

ゆうちょ資産研レポート

2021年 9月号
隔月発行

一般財団法人 ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター

ファンダメンタル・アナリシス	1
コロナ禍後に日本経済の本格再生はあるのか？	
J.P. モルガン証券株式会社 経済調査部長 チーフエコノミスト 鵜飼 博史	
マーケット・アウトLOOK (1)	7
デルタ株感染収束後のミニ・トレンド形成へ	
SMBC 日興証券株式会社 金融経済調査部 ストラテジスト 奥村 任	
マーケット・アウトLOOK (2)	13
金利ボラティリティの源泉	
モルガン・スタンレー MUFG 証券株式会社 マクロストラテジスト 杉寄 弘一	
資産研コーナー	19
2020 年度研究助成論文の概要	
ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子	
統計データ集	25
ゆうちょ関連データ	29

2021.9

コロナ禍後に日本経済の本格再生はあるのか？

J.P.モルガン証券株式会社
経済調査部長 チーフエコノミスト
鵜飼博史



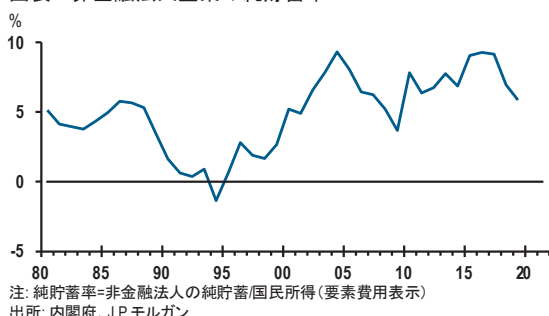
日本経済は、コロナ禍が収まれば一旦はサービス消費等でペントアップ需要が発生し、一時的に高い成長率になるうが、問題はその後である。日本ではコロナ禍の前から企業が将来の国内市場に対する成長期待が低く、貯蓄を過剰に行ってきたが、資本市場のコーポレート・ガバナンス機能もこれを抑制できていない。最近でも既に過剰貯蓄を維持する兆しがみえていて、心配である。今後は、日本経済が長期停滞に戻らないように、成長期待を高めることによって、企業に貯蓄を取り崩させ、効率的な投資を積極的に行わせることが重要だ。そのために今必要なことは、政府がグリーン成長や DX 促進を早急に肉付けし、もっと積極化させ、日本銀行も資金配分面からこれを支援することだ。さらに、これらを支えるための労働市場の改革も急がれる。コロナ禍を経て経済構造が変わりつつある今回の機会を逃してはならない。

1. 日本経済の低成長の理由

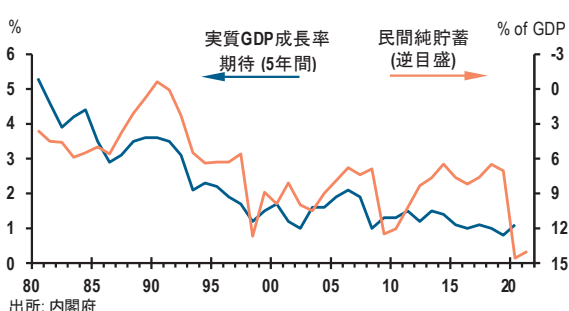
日本経済の成長率は、昨年春にコロナ危機を迎えて一旦大きな落ち込みを経験したものの長くは続かず、リバウンドした。とは言え、本年入り後も新型コロナの感染者数が急増する下で、なかなか強い回復を実現できずにいる。しかし、今後はワクチン接種率が 10 月中にも 60%に達し、デルタ変異株の感染者数もピークアウトしていく中で、本年第 4 四半期から来年第 1 四半期にかけて、一旦はサービス消費等にペントアップ需要が顕在化し、高い成長率になる筈だ。これは米欧でもみられてきた現象で、それを 1~2 四半期遅れてキャッチアップしようとしている訳だ。

しかし、本当の問題は、その後にある。コロナ禍が来る前、日本経済はアップダウンはあれど、総じて長期停滞の最中にあったとみることができる。日本経済は、実は2000 年代に入ってから、特に人口減少の展望等に基づく国内経済の低成長期待に晒され、そこに倒産回避を何よりも優先する企業の保守的な経営姿勢、更には潜在的には中国や新興アジア諸国企業による日本企業の競争力への挑戦等が加わる状況になっていった。これらを背景に、企業が貯蓄を積み上げる動きが活発化した。実際、企業の純貯蓄率をみると、1990 年代末頃から貯蓄を積み上げる傾向が顕著になり、現在も非常に高いままである（図表 1）。こうした国内市場の先行きに対する成長期待と民間の純貯蓄の関係を見ると、成長期待の低下が企業を貯蓄の積み上げに駆り立てて来たことがみてとれる（図表 2）。しかも、資本市場のコーポレート・ガバナンスも改善してきたとは言え、まだ弱いので、この企業貯蓄が必ずしも効率的に株主利益の最大化に用いられるように仕向けられてこなかった。

図表1: 非金融法人企業の純貯蓄率



図表2: 日本の大企業中期実質GDP成長率期待と民間純貯蓄

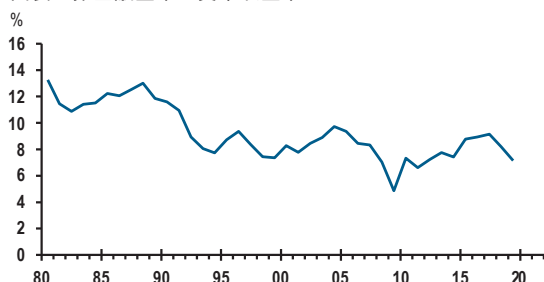


このように国内で効率的な投資が積極化しなかった結果、資本収益率は 1990 年代前半に低下した後、現在に至るまで低いままで推移する事態になっている（図表 3）。この状況では、企業も先行きに自信を持てず、製品・サービス価格への転嫁姿勢も弱いため、物価や賃金も上昇しにくい。一方で、企業からみて成長が期待できる海外への投資だけは、積極的に行うという構図になっている。日本企業が海外ではモノやサービス、さらには投資収益を生み出せていても、国内での付加価値創出能力が弱まってしまっている。

また、家計に目を転じると、家計はずっと以前から、金融リテラシーの教育も功を奏さず、現預金選好が強いままである。高度経済成長期には、それでも銀行がメインバンク機能を果たし、貸出のみならずリスク資本も供与する一種のプライベート・エクイティ・ファンドの働きをして、企業のリスク資本需要を賄ってきた。しかし、資産バブルの崩壊を経て、ビジネスのリスクを銀行のバランスシートに集中させることができなくなったし、するべきでもなくなった。日本の金融機関自身は高い金融仲介機能を持っているが、それでも間接金融で家計の現預金需要を企業のリスク資本ニーズに効率的に繋げることは難しいのが現状だ。金融機関がグループとして、企業や家計に対するコンサルティング機能を高めることが、今も課題として残されている。

いずれにしても、企業・家計のこうした傾向と、繰り返し起こるデフレに伴うマネーの相対的に高めのリターン、さらには債券金利がほぼゼロであることも手伝って、マネーストックとして M2 の対 GDP 比をみると、1990 年代末頃から上昇を続け、最近では先進国で唯一 200%を超えている状況にある。

図表3: 非金融企業の資本収益率



注: 資本収益率 = 営業余利/資本ストック 出所: 内閣府、J.P.モルガン

図表4: 金融支援策と事業再構築に関するサーベイ

	全企業	大企業	中小企業
各種金融支援策を利用したか？			
既に利用	59.8%	33.7%	64.3%
利用を計画	5.4%	4.8%	5.6%
計画なし	34.7%	61.5%	30.2%
金融機関から資本金劣後ローンの提案を受けたか？			
既に受けている	16.1%	6.7%	17.5%
事業再構築を計画しているか？			
実施済み	10.9%	15.6%	10.1%
1-2年以内に大規模リストラ	5.8%	4.6%	6.0%
1-2年以内に部分的リストラ	27.1%	19.6%	28.2%
1-2年以内に計画なし	56.2%	60.1%	55.7%
事業再構築後に黒字化するまでの期間は？			
既に黒字化	4.6%	8.8%	4.1%
1年未満	18.6%	17.5%	18.8%
1-2年	32.8%	28.8%	33.3%
2-3年	27.6%	25.0%	27.9%
3-4年	9.0%	9.4%	9.0%
4年以上	7.3%	10.6%	7.0%

注: 大企業は自己資本1億円以上の企業と定義。中小企業は自己資本が1億円未満。

出所: 東京商工リサーチ

2. コロナ禍後の後遺症はこれまでのところ比較的軽微

さて、こうした日本経済の構造要因の先行きを考える前に、コロナ危機の後遺症の大きさを考えておこう。これが大きいと、そもそも危機脱出後も経済成長率はなかなか高まらないからである。危機を経験すると、後遺症として心配になるのは企業債務の累増と雇用情勢の悪化である。しかし、今回は危機自体は僅かに 1 四半期と短かったため、その後もコロナ禍の影響が続いているとは言え、政府や日本銀行の迅速な対応もあって、世界金融危機と比べても後遺症は小さいようだ。まず、政府系金融機関と民間金融機関が実質無利子無担保の融資を積極的に行って金融の引き締まりを防いだのだが、その結果、企業債務の対 GDP 比でみた上昇は、他の先進国と比較しても大きくなった。しかも、前年のクレジット・スコアの低い企業ほどこの制度融資を用いているため、

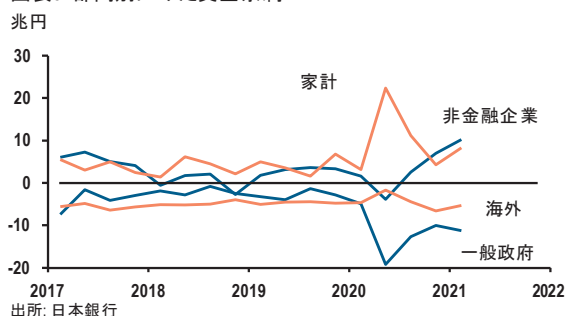
今後本来であれば淘汰されてしまう所謂ゾンビ企業が、中小企業に発生する可能性も高まっているのは事実である。しかし、今回、政府は政府系金融機関に民間金融機関も加えながら、企業に資本性の資金調達を促すことでコロナ禍後に備えた事業転換を促進している。この結末は今後を見守るしかないが、金融支援策と企業の事業再構築のアンケートをみると、明るい兆しが窺われる。具体的には、資本性の劣後ローンの提案を金融機関から受けている企業が本年 4 月時点で回答企業の 2 割に達する勢いである。しかも、企業の事業再構築は、既に実施した先から 1~2 年以内に行う先まで含めれば実に 4 割に達する。事業転換の滑り出しは、少なくとも予想より順調なようだ。

しかも、労働市場の痛みは小さい。日本経済は構造的に人手不足に悩まされてきたので、今回の危機時でも就業率の低下は小さかった。小幅な就業率の低下は、むしろ、今後の労働需要の増大を当面は満たせることも意味する。この点は、労働市場から退出した人達がなかなか戻ってこない米国とは状況が違う。ただ、一方で日本の転職率は元々低いうえに、コロナ禍下でむしろ更に低下している。企業がビジネス・モデルを転換していく際には、雇用の流動化が必要になるが、これが一向に進まないのは、日本経済の弱点として残るだろう。

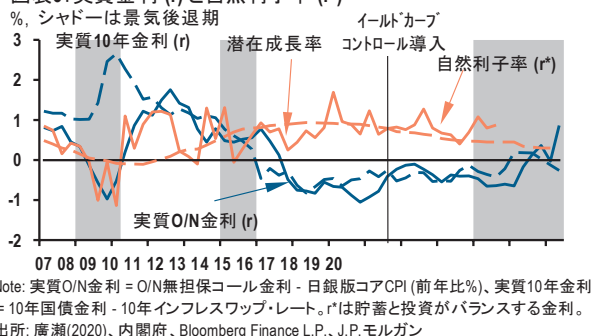
3. 企業の過剰貯蓄が続く兆し

このように、コロナ危機の後遺症が比較的小さいことは好材料ではあるが、日本経済がペントアップ需要の後に高い成長を実現するための焦点は、企業が過剰貯蓄を続けるか、それとも取り崩しにかかるかにある。この点、企業の資金余剰をみると、今年に入って再び増加しているなど、既に今後も続く兆しが現れている（図表 5）。また、大企業製造業の 2020 年度の経常利益を日銀短観でみても、売上げが 7.8%も低下しているのに販売・管理費の大きな削減等によって殆ど横這いにとどまっていた。これは企業収益にはプラスであっても、企業の貯蓄超過の維持ないし拡大に繋がる兆しでもある。企業の過剰貯蓄が続けば、日本経済は高い成長を望めなくなる。

図表5: 部門別にみた資金余剰



図表6: 実質金利 (r) と自然利子率 (r*)



4. 求められる政策対応とは

こうした状況を踏まえ、日本経済の成長率を高めるために必要な方策とその進捗状況をみてみよう。まず、通常のマクロ経済政策から考えよう。金融政策は、大きな利下げを行えるのであれば効くかもしれないが、現実には長短金利ともゼロないし若干のマイナスになっており、金利の有効下限制約にほぼ直面しているので困難である。金融政策の効果は、貯蓄と投資がバランスする自然利子率から実質金利をどの程度下方に押し下げるかで決まるが、両者の差はこれまでも大きくなく、特に最近は小さいことがみてとれる（図表 6）。日本銀行は、インフレ期待を高めることができず、

実質金利が十分に下がらないまま、利下げが限界に近付いているということだ。しかも、自然利子率は、生産年齢人口の減少が続き、上述の企業の過剰貯蓄が悪化すれば、今後更に低下することもある。したがって、事実上の長短ゼロ金利政策を更に長期化させる、いわば低金利超長期化政策を続けても、それだけで打開はできないと見込まれる。

これ以外に、通常の意味での財政支出の拡大にしても、もちろん、景気・物価の刺激には効くのだが、その効果は一時的なものに過ぎず、この政策が終われば効果も止まるので、抜本的な解決にはならない。

むしろ、本稿の全体のテーマである企業の低成長期待を反転させることが、最も効果的である。企業が国内経済・市場が将来拡大すると予想するようになれば、企業が貯蓄を取り崩し、今から支出を拡大させることを期待できる。具体的には、政府は現在、成長戦略を掲げ、コロナ禍後の経済構造変化に対応して企業のビジネスモデルの転換を促すだけでなく、大きな柱として、グリーン成長戦略や民間のデジタル・トランスフォーメーション（DX）促進を推進している、この方向性自体は間違っていないが、十分とは言えないし、他の観点もある。本稿を執筆している時点では、自民党総裁選挙の帰趨がみえていないので、次期政権の方針が現時点ではわからないが、どのような政権になったとしても、現実にはどの程度企業の変革が進むかという観点で重要な点を以下で点検していこう。この結果、自然利子率が上昇し、自然利子率と実質金利の格差も拡大すれば、金融緩和の効果を高めることも期待できる。

