

Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融・為替市場の動き / 低金利下の日米債券投資比較

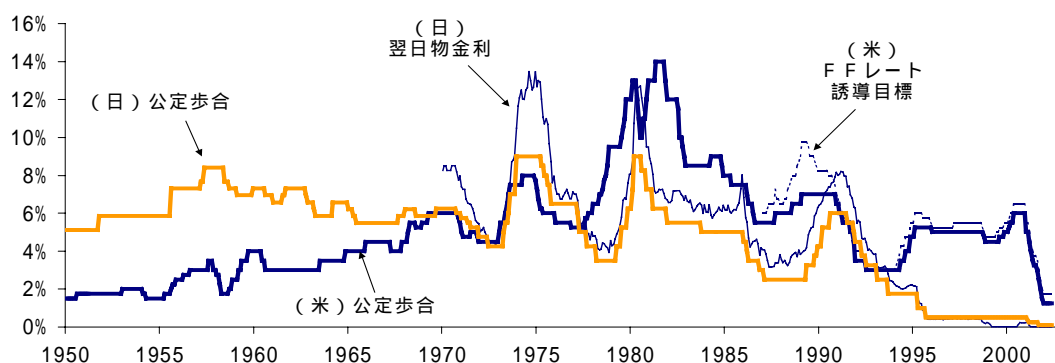
< 金融・為替市場の動き >

1. 債券相場は小動きでの展開が続いている。格下げ問題も 5/31 日発表で当面終止符が打たれたとの観測が強く、今後は国内景気の回復度合いに注目が集まるだろう。
2. 円レートは、目先は円売り介入への警戒から円の上値が限られそうだが、介入実施以前から見られた潜在的な円買い圧力は払拭されていない。従って、介入自体がスピード調整的な効果こそ発揮するものの、円高の流れを食い止めるのは難しいだろう。

< 今週のトピック：低金利下の日米債券投資比較 >

1. 日米とも歴史的な低金利にある中、債券市場の構造上の違いから、米国の投資家は金利変動以外のリスクテイクが可能となっており、日本の投資家に比べて超過収益の源泉が多様化している。
2. 日本もいずれは、「国債偏重型」の市場構造から脱却することで、投資家にとって魅力的な債券市場が形成されることが期待される。

歴史的な低水準にある日米の金利



【出所】日本銀行、F R B、短資協会

副主任研究員（為替担当）熊谷 潤一（くまがい じゅんいち）(03)3597-8448 kumagai@nli-research.co.jp

副主任研究員（金融担当）矢嶋 康次（やじま やすひで）(03)3597-8047 yyajima@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F : (03)3597-8405

ホームページアドレス：<http://www.nli-research.co.jp/>

< 金融政策・金融市場の動き >

(担当：矢嶋)

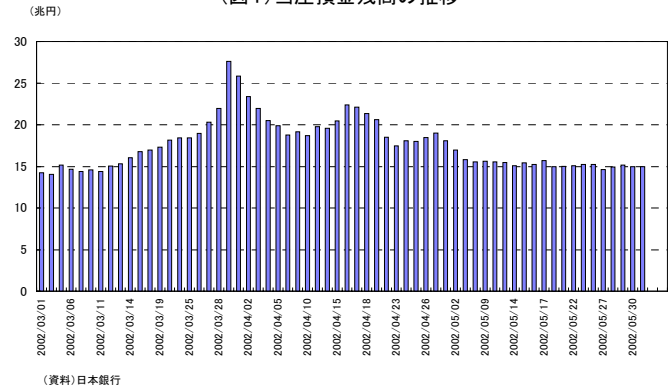
金融政策：当座預金残高は目標内へ（5月）

年度末に一時 27 兆円までに積み上げられた当座預金残高は、5 月に入り 15 兆円を若干上回る水準にまで縮小し、現在の日銀の目標である「10-15 兆円」の上限に収まっている。

5 月の決定会合は全員一致で現状維持を決定している。

循環的には日本経済は回復局面となっており金融政策への圧力が急速に弱まっている。しかしデフレは継続しており、当面 10-15 兆円の残高維持の金融政策が続こう。

(図1) 当座預金残高の推移



債券相場の動き（5月）

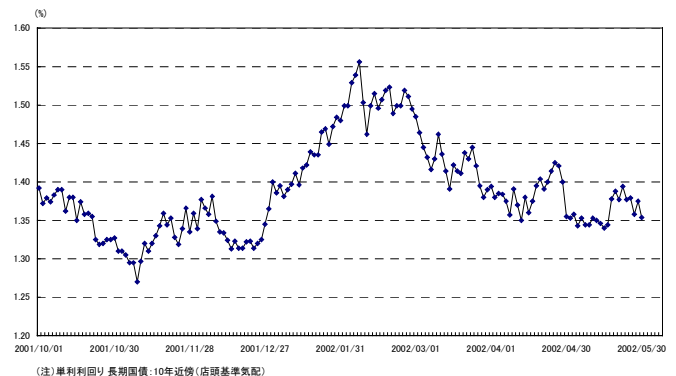
5 月の債券相場は、投資家が慎重な姿勢を崩さなかったことから、概ね小動きの展開が続いた（図2）。

