

PIMCO

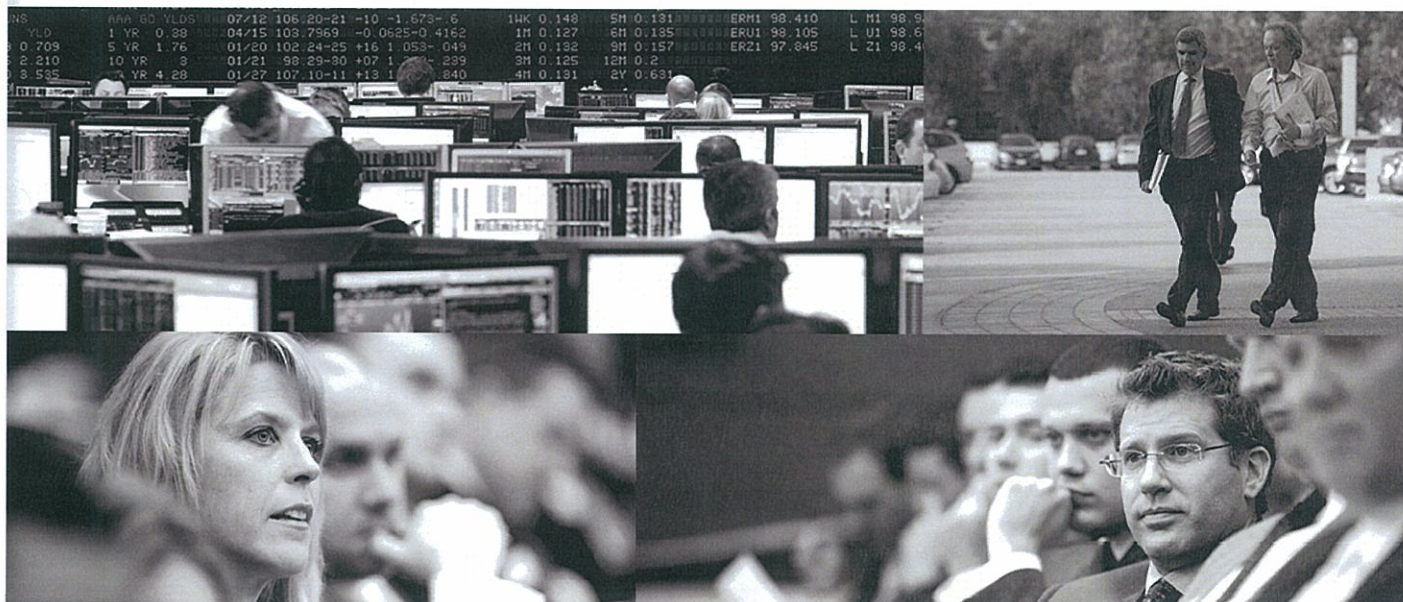
Your Global Investment Authority

# アベノミクスが国債市場に与える影響

正直 知哉

マネージング・ディレクター ポートフォリオ・マネージャー

2013年 4月2日



ピムコジャパンリミテッド

A company of Allianz 

## 講演者略歴

---



### 正直 知哉 マネージング・ディレクター

東京を拠点とするポートフォリオ・マネージャーで、日本の運用統括責任者。また、PIMCOアジア・パシフィック・ポートフォリオ・コミッティーのコア・メンバーを務め、域内のマクロ経済および投資分析を担当する。2001年にグローバル・ポートフォリオ・マネージャーとしてPIMCOのニューポートビーチ本社へ入社、2002年よりピムコジャパンリミテッド。PIMCOグループにおけるグローバル及び日本債券ポートフォリオの運用を担当している。PIMCO入社以前は、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント（ロンドン）にてエグゼクティブ・ディレクター兼シニア・ポートフォリオ・マネージャーとして勤務。それ以前は、住友ファイナンス・インターナショナル（ロンドン）にて自己勘定トレーディング、また住友銀行（大阪）にてクレジット・リサーチに従事。投資業務経験23年。大阪大学にて工学学士号、および工学修士号、ボストン大学でMBAを取得。

## 三つの疑問

---

- なぜ日本の長期金利は低いのか？
- アベノミクス・金融緩和による日本国債への影響は？
- 国債市場の変化が日本の銀行・投資家に与える影響は？

# 低金利の背景 – グローバル環境（「New Normal」）+ 国内要因

グローバル・ディレバレッジ  
→ 主要国低成長+低インフレ

欧米のリフレ政策の初期段階  
→ 主要国金利低下

国内デフレ均衡（後述）  
→ 国内低成長+低インフレ

外部要因 +  
国内低成長 +  
デフレ  
=  
低金利

各国国債10年金利

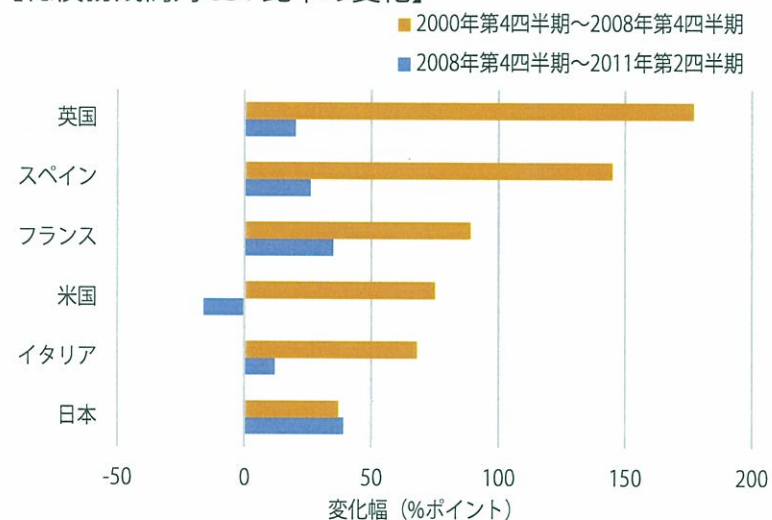


出所：ブルームバーグ

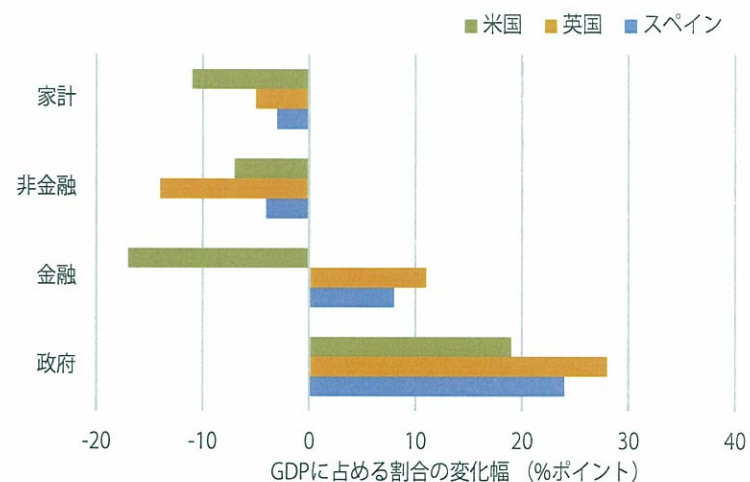
# グローバル・ディレバレッジ (De-leveraging) の時代 → グローバル低金利

- リーマン危機以前のグローバル経済の成長はレバレッジに依存
- 危機以降も米国を除いて先進国の債務（民間・公的の合計）は増加
- 先進国は今後数年にわたって、ディレバレッジを続けざるをえない

【総債務残高対GDP比率の変化】



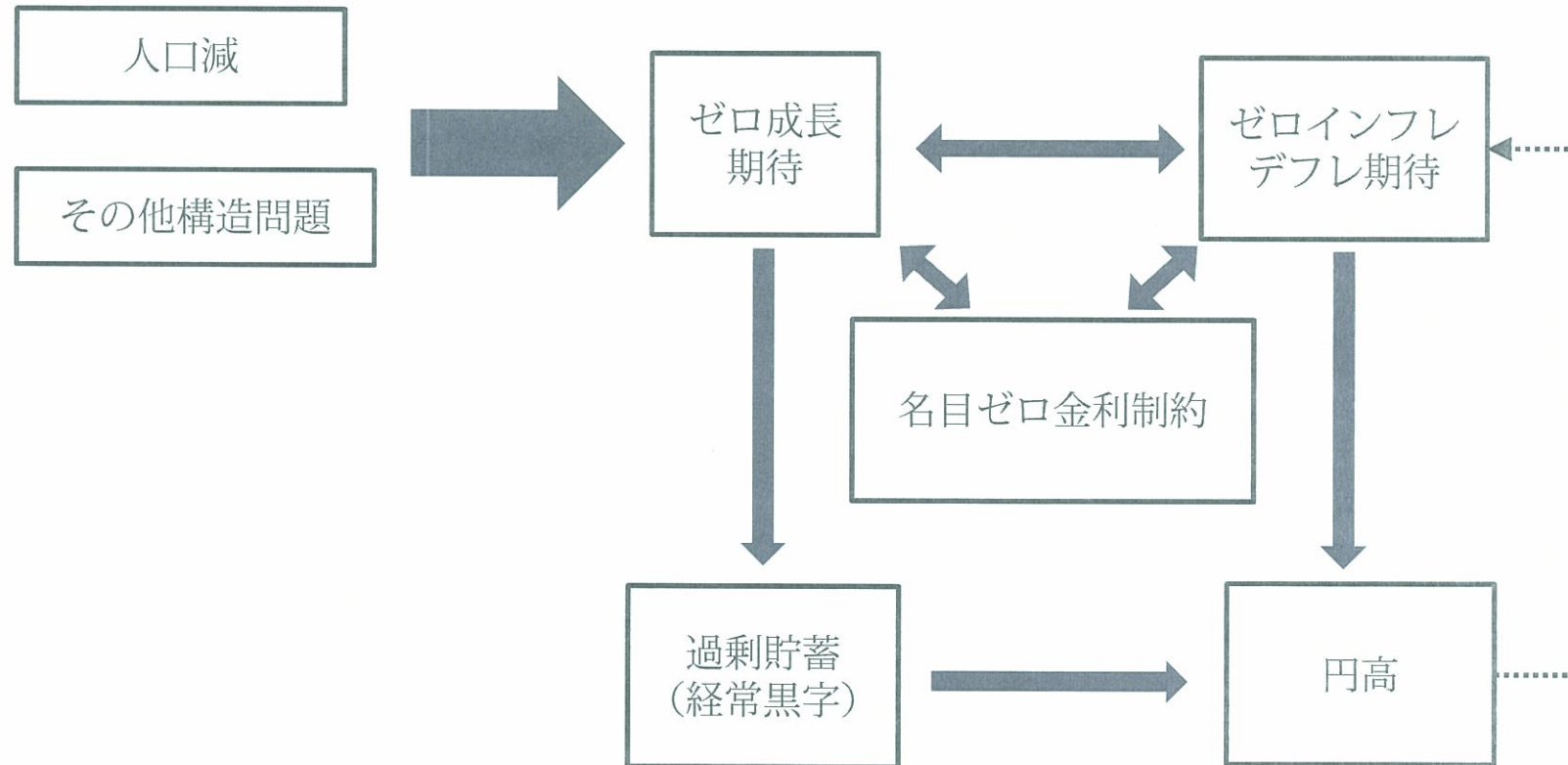
【部門別債務残高の変化（2008年第4四半期から2011年第2四半期）】



2012年3月31日現在

出所：McKinsey Global Institute, U.S. Federal Reserve Flow of Funds, U.K. Office for National Statistics, Eurostat

