

金利上昇は怖くない、金利はそんなに上がらない —金利上昇局面の債券運用5手法を再考

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

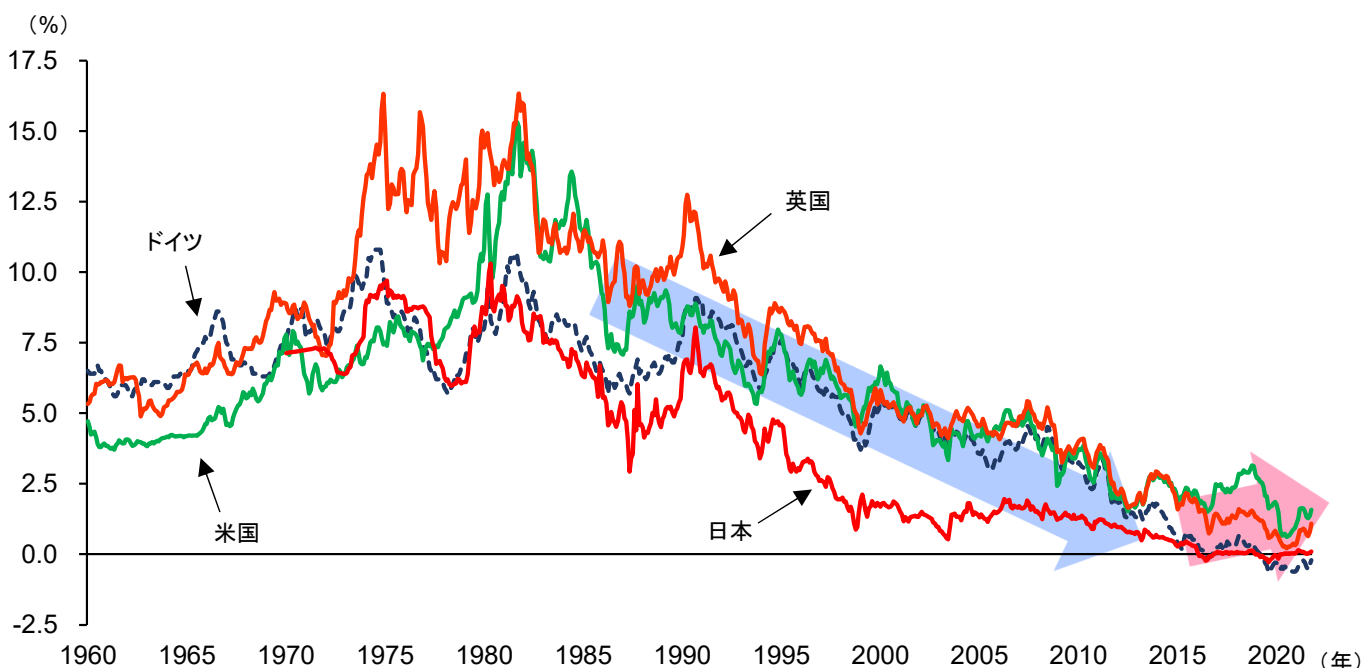
長期的金利底入れだが、低金利環境継続

今年6月のTODAY「金利上昇は怖くない—金利上昇下の債券運用5つの対応」で、金利上昇局面における債券運用のあり方を議論したが、それから約半年が経過した。

日欧のマイナス金利を筆頭に、世界的な低金利環境が今後も続くとの見方は変わらない。ただし、以下の図表に示されるように、長年続いた世界的金利低下トレンドに底入れの兆しが生じているが、V字上昇ではなくせいぜいL字かU字型だ。米国を中心とした金融政策の正常化に向けた動きが始まるに伴い、海外金利の上昇が続き、日本も一定の上昇圧力を受けるなか、改めて金利上昇局面での債券運用5手法を議論したい。

