

2020年11月24日

超長期分野に注目、 20年債がベンチマークに、50年債の発行も

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

■LED戦略で注目する分野は
市場機能が残るところ

■超長期分野の20年債に注目、
将来的には50年債も

金利水没のなかでも市場機能・生体反応 はどこに残るのか

当TODAYでは下期になって運用難が進むなか、「金利水没」とされる歴史初の事態の中でフロンティアはどこにあるかを改めて議論してきた。基本的なストーリーラインは金利水没下のLED戦略であり、既に、当TODAY（10/26）で「E」：海外については、中国の債券市場にフォーカスした。次いで、当TODAY（10/27）では「D」：多様化の次元としてREIT市場に注目した。今回は、残った「L」：長期化の次元として、超長期国債市場に注目する。以上のLED戦略で注目する分野は、結局、異例な「金利水没」という金融市場において、どこに市場機能・生体反応が残るのかを考えることに等しい。資産運用においてアクティブ運用で超過リターンである α （アルファ）を獲得するには市場機能が残ったところで考えるしかないからでもある。

LED戦略の向かう先は金利水没でも市場 機能が残る先

次ページの図表は世界の金利水没マップである。金利水没下においては、基本的に市場機能が働きにくくなると考えられるだけに、水没を脱するフロンティアとしてLED戦略を改めて検討する必要がある。国内債券に依存する場合は、「L」：長期の次元で超長期分野への関与が必要になるが、今回はそのなかでも20年債に注目し、さらに将来的なフロンティアとして50年債も展望する。

「L」の次元、超長期分野がフロンティア

筆者は長年、債券アナリスト業務に従事してきたが、そのなかで投資家にとって債券は投資の中心「主食」であり、いつも食べる「おコメ」のようなものと説明してきた。特に、

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	-0.77	-0.76	-0.75	-0.72	-0.67	-0.61	-0.58	-0.54	-0.49	-0.44	-0.41	-0.38	-0.35	-0.32	-0.29	-0.25	-0.27	
ドイツ	-0.68	-0.74	-0.78	-0.77	-0.75	-0.75	-0.69	-0.68	-0.64	-0.57	-0.53	-0.50	-0.46	-0.42	-0.39	-0.36	-0.17	
オランダ	-0.71	-0.72	-0.73	-0.71	-0.70	-0.67	-0.63	-0.59	-0.55	-0.49	-0.47	-0.46	-0.44	-0.42	-0.41	-0.22	-0.19	
フィンランド	-0.75	-0.72	-0.71	-0.68	-0.67	-0.64	-0.58	-0.53	-0.46	-0.39	-0.37	-0.34	-0.31	-0.29	-0.26	-0.19	-0.05	
デンマーク	-0.63	-0.59	-0.58	-0.57	-0.56	-0.54	-0.52	-0.51	-0.48	-0.45	-0.41	-0.37	-0.33	-0.29	-0.26	-0.22		
オーストリア	-0.54	-0.71	-0.70	-0.67	-0.67	-0.62	-0.60	-0.56	-0.50	-0.42	-0.37	-0.33	-0.28	-0.23	-0.18	-0.06	0.08	0.15
フランス	-0.58	-0.68	-0.70	-0.69	-0.66	-0.63	-0.57	-0.51	-0.41	-0.34	-0.30	-0.27	-0.24	-0.21	-0.18	0.07	0.33	
アイルランド	-0.61	-0.62	-0.62	-0.61	-0.58	-0.52	-0.47	-0.41	-0.33	-0.24	-0.20	-0.16	-0.11	-0.07	-0.03	0.04	0.34	
スウェーデン	-0.26	-0.42	-0.40	-0.38	-0.36	-0.31	-0.26	-0.18	-0.10	-0.02	0.02	0.05	0.09	0.12	0.16	0.34		
日本	-0.15	-0.14	-0.14	-0.14	-0.12	-0.11	-0.11	-0.07	-0.02	0.02	0.06	0.10	0.14	0.18	0.22	0.39	0.63	0.67
ポルトガル	-0.53	-0.65	-0.54	-0.51	-0.41	-0.34	-0.21	-0.18	-0.11	0.04	0.11	0.19	0.26	0.33	0.40	0.42	0.75	
スペイン	-0.57	-0.57	-0.56	-0.51	-0.45	-0.37	-0.22	-0.16	-0.07	0.07	0.14	0.20	0.26	0.32	0.38	0.63	0.88	
イタリア	-0.44	-0.44	-0.35	-0.17	-0.03	0.12	0.20	0.40	0.46	0.61	0.68	0.75	0.81	0.88	0.95	1.15	1.50	
英国	-0.02	-0.02	-0.04	-0.03	0.01	0.04	0.13	0.19	0.28	0.33	0.39	0.45	0.49	0.53	0.57	0.87	0.92	0.86
カナダ	0.19	0.27	0.30	0.34	0.43	0.43	0.43	0.51	0.59	0.68	0.70	0.73	0.75	0.78	0.81	0.83	1.20	
米国	0.11	0.17	0.22	0.30	0.38	0.50	0.62	0.69	0.77	0.84	0.89	0.95	1.00	1.05	1.10	1.36	1.56	
豪州	0.06	0.11	0.12	0.19	0.31	0.34	0.54	0.67	0.78	0.89	0.90	1.00	1.08	1.16	1.24	1.55	1.88	
ノルウェー	0.10	0.19	0.28	0.36	0.45	0.52	0.59	0.66	0.73	0.80								
中国	3.03	3.07	3.10	3.15	3.21	3.28	3.35	3.35	3.34	3.34	3.37	3.40	3.43	3.46	3.49	3.64	3.95	
インド	3.35	4.02	4.48	4.82	5.10	5.71	5.82	5.95	5.95	5.88	6.13	6.26	6.27	6.22	6.31	6.42	6.64	6.60

