

## (年金運用)：低金利下での日米債券運用環境の比較

日米とも歴史的な低金利にある中、債券市場の種類別残高構成の違いから、米国の投資家は金利変動以外のリスクテイクが可能であり、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。日本もいずれ、「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の形成が期待される。

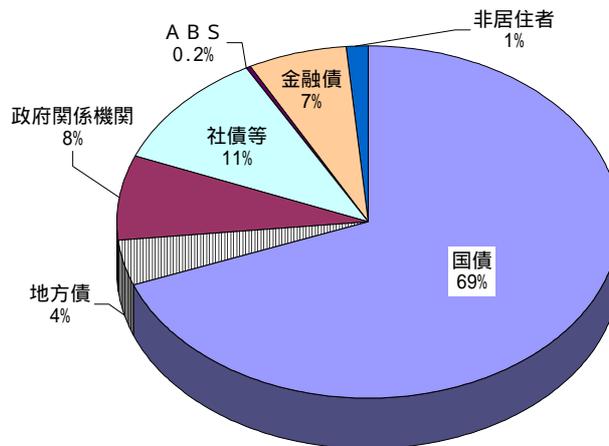
### ともに「低金利」環境にある日米債券市場

日本では1995年9月に公定歩合が0.50%に引き下げられ、超低金利時代に突入した。その後も1999年に短期金利(コール翌日物金利)がほぼゼロとなるなど、金融緩和の度合いは強化される一方である。米国でも2001年以降の金融緩和によって短期金利(FFレート)が1.00%まで大幅に引き下げられ、40年ぶりの低金利となっている。長期金利についても、日米とも昨年夏場には景況改善に伴う急上昇が見られたものの、10年国債で見れば日本は依然1%台、米国でも4%台前半と低水準での推移が続いていることに変わりはない。したがって、水準的な差はあるにせよ歴史的に見れば日米とも「低金利」時代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

低金利が続く中において、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だろうか。日本では10年国債の利回り(イールド)自体が1%台と低迷する中、インカムやキャリア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、投資家は金利リスクを取ることに対し抵抗感を覚えつつある模様だ。

図表1：日本債券市場の種類別残高比率(2003年9月末)



政府関係機関：財投債を含む政保債、財投機関債など

【資料】日本証券業協会

一方、さすがに10年金利で1%台まではいかないまでも、米国でも

歴史的に見れば日本同様に低水準にある。大型減税等を背景に経済が上向きにある中、米国の投資家も金利リスクに対し警戒スタンスを取っている。ただし、米国ではいわゆる「スプレッド物」と呼ばれる、社債、MBS<sup>1</sup>、ABS<sup>2</sup>への投資を行って、できるだけ高いインカム、キャリア収益を獲得するような投資スタンスを取ることが可能である。ここが日米債券市場における最大の違いである。

<sup>1</sup> Mortgage-Backed Securities。モーゲージ債。多数の住宅ローンを担保に証券化された債券。

<sup>2</sup> 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。

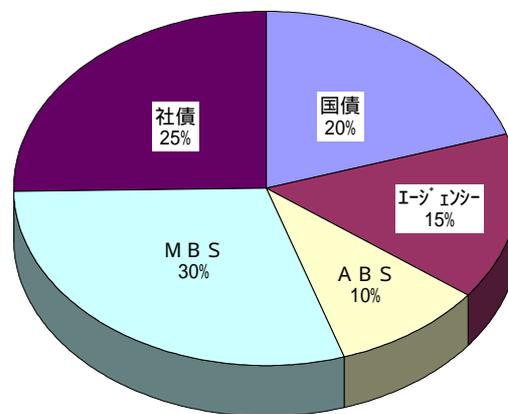
このような投資行動を可能とする最大の要因として、債券市場の構造が日米間で全く異なる点を挙げることができる。日本の債券市場ではその7割を国債が占めている（図表1）。一方、図表2の通り、米国の債券市場において国債の割合は比較的小さく、社債市場やMBS市場がいずれも国債市場を上回る規模にまでシェアを拡大させている点が最大の特徴である。

こうした債券市場を前提に、米国の多くの債券投資家は、2000年以降の低金利時代突入以前から、金利リスクを取った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、期限前償還リスク分析<sup>3</sup>に基づくMBS投資等を債券運用の基本に据えて投資を行っている。つまり、金利リスクを最小限に止めるようにコントロールしながら、国債以外の債券を組み入れて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。

### 日本でも国債以外の債券発行が活発化するか

たしかに、1998年のLTCM危機以降、証券会社のリスク許容度が下がったことにより、米国でも債券市場の流動性が低下し、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市場環境ではなくなった。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、市場の流動性を考慮しつつも、今後とも「スプレッド物」投資を活発に行っていくであろう。

図表2：米国債券市場の種類別残高比率（2003年9月末）



I-ジェンシー：政府関係機関債

【資料】Bond Market Association

振り返って、日本の債券市場も、今後は企業の資金調達で融資から社債へと変化し、社債市場が拡大するにつれ、融資とは異なるスタンスで社債投資が活発に行われるようになるだろう。また、ABSやMBSの市場が徐々に拡大すれば、これまで馴染みの薄かったこうし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。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。

（熊谷 潤一）

<sup>3</sup> MBSに投資する上で最大のリスクは、金利低下局面でMBSの担保になっている住宅ローンが期限前償還され、投資家が期待していた元利収入がそれ以降、確保できなくなってしまう点である。