

債券市場の環境変化

～ディーラーの体力低下と市場の国際化～

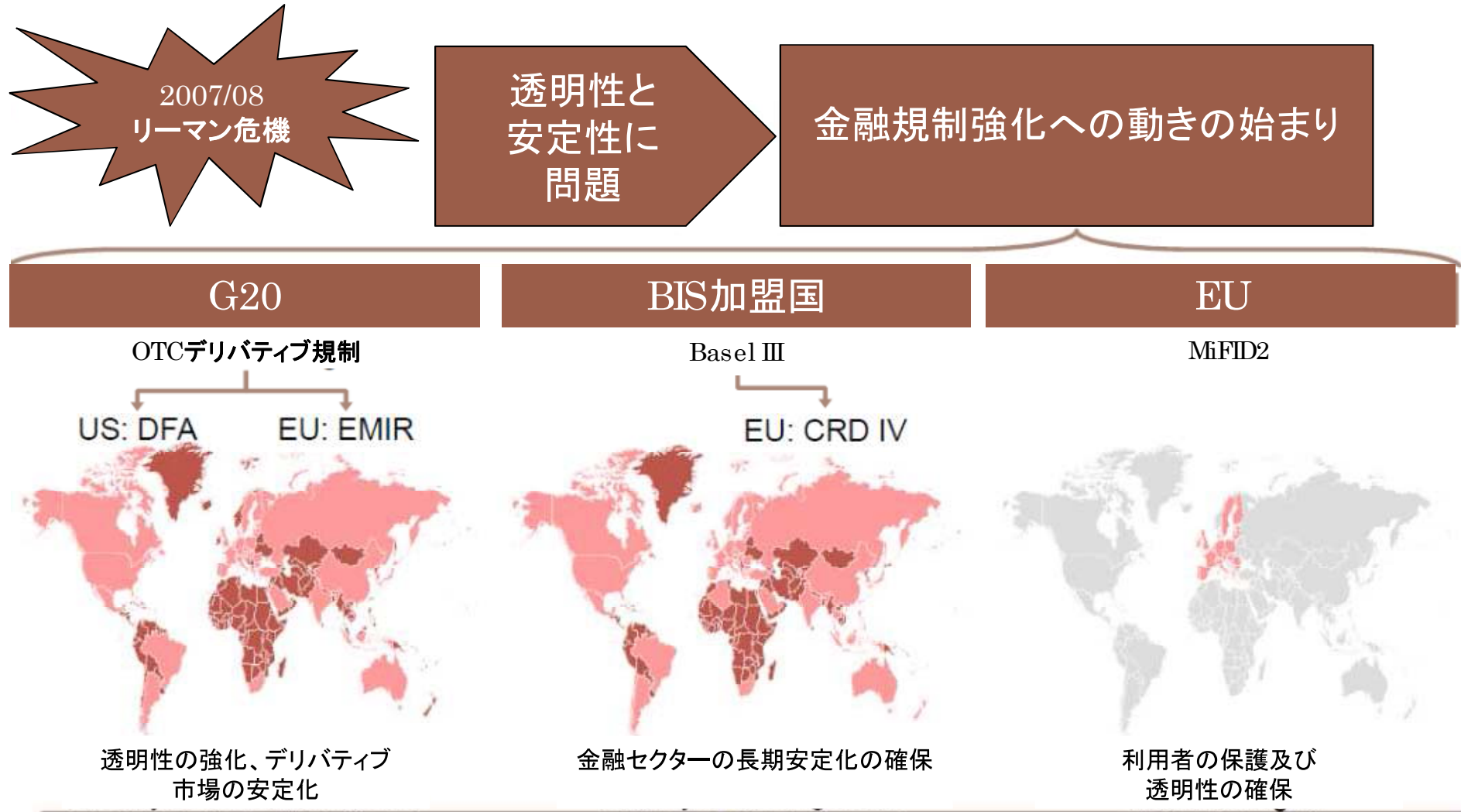
ソシエテ ジェネラル証券会社
東京支店 支店長
島本 幸治

< 内 容 >

1. 金融規制の変化 …… P. 3
2. マクロ環境の変化 …… P. 8
3. JGB市場の国際化 …… P. 12

1. 金融規制の変化

- Too Big To Fail 政策への反省から、各種の金融・市場規制が強化



(出所) SG

1. 金融規制の変化

- 複雑化、細分化される規制がユニバーサル金融機関の経営に影響



収益圧迫
+ファンディングコスト
+コンプライアンスコスト

+

資本増強
+RWA増加