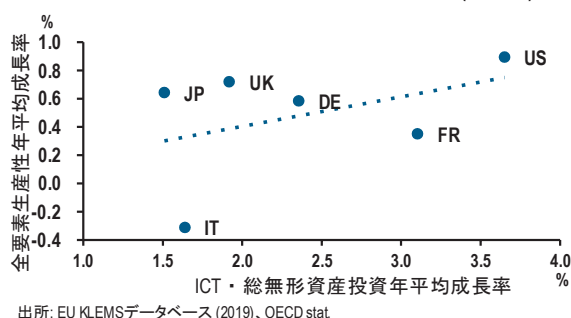
（１）デジタル・トランスフォーメーション（DX）

まず、日本の DX の進展状況を見ると、これまでは米国と比べてゆっくりであり、やや停滞気味といっても良い状況であった。まだ DX の部門横断的な実施や継続的な実施に至った企業は少なく、取り組みも企業によって二極化する傾向があった。これには様々な理由がある。まず、DX は本来ビジネスモデルの変革をもたらすものであるにも拘らず、日本企業はこれを業務オペレーションの改善といった経営の改善に用いようとする意識が強かったことが挙げられる。またデジタル業務に関与できる人材が不足してきたこともある。さらには、日本政府の本分野における規制撤廃・見直し、例えば E-communication についてみれば明らかな通り、1980～90 年代に進んだ後、2000 年代に入って進捗しなくなったことも響いている。

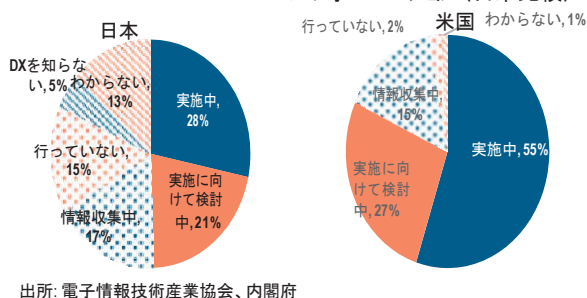
しかし、日本経済が生産性を高めるためには、DX を推進する意義は大きい。もちろん、DX 導入の効果が企業によって格差が大きいことは過去に実証されているが、それでも DX の進展はマクロでみて生産性にはプラスである。実際、ソフトウェア等の無形資産投資や ICT 投資の伸び率と、生産性の中でも全要素生産性を取り出してその伸び率との関係を各国横断的にみると、プラスの相関関係を確認できる（図表 7）。しかも DX がビジネスモデルの変革に繋がれば、こうした投資自体の効果を上回るプラスの効果も期待できる筈だ。

今回、コロナ禍を経たことで、ここにきて DX への取り組みを実施ないし計画する企業は、アンケートによれば 5 割に達するようになった（図表 8）ほか、2021 年度の企業のソフトウェア投資計画が日本銀行の短観によれば前年比 15%増と強いことは、明るい兆しである。ここに、日本政府が DX を日本経済の成長戦略の柱の一つと位置付け、自動車等のモビリティ分野、金融分野、建築分野について AI 等を円滑に使用するための規制改革に乗り出したほか、デジタル庁の設立、DX 投資促進税制の創設を実施している。漸く、日本企業が DX を促進するための舞台に立ったところである。

図表7: 全要素生産性とICT・無形資産投資の成長率 (2000-15)



図表8: 企業のデジタルトランスフォーメーション (日米比較)



(2) グリーン成長戦略

政府は、2030年までに温室効果ガスを46%削減し、2050年までに二酸化炭素排出量をネットゼロにする目標に向けて、日本経済を成長させるためのグリーン成長戦略を打ち出している。以前は脱炭素化に対して消極的であった事実を鑑みれば、大きな変化である。今後、本戦略が成長を促進するかを考えるポイントは、脱炭素を目指して如何に設備投資を誘発できるかと、脱炭素に転換する過程で痛みを伴う産業をどうするか、にある。

まず、経済産業省からエネルギー基本計画の素案が出され、2030年には再生可能エネルギー比率を2030年には36～38%に高めるほか、原子力を20～22%に高めることなどで温室効果ガスの46%削減を達成する見通しであることが判明した(図表9)。しかし、再生可能エネルギーを実際に大幅に増やすために、例えば送電網や蓄電能力をどうやって飛躍的に高めるのかといった議論による肉付けはなされていない。原子力発電所の今後の運営についても何も語っていない。これらをどうするのか、その結果として日本の製造業やさらには社会にとって電力料金の大幅な引き上げを回避できるのか、を詰めていかなければならないだろう。

政府は更に、脱炭素に向け、グリーン成長が期待される14分野を指定し、実行計画を策定した。日本の企業は概して資本ストックのビンテージが高く更新余地が大きいほか、上述したように、多額の貯蓄を抱えているため、投資の余力はある。したがって、この14分野で広範に投資を引き出せるかがポイントである。この点、既に企業が独自の二酸化炭素排出削減目標を設定する動きが広がっていることは明るい兆しだ(図表10)。ただし、政府が公表した工程表の詳細がまだ肉付けの途上にあり、本当に脱炭素化が担保されるのかを含めた定量的評価もまだできていない。

更に重要なことは、日本経済にとって重要な産業の脱炭素化のコストと支援に関する議論が不足していることだ。例えば、日本が世界的に優位であった鉄鋼等素材産業の構造転換の支援をどうするかと言う点について、EUでは既に対策が構想されている。日本政府も議論を急ぐべきだろう。

図表9：2030年におけるエネルギー需給見通し

		2019年⇒現行目標	2020年ミックス (野心的な見通し)
省エネ		1,655万kl⇒5,030万kl	約6,200万kl (省エネ前の最終消費：約35,000万kl)
電源構成	再エネ	18%⇒22～24%	36～38%
	水素・アンモニア	0%⇒0%	1%
	原子力	6%⇒20～22%	20～22%
	LNG	37%⇒27%	20%
	石炭	32%⇒26%	19%
	石油等	7%⇒3%	2%
(+ 非エネルギー起源ガス・吸収源 上記と同等の引上げ)			
温室効果ガス削減割合		14%⇒26%	46% 更に50%を目指す
出所：資源エネルギー庁			

図表10：二酸化炭素削減目標を設定した産業グループ毎の企業数

産業グループ	CDPの目標を定めた 企業の合計時価総額 (兆円)	産業グループの 合計時価総額 (兆円)	割合	CDPの目標 を定めた企業数 (/各グループの企業数)
食品・飲料・お酒	20.2	25.9	78%	21/92
食品・生活必需品小売	7.1	16.4	43%	2/68
耐久消費財・アパレル	23.6	34.6	68%	11/110
資本財	37.2	105.5	35%	39/397
不動産	6.1	15.3	40%	4/55
素材	15.0	44.6	34%	30/200
エネルギー	3.0	4.9	61%	3/19
公益事業	2.8	8.0	35%	4/24
商業・専門サービス	4.1	22.6	18%	5/119
ソフトウェア・サービス	10.9	28.5	38%	5/152
メディア・娯楽	1.8	28.7	6%	2/101
消費者サービス	0.3	13.0	2%	1/116
各種金融	3.9	13.6	29%	5/50
医薬品・バイオテクノロジー	25.2	39.7	63%	9/40
ヘルスケア機器サービス	9.1	26.0	35%	3/64
運輸	15.1	28.9	52%	15/70
小売	3.3	26.7	13%	6/121
テクノロジー・ハードウェア	25.5	48.6	53%	22/138
家庭用品・パーソナルケア	12.0	14.6	83%	7/26
自動車・自動車部品	57.8	71.3	81%	25/83
半導体・半導体製造装置	13.3	20.4	65%	6/33
電気通信サービス	28.2	40.2	70%	3/18
保険	14.3	15.6	92%	6/10
銀行	7.9	31.5	25%	4/84
合計	348	725	-	238/2190

出所：Bloomberg Finance L.P., J.P. モルガン

これまでみてきた通り、現在の政権はこうした側面に対応した成長戦略を打ち出している点で前進したが、日本経済の成長力を上げるためには、現在の取組みでは十分ではない。具体的には、政府は、グリーン成長戦略や DX 促進策を、その肉付けを加速させると共に、これまで以上に積極的に推し進めることが必要である。さらには、日本銀行も、先般、気候変動対応をオペで促進することを決めたが、それだけではなく、日本銀行は中立性への配慮から現時点では否定的であるが、オペの対象を他の構造転換分野——例えば DX——まで拡大させて、資金配分の側面から企業および政府の対応を支援することも考えることが望ましい。

(3) 労働市場改革

最後に、雇用問題にも触れておきたい。企業が生産年齢人口の将来に対する見方を変えるようにするには、コロナ禍が収束した後に外国人労働者の活用を大幅に増やすことを忘れてはならない。これまでの施策では不十分であるうえ、実は、他のアジア諸国もこれから人口の減少に直面するために外国人労働者への需要が高まっていて、これからはアジア諸国とも競争していく状況がすぐそこまで迫っている。それだけにこの対応は急がなくてはならない。また、企業のビジネスモデルの転換を支援するためには、雇用が再配分されるように流動化を促進することや、労働者に再教育機会の提供を積極化することも、必要である。政府はこの点にも目配りをしつつあるが、かなり不十分であり、取組みの強化が求められる。

おわりに

日本経済はコロナ禍を経て、また他の先進諸国等の気候変動への対応の急展開をみて、経済構造の転換に否応なく向き合わなければならなくなっている。既に企業が過剰貯蓄を維持・拡大する兆候もみられており、市場はそうした状況を先取りしているように見える。しかし、この状況にうまく対応できれば、日本経済はこれまでの長期停滞から脱するチャンスでもある。日本経済が高成長に転換できるかどうかは、現在の企業の危機意識とそれへの対応、さらには政府・日本銀行の取組みにかかっている。

デルタ株感染収束後のミニ・トレンド形成へ

SMBC 日興証券株式会社
金融経済調査部
ストラテジスト 奥村 任



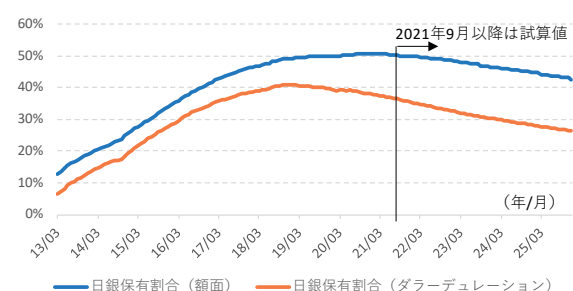
日銀は JGB 市場への関与を減らす方向へ

円 OIS2y3m フォワード金利は-0.1%近傍で横ばい推移を続けており、マーケットでは引き締め方向でも正常化方向でも日銀の政策変更は行われないとの見方がほぼコンセンサス化している。世界的にデルタ株を中心とした新型コロナウイルス感染拡大が生じたということもあるが、ワクチン接種進捗により経済見通しが連続的に上方修正された昨年末から2021 年前半でも日銀政策変更への思惑は殆ど生じなかった。7 月展望レポートでは2023 年度でもコア CPI 見通しが前年比+1.0%とされており、物価目標に紐づけたオーバーシュート型コミットメントが導入されている以上、今後数年にわたって引き締め方向の織り込みが生じない可能性もある。一方で2021 年3 月には「貸出促進付利制度」が導入されており、日銀は追加利下げのカードがあることを改めて示した格好だが、コロナ禍において中小企業向けを中心とした金融仲介機能維持を引き続き重視する必要があることを踏まえれば、利下げに対するハードルは極めて高いことに変わりはなく、今後も日銀アクションへの思惑が生じる可能性は乏しいと言える。

ただし、日銀の国債買入スタンスには若干の変化も生じている。日銀は国債買入方針に関して、4 月より従来のような「金額レンジ」ではなく「特定の金額」を示すと変更し、さらに7 月からは買入れ金額・回数の発表を毎月ではなく四半期毎に決定するという方式に変更を行った(買入れ日程は従来通り毎月決定)。いずれの措置についても、JGB 金利変動時に日銀が買入れを調整して市場に介入するという見方を抑制することにつながり、日銀の JGB 市場でのプレゼンスを後退させることが目的と見られる。日銀は2021 年3 月政策点検の際に市場機能に配慮するスタンスを示していたが、その延長線上の対応とも言える。市場への関与を減らすという観点では、今後も四半期ごとの買入れ方針発表に合わせて継続して買入れ金額を減額することが想定される。すでに超長期区分の買入れ金額は少ないため直接的に減額の影響が出る可能性は低いが、長期区分の買入れ金額の減額とそれに伴う長期金利のボラティリティ上昇を介してカーブ形状にはベア・スティープ化圧力がかかると思われる。当然ながら、日銀が JGB 市場に与える影響は引き続き極めて大きいのだが、大きな方向感としてはそれが減少していくことを認識しておくべきではあるだろう(図表 1)。

しかし、日銀は物価目標に紐づけてマネタリーベース拡大方針を掲げているが、このまま買入れ金額を削減していくと2022 年後半には日銀保有分の国債償還が増えることもあり、マネタリーベースの前年比伸び率がマイナスに転じることが予想される(図表 2)。拡大方針は厳密に前年比ベースの増加を示すものではなく、日銀としても直ちに問題視することもないとは思われるのだが、急速なペースでの国債買入削減には多少のハードルもあるとも言える。今後の日銀買入れ削減ペースは非常に緩やかになる可能性が高いと想定される。

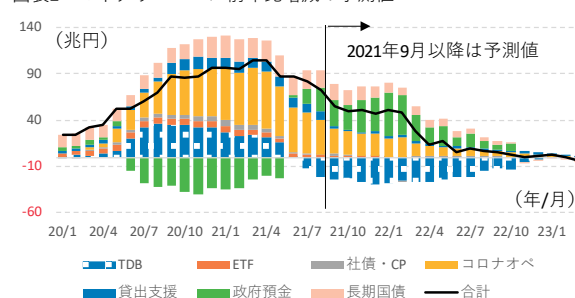
図表1：JGBの日銀保有割合



注：物連、変国を除く

出所：日銀、財務省、ブルームバーグ、SMB C日興証券

図表2：マネタリーベース前年比増減の予測値



注：長期国債買入は月間7千億円減額と仮定

出所：日銀、財務省、SMB C日興証券

20 兆円規模の補正予算編成の場合は複数年限増発の可能性

日銀の政策変更は当面予想されないのだが、本邦においては補正予算編成とそれに伴う国債増発が金利上昇材料となる可能性が出てきている。自民党総裁選は菅首相が不出馬を表明しており、岸田氏、河野氏、高市氏らで争われると見られる。いずれの候補者であっても首相交代に伴い、内閣支持率回復が見込めることは補正規模拡大のインセンティブを削ぐことになるが、本邦新型コロナウイルス・ワクチン接種動向、野党共闘の行方と変数は多く、三十兆円規模の補正予算が編成される可能性も否定はできない。11 月と思われる衆院選前に補正予算を成立させる可能性も残るが、9 月末に新総裁誕生してから経済対策を検討していくということになると、11 月の選挙戦を前に極めてタイトなスケジュールとなるため、年度末あるいは年明け通常国会での補正予算成立がメインシナリオとなるだろう。

尤も、「補正予算による追加歳出増加の金額＝国債増発額」という単純な図式とはならず、様々な要素を考慮する必要がある。以下でポイントを整理したい。

まず、現時点で年度間調整について13 兆円程度（前倒し借換債9.4 兆円、昨年度公債不用4.0 兆円）の余力があると見られ、2020 年度剰余金4.5 兆円や2021 年度税収が当初予算対比で5 兆円程度上振れると期待されることも含めれば、16 兆円程度までの歳出増加であれば国債増発を回避するバッファがあることになる（前倒し借換債を6 兆円程度まで圧縮と仮定）。補正予算に伴う国費ベースの歳出増加圧力を一定程度までは相殺することになる。