# 日本のデフレ均衡のダイナミクス

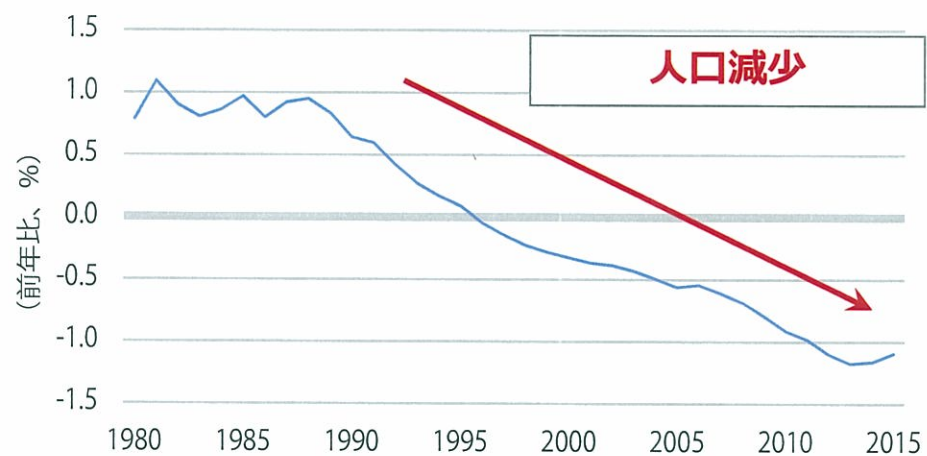


- 政府が民間から借金をしている為、資金は国内で循環（債務危機懸念による金利上昇の可能性は極めて低い）
- しかし、民間の活力が削がれ、国内不均衡は増進 → デフレ均衡が長期化すれば調整コストは上昇

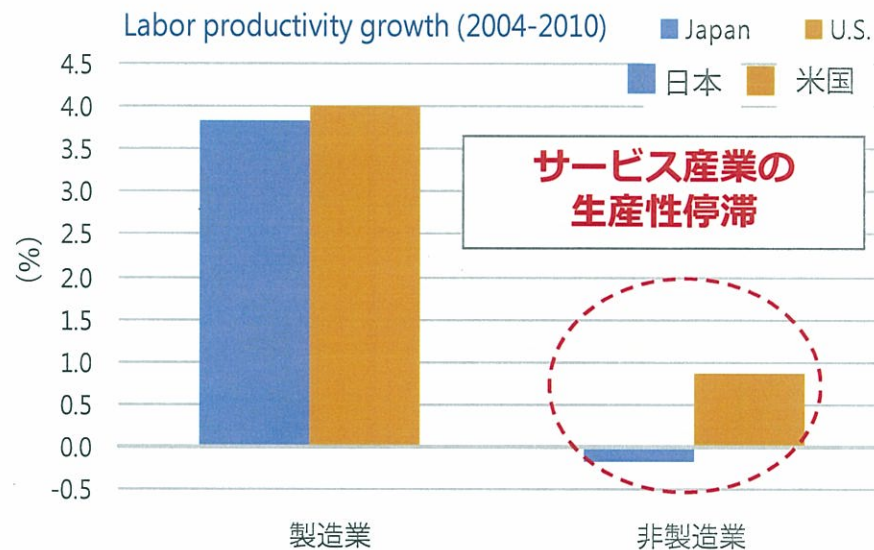
出所：PIMCO

# 人口減少とサービス産業の生産性成長率の停滞

【労働力人口の増加率】



【労働生産性成長率 (2004-2010)】

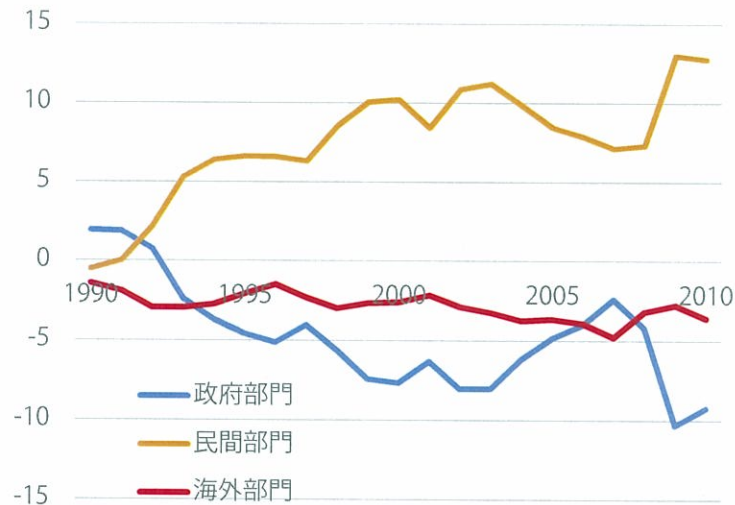


出所：ブルームバーグ, Haver, 財務省, RBS, PIMCO

# 民間貯蓄（フロー）が政府債務の返済能力を規定

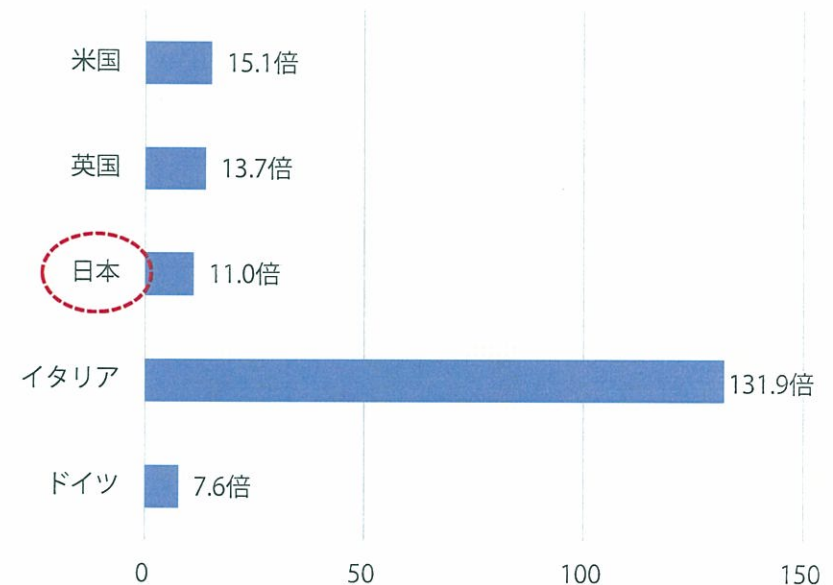
- 日本の民間貯蓄はGDP対比約13%と高水準
- 金利を通じた民間貯蓄のリバランスが機能しない（伝統的金融政策の無効化）

日本の投資貯蓄バランス（対GDP%）



出所：IMFのデータを元にPIMCO作成  
見直しおよび戦略は予告なく変更となる場合があります。

政府純負債/民間部門投資貯蓄バランス（5年平均）比率

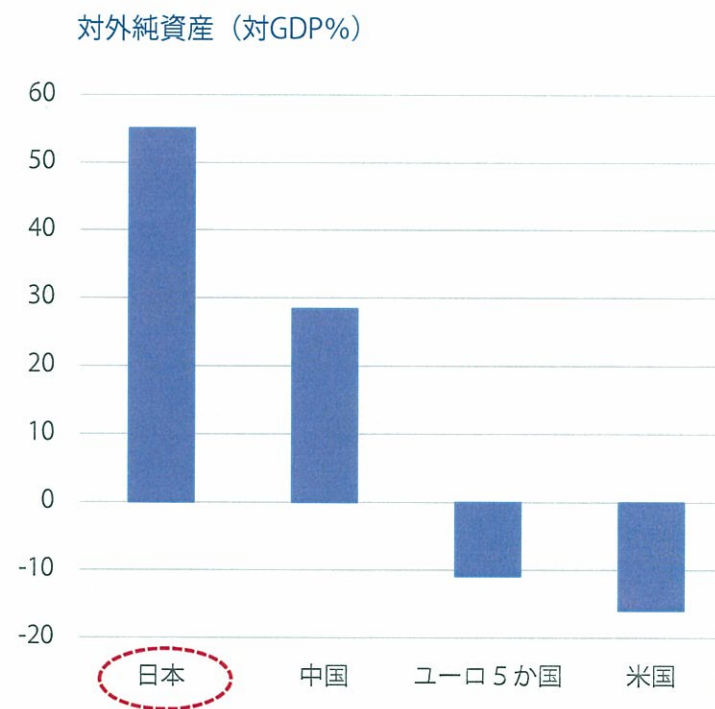
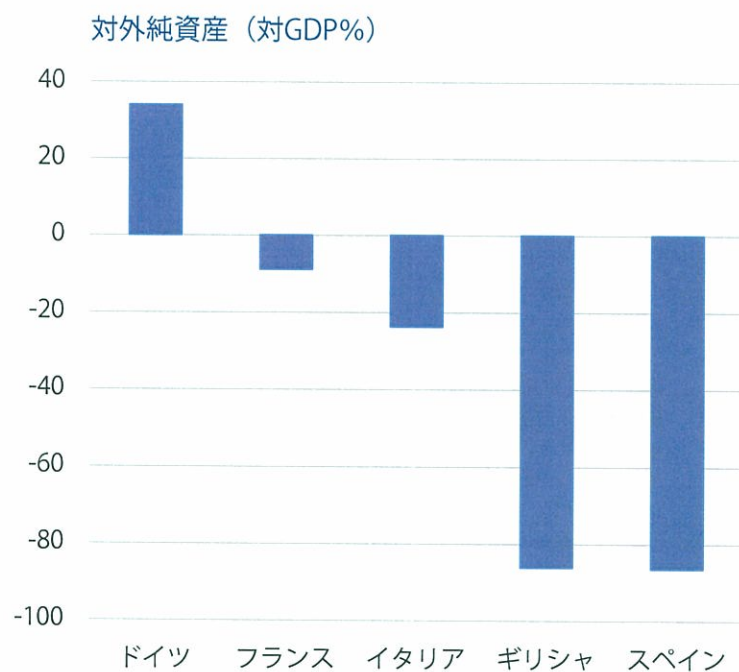


出所：IMFのデータを元にPIMCO作成（2013年3月時点で入手可能データ）  
\*ギリシャおよびスペインは民間部門バランスが純赤字



# 対外純資産（ストック）は将来の経常赤字に対するバッファー

- 将来、経常赤字が常態化しても、国全体としてファイナンスの担保を有する
- 対外純資産（負債） = その国の通貨建て負債に対して資産が不足（超過）している
- すなわち、対外純資産国での本格的な資本逃避は起こり難い（米国は対外純債務国だが基軸通貨をもつ）



