

債券相場はバブルもどき！？

(行き過ぎた相場は必ず修正される)

今週の8日、超長期国債の入札が行われた。クーポン(表面利率)3.0%の20年国債が約4,000億円発行され、平均100円54銭で落札された。同じく8日、期間10年6.0%の国債を取引する債券先物市場において、価格が127円34銭まで買われ過去最高を記録した。同日、国債指標銘柄(182回、3.0%国債)利回りは一時2.07%をつけた。

先週号でも触れたように、この金利水準は英国・米国の大不況時代に匹敵する歴史的レベルの水準である。では、10年間2%強の利息収入しか入らない国債を100円で買っている投資家は、どんな投資家でどのような狙いで買っているのだろうか。日本経済への悲観論と金融システム不安を背景に、次ぎの4種類の投資家が買っていると推測される。

一つは、クーポン収入よりも為替差益を狙う投資家だ。円安から円高への転換が近いと判断する投資家にとって円債は魅力ある投資対象である。

二つは、株式市場と債券市場の裁定取引をする投資家である。両市場の連動性に着目して収益を上げようとする投資家が存在しても不思議ではない。「株売り、債券買い」を同時にあるいは時間差を設けて投資している。

三つは、もっと水準の低い段階で債券先物(含むオプション)市場で売立てた投資家が、膨らむ損失に耐え切れず売り玉を買戻す過程で値を上げることが考えられる。いわゆるショートカバー(踏み相場)というやつだ。

四つは、当面金利上昇はないと判断した投資家が長短金利差を狙って買っている。

今回のこの金利低下をもたらした主役は、恐らく三つ目と四つ目の投資家であろう。行き過ぎたマーケットを演出するのは、何時でも先回りした少数の投資家と遅れて参加する多数の投資家である。今、金利マーケットに参加するディーラー10人の内9人が、国債指標銘柄は近いうち2.0%を割ると予想しているという。

実に危険だ。市場参加者の大多数が確信に近い相場観を持っているとき、市場内部では新たな動きが生起していると思うべきだ。

89年12月末大納会の日、東京株式市場は日経平均が38,915円をつけ、熱狂のうち新年を迎

えた。1月1日の日経新聞恒例のマーケット予想では、殆ど全ての経営者やアナリストが90年の日経平均を5万円と予想していた。90%以上の人々が殆ど確信をもって強気の予想を立てていたに違いない。そして90年大発会の日から株式市場は音を立てて崩れていった。

金利の下げにもバブルはあるのだろうか？私はバブルはないと思うが、「バブルもどき」はあると思う。そして今がまさに「その時」ではないだろうか。

バブルを金融面から定義すると、「ある資産の価格がその資産の収入から説明出来ない程上昇してしまう」となる。果たして「10年間ずっと2円ちよつと」の収入に固定される債券が100円することは、信用リスクさえないとすれば合理的なのだろうか。私には疑問に思える。

この金利低下をもたらしている原資は、実は私達の金融資産である。銀行への預金、郵便局への貯金、生保や損保への保険料、あるいは年金資産が廻りまわって国債を買っている。そして運用利回りの低下をもたらしている。既に実質金利でも米国を大幅に下回り(昨年初までは日本の方が高かった)、個人部門の貯蓄構造に変化が見られ円安が進行している現在、こうした投資行動は甚だ疑問である。

「貸出先がない、株も恐い、為替リスクがあるから外物はそんなにやれない。まあ一番無難なのは債券投資だ。国が発行する債券だったら失敗してもしようがないだろう。」消去法で国債を主体とした債券を買っているという金融新聞の説明を鵜呑みにすると、上述のような国内機関投資家の姿が浮かび上がる。おそらく本音かもしれない。そしてそれらの横並び資金運用が債券相場に「バブルもどき」を出現させている。

これから相場修正が起これば、多くの金融機関で有価証券ポートフォリオが大きな打撃を受けるに違いない。

ところで、金融負債を抱える中小企業はこの「バブルもどき」の恩恵にあずかるべきである。変動金利から固定金利への切替えや借り換え、あるいは低金利資金の取り込み等を検討すべきである。こんなチャンスはめったにないと思うべきである。

しかし、直接金融で資金調達している大企業は既に大いに恩恵をうけているが、中小企業まで中々まわってこないのが現状で、本当に残念でない。