また、財投債発行の行方も重要である。2021 年度は財投債発行が45 兆円計画されており、うち25 兆円が利付債となっている。コロナ対策に万全を期した結果、巨大な財政投融资予算が積み上がった形であるが、2021 年7 月末時点の財政投融资実績は3.0 兆円に留まり、このペースが維持された場合は年度累計9 兆円と財投債のかかなりの部分が発行不用となる可能性がある。昨年度のように財投短国は発行取りやめの可能性が高いと言え、また利付債部分の財投債についても一部を発行取りやめとする可能性もあるだろう。仮に財投債（利付債）の発行を15 兆円まで圧縮するのであれば、10 兆円程度の前倒し借換債発行につながり、来年度の国債増発圧力を緩和することになるだろう。

加えて、補正予算によって計画される経済対策の中身についても、来年度補正まで見越せば国債発行計画に一定の影響を与える可能性がある。2020 年度決算においては公債金不用が4 兆円計上されたが、今回も仮に実際に支出が行われない項目が出てくる場合は決算段階で不用が計上される可能性はあり、その金額は来年度補正の財源となる。持続化給付金などは全額使用される可能性が高いが、項目によってはコロナ感染動向等に応じて不用ともなり得るため、経済対策の中身についても注意を払う必要がある。

以上を踏まえて、図表 3 では補正予算による国費ベースの歳出増加規模、財投債(利付債)発行取りやめの有無について場合分けし、補正予算編成後の今年度発行計画と来年度当初予算における発行計画の試算を示した。なお、補正予算による歳出増加はひとまず全て TB 増発により手当て、来年度当初予算についてはカレンダーベースの中長期債発行額を維持し、増発に伴う借換債増加分をそのまま TB 発行増加分として示した。高水準の TB 発行は翌年度の借換債増加につながり、国債発行規模縮小を困難にさせるため、TB 発行規模が膨らめば実際には利付債発行へ振り替えられることになると考えられる。

図表3：補正予算後の国債発行計画と来年度国債発行計画の試算

	発行根拠法別発行額					消化方式別発行額						
	新規国債	復興債	財投債	借換債	国債発行 総額	CDR発行額 (中長期債)	CDR発行額 (TB)	第二非価格 競争入札等	年度間 調整分	個人向け 国債	日銀乗換	国債発行 総額
令和3年度当初	43.6	0.2	45.0	147.2	236.0	138.2	83.2	8.2	0.1	4.1	2.2	236.0
ケース①補正予算なし、利付財投債▲10兆円												
令和3年度修正後	43.6	0.2	<u>35.0</u>	<u>157.2</u>	<u>236.0</u>	138.2	83.2	8.2	0.1	4.1	2.2	236.0
令和4年度当初	37.0	0.2	12.0	146.2	195.5	138.2	<u>16.3</u>	8.2	<u>26.4</u>	4.1	2.2	<u>195.5</u>
ケース②補正予算国費+10兆円(TB+10兆円)、利付財投債▲10兆円												
令和3年度修正後	<u>53.6</u>	0.2	<u>35.0</u>	<u>157.2</u>	<u>246.0</u>	138.2	<u>93.2</u>	8.2	0.1	4.1	2.2	<u>246.0</u>
令和4年度当初	37.0	0.2	12.0	<u>156.2</u>	205.5	138.2	<u>26.3</u>	8.2	<u>26.4</u>	4.1	2.2	<u>205.5</u>
ケース③補正予算国費+10兆円(TB+10兆円)、利付財投債減額なし												
令和3年度修正後	<u>53.6</u>	0.2	45.0	147.2	<u>246.0</u>	138.2	<u>93.2</u>	8.2	0.1	4.1	2.2	<u>246.0</u>
令和4年度当初	37.0	0.2	12.0	<u>156.2</u>	205.5	138.2	<u>36.3</u>	8.2	<u>16.4</u>	4.1	2.2	<u>205.5</u>
ケース④補正予算+20兆円(TB+20兆円)、利付財投債減額なし												
令和3年度修正後	<u>63.6</u>	0.2	45.0	147.2	<u>256.0</u>	138.2	<u>103.2</u>	8.2	0.1	4.1	2.2	<u>256.0</u>
令和4年度当初	37.0	0.2	12.0	<u>166.2</u>	215.5	138.2	<u>46.3</u>	8.2	<u>16.4</u>	4.1	2.2	<u>215.5</u>

注：年度間調整分は来年度に6兆円程度まで圧縮、2021年度の税収が当初予算対比で4.5兆円増加と仮定、利付財投債を削減する場合は前倒し借換債をせるため、借換債発行額を増加させている

出所：財務省、S M B C 日興証券

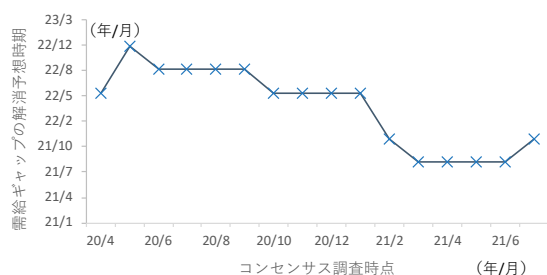
ケース①(国費増加ゼロ、財投利付債 10 兆円減額)とケース②(国費 10 兆円増、財投利付債 10 兆円減額)までは、TB 発行額はコロナ前の 2019 年度(21.6 兆円)を大きく上回ることはならず、カレンダーベースの利付債増発を回避できる可能性が高い。一方でケース③(国費+10 兆円、財投利付債減額なし)、ケース④(国費+20 兆円、財投利付債減額なし)では 2022 年度の TB 発行額は 36 兆円、46 兆円と高水準の発行が続くことになり、借換債発行額が高止まってしまう。この場合はカレンダーベースで一定額の利付債増発をせざるを得ないだろう。2020 年度 1 次補正後には 35.1 兆円の新規財源債増加に対して、カレンダーベースで 1 回あたり 2 年債+4 千億円、5 年債+2 千億円、10 年債+2 千億円、20 年債+1 千億円、30 年債+1 千億円の増発が行われた。今回も 20 兆円規模の補正予算が編成されると、遅くとも来年度当初計画において複数の区分で 1 千億円~2 千億円という規模感で増発が行われる可能性も高いと言える。特に日銀買入によるサポートの乏しいロングエンドにネガティブであり、JGB カーブにはスティープ化圧力がかかることになる。

デルタ後には「ワクチン相場」をスケールダウンした「ミニ・トレンド」形成へ

7月以降、デルタ株を中心とした新型コロナウイルス感染再拡大により、米国の経済見通しについて昨年来続いてきた一つの方向が転換した。

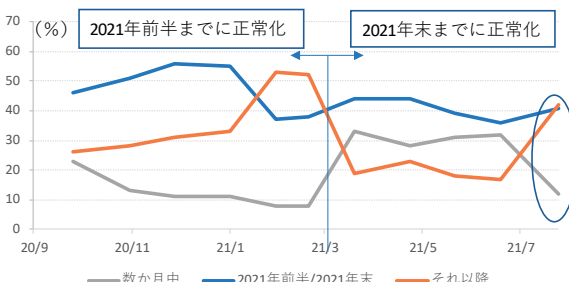
図表4ではエコノミストコンセンサス予想に基づく米実質GDPパスが潜在成長率ラインに回帰する時点、すなわち需給ギャップ解消時期の予想を示している。2020年5月を悲観の極として、その後は一貫して需給ギャップ解消時期が前倒しされてきたのだが、8月調査では1年3か月振りに後ずれした。また、より一般的なセンチメントとしては、「社会生活の正常化時期」というヒアリング調査があるが、これを見ると7月末時点での調査で「正常化」の時期が2021年より後になるとの回答が42%に達した(図表5)。一般家計レベルでも「コロナ収束時期」の後ずれという短期的なショックが起きたわけである。ただ、9月下旬からのブースター接種が実際にデルタ株感染抑制に効果を発揮し始めてくるのであれば、逆に、米国の家計センチメントが再び大きく改善方向に転換する可能性もある。エコノミスト予測にしても米家計センチメントにしても、昨年11月以降の流れがこの夏場に中断したということは重要であり、これが反転する場面では、逆にまた新たなトレンドが生じる可能性がある。それとともに、市場においても、昨年11月以降に生じた「コロナ後」、「正常化」という大きなシナリオに続き、「デルタ後」という「ミニ・トレンド」が起こってくる展開もあり得ると思われる。

図表4：米国の需給ギャップ解消時期の予想



注：潜在成長率を年率2%と置き、2019年10-12月期を起点とした、潜在成長水準にブルームバーグ集計のGDP予測が到達する時期を表示
出所：ブルームバーグ、SMB C日興証券

図表5：米国民の正常化時期の予測



注：世論調査で旅行、学校、勤務などがいつ正常化するかを聞いた結果。2021年2月以前は「21年前半の正常化」が、3月以降は「21年末の正常化」が回答項目。
出所：Gallup、SMB C日興証券

「デルタ後」の「ミニ・トレンド」として、今年の1-3月ほどの動きにはならないにせよ、ブースター接種の実験がある程度進捗する9-10月の時点で、再び米金利上昇方向の動きが強まってくるかどうかには注目するべきであろう。昨年11月から今年春ごろにかけて顕著に生じた「コロナ後」を展望するグローバル市場のトレンドを「ワクチン相場」と名付けてもよいだろうが、この先デルタ後という形でワクチン相場が再現される可能性があるとするれば、各市場はどのような特徴を示すことになるだろうか？

図表6では、株式、商品、為替、長期金利の別にコロナ危機直前の2019年12月を起点とした主要市場の変動をまとめてみたものである。各図で、ワクチン開発成功の報道があった昨年11月と、イスラエルでワクチン接種実験が進捗した2月の時点をラインで図示している。

昨年11月の時点で最も鮮明にトレンドが転換したのは、商品市場であり、原油、産業用金属、農産物市況などが約半年間にわたる顕著なラリー局面に入った。株式について米国株式、新興国株式の上昇トレンドが継続する中、日本株、欧州株式は11月を起点に上昇トレンドに入っている。長期金利については、11月以降に米国で新政権における財政政策期待が生じたことを差し引いてみる必要はあるが、米金利が主導する形で金利上昇が急速に進んだ。そして、今年2、3月に「ワク

「ワクチン接種の実験」が進捗以降のトレンドとしては、株式市場において日本株、新興国株が停滞ないし横ばいに転じ、商品相場のラリーもこの時点で一巡している。2、3 月以降に生じた一連の動き（新興国株、商品、一部為替の上昇ストップ）はいわゆる「リスクオン相場の終了」という解説もされ得るところであったが、それは「ワクチン相場」の終了といってもよいものであった。今回「ブースター接種」の開始や「接種率引き上げ措置」が取られていくことによって、ミニ「ワクチン相場」が生じると、昨年 11 月から 2、3 月にかけての各市場の動きが再現されやすいとは見るべきであろう。

図表6：コロナ危機以降の各市場の動き

主要株式指数



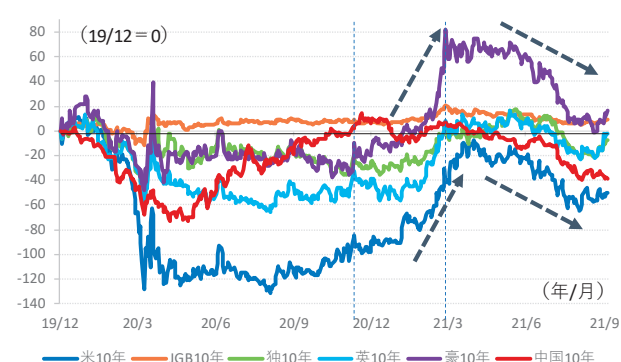
主要商品市況



主要通貨（対ドル）



主要長期金利



出所：ブルームバーグ、SMB C 日興証券

先進国の「ブースター接種」が新興国へのワクチン供給量を抑制する可能性がある点は考慮する必要があるが、2、3 月以降停滞局面が続いてきた新興国株、日本株の相対パフォーマンスの回復も想定されるところである。足元で、米国株は 8 月中旬の短期的な調整局面を脱し、再び高値更新を続ける流れとなっており、日本株、新興国株式のアウトパフォーマンス傾向が見られ始めるようになっていることはミニ・ワクチン相場の初期段階に入ってきたとの判断にもつながる動きである。

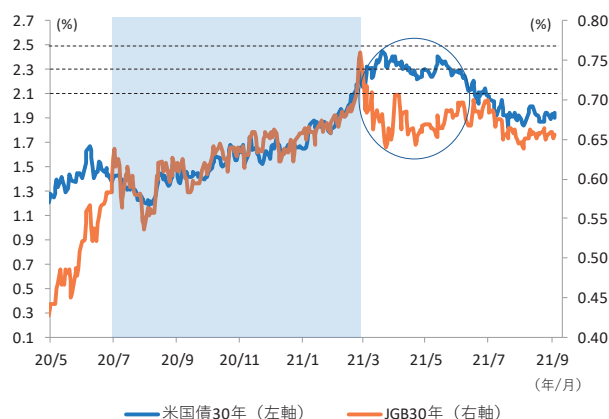
長期金利については、起こり得るとすれば昨年 11 月以降と同様に、米国主導での上昇という展開だろうが、今回は昨年 11 月と異なり、財政パッケージの想定があるわけではない。米 10 年債で見れば、昨年 11 月以前を起点に 2、3 月にかけて生じた金利上昇幅は約 100bp にも達する大幅なものであったが、今回あり得るとすれば、7 月下旬から 8 月上旬につけた 1.1% をボトムに、その半分の約 50bp の変動、すなわち 1.6～1.7% 程度といった数値がイメージされるところではないか。

図表7：米10年vsJGB10年



出所：ブルームバーグ、SMB C日興証券

図表8：米30年vsJGB30年



出所：ブルームバーグ、SMB C日興証券

JGB10年金利は7月後半以降、0%下限制約から米債金利低下に十分に追随してこなかったようにも見えるが、ここに至るまでの米債金利のボトムアウトに対してある程度連動して動いている。このまま3月～7月前半の連動性を回復しつつ上昇が進む可能性も十分にあり、その場合、米10年金利1.7%でJGB金利0.1%超というイメージになる。JGB30年は米債30年との関係はこの数か月、不安定化ないし希薄化している印象が強いが、3月～5月にかけて米金利がベア・スティープ化の流れがクライマックスを迎えた局面を除いて見れば、まだある程度の関係を維持しているとも見える。ここから、米債の劇的なベア・スティープ化シナリオの再現はないと見れば、米債30年で2.3%程度までを上昇目途と見て、その際のJGB30年債金利で0.7%台前半というのが一つのイメージとなる。

あくまで米債金利が3月時点で到達した水準を目途として見ている前提であり、この水準を大きく超えて上昇するようであればJGBの上昇目途も変わってくるわけだが、あくまで今回は「ミニ・ワクチン相場」という位置付けをまずは前提に考えるべきである。それ以上の展開にはより抜本的なインフレ率の上振れを見る必要があるが、現時点では時期尚早であろう。