+規制対策

=

ROEの低下



- 選択と集中
- コスト削減
- デジタル化

(出所) SG

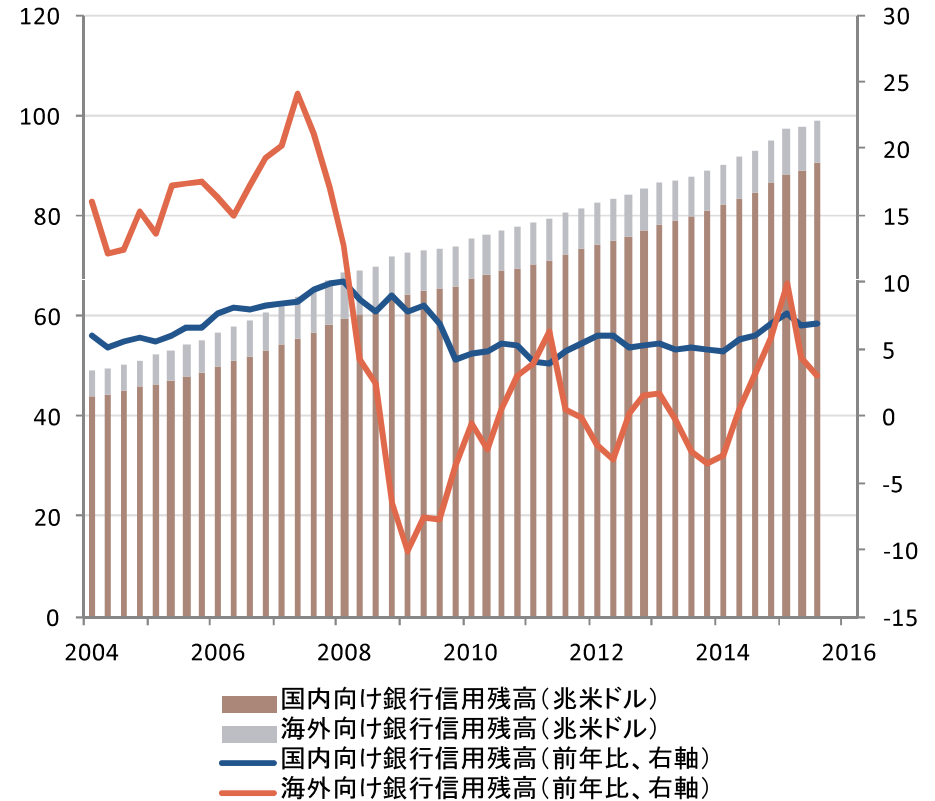
1. 金融規制の変化

- リーマンショック以降、銀行与信は海外向けを中心に趨勢が鈍化

＜通貨別銀行貸出の推移＞



＜世界の銀行信用残高の推移＞

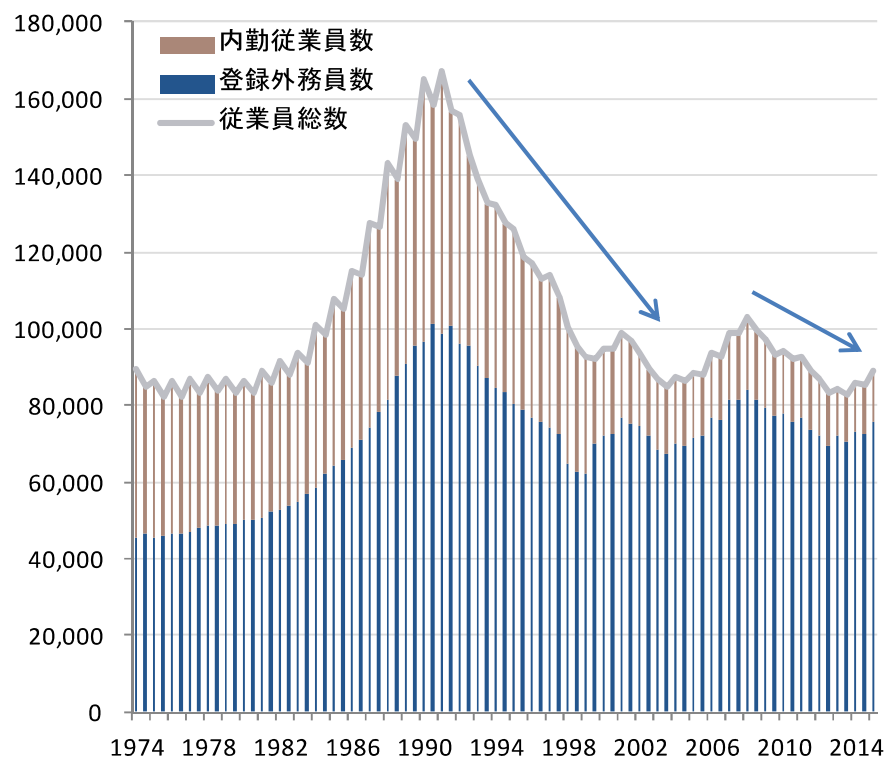


(出所) BIS

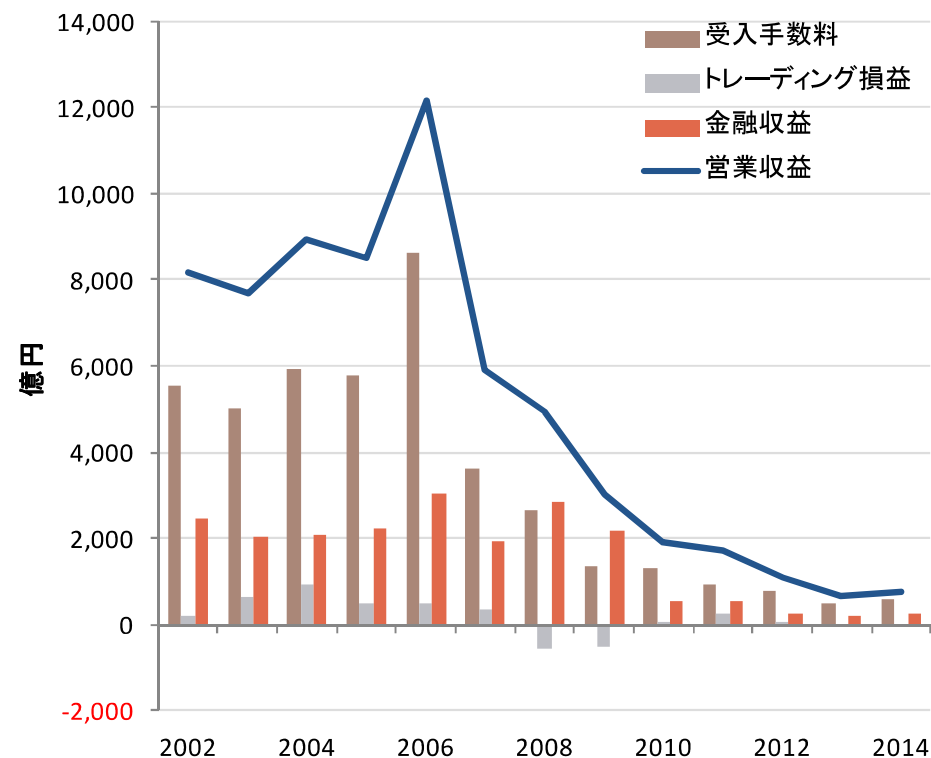
1. 金融規制の変化

- 日本でも近年は、外資系証券会社のプレゼンスが低下

＜証券会社の従業員内訳＞



＜外資系証券の営業収益＞