5 月初めは、ムーディーズによる日本国債格下げが GW 明けの 5/13 日までに発表されるとの思惑から、1.35%程度での小動が続いた。5/14 日にムーディーズから「見直しの結論を 5/31 日までに出す予定」との公表があり、その後もしばらく膠着状態となった。

5/17 日に政府から景気底打ち宣言が出ると金利は上昇し 1.3%後半となったが、今回の景気回復が短命で終わるとの見方が多く上昇も限定的となっている。

5/31 日にムーディーズが日本国債の格下げを 2 段階引き下げた（図3）ものの、格付け見通しは「安定的」とされたことで、格付け問題は当面終止符を打ったとの観測が強まった。債券相場は今後の国内景気の回復度合いに注目が集まっている。

(図2) 10年物国債利回り



(図3) G7の国債格付け

	ムーディーズ	S&P
アメリカ	Aaa	AAA
イギリス	Aaa	AAA
ドイツ	Aaa	AAA
フランス	Aaa	AAA
カナダ	Aaa	AAA
イタリア	Aa2	AA
日本	A2	AA-

(資料) 格付け会社資料による

< 為替市場の動き >

(担当：熊谷)

足もとの為替レートの動き (5月)

円ドルレートは月初、オニール米財務長官が当局による為替介入の効果に疑問を持つとの発言を行い、これが最近のドル安を米国が容認していると市場に受け止められたことや、4月ISM指数が前回よりも低下したことや雇用統計で失業率が6.0%まで上昇するなど、米経済指標が市場予想を下回ったことからドル売り圧力が高まり、1ドル=128円を割り込む展開で始まった。

更に、17日に発表された月例経済報告で日本経済が底入れしているとの基調判断が下されると同時に、同日夕に河合副財務官が介入に対し否定的と思わせるような発言を行うと、これが日本経済への回復期待の高まりと円売り介入に対する警戒感の後退を醸成、円買いが活発となり、円ドルレートは一気に123円台へと突入した。

しかし、22、23日に政府・日銀が今年初めて円売りドル買い介入を実施すると、円は一時125円台まで反落。月末にかけては、外国人投資家による日本株投資に絡んだ円買い等を背景に、再び123円台まで円が買い進まれる局面もあったが、31日に海外市場で再び円売りドル買い介入が実施されると、円高の流れはようやく止まった。

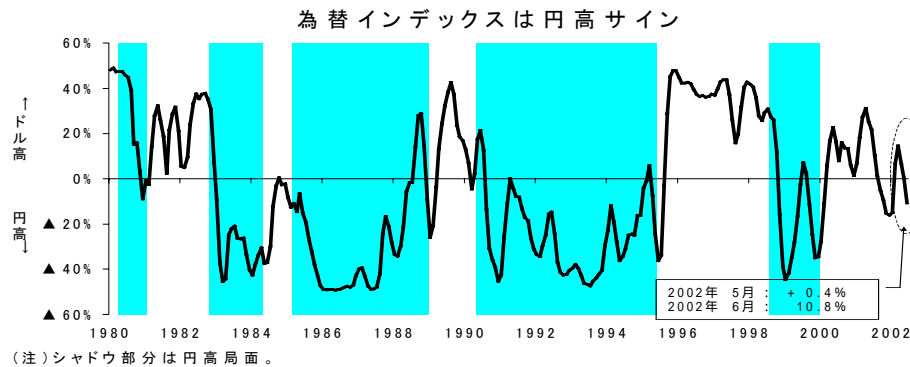
ドルユーロレートは、主に米景気回復への警戒感およびそれに伴う米国株の伸び悩みといったドル売り要因を背景に、ユーロのじり高基調が続き、月末には一時1ユーロ=0.94ドル台までユーロ高が進行した。