図表9：金利見通し

	2021年				2022年							
	9月		10～12月		1～3月		4～6月		7～9月		10～12月	
	レンジ	期末値	レンジ	期末値	レンジ	期末値	レンジ	期末値	レンジ	期末値	レンジ	期末値
政策金利	-0.10 ～ -0.10	-0.10	-0.10 ～ -0.10	-0.10	-0.10 ～ -0.10	-0.10	-0.10 ～ -0.10	-0.10	-0.10 ～ -0.10	-0.10	-0.10 ～ -0.10	-0.10
無担保コールO/N	-0.05 ～ 0.00	-0.02	-0.05 ～ 0.00	-0.02	-0.05 ～ 0.00	-0.02	-0.05 ～ 0.00	-0.02	-0.05 ～ 0.00	-0.02	-0.05 ～ 0.00	-0.02
Tibor3か月	0.05 ～ 0.11	0.08	0.05 ～ 0.11	0.08	0.05 ～ 0.11	0.08	0.05 ～ 0.11	0.08	0.05 ～ 0.11	0.08	0.05 ～ 0.11	0.08
Libor3か月	-0.12 ～ -0.06	-0.09	-0.12 ～ -0.06	-0.09	—	—	—	—	—	—	—	—
2年国債	-0.15 ～ -0.05	-0.10	-0.12 ～ -0.02	-0.07	-0.15 ～ -0.05	-0.10	-0.17 ～ -0.07	-0.12	-0.17 ～ -0.07	-0.12	-0.15 ～ -0.05	-0.10
5年国債	-0.13 ～ -0.03	-0.08	-0.10 ～ 0.00	-0.05	-0.13 ～ 0.02	-0.08	-0.15 ～ 0.00	-0.10	-0.15 ～ 0.00	-0.10	-0.13 ～ 0.02	-0.08
10年国債	0.00 ～ 0.15	0.08	0.05 ～ 0.20	0.15	0.00 ～ 0.15	0.10	0.00 ～ 0.15	0.05	0.00 ～ 0.15	0.05	0.05 ～ 0.20	0.10
20年国債	0.35 ～ 0.50	0.45	0.40 ～ 0.60	0.50	0.35 ～ 0.55	0.45	0.30 ～ 0.50	0.40	0.30 ～ 0.50	0.40	0.35 ～ 0.55	0.45
30年国債	0.60 ～ 0.75	0.70	0.65 ～ 0.85	0.75	0.60 ～ 0.80	0.70	0.55 ～ 0.75	0.65	0.55 ～ 0.75	0.65	0.60 ～ 0.80	0.70

(注)単位はパーセント。上記見通しは9月9日(木)時点の当社見通し

(注2)：2022年以降はLIBOR公表停止が予定されるため空欄としている

出所：SMB C日興証券

マーケット・アウトルック (2)

金利ボラティリティの源泉

モルガン・スタンレーMUFG 証券株式会社
マクロストラテジスト 杉寄 弘一

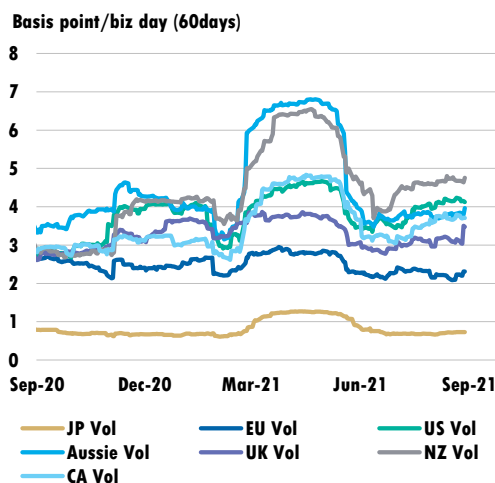


金利は将来の金融政策パスの予想を基に取引される

足元で海外金利のボラティリティは少しずつ上昇してきている(図表 1)。米国では、経済データの改善を受けた FED の正常化見通しとデルタ変異株の感染拡大懸念の狭間の中で米金利は揺れ動いている。このような状況は米国だけではなく、オセアニアにおいても RBNZ が利上げに対する前向きな姿勢を依然として示しつつも、デルタ変異株の感染者の確認とそれに応じたロックダウン措置を受けて 8 月の利上げを見送ったこともあり、ボラティリティは高止まりしている。

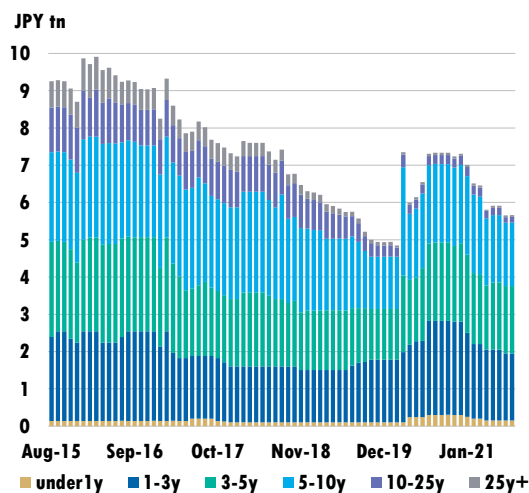
一方で JGB 市場はそのような動きについていけない。JGB 市場のボラティリティは引き続き過去最低水準に近い状況にある。日銀は 3 月の点検で市場機能を改善するために、長期金利の変動レンジや輪番スケジュールを明確にし、国債買入額を減額していくことで日銀の市場に対する影響力をできる限りを小さくするよう努めてきた(図表 2)。これは、許容レンジ内で、長期金利は経済情勢や海外環境を反映して自由に動くようになることを意図したものだが、残念ながら上記に対する感応度は低いままである。上記のような政策は市場機能改善という文脈からは根本的な解決策とはなっていないのは明らかである。

図表1 各国市場のボラティリティの比較
(60 営業日ローリング)



出所:モルガン・スタンレー・リサーチ、ブルームバーグ

図表2 日銀の JGB のグロス買入額の推移



出所:日銀、モルガン・スタンレー・リサーチ、ブルームバーグ

今一度金利が何をもって動くのかを考えてみたい。市場参加者の中で金利に最も大きな影響力を持つ参加者は中央銀行である。中央銀行は、政策金利の上げ下げや量的緩和を自らの意思で決定でき、公開市場操作を通じて、政策金利やマネタリーベースをコントロールしている。市場参加者は、中央銀行の政策反応関数の理解に努め、経済データやそれに対する政策担当者の発言など、得られたヒントから今後予想される中央銀行の政策パスを予想し、先回りしてイールドカーブにそれを織り込む。イールドカーブは中央銀行の将来の政策パスに対する予想を映した鏡であるといえる。

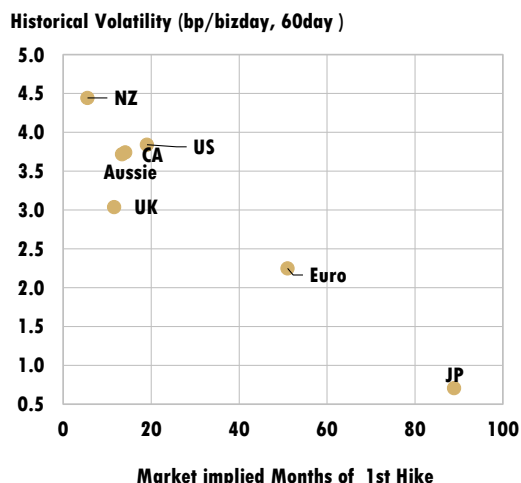
裏を返せば、中央銀行の今後の金融政策パスに対する予想こそが市場参加者がイールドカーブを取引する最も大きな動機であるということである。金融政策の変更が近く、その後の引き締めペースが速いと考えられる国においては、市場は政策反応関数に対する直接的な入力要素(労働市場やインフレ、経済情勢など)に加えて直接投入要素に影響を与える可能性のある関連情報にも注意を向けるだろう。例え

ば、デルタ変異株の急速な感染拡大がもたらす潜在的影響は、中央銀行の政策反応関数に間接的に影響を与えるかもしれない関連情報の良い例である。

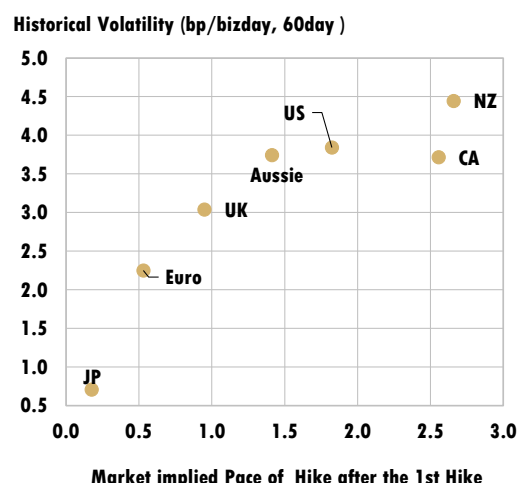
市場参加者は出てきたデータや情報をもとに、金融政策パスに対する予想を修正し、それをイールドカーブに織り込み直す作業を繰り返す。こうした市場参加者による将来の金融政策予想を再評価する動きこそ、市場ボラティリティの主たる源泉になると考えられる。

図表 3、4 は市場の織り込む初回利上げまでの月数と、初回利上げの後の 1 年あたりの利上げペースの織り込みと対応する金利市場のボラティリティをプロットしたものであるが、そこには明確な相関関係が見受けられる。利上げが近く、またその後の引き締めペースが速いと予想される国では、ボラティリティが高い傾向にあり、逆もまた然りである。

図表3 市場の織り込む初回利上げまでの月数と
金利のヒストリカルボラティリティ
(過去 60 営業日)



図表4 市場の織り込む初回利上げ後の利上げ
ペース(xx 回/年)と金利のヒストリカル
ボラティリティ(過去 60 営業日)



出所:モルガン・スタンレー・リサーチ

注:ボラティリティは各国 10 年債利回りのボラティリティを使用。欧州はドイツ国債利回りを使用。

また利上げが今年や来年に予想されずとも、テーパリングの議論がなされている国では、市場はテーパリングの終了と利上げのタイミングが密接に関連していると考えられるために、政策反応関数を左右する材料に対するボラティリティへの波及チャネルは高いといえるだろう。

特に、多くの中央銀行が労働市場やインフレを政策反応関数の中心にしていることから、金融引き締めが近いと見込まれる国では、とりわけこれらのデータに対して市場は敏感に反応しやすいといえる。また実際のデータでなく、見通しに基づいて政策判断を行う中央銀行では、ファンダメンタルズを悪化させる要因、例えばデルタ変異株の感染状況等も重要な政策反応関数となるため、これらの動向も相場を動かす材料になりやすいと言える(FED は例外)。このように近い将来に中央銀行の金融引き締めが見込まれる国では、多くのファンダメンタルズ指標が相場の取引材料となり、相場のボラティリティも高まりやすいと考えられる。

金融政策の変更が見込めない市場にボラティリティは存在しない

反対に金融政策の大幅な変更が近い将来に見込めない国においては、そもそも金融政策を材料に金利を取引するインセンティブがなくなってしまう。商い自体が低下し、結果的にボラティリティも低下してくると考えられる。金融政策の大幅な変更が当面の間見込まれない円債市場ではここ数年間でまさにこの傾向が年々強くなっているといえよう。

上述したように日銀は市場機能の改善を図るために、出来るだけ日々のオペレーションに対する不確実性を取り除き、市場が出来るだけ日銀のオペ以外の材料で動くよう促している。このため、国債買い入

れ額も徐々に減額させているが、それは市場機能改善の点から効果的な措置とは言えないかもしれない。

通常テーパリングは、その後にくる利上げタイミングと紐づいて考えられるので、将来的な金融引き締めパスに影響を与える材料として重視されるが、日本は国債買い入れの減額は、金融引き締めではなく、緩和の持続性を高めるための措置との共通認識がすでにできてしまっている。皮肉にも他の中銀がコミュニケーションに苦勞しているテーパリングと利上げプロセスの切り離しに日銀は成功している。買い入れ減額が将来の引き締めと捉えられないのであれば、それは市場参加者の将来の政策金利期待に影響を与えるものではないために、ボラティリティを誘発するような取引材料になりえないだろう。

以上、要約すれば、金利ボラティリティの主たる源泉は、金融政策パスに関する予想を再評価する動きに由来する。金融政策の変更が目前に迫っており、速いペースで政策変更が進むと予想される国では、金利ボラティリティは高い傾向がある。こうした国においては、イールド・カーブは、中央銀行の政策反応関数に関連している基調的なファンダメンタルズに対して敏感に反応する傾向がある。

一方、予見し得る将来にわたり中央銀行が金融政策を据え置くと予想される国の場合、金利ボラティリティは低く、イールドカーブは基調的なファンダメンタルズに対してどちらかと言えば敏感ではない。このような市場の場合、需給動向やグローバル金利動向などの他のファクターに影響される傾向にある。

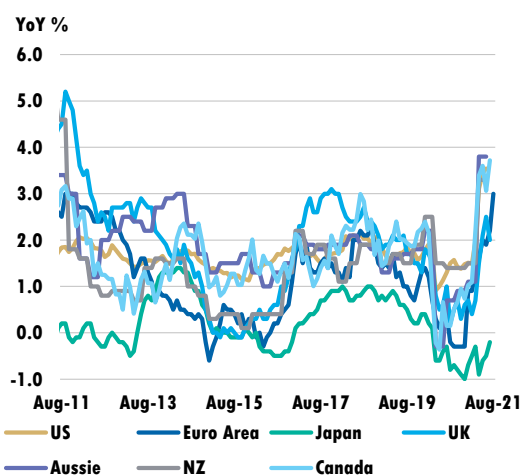
各中央銀行の政策反応関数

昨年 11 月の寄稿の際には、新型コロナ禍の中、各国中央銀行が政策金利を下限まで引き下げて、当面低金利を維持する姿勢を明確にしたことで、政策金利期待がアンカーされたことを指摘した。当面利上げが見込めない中で、各国ともにより需給的な要因が重要になってきていることについて述べた。あれから約 1 年、我々の予想は間違っていたといえる。

さらなる財政刺激策や、ワクチン接種の進展などからグローバル経済は V 字回復を続けている一方で、原油価格の上昇や、労働市場の供給制約から、需要過多の状態に陥り、インフレのオーバーシュートが見られ始めている(図表 5)。各国中央銀行はこのようなオーバーシュートは供給制約による一時的な要因と捉え、見過ごす姿勢を維持しているものの、同時に高い水準でインフレが持続するリスクについても懸念し始めている。

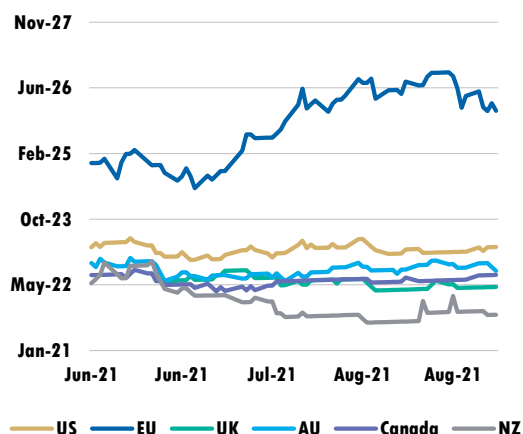
このため、インフレのオーバーシュートが顕著な国では、中央銀行の政策反応関数に注目が集まるがゆえに債券市場のドライバーが需給から、中央銀行の政策反応関数であるファンダメンタルズへとシフトしてきているといえる。図表 6 は各国市場の織り込む初回利上げのタイミングである。ド

図表 5 各国消費者物価指数の推移(前年同期比)



出所:モルガン・スタンレー・リサーチ、各国統計局
注: 米国はコア CPE, 日本は全国 CPI 生鮮食品、消費税増税効果除く、欧州は HICP all items を使用。それ以外の国は各国の CPI all items

