

第83回 機関投資家セミナー

大和証券株式会社

チーフストラテジスト

谷 栄一郎

内外債券市場動向

～歴史的な転換点を迎える金融政策と債券市場～

2020年7月

大和証券株式会社
金融市場調査部
チーフ・ストラテジスト 谷 栄一郎, CFA

本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。

本資料の内容につきましては、貴社のご判断に基づき、ご利用いただきますようお願いいたします。なお、本資料の内容に関する一切の権利につきましては当社に帰属し、本資料の全部又は一部を当社の承諾なしに公表又は第三者に伝達することはできませんので、貴社限りとしてご利用ください。

7月8日 Newsモーニングサテライトに出演しました。

【谷 栄一郎 (たに えいいちろう) 経歴】

2001年 3月：東京大学経済学部経済学科卒業

2001年 4月：JPモルガン証券入社、クレジット・リスク管理担当

2003年11月：大和証券SMBC入社、金融市場調査部 クレジット・アナリスト

2009年10月：大和証券 債券部 クレジット・トレーディング課 CDS取引・戦略立案担当

2012年 3月：一橋大学大学院国際企業戦略研究科修了 (平成24年度卒業生総代)

2015年 4月：大和証券 金融市場調査部 シニア・クレジット・ストラテジスト

2019年 4月：大和証券 金融市場調査部 債券調査課長 チーフ・ストラテジスト

現在に至る

主な著書、論文等

■「新・クレジットデリバティブの全て」(共著)、財経詳報社

■「共和分の手法と複数の流動性指標を用いた社債スプレッドの分析」、第25回(2013年)証券アナリストジャーナル賞受賞論文 (<http://www.saa.or.jp/journal/prize/pdf/jrichiran.pdf>)

略歴



谷 栄一郎 (たに えいいちろう)

債券歴20年。トレーディング経験を活かし債券相場を分析。経済統計、センチメントと市場動向と関連付けたストラテジーを指向。顧客訪問・各種セミナー等でフェイス・トゥ・フェイスの情報提供を心掛けている。平均顧客訪問件数500件/年。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」レギュラーコメンテーター。時事通信「円債投資ガイド」レギュラー執筆者。CFA協会認定アナリスト。2020年日経ベリタス債券アナリストランキング第4位。

最近の出演

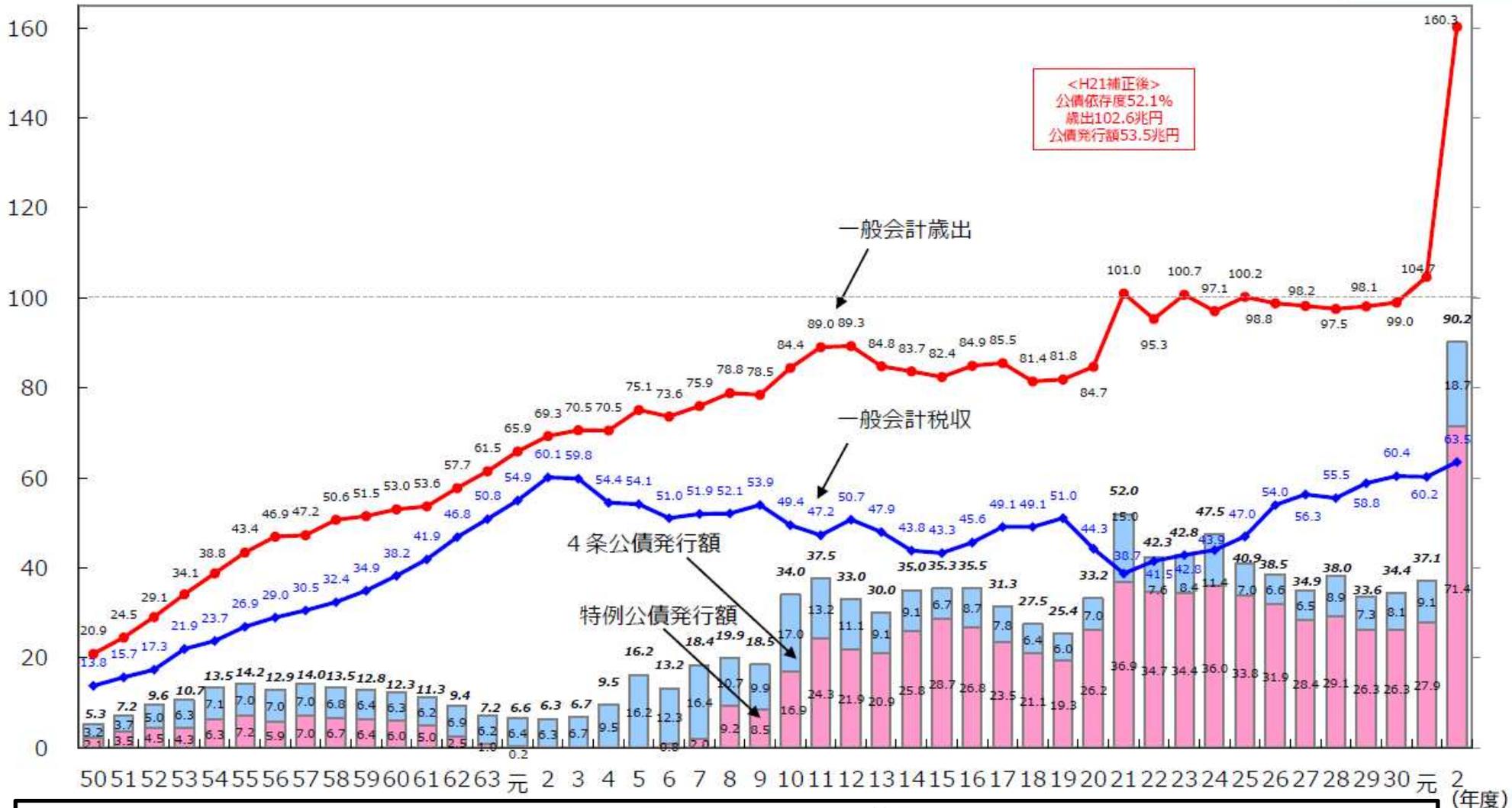
- 【モーニングサテライト】
(2020年 6月10日 テレビ東京)
- 【モーニングサテライト】
(2020年 5月13日 テレビ東京)
- 【モーニングサテライト】
(2020年 4月 8日 テレビ東京)
- 【モーニングサテライト】
(2020年 2月27日 テレビ東京)
- 【日経モーニング+FT】
(2020年 1月30日 BSテレ東)
- 【モーニングサテライト】
(2020年 1月21日 テレビ東京)
- 【モーニングサテライト】
(2019年 12月25日 テレビ東京)
- 【モーニングサテライト】
(2019年 12月 3日 テレビ東京)
- 【モーニングサテライト】
(2019年 10月30日 テレビ東京)
- 【モーニングサテライト】
(2019年 9月25日 テレビ東京)
- 【モーニングサテライト】
(2019年 8月14日 テレビ東京)



(日本) 顎が外れた「ワニの口」

一般会計における歳出・歳入の状況

(兆円)



一時的かつ異例に巨大な増発圧力

(日本) 補正予算は驚異的な金額に

(JBN) 国債カレンダーベース市中発行55兆円超増、初の200兆円突破－関係者

《2020年度当初》

(単位：兆円)

	6か月割引 短期国債	1年割引 短期国債	2年国債	5年国債	10年国債	20年国債	30年国債	40年国債	物価 連動債	流動性 供給入札	合計
年度合計	—	21.6	24	22.8	25.2	10.8	8.4	3	1.6	11.4	128.8

+24.0

《2020年度一次補正組み換え (4月20日)》

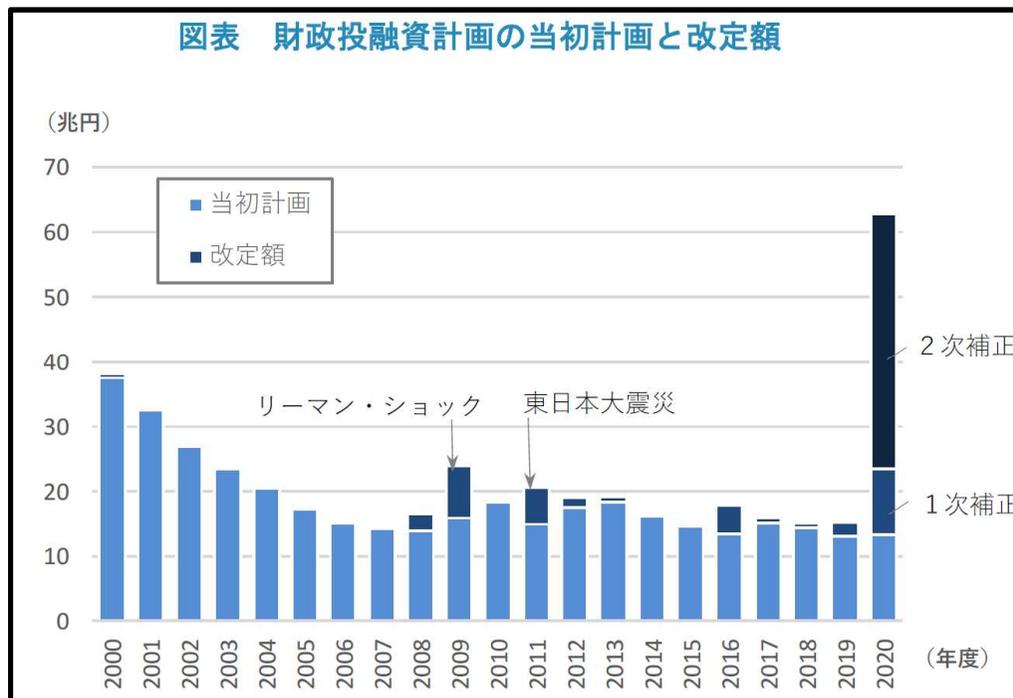
年度合計	10	27	27.6	24.6	27	11.7	9.3	3	1.2	11.4	152.8
当初比増減	10	5.4	3.6	1.8	1.8	0.9	0.9	0	-0.4	0	24.0