当面の見通し

円ドルレートは、目先は円売り介入を意識した動きが支配的となり、円の上値が限られよう。しかし、1-3月期GDPが年率5.7%の高成長を示すなど、日本の景気底打ちに対する期待が高まっているのに加え、介入実施以前から見られた円買い圧力（本邦輸出企業からの根強い円買い圧力、外国投資家による日本株購入のための円買い）は、今後とも継続する可能性が高い。そのため、日本の当局による円売り介入はスピード調整の効果こそ発揮するものの、円高の流れ自体を食い止めるのは難しいと思われ、120円近辺まで円高が進む可能性があると思われる。今後1ヶ月の円レートの対ドル想定レンジは、120~126円。



6月の為替インデックスは 10.8 と円高サイン



6月の為替インデックスは 10.8%と、5月の+0.4% (0.1%より改定) から 11.2%ポイント低下し、明確な円高サインが示された。但し、変数毎の寄与度を見ると、相場のモーメンタム(履歴効果)が目先の円高継続を示す一方、ファンダメンタルズ面から見た円高圧力は、以下の通り今月についてみれば軽減している:(なお、インデックスを算出する上では、為替変動の先行的指標として以下(1)~(3)要因の4ヶ月前、今回でいえば2月のデータを使用している。)

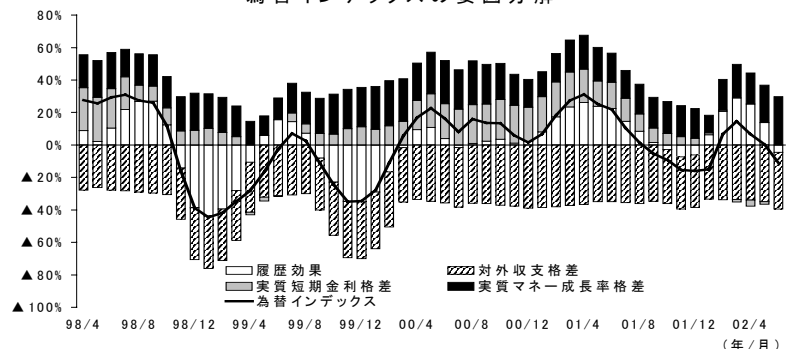
- (1) 実質短期金利差要因: 5月為替インデックス比0.4ポイントの**小幅円安**寄与。今月については日米間で短期金利、物価の変動幅に大きな差異が見られなかったため、月次ベースの寄与度としての実質短期金利差のインパクトはほとんどなかった。
- (2) 対外収支格差要因: 前月比0.1ポイントと寄与度は**ほとんどゼロ**。日本の経常収支黒字、米国の同赤字自体に変化はないものの、今月についてはその度合いに大きな変化がなかった。ただ、3月には日本の経常収支黒字が拡大しており、来月には再び円高要因として寄与する可能性もあろう。
- (3) マネー成長率格差要因: 前月比6.6ポイントの**円安**寄与。日本要因としての年度末に向けた大量資金供給に伴うM1(現預金)増大が、ここにきて円安要因を強める効果として作用している。

なお、履歴効果は前月比18.4ポイントの**円高**寄与と前月に続いて大きな円高要因となっており、これが目先の円高モーメンタム継続を示す結果となった。

為替インデックス(過去1年分)

2001年6月	21.8%
2001年7月	10.4%
2001年8月	1.4%
2001年9月	-5.3%
2001年10月	-9.4%
2001年11月	-15.3%
2001年12月	-16.1%
2002年1月	-15.0%
2002年2月	6.6%
2002年3月	14.6%
2002年4月	6.7%
2002年5月	0.4%
2002年6月	-10.8%

為替インデックスの要因分解



(注) 為替インデックス: 為替の局面・転換点を確率的に表す指標。プラスが続くと円安局面。マイナスが続くと円高局面。詳しくは、「ニッセイ基礎研REPORT」1999.11号:REPORT 『為替予測における発想の転換』を参照。

< 今週のトピックス：低金利下の日米債券投資比較 >

(担当：熊谷)

同じ「低金利」環境下にある日米債券市場

日本では95年9月に公定歩合が0.50%に引き下げられ、超低金利時代に入りました。99年には短期金利（コール翌日物金利）がほぼゼロとなり、長期金利（国債10年金利）も2%を割り込んだ水準で安定的に推移している。米国でも昨年の金融緩和により短期金利（FFレート）が1.75%まで大幅に引き下げられ、40年ぶりの低金利時代に入りました。その結果、長期金利（国債10年金利）は一時4%半ばまで低下、その後も5%台前半で推移している。このように、水準的な差はあるにせよ、日米ともに「低金利」時代下にある点は共通している。