図表 6 各国市場が織り込む初回利上げのタイミング



出所:モルガン・スタンレー・リサーチ
注: 英国、豪州は 15bp の利上げを想定。それ以外の国は 25bp の利上げを想定

ルブロック圏などインフレのオーバーシュートが顕著な国では早期の金融引き締めを織り込む動きが開始していることがわかる。

図表 7 は主要国の政策目標と、政策反応関数、足元特に注視している指標等をまとめたものである。上述したように、足元のインフレのオーバーシュートを各国中央銀行は一過性のものと捉えていることから、現在はインフレ指標の値自体よりもインフレの持続性を生み出すような兆候があるかどうかを特段重要視している。インフレを持続性につながる要素として各中銀が重要と考えている指標はまちまちであるものの、労働市場、賃金上昇率や需給ギャップ、中長期的なインフレ期待等が主な注目材料となっている。当然市場もこれらのデータの動向、またそれらのデータに影響を与える間接的な材料(新型コロナ感染拡大によるロックダウン等)を金利の主な取引材料としているといえるだろう。

図表7 各国中銀の政策反応関数

	政策目標	政策反応関数	足元特に重要視している要素	フォワードガイダンス(利上げ)	フォワードガイダンス(QE)
FED	完全雇用と長期的に2%のインフレ	労働市場、実インフレ、長期インフレ期待	労働市場	労働市場が完全雇用と見なせる水準に達し、インフレが2%に達し、さらに2%をわずかに超えるインフレが暫くの間見通せるまで政策金利を現在のレンジに据え置く。	完全雇用と物価安定目標に向けた“重大な進展”が見られるまで現在の買い入れペースを維持する。
ECB	中期的に2%の対称的なインフレ	インフレ、中長期的なインフレ期待、金融環境	中長期的なインフレ期待、金融環境	2%のインフレが予測期間の終点よりもだいぶ前の時点で見通せ、その後も予測期間にわたってそれが見通せ、かつ基調的なインフレが中長期的な2%の物価安定目標と整合的である水準まで十分に進展することが確認できるまで、政策金利を現在の水準またはそれを下回る水準に据え置く	(PEPP) 少なくとも2022年3月末まで合計でネット1.85兆ユーロの買い入れを行う。新型コロナウイルスの脅威が去ったと判断されるまで買い入れを継続する余地がある。6月会合での金融環境とインフレ見通しを踏まえて、年当初数か月よりも十分に速いペースでの買い入れが今四半期は続くとする。 (APP)政策金利の緩和的な影響を強化するために月200億ユーロのネット買い入れを必要な時点まで行う。政策金利の引き上げを行う直前に本プログラムを終了する。
BoJ	2%の物価安定目標の実現	インフレ、金融政策の副作用(金融機関の収益性、市場機能等)	金融政策の副作用	2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。	マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。
BoE	2%のインフレ目標	インフレ、中長期的なインフレ期待、労働市場	中長期的なインフレ期待、労働市場	余剰生産能力と減少と持続的な2%のインフレ目標の達成に向けて重大な進展が見られたとの明確な証拠は見られるまで少なくとも金融引き締めを行う意図はない。8月の金融政策レポートの中心的な見方に概ね沿って経済が推移するのなら、金融政策のゆるやかな引き締めを予測期間にわたって行うことが、中長期的に持続的なインフレと整合的であるために必要となる可能性がある。	8月の金融政策レポートの中心的な見方に概ね沿って経済が推移するのなら、金融政策のゆるやかな引き締めを予測期間にわたって行うことが、中長期的に持続的なインフレと整合的であるために必要となる可能性がある。
RBA	消費者物価が中期的に平均で2-3%上昇することを目指す	インフレ指標、賃金上昇率	賃金上昇率	実際のインフレが2-3%の範囲内で持続的に推移するまで政策金利を引き上げない。そのような条件が満たされるためには、労働市場がタイトになり、賃金が現在よりも十分に上昇することが必要。	プログラムは、経済の状況と感染状況の観点、完全雇用とインフレ目標に向けた予想される進展に対するインプリケーションに基づきレビューされる。
BoC	インフレを目標レンジ1-3%の中央値である2%にコントロール	インフレ、GDPギャップ	GDPギャップ	経済のスラックが吸収され、2%のインフレが持続的に達成されるまで政策金利を実効下限レートに維持する。	経済回復の強さと持続性を踏まえて判断する。
RBNZ	中長期的にインフレの平均値を1-3%の間にコントロールし、平均的にレンジの中央値である2%に近いインフレと持続的な完全雇用を実現	インフレ、インフレ期待、労働市場、住宅価格、これらに対するリスク	インフレや労働市場に対するリスク?	-	-

出所:モルガン・スタンレー・リサーチ、各国中銀

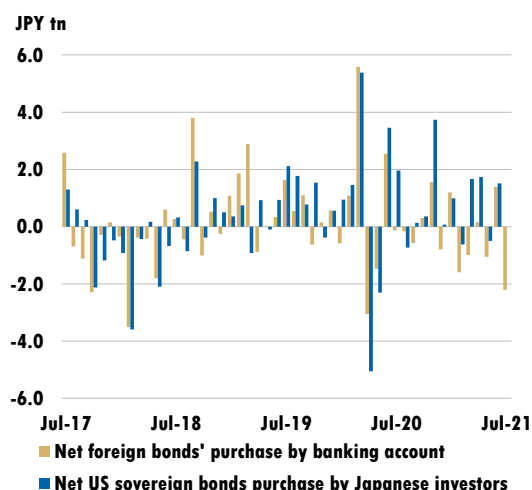
ボラティリティと取引戦略

上述したように近い将来に金融政策の変更が見込まれる国では、金利市場のボラティリティが高くなる傾向にあり、キャリー＋ロールダウン戦略のような中長期的な保有を見込んだ戦略には適さない。特にロールダウンはイールドカーブの形状が投資期間にわたって不変であった場合に初めて得られるリターンであり、投資初期時点で保証されるリターンではない。またキャリーに関しても中央銀行が利上げサイクルに入ろうとしている国では、ファンディングコストが徐々に上昇することが予想される。このように金融政策の正常化が迫っている国では、中長期的な投資を念頭においたキャリー＋ロールダウン戦略に取り組みづらいといえる。

日々のデータを受けて、随時将来の金融政策に対する見方を織り込み直すボラティリティの高い市場はむしろトレーディング向きの市場といえる。本邦投資家で言えば銀行向けの市場といえるだろう。対外証券投資のデータからは、実際に本邦銀行セクターが頻繁に外国債券を売り買いしている様子が見て取

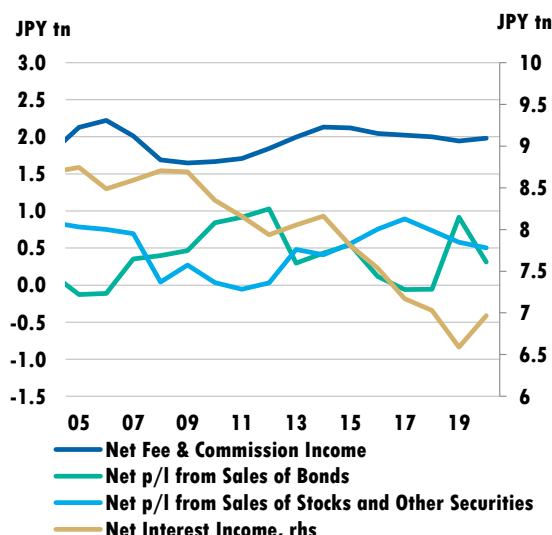
れる(図表 8)。その大部分は、米国ソブリン債である。将来の金融政策の変更が見込め、流動性の高い米国債市場は特にトレーディングに適していると考えられる。銀行セクターはここもと資金利益の減少に苦しんでいるが、そのような資金利益の減少を足元では、政策保有株の売却益や、国債などの売買損益で賄っていることがみてとれる(図表 9)。特に新型コロナウイルスの感染拡大に端を発したグローバルでの低金利環境の長期化が続くことが予想される中で、銀行セクターはより債券のトレーディングに活路を見出しているようにも見える。

図表 8 本邦銀行の外債ネット買越額と
本邦投資家の米国ソブリン債ネット買越額の比較



出所: モルガン・スタンレー・リサーチ、財務省、日銀

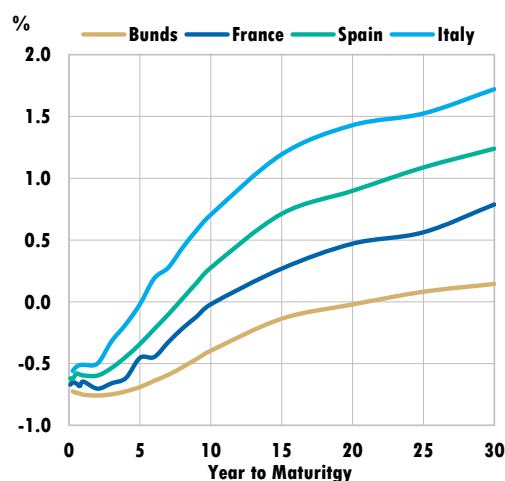
図表 9 本邦銀行の主な収益源



出所: 全銀協、モルガン・スタンレー・リサーチ

一方で金融政策の変更が今しばらく予想されず、ボラティリティが比較的落ち着いている欧州や日本はキャリー＋ロールダウン戦略がとりやすい市場といえる。短期金利が当面大きく動く心配がないことから、ロールダウン効果を安定的に享受でき、キャリーの観点からも、低金利環境が中長期にわたって見通せることから、短期でファンディングしてより利回りの高い長期の債券に投資し、利ザヤを稼ぎやすい。低金利環境が当面にわたって続くことが予想される地域の通貨は調達通貨として最適であり、これがユーロや日本円が調達通貨として人気である理由となっている。特に欧州市場では、ユーロ建てで様々な国の国債が存在する。短期金利はどの国でも低位に安定していることから、格付けの低い国ほどイールドカーブがスティープ化しており、キャリー＋ロールダウンの恩恵を受けやすくなっている(図表 10)。中長期的な投資の観点から言えば、欧州国債は魅力的な投資先といえるだろう。もちろん、格付けの低い国はクレジットリスクを内包している。このため、金融政策とは違うところでボラティリティが発生するリスクを秘めている。とは言え欧州各国は、EU 債発行を通じた欧州復興基金からの借入金、補助金を利用することで自国のクレジットよりも低い金利で、歳入の一部をファンディングすることが可能になっており、クレジット懸念が表面化してくるとはしばらく考えにくい。

図表 10 欧州各国のイールドカーブの形状比較



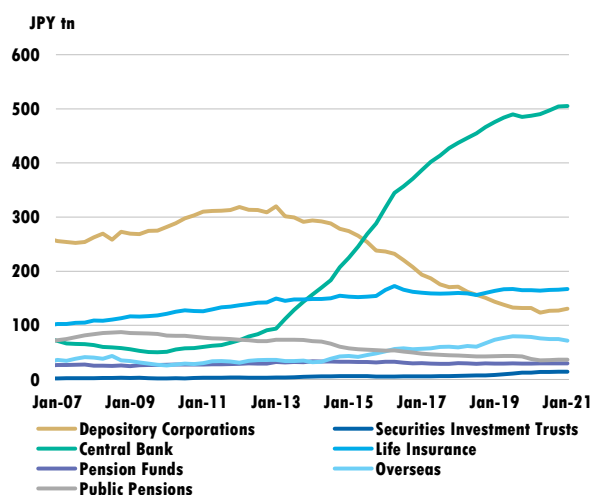
出所: モルガン・スタンレー・リサーチ、ブルームバーグ

JGBも魅力的

ボラティリティの安定感という観点から言えば、JGB に勝るものはない。利回り水準自体は低いものの、大幅な金融政策の変更が当面見込めないという点からは中長期的な投資に非常に適した市場といえる。足元絶対水準の低さから JGB 市場は国内投資家には不人気であるが、代わりに海外投資家のプレゼンスが増している(図表 11)。

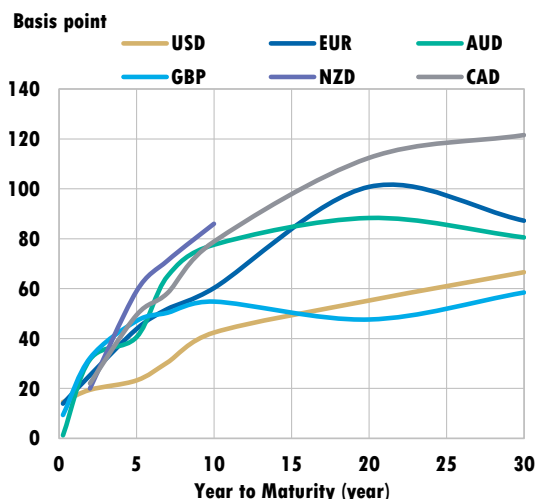
低金利環境下で利回りを求める需要は海外投資家の間でも強いと考えられる。グローバルで金利が低下する中で、海外投資家の JGB の需要は増加している。海外投資家はクロスカレンシーベーススを通じて日本円をファンディングすることでむしろプラスの利回りを享受できる。他通貨建て JGBASW は各国ソブリン債の ASW と比較して魅力的な利回りのピックアップを提供している(図表 12)。実際、ここ数週間のクロスカレンシーベーススの動きからは、超長期中心のタイトニングが見られていることから、幾分超長期ゾーンにも海外投資家からの買いが入っているように思われる。資金の潤沢な海外リアルマネー投資家から見れば JGB 市場はクロスカレンシーベーススを通じて投資すれば、魅力的な利回りのピックアップを得ることができることから、キャリー目的であれば魅力的な投資先と言えよう。

図表 11 海外投資家の JGB 保有額 の推移



出所:モルガン・スタンレー・リサーチ、日銀

図表 12 他通貨建て JGB の各国ソブリン債
利回りに対する利回りのピックアップ



出所:モルガン・スタンレー・リサーチ

結論

金利のボラティリティは中央銀行の政策反応関数を先読みする動きから主に生じる。金融政策の変更が近いと考えられる国では、中央銀行の政策反応関数である指標の進展を市場が注視するために、一つ一つの材料に敏感に反応しやすく、結果としてボラティリティが高まりやすいといえる。このような国ではキャリー＋ロールダウン戦略は適しておらず、ボラティリティの高さを利用したトレーディングに向いている市場といえよう。反対に、日本のように、金融政策の変更が当面見込めない国では、そもそもイールドカーブを取引する動機が薄れ、結果としてボラティリティが低下する傾向にある。このような国はキャリー＋ロールダウン戦略に打ってつけの相場といえる。投資家は各市場とその国に適した戦略をとることでより高いリターンを得られると考えられる。彼を知り己を知れば百戦殆からず。孫子の兵法の有名な一説であるが、これは相場でも使える格言である。言い換えるなら、自分の戦う市場の特徴を知り、自分たちに適した運用スタイルが何であるかを明確に認識していれば、百戦殆からずということである。

2020 年度研究助成論文の概要

ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

はじめに

ゆうちょ財団では公益事業の一環として金融市場・個人金融等を対象とした研究助成事業を行っている。本稿においては 2020 年度に助成対象となった完成論文の概要を紹介するが、詳細については当財団ホームページ内「研究助成論文検索」(http://www.yu-chou-f.jp/ar_center/research_aid/ronbunkensaku.html)に掲載している本論文を参照されたい。