出所：IMFのデータを元にPIMCO作成（2013年3月時点で入手可能データ）  
見直しおよび戦略は予告なく変更となる場合があります。

# アベノミクス？ — 金融・財政によるリフレ+長期的な構造改革

## アベノミクスの「3本の矢」

### 1.金融政策



#### 現実的なハト派金融政策

- 2%のインフレ目標
- ハト派の日銀総裁・副総裁任命（3月）
- 日本国債の買い入れと年限拡大（4月見込み）

### 2.財政政策



#### 規律正しい循環的な拡大

- 13兆円の財政出動（2012年12月）
- 長期的な国債発行計画にも重点

### 3.成長戦略

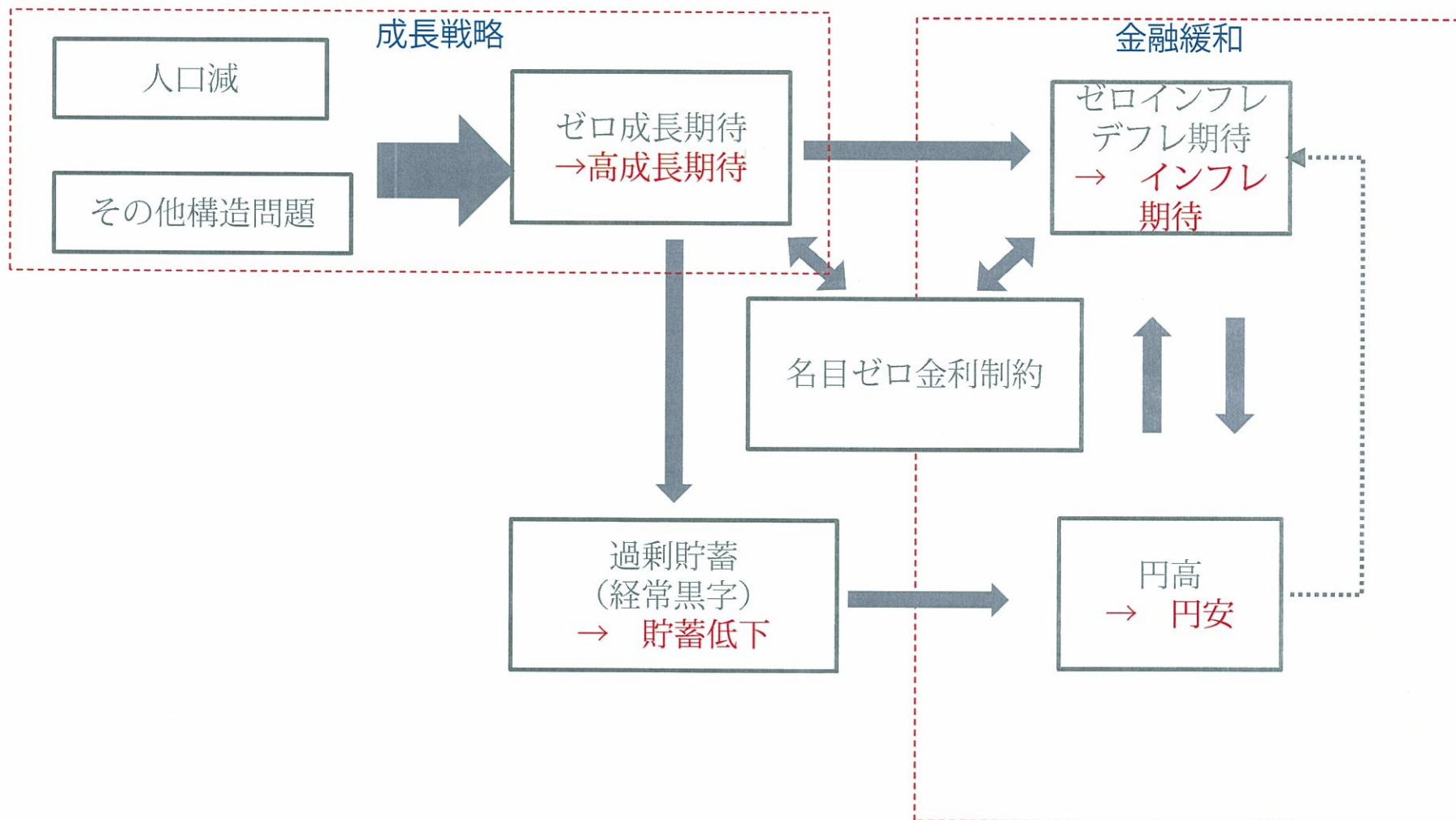


#### 改革重視（夏頃に開始の可能性）

- 税制改革（2013年）
- TPP（2013年）
- 労働市場改革（6月？）
- 競争力を強化する産業政策（6月？）

リフレ  
の実現

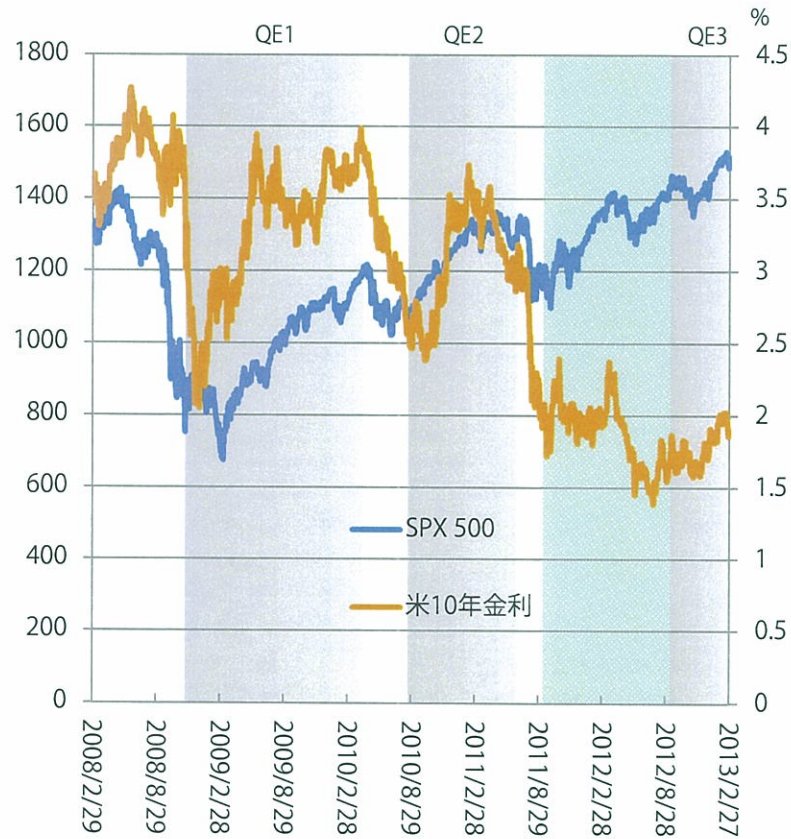
# 日本のデフレ脱却へのメカニズム



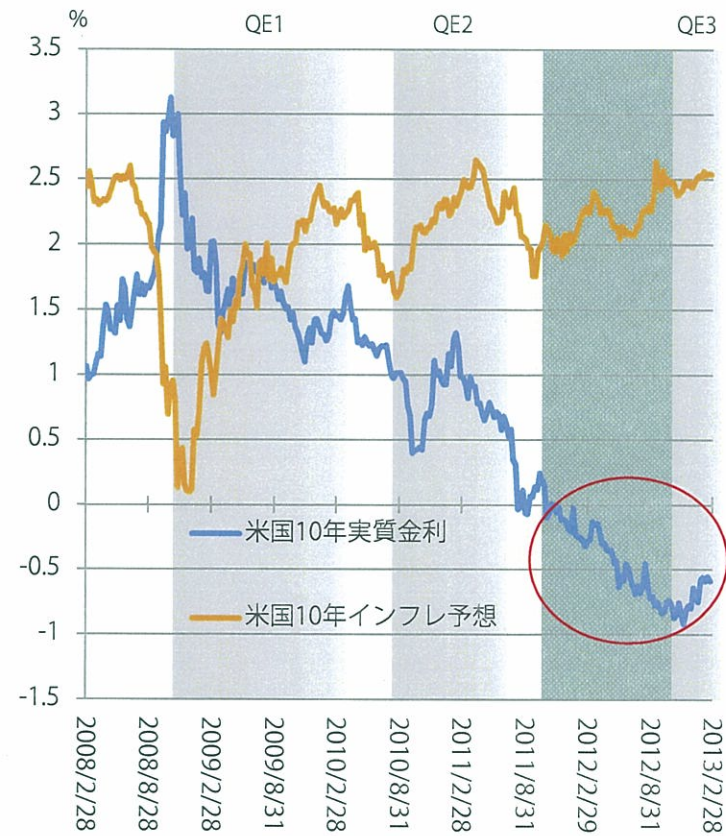
出所：PIMCO

# FRBの例

量的緩和により米国債金利低下、  
株価は上昇



インフレ期待の低下を回避し実質金利の低下に成功

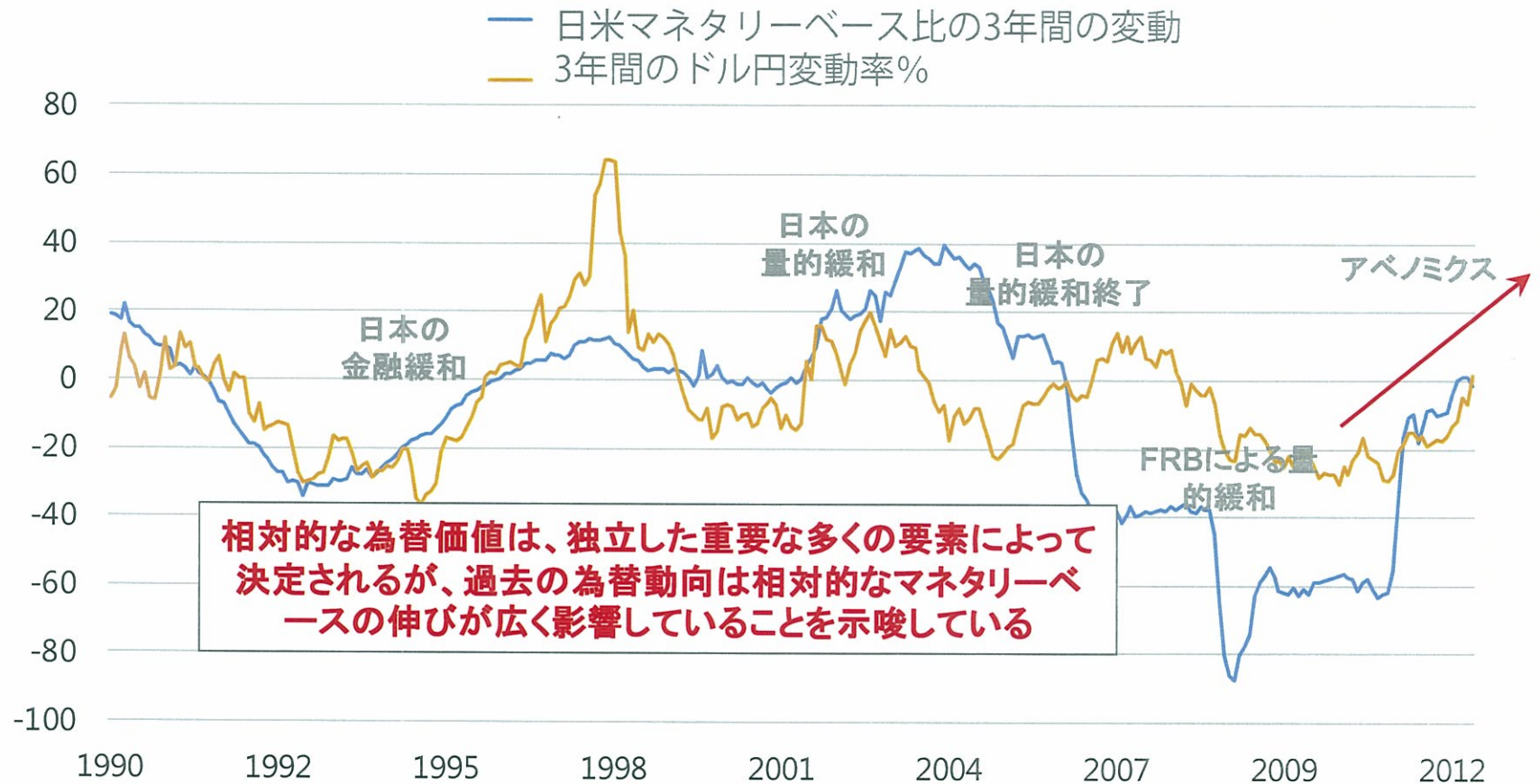


QE1: 2008年11月～2010年3月  
QE2: 2010年8月～2011年6月  
QE3: 2012年9月～  
OT: 2011年9月～

出所：ブルームバーグ

# 量的緩和の拡張による円安への効果

相対的なマネタリーベースの伸びとドル円相場の推移



出所:ブルームバーグ、Haver Analytics

# 新日銀総裁の下、金融政策はバランスシート拡大とより長い年限の国債の買入れへ

## 金融政策：主な政策とスケジュール

### ハト派総裁・副総裁が就任（3月）

- ・ ハト派の日銀総裁を任命（黒田東彦氏）
- ・ 同時にハト派副総裁（岩田規久男氏）を任命

### バランスシート拡大を発表（4月）

- ・ 国債買入れによる追加量的緩和（現状計画分に加えて、2014年12月までに60兆円拡大）
- ・ 現在の買入れ対象国債が3年未満であり市場規模が限定的であることから、対象年限を拡大する見通

