

適格機関投資家専用

デュレーションは、有効なヘッジ手段か

アンコンストレインド債券戦略における機動的なデュレーション管理の意義



この資料は、弊社グループが作成した [Duration: friend or foe? \(英文\)](#) を翻訳したものです。

エグゼクティブ・サマリー

- 近年の市場環境、とりわけ 2021 年以降のインフレ再燃により、クレジットスプレッドと国債利回りの相関構造が変化し、クレジットリスクに対するヘッジ手段としてのデュレーションの有効性は低下しています。私たちは、クレジットリスクに対してデュレーションが有効なヘッジとして機能すると見込まれる局面で選択的に保有すべきと考えます。
- 相関関係が変動する環境下では、債券ポートフォリオにおける静的なデュレーション管理は魅力に乏しく、特にデュレーションの期待リターンが低い局面ではその傾向が強いといえます。
- L&G のアンコンストレインド債券戦略では、デュレーションを機動的かつ柔軟に管理しています。投資家の関心が景気後退よりもインフレへ傾き、デュレーションとクレジットのリターンの相関が正になる可能性が高いと判断される際には、デュレーション・エクスポージャーを引き下げます。



Amelie Chowa

Head of Fixed Income
Strategic Initiatives



Alex Mack

Head of Rates and
Inflation

本資料に記載されている前提、見解及び推計は、例示のみを目的としています。いかなる予測についても、その実現が保証されるものではありません。

投資価値及びそこから得られる収益は保証されておらず、上下どちらにも変動する場合があります。投資家は当初の投資元本を棄損する可能性もあります。

デュレーション・ポジショニングの投資判断

債券ポートフォリオでデュレーション・エクスポージャーの規模を判断する際、通常次の 3 点を検討します。

- (1) 金利は今後どう動くのか
- (2) タームプレミアムは十分に魅力的な水準か
- (3) デュレーションはクレジットリスクや株式リスクに対する信頼できるヘッジとして機能するか

1. 金利は今後どう動くのか

金利の方向性を的確に予測することは極めて難しく、インフレ率、GDP 成長率、中央銀行の反応といった主要マクロ指標の見通しに高い確信が必要となります。しかし、複雑なマクロ経済の予測には誤差がつきものであり、実際その的中率は必ずしも高くありません。にもかかわらず、多くの投資家は投資戦略を決定する際に、自らの予測を非常に重視しています。

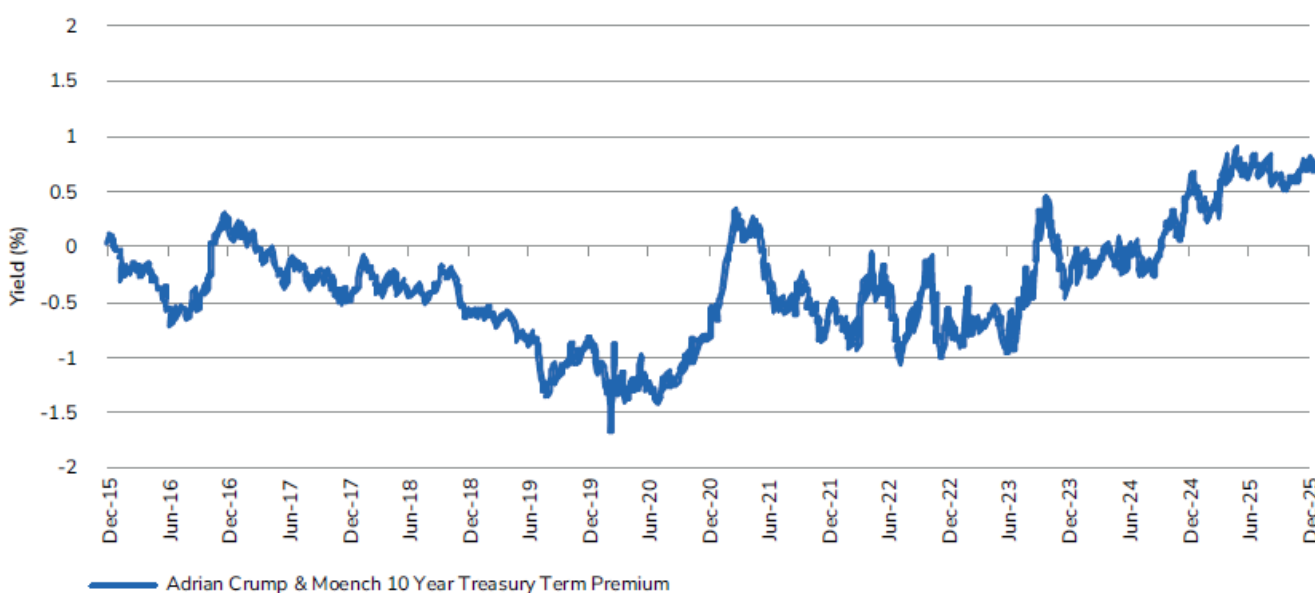
こうしたマクロ予測の難しさを踏まえると、中期的な金利見通しのみを根拠として戦略的にデュレーションを配分することは得策ではないと考えています。そのため、市場参加者の過度な確信は、逆に投資機会を生み出し得るとみています。