1 「新型コロナウイルス感染症(COVID-19)が金融市場に及ぼすリスクの分析」

日本大学 商学部 教授 菅野 正泰

本研究では、新型コロナウイルス感染症(COVID-19)の日本株市場に及ぼすリスクについて分析する。2021 年 3 月現在、わが国における累積感染者数は 475,343 人に達する。COVID-19 は、わが国において国民の生活様式や企業の経済活動に甚大な影響を与えており、企業価値の代理変数としての株価の変動を、COVID-19 のリスクパラメーターである新規感染者数の増加率との相互関連の観点で捉える。

最初に、地域企業経済の代理変数としての都道府県・業種別の株価指数を合成し、その変動について COVID-19 の感染者数増加率との相互関連性の観点からリスク分析する。ここで、COVID-19 との相互関連を分析する上で、業種別の視点が必要である。現在、COVID-19 関連統計データは都道府県別に集計されている一方、都道府県別の株価指数データは公表されていないため、東証業種株価指数(33 業種区分)を基に、当該指数を構成する企業の本社所在地で区分した都道府県・業種別の株価指数を合成する。累積感染者数が多い都道府県として、北海道、埼玉県、千葉県、東京都、神奈川県、愛知県、京都府、大阪府、兵庫県、および福岡県の 10 都道府県に注目した。

次に、合成株価指数と COVID-19 の感染者数増加率との相互関連性を分析するために、Engle (2002)が提示した多変量 GARCH モデルを導入し、動学的条件付相関(DCC)を計算する。計算の結果、わが国の COVID-19 感染者データが取得可能な 2020 年 3 月中旬から 2021 年 3 月末までの期間において、DCC は都道府県と業種によって正あるいは負の水準で推移したものと、正負に大きく振れたものに分かれており、多くの都道府県・業種でボラティルな変動が見られた。リモートワークやステイホームなどによる食料品や宅配便の需要増、COVID-19 による医療や保険のニーズ増、あるいは出入国制限措置による空運の需要減など、地域・業種による影響はさまざまである。

本研究は、今次コロナ危機下における地域・業種別の企業業績動向の観点で、株価指数の変動と COVID-19 の感染拡大との相互関連リスクを予測分析するものであり、パンデミック下の金融市場分析の研究に貢献するものである。

2 「独立財政機関と国債市場：国際比較と日本への政策的含意」

神戸大学大学院 経済学研究科 准教授 宮崎 智視

独立財政機関とは、アメリカにおける議会予算局 (Congressional Budget Office, CBO) に代表されるように、政府とは独立の立場で財政に関する予測・提言を行う機関である。昨今、日本においても独立財政機関の設置を求める声が聞かれる。以上を踏まえ本稿では、独立財政機関の定義と性質について紹介した上で、設置国と未設置国との間での財政状況の比較や、国債金利の動向を整理し、日本における設置の是非についても議論する。

国債金利の動向を観察した場合、独立財政機関を設置した国では、未設置国と比較すると金利がより低下していることは、独立財政機関を設置して財政見通しの透明性・正確さが増した結果、財政に対する不確実性が払拭され、国債金利が安定化したことの証左とも捉えられよう。現在の日本の国債金利はイールドカーブ・コントロールのおかげで低位で安定していると考えられるものの、日本銀行もいつまでも現在の政策を続けることは不可能であろう。とすると、いずれかの局面で国債金利が上昇する可能性は排除できない。言うまでもなく、国債金利の上昇は(金利上昇を通じた)間接的なクラウドディング・アウト効果、国債費の増加に伴う基礎的財政収支対象経費の抑制といった形でマクロ経済の実物面や財政にも負の影響が及ぶことになる。独立財政機関の設置は、財政政策の不確実性を低下させて将来の国債金利の安定化をもたらすだけでなく、将来の経済活動や財政運営を阻害する要因を軽減することにもつながると考えられる。

しかしながら、独立財政機関だけで財政健全化が進む訳ではない。基本的にはマクロの財政運営の指標である財政ルールがあつて、その数値目標を事前に設定し、事後に検証するための存在と独立財政機関は位置付けられよう。もし日本で導入する場合には、財政ルールの設定も不可欠である。財政再建に成功した国はルールを守る(コミットメント)ための仕組みが導入されているが、日本ではそれが欠如している。まずはマクロの財政運営に関するルールを設定し、それにコミットする仕組みを整備した上で、その数値目標の設定・検証を行うための機関として、独立財政機関を設置するべきであろう。

また、世界金融危機のような深刻な不況に陥った時や、大規模な自然災害や新型コロナウイルス危機のようなパンデミックが発生した場合には、弾力的な対応が必要である。実際に、1990年代後半の財政構造改革法は、弾力条項(景気条項)を設定していなかった結果、財政運営を自縄自縛にしてしまい、結果的に凍結された経緯がある。たとえば、ゼロ金利制約下における中央銀行、政府、および独立財政機関の協調について分析した Portes and Wren-Lewis (2015)では、(1)ゼロ金利に陥りそうな時には中央銀行が政府にそのことを知らせ、(2)独立財政機関と政府とが連携して景気対策を立案し、(3)ゼロ金利を脱したならば財政目標を設置して財政再建を進める、というスキームを提案している。財政構造改革法の轍を踏まないためには、経済に大きな負のショックが起こった場合には政府および中央銀行と連携することも一案であろう。

尤も平時においては、政府との独立性を極力確保することが求められる。特に日本のような議院内閣制の国では、行政府・立法府からの独立性を担保することがまずは要請されよう。一つの方策として、現行の日本銀行法のように、完全な独立性をその設置法で明記することを提案したい。ただ、完全に独立な機関とした場合は、財源や政府情報へのアクセスで制約を受ける可能性がある。また、政治的な影響力を完全に排除できるとは限らない。完全な独立性を担保する一方、これらのデメリットを解消するような制度設計が望まれる。

3 「経営者報酬契約と ESG 投資」

Khon Kaen University (Thailand) ビジネス・スクール (KKBS) associate professor
兼 神戸大学経済経営研究所ジュニア・リサーチ・フェロー 佐藤 愛

本論文は、利益追求型マネージャーの賃金契約の期間とタイミングを調整することによって、どのように ESG 投資成果が動機付けられるかを示すものである。長期契約は検証可能な成果への投資を促進させる一方、検証不可能な成果への投資インセンティブを下げる。短期契約は逆の作用をするため、契約期間を適切に使い分けることで非効率性を軽減することができる。具体的には、検証不可能な成果が社会的コストの削減に大きく貢献する(しない)場合、短期(長期)契約を締結することになる。これらの結果は、マネージャーがリスク中立であるかリスク回避的であるかに関係なく保持されるものである。

さらに、ソーシャル・インパクト・ボンド(SIB)やサステナビリティ・リンク・ボンド(SLB)が、社会的な不効用を伴う社会的プログラムのパフォーマンス改良に貢献するかを示唆する。SIB は公共セクターによって発行される一方、SLB にはそのような制約がない。ここでは SIB に焦点を当て、伝統的な短期借入と比較する。モデルでは1期の期首に、発行体は実行するプログラムに必要な費用を調達するために SIB または伝統的な短期負債を発行する。1期と2期に社会的プログラムは実行され、発行体が伝統的な短期負債を選択する場合は、2期目の期首に短期負債を借り換える。2期目の期末にプログラムの最終的な成否が明らかとなり、SIB の場合はプログラムが目標を達成できた場合にのみ、元本と利子が支払われる一方、伝統的な短期負債では、元本と利子の両方を支払う必要がある。

ここでの命題は、プログラムの社会的な不効用の程度がある水準より小さければ SIB が伝統的な短期負債より好まれる一方、その水準より大きければ伝統的な短期負債がより好まれる。利潤追求を行う投資家の交渉力が強まれば、伝統的な短期負債がより好まれやすくなる。これら命題のインプリケーションは次の4点である。① SIB は負債支払いがパフォーマンス条件付きであるため社会的な不効用を伴うが、高いパフォーマンスを達成させるようにプログラム解決のための方法や技術について発行者に助力するインセンティブを投資家に与える。その際、社会的な不効用を考慮しない発行者の期待総効用を最大化するような助力水準が選択される。② 伝統的な短期負債は投資家に対して、社会的な不効用をできるだけ削減しながらある程度高いパフォーマンスを達成するような形で発行者に助力するようなインセンティブを与える。しかし、その際には社会的な不効用を考慮しない発行者の期待総効用を最大化するような助力水準は選択されない。③ ①②よりプログラムの社会的な不効用の程度がある水準より小さければ伝統的な短期負債より SIB が好まれる一方、その水準より大きければ伝統的な短期負債がより好まれる。④ 投資家の交渉力が強まれば伝統的な短期負債がより好まれやすくなることから、資金提供する投資家を簡単に置き換えることが難しければ、伝統的な短期負債がより選好される。

以上のことから、SIB と伝統的な短期負債はともに利潤追求を目指す投資家に社会的な不効用を伴う社会的プログラムのパフォーマンスの改良に役立つような助力を行わせるインセンティブをもたらす。前者は、社会的な不効用を伴う社会的プログラムのパフォーマンスを最大化するような助力を投資家に行わせる。後者は、投資家に発行者の残余利得の一部の請求権を渡すことによって、社会的な不効用をできるだけ削減しながらある程度高いパフォーマンスを達成するような形で発行者に助力するようなインセンティブを与える。

4 「非伝統的金融政策がマクロ経済変数に与えた影響」

横浜市立大学大学院 国際マネジメント研究科 客員准教授 中園 善行

非伝統的金融政策は果たしてマクロ変数を改善させたのか？この問いはマクロ経済学者のみならず、マクロ経済政策を担う政策当局者にとっても重要な問いである。重要であるにもかかわらず、この問いについて明快な結論を与えた研究はほとんど存在しない。その理由は、非伝統的金融政策が複雑化したことを指摘することができる。非伝統的金融政策は様々な政策がパッケージ化され複雑化した結果、政策の予期せぬ変化(金融政策ショック)を識別することが非常に難しくなった。本研究では、「非伝統的金融政策はマクロ変数を改善させたのか？」という問いに答えるため、特に 2000 年以降の日本銀行による非伝統的金融政策がマクロ経済変数に与えた影響の有無を確認することに焦点を当てる。本研究では、利回り曲線に関する日次データを使って金融政策ショックを識別しようとした米国の研究(Bu et al., 2021) を参考にすることで金融政策ショックを識別し、このショックが GDP やインフレ率といった主要なマクロ経済変数に与えた影響を分析する。

これまでの研究の多くは、米国、欧州、英国、日本など、主要国が採用した非伝統的金融政策が金融変数に与える影響を検証してきた。これらの研究の結論は、非伝統的金融政策は、政策が変更された前後を比較することで、利回り曲線(イールドカーブ)が平坦化したこと、株価が上昇したこと、自国通貨が減価したこと、リスクに対する許容度(リスクプレミアム)が縮小したこと等を指摘している。そして非伝統的金融政策には、金融市場に緩和的な効果をもたらすことによって、間接的に実体経済を下支えする効果があった可能性が高いと結論付けている。しかし本研究では、非伝統的な金融政策が、GDP やインフレ率といったマクロ的観点で最も注目される経済変数に直接的に影響を与えたのかどうかを検証しようとする研究である。

本研究の分析の結果、非伝統的金融政策はマクロ経済変数を改善させる一方、その効果は限定的であることが示された。具体的には、Bu et al. (2021) によって提案された識別手法に従い金融政策ショックを識別し、そのマクロ経済変数への影響を確認した結果、引き締めの金融政策ショックは短期の名目利利率が実効下限制約下にあっても産出量とインフレ率を有意に低下させることが明らかになった。しかしながら、分析期間中はすでに利利率の水準が短期とともに長期も非常に低かったため、金融政策ショックがマクロ経済変数に与えた影響は限定的であったことも明らかとなった。本研究の結果は、短期の利利率のみならず、長期の利利率も非常に低い水準にある場合には、金融政策がマクロ経済変数に与える効果は極めて小さいことを示唆するものである。

5 「定性情報が企業価値評価に与える影響」

九州大学 経済学研究院 准教授 三輪 宏太郎

本研究では、言語の違いがテキスト情報に対する投資家の反応にどのような影響を与えるか、特に、アナリストレポートのテキスト情報に対する投資家の反応に言語の壁が影響するかを明らかにする。具体的には、日本語で記述された日本株のアナリストレポートと(英語で記述された)米国株のアナリストレポートのテキスト情報に対する価格反応を比較し、日本株レポートに関して

は、英語の翻訳が同時に発行されている場合とそうでない場合の価格反応を比較し、記述言語の影響を評価する。文書が英語などの一般的なビジネス言語で書かれている場合、言語の壁はほとんど存在しないが、ビジネス言語以外の言語で書かれている場合、言語の障壁は無視できないほど大きいと考えられ、テキスト情報に対する投資家(価格)の反応を遅らせる要因となる可能性が高い。これら言語の壁の影響に関する仮説を検証するために、日本のレポートに注目した。

アナリストは、ネガティブな情報を広めるうえで重要な役割を果たしている(Huang et al., 2014)ことから、本論文では、テキストに表出するネガティブ情報に対する価格反応に注目する。これらテキスト情報は、記述されている言語に関係なく有用な情報を内包していると考えられるため、言語や英訳の存在に関係なく、株価はそれら情報に対して反応すると考えられる。ただし、言語の壁のために、外国人投資家は日本語で書かれたレポートのテキストの意見に迅速に反応することができない可能性がある(特に英訳が添付されていない場合)。言い換えれば、言語の壁は投資家間の情報の非対称性を増幅し、それがテキスト情報に対する価格の過小反応を引き起こすと考えられる。したがって、テキストに表出するネガティブ情報に対する株価の過小反応は、米国のレポートでは観察されないが、日本のレポートでは観察されると推定される。特に、英訳レポートの同時発行は言語の壁を大幅に緩和するため、過小反応は英訳レポートがある場合は観測されず、翻訳がない日本語のレポートで特に観察されると予想される。本研究では、アナリストレポートのテキスト表出するポジティブ・ネガティブ情報を抽出するため、レポートの文章の言語的極性(トーン)、特に、比較的標準化されており冗長性が少ないレポートの要約部分のトーンを使用した。

様々な分析の結果、言語の壁に関する我々の仮説を支持する結果が得られた。まず、レポートの銘柄推奨度・業績予想などの定量的情報に対する株価反応を控除した後でも、株価はネガティブトーンに大きく反応していることが分かった。この結果は、日本株レポート及び米国株レポートにおいてもみられ、レポート発行後も、株価反応に対する価格の修正は見られなかった。従って、テキストに表出するネガティブ情報は、言語に関係なく付加価値をもたらしていることが支持される。価格の過小反応については日本株レポートのテキスト情報に対してのみ観測され、米国株レポートに対しては見られなかった。一方で、(言語の影響がない)定量情報に対しては、株価の過小反応は米国株レポート・日本株レポート双方で観測されなかった。さらに、英語に翻訳された日本語のレポートでは、テキストに表出するネガティブ情報に対する過小反応は観測されず、英訳がない日本語のアナリストレポートに対してのみ過小反応が観測されることが分かった。英訳を伴わない日本語のレポートの方が言語の壁がはるかに高いことから、これら結果は言語の壁がテキスト情報に対する反応の遅れを誘引していることを支持する。

本論文の検証結果は、証券アナリストを介した情報伝搬に関する研究、テキスト情報が資産価格に与える影響の研究に関して重大な示唆を与える。多くの先行研究では、英文で書かれた文章がどのように、株価(特に米国株の価格)に影響を与えるかの分析に終始しており、それらの使用言語の影響はほとんど注目されてこなかった。我々は、アナリストレポートのトーンに対する投資家の反応が、使用言語により大きく影響されることを示すことにより、テキスト情報と資産価格の関係における、言語要因の重要性を提起するものとなっている。

