

コア・ベータとしての国内債券運用 ～役割期待の再考～

足元の金融緩和政策は強化された形で継続し、低金利環境がもたらす国内債券の投資魅力度の低下は、機関投資家にとって20年以上続く投資テーマであり、円債代替戦略が典型的な対応策として講じられてきた。しかしながら、リスクオフ局面ではパフォーマンス苦戦の傾向が見られ、必ずしも国内債券代替として期待されるような下支え効果は発揮されていないと思われる。本論では、低金利環境下にある国内債券の期待リターンの特長ならびに資産配分戦略における役割期待について考えてみたい。

■国内債券の投資環境と投資家の対応

図表1は日本の長期金利（10年）の推移を示している。2008年9月のリーマンショック以降、急激に低下傾向を辿っており、2016年1月のマイナス金利政策以降はほぼゼロ%の水準で推移している。

【図表1: 国内長期(10年)金利の推移(%)】



(資料)Bloombergよりみずほ総研作成

極端な低金利下にある国内債券への投資魅力度は低下していると考えられることが多く、それを受けた代替戦略、例えば投資適格未満のクレジット債や保険リンク証券などの国内金利とは異なるリスクを持つ戦略を導入するも、近年想定以上のパフォーマンス悪化を経験している投資家は少なくないと思われる。歴史的に見て企業年金等の機関投資家の国内債券投資割合は低下の一途を辿っているが、はたしてポートフ

ォリオ全体を俯瞰した際の「投資意義」さえも同じく極端に低下していると捉えるべきなのであろうか。

■債券投資検討にあたって熟慮したい「投資ホライズン」

2000年に開始されたゼロ金利政策とその後の量的緩和政策は約15年間続き²、2016年1月にはマイナス金利政策、その後9月には長短金利操作付きの質的量的緩和政策が発動され現在に至っている。その緩和姿勢が弱まる気配はなく、債券投資にとって逆風となる「金利上昇」はわが国では遠い先のことに感じられるが、逆に未来永劫「金利上昇」が起こらないとする想定も現実味を欠いている。債券投資を考える上で熟慮したいのは、将来的に①「どの程度まで金利が上昇するのか（金利水準の上昇幅）」、さらに②「どの程度の期間（長さ）その投資を続けると想定するのか（投資ホライズン）」である。

① 金利水準の上昇幅

② 投資ホライズン

「①金利水準の上昇幅」については今後10年間で長期金利（10年）が現在のゼロ近傍から1%の水準まで漸次的に上昇し、その後同じ1%で安定推移すると仮定する³。また「②投資ホライズン」については、通常の資産配分戦略策定の際に想定する「10年間」に加えて「20年間」および「30年間」の3パターンを考える。

¹ 例えば FOHF などのヘッジファンド戦略、クレジット配分の比較的多いアンコンストレインド債券戦略、保険リンク証券など

² 2006年2月から数か月間の一時的な緩解除の期間を除く

³ この金利水準は一国経済において長期的に成立が期待される均衡値、つまり「長期均衡金利」を想定している。なお均衡値の水準（本論では「1%」）の議論については紙幅の制約から割愛する。

下表のとおり「投資ホライズン」を本検討での最長期間となる「30年間」と想定すると、期待リターン(年率)が+0.87%と最も高い水準となる。「投資ホライズン」を10年間あるいは20年間とする場合よりも高いことがわかる。

【図表2: 長期金利の上昇過程とイールドカーブの想定(例示)】



注: 形状はインプライドフォワードカーブによる推計を用い、期初の最終利回りとデュレーションは2019年3月末時点の野村PBIデータより取得
注: 上記で推計した期待リターンは特定の投資期間(10年、20年、30年各々)において期待される「1年間あたりの」トータルリターン

(資料)Bloomberg、野村証券よりみずほ総研

■「投資ホライズン」と「債券期待リターン」の関係

「投資ホライズン」を長期化することがなぜ「債券期待リターン」の引き上げにつながるのだろうか。「債券期待リターン」は下表のとおり大きくは2つ、細かくは4つの要素で構成されている。「最終利回り」がゼロ%近傍で尚且つ金利上昇の影響を受ける前半「10年間」と異なり、その後の20年間(つまり中盤10年間と

後半10年間)は、金利上昇を経て引き上げられた「最終利回り」とイールドカーブの形状が傾斜化することによる「ロールダウン効果」の向上が牽引役となり期待リターン全体を引き上げているのである。