《2020年度二次補正(5月27日)》

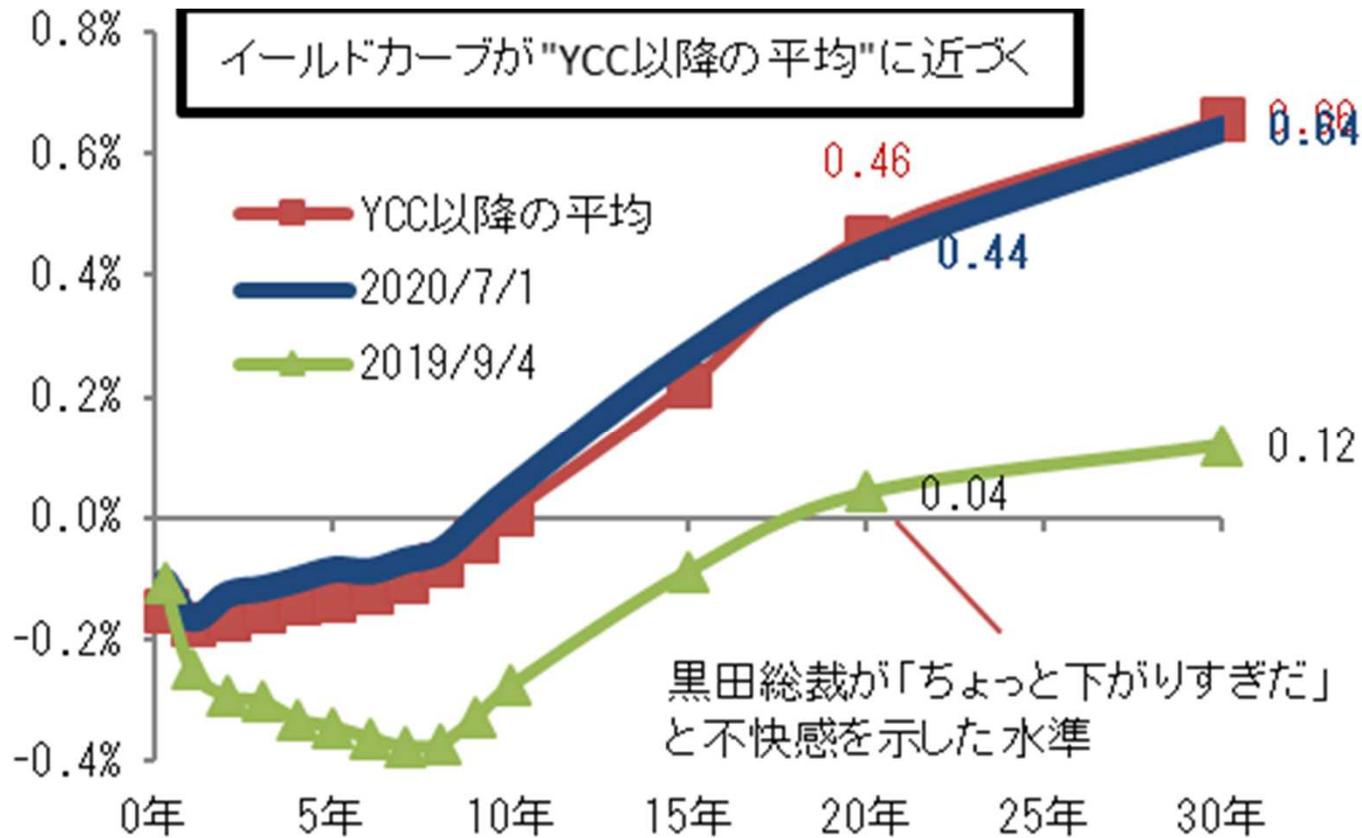
年度合計	45.6	36.9	33	28.2	29.7	13.5	10.2	3	0.8	11.4	212.3
当初比増減	45.6	15.3	9	5.4	4.5	2.7	1.8	0	-0.8	0	83.5

+59.5

図表 財政投融资計画の当初計画と改定額



(日本) JGBイールドカーブ



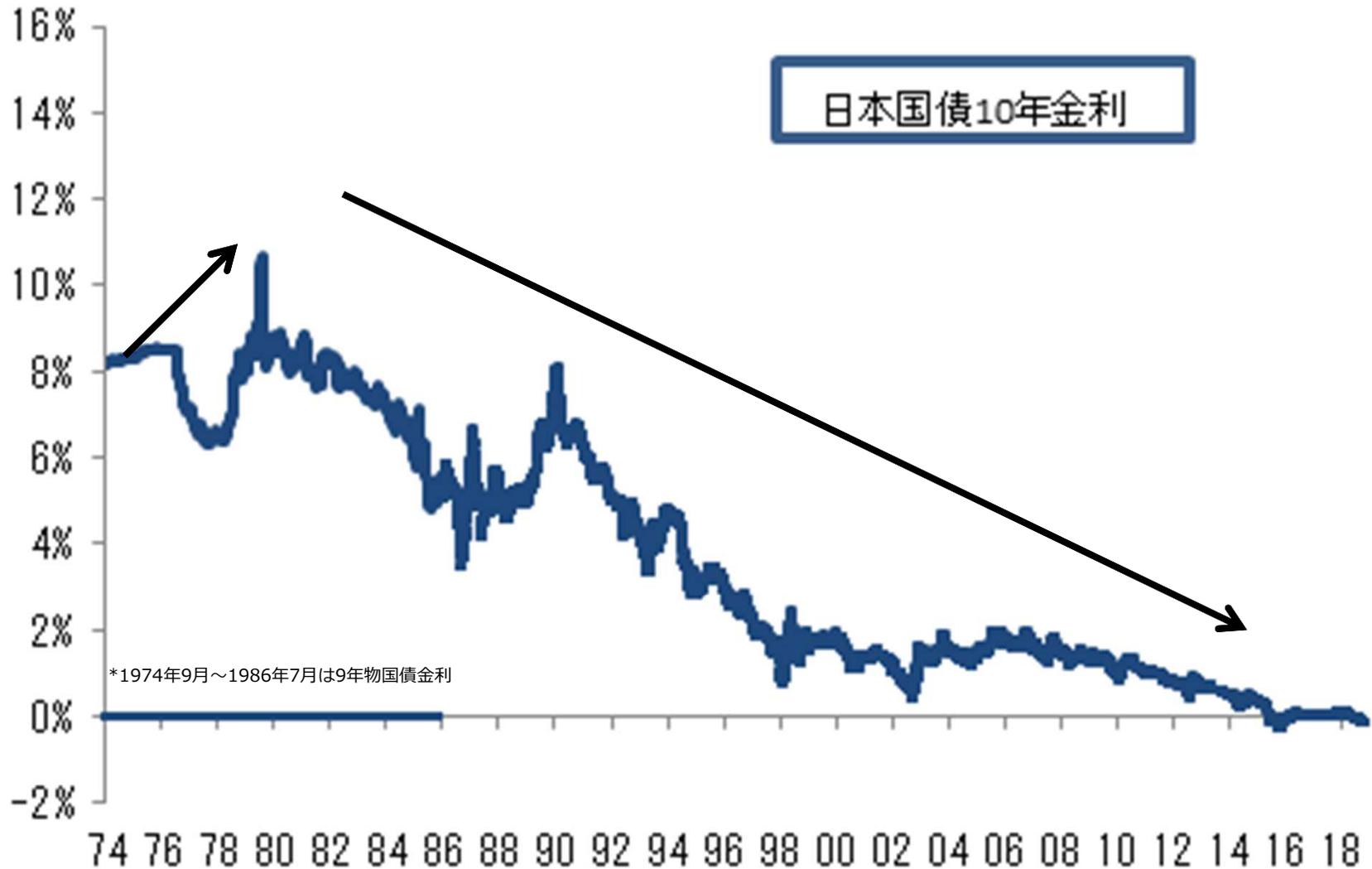
黒田総裁会見 06/16 16:43
日銀総裁:日本の場合は、超長期金利もそんなに上がってない

「増発」 + 「日銀オペ姿勢変化」によりスティープ化

このように最近では金利上昇方向の話が多いが
冷静に近年のトレンドを確認すると…

教科書を塗り替える金利低下

過去40年間、日本の金利は一貫して低下...



出所：財務省、ブルームバーグ、大和証券

日本の低金利は広く知られているが...