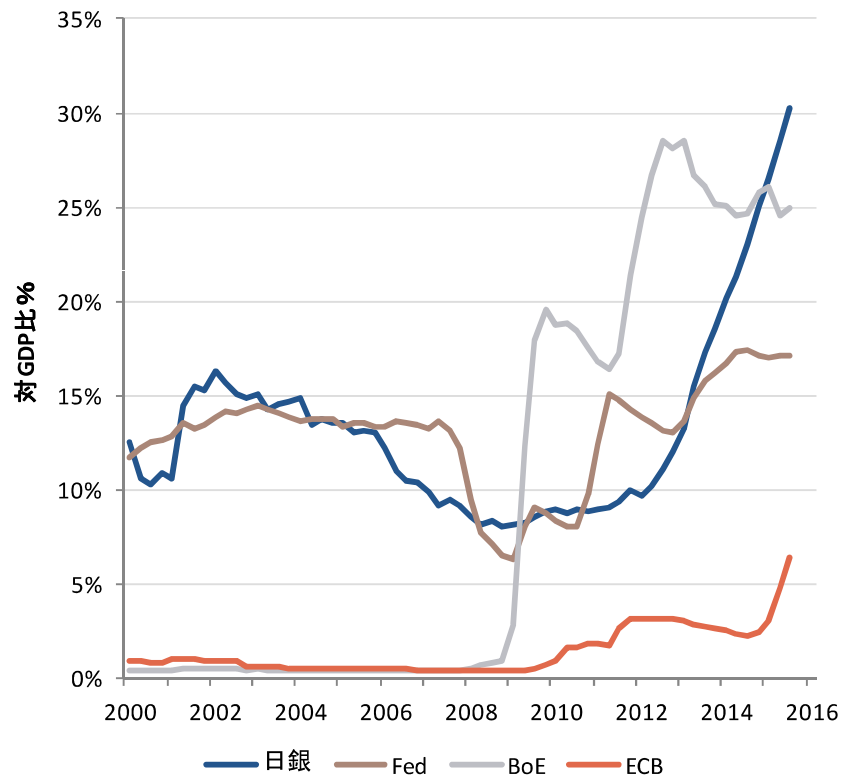


(出所) JSDA

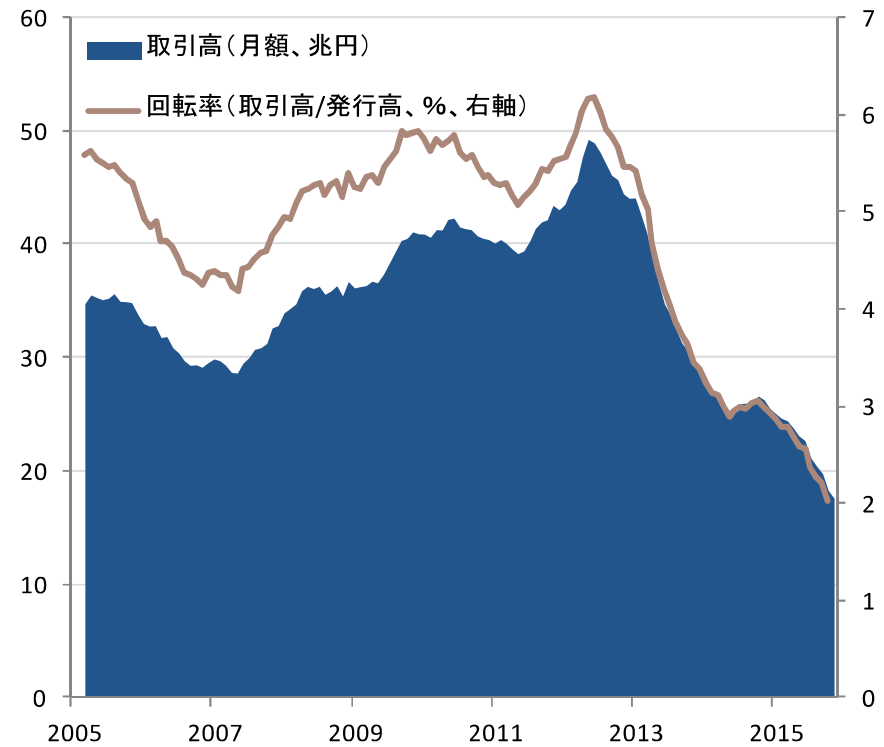
1. 金融規制の変化

- 量的緩和の影響もあり、JGBは外資系ディーラーが参加し難い市場に

＜中央銀行の国債保有比率＞



＜投資家の国債取引高＞

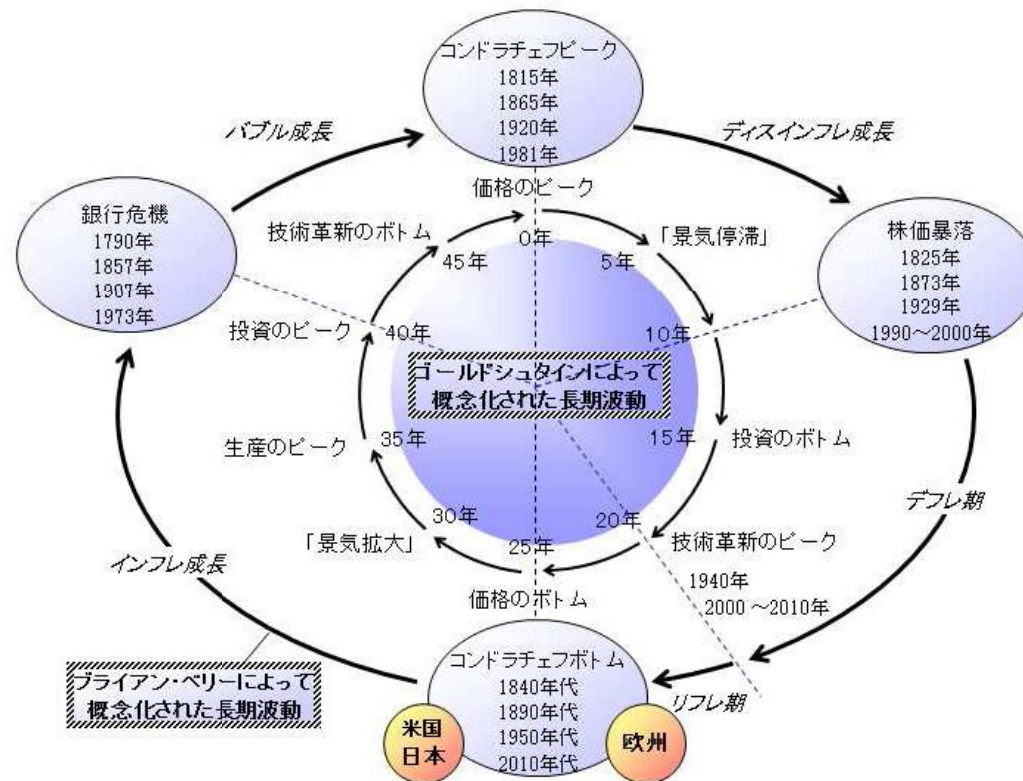


(注) ECBの国債保有分はSecurities held for Monetary Policy PurposeとGeneral Government Debtの和
(出所) 日銀、FED、BoE、ONS、ECB、Bloomberg

