

安全逃避の円債シフト、勢いに陰り

米債需要と乖離、緩和限界や内外マネー離れなど

2020/3/4

新型コロナウイルス拡散によるリスク回避相場にあって、安全逃避の日本国債（円債）シフトには勢いの陰りが見られている。10年債金利の低下（債券価格は上昇）圧力は続いているが、金利水準は昨夏や2016年時を上回っており、過去最低金利を下抜けてきた米10年債ほどの需要には欠ける。日銀による金利引き下げ余地の限界や絶対的な金利の低さのほか、内外でのキャッシュ化や3月期末接近、国内勢の外債シフト、肺炎打撃と構造的な人口減・預金減による財政・経常収支の将来不安などが内外マネーの円債離れにつながっている。

VIX50で米債金利は過去最低、円債は低下限定

「安倍晋三首相は東京五輪を『政権レガシーとアベノミックスの集大成』として重要視している。何とか中止を回避させるためにも、新型コロナウイルスの封じ込め策としてイベント自粛や小中高の休校要請というリスクテイクを講じた。会見で何度も『自らの責任で』と公言した以上、相応の覚悟で感染封じ込めと国民の不安心理払拭に向けた景気安定化に取り組んでいくだろう」――。

ある内閣官房の関係者はこのような指摘を行う。首相による批判覚悟の決断に呼応する形で、2日以降は日銀も国家的な非常事態に対応。総裁談話で「潤沢な資金供給と金融市場の安定確保に努めていく」方針を示したほか、通常時間外での短期国債の買いオペや株高局面での株式ETF（上場投信）大量購入という、「アナウンスメント効果重視」の政策を講じている。

もっとも現状段階では感染と経済・業績打撃の完全消化メドが見極めにくいほか、政府・日銀の政策余地払底もあって、日本株市場では「国策に売りなし」という熱気は高まっていない。とくに日銀については米FRBと異なり、金利引き下げ余地の限界が緩和期待を阻害させている。総裁談話で「適切な金融市場調節や資産買い入れを実施」と示された通り、当面は資金供給の増強や量的な緩和強化などで、時間稼ぎを行っていくという見方が強い。

しかも国内の金融機関は現在、新型コロナウイルス打撃で一段の苦境に見舞われている。逆効果となる日銀のマイナス金利深堀りや長期金利押し下げ策については懐疑論が漂っている。緩和限界を見透かす形で、日本の10年債金利は3月2日の-0.178%方向への低下から、3日には-0.085%方向に上昇する場面があった（債券価格は下落）。

もっとも1月後半以降の新型コロナウイルス懸念とリスク回避相場にあって、日本の10年債金利は緩和限界論以

前の段階から金利が下げ渋りとなっている（債券価格は上げ渋り）。日銀による国債の購入減と買い玉減もあるが、過去比では「安全逃避による円債シフト」が減退してきた。3月3日時点での年初来最低は-0.178%となっているが、貿易摩擦懸念などが激化した昨年8月の-0.292%前後や、中国などの世界減速と英EU離脱ショックを受けた2016年7月の-0.295%前後といった過去最低からは大きく切り上がったままだ。

しかも今回の場合、リスク回避の尺度であり、米株投資家の不安心理を映すシカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティ・インデックス（VIX指数）は、2月28日に一時49.48と2018年2月以来の高水準に跳ね上がった（リスク回避）。VIXが2010年以降の上限である50前後まで急上昇しながら、日本の10年債金利が下げ渋っているのは過去に例のない現象となっている。

かたや米10年債金利は安全逃避にFRB利下げ観測が加わり、2日には1.028%方向と過去最低を更新してきた。これまでの最低である昨年9月の1.427%前後や2016年7月の1.318%前後、2012年7月の1.379%などを大きく下抜けている（債券価格は上昇）。FRBによる利下げ観測はあるにせよ、過去の安全逃避に比べると米債需要に対して円債の需要が大きく減退してきた。

肺炎打撃、財政・経常収支悪化と預金減に拍車

こうした「安全資産としての円債の微妙な陰り」が、リーマン・ショック以来の米株暴落といったリスク回避激化でも、ドル安・円高の抑制につながっている。過去に米10年債金利が急低下した際のドル/円は、昨年8月に104円台、2016年6月には99円前後、2012年7月には77円方向までドル安・円高が加速されてきた。先行き予断は許さないとはいえ、現在は金利差縮小をカバーする形で、債券価格面での「米債優位と円債劣勢」が過度なドル安・円高のブレーキ材料になっている。