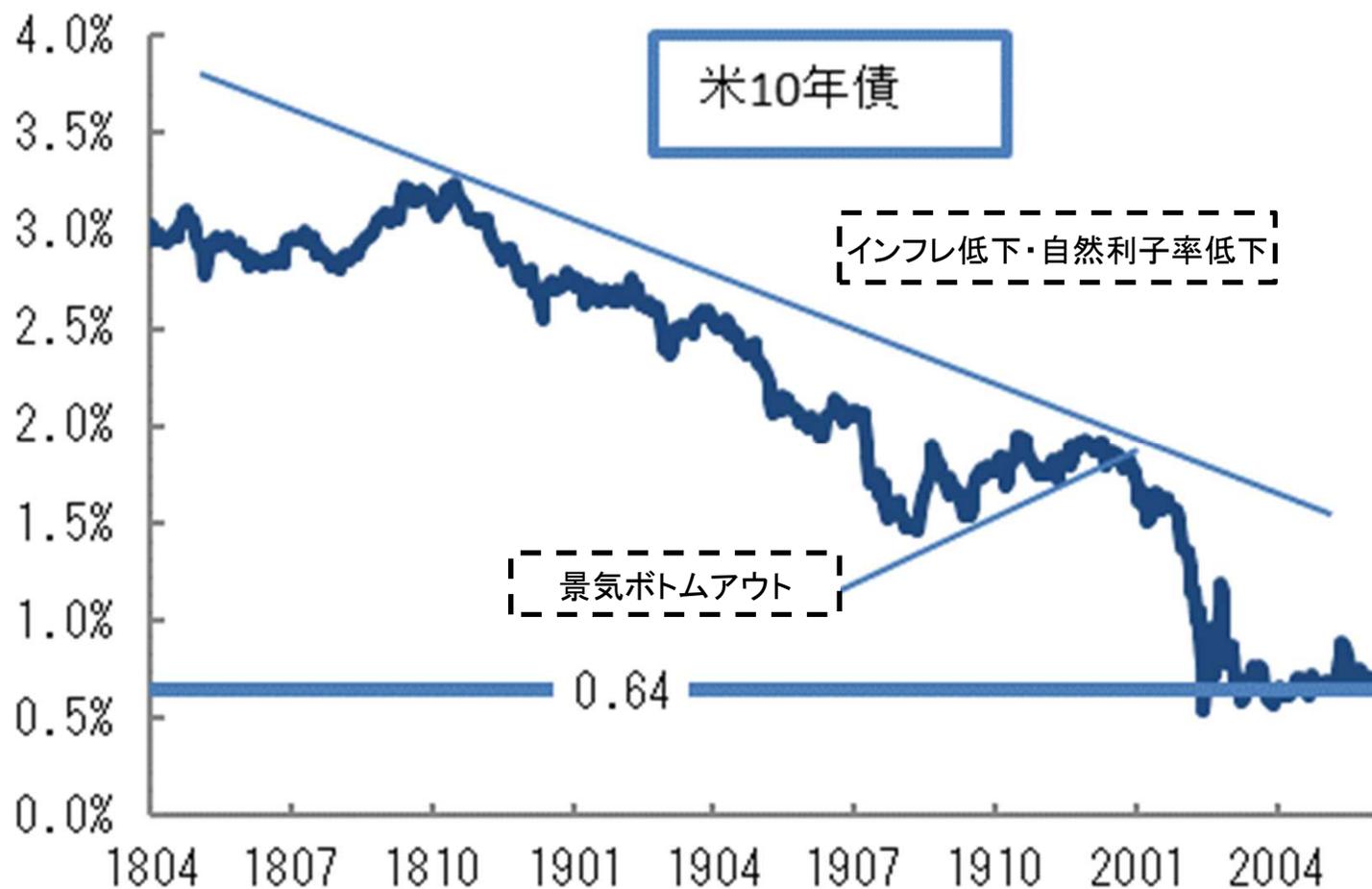
…実はこの傾向は米国でもほぼ同じ



出所：ブルームバーグ、大和証券

趨勢的な金利低下は先進国に共通する現象

足下でも米金利は「低下トレンド」



出所：ブルームバーグ、大和証券

金利上昇期待は打ち砕かれ続けてきた

壊れた方程式

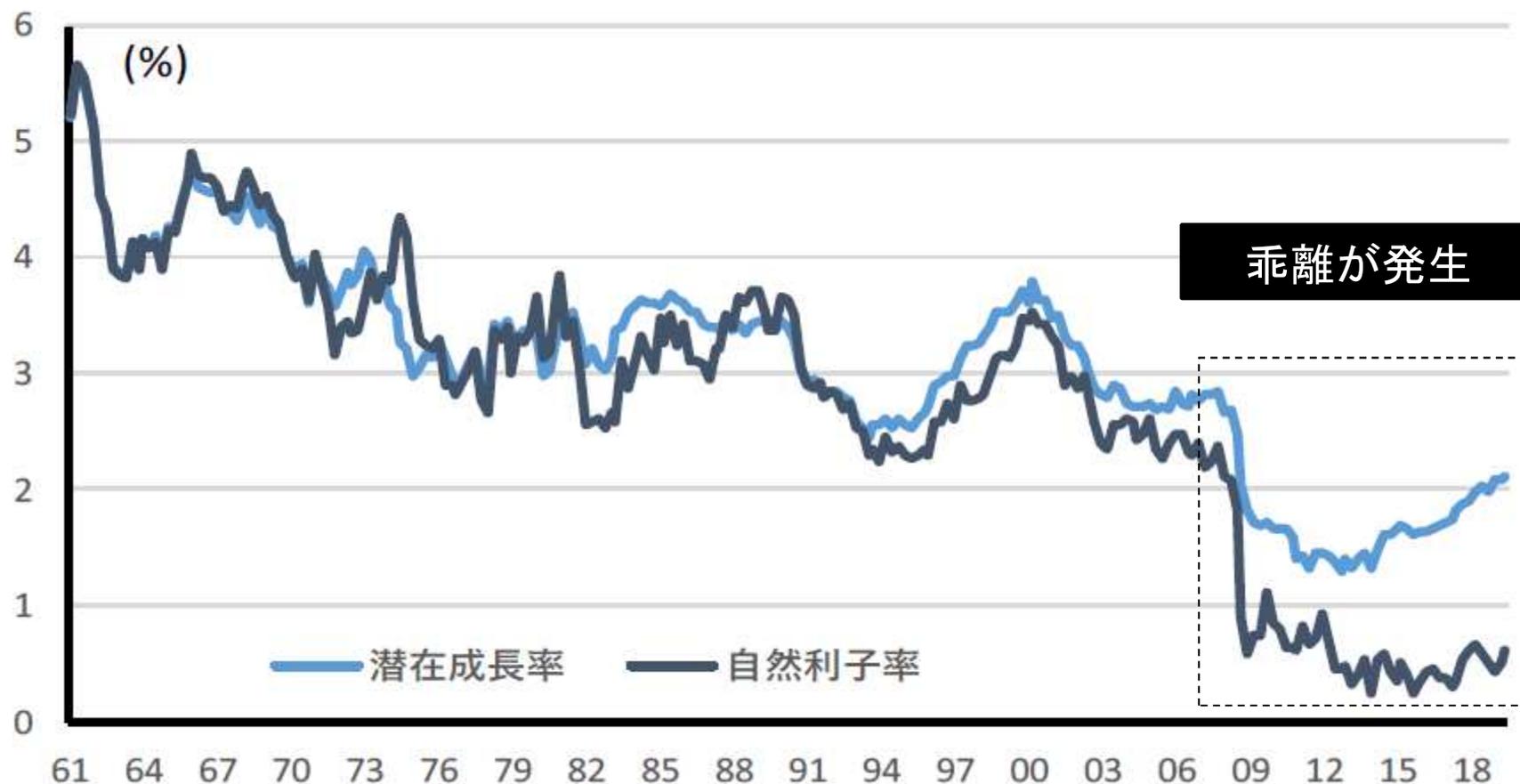
$$2 + 2 = 4$$

期待実質経済成長率 + 期待物価上昇率 = 名目金利

かつては「成長率 ≒ 実質金利」が成立
(しかし近年は、、、)

米国の潜在成長率と自然利子率（=均衡実質金利）

米潜在成長率と自然利子率



自然利子率…経済の需要と供給が均衡状態にある場合の実質金利。
経済に対して緩和的でも引き締めのでもない、中立的な実質金利水準

◆10月FOMC議事要旨(2019年11月20日)

- ・過去数十年にわたって均衡実質金利の推定値が著しく低下したため、政策立案者にとって、景気後退の際に経済を支援するための金利引き下げ余地が縮小した。



✓ 1-1 自然利子率は何故下がったのか

グローバルな自然利子率低下の背景には、貯蓄超過・投資不足という問題が潜んでいる。貯蓄超過・投資不足の理由としては、

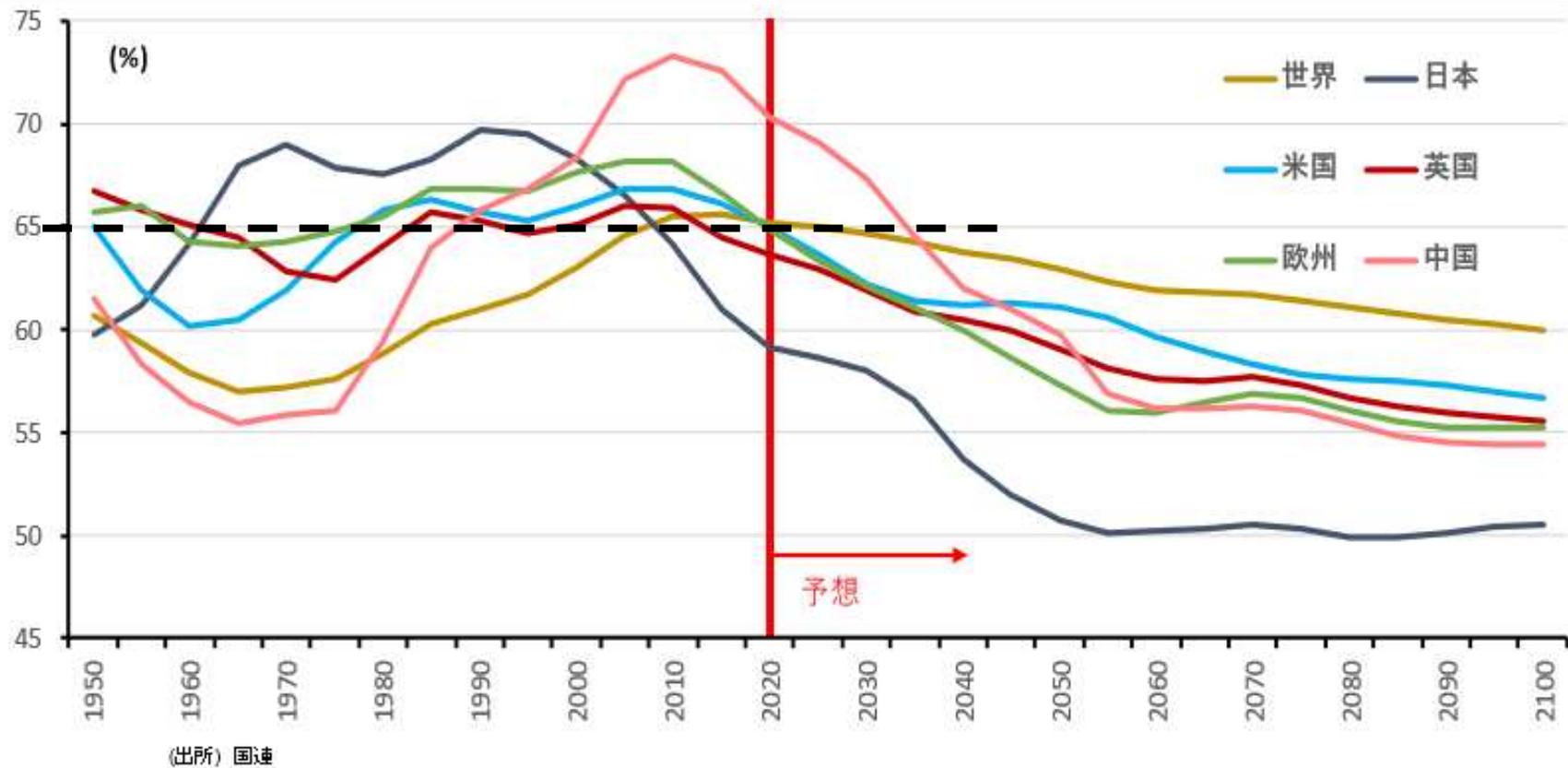
- (1) 人口動態
- (2) 負債調達を用いた投資の減少
- (3) 所得分配の変化
- (4) 過剰な資金供給

