

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 / 国内債の運用環境と投資家の行動

< 日銀ウォッチ >

1. 日銀はイラク開戦への緊急対応のため 25 日に銀行保有株式の買戻率拡大を発表した。期末に向けた危機回避を図るとともに、政府の圧力をうまく跳ね返すこととなった。
2. 早ければ次回政策決定会合で、中小企業対策のために、資産担保CPなど中小企業関連の金融資産をオペレーションの対象に取り込む策が打ち出される可能性が高い。

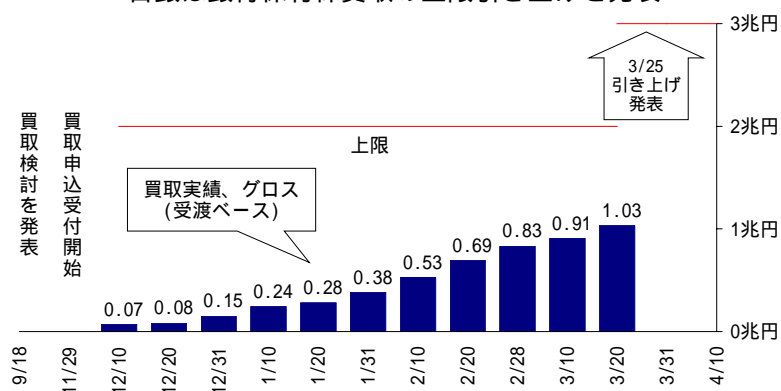
< 金融・為替市場 >

1. 国内債市場では、金利低下を一時的に止める要因が出てくる可能性はあるものの長続きせず、長期金利が史上最低水準の更新を続けてもおかしくはないと見るべきであろう。
2. 為替市場では、イラク攻撃に目処がつくにつれて再びドルが買われようが、米経済のファンダメンタルズ改善が着実に目に見えるまでドルの本格上昇は実現しないであろう。

< トピックス：国内債の運用環境と投資家の行動 >

1. 超低金利時代が続く中、投資家は国内債市場において魅力的な運用対象を見つけることが困難になりつつある。
2. いくら当局が資金の流れを変えようとしても、流動性の罫から脱却するのが困難な状況では、国内債の運用環境低迷と「Stretched Out」した投資行動は、当面続くことになるものと思われる。

日銀は銀行保有株買戻率の上限引き上げを発表



【データ】日本銀行「営業毎旬報告」

シニアエコノミスト 熊谷 潤一 (くまがい じゅんいち) (03)3597-8448 kumagai@nli-research.co.jp

シニアエコノミスト 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/>

< 今月の日銀ウォッチ >

(担当：矢嶋)

イラク開戦への緊急対応のため臨時政策決定会合を開催

3月20日に就任したばかりの福井総裁は、イラク開戦への緊急対応のため25日に、新日銀法施行後5年間に一度も開かれることのなかった臨時の金融政策決定会合を開催した。

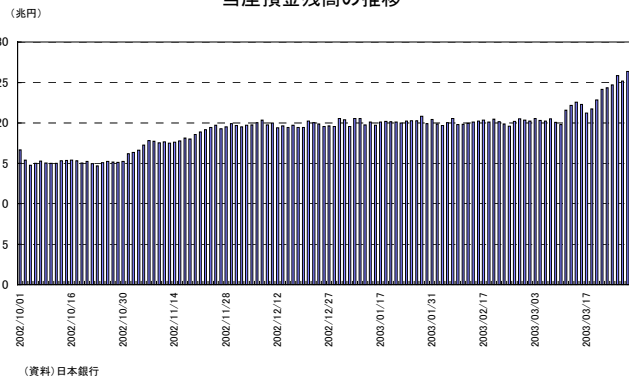
今回の臨時決定会合では、「なおがき」を使って一層潤沢な資金供給を行うこと、また補完貸付制度の弾力運営を打ち出してはいるが、基本的には日銀当座預金残高の目標15~20兆円(日本郵政公社が発足する4月以降は17~22兆円)は据え置かれるなど、量的緩和の方針は「現状維持」であった。

