます。これにより、確信度の高い投資判断をポートフォリオに反映させることができます。複数の戦略の一つ一つについて成功確率が上がることによって、ポートフォリオ全体として高いリターンを得られる可能性が高くなります。

## 2. 担当者の役割を細分化し、専門性を追求



### 1. 専門性の追求

担当者が専門分野に精通することにより、確信度の高い投資判断を適時適切にポートフォリオに反映



### 2. 投資判断

金利戦略およびクレジット戦略に、それぞれ専門化したポートフォリオ・マネージャー2名が協働して運用



### 3. クレジット分析

業種毎に担当を分け、各銘柄固有の要因を熟知することで確信度の高い投資推奨を実施

10名

ポートフォリオ・マネージャー＋クレジット・アナリスト

20年以上

平均経験年数

(2019年6月末現在)

## 債券市場に精通した経験豊富な運用チーム

～平均経験年数は20年以上～



### ポートフォリオ・マネージャー

左後ろから順に

沼 俊成 Toshinari Numa  
(経験年数10年)

中島 雄三 Yuzo Nakajima  
(経験年数26年)

金丸 壮史 Takeshi Kanamaru  
(経験年数16年)

中村 彰宏 Akihiro Nakamura  
(経験年数31年)

左前から順に

津本 啓介 Keisuke Tsumoto  
運用統括責任者  
(経験年数30年)

長藤 徹志 Tetsushi Nagato  
(経験年数24年)



### クレジット・アナリスト

左から順に

小川 健輔 Kensuke Ogawa  
(経験年数7年)

鈴木 泰之 Yasuyuki Suzuki  
(経験年数18年)

芦田 光久 Mitsuhsa Ashida  
(経験年数26年)

押田 俊輔 Shunsuke Oshida  
(経験年数18年)

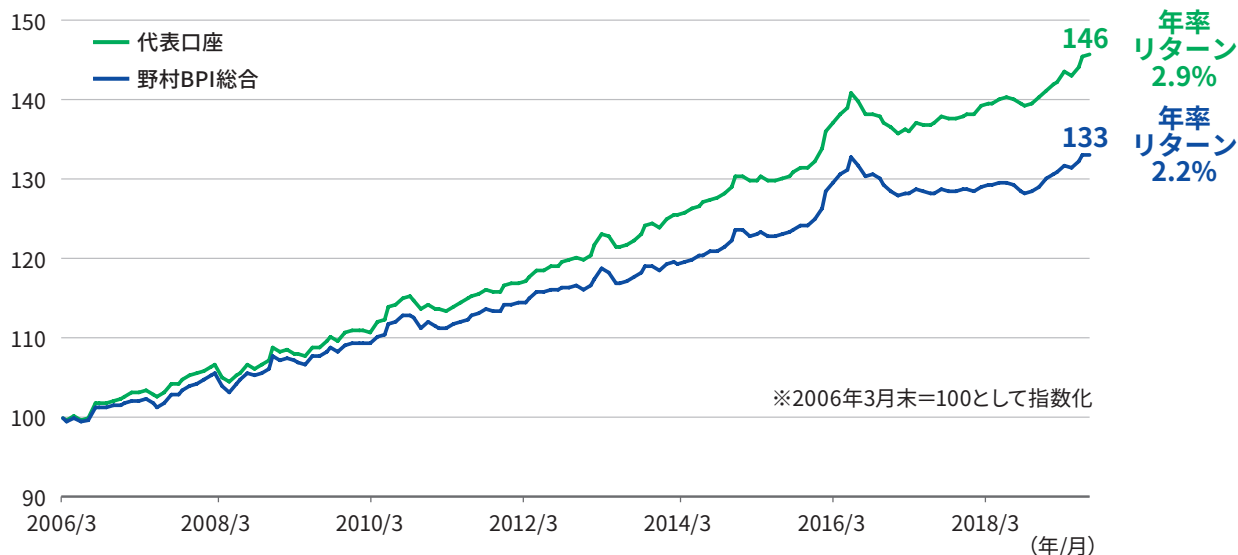
マニユライフ・アセット・マネジメント株式会社にて撮影 2019年6月現在

## 業界トップクラスの運用実績

当運用チームでは、これまで様々な投資対象・投資手法を活用することで、良好な実績を残してきました。当運用チームが運用を受託する日本債券運用の代表口座(当運用チームが運用する日本債券運用戦略のうち、代表的な口座)は、類似カテゴリーの運用実績ランキングで長年にわたりトップクラスの実績を誇ります(図6)。

また、超過リターン(対野村BPI総合)の獲得という面においても、いずれの期間でもプラスのリターンを獲得しています。マイナス金利が定着した過去3年の実績を見ても、運用実績+1.04%(年率)、超過リターン+1.01%と良好なパフォーマンスとなっています。

図6：当運用チームが運用を受託する日本債券運用の代表口座のパフォーマンス(2006年3月末～2019年7月末、月次)



※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:ブルームバーグのデータをもとにマニユライフ・アセット・マネジメント株式会社が作成

図7：代表口座の類似カテゴリーランキング\*および期間別運用実績(2019年6月末現在、いずれも年率)

期間	過去1年	過去2年	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位/41本中	1位/41本中	2位/41本中	3位/41本中	2位/40本中	7位/37本中
運用実績	3.69%	3.13%	1.04%	2.78%	2.94%	2.92%
(ご参考)超過リターン (対野村BPI総合)	1.07%	1.28%	1.01%	0.76%	0.93%	0.80%

\*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ユライフ・アセット・マネジメント株式会社が作成

## まとめ

弊社の日本債券運用チームでは、現在のような低金利環境下においても、リターンを獲得することは可能であると考えます。ただし、そのためにはデリバティブやオフ・ベンチマーク証券の活用等により、投資対象を拡げ、リターンの源泉の多様化を図る必要があります。実際に過去それらを活用し、弊社の日本債券運用は良好な実績を積み上げて参りました。

デリバティブやオフ・ベンチマーク証券等への投資にあたっては、それらに精通した運用チームや社内インフラの整備が欠かせません。弊社は、充実した国内企業調査の陣容と経験豊富な運用者を誇ります。加えて、デリバティブ等を含めた運用リスク管理体制を構築し、日々モニタリングしています。

次回以降のPortfolio Insightsでは、弊社の日本債券運用の大きな柱である金利戦略とクレジット戦略について、それぞれがデリバティブやオフ・ベンチマーク証券等を活用し、いかにリターンを獲得しているかについて、より掘り下げて解説させていただきます。

## MEMO

---

## ディスクレマー

- 本資料は、マニライフ・アセット・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。
- 当社が特定の有価証券等の取得勧誘または売買推奨を行う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。

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)

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。

- 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。
- 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・アセット・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