などが指摘されている。

(1) 主要国・地域の生産年齢人口

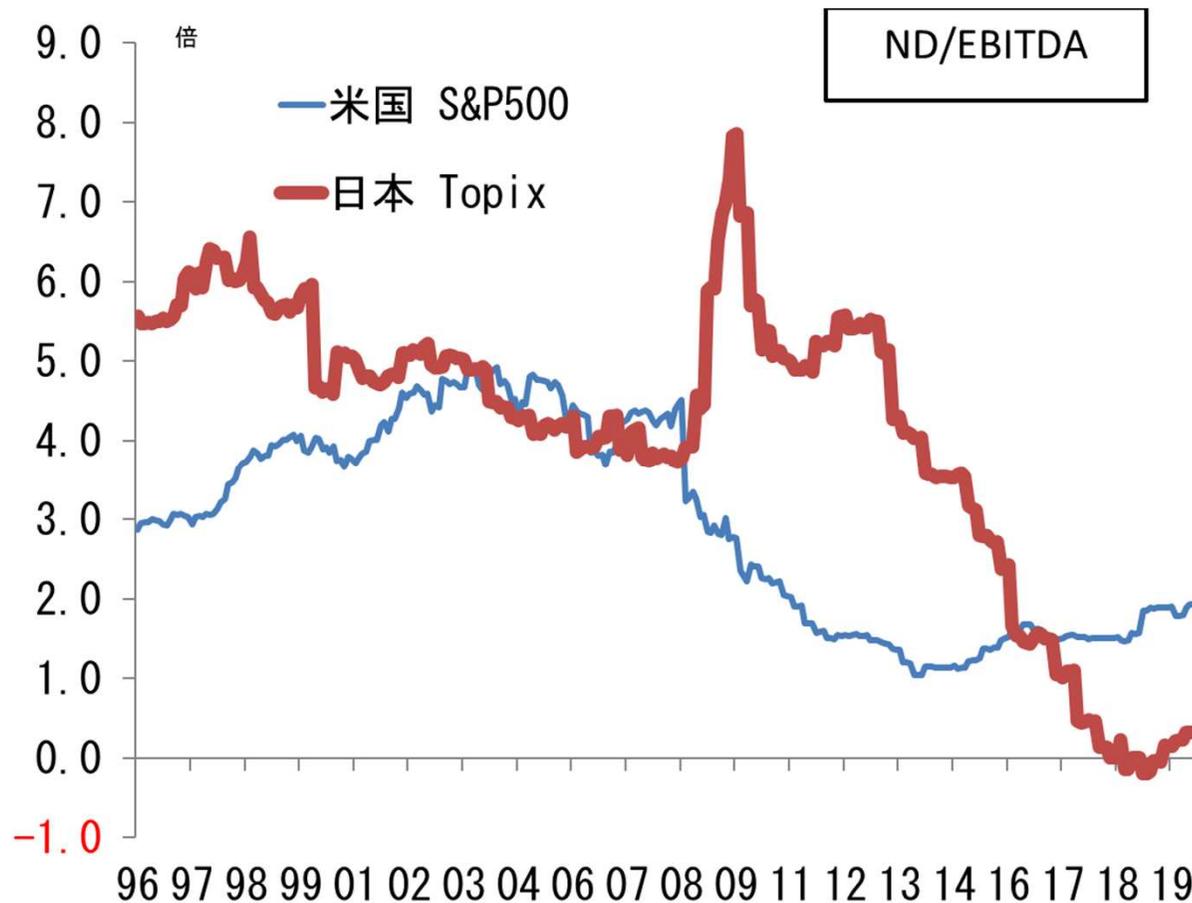
- リーマンショック前後で、多くの国の生産年齢人口が下方屈折
- 生産年齢人口の減少が、成長に対して下押し圧力となり続ける
- グローバル化、機械化・自動化も同時進行
- 低成長低インフレ環境へ