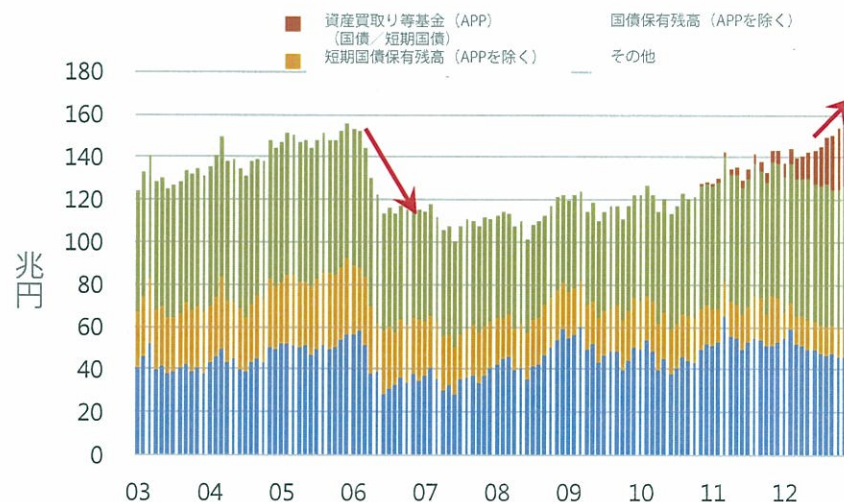
### その他政策もあり得るが、必須ではない

- ・ 超過準備預金金利（IOER）を引き下げる可能性はあるが、主要な手段にはならない
- ・ G-20への配慮から、外債購入の可能性は低い

### 国際社会は概ね緩和を支持

- ・ IMFラガルド専務理事：通貨戦争懸念は「大げさ」：日本のアプローチは「健全な政策」
- ・ FRBバーナンキ議長：「諸外国の同様のアプローチを歓迎（国内経済活性化の為の金融政策推進）」

## 日銀のバランスシート



出所：ブルームバーグ、PIMCO

# 日銀の国債購入プログラム

## 日銀による資産買入基金

買入資産(単位:兆円)	直近の残高	期限付 プログラム	無期限 プログラム
	2013年2月28日	目標 2013年12月	2014年1月開始 2014年12月(推計)
国債	26.4	44.0	78.5*
国庫短期証券	13.3	24.5	
コマーシャル・ペーパー等	2.0	2.2	2.2
社債	3.0	3.2	3.2
上場投資信託(ETF)	1.5	2.1	2.1
不動産投資法人投資口 (J-REIT)	0.12	0.13	0.13
総計	46.4兆円	76.1兆円	86.1兆円

\*日銀による2014年中の国債と国庫短期証券残高の増加額の推計(約10兆円)に基づく。

出所:日銀、HSBC

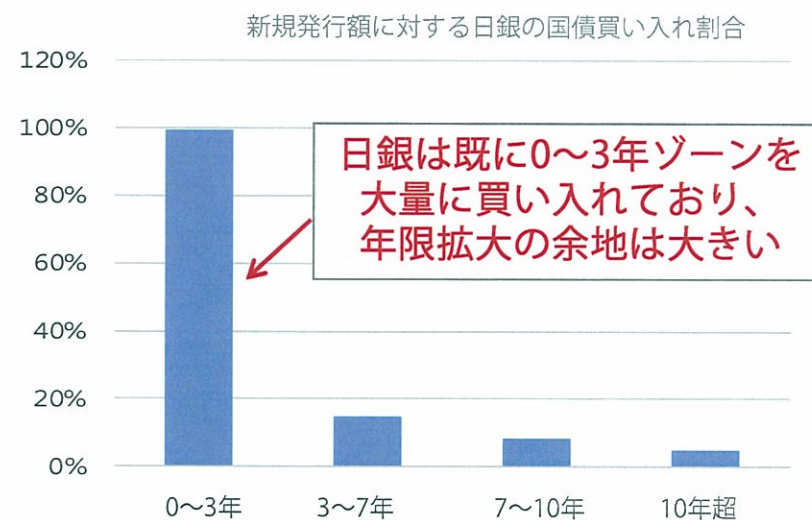
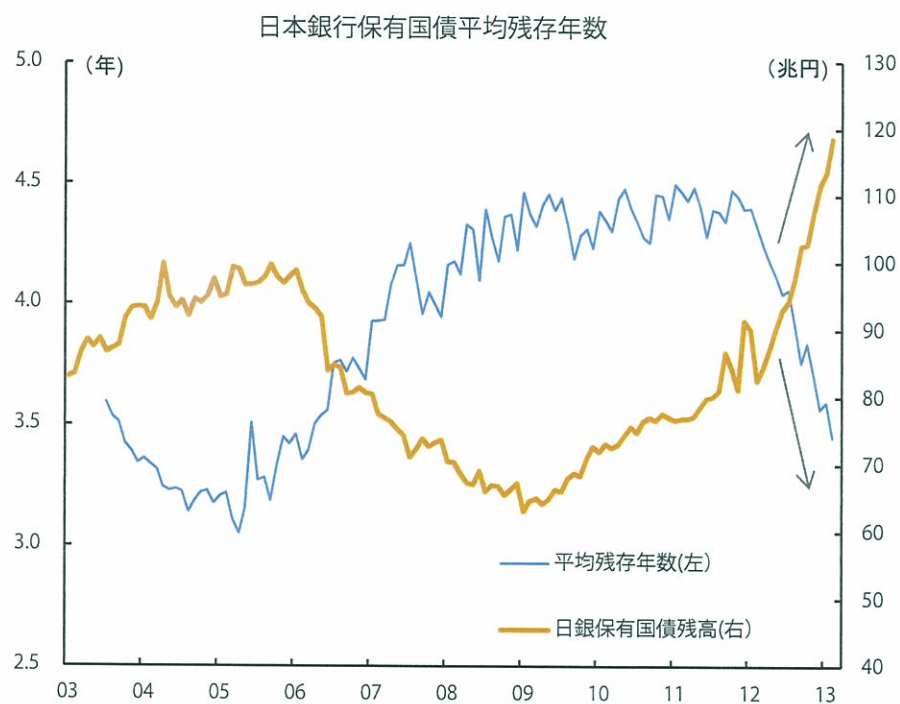
## 買切りベースの国債買入(輪番オペ)のガイドライン

国債種別と残存期間ごとの買入金額、利付国債(変動利付国債と物価連動国債を除く)					
残存期間(単位:兆円)					
1年以下	1年超10年以下	10年超30年以下	変動利付国債	物価連動国債	総計
7.4	12.0	1.2	0.8	0.1	21.6兆円

