



ALLIANCEBERNSTEIN®

知の広場
Knowledge Forum

マイナス利回りの債券から収益を得る方法



2020年1月8日



荒磯 亘

アライアンス・バーンスタイン株式会社

AB未来総研 主任研究員

運用戦略部長 兼 ポートフォリオ戦略室長



2019年は金利が一段と低下した1年となった。米国で金融政策正常化が頓挫したほか、先進国・新興国のいずれにおいても利下げが可能な国は政策金利引き下げを進めた。長期金利はこうした政策姿勢の反転を先取りする格好で大きく低下したため、米国の利上げが終わってもなお為替ヘッジ・コスト考慮後の外国債券の利回りは厳しい環境だ。しかし、それでも債券投資が資産運用において果たす役割は引き続き存在するし、今後も債券運用からのリターンを十分に獲得すべく投資家は多種多様な工夫を凝らしていく必要があるだろう。

マイナス金利の債券を買う投資家

債券は金融商品の一種であるので、買い手が多いことによって価格が上昇し金利が下がったわけだが、魅力のない低い金利水準になってからも売られることなく安定しているのはなぜだろうか？

10年債に至るまで利回りがマイナスであるドイツ国債について見てみると、外国人投資家が足元では2015年以来的の買い越しに転じている。また、日本についても、マイナス利回りでの入札が繰り返されている短期国債の海外保有比率は70%超まで上昇した(注1)。外国人投資家がこうしてマイナス金利の債券にわざわざ投資

する背景には、相対的な需要が高い通貨から低い通貨に交換する際に有利な条件を得られる場合や、外国政府当局が外貨準備分散を目指す場合など、個々の事情があると思われる。単純に利回りがマイナスだからといって、債券に投資するニーズがなくなるわけではない点を改めて認識させられる。

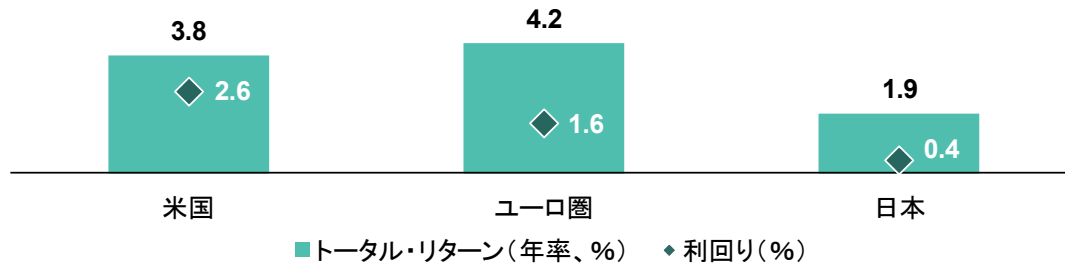
低金利の債券に投資成果はあったのか？

では、マイナス利回りの債券に投資することで、本当に投資成果が得られるのだろうか？ 主要国の債券指数の利回りと、仮に指数に投資した投資家がいた場合に各年に得たリターン(以下、トータル・リターン)の実績を次ページの図表1で比較してみた。このサンプルから読み取れるのは、利回りとトータル・リターンはかなり違うということだ。全ての債券を満期まで持ちさえすれば当初の利回りがそのままトータル・リターンになるが、一定期間だけを切り取った場合は必ずしもそうではない。金利が動く事によるキャピタル・ゲインやロスの発生に加え、時間経過に伴うロールダウン効果がどれだけ享受できるかなど、トータル・リターンは運用期間中の環境に影響を受ける。このため、極めて金利水準が低いユーロ圏でさえ、おおむね利回りを上回るトータル・リターンが得られている(次ページの図表2)。少なくともこれまでは、低金利の債券にも投資成果があったのだ。

(注1) 財務省「国債等の保有者別内訳」令和元年6月末(速報)による

当資料は、2019年12月16日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン株式会社が作成した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は今後予告なしに変更することがあります。当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、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

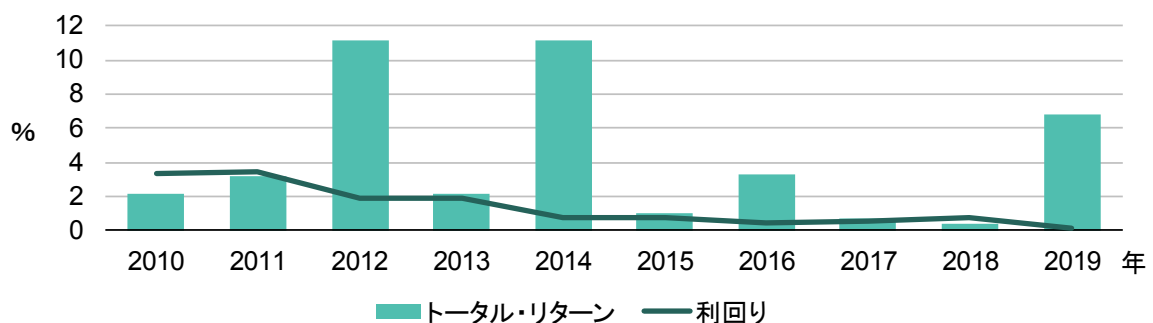
【図表1】主要国債券指数：過去10年の平均利回りと実績トータル・リターンと比較



過去の実績は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

米国はブルームバーグ・バークレイズ米国総合指数、ユーロ圏はブルームバーグ・バークレイズ・ユーロ圏総合指数、日本はブルームバーグ・バークレイズ日本総合指数。利回りは各年末時点(2019年のみ11月末)の利回りの単純平均。トータル・リターンは期間中の全てのリターンを年率換算して算出。期間：2009年12月31日ー2019年11月30日。出所：ブルームバーグ、AB