ただ、臨時決定会合に続く同日の通常会合において、金融機関保有株式買入総額の上限を2兆円から3兆円に、金融機関ごとの買入限度額を5000億円から7500億円に引き上げる形で、期末に向けた危機回避を図るとともに、政府の圧力をうまく跳ね返すこととなった。

新体制が従来の当座預金残高+国債買入れ路線を強化するのか、ETF購入など新たな資金供給策を打ち出すのかという今後の金融緩和の方向性を示すまでの時間をうまく稼いでもいる。

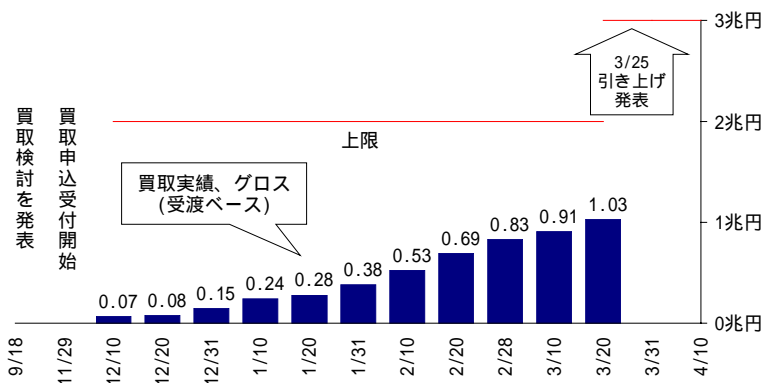
しかし市場には、臨時会合を開催するからには国債買入の増額やさらにETF購入などを行うのではないかと憶測があっただけに、25日の今回の発表後は、株価は値下がりに転じた。

当座預金残高の推移



株式買入強化で Tier を上回る株式すべてが対象に

昨年度末から2兆円を上限として銀行保有の株式買入が開始された。これまでの日銀の買入実績は、3月20日現在で1.03兆円と今年9月までの期限で予定されていたスケジュールのちょうど半分を買って上げていた。今回上限を2兆円から3兆円に拡大したが、会合終了後の総裁会見で「日銀があと1兆円増やせば、Tier を超える部分の消化というものがかなりの程度、あるいはほとんどこれでまかなえる」と発言しているよ

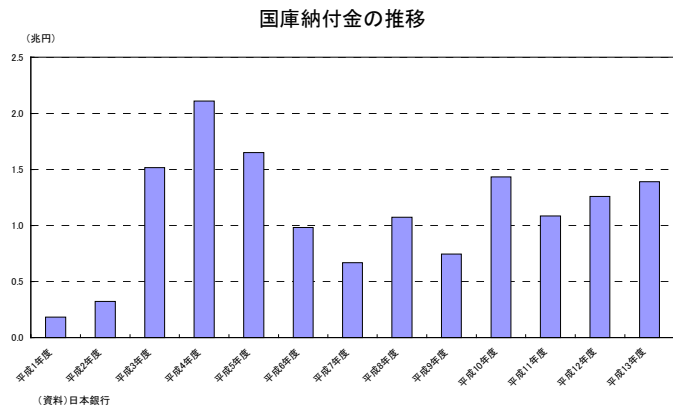


うに、今回の措置により主要行の Tier を越える株式すべてが日銀の買取対象となったことになる。政府の買取機構が実質機能しない中で、主要行の Tier を越える株式売却の圧力をほぼすべて日銀が引き受けたかっこうとなっている。

福井総裁のスタンス：波及ルート重視の政策へ

福井総裁は会合後の会見で「国債買入ということを中心にしながら、、、」と従来の量的金融緩和路線を維持する姿勢を打ち出している。さらに、副総裁となった岩田氏などが早々にインフレーターゲットやETF購入を提言するとの思惑があったが、今回の決定が「全員一致」となったことから判断しても、(国債買入上限問題には一定の見解を示す必要はあるが)当面は従来の当座預金引き上げ+長期国債買入増の方向性が維持されるだろう。