平均月間買入額:1.8兆円

出所:日銀、HSBC

# 日銀の保有国債の残存年限

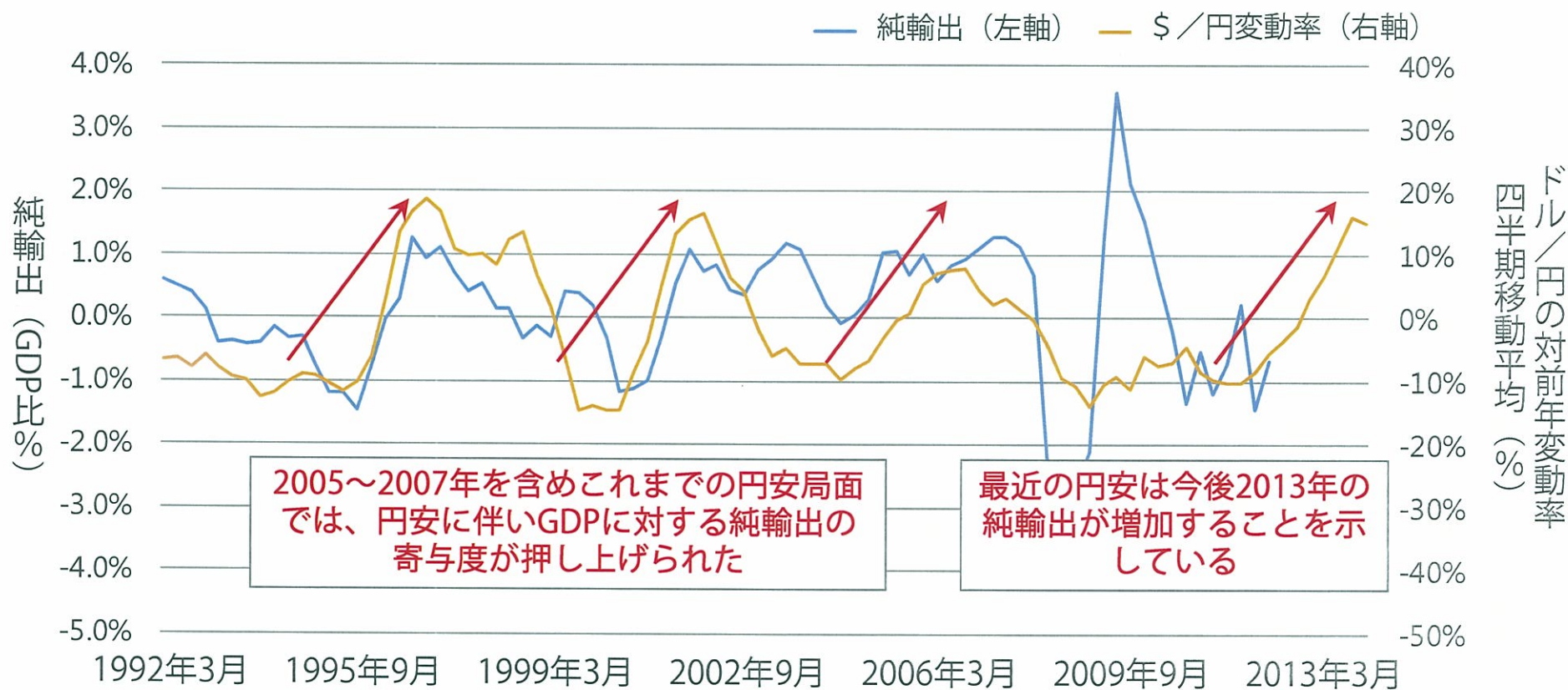


2013年2月28日現在



# 実証：円安は輸出セクターをどの程度押し上げるか？

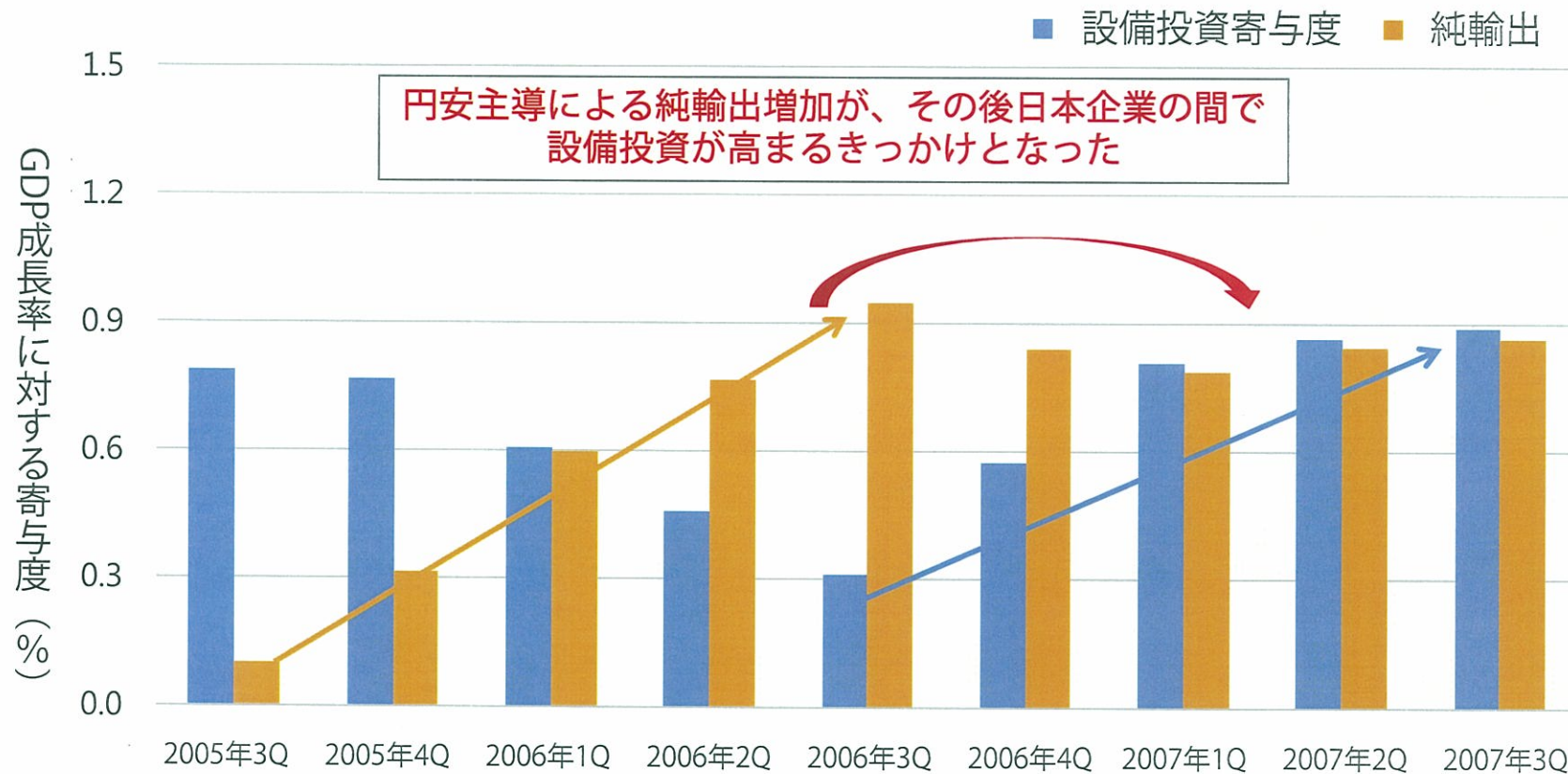
為替動向および成長率に対する純輸出の寄与度



出所：ブルームバーグ、HAVER ANALYTICS

# 実証：2005～2007年は、純輸出の増加が企業による投資増加を誘発

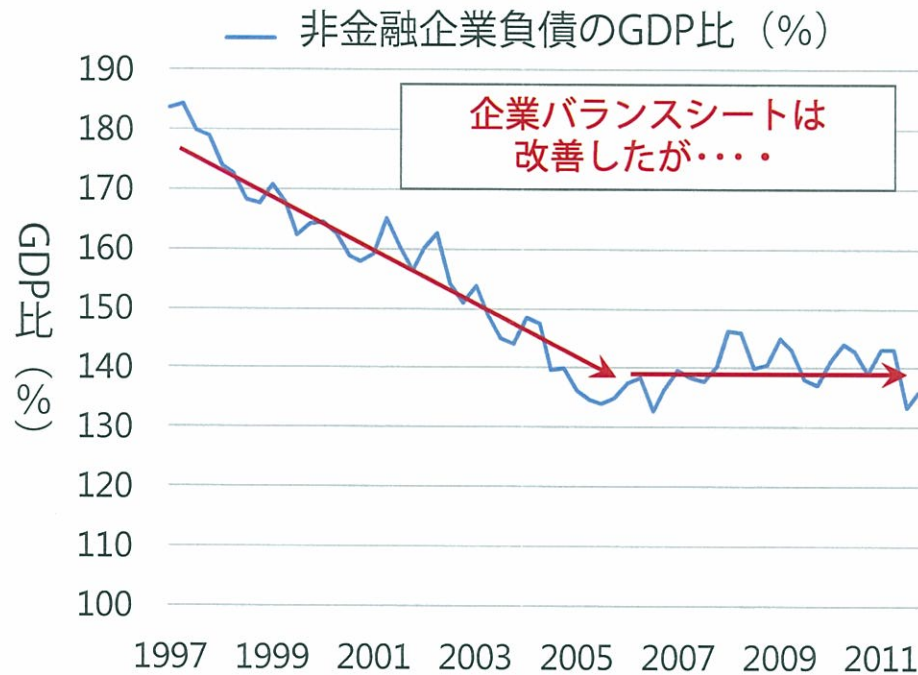
輸出主導の景気拡大局面における成長パターン  
(2005年第3四半期～2007年第3四半期平均)