生産年齢人口比率（15-64歳の人口に占める比率）



(2) 負債調達を用いた投資の減少

日米企業の純有利子負債/営業利益倍率（償却前）

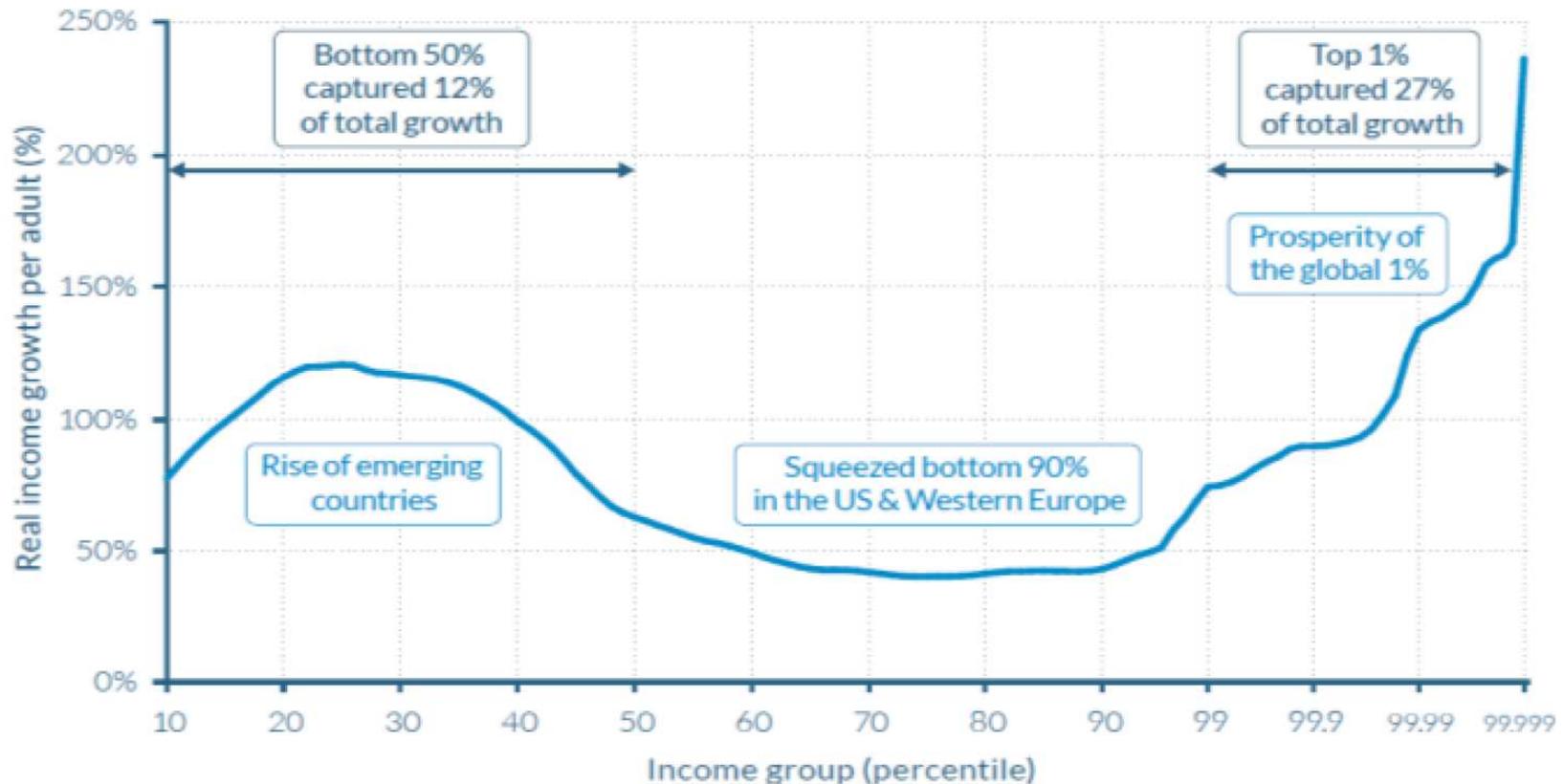


出所：Bloombergより大和証券作成

産業構造の変化と成長期待の低下が投資の減少をもたらした

(3) 所得分配の変化

1980~2016年の世帯別収入増加率の格差

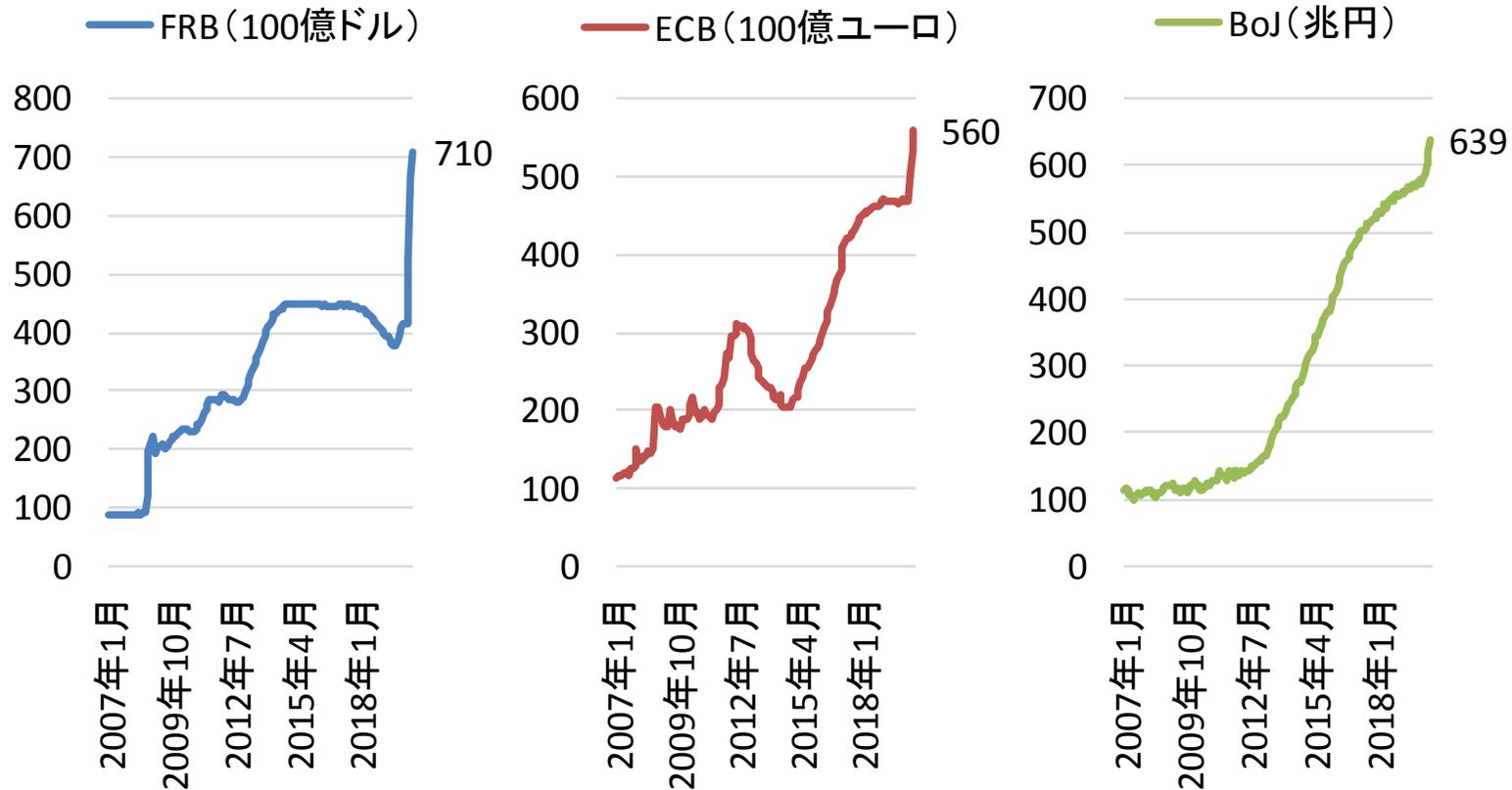


出所：「World Inequality Report 2018」より大和証券抜粋

「上位1%」へ富の偏在が進んだ

(4) 過剰な資金供給

中央銀行のバランスシート総額



2020年5月末時点

出所：Bloombergより大和証券抜粋

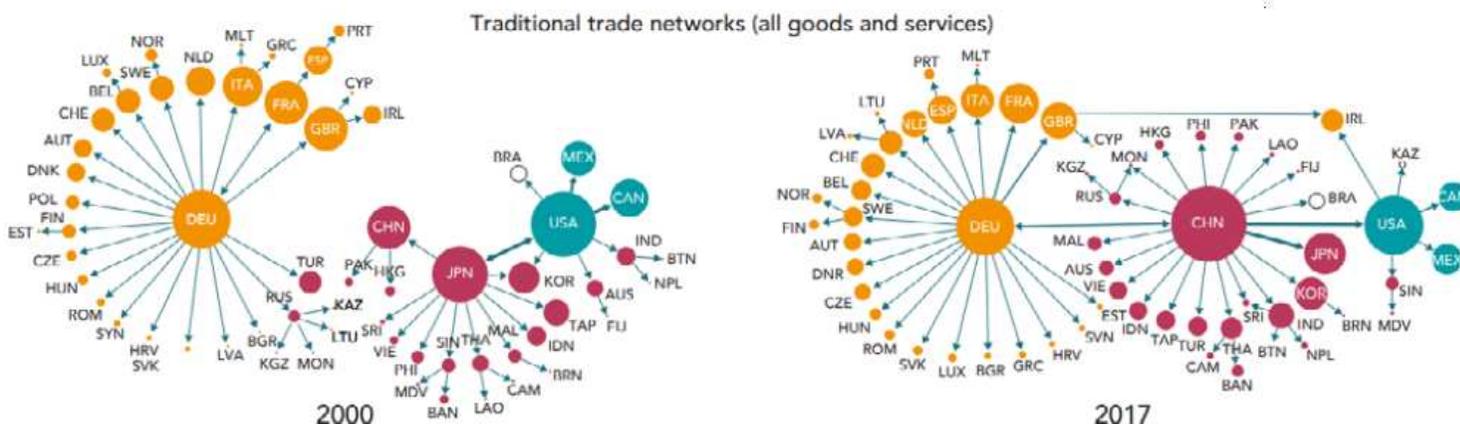
量的緩和も安全資産への過剰需要の一因に

(補足) 新型コロナも中立金利を低下させる要因に

- SARS の流行した2003年時に比べ、現在の中国は経済規模（世界経済と世界旅行消費に占める割合は、2003年にはそれぞれ5%・2%。現在は18%・20%に上昇）だけでなく、グローバル・サプライチェーンへの影響力も大きくなり、その経済規模拡大以上のプレゼンス（影響度）を世界経済に与える
- 米中貿易摩擦に加え、新型コロナウイルス感染拡大はグローバル企業に「生産地としての中国」再考をさらに促す契機に
- サプライチェーン組み換えの動きは、企業のコスト増や、本来行うはずであった投資等の押し出しを通じて、マクロ全体の生産性（TFP）を低下 = **中立金利を低下させる可能性がある**

2000年、2017年におけるグローバルバリューチェーンのネットワーク構造

Network structure of global value chains in 2000 and 2017



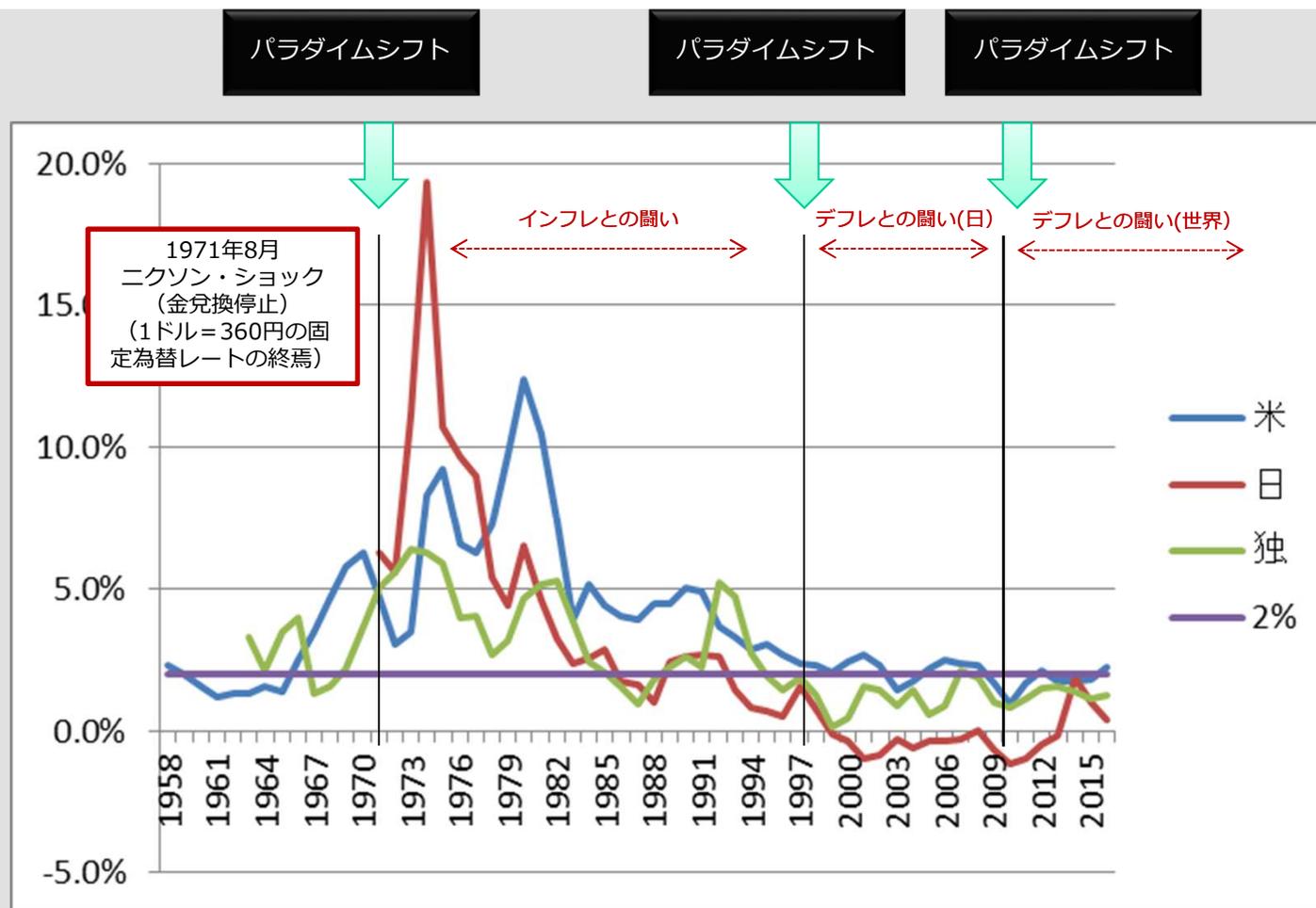
Source: X Li, B Meng and Z Wang, "Recent patterns of global production and GVC participation", in D Dollar (ed), *Global Value Chain Development Report 2019*, World Trade Organization et al (see footnote 3 for full reference).



✓1-2 物価上昇率(インフレ)は？

確かに1970年～80年代は高インフレだったが…

日米欧 コアCPIの長期推移



出所：ブルームバーグ、大和証券

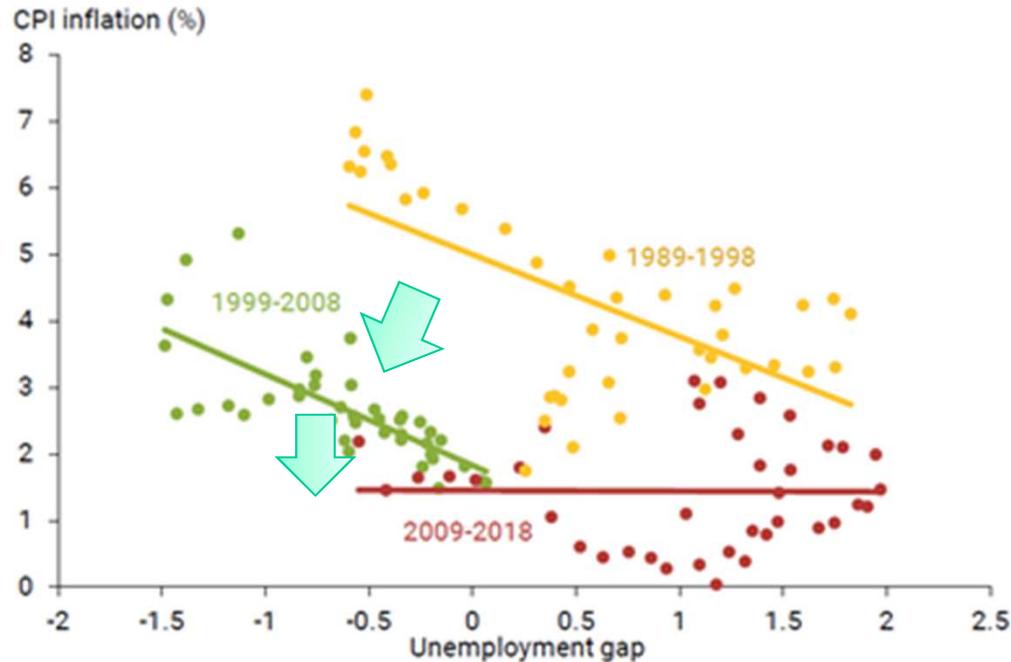
インフレとの闘いは時代遅れ？（デフレとの闘い）

時は流れ…賃金は上昇しにくくなった

◆クドロー米大統領国家経済会議(NEC)委員長(2020年1月17日)

・フィリップス曲線は死んでおり、それがシェルトンおよびクリスファー・ウォラー両氏を選ぶ上でのテーマだった。これら2候補の見解を要約するならば、それが重要ポイントだ。成長や雇用、低失業率は高いインフレや金利を引き起こす要因にはならない。

OECD諸国のフィリップス曲線



出所: Òscar Jordà, Chitra Marti, Fernanda Nechio, Eric Tallman (2019)より大和証券抜粋

賃金上昇 = インフレは消滅したのか？

“ジャパニフィケーション（日本化）”に怯える欧米中銀

米コアPCEデフレーター（前年比）

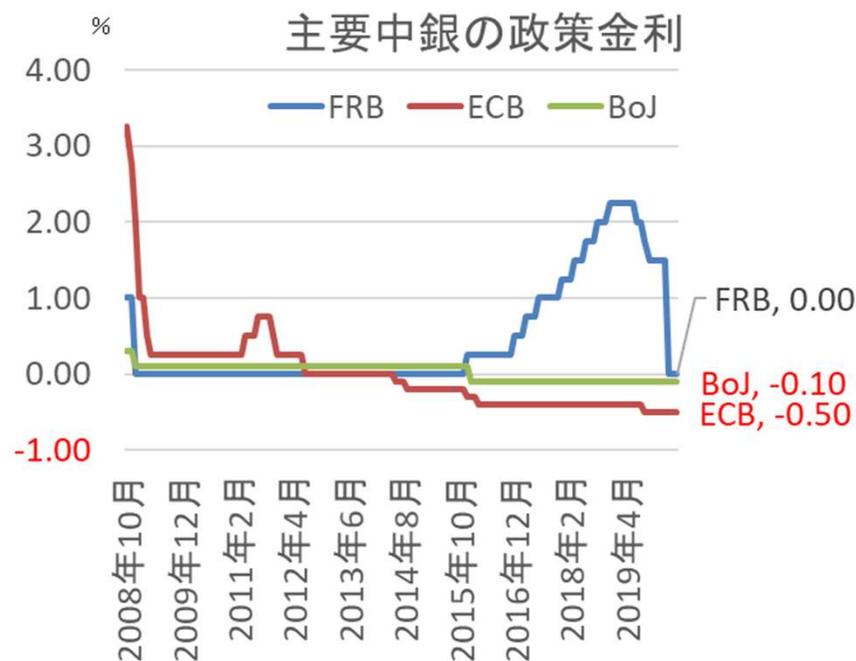


出所：ブルームバーグ、大和証券

2%未達期間が累積、インフレ期待がしぼみつつある

<事実>

そして米FRBを含む主要中銀の政策金利は、再び全てゼロ(もしくはそれ以下)に収斂した



FRB: 0% ~ 0.25% (FFレート)