ただ次回政策決定会合に執行部に対して「基本的な枠組みの検討を進めるに当たって、幅広い観点から金融政策の透明性向上と金融緩和の波及メカニズム強化に関する論点を、これまでの量的緩和政策の評価も踏まえつつ、報告するよう指示」しているように、「量」から「ルート」にかなり力点が移され始めていることは間違いない。



ETF や REIT 購入など新たなオペ対象について、福井総裁は完全否定するコメントをしておらず、検討対象となるとの含みを残しているなど、速水前総裁との見解には隔たりがある。次回の会合で指示されている波及メカニズム強化に関する論点などの議論が明らかになる中で、もう少しこのあたりのヒントとなる見解が出されるだろう。

また政府、財務省サイドも若干変化が出始めている。日銀がETF購入などを行い、その引き当てを多く積みれば当然貴重な税外収入である納付金が減少することとなる。従来、財務省はこの納付金減となる引当金増に対して否定的な見解を述べてきた。しかしここにきて塩川財務大臣、財務省が納付金減少もやむなしとのトーンのコメントをするなど態度が変わってきていることは注意が必要だ。このように、速水前総裁がリスク資産購入をまっこうから否定し、財務省サイドも納付金減少に否定的だった頃から状況は変わり始めていると言える。

当面は「中小企業対策」が焦点に

政治的には中小企業対策が焦点となっている。日銀も、早ければ次回にも資産担保CPなど中小企業関連の金融資産をオペレーションの対象に取り込む策を打ち出すだろう。ただ、それによって設備投資拡大などの効果はそれ程期待できるわけではない。今後は補正予算についての議論や、福井総裁がコメントしているような銀行への公的資金導入の流れなどを見ながら、日銀サイドはまずは国債買入拡大を行い、さらには新たなオペ手段の拡大を行うこととなるだろう。

< 金融・為替市場の動き >

(担当：熊谷)

最近の金融市場の動き

(3月の概況)

国内債市場では、クーポンが2月に続いて最低水準の0.8%で設定されたにもかかわらず、10年国債入札が順調に消化された(4日)。こうした中、米国株安や持合い解消売りなどで日経平均株価がバブル後最安値を更新し一気に8000円を割り込むと、10年国債金利は0.7%台前半まで低下し、年初に付けた史上最低水準を更新した。更に、投資家が少しでも高い利回りを確保しようと長期ゾーンへの買いを進めた結果、20年国債金利は1.2%を割込むなど、イールドカーブのブルフラット化が進んだ。

月央以降は、21日に開始された米国のイラク攻撃が早期に終結するのを期待するかたちで、米国株の急騰とドル買い戻しに伴う円安が実現したのを好感し、日経平均が8000円台を回復した。しかし、新年度以降の景気に対する不安やデフレ進展への懸念が根強いことから、投資家の債券買い意欲は衰えず、月末にかけてイラク攻撃の長期化が懸念され始めると、31日には日経平均が再度8000円を割り込むとともに、10年金利が0.7%を割込み再び史上最低水準を更新した。

(当面の円金利見通し)

今後は、米国のイラク攻撃に目処が立つことで不透明要因が払拭される可能性がある点、あるいは新年度入りに伴う年金資金の株式市場への一時的な流入も少しは期待できる点などが、金利低下を一時的に止める可能性はあろう。しかし、世界的なデスインフレ・デフレ環境が継続する中、国内ではデフレ払拭に目処が立たないことから、投資家の債券購入意欲は当分衰えないと思われ、イールドカーブのブルフラット化の流れが加速するかたちで、長期金利が史上最低水準の更新を続けてもおかしくないと思われる。今後1ヶ月の国債10年金利の予想レンジは、0.60~0.85%。

最近の為替市場の動き

(3月の概況)

円ドルレートは、2月製造業ISM指数や雇用統計など、月初に発表された米経済指標の予想以上の悪化、スノー財務長官による最近のドル安を懸念していないとの発言(4日)、地政学的リスクや個別企業の悪材料を手掛かりとした米国株安などを背景にドルが売られた後、日本の当局による円売り介入警戒感から暫く117円を挟んだ揉み合いとなった。