2. タームプレミアムは十分に魅力的な水準か

デュレーションから十分なリターンを得られているでしょうか？ タームプレミアムとは、資金を銀行預金とする場合と比較して長期債を保有することで上乗せが期待される超過リターンであり、将来の短期金利に関する市場予想と長期債利回りの差として捉えることができます。

各種推計によれば、タームプレミアムは 2017 年から 2022 年にかけてマイナス圏で推移した後、その後は上昇傾向にあります。ただし、そのプレミアムの水準はボラティリティ対比ではなお見劣りするものといえます。

タームプレミアムの動向：上昇傾向だが、低水準からのスタート



Source: Bloomberg, L&G, as at 31 December 2025

例えば、米 10 年国債のタームプレミアムはコロナ前のマイナス水準から大きく上昇したものの、絶対水準としては依然低いといえます。¹ 幅広い投資ユニバースを有する投資家にとっては、年率 0.7% 程度の超過リターンは年率 5% 程度のボラティリティを考慮すると魅力的とはいえず、ポートフォリオにおいて大きな配分はしづらいと思われます。

3. デュレーションはクレジットリスクや株式リスクに対する信頼できるヘッジとして機能するか

一般的に、デュレーションはクレジットリスクに対する主要なヘッジ手段と見なされてきました。これは、パンデミック以前の数十年における債券投資家の経験則に起因しているといえます。

2008 年から 2020 年にかけて、クレジットスプレッドと国債利回りには負の相関がみられる局面がありました。¹ リスクオフ環境においてクレジットスプレッドが拡大すると（クレジットからのリターン、すなわち超過リターンがマイナスとなる）、通常はこれに伴って国債利回りが低下し、スプレッド拡大による負の影響を緩和していました。逆に、リスクオン環境では、クレジットスプレッドの縮小（プラスの超過リターン）と国債利回りの上昇といった組み合わせが一般的でした。

しかし、2021 年にインフレが再燃したことを受けて、この相関関係は根本的に変化し、デュレーションはヘッジとしての信頼性が低減しました。この結果、リスク資産がアンダーパフォームする局面でデュレーションヘッジが機能するような投資戦略にとって苦戦を強いられる状況となりました。特に、当戦略は従来の債券戦略よりもブレの少ないリターンを目指しつつ、市場環境が良い局面ではリターンを伸ばしやすいといった特性を有しており、こうした環境変化の影響は大きいといえます。

このように、ヘッジ手段としてのデュレーションの価値が変化していることは、デュレーションを単純に「保有し続ける（バイ・アンド・ホールド）」対象とする前提に疑問を投げかけています。現在の環境においては、債券投資家にはポートフォリオ内のデュレーションをよりアクティブかつ機動的に管理するアプローチが求められると考えます。

これをさらに具体的に示すために、異なる相関環境下におけるパフォーマンスを比較します。2011 年から 2020 年にかけては、低成長・低インフレ環境を背景に国債利回りが低下し、クレジット・ポートフォリオは良好なリターンを享受しました。この期間において、デュレーションはクレジットエクスポージャーに対する有効なヘッジとしても機能していました。L&G の調査によれば、クレジットスプレッドが大きく（10 ベーシスポイント以上）拡大した局面では、週次、月次データのいずれにおいても、平均的に米国 10 年国債利回りは低下していました。

