

第36回

債券投資の勧め



徳島 勝幸

株式会社ニッセイ基礎研究所
専務取締役金融研究部研究理事年金研究部長
兼年金総合リサーチセンター長
兼サステナビリティ投資推進室長

1. はじめに

大学でコーポレートファイナンスの講義をする際に、企業にとってコストの観点からの一般的な資金調達順番は、①内部留保等による自己資金、②金融機関からの借入れ、③社債発行による資本市場からの調達、④株式発行による自己資本の充実、になると説明する。しかし、実際には③と④の中間に位置するハイブリッドな証券形態が複数存在するし、本来的には金融機関からの借入れと社債の発行は、同じ有期の債務として同等ではあるものの、日本の実務的な慣行としては銀行から借り入れる方が、利便性が高く、かつ、コストが低いと認識されている。さらには、保有資産等を活用したアセットファイナンスでの資金調達も並行的に機能するはずが、必ずしも有効に利用されているかは疑問の余地が残る。

日本においては、メディアによる極端な報道と金融リテラシーの貧弱さを主因として、様々なア

レルギーの存在が確認されている。アセットファイナンスに関連するものとしては、証券化商品に対するアレルギーが未だに根強い。世界金融危機の原因の一つとなったサブプライムショックに証券化が関連していたことは事実であるが、証券化そのものが悪ではなく、CDOスクエア等の不適切な商品組成と金融工学に基づいた機械的な格付けが投資判断を誤らせたものであり、適切に管理・運営・投資されていれば、証券化商品などのアセットファイナンスが過度に忌避されることにはならなかっただろう。しかし、端的に悪と決め付けるメディア報道と、四半期ごとに証券化商品の保有状況を報告させた当局の監督姿勢が、その後も適切な証券化商品の利用を妨げてきた可能性は高い。世界金融危機から20年近く経って、ようやく個人もリバースモーゲージやセールリースバックなどの金融商品を活用する例が見られるようになってきたが、なかなか大きな動きにはなっていない。

こういったアレルギーのもう一つの例として、デリバティブに対するものがある。日本においてデリバティブによって破綻したとか大きな損失を被ったという例はあまり見られないが、米国においては1994年にカリフォルニア州のオレンジ郡の破綻が大々的に取り上げられており、黎明期の日本のデリバティブ業界に対してアレルギー反応を植え付けている。そもそもデリバティブの一種である先物取引の失敗によって、地方の小金持ちが破産するといった話(この場合は生糸などの商品先物)は戦前設定の小説やドラマにも見られており、デリバティブに対する否定的なイメージは根強い。実際に21世紀になっても、政府審議会の部会で「デリバティブはリスクが高いから、抑制的な利用が望ましい」といった発言をする委員がおり、耳を疑ったことがある。デリバティブのリスクが高いのではなく、デリバティブによって価格変動性の大小を変化させることができるだけである。包丁や鋏で怪我をしてはいけなからと、頭から使用を制限する必要はない。適切な利用が行われれば、極めて有用なツールである。そもそも、有価証券の保有はポジションとしては、既に「ロング」のポジションであり、その状態にデリバティブで「ショート」を組み合わせればリスク抑制になるし、更にデリバティブで「ロング」のポジションを加えればリスクが大きくなるということである。リスクが大きいと得られるリターンは大きいかもしれないが、外れた場合に損失も大きくなる。リスクとリターンの関係すら、きちんと理解していないリテラシーの低さには、時として辟易とすることがある。

2. 金利上昇した後は債券投資

これまでも本稿では金利や物価が上昇する局面

では、債券投資が不利な状況になることを説明してきた。手短に要約すると、金利が上昇すると債券価格が下落するために、利回りがマイナスになる可能性があるだけでなく、物価が上昇する状況では償還時点で元本が100%で返ってきても、実質的な購買力を維持できないためである。変動利付債や物価連動債などの一般的ではない特性を有する債券では、これらの不利を克服できるが、債券投資の主流にはなり得ない。満期償還が存在せず実績配当を受け取ることのできる株式と違って、基本的な債券から得られるキャッシュフローは約定した利払い(一般には年2回)と償還時の元本返済である。したがって、保有する有価証券を時価評価する必要のない投資家にとっては、満期償還まで持てば元本の評価減は回復することが予定されている。つまり、購入後に金利が上昇して評価減となっても、満期まで待てば最終的に損失は生じない。機関投資家においても満期保有目的債券として区分すれば、時価評価を免れることが可能であり、個人であれば、相続等で時価評価が必要にならない限り、時価減による損失の認識は不要であろう。