BoJ: -0.10% (当座預金残高の政策金利)

ECB: -0.50% (預金ファシリティ金利)

再び利上げされる日は来るのか？

前半部分サマリー

通常、中央銀行はFF金利といった非常に短期の金利を上下させることで、経済を動かす

しかし、世界的に自然利子率が低下し、結果としてコロナ危機の際に主要中銀の政策金利は下限制約（Effective Lower Bound: ELB）に達してしまった

インフレも低下しているため、名目金利はゼロもしくはそれ以下に収斂。これにより、短期金利の引き下げという伝統的金融緩和の有効性が制約されることとなってきた

米国のゼロ金利化が与える影響は？

<質問>

<問>

ここまでの低金利を続けていて大丈夫か？

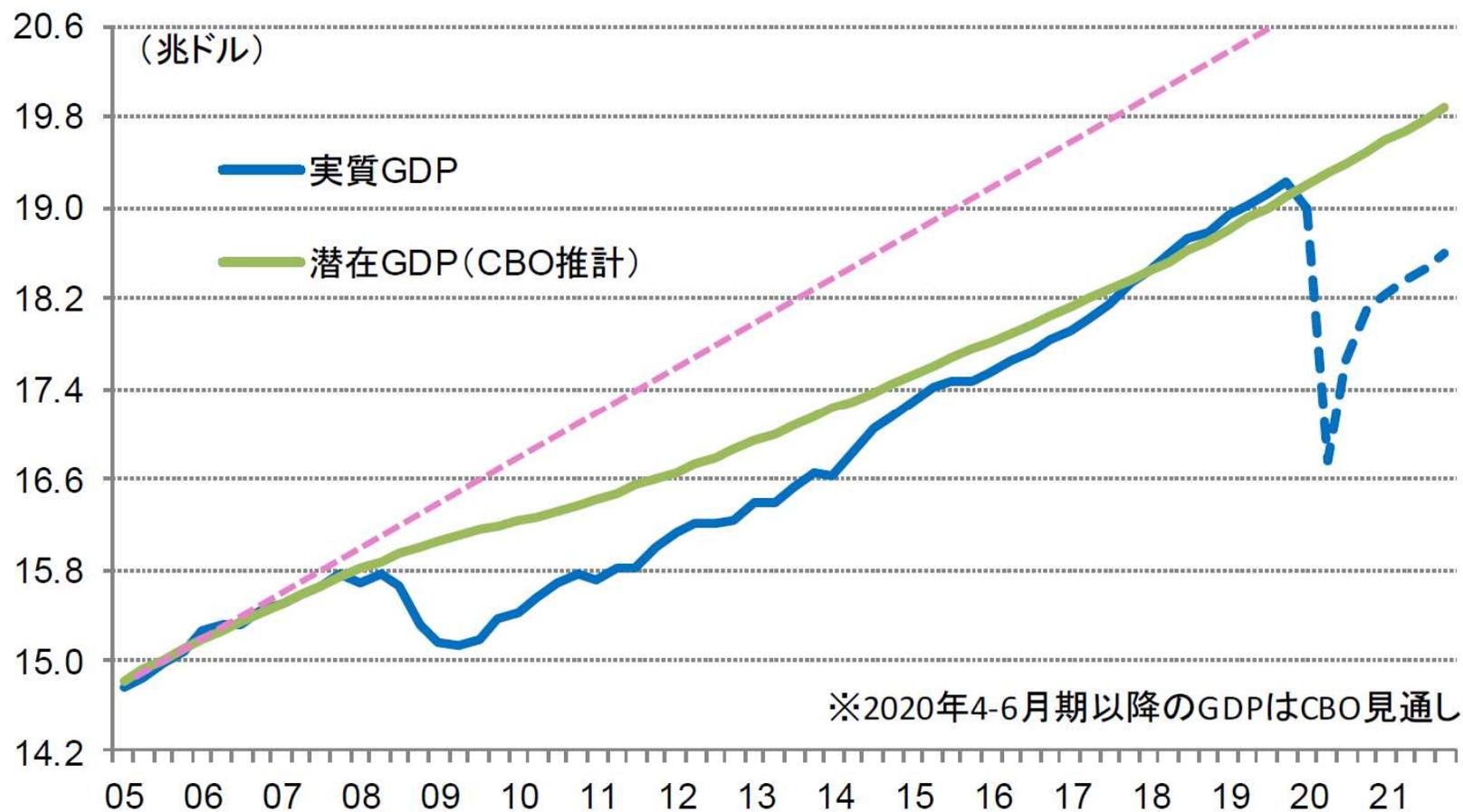


<答2>

他に有効な選択肢がない

(米国) 実質GDPと潜在GDPの水準

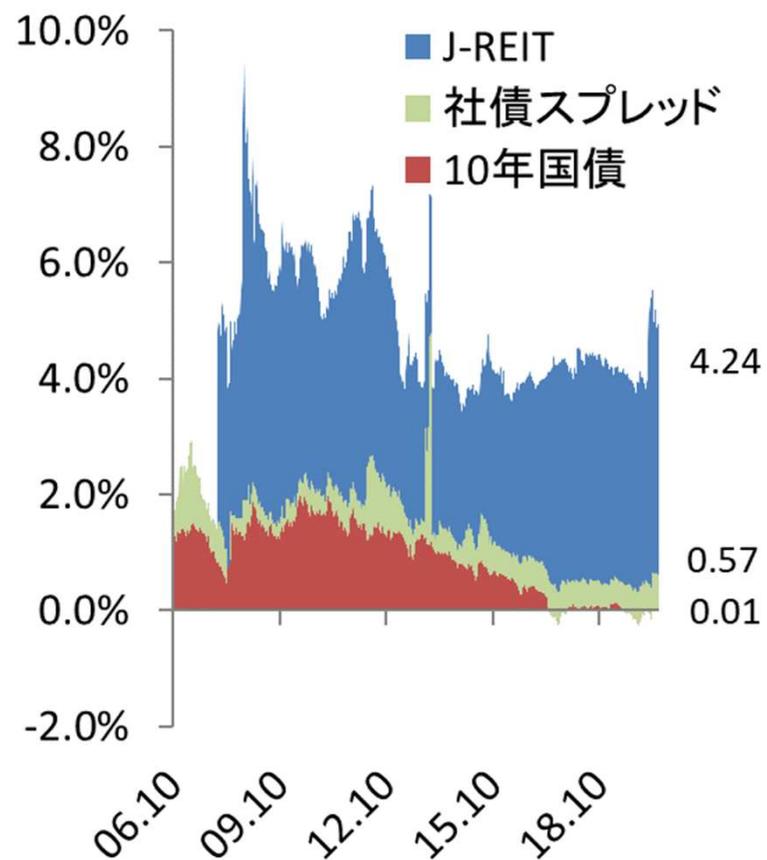
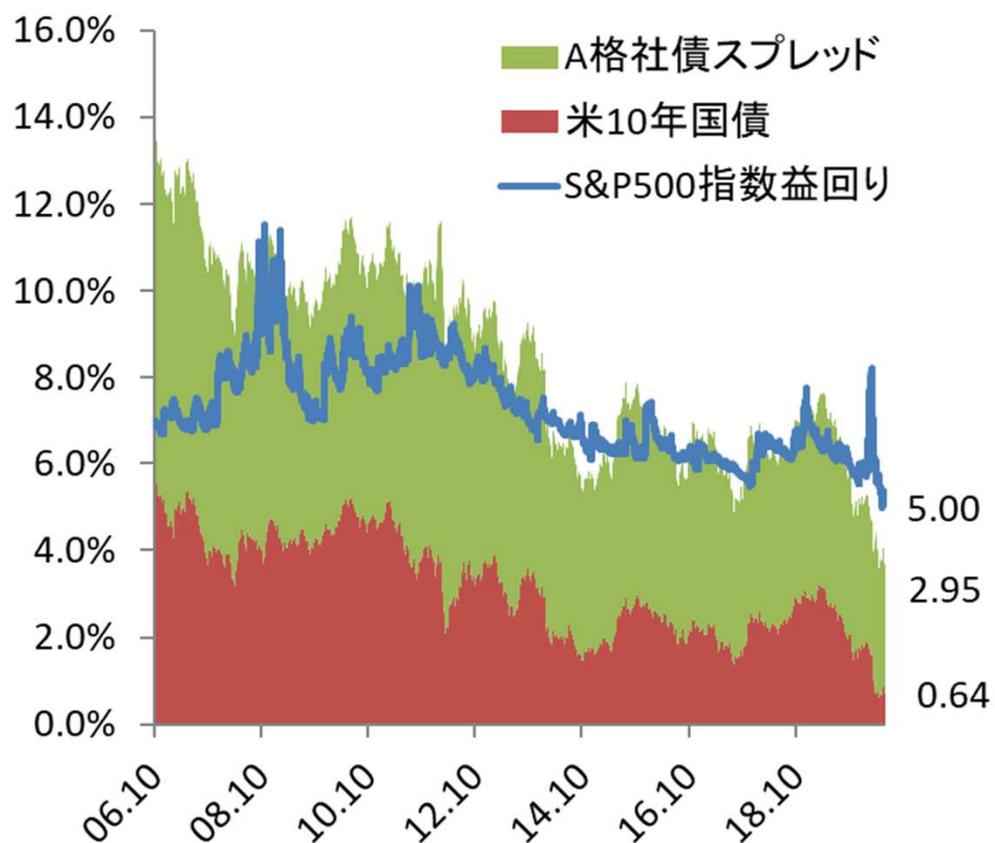
実質GDPと潜在GDPの水準