■世界的金利低下トレンドに底入れの兆し

主要国の長期金利の推移



出所：OECD、日本の1988年12月以前はRefinitiv 作成：岡三証券 ※10年国債利回り、月次、直近は21年10月。日本は1970年1月以降のデータ

■債券運用は価格変動リスクのマネージが重要に

■「インフレ懸念」は資産価格の影響も受けていると考えられる

金利上昇局面の5手法 ①短期化 ②変動債 ③トレード ④クレジット ⑤逆相関資産

筆者は長年にわたり債券は運用者にとって「主食」、どんな局面でもコンスタントに摂取する「おコメ」のようなものとして議論してきた。ただし、一定部分はインカム確保の観点から金利上昇（債券価格下落）局面でも保有を続けるため、価格変動リスクのマネージが問われる。

金利上昇局面における債券運用の教科書的手法の第1は「短期化」である。ただし、マイナス金利という特異な環境下、債券本来のメリット「キャリー+ロールダウン」の確保のためには水没を免れた長期・超長期分野を運用に取り込む必要がある。デュレーション調整でリスクを管理する必要があるが、一定の長期・超長期活用も必要になる。

コロナショックと物価連動国債の急上昇

第2は、「変動債の活用」である。過去、2000年代に15年変動債が活用されたが、その後、損失のトラウマを背負った。今後の物価上昇を見込む場合、理論的には物価連動国債の活用も選択肢となる。長年、物価連動国債は日の目を見ない環境が続いたが、ようやく運用メニューの一つとして再評価される可能性が生じ始めた。

今年3月のTODAY「緩和継続、高圧経済がもたらす米長期金利上昇」において、物価連動国債を中心にインフレ懸念に関する議論を行った。以下の図表は米国の期待インフレ率（BEI）の推移で、既に4%に迫る水準にある。筆者の認識は、「インフレ期待」は実体経済の物価だけでなく資産価格の影響を受けやすく、足元の「インフレ懸念」は堅調な株価がその背景にあるという見方もできるというものである。しかし、実際に米国の物価上昇率自体も高まっているだけに、今後も物価連動債の活用が広がるとみられる。

米国の期待インフレ率（BEI、2年）の推移



出所: Refinitiv 作成: 岡三証券 週次、直近は2021年11月第2週

2020年には日本のBEIも底入れ

以下の図表は日本のBEIの推移である。日本のBEIは2014年の消費増税前の上昇以降、長らく低下傾向が続いたが、2020年にようやく底入れ、2021年11月には0.5%程度の水準となり、日本でも物価連動国債の活用が選択肢になり得る状況となった。ただし、日本国内では物価連動国債の投資家が限られること、また日本では米国ほどのインフレ期待に乏しいことを勘案すると、大きな上昇にまでは至らないだろう。昨年来のBEIの底入れも、海外のBEIの上昇に連動した側面が大きいと考えられる。通常、変動債は短期金利に連動するが、政策金利変動の予想が立てにくいなかでは活用の幅が限定される。短期金利連動のクレジット資産としては、米国を中心に短期の貸出し資産を束ねたバンクローン等のファンド商品も考えられる。

■政策金利変更の見込みが立ちにくいなかでは、変動債の活用幅は限定

日本の期待インフレ率（BEI、10年）の推移



出所: Refinitiv 作成: 岡三証券 週次、直近は2021年11月第2週

金利上昇はジグザグ、機動的トレードも

第3の手法は、「機動的なトレード」である。長期に亘った金利低下局面では債券持ち切り運用が基本であった。一方、金利上昇リスクの中でも一定の保有が必要である以上、機動的なトレードによる債券運用が必要になりやすい。今月のTODAY「米長期金利ジグザグ上昇、金融政策転換による上昇圧力と実需による低下圧力」でも議論したように、金融政策の正常化への思惑で金利上昇が生じるが、国内外の実需による買い圧力で、米国長期金利は予想ほど上昇せず、逆に低下する場面もみられる。こうした変動を利用した機動的対応も選択肢の一つになる。

