

金利は売りか！？低金利シナリオの陥穽

95年9月に日銀が公定歩合を0.5%に引き下げてから既に1年半が過ぎた。その間行き過ぎた円高は修正され、株価も昨年6月にはバブル崩壊以降の高値をつけた。しかし、一部業種を除いて景況感は改善せず、特に金融セクターは不良債権処理を引きずり青息吐息の状況で国内の中小企業や個人の足をひっぱり全体のムードを暗くしている。平均株価も昨年末から急落し、経済全体の行方に自信を持ってないでいる。

そんな中でこの低金利状況は当分続くとの見方が大勢を占め、依然として「長期金利を買う」動きが続いている。下表は昨年からの国債指標銘柄（182回債、クーポン3.0%の国債）の利回りの推移である。

時期	価格(円)	利回り(%)
96年3月末	99.19	3.110
96年6月末	98.78	3.170
96年9月末	101.36	2.810
96年12月末	103.06	2.570
97年3月末	105.22	2.262

この表から判る通り、昨年後半から長期金利が急激に低下している。あたかも株価の急落と重なるような動きである。事実一部投資家は「債券買い、株売り」で相当な収益を積み上げたようである。

この「債券買い=長期金利買い=金利低下」を支えるシナリオは、不良債権を引きずる金融システムを維持するには金利を上げられない 経済の構造改革には痛みと時間がかかる 貸出資金需要は増えず、といて株式投資に慎重な機関投資家が債券投資を今後も積みます、等が挙げられるだろう。

とはいえ日本のこの低金利は歴史上希有な事例でもある。公定歩合0.5%は先進国では前例はなく、米国の大不況時代(1930年代)の1%を下回るものとして歴史に記憶されるだろう。長期金利のレベルも歴史的水準に近づきつつある。米国では1941年に1.85%まで下げたことが記録されているが、19世紀後半の英国の大不況時代でも2.2%台までである。

時代環境は全く違うから比較してもナンセンスとの意見もあるが、日本の金利は歴史的レベルの金利水準であることは間違いない。

ではこれから日本の金利はどう動くのだろうか。はっきり言えることは、更にこれ以上金利が低下する余地は少ないということだ。とすれば、このまま低金利が続くと考えるシナリオと緩やかにしろこれから上昇してゆくとするシナリオの二つが想定される。しかし、このまま低金利状況が続くとするシナリオには大きな陥穽があるように思う。

確かに、短期金利は公定歩合と日銀の資金供給量でコントロールされる世界で、言ってみれば当局の手のひらの中にある。従って現在の金融状況を考えればしばらく上げられないと判断するのは当然だ。しかし長期金利は「アウト・オブ・コントロール」の世界である。マネーが国境を超えて瞬時にかつ大量に動く時代にあってはなおさらである。私が思う低金利シナリオの陥穽とは次のような判断による。

1. 低金利の副作用があちこちに出てきている。特に年金・保険の運用や所得移転等で大きな問題が発生している。
2. 世界規模の景気拡大(国レベルではなく企業レベルの好況)が始まっている。来年の為替規制の撤廃で低金利にうめく日本の金融資産が更に国外に流れることが予想される。
3. 国や地公体の債務が膨れ上がり、そのリターンの低い債務(国債や地方債)を買っている機関投資家(生保や銀行等)がこのまま買い続けていく保証はない。
4. その結果円安の流れが続く、食料や原油価格にインフレ懸念が発生する。

要するに国内に蓄積された金融資産が新たなリターンを求めて動き出す可能性が強く、それが低金利シナリオを崩すのではないかと思われるのだ。

今、日本国債の売りは、世界でも最もリターンの高い投資ではないだろうか。国賊と言われるかも知れないが、ここまで買われて(低金利になって)しまった国債は後は売られるばかりと思う方が自然だ。だから私は「金利は売り」であると思う。

しかし個人レベルで国債のカラ売りは現実には難しい。個人レベルで参戦できるのは、債券先物オプション取引におけるブット・オプションの買い位である。これだったら資金はそれほど要らず「金利の売り」に参加できる。いかがだろうか。