出所：米商務省、CBOより大和証券抜粋

金融緩和は当面続く

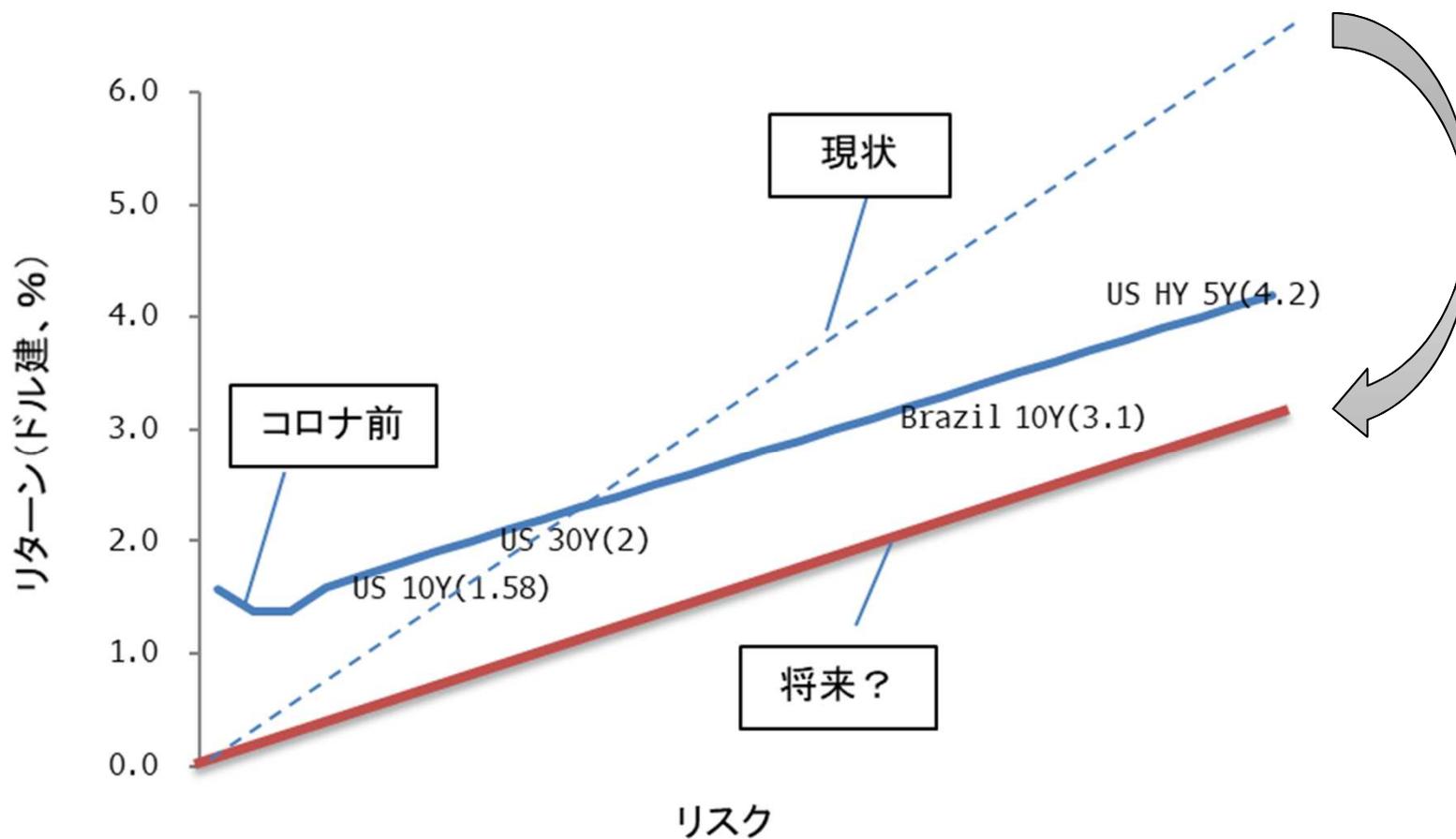
低金利が長期化すると…



出所：ブルームバーグ、大和証券

…時間とともに徐々に利回り不足が深刻化する

資本市場線から垣間見える未来予想図



出所：ブルームバーグ、大和証券

ひとたび利回り追求が始まれば、
資本市場線のフラット化が進行し、資産価格は高騰する見込み

転換点にさしかかる資本主義

何故、中銀の総裁が格差問題に言及するのか？

◆サンフランシスコ連銀デイリー総裁(2020年6月16日)

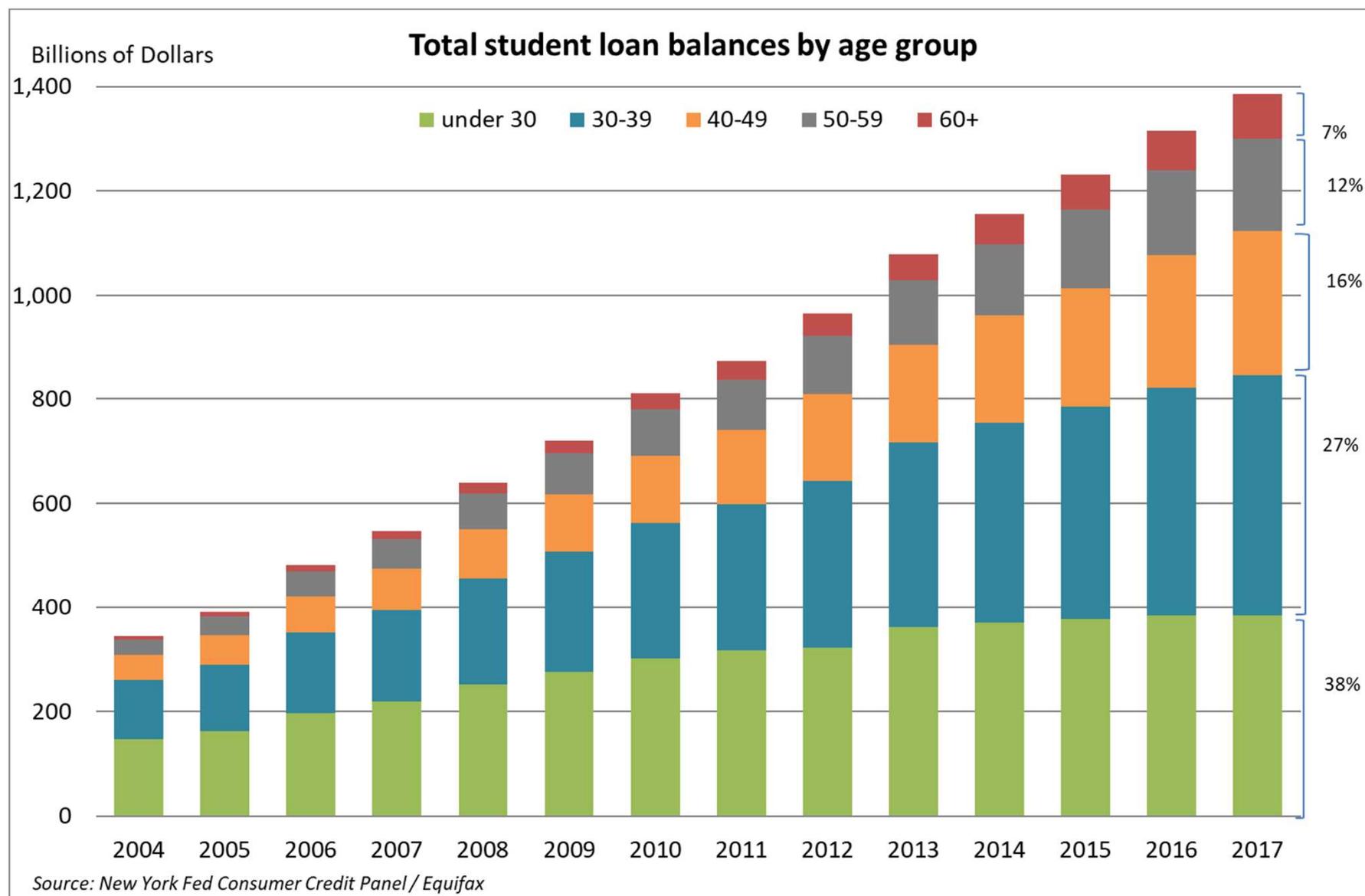
・現在、わが国では誰もが成功するチャンスを同じように得ているわけではない。それは努力が足りないからではなく、機会がないからだ。

◆サンフランシスコ連銀デイリー総裁(2020年6月23日)

・当局の政策は全ての国民を支援しており格差助長せず。人種差別は成長を妨げる。

格差問題が金融緩和を制約する要因になってきたことを反映

米国学資ローンの現実



学資ローン残高は34.4兆円→138.6兆円へ急増 (1ドル=100円換算)

大人一人当たりの金融資産

約4,500万円！

平均値で並べると・・・

ドル	平均値	中央値	1万ドル以下	100万ドル以上	ジニ係数
米国	432,365	65,904	26.9%	7.6%	85.2
オーストラリア	386,058	181,361	6.7%	6.3%	65.6
英国	280,049	97,452	17.4%	4.8%	74.6
フランス	276,121	101,942	14.0%	4.2%	69.6
日本	238,104	110,408	4.6%	2.9%	62.6
中国	58,544	20,942	24.5%	0.04%	70.2

(単位) USD

出所：クレディスイス「Global Wealth Report 2019」、大和証券

「米国」が最も豊か

大人一人当たりの金融資産

中央値で並べると・・・

ドル	平均値	中央値	1万ドル以下	100万ドル以上	ジニ係数
オーストラリア	386,058	181,361	6.7%	6.3%	65.6
日本	238,104	110,408	4.6%	2.9%	62.6
フランス	276,121	101,942	14.0%	4.2%	69.6
英国	280,049	97,452	17.4%	4.8%	74.6
⇒ 米国	432,365	65,904	26.9%	7.6%	85.2
中国	58,544	20,942	24.5%	0.04%	70.2