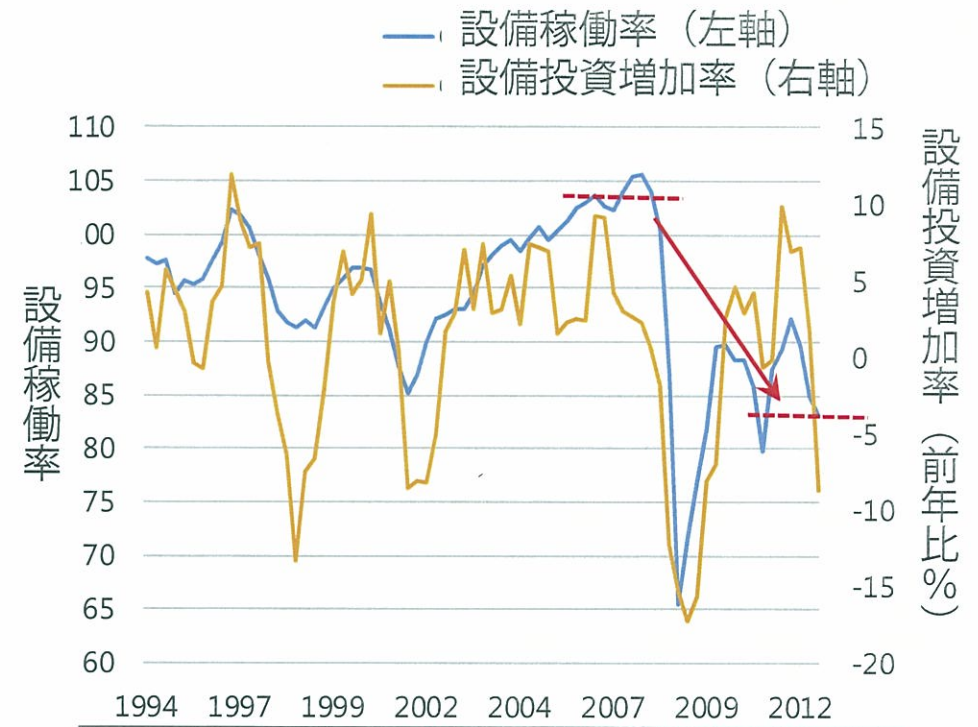
出所：Haver Analytics

…しかしながら設備稼働率が低いため、2013年の投資誘発効果は限定的  
 → 持続的緩和の必要性

### 企業のバランスシート



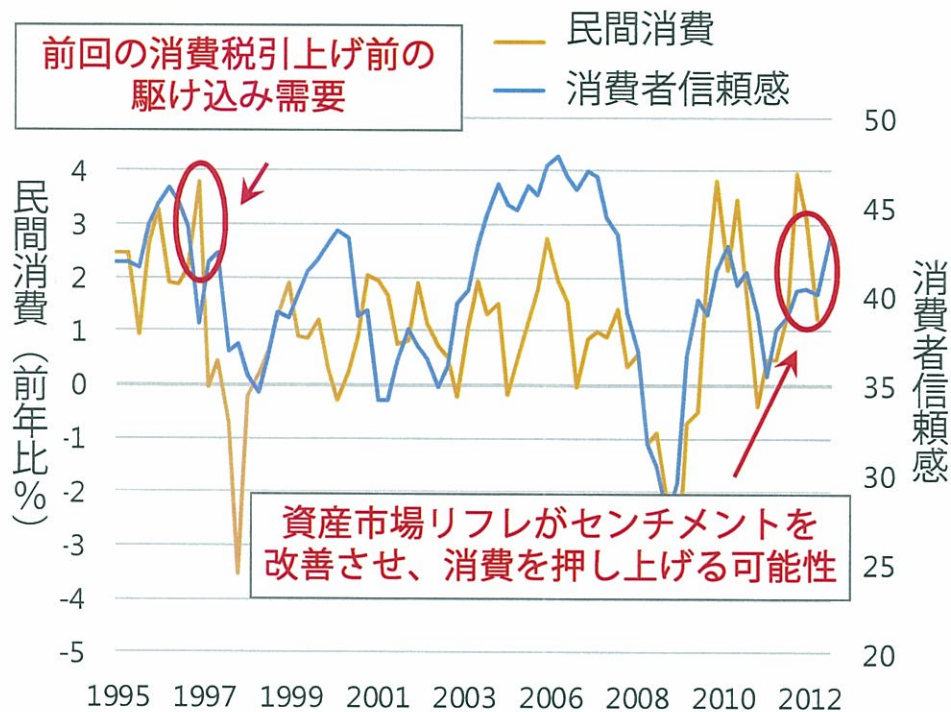
### 設備稼働率と設備投資の伸び



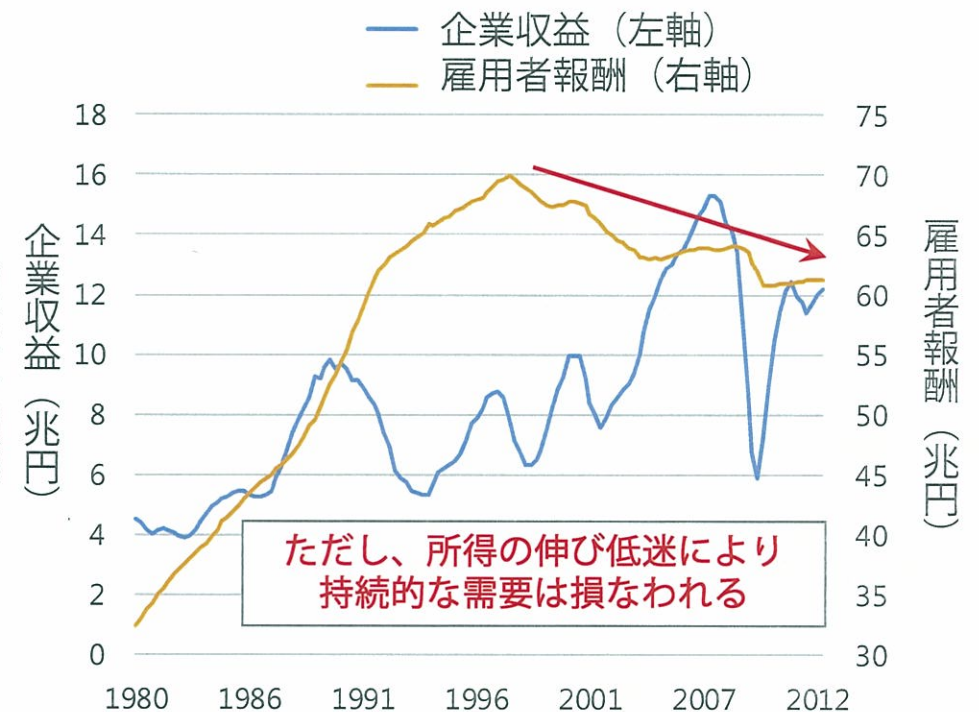
出所：Haver Analytics

# 消費税引上げ前の駆け込み需要により、2013年の消費は強含む見込み ただし持続するかは疑問

## 民間セクターの消費と信頼感指数



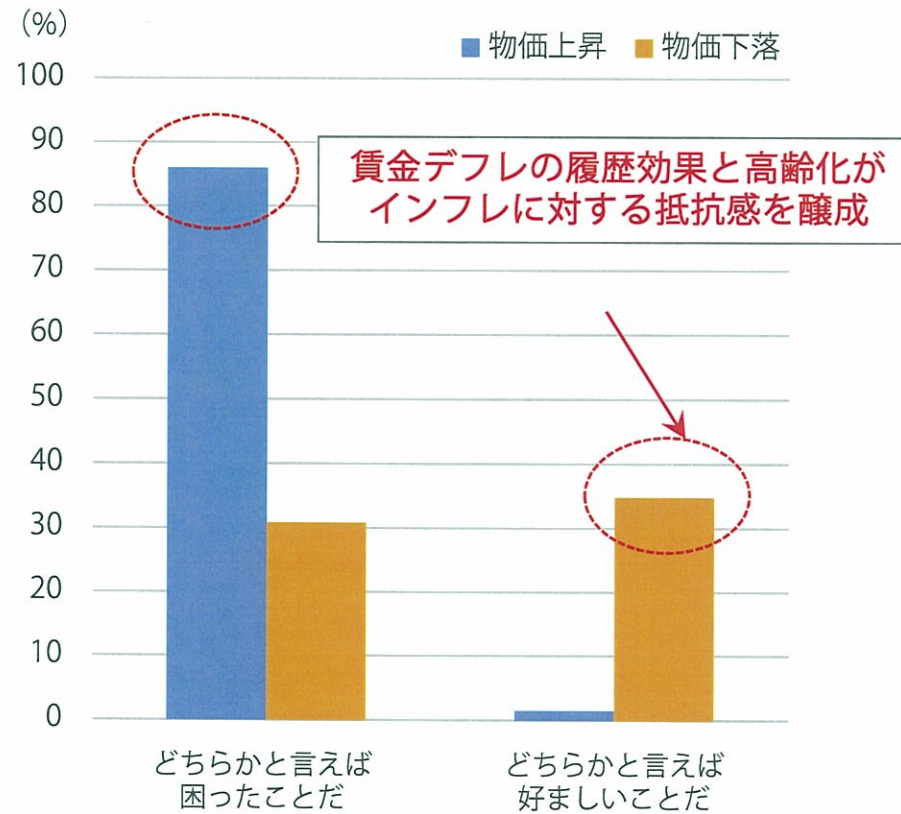
## 雇用者報酬と企業収益



出所：ブルームバーグ、Haver Analytics

# 国民のインフレへの抵抗感・デフレへの愛着（?）

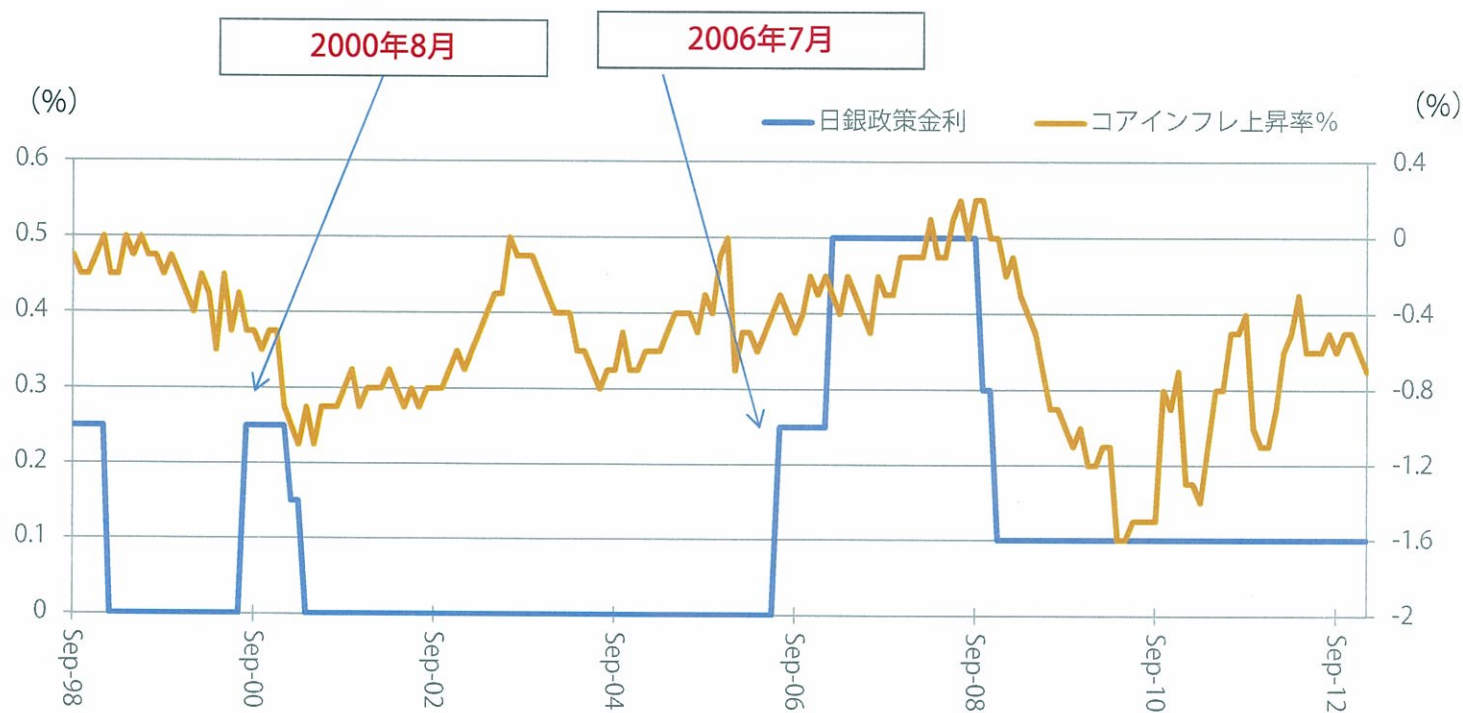
【日銀：生活意識に関するアンケート調査】  
物価上昇・下落についての感想（2012年9月）



出所：日本銀行, Haver Analytics

## 2%インフレは現実的に難しいが緩和の持続性を後押し

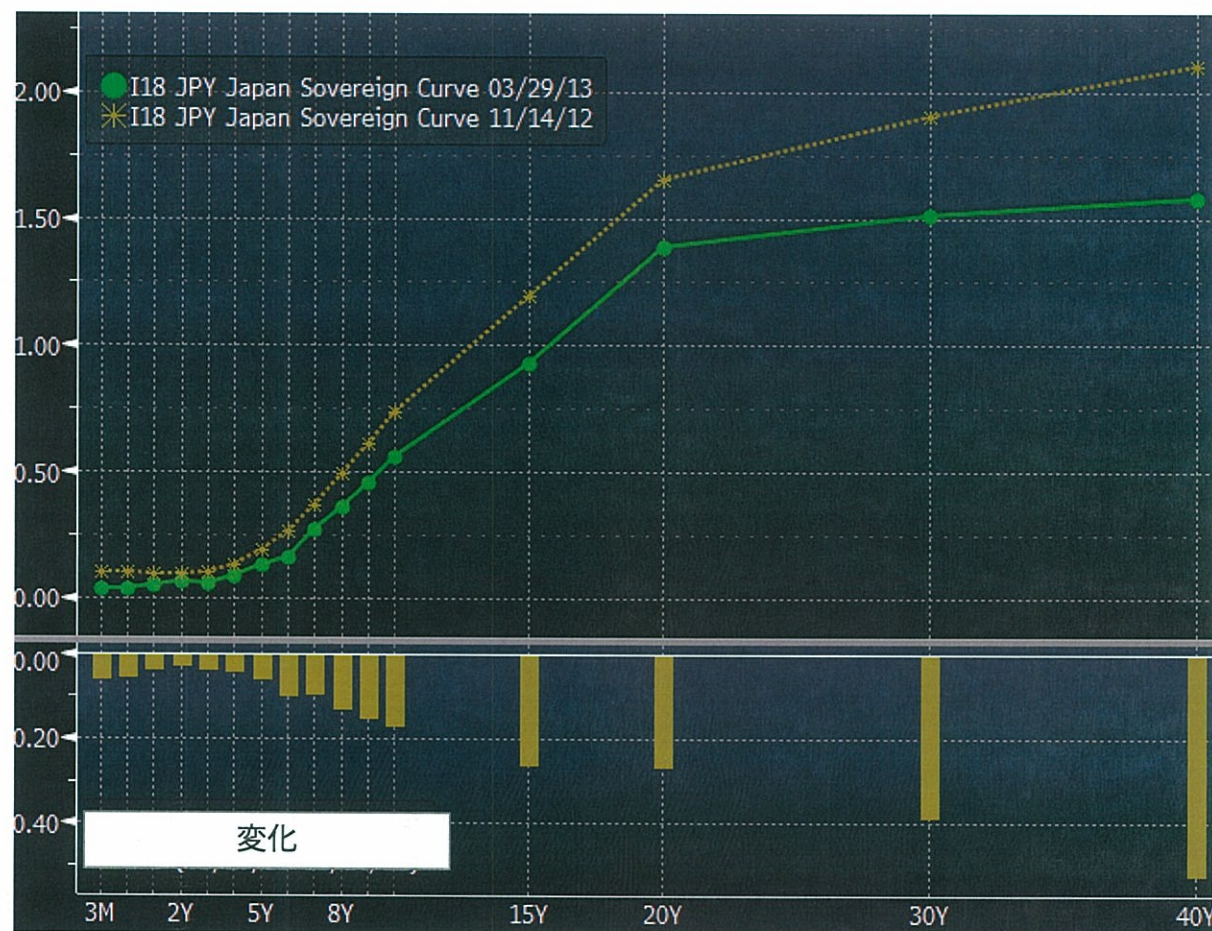
しかし2%に設定する事によって時期尚早の  
引き締めを予防出来る



出所：ブルームバーグ、Haver Analytics

# アベノミクスが国債市場に与える影響は？

日本国債のイールド・カーブの変化  
(2012年11月14日～2013年3月29日)



出所：ブルームバーグ

# 成長戦略－政治的に難しい政策発表と実施については夏の参議院選挙以降か

## すでに発表済み

### 2013年度税制改革

- ・ 雇用／設備投資／研究開発を促進のための税制優遇
- ・ 消費促進のための贈与税非課税措置
- ・ 所得税最高税率を40%から45%に引き上げ

### TPP

- ・ 安倍首相がTPP交渉への参加を公式に表明
- ・ TPP参加に対する世論の支持は急上昇

## 今後発表される見込み

(実施時期は選挙戦略・結果に左右される)

### 労働市場改革

- ・ 賃金引上げを促進する為の税制優遇
- ・ 労働市場改革－硬直的な雇用法の緩和
- ・ 雇用増加促進のためのインフラ構築
- ・ 社会保障制度や税制における正社員／パートタイムの不公平を改革

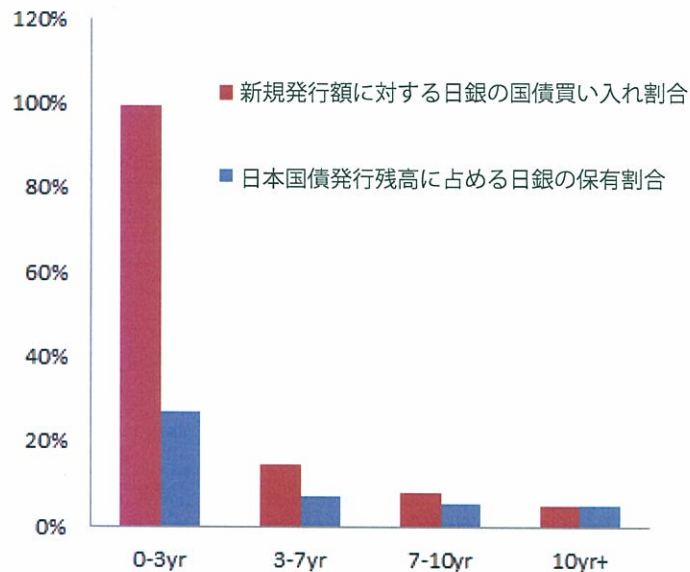
### 産業政策

- ・ 高成長産業の規制緩和
- ・ 設備投資と研究開発の促進
- ・ 対外直接投資と対内直接投資を促進
- ・ 人材開発
- ・ エネルギー政策の再考（原子力発電の再開？）



# 国債市場への短期的な影響—日銀の国債購入によりにより長期金利低下

日銀は購入対象の年限を現行の3年以下より大幅に伸ばす可能性が高い（既に3年以下の供給量をほぼ100%吸収しているため）



市場は既に織り込みに入っており、より長期の金利低下が顕著となっている



出所：ブルームバーグ、Haver Analytics

# 国債市場の長期的な影響 – インフレと金利

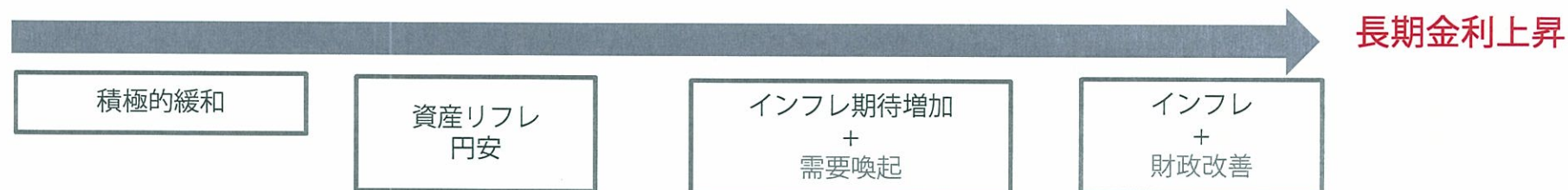
$$\text{名目金利} = \text{実質金利} + \text{期待インフレ} + \text{リスク・プレミアム}$$

The diagram illustrates the Fisher equation:  $\text{Nominal Interest Rate} = \text{Real Interest Rate} + \text{Expected Inflation} + \text{Risk Premium}$ . A downward arrow is positioned under '実質金利' (Real Interest Rate), and an upward arrow is positioned under '期待インフレ' (Expected Inflation). A question mark '?' is placed below 'リスク・プレミアム' (Risk Premium).