その後、13日に米政府がイラク攻撃に向けた国連決議案の提出を延期する可能性を示すと、イラク攻撃の早期開始観測が後退したためドルが買い戻された。更に、週末16日に米国が一転して国連安保理での交渉を17日いっぱい打ち切ることを発表すると、週明け直後こそ開戦を嫌気し

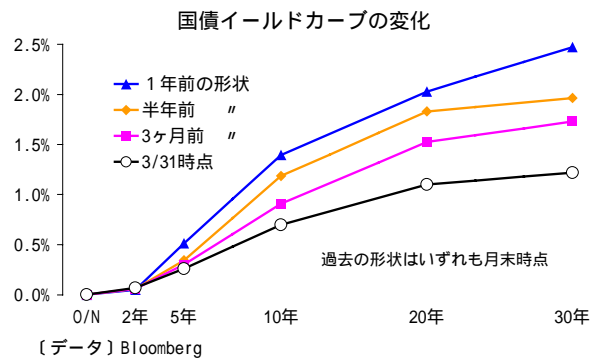
てドルが売られたものの、その後はむしろ一旦戦争が始まれば短期間で終結し不透明要因が解消されるとの期待が高まったため、米国株の急騰とともに 121 円台後半まで一気にドルが買われた。

しかし、イラク攻撃が当初期待していたほど楽観視できないとの見方が強まったこと、120 円台では本邦輸出企業のドル売りが出ること、日銀が開いた緊急政策決定会合（25 日）で円安につながるような目新しい政策が出なかったため失望感が広がったことなどから、月末には一時 117 円台まで円高が進んだ。

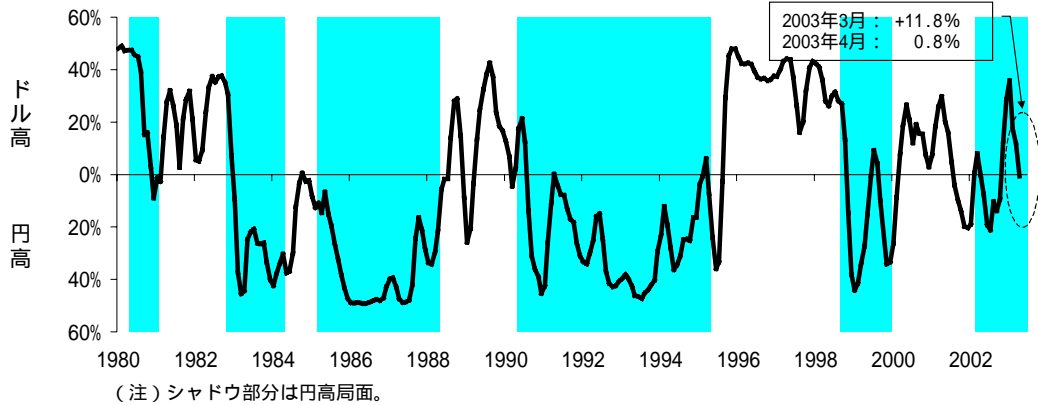
ドルユーロレートは、月初にはイラク情勢悪化を織込むかたちでドル売りが進み、1 ユーロ = 1.10 ドル後半までユーロ高となった後、イラク攻撃開始後はむしろ早期解決を期待したドル買い戻しから 1.05 ドル台までユーロが売られた。しかし、イラクでの戦闘が当初の期待ほど楽観できないとの見方が強まると、月末に再び 1.09 ドル台までユーロ高が進んだ。

（当面の見通し）

米国によるイラク攻撃は短期間で終結するとの期待から、ドルは予想外に早いタイミングで一気に買い戻された。その後、楽観論の後退とともにドルが軟調に推移しているものの、イラク攻撃に目処がつくにつれて、改めてドル買いが加速する可能性はある。しかし、市場の眼は次第にイラクから米国経済のファンダメンタルズに向かうことが予想され、イラク問題の收拾だけでドル高が続くことはないだろう。現状では、年後半にも 3% 半ばを超える成長率の回復が期待されているが、ドルが持続的に上昇するためには、経済指標がこの期待を裏付けるような着実かつ持続的の改善を見せることが必要条件となろう。膨大な経常収支赤字を抱える状況下、仮にそれが実現しなければ、ドルの失望売りへとつながるリスクが懸念される。今後 1 ヶ月の円レートの対ドル予想レンジは、117~122 円。