2. マクロ環境の変化

- 世界経済は先進国を中心にデフレからの脱却を模索する状況
 ~欧州や日本は中央銀行がマイナス金利政策を導入し、長期金利が一段と低下

<コンドラチェフ・サイクル>



<日米: 10年債利回りの推移>

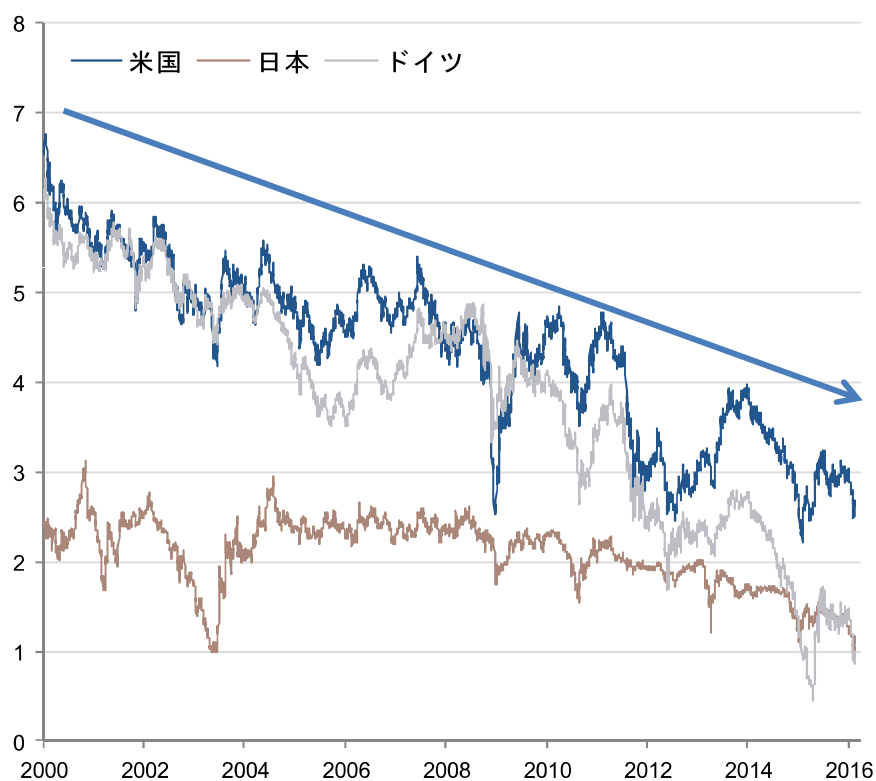


(出所) Bloomberg、チャールズPキントルバーガー「経済大国興亡史」

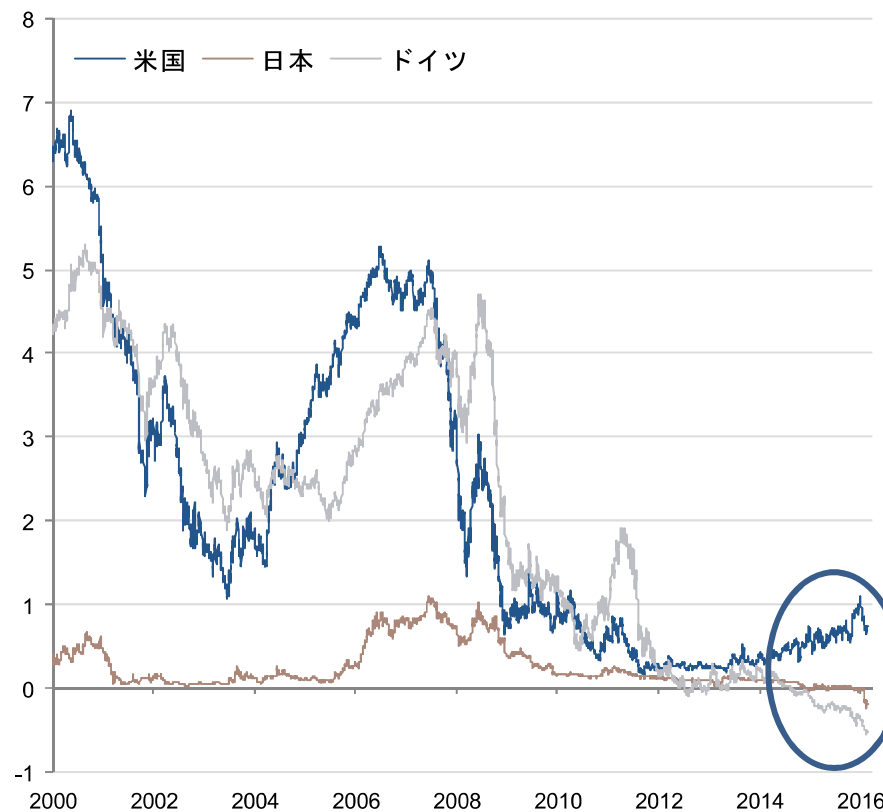
2. マクロ環境の変化

- 先進各国の超長期セクターは、金利水準の低下トレンドが継続
～他方、中短期セクターを見ると各国金融政策の相違が反映される状況

＜日米独：30年債金利の推移＞



＜日米独：2年債金利の推移＞

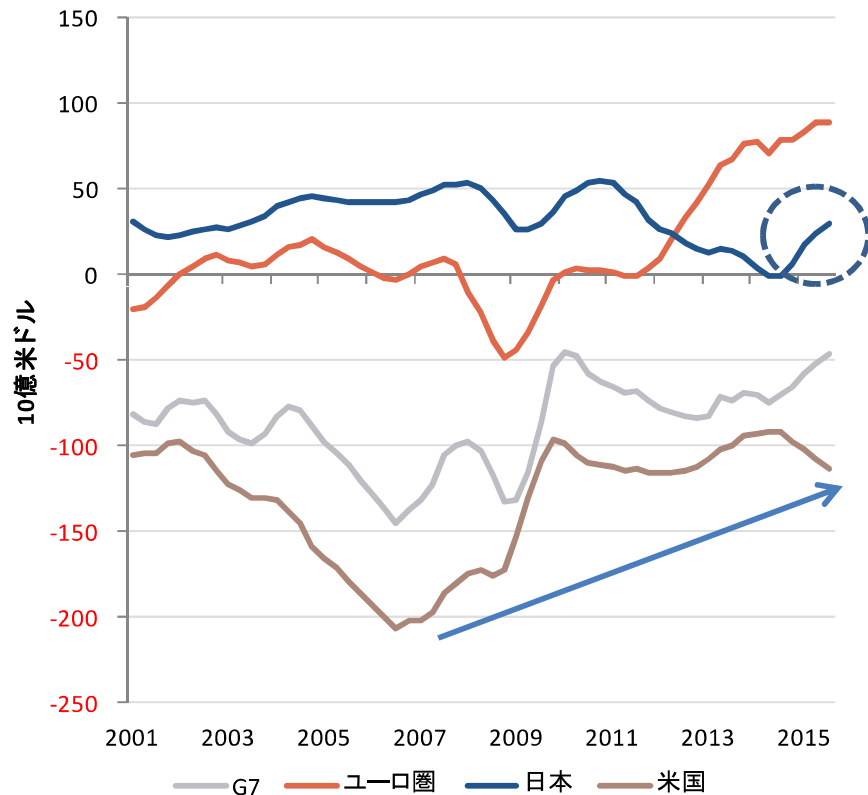


(出所) Bloomberg

2. マクロ環境の変化

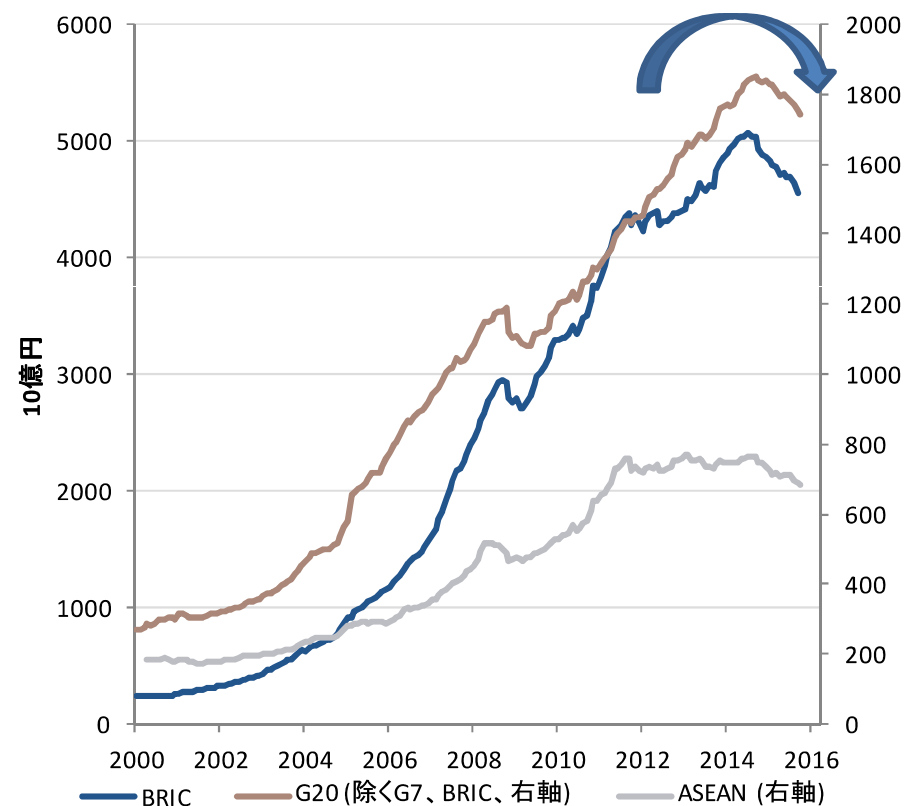
- リーマンショック以降、先進国の対外収支は総じて改善傾向に
～他方、新興国ではFedの出口政策等を背景に外貨準備が減少に転化