■金利上昇圧力と低下圧力が伯仲

■ クレジット商品は金利上昇への耐久度を有する

クレジット商品のクッションを活用

第4の手法は、「クレジット商品による金利上昇時のクッションを持った債券活用」である。クレジット商品は低格付けのものほど、金利上昇に対する耐久性、クッション効果がある。金利が上昇する、すなわち経済環境が改善するような局面ではクレジット改善が生じやすく、その結果生じるスプレッドの縮小を活用するものである。また、劣後債へのニーズも高まりやすい。

日米のクレジットスプレッドの推移



出所：Refinitiv 作成：岡三証券 米国：ハイイールド債指数-10年国債利回り、日本：BBB格債券指数（10年）-10年国債利回り

■ 債券の逆相関資産を用いたポートフォリオ運用も

ポートフォリオ、分散の活用

第5の手法は「逆相関資産の活用による分散・ポートフォリオ対応」である。この議論は、先のクレジット資産と関連し、金利上昇時に価格が上昇しやすい逆相関資産をポートフォリオに組み入れることである。基本的に、債券との逆相関資産として株式や不動産関連商品が活用されることが多い。また、株式や不動産などの資産クラスを超え、金利変動との連動が少ないオルタナティブ運用等に投資フロンティアを広げること考えられる。米国金利の上昇が生じるなか、教科書的な株と債券のポートフォリオ構成が運用の基本になると考えられる。

■長短金利差拡大で生じる「おコメの味」

金利水没の転換は債券投資の復権、LED戦略に修正の可能性も

コロナショック下、日本での政策金利引き上げは2022年も視野に入りにくく、長短金利差拡大によるイールドカーブのステープ化のマネージがリスク管理の中心となる。そこでは、債券運用のメリットである長短金利差拡大による「キャリア+ロールダウン」の機能が回復し、「おコメの味」が生じる。金利水没エリアの縮小は、債券運用の復権を意味する。

一方、依然として日欧中心に金利水没の状況が続くなか、LED戦略、L（長期）、E（海外）、D（多様）の3次元のリスクテイクを迫る運用スタイルも変わらない。ただし、債券投資が復権するなかで債券と株式等を中心とした分散やポートフォリオを一段と意識した教科書的な運用スタイル、運用の基本に戻りやすい。そのため、過度なイールドハンティング、リスクテイクを抑制する動きにもつながりやすい。

過去40年の金利上昇局面は14勝4敗

今年6月のTODAY「40年の体験に基づく、米国金利上昇事例の回顧」では、米国長期金利上昇局面での株価動向を議論した。以下の図表は1980年以降の長期金利とS&P500の推移である。その間に金利上昇局面は18回あったが、その際の株価は上昇14回、下落4回の14勝4敗、勝率78%であった。