為替インデックス(円ドル): 4月は 0.8%とほぼ中立サイン



4月の為替インデックス(円ドル)は 0.8%と、前月から 12.6 ポイント下落し、ドル高の確率が解消し、現状は中立気味の状態にあることを示している。変数別に今月のポイントを挙げてみると、以下の通り:

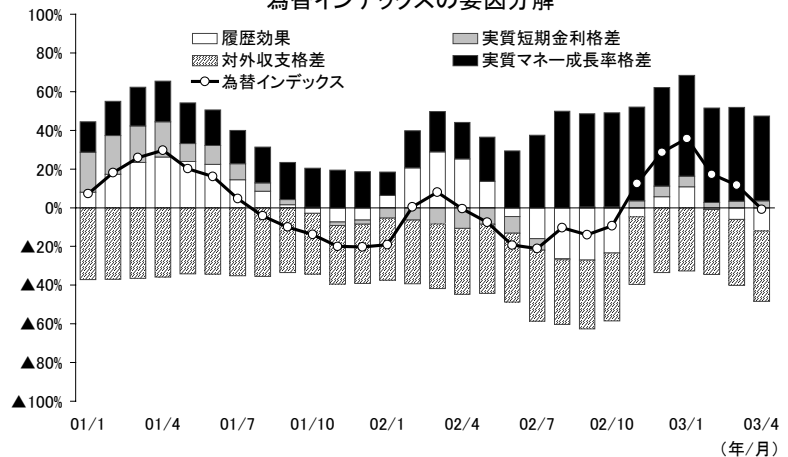
- 1) 実質短期金利差: わずかにドル高要因。ただし対前月ベースで見た場合は、日米とも実質金利に大きな変動がなかったため、月次変動要因としての寄与度はほぼゼロであった。
- 2) 対外収支格差: 引き続き円高要因。対前月ベースで見ても日本の経常収支黒字のピークアウト以上に米国の経常収支赤字が拡大している分、2.4 ポイントの円高寄与となった。
- 3) 実質マネー成長率格差: ドル高要因解消の流れが継続。パイオフ一部解禁に伴う定期性預金から普通預金へのシフトの一巡などを背景とした日本のM1伸び率鈍化を背景に、単月ベースでは4.5 ポイントの円高寄与となった。

なお、履歴効果は対前月で 5.9 ポイントの円高寄与となり、円ドル相場が円高ドル安モーメントムにあることを示した。

為替インデックス(過去1年分)

2002年4月	-0.5%
2002年5月	-7.5%
2002年6月	-19.2%
2002年7月	-21.1%
2002年8月	-10.3%
2002年9月	-13.9%
2002年10月	-9.4%
2002年11月	12.5%
2002年12月	28.7%
2003年1月	35.8%
2003年2月	17.3%
2003年3月	11.8%
2003年4月	-0.8%

為替インデックスの要因分解



< トピックス：国内債の運用環境と投資家の行動 >

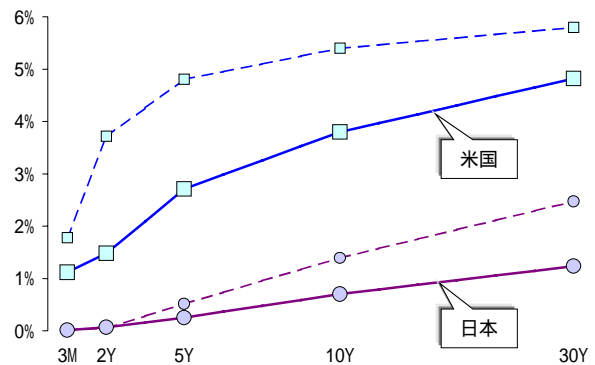
(担当：熊谷)