6 「商業銀行の役員報酬制度が金融システムの安定に及ぼす影響の実証分析」

Asia School of Business in collaboration with MIT Sloan ファイナンス 助教授 竹井 郁夫

本研究では、銀行の役員報酬制度が金融システムの安定性に及ぼす影響を実証的に分析した上で、動的コーポレート・ファイナンス・モデルを構築し、各種報酬規制(ドッド・フランク法、ユーロ・ボーナス・キャップ、英国報酬規制等)が銀行のリスクテイクに与える影響を考察する。

2007 年の金融危機以降、銀行の役員報酬制度がリスクテイクを助長させたという認識が深まり、新たな金融規制の導入が欧州を中心に進められてきた。もっとも、業績連動型の報酬(現金支給の賞与等)に紐付けられた短期的な利益追求が、銀行の過剰なリスクテイクに繋がったのか否かは未だコンセンサスが得られていない。本研究では、米国商業銀行の役員報酬に関する新たなデータベースを、ディスクロージャー誌等から構築し、役員報酬の違い(保有株式、ボーナス、株式報酬型ストックオプション等)が、銀行のリスクテイクに与える影響を定量的に評価する。

本研究の貢献は、以下の 2 点である。1 つ目の貢献は、役員報酬制度に関して、中小商業銀行を含めた包括的な実証分析を行った点である。筆者の知る限り、米国・欧州(一部地域を除く)において、中小商業銀行の役員報酬制度に着目した実証分析は行われていない。本稿の実証分析では、ボーナスと株式報酬型ストックオプションが、銀行のリスクテイクを助長することを示す。

2 つ目の貢献は、銀行の①リスクテイク、②資金調達における資本構成、③役員報酬を取り込んだ動的コーポレート・ファイナンス・モデルを構築した点である。モデル分析を行う利点は、大きく 2 つある。1 つ目は、役員の報酬体系がリスクテイクに対するインセンティブに与える影響を理論的に明らかにする点である。2 つ目は、“現実を導入された実績がない報酬規制に対する政策効果”を定量的に評価することが可能となる点である。本稿のモデル分析によると、ユーロ・ボーナス・キャップと英国報酬規制と比較して、ドッド・フランク法に基づく報酬規制は、(イ)銀行破綻を抑制し、(ロ)貸出を増加させる効果が高い。一方、ユーロ・ボーナス・キャップと英国報酬規制は、金融システムの安定に資するものの、その効果は個別銀行でばらつきが大きく、全体としての改善効果も限定的である。

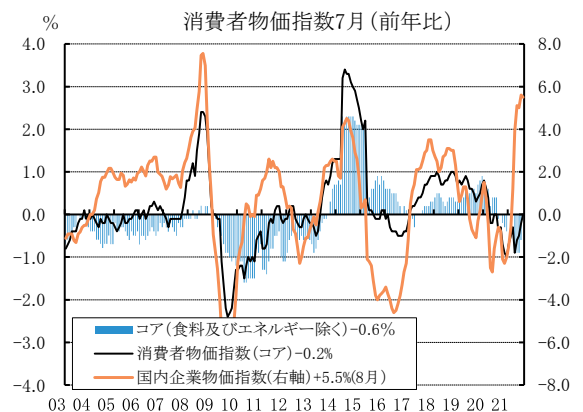
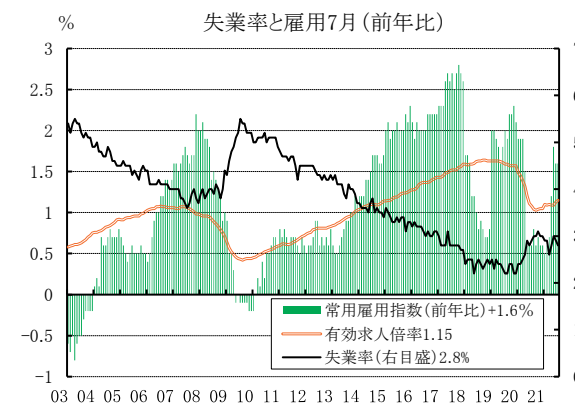
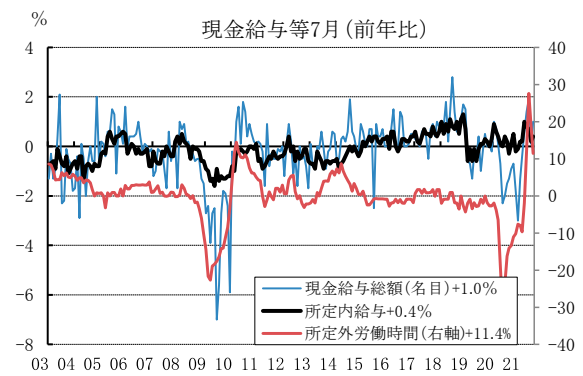
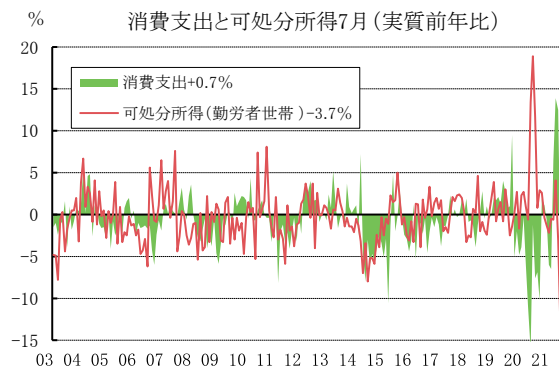
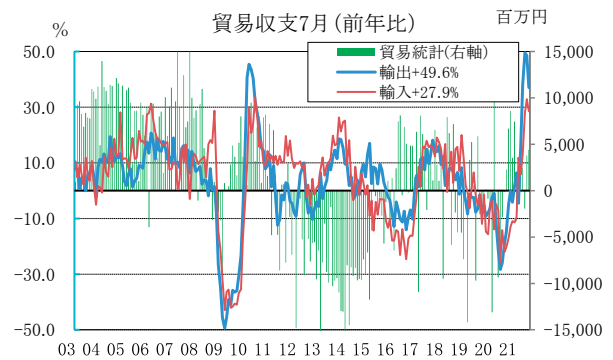
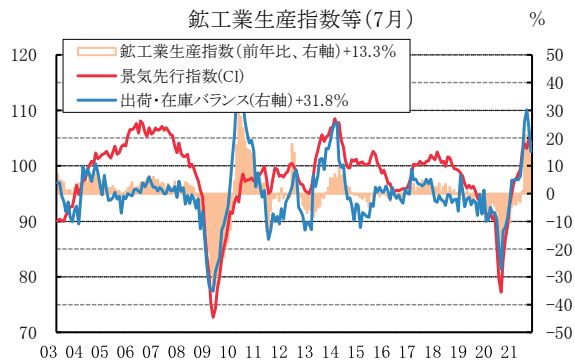
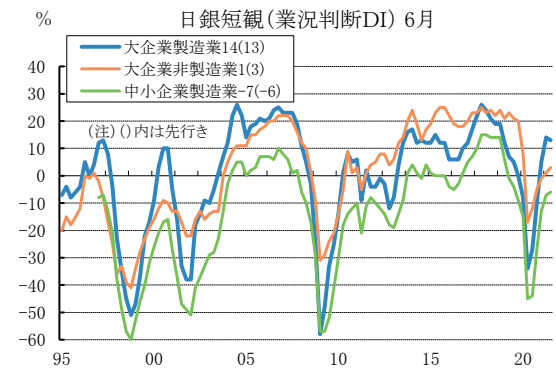
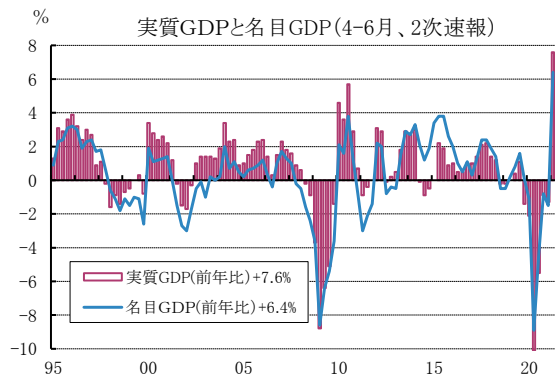
おわりに

当該研究助成事業は毎年実施しており、概要は以下の表の通りである。来年度の募集は 2022 年 4 月 1 日から開始し 5 月 31 日まで受け付ける予定なので、多くの研究者の応募を期待している。本年度の募集要項等詳細については当財団ホームページ「金融市場、個人金融等の調査研究に関する助成」(http://www.yu-cho-f.jp/ar_center/research_aid.html)を参照されたい。

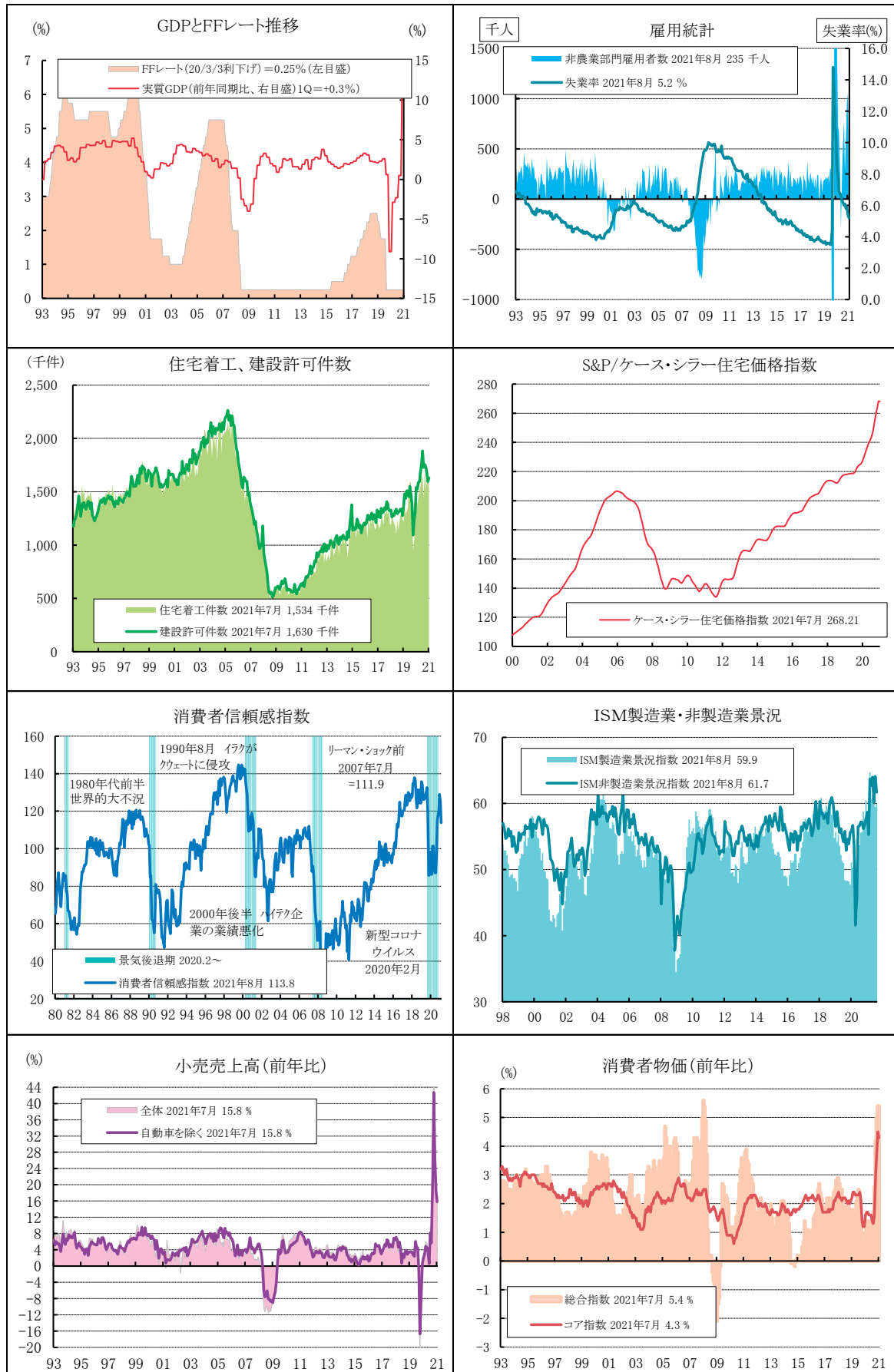
概 要

助成金額	総額300万円以内(5件程度)
申請受付期間	4月1日～5月31日(必着)
研究期間	7月1日～翌年6月30日(1年間)
提出スケジュール	翌年3月末中間報告、6月末完成論文提出、7月中に研究成果のWeb報告会を実施

