



土井 一人  
日本拠点投資運用部長、  
ポートフォリオ・マネージャー

## 債券投資の収益機会を考える

### 要約

- 9月に日銀が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入して、もとより極端に低水準にある金利水準に加えて、「金利操作」をうけて金利のボラティリティの水準も大幅に低下し、伝統的な債券の収益源泉である利回りと価格変動の両面から債券投資の収益機会が損なわれている。
- 債券の収益構造を構成する、「短期金利」、「長短金利差」、「ロールダウン」、「価格変化」のうち、長短金利操作付き量的・質的金融緩和は、短期金利と価格変化からの収益機会を奪うことになるが、長短金利差とロールダウンに関してはむしろ収益機会が拡大する方向性にある。特に、ロールダウンの収益力は、歴史的には長短金利差の0.7倍程度とかなり大きい。つまり、長短金利操作付き量的・質的金融緩和は、金利水準と価格変動で構成されると伝統的に考えられてきた債券の収益源泉を、長短金利差とロールダウンといった、イールドカーブ全体へと変化させることになる。
- 収益ドライバーを金利水準と金利の方向性からイールドカーブ全体の評価へと上手くシフトできるかが、今後の債券投資の収益性を占う上での要である。

9月に日銀が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入して以来、大方の予想通り円債市場は金利水準、イールドカーブの動向とも落ち着いた展開となる一方で、こちらは大方の予想に反して物価連動債のブレークイーブンズプレッドは徐々に拡大し、実質金利の緩やかな低下と円安・株高が進んでいる。こうした市場動向はまさに日銀の望み通りの展開となっており、9月の日銀の転向は、スタート段階では成功しているとみていいだろう。

しかし、債券投資家の観点からは、金利水準が極端に低水準にあるだけでなく、「長短金利操作」のために金利のボラティリティの水準も大幅に低下し、伝統的な債券の収益源泉である利回りと価格変動の両面から収益機会が損なわれている。もはや、債券投資家には忍耐しか残されていないのだろうか。

この点を考えるにあたって、債券の収益構造は、「短期金利」、「長短金利差」、「ロールダウン」、「価格変化」の4つの部分から構成されることをまず確認したい。このうち、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は、「短期金利」と「価格変化」からの収益機会を奪うことになるが、「長短金利差」と「ロールダウン」に関してはむしろ収益機会が拡大する方向性にある。特に、「ロールダウン」は「長短金利差」に付随する収益機会であり、長短金利差が拡大するにつれロールダウン収益も増大する傾向にある。さらに、ロールダウンの収益力は、歴史的には長短金利差の0.7倍程度とかなり大きい。特に、今のように金利ボラティリティが低下する局面では、コンベクシティの価値の減少を受けイールドカーブの局所的な傾斜も大きくなるため、ロールダウンの威力はさらに増大する可能性が高い。これは近年円債市場に見られた現象でもある。

つまり、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は、「金利水準」と「価格変動」で構成されると伝統的に考えられてきた債券の収益源泉を「長短金利差」と「ロールダウン」といった「イールドカーブ」全体へと変化させることになる。しかも、もともと円債に求められてきた1%程度の収益水準は、たとえ金利水準がゼロだとしても、ある程度の「長短金利差」があれば「ロールダウン」と相まって、十分に手の届く水準である。

今の市場環境下において債券投資で収益獲得のための重要ポイントは「長短金利差」である。日銀は物価目標の達成までに時間を要することを認め、持久戦に備えるためには現行の金融政策の社会的コストへの配慮から、イールドカーブのステイプ化を促す方向だとされる。日銀だけでなく欧州中央銀行(ECB)においても、同様に社会的コストへの配慮から、極端にブルフラットしたイールドカーブを是正する方向性が指向されているものと考えられる。つまり、金融当局に「長短金利差」拡大への政策的動機がある。

さらに重要なのは、デフレ化を恐れる先進国の中央銀行によるインフレ予想上昇への踏み込んだコミットメントは、将来の経済やインフレへの不確実性を高めることにつながり、長短金利差を拡大させる要因である。米国や英国の過去の例でも、踏み込んだ量的緩和、強いフォワードガイダンスは10年までの金利を押し下げても、超長期ゾーンの金利にリスクプレミアムを求めて超長期・長期金利のスペッドが拡大しているケースが多い。また、債券投資家にとっては利益相反だが、低金利のメリットを享受しようと財政当局による調達

年限の長期化への積極的な取り組みの動きがグローバルに拡大していることも長短金利差拡大の要因である。

このように、収益ドライバーを金利水準と金利の方向性からイールドカーブ全体の評価へと上手くシフトできるかが、今後の債券投資の収益性を占う上での要である。しかし、金利ボラティリティの低下の前提にある「長短金利操作」はそもそも上手くいくのだろうか。景気に動意が乏しい間は、「長短金利操作」が上手く機能しているように見えるが、問題は景気の動意が明確化する局面である。名目長期金利のコントロールは、景気の良い(悪い)局面で緩和(引き締め)を強化し景気循環と順方向に強く作用する特性がある。これは、景気循環と逆方向に作用(景気悪化時に緩和など)させることで景気循環の安定化を図る通常の金融政策と逆の働きである。つまり、「操作」によりボラティリティが低下しているように見えても、ボラティリティを増幅させる仕組みを内蔵させている。もっとも、これも債券投資家にとっては困難だが収益機会ではある。

© Western Asset Management Company 2016. 当資料の著作権は、ウエスタン・アセット・マネジメント株式会社およびその関連会社(以下「ウエスタン・アセット」という)に帰属するものであり、ウエスタン・アセットの顧客、その投資コンサルタント及びその他の当社が意図した受取人のみを対象として作成されたものです。第三者への提供はお断りいたします。当資料の内容は、秘密情報及び専有情報としてお取り扱い下さい。無断で当資料のコピーを作成することや転載することを禁じます。

過去の実績は将来の投資成果を保証するものではありません。当資料は情報の提供のみを目的としており、作成日におけるウエスタン・アセットの意見を反映したものです。ウエスタン・アセットは、ここに提供した情報が正確なものであるものと信じておりますが、それを保証するものではありません。当資料に記載の意見は、特定の有価証券の売買のオファーや勧誘を目的としたものではなく、事前の予告なく変更されることがあります。当資料に書かれた内容は、投資助言ではありません。ウエスタン・アセットの役職員及び顧客は、当資料記載の有価証券を保有している可能性があります。当資料は、お客様の投資目的、経済状況或いは要望を考慮することなく作成されたものです。お客様は、当資料に基づいて投資判断をされる前に、お客様の投資目的、経済状況或いは要望に照らして、それが適切であるかどうかご検討されることをお勧めいたします。お客様の居住国において適用される法律や規制を理解し、それらを考慮する責任はお客様にあります。

ウエスタン・アセット・マネジメント株式会社について

業務の種類： 金融商品取引業者(投資運用業、投資助言・代理業、第二種金融商品取引業)

登録番号： 関東財務局長(金商)第427号

加入協会： 一般社団法人日本投資顧問業協会(会員番号 011-01319)、一般社団法人投資信託協会