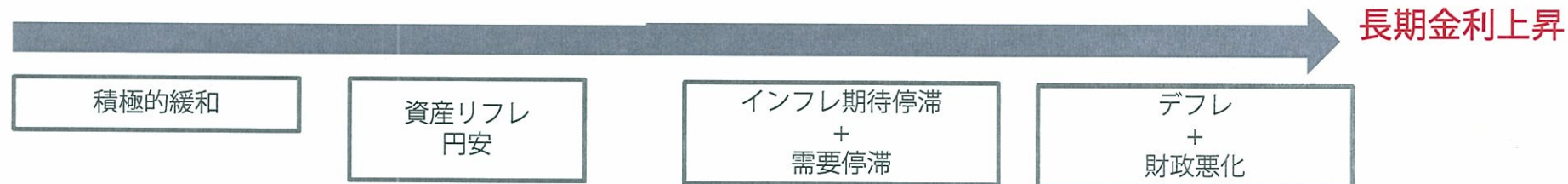
- 緩和の初期段階で実質金利低下を実現
- インフレ期待は徐々に増加するので名目金利は初期段階では抑えられる
- リスク・プレミアムは政策の安定性や財政リスクによって左右される
- 長期的にはインフレ期待上昇局面で如何に実質金利を抑え（または上昇速度を緩め）、リスク・プレミアムを低下させるかがリフレ政策成功の鍵
- いずれにせよ、短期金利はある程度長期に抑えられるが、長期金利は初期の低下の後少なくともインフレ期待によって上昇すると思われる

# リフレの成功シナリオと失敗シナリオ

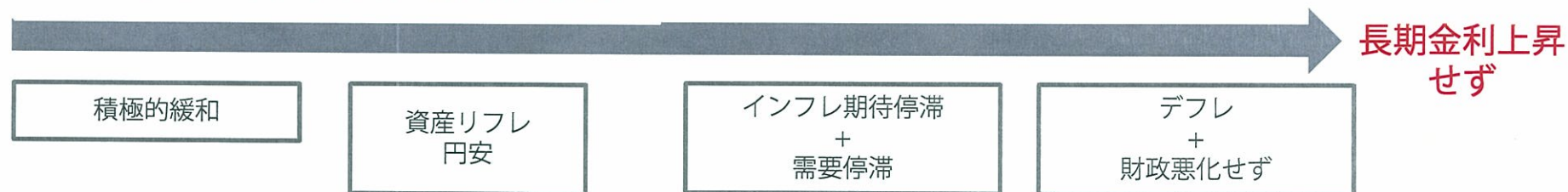
## シナリオ 1 – リフレ成功



## シナリオ 2 – リフレ失敗（財政は拡大）



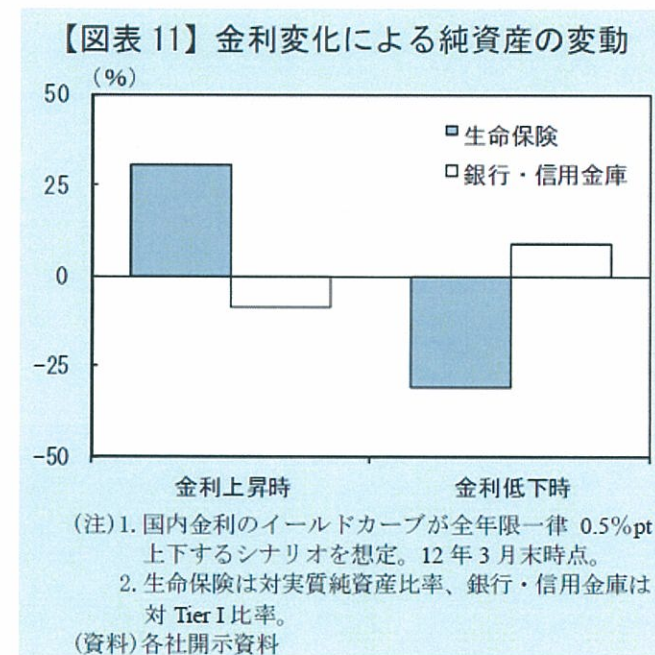
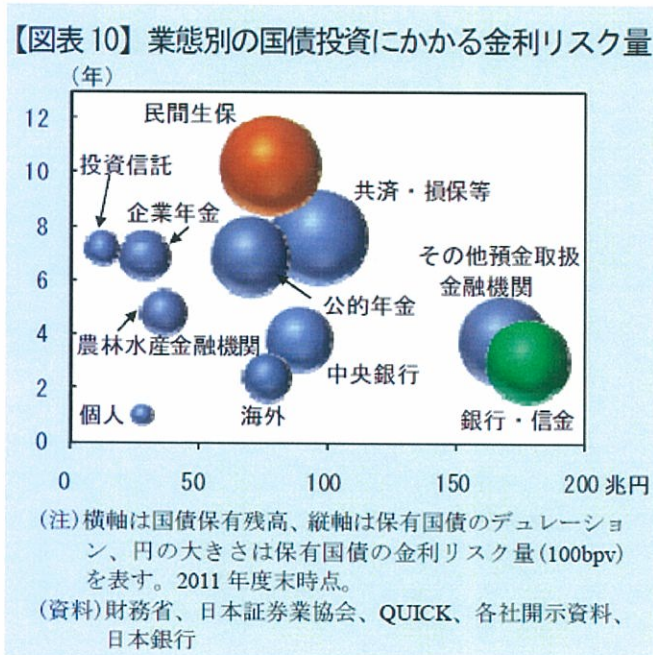
## シナリオ 3 – リフレ失敗（財政は緊縮）



出所：PIMCO

# 国内投資家への影響

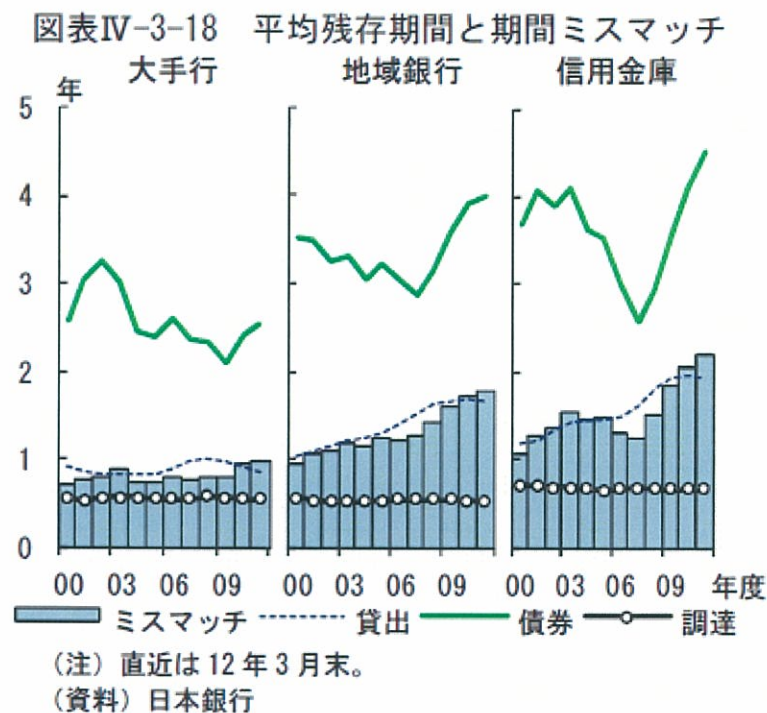
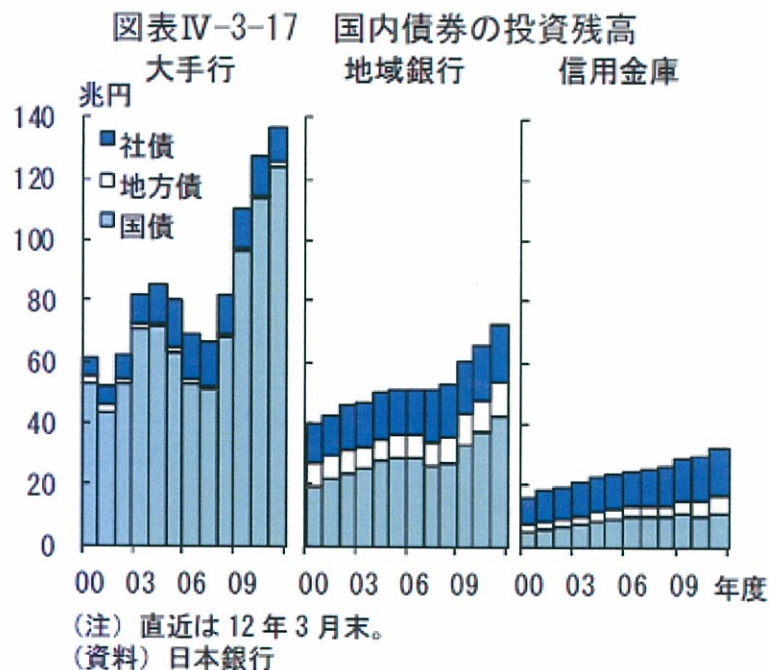
- 金利上昇の投資家への影響は国債保有残高と年限に影響される
- 生保は長期国債の保有率が大きい、負債サイドのデュレーションが更に長い為に金利上昇への影響は限定的
- 地銀にリスク
- 都銀は基本的に短期国債を保有



出所：日本銀行

# 銀行の国内債券投資状況

- 都銀は債券残高を拡大をしつつも、債券平均残存年限は低位に推移  
(投資は短期債に集中)
- 地銀はより満期の長い国債の保有を拡大



出所：日本銀行

# 銀行：金利上昇が時価評価に与える影響

- 1%の金利上昇は都銀で3.7兆円の損失、地銀で3兆円の損失
- 金利カーブのスティープ化は地銀の損失をより拡大

図表 V-1-12 金利上昇による債券時価と Tier I 比率への影響

大手行				
	2011年度末 (基準時点)	金利上昇幅		
		1%	2%	3%
債券時価損失(兆円)	—	3.7	7.0	10.3
Tier I 比率(%)	12.6	12.6	12.1	11.4
変化幅(%pt)	—	0.0	▲0.5	▲1.2

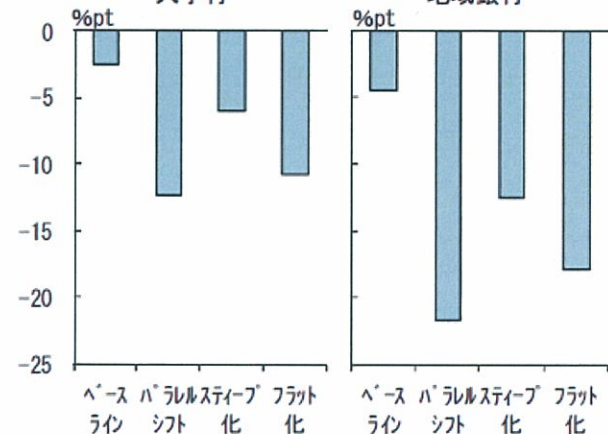
  

地域銀行				
	2011年度末 (基準時点)	金利上昇幅		
		1%	2%	3%
債券時価損失(兆円)	—	3.0	5.6	8.1
Tier I 比率(%)	10.0	9.9	9.0	8.0
変化幅(%pt)	—	▲0.1	▲1.0	▲2.0

(注) Tier I 比率の変化幅は基準時点(11年度末)から1年間の変化幅。有価証券含み益・期間収益・税効果を勘案したベース。

(資料) 日本銀行

図表 V-1-10 債券時価変動(金利1%pt上昇)



