





日本の物価連動国債の投資機会が拡大

2017年3月23日

 **略 正彦**
アライアンス・バーンスタイン株式会社
ポートフォリオ・マネジャー 日本債券 マルチセクター



 **ガイ・ブルーテン**
アライアンス・バーンスタイン・オーストラリア・リミテッド
アジア太平洋担当シニア・エコノミスト



日本の物価連動国債(JGBi)は、長年にわたり世界の債券投資家に忘れ去られた存在であったが、ここへきて投資機会が拡大している。アクティブ運用であれば、主要グローバル債券指数には含まれていないこうした資産の投資機会も機動的に捉えることができる。

世界の投資家にとって、日本の国債は利回り水準の低さが魅力をそいできた。また、デフレ圧力が根強く残る中、元本がインフレ率と連動して増減する物価連動債はとりわけ魅力が乏しいと思われてきた。

しかし、投資環境は大きく変化しつつある。原油を始めとするコモディティ価格の上昇に加え、企業の景況感の持ち直しを受けて、2016年後半から物価動向は世界的に改善してきている。さらに、米トランプ新政権による景

気刺激策は米国の経済成長やインフレ率を押し上げるとの見方が強く、日本を含めた世界各国の経済への波及も予想される。日本国内においても、引き続きデフレ脱却を目指した財政拡大が推し進められており、労働市場のひっ迫も進んでいる。

こうしたグローバルな市場環境の変化の結果、予想インフレ率とも呼ばれる、普通国債と物価連動国債の利回りの差(名目金利－実質金利)から算出される「ブレイク・イーブン・インフレ率(BEI)」が世界的に上昇傾向にあるが、これまでのところ日本のBEIは出遅れている。アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では、ファンダメンタルズ、バリュエーション(価値評価)および債券需給の三つの観点から、日本のBEIには上昇余地があると見ており、JGBiは投資妙味があると評価している。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。
<https://blog.abglobal.com/post/en/2017/03/japanese-linkers-opportunity-rising-for-global-bond-investors>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもABポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンス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。

当資料は、2017年3月13日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、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、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。アライアンス・バーンスタインおよび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。

1. ファンダメンタルズ：景気／物価動向が改善

日本の経済成長に関する市場予想は、外需拡大と円安およびマクロ政策に後押しされた内需拡大を背景に、改善を続けている。物価も、日本銀行がマイナス金利政策に続いてYCC(イールドカーブ・コントロール)政策を導入するなど他国の中央銀行よりも積極的な姿勢を示していることに加え、労働市場の引き締まりが一段と進んでいることなどから、上向きつつある。ABでは2017年度のGDP成長率を+1.5%、コア消費者物価指数は+0.7%と予測している。

2. バリュエーション：日本のBEIも出遅れを取り戻す見通し

2016年11月の米大統領選挙以降、米国、ドイツ、英国のBEIは30-40ベース・ポイント(bp)程度上昇している。これに対し、日本のBEIの上げ幅はその半分程度に留まっている(図表)。ABでは、2017年後半にかけては日本でもインフレ期待が高まり、BEIは上昇すると見ているため、JGBiは割安であると考えている。

原油価格とドル円が現在の水準に留まると仮定すると、昨年来の原油高を反映して電気料金が引き上げられることや円安を背景として輸入価格が上昇することが予想され、インフレ率上昇に追い風となると考えられる。物価上昇が実現するにつれて日銀の量的緩和政策のテーパリング(資産買入れペースの減速)の可能性が徐々に意識されれば、物価連動国債は普通国債をアウトパフォームする公算が

高い。

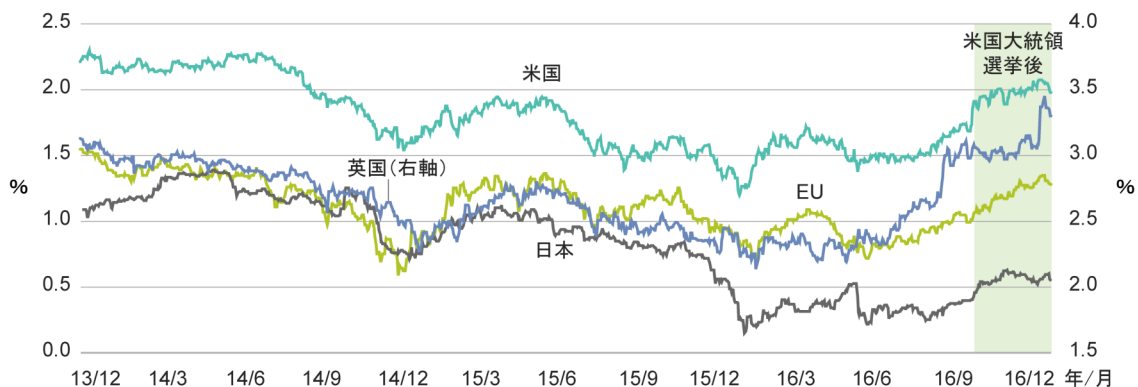
さらに、近年発行されたJGBiに関しては額面金額にて償還される元本保証(フロア)が設定されており、これも投資魅力を増している。2011年以降に発行されたJGBiは、物価がどれだけ下がっても償還金額が額面金額を下回らない仕組みになっている。

3. 債券需給：大口投資家による定常的な需要

毎四半期のJGBi発行額4,000億円の半分程度を公的年金が購入していることに加え、日銀による月2回の輪番買入オペ並びに財務省による隔月の買入消却入札が導入されており、これは合計1,800億円におよぶ。すなわち、単純計算による純発行額は僅か200億円に過ぎず、需給は半恒常的にひっ迫気味である。また、JGBiを対象とした国内投資信託の残高も足元では流出がほぼ止まっているほか、BEIが25bp前後で底を打った2016年央以降は海外投資家による購入も散見されている。

JGBiがそれほど魅力的であるならば、なぜ世界中の投資家がすでに飛びついていないのだろうか。大きな理由の一つは、主要なグローバル国債指数に含まれていないため、インデックス運用のファンドでは購入することができないからだ。ベンチマーク指数に含まれない銘柄も組み入れることができるような柔軟性の高いアクティブ運用であれば、こうした投資機会を機動的に捉えることができる。世界的に金利上昇が見込まれる中、JGBiの投資機会は、そうしたアプローチの有効性を裏付けるものとなっている。

【図表】 日本のBEIは出遅れている
10年物価連動国債ブレーク・イーブン・インフレ率



過去の分析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。
2017年3月3日まで
出所：ブルームバーグ、AB

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

<http://www.abglobal.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3.24%(税抜3.00%)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2.0304%(税抜1.8800%)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。