

2020年11月9日

大統領選が終わったら資金は運用に向かうのか —下期は一段とカネ余りが強まり運用圧力も

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

居心地はいいがモラトリアムはもうない

市場参加者にとって、これまでのところ2020年度は想定以上に運用環境が良かったのではないかと。足元は、意外と心地よいゴルディロックス状況だ。具体的には、株式市場は予想以上の回復になった。その一方で債券市場は比較的安定した動きとなった。為替市場やクレジット市場も安定が続き、クレジット商品による不安の顕現化も限られた。しかし、良好な運用環境にもかかわらず、あまり乗り切れていないのが実情ではないか。その背景には、予想外の株式市場の回復についていけず、キャッシュポジションが積みあがった状況がある。そもそも、コロナショックで経済が悪化したなか、株式市場を中心とした市場の安定は普通では考えられない事態だからだ。

それでも、10月までは不確実性の高い米国大統領選を控え、運用を手控える「十分な理由」があったが、米国大統領選も終わり、2021年を視野に運用圧力が認識される状況にある。以上の状況は様々な業態を通じ共通であり、どの程度の運用に踏み出すかが2021年を視野にした課題である。リスクを意識しつつも、「音楽が止まるまでは踊らなくてはいけない」、一定のコストをもった資金を活用しなくてはいけない運用者の「宿命」のもと、2021年を展望しコロナショック下での違和感を感じつつも、改めて運用に踏み出すことが必要になる段階だ。

運用難の背景に預金の急増

多くの商業銀行ではコロナショックを契機に貸出しが増加した。一方、預金の伸びはそれ以上に拡大している。コロナショックに伴う貸出しの増加は、売上げ減少に伴う赤字補填の面も大きく、実物投資に活用されるものでもない。貸出し増加の多くは今後生じうる資金繰りに対する予備的な資金ニーズだ。大手企業はコミットメントラインの拡大で対応す

■米大統領選挙が終わり、
来年を視野に運用圧力が
認識される状況に

■コロナショック以降は
貸出しよりも預金の伸び率
が急拡大

■ コロナ支援対応や金融緩和を背景に預金の伸び率は高水準が継続へ

■ 来年以降はリスク勘案後で有価証券投資へのバイアスがかりやすい可能性

るが、安全を期して事前に資金を借りておく分は、貸出し増加分が預金として積みあがる構造になる。

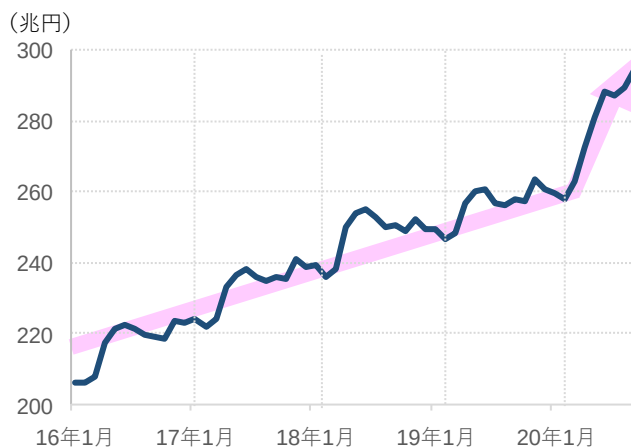
一方、一人一律10万円で配られた支給金をはじめとしたコロナ対応支援の多くも、結局、預金として積み上がる状況にある。赤字補填のコロナ緊急融資はいずれピークを超えると展望されるが、コロナショックが長引き、支援対応や金融緩和が続く中では預金の伸びも高水準で続くと展望される。その結果、預金の伸びほどは貸出しが伸びない状況になりやすい。菅新政権になって選挙も視野に入るなか、政治的には再び追加支給金との観測もある。実際に実行されれば一層の預金の積み上がりになるだろう。

預貸ギャップ拡大で運用圧力が拡大

以上のような預貸動向を前提にすれば、金融緩和の結果、急増した預金に対し貸出しが伸び悩み、貸出し資産の代替として有価証券運用への依存が生じやすい。以下の図表に示される預貸ギャップは夏以降、拡大ペースを速めている。その結果、有価証券運用がギャップを埋める構造が日本の債券市場を支える一因となり、さらに、その他、多様なリスクテイクにも向かう状況にある。