下表は、2011 年から 2020 年の間に米国クレジットスプレッドが 10 ベーシスポイント以上拡大した局面における、米国 10 年国債利回りの変化を示しています。

2011 to 2020	
Weekly series	-0.13 bps
Monthly series	-0.22 bps

Source: Bloomberg, as at 31 December 2025

1. 出所：Bloomberg、L&G、2025 年 12 月 31 日時点。

しかし、2021 年にインフレが高進すると、こうした関係は大きく変化しました。再びクレジットスプレッドが大きく拡大した局面に着目しつつ、2021 年から 2025 年（現時点）までのデータを見ると、週次ベースでは依然として米国債利回りは低下する傾向が確認できます。一方で、月次ベースでは逆の動きが見られており、デュレーションによる緩和効果は短期にとどまっていることがみてとれます。

下表は、2021 年から 2025 年の間に米国クレジットスプレッドが 10 ベーシスポイント以上拡大した局面における、米国 10 年国債利回りの変化を示しています。

2021 to 2025	
Weekly series	-0.13 bps
Monthly series	0.14 bps

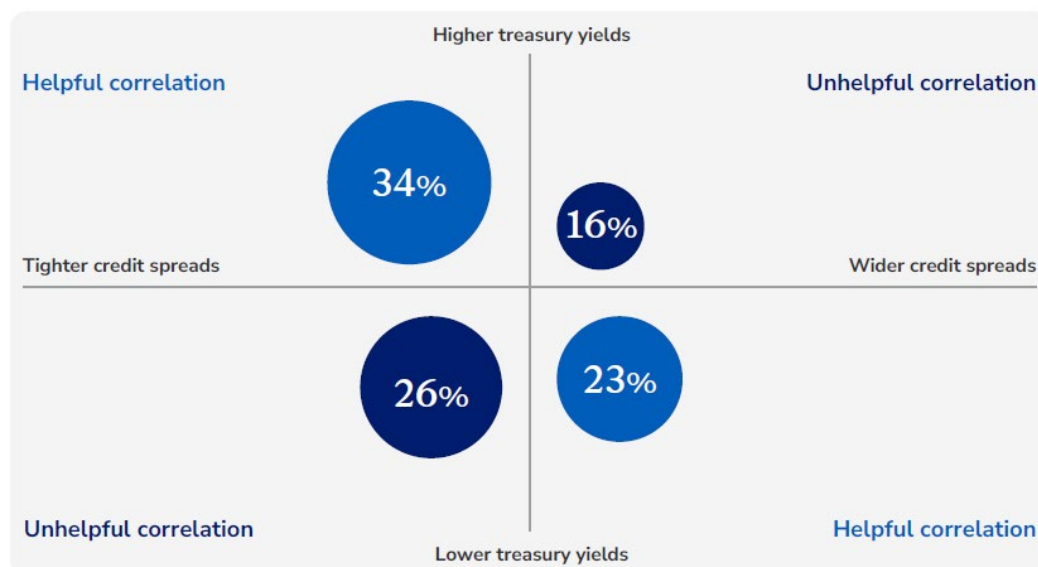
Source: Bloomberg, as at 31 December 2025

より長期のデータを用いることで、様々なマクロ経済サイクルやインフレ環境における結果を捉えることが可能となります。そこで、1989 年 6 月以降の米国クレジットスプレッドと米国 10 年国債利回りの月次変化を用い、各月の動きを以下の 4 つのカテゴリーに分類しました。

- クレジットスプレッドが上昇し、国債利回りが低下している場合
（負の相関：リスク低減においてデュレーションが有効）
- クレジットスプレッドが低下し、国債利回りが上昇している場合
（負の相関：リスク低減においてデュレーションが有効）
- クレジットスプレッドが低下し、国債利回りも低下している場合
（正の相関：リスク低減の観点ではデュレーションは有効でない）
- クレジットスプレッドが上昇し、国債利回りも上昇している場合
（正の相関：リスク低減の観点ではデュレーションは有効でない）

分析の結果、月次ベースの観測のうち 42%において正の相関（すなわち、有効でない）が確認され、デュレーションはリスクのヘッジ手段ではなく、むしろ追加的なリスク要因となっていることが分かりました。