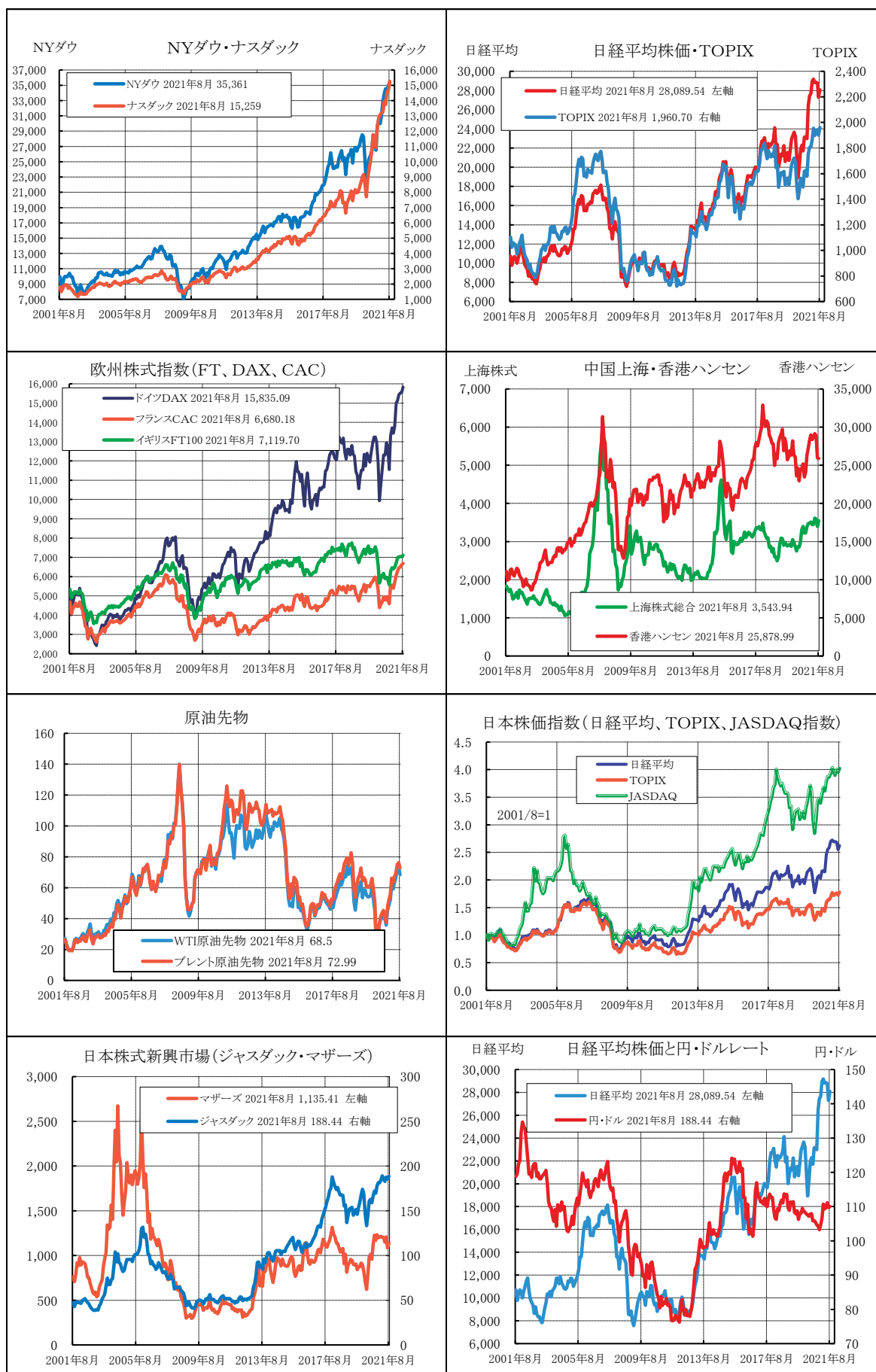
日本 マクロ経済



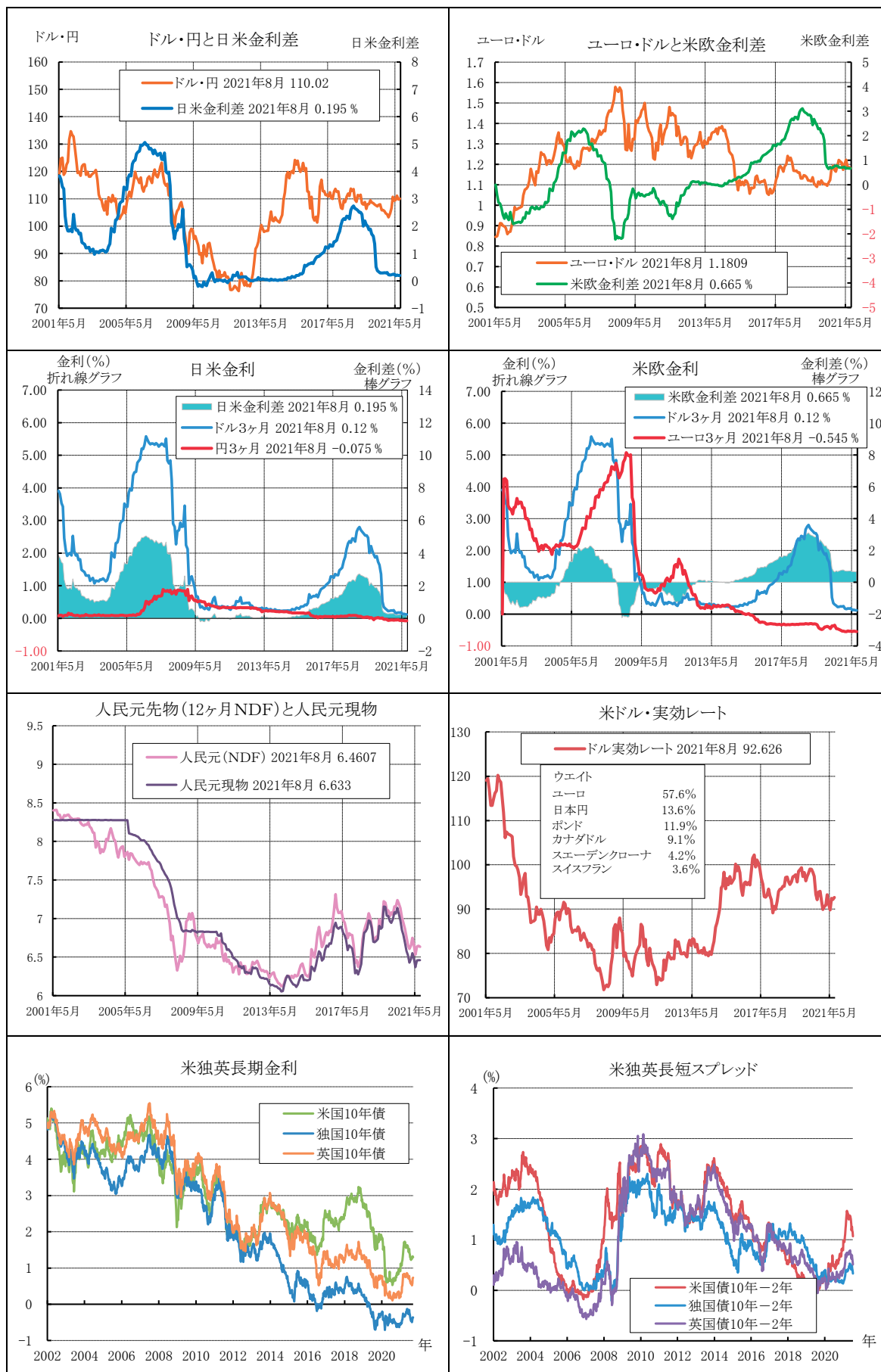
海外 マクロ経済



株式市場



金利・為替市場



< 金銭の信託 > 単体

(単位: 百万円)

年月	BS計上額	差 額	資産残高	資産別残高			通貨別残高			
				国内株式	国内債券	その他	日本円	米ドル	ユーロ	その他
2007年3月	1,927,293	55,988	1,927,292	1,387,167		540,125	901,388	263,243	91,811	130,725
2007年9月	603,123	29,190	603,123	410,400		192,723	219,138	101,120	36,680	53,462
2008年3月	412,570	▲ 102,618	395,341	334,035		61,306	334,035	31,936	12,133	17,236
2009年3月	1,224,742	▲ 194,135	1,148,823	995,990	152,719	114	1,148,710	113		
2010年3月	1,015,355	71,311	942,948	773,668	169,280		942,948			
2011年3月	1,806,768	137,194	1,572,617	1,113,724	174,694	284,198	1,288,419	201,602	28,095	54,500
2012年3月	3,715,446	238,628	3,588,240	1,670,834	1,710,319	207,086	3,381,153	190,431		16,654
2013年3月	3,038,863	497,674	2,876,099	1,579,002	1,297,096	0	2,876,098			
2014年3月	2,919,003	655,682	2,897,283	1,609,435	1,287,846	0	2,897,282			
2015年3月	3,491,637	1,170,895	3,466,042	2,146,168	1,288,771	31,103	3,434,939		12,346	18,756
2016年3月	3,561,110	883,889	3,172,037	1,878,626	1,293,411	0	3,172,037			
2017年3月	3,803,267	1,098,661	3,368,110	2,079,290	1,274,178	0	3,368,110			
2018年3月	4,162,251	2,289,162	3,725,672	2,286,148	1,256,039	183,484	3,725,671			
2019年3月	3,990,780	1,122,266	3,883,622	2,141,784	1,195,685	546,152	3,857,829	25,792		
2020年3月	4,549,736	813,852	4,317,545	1,859,682	1,419,008	1,038,853	4,311,553	5,991		
2021年3月	5,547,574	1,353,124	3,883,622	2,261,772	1,545,190	1,299,148	5,105,922	189		

< 証券化商品の保有状況 > 単体

(単位: 億円)

年月	RMBS		CLO		その他		CDO		RMBS(国外)		CLO(国外)		合 計	
	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益
2009年3月	7,045	▲ 50	713	5	636	▲ 1							8,396	▲ 46
2010年3月	9,091	154	910	19	2,738	22	136	0					12,866	197
2011年3月	10,843	183	947	35	473	0	119	1					12,383	221
2012年3月	11,664	369	946	48	197	0	100	2	251	14			13,159	435
2013年3月	11,664	369	945	57	44	0	80	2	2,118	196			13,793	799
2014年3月	10,967	481	944	44	120	0	60	1	2,610	537			14,702	1,065
2015年3月	11,581	539	943	37	232	0	45	2	3,308	363			16,110	943
2016年3月	12,801	710	942	30	719	0	27	1	2,533	▲ 43			17,025	698
2017年3月	12,760	415	941	16	1,012	▲ 1	20	1	2,403	▲ 100	1,564	40	18,702	371
2018年3月	12,774	361	492	1	1,318	1	15	0	1,711	81	4,958	▲ 168	21,269	112
2019年3月	13,057	401			1,655	0	12	0	997	▲ 116	11,787	▲ 60	27,511	225
2020年3月	13,597	281			1,739	▲ 2	10	0	385	▲ 93	17,673	▲ 1,219	33,406	▲ 1,033
2021年3月	13,543	190			2,254	0	8	0	549	38	20,363	360	36,720	590

(注) 1: RMBSは住宅ローン証券化商品、CLOは法人向けローン証券化商品、その他はクレジット債券等を裏付資産とする証券化商品、CDOは債務担保証券をそれぞれ意味する。

(注) 2: 2012年9月以降のRMBSは、国外のRMBSを含む。ただし、米国GSE関連ではない。

< 単体自己資本比率 (国内基準) >

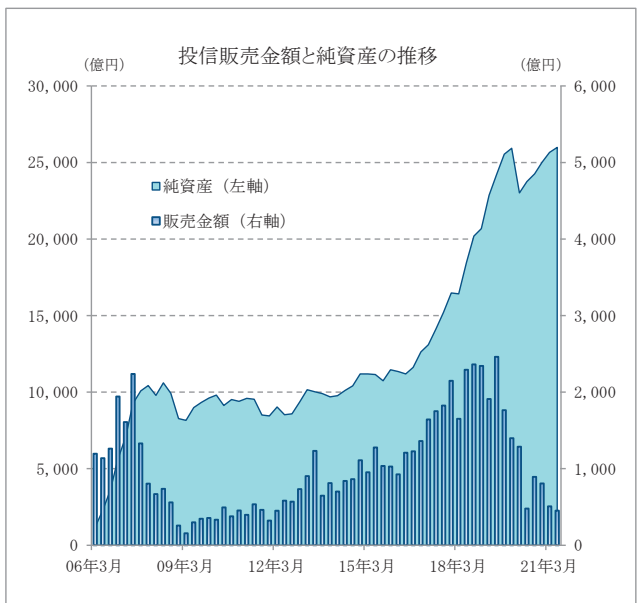
(単位: 百万円)

年月	自己資本額 (C)	基本的項目(A)					リスクアセット 等(D)	自己資本比率 C/(D)			Tier1比率 (A/D)
		資本金	資本剰余金	利益剰余金	社外流出額	補充項目(B) 一般貸倒		資産(オン・バ ランス)項目	オフ・バランス取 引等項目	OPRを8%で除 して得た額	
2009年3月	8,152,496	3,500,000	4,296,285	413,140	▲ 57,300	370	8,852,495	5,406,131	74,249	3,372,115	92.09%
2010年3月	8,375,279	3,500,000	4,296,285	652,598	▲ 74,100	494	9,141,313	5,806,212	20,986	3,314,114	91.62%
2011年3月	8,612,916	3,500,000	4,296,285	894,828	▲ 79,083	885	11,510,909	8,010,265	197,624	3,303,018	74.82%
2012年3月	8,863,659	3,500,000	4,296,285	1,150,595	▲ 83,713	491	12,958,826	9,394,189	295,615	3,269,021	68.39%
2013年3月	9,144,082	3,500,000	4,296,285	1,440,830	▲ 93,033	454	13,846,024	10,212,098	436,338	3,197,587	66.04%

年月	コア資本に係る基礎項目						コア資本に係る 調整項目	自己資本 額(A) - (B) = (C)	リスク・アセット等			自己資本比率 単体自己資本 比率(C)/(D)
	普通株式又は強 制転換条項付債 先株式に係る株 主資本の額	うち、資本金及び 資本剰余金の額	うち、利益剰余金 の額	うち、自己株式 の額	うち、社外流出 予定額	コア資本に係る 基礎項目に算入 される引当金の 合計額			信用リスク・ア セット当の額の合 計	オペレーショナ ル・リスク相当額 の合計額を8% で除して得た額	リスク・アセッ ト当の額の合 計(D)	
2014年3月	9,404,306	7,796,285	1,702,007	-	▲ 93,987	336	9,404,643	-	9,404,643	13,482,628	3,070,695	56.81%
2015年3月	8,280,186	7,796,285	1,968,617	▲ 1,299,999	▲ 184,717	315	8,280,501	6,491	8,274,010	18,490,222	3,043,268	38.42%
2016年3月	8,511,519	7,796,285	2,108,969	▲ 1,299,999	▲ 93,736	277	8,511,796	12,471	8,499,325	29,253,213	2,965,316	26.38%
2017年3月	8,635,897	7,796,285	2,233,759	▲ 1,300,411	▲ 93,736	267	8,636,164	19,224	8,616,940	35,906,558	2,873,248	22.22%
2018年3月	8,800,862	7,796,285	2,399,031	▲ 1,300,717	▲ 93,736	278	8,801,141	29,070	8,772,071	47,474,709	2,768,805	17.42%
2019年3月	8,879,358	7,796,285	2,477,736	▲ 1,300,926	▲ 93,736	243	8,879,601	35,383	8,844,213	53,334,010	2,699,551	15.78%
2020年3月	8,964,975	7,796,285	2,563,307	▲ 1,300,881	▲ 93,736	258	8,965,233	32,685	8,932,547	54,775,080	2,632,196	15.55%
2021年3月	9,057,375	7,796,285	2,749,408	▲ 1,300,844	▲ 187,473	280	9,057,656	33,294	9,024,361	55,604,917	2,552,200	15.51%

< 投資信託取扱状況 >

年月	販売件数 (件)	販売金額 (百万円)	保有口座数 (口)	純資産残高 (百万円)
2005年度累計	166,760	119,631	90,166	119,612
2006年度累計	1,191,441	595,453	360,271	705,854
2007年度累計	2,227,821	504,399	508,495	978,531
2008年度累計	1,598,000	171,395	551,000	815,666
2009年度累計	1,279,000	133,885	577,000	980,930
2010年度累計	1,345,000	172,714	604,000	960,336
2011年度累計	1,314,000	177,421	615,000	902,646
2012年度累計	1,090,000	279,187	622,000	1,016,814
2013年度累計	952,000	339,685	644,000	977,638
2014年度累計	1,061,000	377,000	665,000	1,118,791
2015年度累計	1,164,000	427,085	696,000	1,135,550
2016年度累計	1,251,000	544,399	749,000	1,310,151
2017年度累計	1,544,000	737,878	874,000	1,642,301
2018年度累計	2,303,000	891,000	1,062,000	2,285,900
2019年度累計	3,170,000	691,400	1,185,000	2,301,700
2020年4-6月	835,000	48,000	1,189,000	2,374,600
2020年7-9月	894,000	83,200	1,204,000	2,425,200
2020年10-12月	924,000	80,800	1,216,000	2,501,000
2021年1-3月	1,008,000	50,900	1,215,000	2,565,800
2020年度累計	3,661,000	262,900	1,215,000	2,565,800
2021年4-6月	1,012,000	45,300	1,217,000	2,598,600
2021年度累計	1,012,000	45,300	1,217,000	2,598,600
累計	26,330,022	6,470,732	1,217,000	2,598,600



お問い合わせ先

〒101-0061 東京都千代田区神田三崎町3-7-4

一般財団法人ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター

電話 03(5275)1814 FAX 03(6831)8970

注：この資料は特定の売買を推奨するものではありません。
この資料は当センターの著作物であり、無断で転載・複製することを禁じます。

非売品