



2019年6月12日

資料

JGB市場を取り巻く環境

膠着する金融市場と浸透する海外投資家

ソシエテ・ジェネラル証券株式会社
代表取締役社長
島本幸治

THE FUTURE
IS YOU  SOCIETE
GENERALE

内容

1. 金融市場の動向 …… P. 3
2. 海外投資家の動向 …… P. 8
3. 補論 …… P. 15

1. 金融市場の動向

- 近年の株式市場は、様々なショックに振らされつつ、高値圏で神経質な展開
— 政治イベントの他、突発的なボラティリティー変化も各種市場の攪乱要因に

[日経平均株価とVIX指数]



(出所) Bloomberg、SG

1. 金融市場の動向

- 先進各国の長期金利は、昨秋に低下傾向へと転じ、その余地を探る展開
— 世界景気減速やインフレ安定を背景に、各国で金融緩和観測が台頭する状況

<米国：政策金利と長期金利>



<各国長期金利>

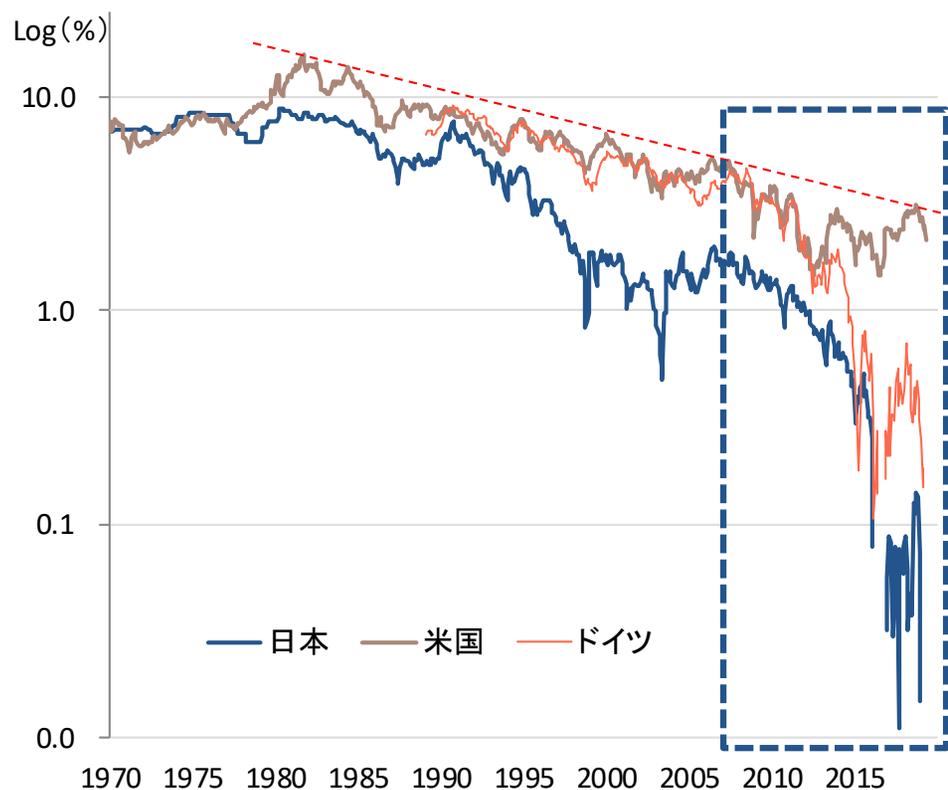


(出所) Bloomberg

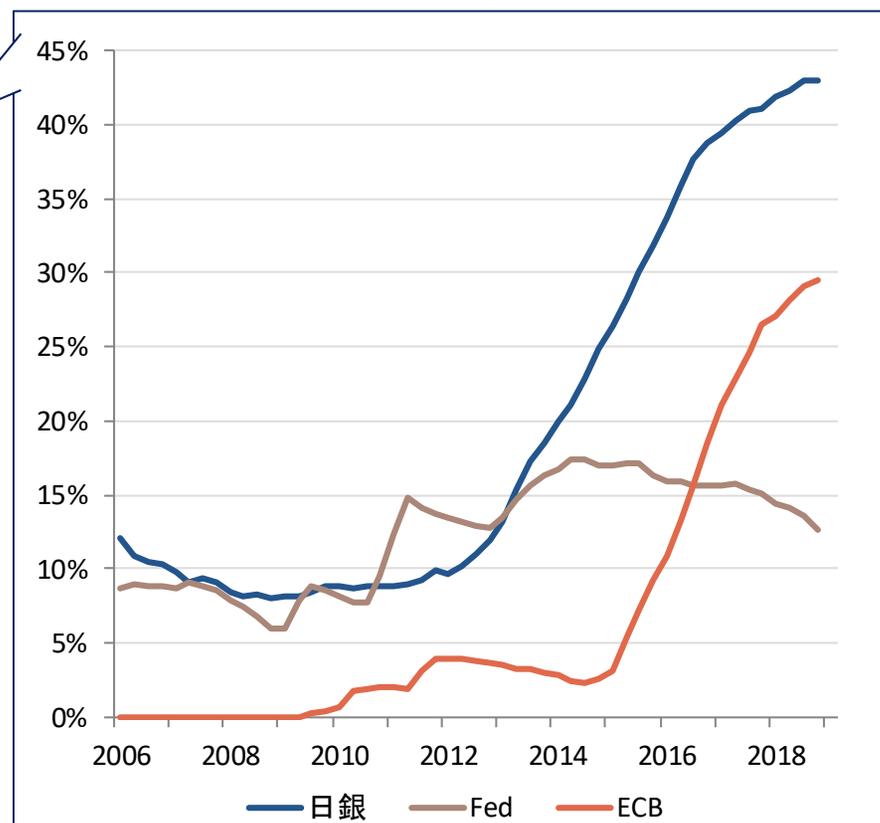
1. 金融市場の動向

- 中央銀行による緩和姿勢を背景に、超低金利状態も当面継続する公算
 - 循環的な景気減速に加え、構造的なインフレ率の安定や期待成長率の低下が背景

＜日米独：10年債利回りのトレンド＞



＜中央銀行の国債保有比率＞

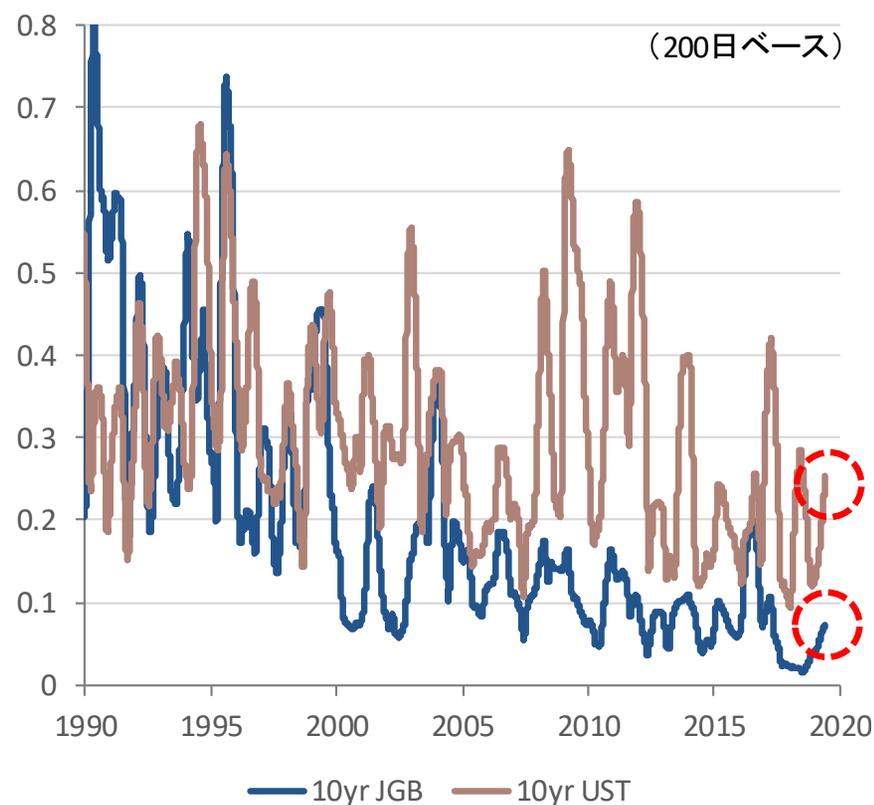


(出所) 日銀、FED、ONS、ECB、Bloomberg

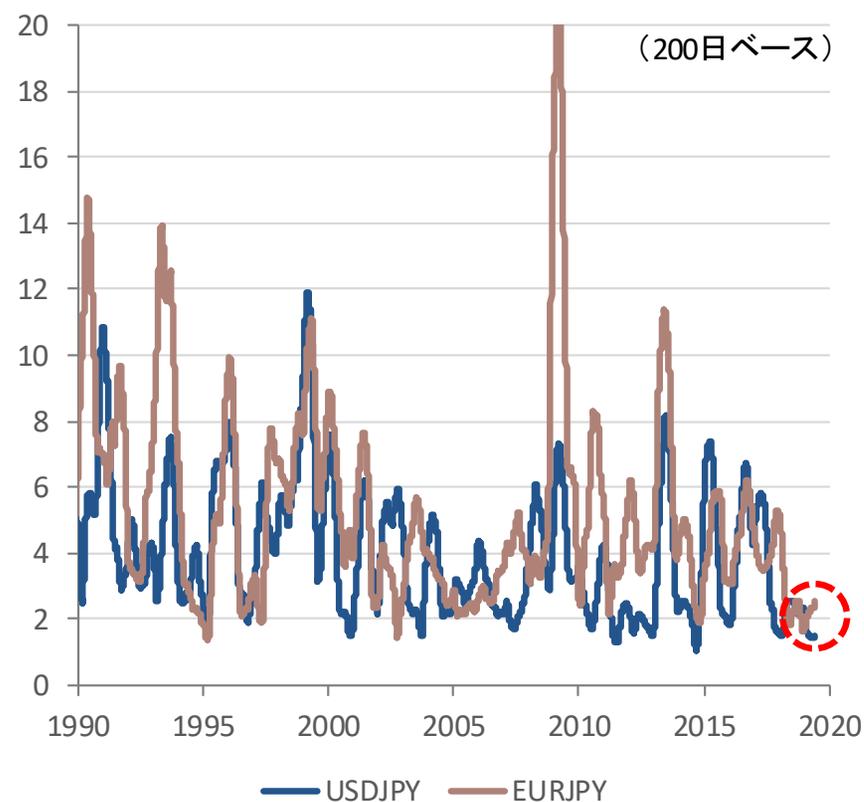