米国クレジットスプレッドと米国 10 年国債利回りの月次相関ダイナミクス



Source: Bloomberg, L&G, as at 31 December 2025

2022 年は、債券市場の長期的な歴史の中で例外的な年であったと広く言われています。確かにその変動の大きさにおいては例外的でしたが、L&G の分析では、相関のダイナミクスは固定的なものではなく、ポートフォリオ構築において課題をもたらすことが示されています。

このように、デュレーション及びその相関の複雑性を踏まえると、投資家はポートフォリオにおいてこのエクスポージャーをどのように管理すべきか、そしてどのようなリスク要因に留意すべきでしょうか。

クレジット・ポートフォリオにおいてベンチマークに基づいてデュレーションを管理するリスク

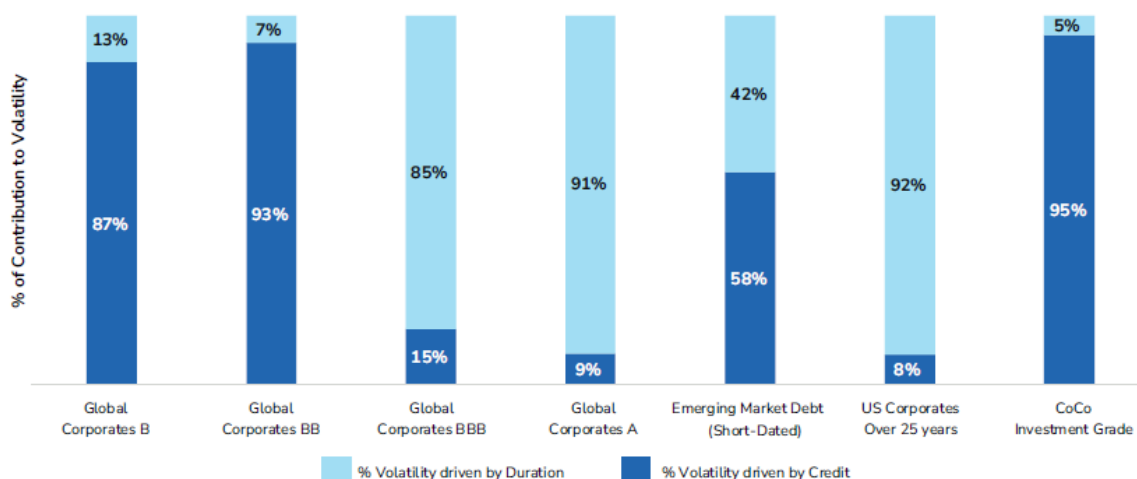
クレジット由来のデュレーション——すなわちベンチマークや個別銘柄に内在するデュレーションをそのまま受け入れる選択——は、結果として、実質的にデュレーションリスクに大きく偏ったクレジット・ポートフォリオになる可能性があります。この点は、異なるクレジットベンチマークにおけるリターン・ボラティリティ要因を分解することで確認できます。

債券のボラティリティ特性、そしてそのボラティリティのうちどの程度がデュレーションによるものか、あるいはクレジットリスクによるものかは、市場によって大きく異なります。例えば、残存期間が 25 年を超える債券では、デュレーションに起因するリターン・ボラティリティ・リスクは、クレジットリスクの約 2 倍にのぼります。一方で、ハイイールドの BB 格付け債のようにクレジット感応度が高い領域では、一般的にデュレーションの影響は相対的に小さくなります。¹

クレジット指数別のリターン・ボラティリティの要因分析



Bloomberg, L&G, as at 31 December 2025



Bloomberg, L&G, as at 31 December 2025

1. 出所：Bloomberg, L&G, 2025 年 12 月 31 日時点。

デュレーションはボラティリティを高める可能性がある一方で、期待リターンは限定的であることを踏まえると、アンコンストレインド型ポートフォリオにおいては、その役割を慎重に検討することが重要です。実際、近年のデュレーションはマイナスのリターンをもたらす一方で、比較的高いボラティリティの要因となっています。

以下の表では、主要な債券インデックスの過去 5 年間のリターン及びボラティリティを示していますが、デュレーションが長いグローバル国債のような市場では、グローバル・ハイイールド債と同程度のボラティリティ及びドローダウンが発生していたことが確認できます。