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19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

預金に資金調達を依存している預金金融機関にとって、安定した資金を用いて長期的なリスクをテイクして収益を確保すべく債券投資を行うことは重要な金融機能の発揮の一つでもあると考えてきた。

ただし、ここで「おコメ」の味は長短金利差にあり、短期で調達した資金を長期間のリスクをとることによる収益が長短金利差として得られてきた。また、期間の経過に沿ってロールダウンによる収益も獲得可能になった。ここでロールダウンとは時間の経過とともに利回り水準がイールドカーブの傾斜を転がるように低下して債券価格が上昇することを指すもので、ロールダウンによって期待される効果をロールダウン効果という。問題は、マイナス金利での資金調達は事実上、困難であるなか、金利水没では長短金利差を確保できないことにある。

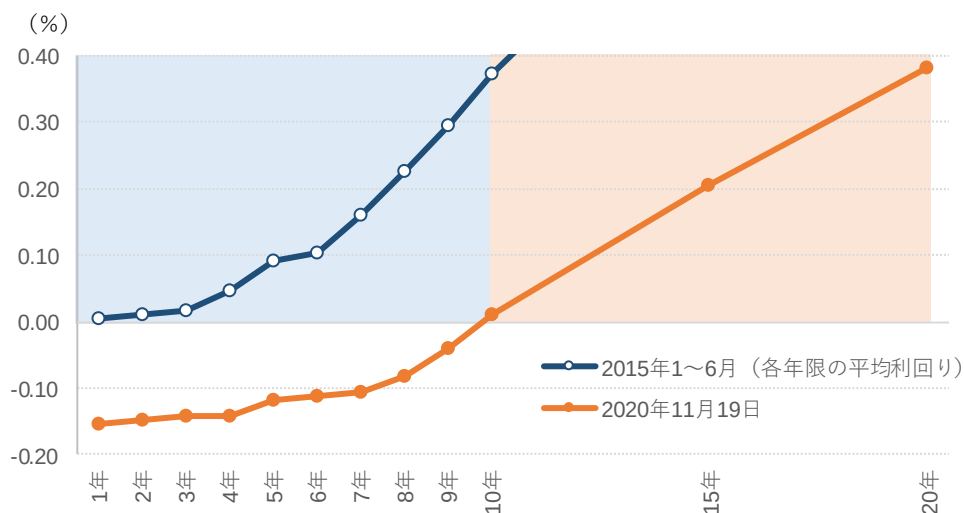
その結果、従来の債券のメリットが活用できるのは、金利水没マップ上、水面に出ている概ね10年以上のゾーンとなる。すなわち、次ページの図表に示されるように、10年近くまでが水没した環境では20年の超長期分野への投資が従来の10年債への投資と同じような位置づけになる。20年先物市場が事実上機能しないなか、超長期分野はヘッジツールに欠ける面があるものの、リスク量を管理しつつ取り込むことが重要だ。また、そうしたニーズを背景に、今後、超長期国債や社債市場の拡大も期待される。