＜先進国の経常収支＞



(注) 2015年は第3四半期までの累計
(出所) IMF

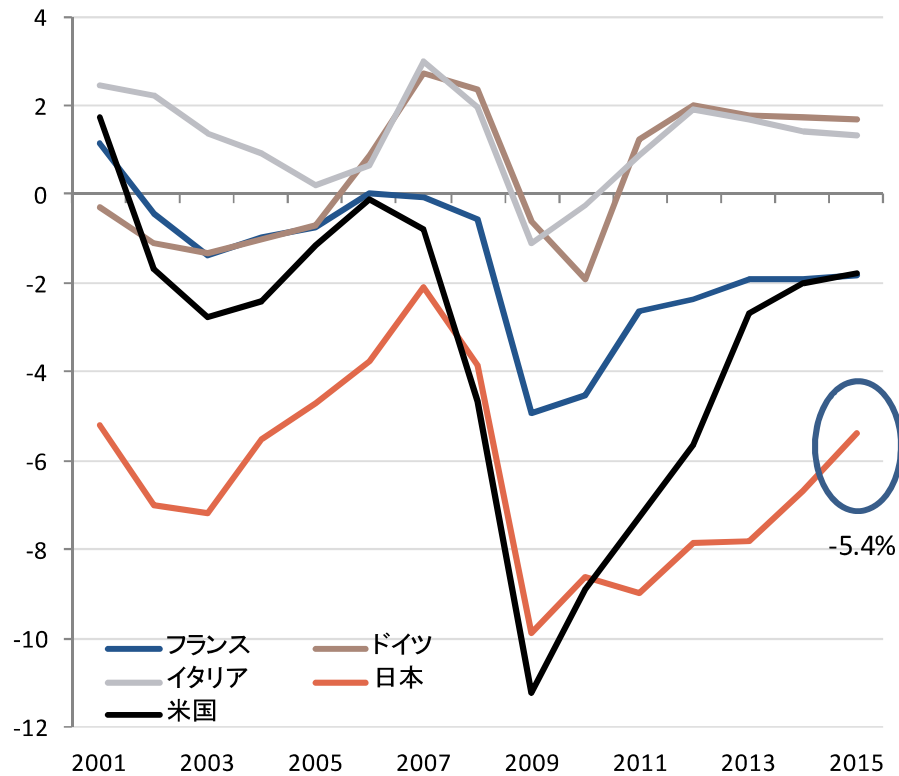
＜新興国の外貨準備高＞



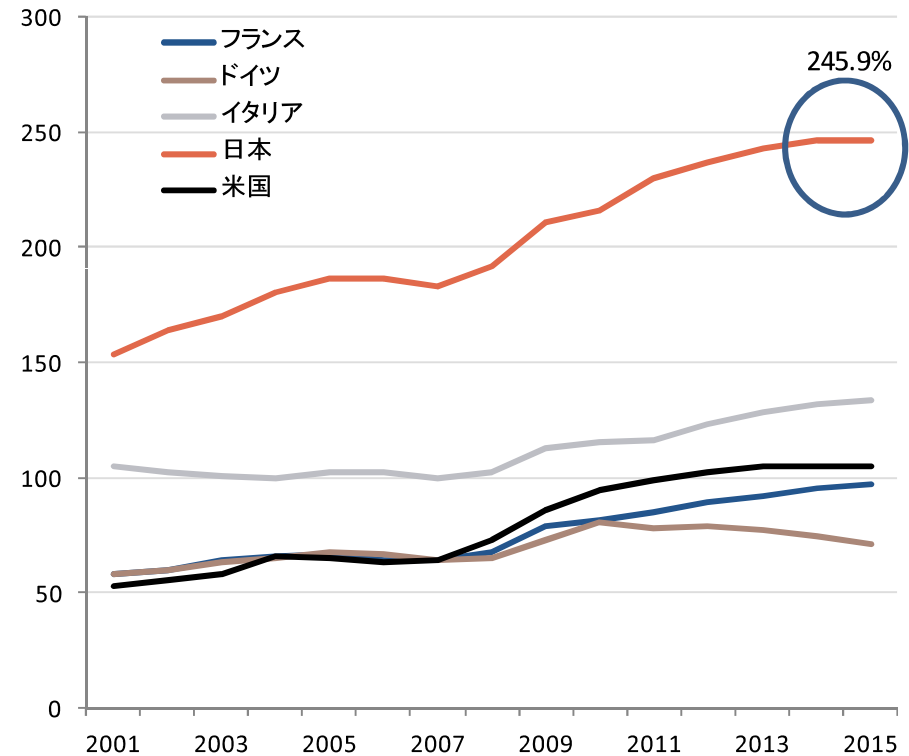
2. マクロ環境の変化

- 先進国の財政は総じて改善傾向にあるが、日本は相対的に厳しい状況

＜各国の財政収支の推移＞



＜各国の債務残高の推移＞

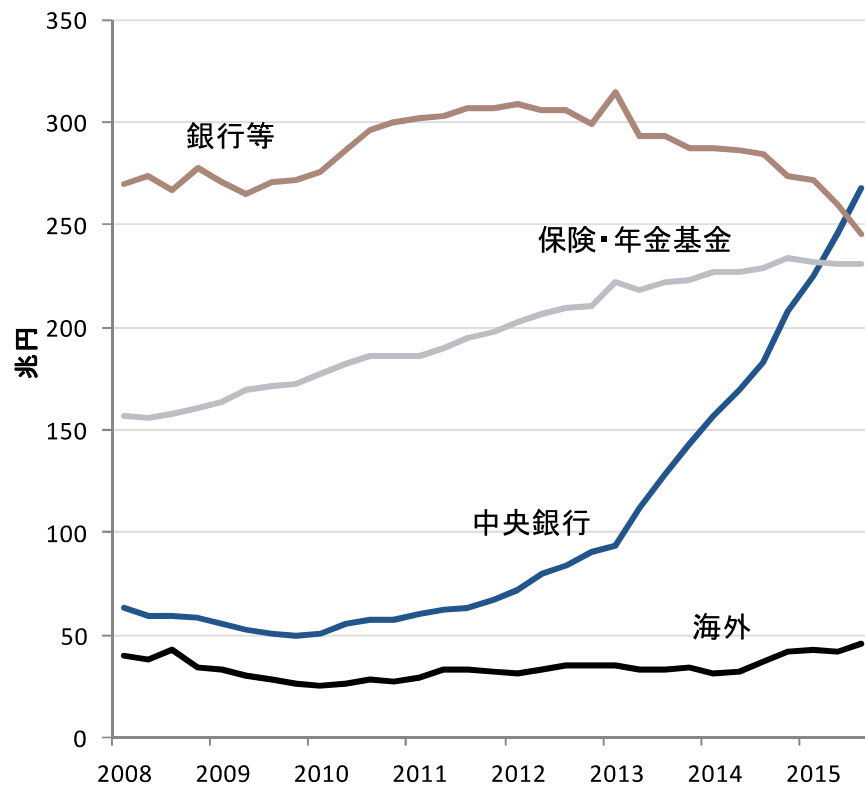


(出所) IMF

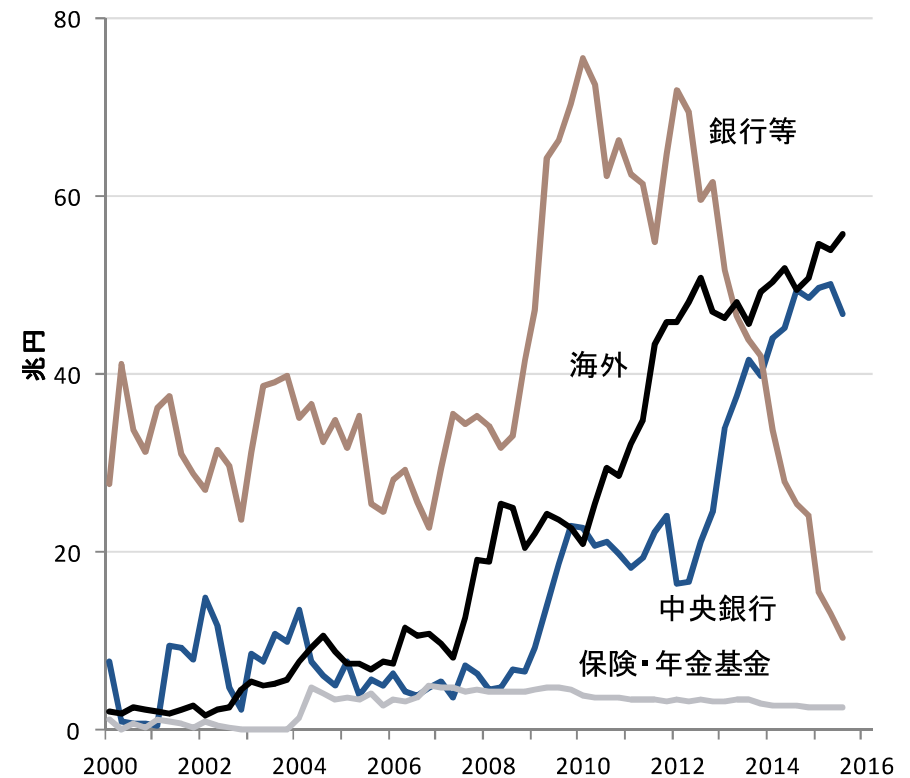
3. JGB市場の国際化

- 国庫短期証券は中央銀行のみならず海外投資家の保有も増加

＜国債の保有者内訳＞



＜国庫短期証券の保有者内訳＞



(注) 2015年は第3四半期までの累計
(出所) 日銀

3. JGB市場の国際化

- 国債保有構成は、国内投資家が減少する一方、日銀や海外投資家が増加

＜2013年3月時点国債保有高(QE前)＞

	T-Bill	JGBs	Total	(億円)
Outstanding	1,281,866	8,097,653	9,379,519	100.0%
Gov/BoJ	504,446	965,847	1,470,293	15.7%
中央・地方政府	128,032	10,449	138,481	1.5%
日本銀行	340,064	938,750	1,278,814	13.6%
政府系金融機関	1,350	7,614	8,964	0.1%
財政融資資金	35,000	9,034	44,034	0.5%
Bank	516,590	3,147,547	3,664,137	39.1%
国内銀行	362,573	1,224,075	1,586,648	16.9%
在日外銀	18,927	8,184	27,111	0.3%
農林水産金融機関	79,033	251,769	330,802	3.5%
中小企業金融機関等	56,057	1,663,519	1,719,576	18.3%
Insurance	31,859	1,893,071	1,924,930	20.5%
生命保険	30,881	1,508,072	1,538,953	16.4%
非生命保険	978	58,144	59,122	0.6%
共済保険	0	326,855	326,855	3.5%
Pension	93	1,029,846	1,029,939	11.0%
社会保障基金	5	701,802	701,807	7.5%
企業年金	83	272,814	272,897	2.9%
その他年金	5	55,230	55,235	0.6%
Private	103,458	683,008	786,466	8.4%
家計	0	242,126	242,126	2.6%
非金融法人企業	158	72,453	72,611	0.8%
ノンバンク	829	11,447	12,276	0.1%
公社債投信(除:MMF)	17,173	2,733	19,906	0.2%