【図表2】ユーロ圏総合債券指数：各年の利回りとトータル・リターン



過去の実績は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

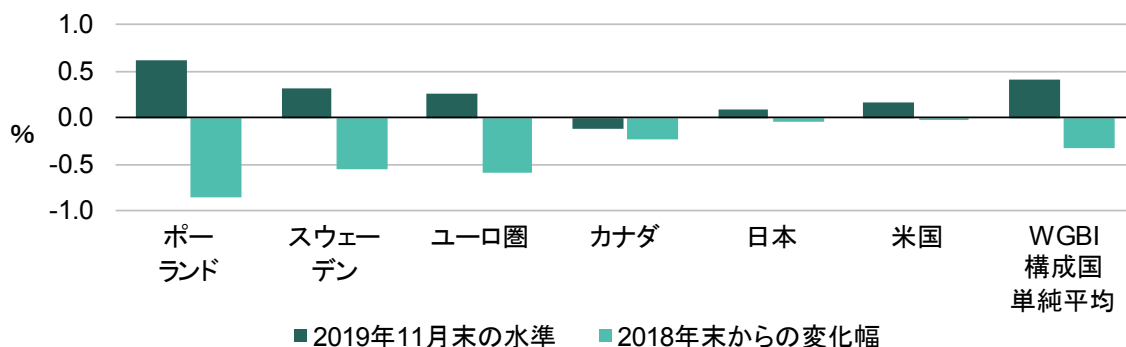
ブルームバーグ・バークレイズ・ユーロ圏総合指数を用い、利回りは各年末時点(2019年のみ11月末)を採用、トータル・リターンは暦年のトータル・リターンを採用。期間：2009年12月31日ー2019年11月30日。出所：ブルームバーグ、AB

債券投資を利回りだけで判断してはいけない

2019年は米国での長短金利差逆転が話題になったが、問題は米国にとどまらない。FTSE世界国債インデックス(WGBI)構成国の長短金利差を2018年末と2019年11月末で比較すると、意外にも米国以外の国のほうが米国よりも縮小したことがわかる(図表3)。つま

り、ほとんどの地域で債券投資に伴って得られるロールダウン効果は小さくなっているのだ。金利水準が下がったことでインカム収益も落ちている。これからの債券投資の成果は、インカム水準やロールダウン効果よりも、いっそう投資期間中の金利動向に左右されやすくなっているのではないかな。

【図表3】WGBI 構成国の長短金利差と2018年末からの変化幅



過去の実績は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

長短金利差は10年国債利回りー2年国債利回り計算。比較時点は2018年12月31日と2019年11月30日。出所：ブルームバーグ、AB

しかし、インカム収益が心もとないからと言って、過度に悲観する必要はない。マイナス金利政策が当たり前になった結果、景気が悪化したりリスク環境が悪くなった時には、債券利回りがゼロを下限とすることなく下がる余地ができたからだ。債券投資から得られるリターンは、確実性のあるインカムに裏打ちされたものから、より市場環境を反映したキャピタル・ゲインに依存する色彩を帯びてきたと言えるだろう。

構造変化に対応する発想の転換

このような債券投資のリターンの構造変化を踏まえると、現在、債券に投資するにあたっては、2つの工夫が有効ではないかとみている。1つ目は、投資する瞬間の利回りのみならず、投資期間を通じて債券保有が自らのポートフォリオにどのような効果をもたらすかを想定しておくことだ。利回りはパッとしなくても、安全資産として投資の分散効果を求めるという認識は重要である。また、低い利回りに幻滅するあまり、無理に利回りの高い投資対象を求めることで意図せざるリスクを取り過ぎてしまうことにも注意が必要だ。

そして、もう1つの工夫は、個々の投資債券の残存年数に留意したポートフォリオを構築することだ。債券は値下がりすればその分金利が上がり、将来の期待リターンは高くなる。これは、価格が一時的に下落しても、デフォルトをしない限り債券の価格は満期までの期間が短くなるに従って額面価格へ近づいていく特性があるためだ。また、保有期間が長ければそれに相応するインカム(クーポン)を確保することにもなる。プラスの金利が残っている市場を狙うにしても、投資期間を長く確保すると共に、債券の利回りと満期の組み合わせを多様化することで収益獲得の確度を高めることができるだろう。

逆に言えば、このような考慮をせず債券投資に臨むことは、低金利を甘んじて受け入れるリスクを自ら高めているということではないか。本稿で述べた債券市場の構造的変化により、機動的に収益機会を捉えるアクティブ運用が真価を発揮しなくてはならない局面が訪れていると考える。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。