主要債券インデックスにおける過去 5 年のリスク・リターン特性

	Annualised return	Annualised volatility	Worst return in a single calendar year
Global Treasuries	-0.1%	3.7%	-10.8%
Global Corporates	0.6%	5.0%	-14.1%
Emerging Market Debt	1.5%	4.6%	-15.3%
Global High Yield	4.8%	4.2%	-11.0%

Source: Bloomberg, as at 31 December 2025

デュレーションはより積極的かつ機動的に管理される必要があり、特に、リスク調整後リターンの向上を目指すアンコンストレインド債券戦略においては、より即応性が高く柔軟なアプローチを採用すべきと考えています。

マクロ経済環境の変化に応じてデュレーション・エクスポージャーを能動的に調整することは、これまでの当戦略の長期的な運用成果を支える重要な要因であり、同時にリスク低減を図るうえでも中核的な手段となっています。

迅速かつ柔軟なデュレーション管理こそが、現在及び将来におけるアンコンストレインド債券戦略にとって不可欠であると考えています。

では、具体的にどのようにこれを実践しているのでしょうか。

アンコンストレインド債券戦略におけるデュレーション管理の枠組み

L&G では、クレジットを中核エクスポージャーとするアンコンストレインド債券戦略を複数運用しています。クレジットエクスポージャーは、インカム及びリターンの源泉として機能します。一方、デュレーションは、単にクレジットリスクを保有する場合と比較して、よりコンベックスな成果を実現できるようなアプローチをとっています。

これらのポートフォリオにおけるデュレーション管理の基本原則は、以下のとおりです。

1. 長期的なマクロ経済見通しに基づいてデュレーションを設定しても、良好な成果につながる可能性は低い。
2. インフレに対する警戒感が、デュレーションとクレジットリターンの関係を決定づける重要な要因である。
3. ポジションサイズの管理が極めて重要である。

インフレに対する警戒感が鍵となる

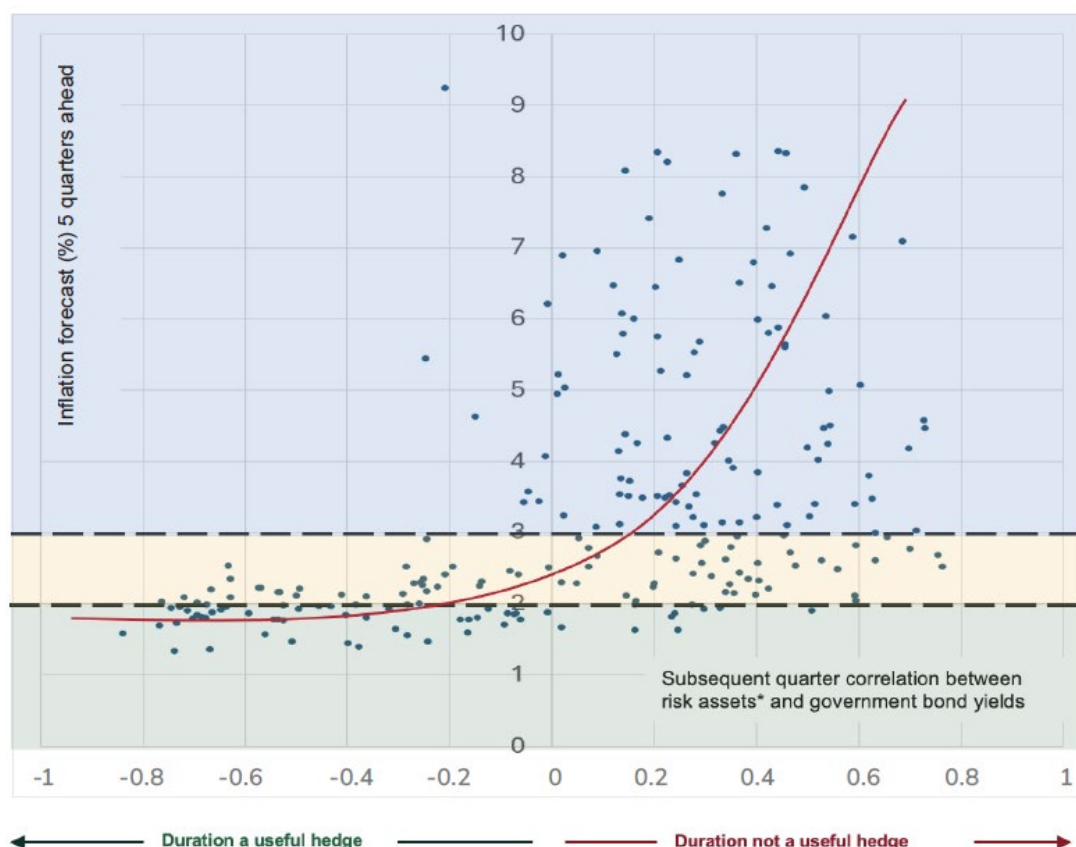
投資家が「高インフレをより懸念しているのか、それとも低成長をより懸念しているのか」という問いに答えることができれば、将来を見据えた相関関係から有用な示唆を得ることが可能になると考えています。