米国の長期金利と政策金利、株価の長期推移



過去18回の金利上昇局面と株価の動向

14勝4敗

	期間	10年債利回りの変化			株価動向			概要		
				変化幅 (%pt)			変化率 (%)			
①	1980/6/20 ~ 1981/9/25	9.49	⇒	15.68	6.2	114.06	⇒	112.77	-1.1	ボルカー議長の新金融調節
②	1983/5/6 ~ 1984/6/29	10.13	⇒	13.84	3.7	166.10	⇒	153.18	-7.8	米、高金利政策
③	1986/8/29 ~ 1987/10/16	6.95	⇒	10.22	3.3	252.93	⇒	282.70	11.8	ブラックマンデー前の利上げ
④	1988/2/5 ~ 1989/3/17	8.12	⇒	9.49	1.4	250.96	⇒	292.69	16.6	米国バブル経済への利上げ
⑤	1989/11/24 ~ 1990/4/27	7.80	⇒	9.07	1.3	343.97	⇒	329.11	-4.3	株式市場過熱感の中での金利上昇
⑥	1993/10/15 ~ 1994/11/4	5.15	⇒	8.02	2.9	469.50	⇒	462.28	-1.5	緩和からの転換利上げ
⑦	1996/1/19 ~ 1996/7/5	5.52	⇒	7.04	1.5	611.83	⇒	657.44	7.5	金利底入れからの利上げ
⑧	1998/10/2 ~ 2000/1/21	4.29	⇒	6.77	2.5	1,002.60	⇒	1,441.36	43.8	ITブームの中での利上げ
⑨	2001/11/9 ~ 2002/3/29	4.31	⇒	5.40	1.1	1,120.31	⇒	1,147.39	2.4	金利底入れ期待からの反発
⑩	2003/6/13 ~ 2003/8/15	3.11	⇒	4.53	1.4	988.61	⇒	990.67	0.2	金利底入れからの利上げ
⑪	2004/3/12 ~ 2004/6/11	3.77	⇒	4.80	1.0	1,120.57	⇒	1,136.47	1.4	住宅回復にけん引された金利上昇
⑫	2005/6/24 ~ 2006/6/23	3.92	⇒	5.23	1.3	1,191.57	⇒	1,244.50	4.4	サブプライムブームでの利上げ
⑬	2008/12/19 ~ 2009/8/7	2.13	⇒	3.86	1.7	887.88	⇒	1,010.48	13.8	リーマンショック後の金利底入れ
⑭	2010/10/8 ~ 2011/2/4	2.40	⇒	3.64	1.2	1,165.15	⇒	1,310.87	12.5	景気回復下の利上げ
⑮	2012/7/20 ~ 2013/12/27	1.46	⇒	3.01	1.5	1,362.66	⇒	1,841.40	35.1	量的緩和縮小に
⑯	2016/7/8 ~ 2016/12/16	1.37	⇒	2.60	1.2	2,129.90	⇒	2,258.07	6.0	利上げ転換
⑰	2017/9/8 ~ 2018/10/5	2.06	⇒	3.23	1.2	2,461.43	⇒	2,885.57	17.2	利上げ継続
⑱	2020/7/31 ~ 2021/3/19	0.54	⇒	1.73	1.2	3,271.12	⇒	3,913.10	19.6	コロナからの回復

出所：Refinitiv 作成：岡三証券 週次、前後半年間における米10年債利回りを集計し、各時点における最小値と最大値の差が+1%以上生じた期間を「金利上昇局面」と定義した。株価はS&P500を参照

金融政策正常化に転じても金利上昇は限定、株価上昇圧力は途切れない

■1980-1990年代と2000年代以降では、金融政策正常化局面の株価反応は異なる

40年間の米国金融市場を振り返れば、1980年代、米国はインフレ抑制目的での金融引き締めバイアスを色濃く残し、ドル高や経済下押し、株価下落圧力を加えることが繰り返された。1990年代に入っても依然、高金利かつインフレ圧力の中での引き締めバイアスが断続的に経済や株価に影響を与えた。ただし、2000年代に入ってから金利上昇に伴う株価への影響は限定的であり、株価下落に至った事例はない。

市場は依然として、金利上昇におびえている。ただし、2020年のように金利低下のなかで株式も上昇する流動性相場、「いいとこどり」はあくまで例外である。通常、株と債券は逆相関にあり、現在はその状況への過渡期的状況にある。

今日の市場参加者は金利低下がデフォルト状態になっていたため、金利上昇に過度に神経質になりやすい。急な金融引き締めに伴う債券安・株安の悪い金利上昇はコロナショックからの出口では生じにくいだろう。しかも、金融政策は出口に向かい始めたとはいえ、コロナの影響が続いていることからFRBは慎重な緩和姿勢を維持している。その結果、長期金利もせいぜい2%台程度が天井とみられ、低金利状況は続きやすい。経済の回復に伴う良い金利上昇に向き合うことが、2022年を展望したシナリオと考えられる。

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<https://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

【日本】

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式(株式・ETF・J-REITなど)の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・REITは、運用する不動産の価格や収益力の変動、発行者である投資法人の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により価格や分配金の変動し、損失が生じるおそれがあります。

<債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。

・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ではありますが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

【香港における本レポートの配布】

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

【米国内における本レポートの配布】

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみには配信されたものです。本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。

本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

【その他の地域における本レポートの配布】

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。
本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2021年8月30日改定)