多くの金融機関にとって、「コロナ7業種」中心の貸出し資産の信用コスト増が確実視されるなか、ポートフォリオ運用上、リスク勘案後の収益性は貸出しを有価証券運用が上回る可能性が高い。特に、「コロナ7業種」での信用コスト上昇が見込まれる地域金融機関ほど、本来、有価証券運用への相対的な期待が高まりやすいのではないかと。今年度中は、コロナショックに対処し金融機能を発揮すべく貸出し増加を重視しても、来年以降はリスク勘案後の収益性を考慮して有価証券投資へのバイアスがかりやすいだろう。

日本の銀行の預貸ギャップ



(出所) 日本銀行「貸出・預金動向」、月次、銀行計、直近は20年9月

LED戦略再検討の段階に

■運用圧力が高まる中、
LED戦略を改めて検討する
局面に

以下の図表はこれまでも紹介してきた金利の水没マップである。金利水没状況が今後も長期化しやすいこと、預貸ギャップ拡大による運用圧力の拡大、さらに、貸出しのリスク勘案後の収益性との対比からみて改めて2021年に向けた運用を考える段階にある。米国大統領選も終わり、不確実性が低下するなかで2021年を展望し運用圧力を改めて意識する状況になりやすい。従来からの基本ストーリーラインとしてきたLED戦略を改めて検討することになるだろう。

筆者が示してきたLED戦略で、国内債券に依存する場合は、「L」、長期の次元で超長期分野の関与が課題になる。次に、「E」、海外のフロンティア拡大が重要になる。また、「D」、多様化でキャッシュフローの源泉に向かう必要が生じた。金利マイナスでもクレジットスプレッドは残存することで、クレジット投資へのニーズは根強く、劣後債投資への検討も生じやすい。また、配当・賃料はマイナスにならないことから、新たな「主食（おコメ）」として株式・不動産など、キャッシュフローが存在する分野への投資が必要になる。

今日の金利水没の環境は、リスクフリー商品がマイナス金利で失われた結果、従来から運用上の常識であった、「債券＝リスクフリー」の前提が変わったことを示している。新たなリスクフリー商品を探すことが重要になり、伝統的な債券を中心としたインカム商品ではクレジット商品、なかでもインフラを中心とした安定的な利払いが重視されやすい。また、安定配当の株式、安定賃料の不動産も新たなインカム商品の位置づけとなる。株式市場では比較的高配当で安定したものに向かいやすい。