その直感是比较的シンプルです。投資家が高インフレを懸念している場合、金利とリスク資産（クレジットや株式）の双方がマイナスのリターンとなる可能性が高くなります。これは、インフレ率の上昇に対応するために中央銀行が利上げを行い、意図的に経済成長を抑制しようとするためです。

下図は、インフレに対する警戒感と、ヘッジ手段としてのデュレーションの有効性との関係を示しています。同図では、リスク資産（より長期の時系列データを得るために株式を使用）と国債利回りとの相関を、1964 年以降のデータに基づいて分析しています。その結果、インフレ率が持続的に（ここでは 5 四半期）高いと予想される場合（3%超）、その後 90 日間においては、多くの場合正の相関が確認されます。一方で、インフレ率が低位（2%未満）にとどまると予想される場合には、その後 90 日間において、多くの場合負の相関が確認されます。

また、インフレ率が 2%から 3%の範囲にある場合には、相関は正・負のいずれにも分散する結果となっています。

5 四半期先の期待インフレ率と、翌四半期におけるリスク資産と国債利回りの相関



For illustrative purposes only.

L&G, Bloomberg, as at 31 December 2025. Past performance is not a guide to the future. The value of an investment and any income taken from it is not guaranteed and can go down as well as up, and the investor may get back less than the original amount invested.

*S&P 500 used as a proxy for corporate bond spreads given longer track record.

	Percentage of observations
Expected inflation between 2 and 3%, positive correlation	57%
Expected inflation between 2 and 3%, negative correlation	43%
High expected inflation, positive correlation	92%
High expected inflation, negative correlation	8%
Low expected inflation, positive correlation	18%
Low expected inflation, negative correlation	82%

Source: Bloomberg, L&G, as at 31 December 2025

インフレが長期間にわたって高止まりすると予想される局面では、私たちのフレームワークにおいては、アンコンストレインド債券戦略のデュレーションを大幅に引き下げるべきであると示唆されます。一方で、インフレが持続的に低位にとどまる局面では、デュレーションを引き上げることが推奨されます。

では、インフレ見通しが特段高くも低くもない、すなわち前述の図における「イエローゾーン」にある場合はどうすべきでしょうか。この場合、将来を正確に予測しようとする誤りを避けるため、予測そのものではなく、投資家のインフレ及び成長に対する認識と、その変化に焦点を当てます。

インフレ予測は本質的に困難であるとの前提に立ち、当社は次の問いを重視します。すなわち、「他の市場参加者は何を信じているのか」「なぜそのように考えているのか」「どのようなきっかけで見方を変えるのか」という点です。

持続的に高いインフレが重大なリスクであると投資家に認識させるために、多くのデータが必要と考えられる局面では、私たちはデュレーションを引き上げます。一方で、少量のデータでもインフレが持続的なリスクであると投資家に認識され得ると判断する場合には、デュレーションを引き下げます。

さらに、インフレ見通しが特段高くも低くもなく、かつ市場参加者の認識に顕著な偏りが見られない場合には、相関には持続性があるという点を踏まえた対応を取ります。すなわち、相関が非常に低い状態が観測されている場合にはデュレーションを引き上げ、非常に高い相関が観測されている場合にはデュレーションを引き下げます。

L&Gの過去データに基づく分析によれば、相関が四半期ごとに大きく反転（明確な正から負、または負から正へと転じること）するケースは極めてまれであることが確認されています。²