MMF・MRF	49,238	9,224	58,462	0.6%
株式投信	4,530	19,327	23,857	0.3%
ディーラー・ブローカー	18,959	279,645	298,604	3.2%
合同運用信託	196	268	464	0.0%
対家計民間非営利団体	0	35,232	35,232	0.4%
非仲介型金融機関	12,375	10,553	22,928	0.2%
Foreigners	125,420	378,334	503,754	5.4%

＜2015年9月時点国債保有高内訳＞

	T-Bill	JGBs	Total	(億円)
Outstanding	1,414,265	8,984,759	10,399,024	100.0%
Gov/BoJ	617,835	2,700,168	3,318,003	31.9%
中央・地方政府	150,031	10,634	160,665	1.5%
日本銀行	467,399	2,682,810	3,150,209	30.3%
政府系金融機関	400	6,707	7,107	0.1%
財政融資資金	5	17	22	0.0%
Bank	105,127	2,457,137	2,562,264	24.6%
国内銀行	50,154	989,435	1,039,589	10.0%
在日外銀	11,492	6,485	17,977	0.2%
農林水産金融機関	43,311	249,256	292,567	2.8%
中小企業金融機関等	170	1,211,961	1,212,131	11.7%
Insurance	24,752	1,965,690	1,990,442	19.1%
生命保険	24,723	1,529,391	1,554,114	14.9%
非生命保険	29	57,520	57,549	0.6%
共済保険	0	378,779	378,779	3.6%
Pension	55	884,228	884,283	8.5%
社会保障基金	0	536,595	536,595	5.2%
企業年金	0	287,302	287,302	2.8%
その他年金	55	60,331	60,386	0.6%
Private	108,396	520,126	628,522	6.0%
家計	0	144,707	144,707	1.4%
非金融法人企業	31	57,200	57,231	0.6%
ノンバンク	8	9,416	9,424	0.1%
公社債投信(除:MMF)	19,760	2,203	21,963	0.2%
MMF・MRF	53,696	8,298	61,994	0.6%
株式投信	3,766	42,102	45,868	0.4%
ディーラー・ブローカー	8,148	202,077	210,225	2.0%
合同運用信託	110	279	389	0.0%
対家計民間非営利団体	0	39,199	39,199	0.4%
非仲介型金融機関	22,877	14,645	37,522	0.4%
Foreigners	558,100	457,410	1,015,510	9.8%