イールドカーブのブルフラット化で長期金利も「ゼロ金利化」

米国では10年国債利回りが一時3%半ばまで低下し、「90年代後半の株式に続き、米国債市場もバブルか?」といった声が出始めている。たしかに、地政学的リスクを嫌気した投資資金が一時的に安全資産としての国債に流入してきた点は否めないし、金利自体も歴史的な低水準にある。しかし、長期金利低下によってイールドカーブに極端な「ブルフラット化」が進んでいるわけではないので、低水準にある現在の短期金利が正当化できるのであれば、必ずしもバブルと言いきれないのではないだろうか。

翻って日本の債券市場をみると、今年に入り10年国債利回りが0.7%台まで低下し、98年秋に記録した史上最低水準を更新するなど、超低金利に拍車がかかってきた。90年代は、短期金利の「ゼロ金利時代突入」が話題となったが、ここにきてイールドカーブのフラット化が進み、長期金利も「ゼロ金利化」に突入しそうな勢いである。

日米の国債イールドカーブ
(実線は直近、破線は1年前の形状)



【資料】Bloombergより作成

リスクに見合った魅力的な収益機会を見つけれない国内債市場

こうした状況下、投資家は債券市場において魅力的な運用対象を見つけることが困難になりつつある。大ざっぱではあるが、債券投資を行う上では金利変動、イールドカーブ形状の変化、社債などの利回りスプレッドの変動といった3つの基本リスクをいかにしてコントロールしながら収益を上げるかがポイントとなる。そして、パッシブ運用でない限り、投資家は自ら想定したリスクに対して期待できる収益が最も大きく、「割安」と判断した部分(年限、セクター、銘柄など)に資金を傾斜させることにより、ベンチマークを上回る収益、あるいは絶対値ベースでの収益獲得を目指す。

日本の債券市場では、上記 ~ のリスクに見合った収益機会が極端に少なくなっている。例えば、国債での運用を行う場合、金利変動リスクを利回り(イールド)を高めることでカバーしようと試みても、長期国債の利回りは10年0.7%、20年1.1%、30年1.2%にとどまっており、その効果は微々たるものである。また、短期金利がゼロ、かつ長短金利差が2年-30年でも100bp少々では、イールドカーブ形状についても、長期金利上昇による「ベアスティーブ化」を狙った短期債買い/長期債売りのポジション以外、収益機会がほとんどないのが現状だ(短期金利上

昇によって短期金利の水準が長期金利を上回る「逆イールド化」も描けようが、現状では可能性はゼロに近いだろう。更に、国債以外の債券への投資を試みた場合、社債利回りの対国債スプレッド⁽¹⁾は、格付機関によって差はあるものの概ね 30~70bp 程度にとどまっているし、最近市場が拡大している MBS (Mortgage-Backed Securities ; 住宅ローンを担保に証券化されたモーゲージ債のこと) でも、対国債スプレッドは 80~90bp 程度と小さい。

因みに米国の債券市場を見てみると、長短金利差は 2 年 - 30 年で見れば 300bp 超となっており、長期債に投資する上で十分な利回りがまだ存在している。また、国債以外の債券についても、例えばシングル A 格社債の対国債スプレッドは、セクターあるいは銘柄ごとに差はあるものの概ね 100bp 程度、MBS の同スプレッドは約 200bp と、国債利回りが低水準でも様々なかたちで収益の獲得を試みることが可能な状況にある。

このように、日本の債券市場はリスクに見合った収益の余地が米国などに比べて極端に小さな市場となってしまったことが分かる。とりわけ、社債等の対国債スプレッドが、流動性に対するリスクプレミアムを含めても数十 bp にとどまっているような現状では、結局長期債投資に伴う金利変動リスクを取らざるを得ない状況にある。その結果、投資家は長期国債への投資を通じて収益の獲得を目指し、それが長期金利の水準を押し下げるといふ、一種の悪循環的な環境に追い詰められた状態にあるように思える。

日米債券市場の収益機会の比較

	収益機会	
	日本	米国
長短金利差(2-30年)	100-110	300 bp
スプレッド	(対国債スプレッド)	
A 格クレジット	30-70	100 bp
政府関係	0	30-40 bp
MBS	80-90	200 bp