■金利水没下では20年債が従来の10年債の位置付け

日本のYCCは長期ゾーンの生体反応を残す仕組みに

2016年から始まった日銀のイールドカーブコントロール

イールドカーブ（日本）



（作成）岡三証券

（YCC）は理論上、10年金利を基準に0%近傍にコントロールすることで金利上昇を抑制する性格を持つが、同時に、過度に金利が低下するのを防ぐ側面ももっていた。2016年のYCC導入段階での意義は、2016年1月にマイナス金利導入を決定して以降、超長期分野にまで及んだ金利低下に歯止めをかける側面が強かった。その背景には、超長期の過度な金利低下が保険・年金の持続的な運営の制約となり、国民に不安を与えるとの意識が生じた点にある。中期ゾーンを中心とした商業銀行の活動領域は殆どが金利水没状態になって打撃を受けたものの、保険・年金業には相応の配慮を見せた状況にある。今回、日銀が一定の条件を付すことを条件に、当座預金に上乗せ金利を付すことを決めたのは、地域銀行を中心にしてマイナス金利で苦しむ業態に一定の配慮を示したとも考えられる。

以上のYCCの環境は、日銀の手によって10年まで「魔術」がかけられる世界であり、市場機能も失われる状況になる。さながら、ギリシャ神話でミダス王の触ったものが黄金になってしまう「ミダス王のタッチ（Midas touch）」のように、日銀のマイナス金利でYCCの力が働くゾーンは市場機能を失うことになる。一方、現在、その魔力は10年以上にはあまり及ばないようにしている状況とも言え、金利が残る10年以上の年限には市場機能が残されていると考えられる。

その結果、市場機能が働く債券は10年よりも20年になりやすい。一般的に、長期金利の指標は10年金利とされ、今日、報道等でも「長期金利」とされるときは基本的に10年国債の利回りが示される。ただし、実際に市場機能が残り、さらに厚みのある市場は20年とも考えられ、20年金利を「準ベンチマーク」とした扱いも今後は考えられるのではないかと。また、金利リスクを勘案しつつも長短金利差、「おコ

■10年以下の債券は日銀によるYCCの「魔力」が及ぶ

■市場機能が働く20年債は厚みもあり、「準ベンチマーク」とした扱いも

■ バイデン政権の為替政策上の変化が注目される

■ 19年以降、複数の民間企業が50年債を発行している

メの味」、キャリーとロールダウンを確保できるのは10年債よりも20年債と考えられる。

YCCの行方は今後の米国の為替政策に大きく依存

日米のYCCを巡る環境は、現状、米国は導入には至らず、日本はYCCを続け超長期ゾーンに一定の市場機能を維持させる状況で保険・年金に配慮する動きを続けていると考えられる。もし、この構造が変わるとすれば、米国の為替政策に変化が生じる場合と考えてきた。今月の米国大統領選ではバイデン大統領への政権交代が生じることになり、今後、為替市場に従来と非連続的な動きがみられる可能性もある。仮に、米国の為替政策上、ドル高に問題意識が生じ、ドル安に舵を切る場合、米国でも金利水準をイールドカーブ全体で引き下げる手段としてYCCが用いられる可能性はある。米国の場合は、10年よりも短いゾーンに限定されるとの観測もあるが、その場合、日本のYCCにおいては保険・年金への配慮を超えて超長期ゾーンも含めた金利引き下げニーズが生じる可能性もある。一方、実際には米国の10年金利が大統領選後上昇していることもあり、急な上昇が生じれば、その上昇を抑制する動きが生じることもあるだろう。

50年債のフロンティア

以上、20年を新たなベンチマークとすれば、更なるフロンティアは50年債となる。現在、日本の国債市場で最長の年限は40年債である。ただし、既に民間では、2019年以降、三菱地所債をはじめ5社の50年債が発行され、今年は財投機関債として日本政策投資銀行も50年債の発行を行っている。従って、超長期市場の育成のためにもベンチマークとしてのイールドカーブを形成する観点からも国債で50年債の発行

日本での50年債発行事例

年	企業	発行規模（利率）
2019年	三菱地所	150億円（1.132%）
	JR東日本	200億円（0.809%）
	大阪ガス	100億円（0.700%）
2020年	東京メトロ	100億円（0.937%）
	三井不動産	100億円（1.030%）
	日本政策投資銀行	100億円（0.892%）

各種資料をもとに岡三証券作成

■50年債の発行ではシ団方式、 私募方式で行う選択肢も

は意義があると考えられる。今後、50年債で定期的に既存の国債のような公募入札を行うのは容易でないとするれば、シ団方式での発行や主幹事方式での対応、また私募形式でニーズのある公的なセクターを中心に売り出し発行を行うことも選択肢としては考えられる。また、公的なセクターの大量な資金運用ニーズを勘案すれば、私募の売り出し発行のような形で当該投資家への発行も考えられるのではないか。今日、国債がこれだけ未曾有の発行額になるなか、発行当局としても常に様々な方式での発行の可能性を検討しておく必要はあるだろう。