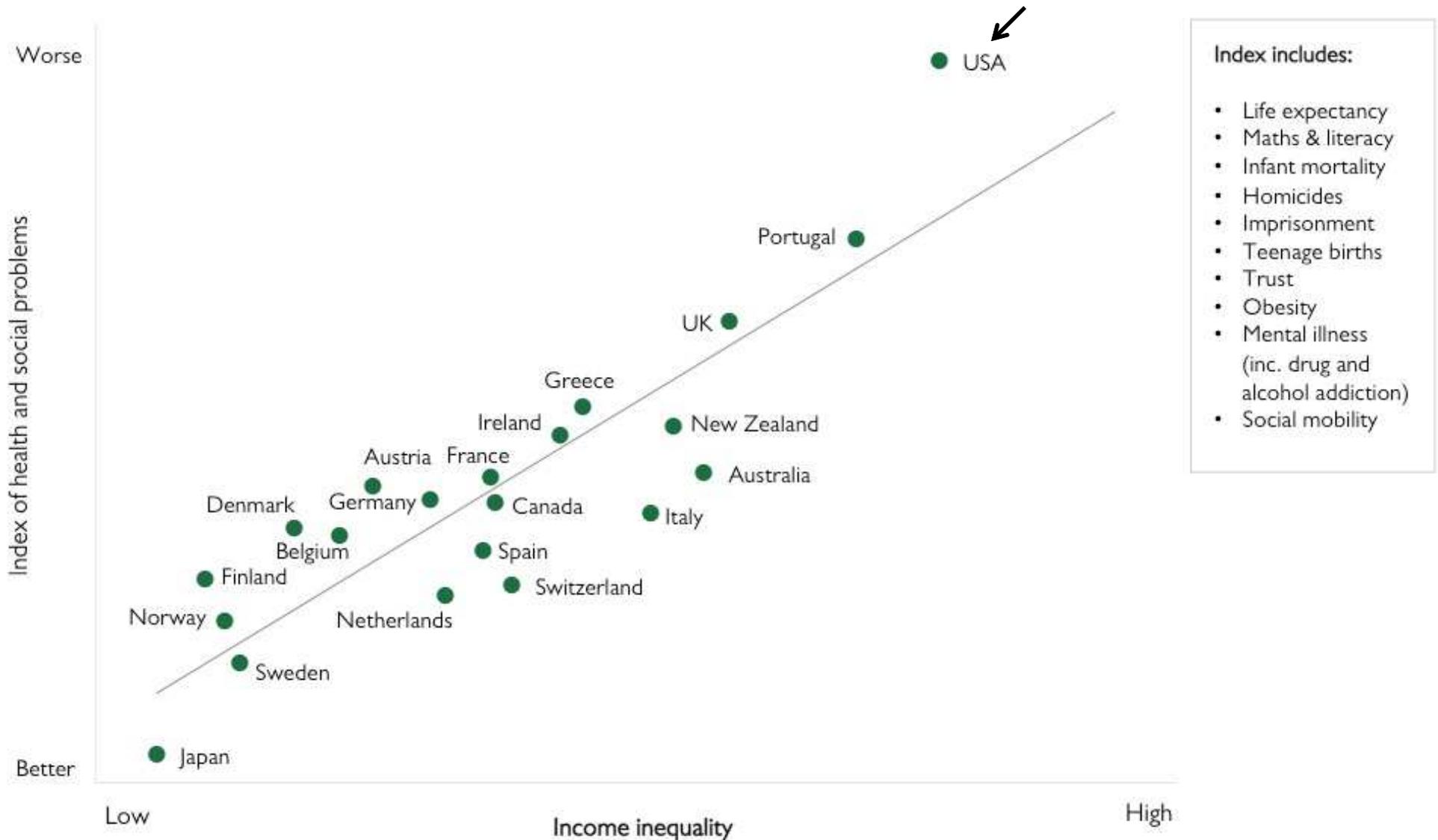
約700万円！

(単位) USD

出所：クレディスイス「Global Wealth Report 2019」、大和証券

米国内の格差が浮き彫りに

Health and social problems are worse in more unequal countries (収入格差の大きい国ほど、健康や社会問題が深刻化)



総括

資本主義の枠組みにおける最適解(「カネ」・「成長」)の追及は格差拡大、社会問題などの非人間的なひずみを拡大させ、臨界点を迎えた

この問題に金融政策では有効に対応できず、政府の再分配政策が重要な役割を担う。政府がこの点に上手く対応できなければ、低金利が利回り追求によるバブルを生成させる可能性がある

「グリーンボンド」「ESG投資」「SDGs」は、資本主義のフレームワークの中で環境問題や格差問題を打破しようとする人類の新たな試みといえる

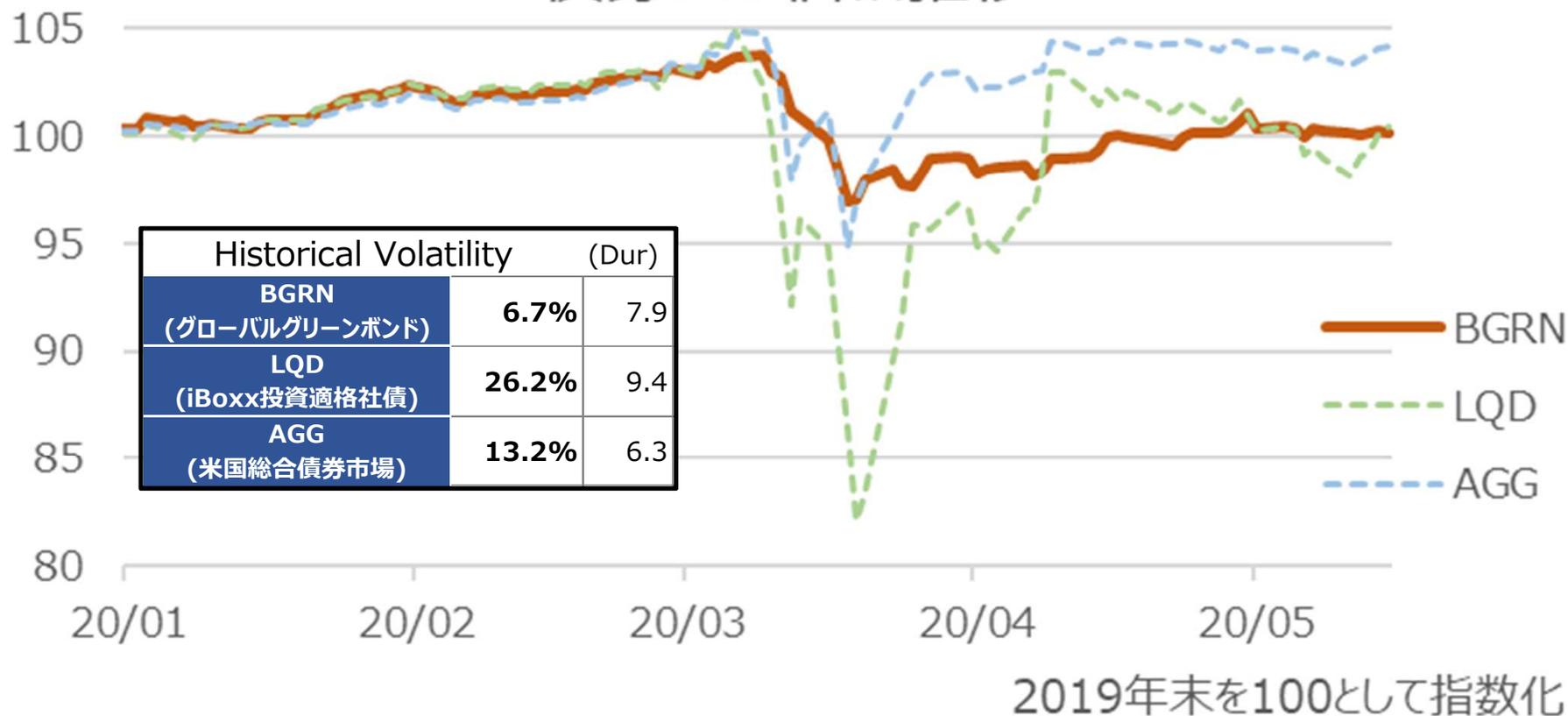
⇒資本主義と同様、債券投資も歴史的な転換点を迎えている

The rich developed societies have reached a turning point in human history.

Politics should now be about the quality of social relations and how we can develop harmonious and sustainable societies.

グリーンボンドの価格安定性

債券ETF価格推移



出所：Bloomberg、大和証券

グリーンボンドを組み込んだETFは、資産価格の変動性が低い

開示事項

【利益相反関係の可能性について】

大和証券は、このレポートに記載された会社に対し、投資銀行業務に係るサービスの提供、その他の取引等を行っている、または行う場合があります。そのような場合には、大和証券に利益相反が生じる可能性があります。

【当社及び大和証券グループについて】

大和証券は、(株)大和証券グループ本社の子会社です。

【その他の留意事項】

このレポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。レポートに記載された内容等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく修正、変更されることがあります。内容に関する一切の権利は大和証券にあります。事前の了承なく複製または転送等を行わないようお願いします。

【個別銘柄に関するその他の開示事項】

- 1) 2016年4月26日、大和証券(「当社」)及び当社の親会社である株式会社大和証券グループ本社(以下、大和証券グループ本社)とGMOフィナンシャルホールディングス株式会社(以下、GMOフィナンシャルHD)及び同社子会社のGMOクリック証券株式会社(以下、GMOクリック証券)は、4社の間で、業務提携に関する基本合意書を締結しました。
大和証券グループ本社は、GMOフィナンシャルHD株式の発行済株式総数の約9.3%を保有しています(2017年12月末時点)が、大和証券グループ本社は、業務提携の進捗および成果等を踏まえ、将来的にはGMOフィナンシャルHD株式を本件取得との合計で発行済株式総数の20%を目途に追加取得する可能性があります。
- 2) 下記の不動産投資信託の資産運用会社である大和リアル・エステート・アセット・マネジメント株式会社は、大和証券グループ本社の子会社です。大和証券オフィス投資法人(8976)、大和証券リビング投資法人(8986)。
- 3) サムティ・レジデンシャル投資法人は2019年9月10日付で株式会社大和証券グループ本社の連結子会社となりました。
- 4) 株式会社大和証券グループ本社は、2019年5月30日付でサムティ株式会社と資本業務提携契約を締結し、2019年6月14日時点でサムティ株式会社の発行済株式総数の16.95%及び新株予約権付社債(額面100億円)を保有しています。当該新株予約権がすべて行使された場合、保有割合は27.28%になります。
- 5) 大和証券グループ本社とクレディセゾンは、2019年9月5日付で資本業務提携契約を締結しました。大和証券グループ本社は、クレディセゾンの普通株式について、2019年7月31日現在の発行済株式総数(自己株式を除く)の5.01%を上限に取得する予定です。

6) NEC (6701): 米国のお客様への告知事項

本レポートは、米国のお客様への配布や米国のお客様による利用を目的としたものではありません。日本電気株式会社が発行する証券は、米国証券取引委員会(SEC)の2008年6月17日付命令により、米国1934年証券取引所法第12(j)条に基づき、米国内での登録が停止されております。米国内のいかなる個人又は法人が利用した場合においても、本レポートは、米国のお客様に対して日本電気株式会社が発行する証券の買付又は売却を推奨、勧誘するものではありません。大和証券(株)は、米国のお客様に対して本レポートの内容について一切の責任を負いません。本レポートを入手された米国のお客様におきましては、本レポートをご参考になさらないよう、お願い致します。

【お取引にあたっての手数料等およびリスクについて】

手数料等およびリスクについて

- ・ 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗(支店担当者)経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大1.26500%(但し、最低2,750円)の委託手数料(税込)が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大0.99000%の国内取次手数料(税込)に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- ・ 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動(裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます)による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほか、為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- ・ 信用取引を行うにあたっては、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- ・ 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価(購入対価・売却対価)のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。
- ・ 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された購入時手数料および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- ・ 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- ・ 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。

商号等 : 大和証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第108号

加入協会 : 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会