(注) 基準時点(11年度末)から1年間の債券時価変動額の対 Tier I 資本比率。

(資料) 日本銀行

出所：日本銀行

# まとめ

---

## 低金利

- 低金利は、国際的な低成長低インフレと国内のデフレ均衡が要因

## アベノミクス

- アベノミクスは金融・財政リフレと成長戦略の二本立て
- リフレにより資産価格を支えインフレ期待を押し上げることを意図
- 成長戦略によって潜在成長を高める

## リフレの国債市場に与える影響

- 短期的には需給の逼迫により長期金利低下圧力
- 長期的にはインフレ期待の促進（リフレ成功）またはリスク・プレミアムの増加（悪いリフレ）が金利を押し上げる可能性が大きい
- リフレの成功には成長戦略

## 日銀

- リフレ政策の一環として長期国債の購入を中心とした量的緩和政策が見込まれる
- 2%の目標インフレ達成は容易では無いが、時期尚早の引き締めを抑制する効果

## 国内投資家への影響

- 投資家への影響は保有国債の残存年限による
- 地銀は比較的長期の国債保有割合が高いため高リスク
- 年金、生保は負債サイドの年限も長い為にリスクは相殺される見込み

付録



# PIMCO会社概要

## PIMCO - Pacific Investment Management Company :

- 1971年に債券特化の運用会社として設立された後、現在では世界有数の資産運用会社として、オルタナティブ、株式を含む幅広い商品の運用及びサービスを展開。
- ピムコグループ全体での運用資産総額約2兆ドル、邦貨換算約173兆円\*  
うち、顧客資産(関係会社受託分を除く)約1.6兆ドル、邦貨換算約140兆円
- PIMCOグループの日本における運用資産残高：約8.8兆円(うち公的・私的年金：約2.5兆円)
- PIMCO設立以来CIO\*\*を務めるBill Gross及びCEO兼共同CIOのMohamed El-Erian以下、約700名の経験豊富な投資プロフェッショナル
- グローバルに展開する拠点網  
ニューポートビーチ、シンガポール、ロンドン、シドニー、東京(1997年)、ミュンヘン、アムステルダム、ニューヨーク、トロント、香港、チューリッヒ、ミラノ、リオ・デ・ジェネイロ
- 大株主による安定的経営基盤 - 2000年5月依頼、世界最大級規模の保険会社アリアンツが資本参加

## 受賞ハイライト\*\*\*

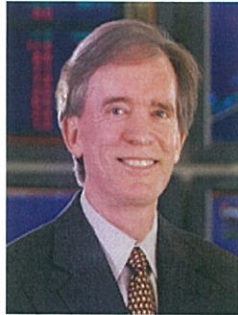
- |                                |                              |
|--------------------------------|------------------------------|
| ▪ 10年間最優秀債券マネージャー賞 2010年       | 米国モーニングスター社                  |
| ▪ 資産運用生涯功労賞(ビル・グロース) 2011年     | Institutional Investor       |
| ▪ 栄誉の殿堂(モハメド・エラリアン) 2011年      | Fixed Income Analyst Society |
| ▪ 日本債券部門賞 2004,2008,2010,2011年 | Asian Investors              |

2012年12月末現在 \$1=86.465円で換算しています

・ 2012年3月末よりアリアンツ・グループ関係会社からの受託分を含めた運用資産総額を表示しています。 \*\* 2008年1月からモハメド・エラリアンが共同CIOを務めています。

\*\*\* 当該評価は過去の一定期間の実績を分析したものであり、将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。

## PIMCO CIO / CEO略歴



### ウィリアム・H・グロス、CFA

共同最高投資責任者(Co-CIO)、マネージング・ディレクター  
PIMCOの創設者であり、ニューポートビーチを拠点とする。1971年のPIMCO創設以来継続して勤務しており、1.7兆米ドル以上に及ぶ資産の運用を統括する。債券市場に関する記事を多数執筆しており、1997年に著書“Everything You’ve Heard About Investment Is Wrong”(邦題「発想の大転換」1998年東洋経済新聞社)を出版。数々の受賞経験があり、彼と彼の率いるチームは米国モーニングスター社の2000～2009年の10年間最優秀債券マネージャー賞、また同社の年間最優秀債券マネージャー賞を1998年、2000年、2007年に受賞(この賞を3度にわたって受賞した初の例)。2000年には、米債券市場協会より殊勲賞を受賞。1996年にはポートフォリオ・マネージャーとして初めて米国債券運用アナリスト協会の「名誉の殿堂」入りを果たした。2005年から2011年にはバロンズ誌が年に一度、金融界の一流投資専門家を招き特集する「バロンズ・ラウンドテーブル」のパネリストに7年連続で選ばれ、また2011年にはInstitutional Investor誌より資産運用生涯功績賞を受賞。1993年のPensions and Investments 誌の調査では、グロスは米国債券市場で最も影響力のある権威と業界内から評価された。投資業務経験43年。UCLAのアンダーソン・スクール・オブ・マネージメント(経営大学院)にてMBA取得。デューク大学より学士号取得。

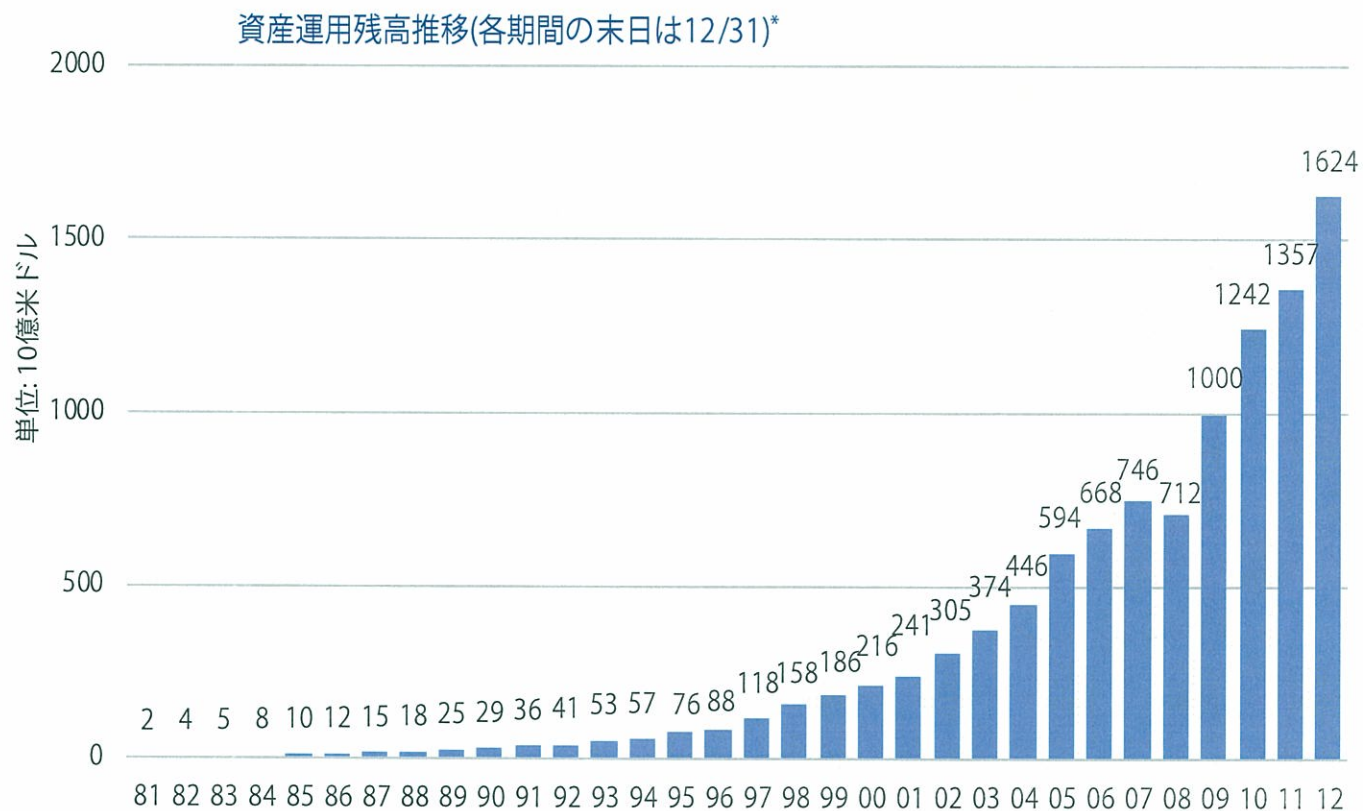


### モハメド・A・エラリアン

最高経営責任者(CEO) 兼 共同最高投資責任者(Co-CIO)  
PIMCOの最高経営責任者(CEO)兼共同最高投資責任者(Co-CIO)であり、ニューポートビーチを拠点とする。米ハーバード大基金を運用するハーバード・マネジメント・カンパニーの社長兼CEOとして2年間勤務したのち、2007年末にPIMCOに復帰。ハーバード大では、ハーバード・ビジネス・スクールで教鞭も取った。1999年に初めてPIMCOに入社し、PIMCOのポートフォリオ運用、および投資戦略グループのシニア・メンバーを務めた。PIMCO入社以前は、ロンドンのソロモン・スミス・バーニー/シティグループのマネージング・ディレクターを務め、さらにそれ以前はワシントンDCにある国際通貨基金(IMF)に15年間勤務した。国際経済・金融に関する執筆多数。ニューヨーク・タイムズ、ウォール・ストリート・ジャーナルのベストセラーとなった近著“When Markets Collide”(邦題「市場の変相」2009年プレジデント社)は、フィナンシャル・タイムズ&ゴールドマン・サックス・ビジネスブックオブザイヤー2008を受賞、英エコノミスト誌からブックオブザイヤーに、英インDEPENDENT紙より史上最高のビジネスブックの1冊に選ばれた。2009年、2010年、2011年にフォーリン・ポリシー誌の世界の思想家トップ100に選出された。米財務省国債発行諮問委員会、女性研究国際センター、ピーターソン国際経済研究所、IMFのCommittee of Eminent Personsなどの理事を務めた経験があり、現在は、全米経済研究所(NBER)、カーネギー国際平和財団、ケンブリッジ・イン・アメリカの理事を務める。オックスフォード大学大学院にて経済学博士号および経済学修士号、ケンブリッジ大学にて学士号を取得。

2012年12月末現在

# PIMCOの堅実な経営と着実な成長



2012年12月末現在

\* アリアンツ・グループの関係会社からの受託残高を含みません。

PIMCOの運用資産残高ご報告は、より正確なポートフォリオの戦略分類を目指し、過去に遡り変更されることがあります。そのため、2008年3月末から2009年6月末までの運用資産残高の合計値は、戦略毎の残高と異なる場合があります。

グラフ中に表示の合計値は四捨五入された値です。

---

当資料は、一般的な情報提供を目的にピムコジャパンリミテッド（以下、「弊社」）が作成したものです。当資料は情報提供のみを目的として配布されるものであり、投資助言や特定の証券、戦略、もしくは投資商品の推奨を目的としたものではありません。

当資料には、本資料作成時点での講演者の見解が含まれていますが、これは必ずしもPIMCOグループの見解ではなく、またその見解は予告なしに変更される場合があります。記載された情報は充分信頼できるものであると考えておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。意見や見通しはあくまで作成日における判断に基づくものであり、今後予告なしに変更されることがあります。運用状況、市場動向、コメント等は、過去の一時点あるいは過去の一定期間についてのものであり、過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。

PIMCOおよびYOUR GLOBAL INVESTMENT AUTHORITYは、それぞれ世界各国におけるアリアンツ・アセット・マネジメント・オブ・アメリカ・エル・ピーおよびパシフィック・インベストメント・マネジメント・カンパニー・エルエルシーの商標または登録商標です。当資料及び記載されている情報に関する権利は弊社に帰属します。したがって、弊社の書面による同意なくしてその全部もしくは一部を複製またはその他の方法で配布することはご遠慮ください。

(注)PIMCO はパシフィック・インベストメント・マネジメント・カンパニー・エルエルシーを意味し、その関係会社を含むグループ総称として用いられることがあります。

ピムコジャパンリミテッド

東京都港区虎ノ門4-1-28 虎ノ門タワーズ オフィス18階

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第382号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会