ではこのことはポートフォリオ全体の観点からどのようなポジティブな影響をもたらすであろうか。

【図表3: 債券の期待リターンの源泉】

構成要素		(前半10年)	(中盤10年)	(後半10年)
期待リターン 静態的 リターン	最終利回り	×	○	○
	ロールダウン効果※	△	○	○
期待リターン 動態的 リターン	キャピタル損益	×	—	—
	クーポン増減	△	—	—

※: ロールダウン効果: 一定時間の経過により金利水準が低下し、それによりもたらされた債券価格の上昇分

【記号の意味】 ○: プラス寄与を想定、△: わずかなプラス寄与を想定、×: マイナス寄与を想定、—: ニュートラル(プラスにもマイナスにも寄与しない)

(資料)みずほ総研

■国内債券「投資ホライズン」長期化がもたらす効果

今、ある企業年金が予定利率（要求収益率）2.5%の達成を目指しており、国内債券とグローバル株式の2資産の構成比率を考える資産配分戦略の策定に当たっていると想定する。前提数値は下表のとおり、国内債券は「投資ホライズン」の長短によって3つのケースが考えられる。一方でグローバル株式は前提数値としてはひとつとする。また、両資産の相関係数は単純化のためにゼロと置く。

【図表4: 前提数値の例】

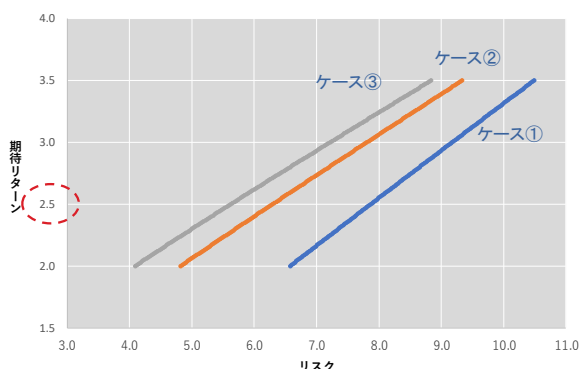
	投資ホライズン	期待リターン	リスク
国内債券(投資期間10年) ケース①	10年	-0.43	1.90
国内債券(投資期間20年) ケース②	20年	0.54	1.90
国内債券(投資期間30年) ケース③	30年	0.87	1.90
グローバル株式	10年	7.42	17.25

(資料)みずほ総研作成

さらに下グラフは上記の前提数値を用いた効率的フロンティアである。国内債券の「投資ホライズン」の長短によって効率的フロンティアが3ケース導かれている。

【図表5: 最適ポートフォリオの構築例】

(期待リターン2.5%を想定)



	ケース③	ケース②	ケース①
期待リターン(a)	2.50	2.50	2.50
想定リスク(b)	5.63	6.30	7.87
リスク効率性(a/b)	0.44	0.40	0.32
資金配分			
国内債券	68	64	55
グローバル株式	32	36	45
合計	100	100	100

(資料)みずほ総研作成

効率的フロンティアが3ケースあるため予定利率2.5%の達成が期待される配分候補も同じく3ケース考えられる。ケース①・②・③で両資産の構成比率は異なるが、ケース③はケース①と比較してグローバル株式の構成比が低下し、トータルのリスクも低下していることが見てとれる。つまり、国内債券の「投資ホライズン」の長期化はポートフォリオ全体の総リスク量の引き下げをもたらしていることがわかる。

■まとめ

近年の金融緩和政策の影響を受けて金利水準は一般に低位で推移している。ただし、一層懸念すべきはリターンドライバーとして組み入れてきた株式やクレジット債の大幅なドローダウンである。

こうしたリスク性資産はポートフォリオ全体への潜在的な負の影響度を高めている可能性が高く、近時そうした懸念を持たれている機関投資家も少なくないと思われる。

国内債券には「リスク性資産との低相関性」、あるいは円建ての安定的インカム収益がもたらす「負債連動性」といった、他資産にはない望ましい特性がある。特に企業年金にとっては長い目で見た場合、資産クラスとしての重要性には変わりはないように思われる。

ポートフォリオ全体のリスクの所在とその負の影響度合いを見極めていくことは資産配分戦略上により肝要である。そのためには新たな資産クラスの追加(すなわち「ベータの分散」)が優先されるべき検討事項であることは論をまたない。ただし全ての資産クラスに割高懸念があるとみる場合には、自らの財政状況等のリスク許容度も睨みながら、本論のように「投資ホライズン」を吟味・再考する形で「コアとなるベータ」に立ち返ってみることも同じく肝要といえよう。

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。