現在は日銀と同様にECB（欧州中銀）についても、金利引き下げには限界論が意識されている。それがドイツ10年債金利の下げ渋りとなり、円債と同様に昨年8-9月の過去最低ほどには低下していない。為替相場では米債金利低下との対比で、ユーロ/ドルでのユーロ反発要因となってきた。ユーロ/円でもユーロの下支え（円高抑制）要因となり、ドル安やリスク回避に伴う円独歩高の圧力を緩和させている。

現在の安全逃避下における円債金利の下げ渋りについては、日銀による金利引き下げ余地の限界のほ

か、内外でのキャッシュ化や日本の3月年度末、海外の1-3月の期末といった決算対策要因、国内勢による利回り渴望の外債シフト、日銀の国債購入減少——といった要因がある。3日の10年債入札は応札倍率が2016年8月以来の低水準となり、期末要因もあって内外マネーの需要減退が示された。

海外勢についてはリスク回避初期段階である1月後半以降、欧米債金利の低下に対し円債の感応度の低さから金利差が縮小してきたところに、通貨スワップのベースは比較的縮小しており、海外勢から見た為替ヘッジベースの円債投資の妙味が回復する場面があった。財務省による週間の対内中長期債投資によると、1月26日-2月1日週に+1兆0237億円、2月2-8日週に+1兆6738億円という大幅なネット買い越しが観測されている。

しかし、その後はリスク回避の激化でも、2月9-15日週が+3706億円、16-22日週が+3974億円と買い越しが縮小してきた。海外勢からすると、過去比でリスク回避の円高が抑制されており、債券価格面での「円債高・円高」による為替差益の妙味が減退している。結果としての海外勢による円債投資の縮小が、これまた円高圧力を緩和させる相互連鎖につながっている。

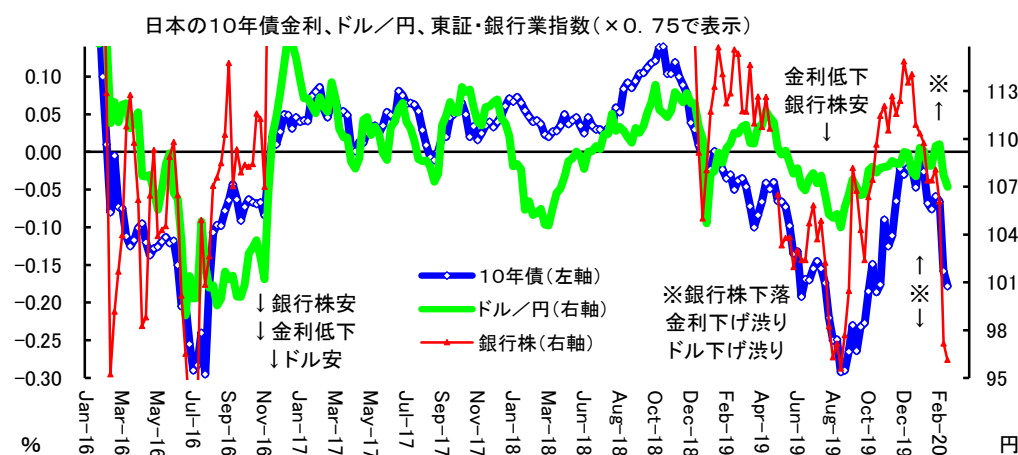
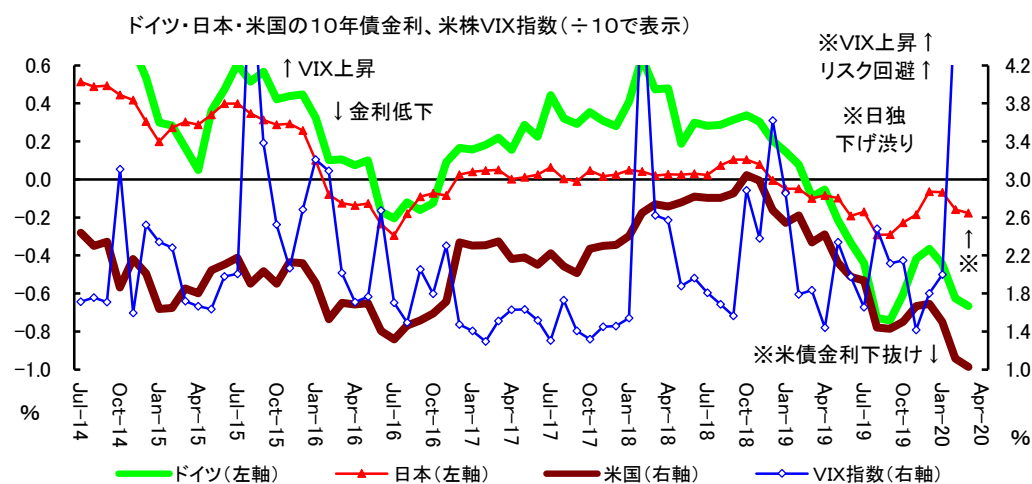
同時に現在の新型コロナウイルス打撃と中国減速は日本の輸出や訪日外国人客などに大打撃となるため、日本リ