債券は満期まで保有を継続すれば、元本が返ってくる(アンダーパーやオーバーパーで購入した場合も基本は償却原価法によって調整が可能)のであり、本来であれば時価評価を大きく気にする必要はないが、会計基準によって時価評価の求められる投資家にとっては重要な問題である。年金等の機関投資家は保有する有価証券の時価評価が求められており、時価評価による影響を緩やかにできることから、引き続き、非上場のプライベート資産に注目が集まっている。

時価減を避けるため、機関投資家の多くは金利が十分に上昇するのを待ってから、債券の購入に動くのが想定される投資行動である。どのあたり

の金利水準かは、目標とする運用利回り次第であるが、年金の場合には、制度や予定利率の見直しが必要であれば、現状で2.5%前後が一般的なターゲットになっているものと考えられる。足元の10年国債利回りは、ほぼ近い水準に達している。

金利が上昇すると保有債券の利回りがマイナスになるということは、裏返せば、金利が十分に上昇してしまえば、そこからは評価損の発生ではなく、利息収入プラス評価益(金利低下に加えて年限の短期化によるローリング効果)を期待することが可能になる。株式などのような大きな価格上昇を期待することはできないが、一定の年限経過後に元本が全額返ってくるのが債券投資の強みである。キャッシュポジションの抑制を投資方針とする年金運用においては、償還によって得られた資金の再投資が必要になるものの、先行きの相場状況に応じて対応することが可能である。短期債に再投資することで金利変動への追随性を高めることが可能であるし、金利のピーク局面では十分に長期化することで高い利回りを長い期間享受することが可能になる。日本の年金は主として市場インデックスに合わせることを中心とした債券の運用方針を採用しており、金利感を組み込んだアクティブ運用には必ずしも馴染んでいない。

3. 社債市場の活性化に向けて

国債利回りを基準に債券投資を考えると、社債等の一般債への投資は超過収益獲得の一つの有力な方法である。イールドカーブの歪みや金利の方向性に対するベットなど、他にも超過収益を狙う様々な手法は存在しているが、「国債+ α 」の利回りが償還まで確定している一般債への投資は、発行体が破綻して元利金の弁済が約定通り行われないうえ、超過収益の獲得が約束されている。また、

複数銘柄に対する分散投資を行うことで、信用リスクの影響を抑制することも可能である。しかし、残念ながら、日本の社債市場は発行体も少なく市場規模が小さい。例えば、TOPIX対象企業(2025年12月時点)のうち社債発行残高のある企業は、27%となる454社に留まっている。TOPIXに採用されていない企業も社債を発行しているが、株式と比較すると社債の活用状況はあまりにも低い。こういった状況の背景には、銀行等による融資が貸し手からも借り手からも優先されていることに加えて、日本の一般的な社債は融資に対して劣位する状況にあり、貸し手が担保を徴求しても社債は無担保のまま放置され、回収可能性に大きな差が生じるためもある。

こうした社債市場の低迷に対して、経済産業省は2025年10月末から「企業金融の高度化に向けた社債市場の在り方に関する研究会」を開催した。設置の趣旨を要約すると、“企業の成長投資を支えるために、リスクマネーの供給主体や供給量の拡大の必要性が増しており、企業の成長戦略の実現に向けて、経営陣がリスクを伴った積極的な成長投資を実践する経営に踏み出せるよう、リスクマネーの供給主体を拡充し、企業の資金調達手段を整備していくこと”と、同時に、“資産運用立国実現プランの柱の一つとして「成長資金の供給と運用対象の多様化」に向けた取組みも求められているなか、投資対象としての社債の重要性も高まっている”とし、“企業の成長戦略の実現及び資産運用立国の推進の観点から、社債市場の活性化が重要な政策課題”と認定している。

その後、同研究会は、3月30日に第5回の研究会を開催して予定した会合を終了した。第5回研究会では中間報告書案を取りまとめており、4月中にも正式に中間報告書を公表する予定である。報告書では、現状分析から抽出された課題に対応

