

新年度、嵐のなかでの戦後復興は まずは債券、「おコメ」回帰、次いで「LED戦略」

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

嵐のなかでは「質への逃避」だが、 中長期的視点でのLED戦略を

以前、当TODAY（2/28）では世界的な「金利水没」のなかでの「LED戦略」を紹介した。LED戦略とは、金利水没下の運用戦略となる3つの次元の頭文字で、LはLong（長期）、EはExternal（海外）、DはDiversified（多様な）である。

足元の環境はコロナショックへの恐怖からリスク資産を回避する「質への逃避」が生じ、キャッシュや債券へのフローが進んでいる。こうした「嵐」が起こったような運用環境では一時的に「防波堤」の中に退避する行動が生じやすい。コロナショックという「見えざる恐怖」が市場機能の「見えざる手」を麻痺させる信用収縮への恐れがあるなかでは緊急避難的なキャッシュ化は避けられない。一方、中長期的視点に立ってポートフォリオを構築するには、基本となる「LED戦略」に基づいた分散を考えることになるだろう。新年度は当面の危機対応と長期的視点を併せ持つ対応を行う必要がある。

■ 当面は危機対応の一方で
中長期視点のLED戦略を

長期債、外債、株・不動産、 どれも当局から問題が示されてきた

市場参加者からの指摘として、LED戦略は一つの考えであるが現実にはそう簡単ではないとの点があった。しかも、LED戦略の3次元はどれも金融当局が警鐘を鳴らしてきた分野ばかりで、ある面でネガティブリストとも考えられる。なかでも足元のような市場変動があれば、結局、なにもしないほうがいいとの対応にもつながりうる。

事実、「L」の長期債投資での金利リスクは金融当局が長年警鐘を鳴らしてきたものであり、規制上もバーゼル規制では「銀行勘定の金利リスク（IRRBB）」として明示されている。「E」の海外では米国債を中心とした外債の運用に関して金融当局はここ数年も金利変動が生じることにより各金融機

■ 「L・E・D」はネガティブ
リストの側面も

■LED戦略の実践事例は
意外と多くみられる

■実需に沿った債券運用が
可能なのは超長期ゾーン

■GPIFがポートフォリオの
外債ウェイトを引き上げ

関に対してリスク管理の強化を求めてきた。なかでも外債運用を拡大させている一部の地域金融機関を対象に立ち入り検査を実施しリスク管理体制の検証を行ってきた。さらに、「D」の次元については、銀行を中心に株式の持ち合い縮小を求め、不動産については不動産向け融資や投資に対し問題点を指摘してきた。

個人の運用を考えれば、日本の個人金融資産が1,900兆円程度あるとされるが、その半分以上は現預金で、しかも、ほとんどが円で保有されている。こうした現実には「LED戦略」とは相反する。ただし、実際には意外と「LED戦略」が実践されている事例も多い。

地域金融機関は長期化に、「おコメ」に

「L」については、地域金融機関を中心に長期、超長期の運用が進んでいる。従来、国債市場の指標銘柄は10年債であり、今日も指標として語られるのは10年ゾーンであるが、現実にはイールドカーブがプラスゾーンにあってロールダウンも含めた実需に沿った運用ができるのは超長期ゾーンとなっているのが実情だ。足元、カーブのスティープ化が進んでいることも長期運用へのインセンティブになりやすい。もとより、コロナショックのような危機的状況では債券の有難さが再認識される局面だ。筆者は長年、債券投資は金融機関にとって主食「おコメ」のようなものだとして表現してきたが、「おコメ」への回帰がしばらく続くだろう。

海外向け貸し出し増加

「E」については、今日、大手銀行を中心に貸し出しの増加の多くの部分は海外向け貸し出しである。地域金融機関の外債依存が高まりやすいのは、大手行ほど海外ネットワークがなく海外融資を伸ばせない分、自ずと外債への依存が増すからである。また、海外での商業銀行ビジネスは金利が存在する米国や新興国中心になりやすい。そもそも、日本企業が中堅中小企業でも海外進出を強めているのは、金利水没が生じるような内需の低迷した日本から逃れるためでもある。日本企業や投資家が国内だけで企業活動や資産運用を行うという発想は今やない。公的年金であるGPIFは2020年度以降の基本ポートフォリオで海外債券のウェイトを15%から25%に引き上げることを決めている。

損保・生保は海外での企業買収に

「D」の分野で、貸出しの伸びは不動産向けが中心になっている。一部の地域金融機関が貸家向けローンに集中したこ

■海外での企業買収は
典型的な「E・D」の事例

とへの問題はあったとしても、不動産分野の伸びが続くのは日本だけでなく欧州でも見られる状況だ。また、株式の配当を重視した投資も一般的になりつつある。先週の当TODAY（3/31）で議論したように、日本企業の財務的レジリエンスの高さから配当の安定が期待される。また、生保や損保の多くが海外での企業買収を行っているのは、最も典型的な「E」「D」の次元の投資を行っていると考えられる。ただし、今回のコロナショックでの不安は海外を中心にシャドバンク分野での資金繰り（取り付け不安）にあるだけに同時に選別的な対応も必要となる。

新年度、「おコメ」の味を噛みしめつつも戦後復興を

今日の環境はコロナショックの恐怖からリスク資産を回避する「質への逃避」が生じ、キャッシュや債券への資金フローが進む状況だ。こうした「嵐」が起こったような運用環境では一時的にキャッシュ化し「防波堤」に待機せざるを得ない。

一方、中長期的視点に立ってポートフォリオを構築するには、基本となる「LED戦略」で長期的視野に立った分散も重要になる。当面は、LEDのなかでも「L」で長期化にウェイトがかかる。ただし、従来、投資の常識である「無リスク資産」が消失し、待機資金として金利・インカムを生む運用手段もない。しかも、超低金利状態は長期化が必至なだけに、嵐が収まれば世界の投資マネーは何らかの形でインカムを確保する方向に動かざるを得ない。

2020年度新年度はコロナショックという世界的規模の戦いからの復興だ。当面は債券の有難みを再認識し、「おコメ」の味を噛みしめる状況だ。同時にリスク回避をベースにしつつも、長期的な視野では基本となるポートフォリオ再構築が重要になる。2020年度はどこで嵐が収まるのかのタイミングを内外の対応を見極めた上で慎重ながらも段階的なLED戦略の回帰が課題となる。

■中長期視点での
LED戦略の回帰が課題に

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

<債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、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。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみには配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布:

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年1月改訂)