世界の金利水没マップ

	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	11年	12年	13年	14年	15年	20年	30年	40年
スイス	-0.76	-0.73	-0.76	-0.76	-0.73	-0.68	-0.64	-0.60	-0.57	-0.52	-0.48	-0.43	-0.39	-0.34	-0.30	-0.30	-0.27	
ドイツ	-0.72	-0.78	-0.82	-0.83	-0.81	-0.81	-0.75	-0.74	-0.70	-0.63	-0.59	-0.56	-0.52	-0.48	-0.44	-0.42	-0.23	
オランダ	-0.76	-0.74	-0.77	-0.76	-0.75	-0.72	-0.68	-0.65	-0.59	-0.53	-0.52	-0.50	-0.48	-0.47	-0.45	-0.27	-0.23	
フィンランド	-0.79	-0.75	-0.76	-0.72	-0.70	-0.68	-0.62	-0.57	-0.51	-0.45	-0.41	-0.38	-0.35	-0.31	-0.28	-0.21	-0.06	
デンマーク	-0.65	-0.57	-0.62	-0.61	-0.60	-0.60	-0.59	-0.58	-0.54	-0.51	-0.46	-0.42	-0.38	-0.34	-0.30	-0.26		
オーストリア	-0.62	-0.76	-0.76	-0.71	-0.70	-0.66	-0.64	-0.59	-0.53	-0.46	-0.40	-0.35	-0.30	-0.25	-0.20	-0.06	0.08	0.15
フランス	-0.61	-0.72	-0.75	-0.73	-0.70	-0.67	-0.60	-0.53	-0.44	-0.36	-0.33	-0.30	-0.26	-0.23	-0.20	0.06	0.33	
アイルランド	-0.51	-0.65	-0.63	-0.63	-0.61	-0.58	-0.48	-0.44	-0.35	-0.27	-0.22	-0.18	-0.14	-0.09	-0.05	0.01	0.33	
スウェーデン	-0.26	-0.41	-0.39	-0.38	-0.36	-0.32	-0.28	-0.19	-0.11	-0.03	0.00	0.04	0.07	0.10	0.14	0.30		
ポルトガル	-0.52	-0.59	-0.54	-0.51	-0.41	-0.34	-0.20	-0.13	-0.06	0.08	0.15	0.22	0.29	0.36	0.44	0.45	0.77	
スペイン	-0.54	-0.58	-0.55	-0.50	-0.44	-0.35	-0.20	-0.15	-0.05	0.09	0.15	0.22	0.28	0.34	0.40	0.65	0.90	
日本	-0.14	-0.13	-0.14	-0.13	-0.11	-0.11	-0.10	-0.06	-0.01	0.02	0.06	0.11	0.15	0.19	0.24	0.38	0.61	0.65
英国	0.03	-0.01	-0.08	-0.08	-0.05	-0.02	0.06	0.11	0.19	0.24	0.30	0.35	0.39	0.43	0.47	0.75	0.80	0.73
イタリア	-0.44	-0.38	-0.32	-0.15	0.00	0.15	0.23	0.43	0.48	0.63	0.70	0.77	0.83	0.90	0.96	1.15	1.51	
カナダ	0.16	0.25	0.27	0.32	0.38	0.38	0.38	0.46	0.54	0.61	0.64	0.67	0.69	0.72	0.74	0.87	1.19	
豪州	0.07	0.11	0.11	0.17	0.26	0.28	0.43	0.55	0.66	0.75	0.80	0.85	0.93	1.00	1.08	1.40	1.75	
米国	0.12	0.15	0.19	0.26	0.34	0.45	0.56	0.63	0.71	0.78	0.83	0.89	0.94	0.99	1.05	1.32	1.55	
ノルウェー	0.05	0.16	0.26	0.33	0.39	0.46	0.53	0.60	0.67	0.74								
中国	2.74	2.88	2.95	3.00	3.04	3.14	3.24	3.22	3.20	3.19	3.22	3.26	3.29	3.32	3.36	3.53	3.87	
インド	3.49	4.14	4.57	4.91	5.12	5.75	5.85	5.98	5.95	5.86	6.15	6.31	6.29	6.20	6.35	6.46	6.70	6.67

0%未満
0%以上0.5%未満
0.5%以上1.0%未満
1.0%超

※Refinitivデータより岡三証券作成
※2020年11月5日時点（休場等で同日の値がない国は直近営業日時点）
※一部データは岡三証券推計値

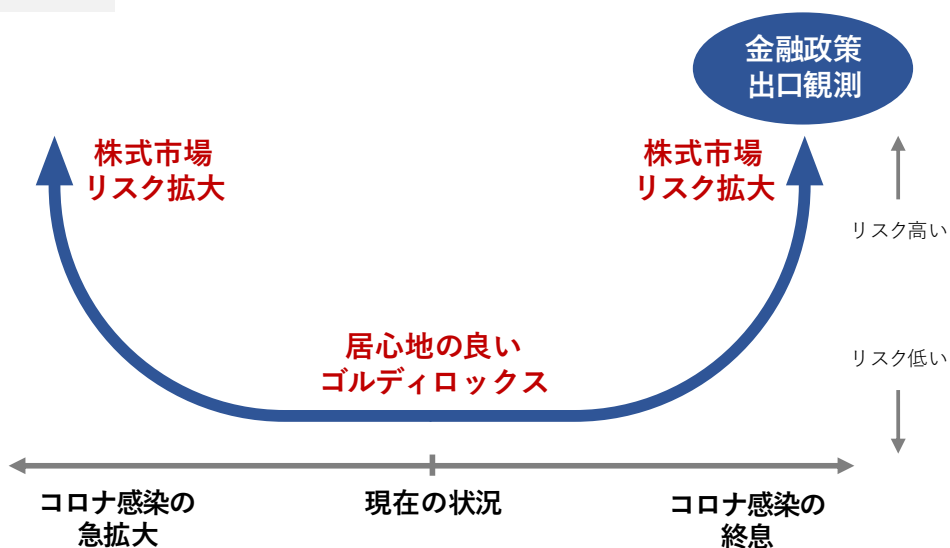
先月の当TODAY（10/26、10/27）では金利水没下の運用難民のフロンティアとして、中国債券とREIT市場を紹介したが、どれも以上のLED戦略のなかで放置されていた面があると考えたからだ。