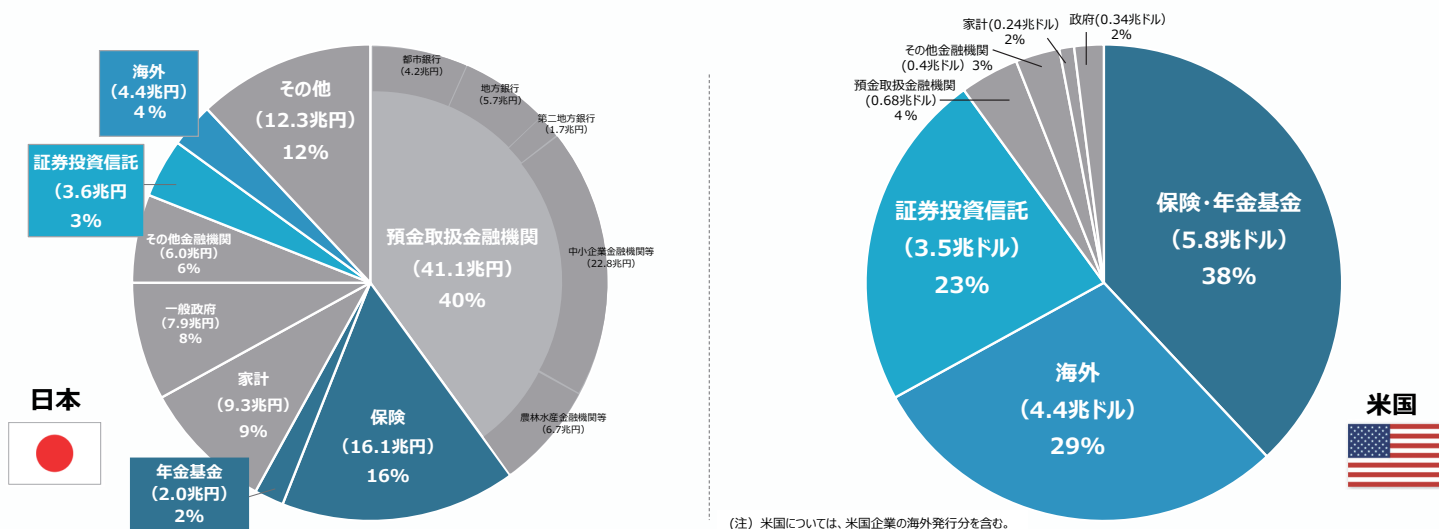
して、複数の具体的な施策の方向性が示されている。発行体の裾野拡大に向けたものとして、「社債発行のガイドブック」と「社債活用の好事例集」の作成と公表が挙げられている。また、投資家の拡大と債券運用の高度化に向けた方向性としては、アセットオーナー・プリンシプルに沿った必要な体制整備等の検討、格付符号のみでなく実質的な投資判断を可能にする投資ガイドラインの見直し、価格情報インフラの整備、社債管理者設置義務の例外要件に関する合理的な見直し、適切なコベナント付与の促進、社債権者の迅速な意思結集環境の整備、といったものが挙げられている。また、マーケティング期間及び内容の見直しに関しては、発行手続きの効率化に向けて、日本証券業協会による検討が提言されている。

社債市場の活性化については、これまでも日本証券業協会による継続的な取り組みが行われてきた

ものの、証券会社の既得権と投資家の保護が両睨みの状態で絡んでおり、銀行による融資が圧倒的な地位を占める先進国の中でも特異な金融構造の中では、なかなか進展が見られていない。一方で、金利の大幅な上昇や家計による投資機運の高まりなどを背景に資産運用立国実現の観点から、改めて社債市場の活性化に向けた提言が行われたことは、証券業界のみならず、投資家や発行体、更には金融機関に向けての変革を期待するものとなっている。必ずしも即時の変化が生じるとは考え難いが、今後、関係官庁などによって、更なる取組みが進むことを期待したい。

なお、公表された報告書が中間報告書と題されているのは、これで社債市場の活性化に向けた取組みが完了するものではなく、まだまだ将来へ向かっての課題が山積しており、課題解決に向けた不断努力が必要であるという趣旨からである。

図表：社債の保有状況の日米比較（2024 年末時点）



(出所) 日本：日本銀行「資金循環統計」「民間金融機関の資産・負債」 米国：Financial Accounts of the United States の各データに基づき作成

とくしま かつゆき

1986年京都大学法学部卒業、1991年ペンシルバニア大学ウォートンスクール MBA。
 1986年日本生命保険相互会社入社、ニッセイアセットマネジメント株式会社出向を経て、2008年株式会社ニッセイ基礎研究所出向、現在に至る。
 証券アナリストジャーナル編集委員、日本ファイナンス学会理事の他、社会保障審議会資金運用部会委員、国民年金基金連合会理事等の立場で多くの公的機関及び企業年金等の資産運用に関与している。