規模の重要性

当戦略のフレームワークには、保有するクレジットリスクの量に応じて、デュレーションの水準を調整する仕組みが組み込まれています。

デュレーションとクレジットリスクの間に負の相関が想定される場合には、ポートフォリオが保有するクレジットリスクの水準に応じて、デュレーションのエクスポージャーを引き上げます。このように、ポートフォリオにおけるクレジットリスクの想定ボラティリティに対応する形で、デュレーションポジションを設定します。

成果の測定

下図は、当戦略のデュレーション管理フレームワークが実務上どのように機能してきたかを示しています。

具体的には、米国のクレジットスプレッドが大きく拡大する一方で、米国債利回りが低下する局面（すなわち負の相関が観測される局面）において、当社のアンコンストレインド債券戦略は、通常、クレジット市場のボラティリティに対するクッションとして機能させるため、より長めのデュレーションを維持してきました。

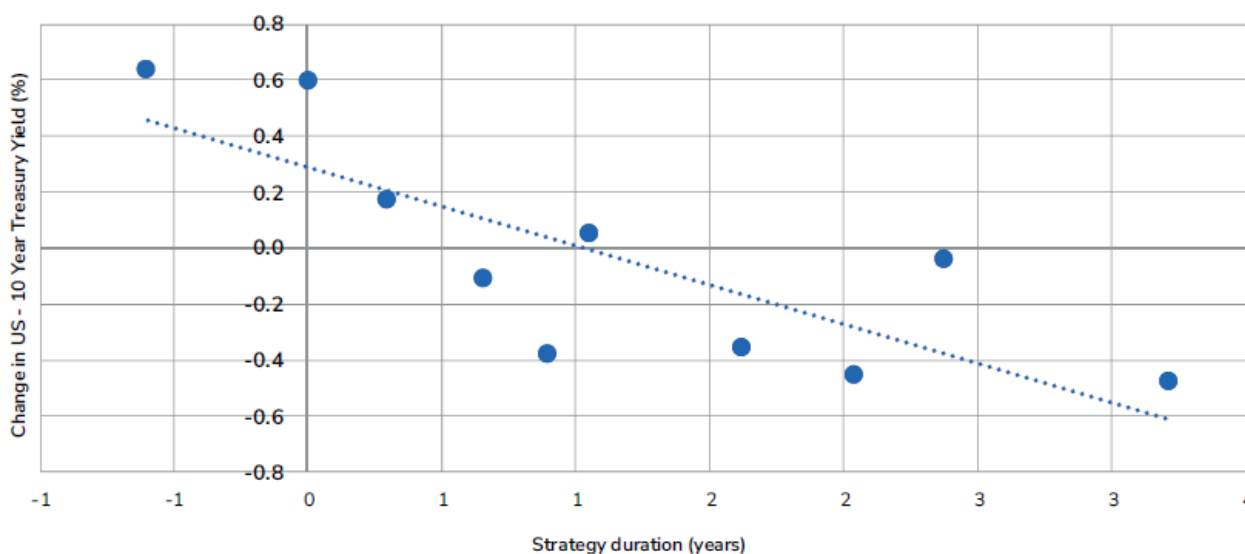
一方で、スプレッド拡大と同時に金利上昇が生じる局面では、デュレーションは短めに抑えられてきました。

これらの結果を評価することで、アプローチの精緻化を図り、継続的にモニタリングと調整を行いながら、クレジットリスク及びより広範な市場ダイナミクスの変動に対して、デュレーションが常に適切にポジショニングされた状態を維持できるよう努めています。

2. 出所：L&G、2013年1月1日から2026年3月31日のデータによる。

デュレーションを資産配分のツールとしてとらえた場合の有効性の測定

長期的に優れたリスク調整後リターンを創出するうえで、レジーム変化を早期に特定することが重要であると考えています。



For illustrative purposes only.

