

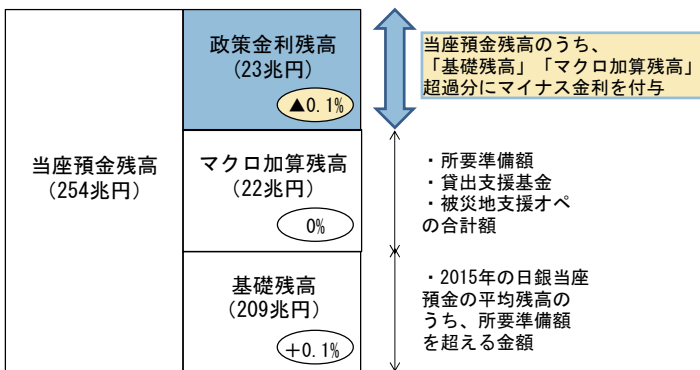
マイナス金利導入後の国内債券投資の基本認識

日銀は本年1月29日の金融政策決定会合でマイナス金利政策の導入を決定した。それ以降、国内債券の利回りは大きく低下しており、長期ゾーンの国債利回りまでマイナスとなっている。このような中、マイナス金利、マイナス利回りという言葉が一人歩きし国内債券投資に対する漠然とした不安が企業年金の運営者の中で醸成されている感も否めない。そこで今回は、マイナス金利政策の概要と国内債券投資に与えた影響のうち基礎的な部分について整理・考察を行う。

■マイナス金利政策とは

マイナス金利政策とは、日銀が金融機関から受け入れている当座預金のうち、超過準備額（任意で預けている額）につきマイナスの金利を付与する政策のことである。今回は、日銀当座預金を3段階の階層構造に分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利・ゼロ金利・マイナス金利を適用、マイナス金利は▲0.1%としている（図表1）。

＜図表1＞マイナス金利政策のイメージ

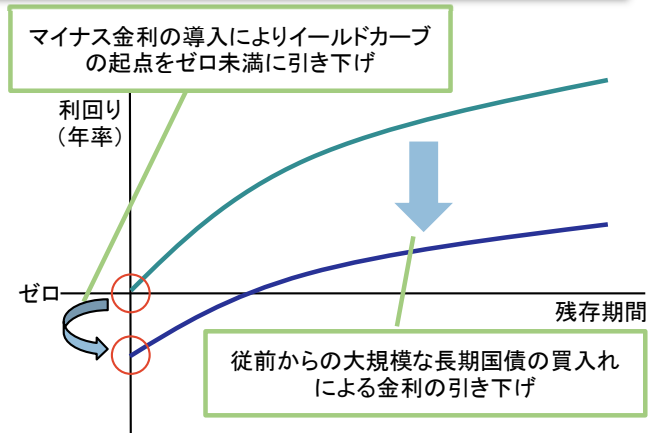


※括弧内は本年3/16日銀発表の金額（兆円未満四捨五入）

（出所:日本銀行資料をもとにみずほ総合研究所作成）

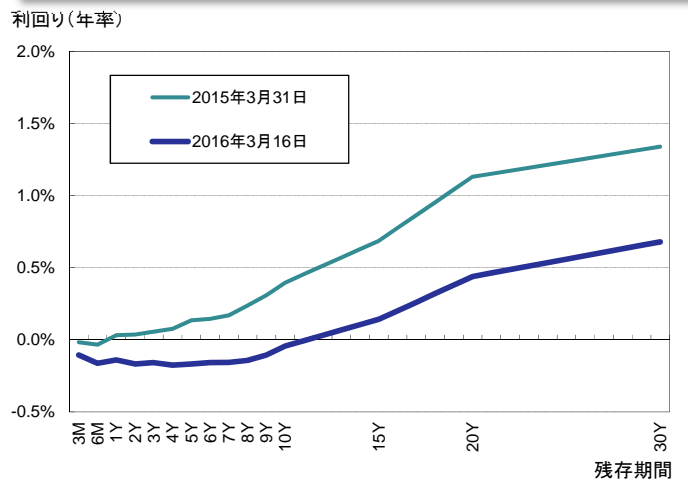
日銀は「物価安定の目標（消費者物価前年比+2%）」の実現を目指し、「量」「質」での異次元金融緩和ⁱを実施してきた。今般のマイナス金利政策は、これまで名目金利の非負制約の中で金利はゼロ未満とはできずイールドカーブの起点はゼロ以上であったものを、マイナス金利の導入でイールドカーブの起点をゼロ未満に引き下げ、従前からの大規模な長期国債買入れとあわせて、金利全般により強い下押し圧力を加えていくことを目的としている（図表2）。

＜図表2＞マイナス金利付き質的・量的金融緩和イメージ



実際にマイナス金利導入後、国内債券の利回りは全体的に大きく低下しており、足元でも残存期間10年程度まで利回りがマイナスとなっている。これにより、プラス利回りが残っている超長期ゾーンの需要が高まり、当該ゾーンの利回りが短・中期ゾーンと比較して大幅に低下している。結果、全体ではイールドカーブはフラットニング（平坦化）している（図表3）。