(出所) 日銀、財務省

3. JGB市場の国際化

- 地域別に見ると、米国やルクセンブルクからの対内証券投資が増加

<地域別対内証券保有内訳 (2012年末)>

2012/12/31	合計	中長期債	短期債
中華人民共和国	20.5	6.6	13.9
ASEAN	7.6	3.8	3.8
アジア (除: 中国、ASEAN)	0.0	0.0	0.0
アメリカ合衆国	8.6	7.2	1.4
ケイマン諸島	4.5	3.0	1.5
オーストラリア	1.0	0.2	0.8
英国	8.9	7.4	1.4
フランス	6.3	0.6	5.7
ベルギー	4.0	2.8	1.2
ルクセンブルク	8.1	1.3	6.8
その他EU	3.1	1.9	1.2
スイス	3.9	3.5	0.4
中東	6.1	3.7	2.4
国際機関	6.8	1.3	5.4
その他	7.6	6.1	1.5
合計 (兆円)	96.9	49.5	47.4

<地域別対内証券保有内訳 (2014年末)>

12/31/2014	合計	中長期債	短期債
中華人民共和国	9.5	5.2	4.3
ASEAN	8.6	6.4	2.2
アジア (除: 中国、ASEAN)	2.7	2.3	0.4
アメリカ合衆国	15.5	14.2	1.3
ケイマン諸島	5.0	3.9	1.1
オーストラリア	2.7	0.4	2.3
英国	10.4	8.3	2.2
フランス	9.5	1.0	8.5
ベルギー	4.0	3.0	0.9
ルクセンブルク	18.5	3.1	15.4
その他EU	3.5	2.2	1.3
スイス	3.5	3.4	0.1
中東	8.3	4.2	4.1
国際機関	9.0	2.9	6.1
その他	5.4	4.0	1.4
合計 (兆円)	116.1	64.6	51.5

(出所) 日銀、財務省

3. JGB市場の国際化

- 国債先物の売買シェアを見ると、海外投資家の比率が過半に到達
 ~日本の取引所においてもHFT(High Frequency Trading)は一定のシェアを占有

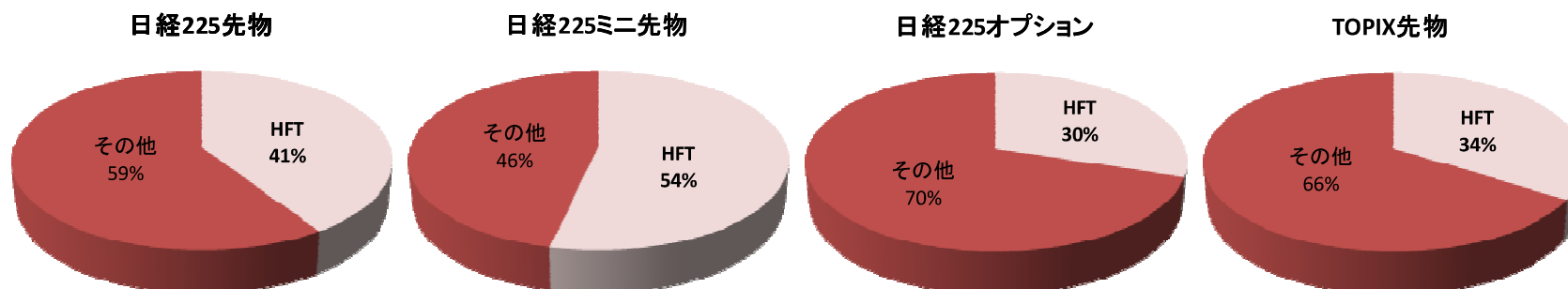
＜先物投資家別動向(2012年末)＞

区分	売買額面額 (億円)	構成比 (%)
証券会社	7,488,937	39.8
銀行	2,960,054	20.6
生保・損保	24,008	0.2
その他金融機関	81,904	0.5
投資信託	38,329	0.1
事業法人	13,055	0.4
その他法人等	1,206	0.0
個人	417	0.0
海外投資家	7,048,454	38.4
合計	17,656,364	100.0

＜先物投資家別動向(2015年末)＞

区分	取引高単位 (億円)	増減率 (%)	構成比 (%)
証券会社	6,524,172	-14.8	37.8
銀行	1,666,498	-77.6	9.7
生保・損保	67,174	64.3	0.4
その他金融機関	39,714	-106.2	0.2
投資信託	80,936	52.6	0.5
事業法人	19,075	31.6	0.1
その他法人等	0		0.0
個人	698	40.3	0.0
海外投資家	8,865,789	20.5	51.4
合計	17,264,056	-2.3	100.0