L&G, Bloomberg, as at 31 December 2025

総括

デュレーションは、クレジット市場全体にストレスが生じている局面において、強力なヘッジ手段となり得ます。一方で、クレジット・ポートフォリオにとっては相応に大きなリスク要因ともなり得るほか、長期的な投資リターンの平準化を目指すアンコンストレインド債券戦略においては、課題となる場合もあります。

当戦略では、デュレーションを固定的なリスクエクスポージャーとしてではなく、アクティブな資産配分のツールのひとつとして捉えています。たとえば、ポートフォリオのクレジットリスクに対して有効なヘッジとして機能しやすい局面、すなわち景気後退下で低インフレ環境にある場合にはデュレーション・エクスポージャーを引き上げます。一方、インフレ懸念が支配的となり、デュレーションもクレジットリスク同様の展開が想定される局面では、デュレーション・エクスポージャーを引き下げます。

これら2つのシナリオ以外の局面では、クレジットスプレッドと国債利回りの相関の変動が、デュレーション・ポジショニングを決定する主な要因となります。

デュレーションが常に有効なヘッジとして機能するわけではないことを踏まえ、当戦略では、アクティブなアプローチにより、これを選択的かつ適切な規模で活用します。その目的は、リターンの平準化を図るとともに、長期的な投資家の成果を改善することにあります。

L&G UK disclaimer and important legal notice

Key risks

The value of an investment and any income taken from it is not guaranteed and can go down as well as up, and the investor may get back less than the original amount invested. Past performance is not a guide to future performance. Assumptions, opinions, and estimates are provided for illustrative purposes only. There is no guarantee that any forecasts made will come to pass.

Important information

The information in this document is for professional investors and their advisers only. This document is for information purposes only and we are not soliciting any action based on it. The information in this document is not an offer or recommendation to buy or sell securities or pursue a particular investment strategy and it does not constitute investment, legal or tax advice. Any investment decisions taken by you should be based on your own analysis and judgment (and/or that of your professional advisers) and not in reliance on us or the Information.

This document does not explain all of the risks involved in investing in the investment strategy and are not final. No decision to invest in the investment strategy should be made without first speaking to the Client Relationship Manager.

This document has been prepared by Legal & General Investment Management Limited and/or its affiliates ("LGIM"- or "L&G", "we" or "us"). The information in this document is the property and/or confidential information of L&G and may not be reproduced in whole or in part or distributed or disclosed by you to any other person without the prior written consent of L&G. Not for distribution to any person resident in any jurisdiction where such distribution would be contrary to local law or regulation.

No party shall have any right of action against L&G in relation to the accuracy or completeness of the information in this document.

The information and views expressed in this document are believed to be accurate and complete as at the date of publication, but they should not be relied upon and may be subject to change without notice. We are under no obligation to update or amend the information in this document. Where this document contains third-party data, we cannot guarantee the accuracy, completeness or reliability of such data and we accept no responsibility or liability whatsoever in respect of such data.

This financial promotion is issued by Legal & General Investment Management Limited

Legal and General Assurance (Pensions Management) Limited. Registered in England and Wales No. 01006112. Registered Office: One Coleman Street, London, EC2R 5AA. Authorised by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority, No. 202202.

LGIM Real Assets (Operator) Limited. Registered in England and Wales, No. 05522016. Registered Office: One Coleman Street, London, EC2R 5AA. Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority, No. 447041. Please note that while LGIM Real Assets (Operator) Limited is regulated by the Financial Conduct Authority, it may conduct certain activities that are unregulated.

Legal & General (Unit Trust Managers) Limited. Registered in England and Wales No. 01009418. Registered Office: One Coleman Street, London, EC2R 5AA. Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority, No. 119273.

© 2026 Legal & General Investment Management Limited, authorised and regulated by the Financial Conduct Authority, No.

119272. \ Registered in England and Wales No. 02091894 with registered office at One Coleman Street, London, EC2R 5AA.

本資料は、リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社（以下、「当社」という。）が、所属するリーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・グループ（以下、「LGIM グループ」という。）の作成した英文資料を基に、翻訳・編集して作成したものです。原文が日本語文に優先します。

より良いサービスの提供のため、当社が取得するお客様の情報は、必要な範囲において LGIM グループとの間で共有させていただきますのでご了承ください。

本資料は、当社が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社はその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。

本資料に掲載された内容は、特に記載がない限り、本資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。本資料に掲載された過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

本資料の著作権は、当社が有しております。当社による書面による事前の許可なく、本資料の全部または一部を複製・転用・配布することはできません。

リーガル・アンド・ジェネラル・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 3005 号

加入協会：一般社団法人資産運用業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会