＜図表3＞日本国債イールドカーブの変化



（出所:Bloomberg データよりみずほ総合研究所作成）

■債券のリターン分解

マイナス金利導入後、日本国債の「マイナス利回り」というワードがトピックに挙がるが多くなった。このことで国内債券の収益率があたかもマイナスになるかのような不安が醸成されている感がある。そこで、改めて債券のリターンについて確認してみたい。

債券を一定期間保有し、売却する際のリターンを以下のように分解して考えてみる（分解イメージは図表4）。

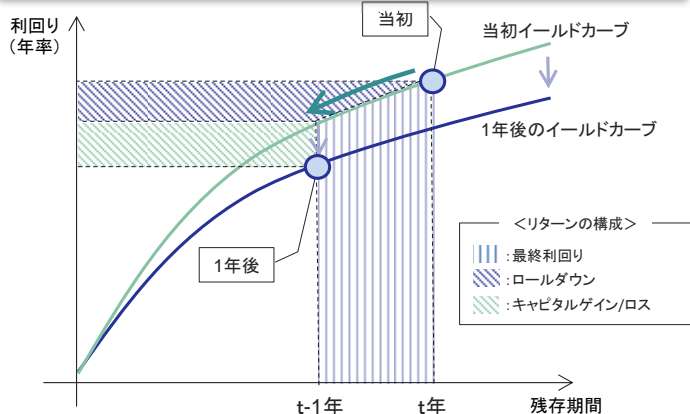
最終利回り＋キャピタル損益＋ロールダウン効果

「最終利回り」とは、債券購入後に満期償還まで当該債券を持ち切った場合の利回りを指す。「マイナス利回り」と言われているのはこの部分に当たる。

「キャピタル損益」とはイールドカーブの形状変化を伴う金利の変化による損益を指し、市場金利の変動による損益に当たる。「ロールダウン効果」とはイールドカーブが順イールド（残存期間が長くなる程金利が高くなる）である場合に、期間の経過とともに当該債券の残存期間が短くなることで、金利が低下（債券価格が上昇）し得られるリターンを指す。

「最終利回り」がマイナスであっても、「キャピタル損益」や「ロールダウン効果」がプラスに寄与することで債券リターンがプラスになることも考えられる。特に「ロールダウン効果」はイールドカーブが順イールドであればプラスのリターンが享受できるため債券のリターンを考える上で重要な要素となる。

＜図表4＞残存期間t年の債券リターンの分解イメージ

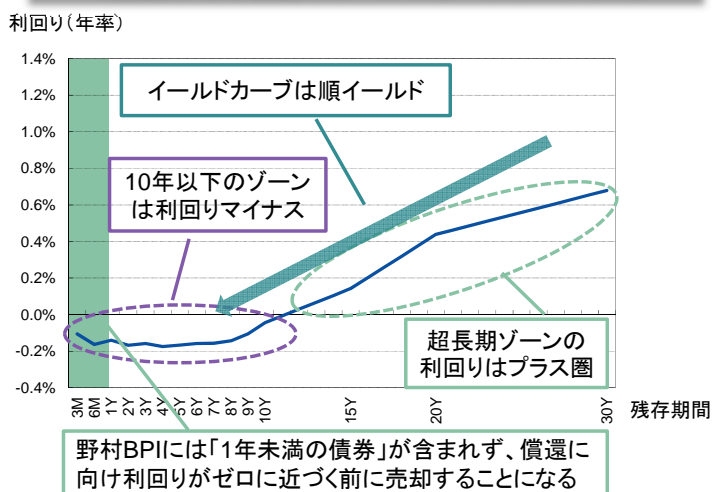


■野村BPI総合のリターン

それでは、多くの企業年金の国内債券のベンチマークとなっているNOMURA-BPI総合について改めて考えてみたい。

NOMURA-BPI総合は国内で発行された残存期間1年以上の公募固定利付円貨債券を対象とした、債券流通市場全体の動向を表す指数であるⁱⁱ。債券種別構成比をみると国債が約8割を占めている。そこで、日本国債のイールドカーブをもとにNOMURA-BPI総合の足元の状況を確認していく（図表5）。

＜図表5＞日本国債のイールドカーブ(2016/3/16)