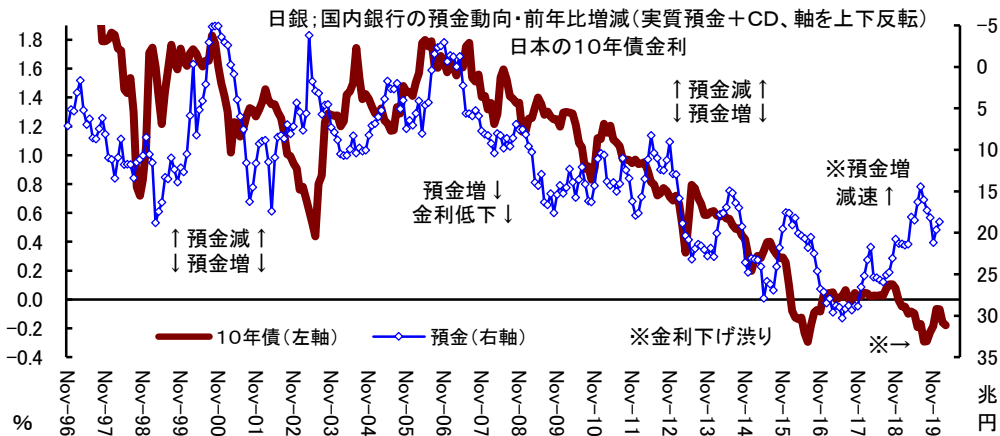
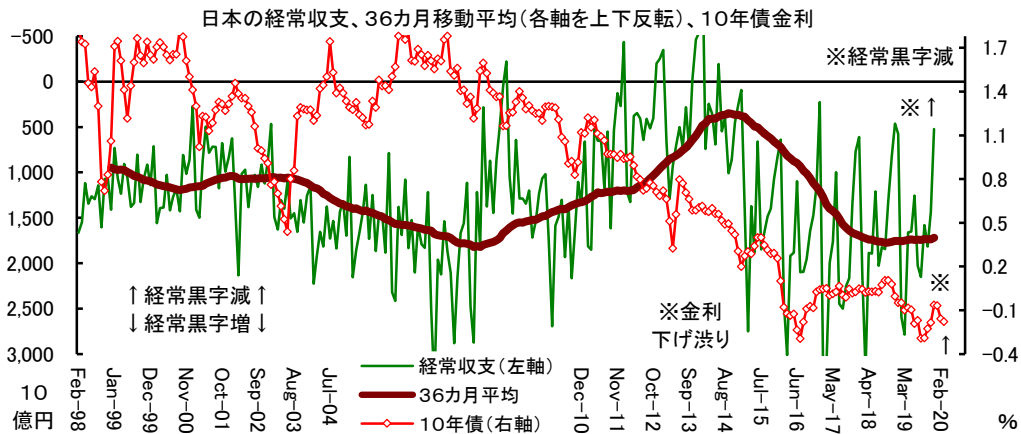
スクが安全逃避の円債シフトに歯止めを掛けている。2日にはOECDが最新の世界経済見通しで、「日本は感染拡大が想定以上に深刻になれば、景気後退に陥るリスクがある」と警告を発した。2月4日には米格付け機関のS&Pが、「感染拡大がアジア太平洋地域のソブリン格付けに対する主要なリスクとして台頭した」と警戒感を示している。

長期スパンでも新型コロナウイルス打撃は、人口減少や高齢化、預金先細りなどに伴う経常収支と財政収支の悪化に拍車をかけていく。すでに日本の経常収支は36カ月（3年）移動平均線のベースで黒字減少へと転じるという、長期スパンでのトレンド悪化が見られ始めた。

昨年以降は高齢化と現役世代の貯蓄減に消費増税が加わり、預金も増加基調が減速してきた。日銀の貸出・預金動向によると、国内の都銀・地銀・第二地銀による3業態計の実質預金+CDは、今年1月に前年比+18.89兆円の増加となった。昨年12月の+19.84兆円や11月の+21.40兆円からプラス幅が減少している。2017年6月の+30.49兆円を最高として増加の勢いがピークアウトしており、当面は肺炎打撃が法人・個人の預金減を後押しさせていく。

足元の経常収支や財政収支の悪化とあいまって、日本の10年債金利の下限切り上がりや下げ渋り要因として注目されやすい。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複製もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様自身でお願いします。