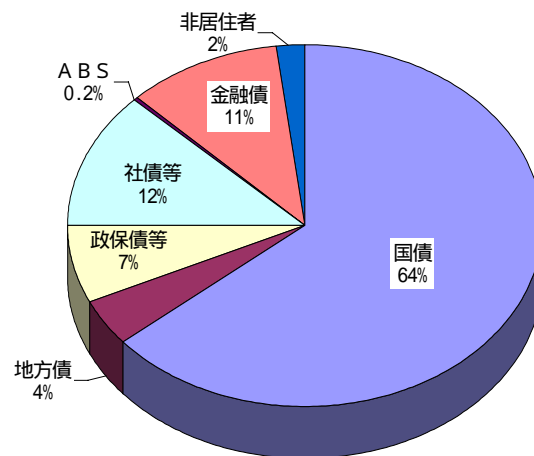
日米間における債券市場の構造上の大きな違い

こうした中、日米の債券投資家はどのような投資行動をとっているのでしょうか。日本の投資家は、程度の差こそあれ、10年国債の利回り（イールド）自体が1%台と低迷する中、インカムやキャリー収益が期待できない上、金利がこれ以上低下して債券価格が上昇する余地も期待できないことから、金利リスクをとるにも抵抗感を覚えつつある模様だ。

一方、米国ではさすがに1%台とまではいかないものの、歴史的に見れば低水準にあることから、彼らも金利リスクについては警戒的なスタンスをとっている点では日本の投資家と同じ状況にある。そうした中、米国ではいわゆる「スプレッド物」と呼ばれる、社債やMBS（モーゲージ債）への投資を行うことで、できるだけ高い利回り（イールド）を確保し、インカム、キャリー収益を獲得しようといった投資スタンスを積極化させている。

このような投資行動が可能となる背景としては、日米間の債券市場の構造が全く異なることが最大の要因として挙げられよう。図表1を見ても分かる通り、日本の債券市場はその70%近くを国債が占めている。一方、図表2の通り、米国の債券市場における国債の割合は小さくなっており、社債市場やMBS市場が各々国債市場を上回る規模にまでシェアを拡大させている点が最大の特徴である。

図表1．日本債券市場の種類別残高比率（2001年末）



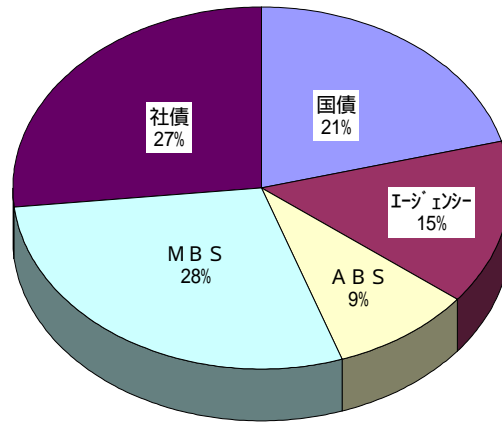
【資料】証券業協会

「ABS」：Asset Backed Securities。売掛債権やカードローンといった企業・金融機関が保有する資産を担保に証券化された債券。

「政保債等」：公団・公庫等が資金調達を目的に発行した公募債。

こうした債券市場に対し、米国の債券投資家は金利リスクによる超過収益の獲得ではなく、むしろ信用リスク分析に基づく社債投資や期限前償還⁽¹⁾リスク分析に基づくMBS投資等を債券運用の基本に構えて投資行動を行っている。これは、2000年以降の金利低下以前から行われてきた投資行動であり、多くの投資家の間では、金利リスクを最小限の範囲でコントロールしながら国債以外の債券を組み入れ、超過収益を獲得することに重点を置くことが、運用の基本になっている。

図表2. 米国債券市場の種類別残高比率(2001年末)



【資料】Bond Market Association

「E-シエンター」：政府関係機関が資金調達を目的に発行した債券。

「MBS」：Mortgage Backed Securities。多数の住宅ローンを担保に証券化された債券。

日本でも国債以外の債券発行が活発化するか

確かに、98年のLTCM危機以降、証券会社のリスク許容度低下により米国でも債券市場の流動性はかなり低下してしまい、それ以前のようにどのような種類の債券・銘柄でも簡単に売買できるような市場ではなくなった。しかし、社債やMBSの市場規模の拡張は続いており、投資家は今後とも市場の流動性に敏感になりつつ、こうした国債以外の「スプレッド物」投資を活発に行っていくであろう。