なお、国債のフロンティアとして、長らく、筆者は外貨建て日本国債の発行も選択肢の一つと考えてきた。問題は、外貨を確保してどこに用途があるかという点になるが、日本の企業・金融機関の外貨ファンディングに寄与するべく国が代わりに調達するという選択肢もある。これまで日本が外貨建て国債の発行を行ってこなかったのは、外貨建てを行わないと資金調達ができないのではないかと信任の低下を危惧している面もあるとされる。ただし、今後の調達手段の多様化を勘案すれば、先述のように様々な可能性を検討する余地はあるだろう。

金利水没下の発行計画は

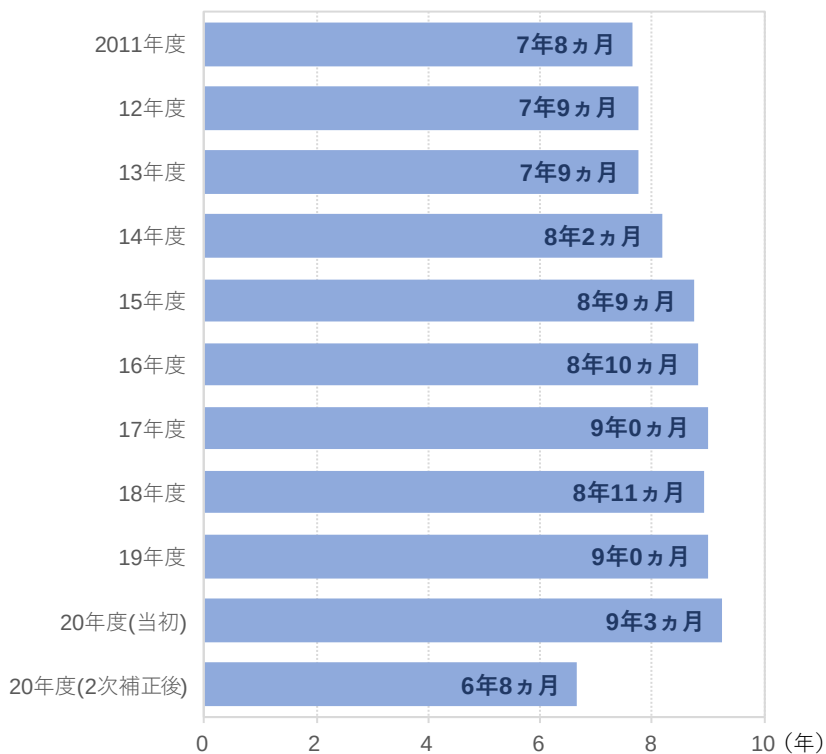
2020年度の国債発行総額は2度の補正によって当初計画比+約100兆円となっており、緊急的な増額分の多くが短期国債中心に発行された。その結果、今後、大量の借換債の発行が必要になる。先述のように、20年ゾーンがベンチマーク化するなか、20年債の発行増加も必要になるだろう。次ページの図表は日本の国債の平均償還年限推移である。平均償還年数は2016年頃までは上昇していたが2016年のマイナス金利やイールドカーブコントロールで長期金利が低下するなか、逆に長期化が殆ど止まった状況にある。一方、2025年には保険業界での国際資本基準（ICS）で経済価値ベースでのソルベンシー規制が導入されることに伴い、資産と負債のデュレーション・ギャップを埋める観点からも超長期債のニーズ拡大が期待される。2021年度の発行では相応の超長期国債の発行による超長期ゾーンでの市場機能を残すことは重要であると考えている。

超長期国債は当然に金利リスクを伴うものの、同時に金融機関としては重要な金融機能の一つである期間変換機能を発揮して長短金利差を享受できる可能性がある。以上の観点からみて、今や超長期ゾーンしか本来的な運用対象になりにくいのが実情だ。以上からみて、リスク管理を行いつつもLED戦略におけるフロンティアの一つとして超長期ゾーンを運用対象に取り込む必要があるだろう。また、発行当局としても2020年代半ばまでは少なくとも超低金利状況が続くとしたうえで、新たな発想での発行に転じる必要もあるだろう。また、同時に、こうした超低金利状況を勘案して超長期ゾーン

■日本国債の平均償還年限は 長期化が殆ど止まった状況

の市場インフラの整備を行う必要もあると考えられる。金利水没という「水中生活」のなかでも、依然、市場機能が残る超長期市場の活用は重要な課題となる。

平均償還年数（カレンダーベース、フロー）



（出所）財務省理財局「国債発行を取り巻く現状と課題」 ※20年度は推計値

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)