（出所:Bloomberg データよりみずほ総合研究所作成）

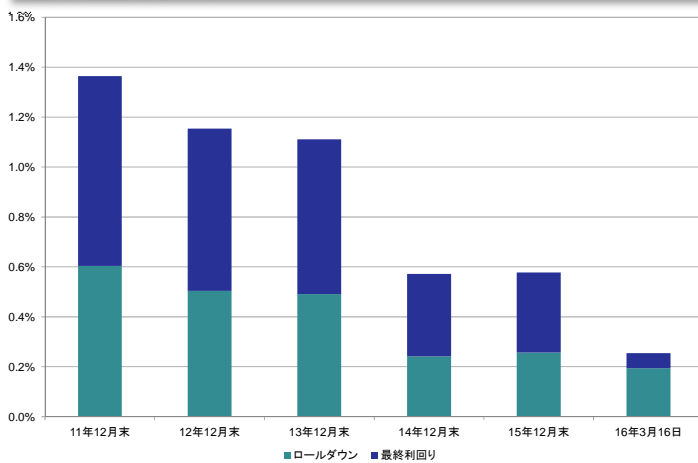
年限10年程度のゾーン（長期ゾーン）までは最終利回りはマイナスとなっている一方で、超長期（11年以上）ゾーンの最終利回りはプラスとなっており、NOMURA-BPI総合全体の最終利回りもプラスとなっている（一時的にマイナスとなった局面もあった）。また、イールドカーブも順イールドであるためプラスのロールダウン効果も見込める。現状のイールドカーブが不変の場合、債券の基礎的なリターンである「最終利回り」と「ロールダウン効果」から獲得できる年間のリターンは足元でもプラスとなっていると考えられる。

図表6は各時点でイールドカーブが不変であった場合にその後1年間に期待される「最終利回り」と「ロールダウン効果」から享受できるリターンの推移を示している。過去からの推移では最終利回りのプラス寄与が大きく縮小し、足元では極めて

低い水準となっている。野村BPI総合の国債の年別構成比を見てみると長期以下が約7割を占めており（図表7）、このゾーンの利回りがマイナスとなっていることが要因と考えられる。

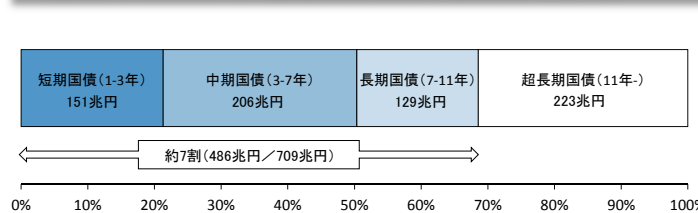
従って、足元ではリターンへの寄与はロールダウン効果が大宗を占めている。但し、ロールダウン効果の幅も超長期ゾーンの利回りが低下（フラットニング）してきていることで、縮小傾向にあることが確認できる。

<図表6> イールドカーブ不変時の1年間のNOMURA-BPI総合の期待リターン



(出所:NOMURA-BPI 総合の各種データ等をもとにみずほ総合研究所推計)

<図表7> NOMURA-BPI国債残存期間別構成比（2月末）



(出所:野村証券データよりみずほ総合研究所作成)

留意点等

これまで見てきたように、足元でも国内債券（NOMURA-BPI総合）の基礎的なリターン（「最終利回り」+「ロールダウン効果」）はプラスとなっていると考えられ、「マイナス金利」あるいは「マイナス利回り」という語感に惑わされることなく国内債券投資を考える必要がある。

他方で、国内債券の基礎的なリターンに期待される水準が徐々に切り下がっていることも事実と言えよう。今後金利が上昇した場合にキャピタル損益も含めた国内債券のトータルリターンのマイナスのインパクトも、基礎的なリターンの減少により従前より大きくなることが想定される。金利上昇への懸念やポートフォリオの期待リターンの低下から国内債券から他の資産への移管を検討している企業年金も少なくないものとする。

しかしながら、国内債券投資を再考するに当たっては、国内債券という単一の資産クラスだけでなく、ポートフォリオ全体を俯瞰して考える必要があるだろう。国内債券から株式やオルタナティブといった他の資産へ移管した場合には、国内債券以外のリスクをとることになり、当該リスクが顕在化した場合のマイナスのインパクトは、国内債券の金利上昇時のマイナスのインパクトよりも高くなる可能性は十分に考えられる。他の資産へ移管する場合、どの程度のリスクまで許容できるのか、どのようなリスクを負うことになるのか、場合によってはコンサルタントのような専門家も交えて、十分に精査することが有益と考える。

i 2016年3月時点での量的質的異次元金融緩和の内容は以下の通り。

「量」：マネタリーベースが年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調整を行う
 「質」：①長期国債について、保有残高が年間80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。買入れの平均残存期間は7年～12年程度とする。②ETF及びJ-REITについては、保有残高がそれぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。③CP、社債等については、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する

ii NOMURA-BPIの銘柄組入基準は以下の通り（出所：野村証券）。

- ① 国内発行の公募固定利付円債（但し転換社債、ワラント付社債、資産担保証券、社債担保証券、ローン担保証券、ステップ・アップ債、個人向け債券を除く）
- ② 残存額面10億円以上、残存期間1年以上
- ③ 事業債、円建外債、MBS及びABSの場合、A格相当以上の格付
- ④ 新発債の組入は、国債が発行月の翌月、金融債は発行月から3ヶ月、その他一般債は発行月の翌々月から組入を行う。

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。