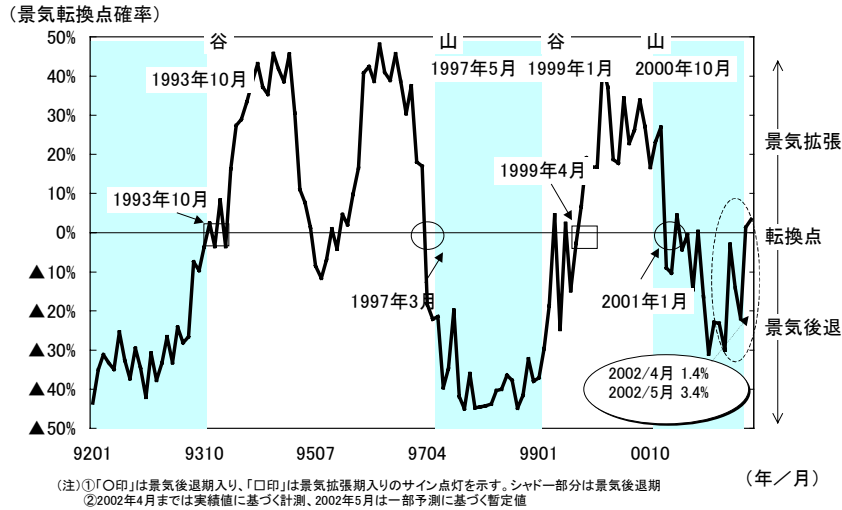
振り返って、日本の債券市場も、今後は企業の資金調達が融資から社債へと変化し、社債市場が拡大するにつれ、融資とは異なるかたちで社債投資が活発に行われていくようになるであろう。また、ABSやMBSの市場が徐々に拡大すれば、こうしたこれまで馴染みの薄かった債券への投資も活発になる可能性がある。

その結果、日本の債券市場も活性化し、投資妙味が高まることが期待できる。日本でも債券市場が国債偏重から脱皮した時、はじめて日本の債券投資家も金利リスクのみにとらわれない、柔軟な運用スタイルの確立が可能になるものと思われる。

(1) MBSに投資する上での最大のリスクは、MBSの担保になっている住宅ローンが期限前償還されてしまい、投資家が期待していた元利収入がそれ以降手元に入らなくなってしまう点である。

＜ニッセイ基礎研インデックス＞

ニッセイ景気動向判断指数 (NBI) ~ 4月 : 1.4%、5月 (予測値) : 3.4%



	ニッセイ景気動向判断指数 (NBI)	ニッセイフラッシュ		二面等価月次GDP	為替インデックス	
	水準	水準	前期比	二面 前期比	水準	
01/6	-14.5%	101.8	▲0.3%	▲1.3%	▲2.0%	21.7%
01/7	0.3%	101.1	▲0.8%	0.3%	0.9%	10.4%
01/8	-16.3%	101.0	▲0.1%	0.5%	0.8%	1.4%
01/9	-31.0%	99.8	▲1.1%	▲1.3%	▲1.6%	-5.3%
01/10	-22.8%	99.7	▲0.1%	0.3%	0.5%	-9.3%
01/11	-23.2%	99.7	0.0%	0.1%	0.2%	-15.3%
01/12	-30.0%	99.6	▲0.1%	▲1.8%	▲3.0%	-16.1%
02/1	-2.9%	99.4	▲0.2%	2.8%	4.6%	-15.0%
02/2	-14.1%	99.9	0.6%	▲0.8%	▲1.7%	6.6%
02/3	-21.9%	100.7	0.8%	0.5%	0.4%	14.6%
02/4	1.4%	99.7	▲1.0%	▲0.4%	▲0.1%	6.7%
02/5	3.4%					0.4%
02/6						-10.8%

(注1) NBIはマネーサプライの計数訂正に伴い、2002/1月に過去に遡及してデータを改訂
(注2) ニッセイ為替インデックスは、為替局面の再判定にともない遡及改訂 (2001年10月)

(注) 基礎研インデックスの見方

- ニッセイ景気動向判断指数 (NBI) : 景気の転換点・局面を確率的に判断する指数。数値がゼロを上回れば「景気回復局面」、マイナスであれば「景気後退局面」、ゼロは景気の転換点を示す。
- ニッセイフラッシュ : 供給側の統計を用い、GDPから帰属家賃、政府サービス等、市場で取引されない財貨・サービスを除外し月次ベースで作成。前月比成長率で判断。直近レポートは Weekly「エコノミスト・レター」2002年5月24日号参照。
- 二面等価月次GDP : GDPを月次化したもの。月次化に伴う推計誤差を抑えるために生産面・支出面の2面から推計。直近レポートは Weekly「エコノミスト・レター」2002年5月24日号参照。
- 為替インデックス : 為替の局面・転換点を確率的に判断する指標。プラスが続くと円安局面、マイナスが続くと円高局面。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)