＜JPXにおけるHFTのシェア＞

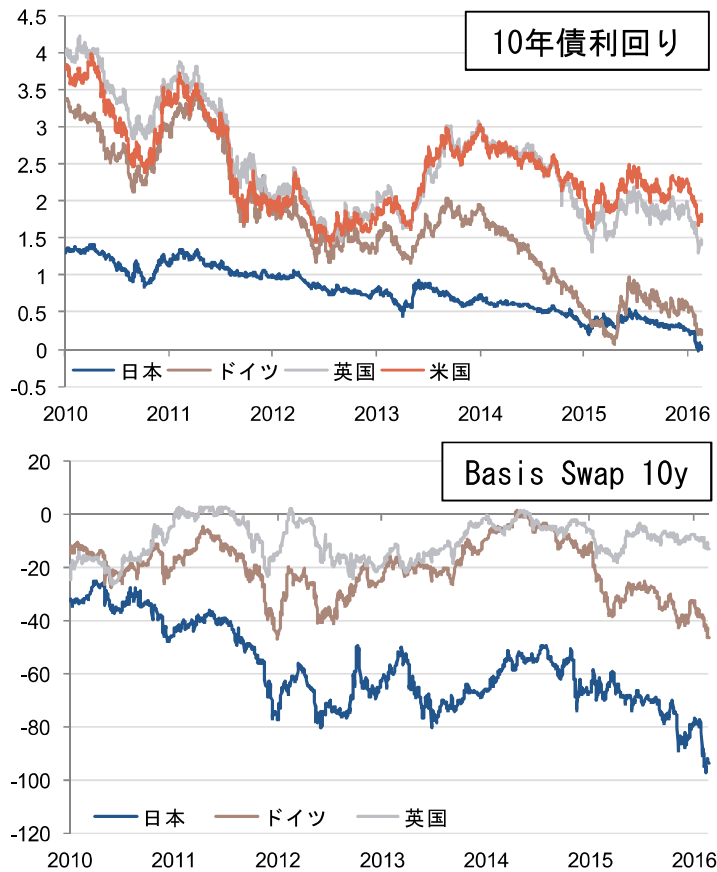


(出所) JPXより一部SG推計

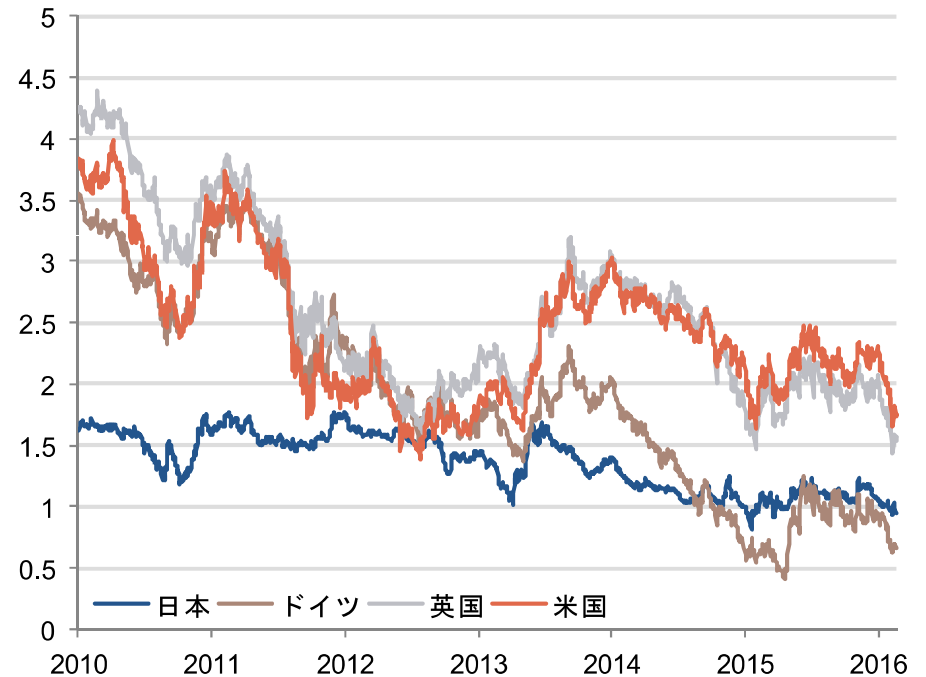
3. JGB市場の国際化

- 主要国の長期金利水準は、同一通貨ベースで比較すると格差は小さい
 ~日本の長期金利はマイナス圏に低下したが、ドルベースでは突出して低い訳でない

＜主要国の長期金利とBasis Swap＞



＜ドルベースで見た主要国長期金利＞



(注)ドルベースの長期金利は10年国債金利と10年対ドルBasis Swapの和
 (出所) Bloomberg

まとめ

- 国際的な金融規制の強化が、各国金融機関の経営に影響
 - 銀行の与信機能は低下し、ユニバーサル金融機関には国内回帰の動きも
 - 日本では外資系ディーラーによる国債市場への流動性供給が停滞する恐れ
- 歴史的なデフレ対策の金融政策が、金融市場の攪乱要因に
 - 日欧のマイナス金利の導入を受けて、国債利回りもマイナス圏に
 - 米国の利上げを背景に、先進国と新興国の間のマネーフローが不安定化
- 日本国債は、市場機能の脆弱化と国際化が同時に進展
 - 日銀の国債保有が急上昇する他、短期国債は海外の保有比率が上昇
 - 先物の売買シェアを見ると、HFT取引の影響もあり海外投資家が過半に



日本では財政規律と国債の市場機能が一段と重要に

重要な免責事項

重要な免責事項:ここに記載されている情報は、有価証券の買付け若しくは売付けの申込み又は有価証券の買付け若しくは売付けの申込みの勧誘を行うことを意図したものではありません。また当該情報は、本文中の意見の表明を含め、信頼に足ると判断した情報源から入手した又はそれに基づくものです。ソシエテ・ジェネラル(「SG」)は、当該情報が明瞭、公平であり、且つ誤解を招かないものと考えますが、その正確性又は完全性を保証するものではありません。SG 及びSG グループの関連会社は、本レポートにおいて言及された者、会社その他の事業体の有価証券若しくはそのデリバティブを取扱い、その取引から利益を得、それを所有し、又は、それに関連してマーケット・メーカーとして又はアドバイザー、ブローカー若しくはバンカーとして行為する場合があるほか、その者、会社その他の事業体の取締役会に代表者を送る場合もあります。本レポートの執筆者を除くSG 及びSG グループの関連会社の社員又は当該社員の関係者は、本レポートにおいて言及されている投資商品又はそれに関連した投資商品のポジションを有し又はそれを保有する場合があります。本レポートの各執筆者は、当該レポートの対象である投資商品若しくはそれに関連した投資商品の取引を行い又はそれを保有することを禁じられています。SG 及びSG グループの関連会社は、顧客に助言を行い又は顧客との若しくは顧客のための取引を行うに際し、本レポートを開示し又はそれを考慮に入れる義務を負いません。本レポートに記載されたSG の見解は、予告なく変更されることがあります。SG 及びSG グループの関連会社は、法律に基づき最大限可能な範囲で、本レポートに記載された資料又は情報の利用から生じるいかなる責任も負いません。本リサーチレポートは個人のお客様の利用を目的としたものではなく、個人のお客様を対象としたものでもありません。個人のお客様が本レポートを入手した場合は、本レポートのみに基づいて投資判断を行わず、必ず第三者の財務アドバイスをお受け下さい。

重要な注意事項:SG Fixed & Forex Research, SG Commodity Research, SG Convertible Research, SG Technical Research 及びSG Equity Derivatives Research が提供する各資料の作成状況には(例えば、指揮監督系統、報酬体系や資料執筆者の所在地により)、当該資料をEU の金融商品市場指令に定める独立した投資調査とみなすことが適当でない場合や、当該資料に[投資] 推奨リサーチ(販促目的投資推奨「recommandation d'investissement à caractère promotionnel」)の記載があっても、販売資料として取扱うべきである場合があります。但し、SG の発行する全出版物が明瞭、公平であり、且つ誤解を招かないことについて、明確に表示しなければならないものとされています。

アナリスト証明:本リサーチレポートの各執筆者は、(i)リサーチレポートに表明された見解は、当該レポートの対象である有価証券又は発行会社の一部及び全部についての執筆者の個人的見解を正確に反映したものであり、(ii)当該執筆者の報酬のいかなる部分も、過去、現在又は将来に亘り、本レポートに記載された特定の推奨又は見解に直接的又は間接的に関連付けられるものではないことをここに証明します。

日本の投資家への注意事項:本レポートは、金融庁に第一種金融商品取引業者として登録しているソシエテ ジェネラル証券会社東京支店により配布されるものです。本レポートは、ソシエテ ジェネラル証券会社東京支店により直接送付または配付されます。いかなる場合も第三者に譲渡することは禁止されます。

重要な開示事項:当社のウェブサイト(<http://www.sgresearch.socgen.com> 及び<http://www.sgcib.com>)をご覧ください。

Copyright: The Société Générale Group 2016. All rights reserved.