



I-OWA マンスリー・セミナー講演より 「債券投資の疑問に答える」

座談会：有江 慎一郎氏、
参加者のみなさま、岡本 和久
レポーター：赤堀 薫里

岡本 | おそらくみなさん、興味があると思うのですが、日本の国債が、今後どんな着地になっていくのか所感を述べていただけますか。

有江 | 今までにやったことのない実験をやっていると思います。正直わからないですね。量的緩和を先にやっていたアメリカがようやくそれを解消して、これから利上げかなというところで、思ったよりスムーズにノーマルな経済に移行できていない。パリの同時多発テロもありどうなるかなと思っていましたが、ようやくようやく実施に踏み切った。ただ、今までのアメリカとは違います。利上げをしたからと言って、過去の局面とは異なるのです。利上げは続けて5~6回ではなく、やっても1~2回かなということになると、そもそも利上げをやる必要があるのかという話になってしまいます。それくらい経済が過去のノーマルではないということです。先にやっているアメリカの結果を見ないことには日本はなかなか判断できないところがあるでしょう。少なくとも日本の国債の保有率が、ほとんど国内で収まっている以上、万が一機能しなくなったとしても、通貨や何かに極端な波及があまりないのかもしれませんが。ただ、これは前例がないことなので、正直わからない。

岡本 | 過去のノーマルではないということは、先進国全体としても低成長時代ということですか。

有江 | ということかもしれませんね。これは興味深いことですが、ニューヨークにある経済調査機関のISIのエド・ハイマンという人と十数年前に話をした時のことです。「アメリカの金利は、これから2%に下がり定着する。オイルショック前の低成長時代は、アメリカの金利が2%ぐらいしかなかった。それがインフレになってどんと上がってきた。これが、デフインフレの世の中になってきたら、またそこに戻るんだ。」という話を十数年前に言っていまし



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

た。今それを実現していることが、なかなか慧眼だなと感じます。デイスインフレがインフレを押さえていく。低インフレを輸入している世界では、なかなかインフレが加速しにくい環境になっているのではないかと思います。そういう意味では、金利がなかなか上がりにくいということでしょう。



岡本 | インフレが加速しにくいのは、供給要因ですか？需要要因ですか？それとも両方かもしれませんね。一つは先進国の人口構成の問題があって、人口減少、高齢化が進み、昔ほどの需要が伸びていない。コスト構造の中で、人件費が構造的に下がっている。中国は上がってきていると言いますが、世界全体を見れば、まだまだ労働賃の安い所はたくさんあります。オイルショックが起こった時に、原油価格とそれに関連するすべての価格体系が上方にシフトした。その逆の現象が起こっている。コスト構造の中で人件費は非常に大きな比率を占めているのですが、安い労働力の参入で価格体系が変化している。だから、なかなかデフレから脱却できない。むしろ構造的な要因だと思います。その構造的要因に対して、それを止めなくてはならないと、どんどん国債を発行して、それを中央銀行が買っていき、というスタイルの解決策でいいのかな？という疑問がありますが、残念ながら



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

他の政策は浮かばないですね。選択肢として、「最後がどうなるかわからないけど、これで行くところまで行く」、或いは、「低成長に甘んじて、社会の構造を変えていく」、それぐらいしかないですかね。低成長に甘んじるということは、失業問題や社会保障の問題が必ず出てくるわけで、悩ましいですね。

有江 | 悩ましいと、それで終わってしまうことが今の問題ですね。おっしゃる通り、構造的な問題を金融政策だけで止めることは絶対できません。それを恐らく黒田さんはわかっていると、私は思っています。だからこそ、二発目はやりましたが、三発目は何が何でも固辞したがついてきますよね。二発目やったのも、金融政策で何かをするというよりは、政府にアクション起こせよと、七首を突き付けるくらいの気持ちでやっていたのだと思います。やはり社会構造を変えていかない限りは無理かなと思います。

参加者 | 日銀が、国債のほとんどを買っていますよね。止める為の政策だったのにやめられなくなってしまった。日銀が巨大プレイヤーになってしまうと、日本の国債の価格形成、発行条件が歪んでいるということや流動性の問題は、現在どの程度ありますか。それとも今後の懸念なのでしょうか。

有江 | 今現在、流動性は十分落ちていると同時にすでに市場は歪んでいます。基本的に国債ですから、発行体は同じなので信用リスクは同じです。金利が近ければ同じような利回りになっていなければならない。我々は仕事柄、日々クッションの分析をしていますが、隣り合った銘柄のクッションがすごくずれています。言い換えれば、そこに内包される利回りの水準がおかしいので、逆にそこを利用して、高いクッションを買いに行ったりします。年金さん向けの運用は、市場との競争をしているので、プラスのリターン、マイナスのリターンとは別に、インデックスに勝つか負けるかなのです。インデックスに勝つか負けるかの部分で、歪みがすごく使いやすいわけです。そういう意味では日銀さまさまですね。いいなと、思っている反面、この歪みをこのままおいておくのは非常におかしいとも感じます。それだけ市場が非効率になってきているわけです。発行する側も色々な人が使いにくい市場になってきていると思います。ただ今、国債の市場は、ヨーロッパも歪んでいるというか異常な状態になってきています。あそこもマイナス金利というよくわからない世界になっています。そこに比べたら全部プラスなだけましかかと。日銀の黒田さんは、「まだ、歪んでいない。流動性はある。」と言っていますが、見ている人間から見たら流動性はなく、歪んでいるという感じですね。

岡本 | 物価連動国債についてどんな感じをお持ちですか。日本国内では市場性というものはほとんどないし、相当歪んでいるわけですね。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

有江 | 今、物価連動国債が織り込んでいるここから10年位のインフレは、年率で1%前後か、若干低い位ですかね。それ以上にインフレが起きると思えば買いですし、そうでなければいけないのかなというところですね。債券にしか投資できないという投資家であれば、物価連動債も使い道がありますが、別に株でもなんでも投資できる人であれば、私は株でもいいのかなと思います。債券は安定して、今見える金利、例えば0.5%を何年我慢できますかというその判断だけでいいと思っています。それ以外でリスクを取る所は、「金利が上がる、インフレになる」というようなことは別のものでやった方が、考え方はシンプルですね。「金利が上がった、下がった」と、おたおたする必要もないですし、考えやすくもいいですね。

参加者 | 株とか債券の配分比率に関するのですが、これだけ、債券の金利が低いと「債券を入れる意味がありますか？キャッシュでもいいのではないですか？」と言われることがありますが、その辺りはどう考えていますか。

有江 | 債券は、キャッシュより、若干利回りがある分意味があると思います。あとは、資産の値動きのボラティリティをどの辺に持っていきたいかということによります。単純に「期待リターンが高ければいい」ということではないですよ。投資家によっては、「期待リターンはそれほど高くななくてもいいけれど、変動を押さえたい」ということであれば、債券は意味があります。一概にどうとは言いきれないと思います。債券は最後まで持っていれば、当初見えていた利回りが必ず帰ってきますので、それをどれくらい許容できますかということを考えればいいと思っています。

岡本 | 今日もありがとうございました。