コロナショックの下でのリスクシナリオは、感染拡大と感染終息の双方に

■上期は感染の深刻化がリスク要因だったものの、今後は感染終息も視野に入れる必要があらう

コロナショック下、2020年度上期を振り返れば、最大のリスク要因は感染の拡大や再拡大等、感染が深刻化することに伴う経済波及リスクだった。下期も、引き続き冬場に向けた感染再拡大の可能性はある。既に欧州中心に深刻な状況に向かっているだけに、その波が日本に向かうリスクも否定できない。一方、先月の当TODAY（10/12）で示したように、2021年以降を視野に感染終息に向けたリスクも頭の片隅に置く必要もある。すなわち、以下の図表のように、感染が極端に拡大するリスクと、改善に向かうケースのバーベルのような状況だ。現在の状況は、そのどちらにもなっていないなか、金融緩和に支えられた居心地の良い、ゴルディロックス状況だ。下期以降、2021年に向けたシナリオでは、ゴルディロックスがいずれかの方向に進む「思惑」、期待の転換に留意が必要だ。

今後のリスクは悪化・終息のバーベル状況



（作成）岡三証券

ゴルディロックスのなか両方のリスクに目配りを

ゴルディロックスのなか、市場参加者は金融緩和下、「音楽が止まるまで踊らざるをえない」状況にある。ただし、金

■リスクテイクする場合でも
抑制的な対応が必要に

融不均衡が従来以上に拡大しやすいだけに下期以降も変動、ボラティリティを覚悟した対応が必要だ。また、その転換要因は純粋な経済的事象に止まらず、感染症への思惑、格差問題も含め社会政治的な環境にまで広げて見極める必要がある。しかも、そのリスクの方向が感染拡大と終息という全く真逆の方向にあるだけに、双方に同時に備えるのは容易でない。しかも、依然、コロナショックは「ナイトの不確実性」とされるように、将来の確率分布も描きにくい面があるだけに、LED戦略でリスクテイクを行いつつも、リスクを抑え目に対応する必要がある。以上の考えのなか、2020年度は修正LED戦略を議論してきた。

やはり修正LED戦略に、 運用圧力は高まるが期待利回りは低下に

■修正LEDでは、早めの利益
確保が重要であり、トレンド
の深追いは禁物

筆者は2020年度のストーリーラインとして、コロナショックの極端な不安が沈静化するなかで運用戦略は再びLED戦略に戻るものの、それ以前のLED戦略とは異なる「修正LED戦略」となるとした。さらに、先述のようにリスクシナリオが両極端な状況下では、一層の「修正LED戦略」に向かう必要性が高い。そこでは、機動的にリスクを抑制する対応に向かいやすく、期待利回りも低下させる動きにつながる。リスクは抑えつつもリスクテイクで運用に向かわざるをえない環境であるだけに、モラトリアムが終わった状況下で、機動的な対応が必要だ。しかも、この戦略では早めに利益を確保することも重要で、トレンドに乗って深追いすることは禁物だ。早めに入って、早めに降りる覚悟も必要だろう。

LED戦略、CDB戦略と修正LED戦略

	LED戦略 平時の対応、 攻めの対応	CDB戦略 有事対応(ステイホーム)、 守りの対応	修正LED戦略 「Withコロナ」での 運用戦略
Long – Cash	長期 Long	キャッシュ Cash	長期化へ回帰するも、 一定のCash水準を維持
External – Domestic	海外 External、 グローバル化	自国回帰 Domestic、 ドメスティック回帰	海外に戻るも、 一定の国内比率維持
Diversified – Basic	多様化 Diversified、 株・不動産	基本 Basic、 債券（おコメ）回帰	期待水準の引き下げ、 リスク抑制的な多様化戦略

（作成）岡三証券

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(<https://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、米国居住者に対しブ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執行いたします。

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11月改訂)