日本の A 格社債の対国債スプレッドは、企業に対する格付会社ごとの格付格差が大きい分、レンジが広い。

【資料】Bloomberg など各種資料より作成

「Stretched Out」した状態に陥る投資家

このように運用環境の低迷に拍車がかかれれば、運用難に直面した多くの投資家は、無理をせざるを得ない状態に陥り、結果的に過大なリスクを背負い込んでしまうことになる。例えば、海外資産の積み上げによる必要以上の為替変動リスクの増大、あるいは必要以上に株式に資金シフトを行うことに伴う不要な株価変動リスクの取り込みなどが挙げられよう。また、たとえ運用資金の性格が長期資金であったとしても、投資ホライズン(収益回収期間)は短いが過去に高い収益を獲得しているハイリスクハイリターンのヘッジファンド投資に傾斜せざるを得なくなるであろう⁽²⁾。

日本の投資家は、長引くデフレ環境下でなかなかコスト(顧客の期待する収益率⁽³⁾)に見合う収益を上げることができるようコアとなる資産を見出すことができず、それを補うために必要以上にハイリスクハイリターン投資に傾斜せざるを得ない状況に陥ってしまっているように思える。こうした状態は、いわゆる「Stretched Out」、即ち無理に背伸びをしたような状態の投資行動であり、長期国債への資金傾斜も含め、リスクと収益のバランスの観点からみて必ずしも好ましいことではないだろう。

流動性の罠にある限り国内債の運用環境改善は見込めない

信用スプレッドなどがリスクに見合った利回りスプレッドを提供せずに大幅に縮小し、資金が長期国債に集中した結果、長期金利が低下するかたちでイールドカーブ形状が「ブルフラット化」する傾向は、マクロ経済的な視点から見た「民間の資金需要が低迷し流動性の罠に陥っている現象」と表裏一体の関係にあるものと思われる。即ち、中央銀行が資金を供給しても民間に資金需要がない中では、投資家は社債などを含めた債券市場全般においてリスクに見合う魅力的な収益機会をなかなか見つけることができず、行き場を失った滞留資金が結局は国債に向かうことになってしまう。

たとえ政府が様々な株価対策を講じることで民間資金の株式市場へのシフトを期待したり、日銀の量的金融緩和の一環としてETF（株価指数連動型投信）の購入を行ったとしても、企業収益が改善しなければ、日銀が供給した資金はなかなか株式市場に回らないだろう。民間資金が株式市場や貸出に再び向かうためには、両者ともリスクに見合うだけ収益率が改善する必要がある（少なくともそういった期待が醸成される必要がある）と思われるが、資金フローの現状からは、「日本株はまだ割高である」「貸付に伴い要求される信用スプレッドはもっと拡大すべきである」と解釈することもできるのではないだろうか。有効な財政政策などの発動とともに、企業が個々の事業を再生して収益力を高め、新たなビジネスチャンスへの意欲を強めることで民間資金需要が回復し、それが株価の期待収益率向上、あるいは信用リスクに見合う社債利回りあるいは貸付金利のスプレッド形成につながっていくことで、投資環境の改善 資金フローの変化が実現するものと思われる。

こうした現象が目に見えてこない限り、いくら当局が資金の流れを変えようとしても流動性の罠から脱却するのは難しく、国内債の運用環境低迷は続くであろう。その結果、投資家がやむなく「Stretched Out」した投資行動をとらざるを得ない環境も当分続いてしまうことが予想される。

-
- (1) 対国債スプレッドは、社債およびMBSインデックスの平均利回りと、両インデックスと同程度のデュレーションを有する国債との利回り格差などを使って計算した。
 - (2) リスク性の高い資産への投資は（例えば新興国市場への投資など）一般的にはコア資産で獲得した収益にプラスの獲得を期待する性格のものであり、コア資産で実現できなかった収益を補充しようとするれば、リスクを過大に取り込んでしまうことになる。
 - (3) 3/27付日本経済新聞によると、年金資金運用基金が目標としている利回りは絶対ベースで年4.5%である。