1. 金融市場の動向

- 各種金融市場において、ボラティリティーは総じて低水準で安定

＜債券市場ボラティリティー＞



＜為替市場ボラティリティー＞

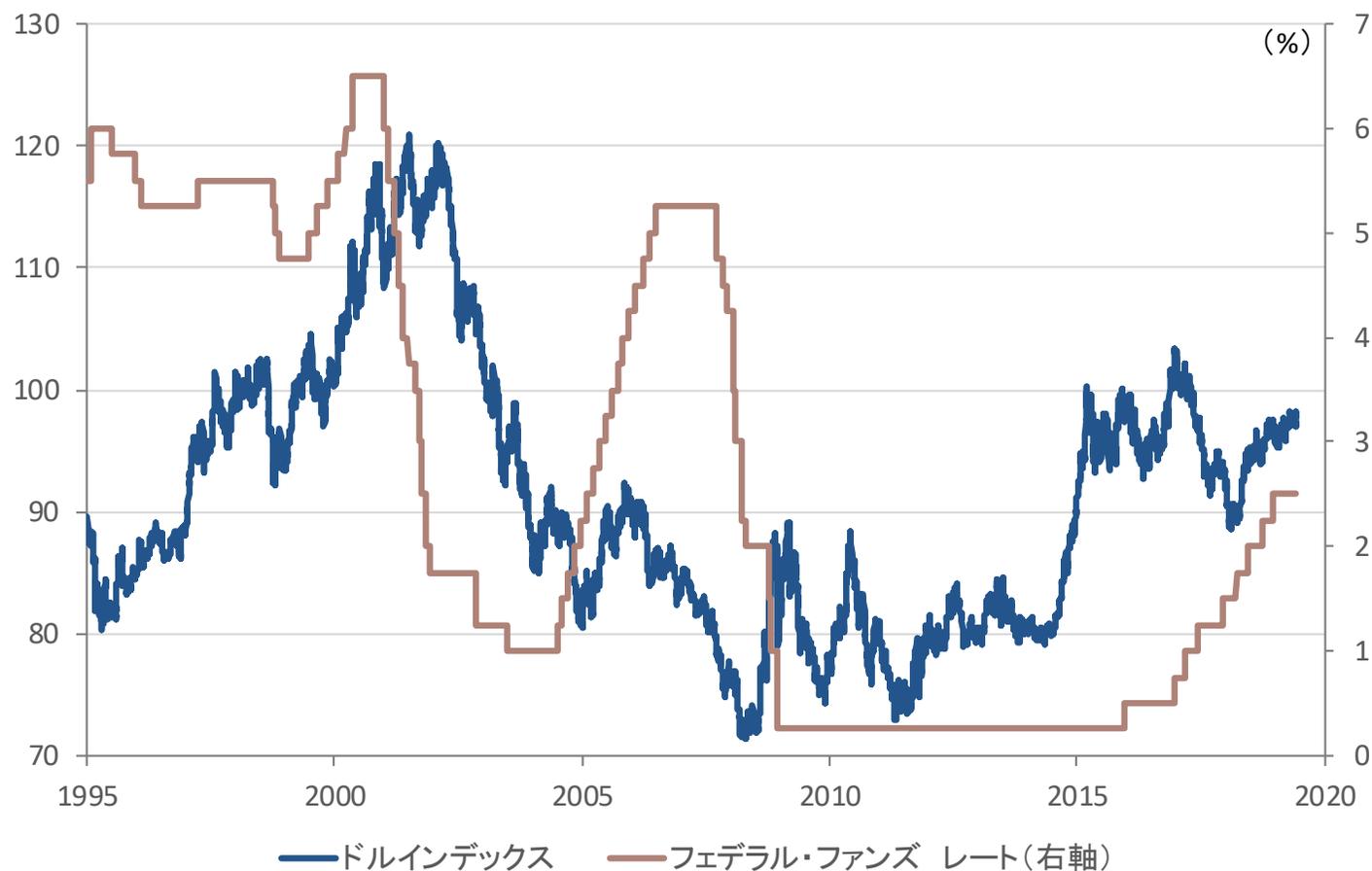


(注)債券市場ボラティリティーは名目金利の標準偏差、為替市場ボラティリティーは為替レートの標準偏差
(出所)Bloomberg

1. 金融市場の動向

- ドル相場の安定も、世界経済や金融市場を底支えする状況

＜各国金融政策とドル実効レート＞



(出所) Bloomberg

2. 海外投資家の動向

- 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	1,281,856	8,148,635	9,430,491	100.0%
Gov/BoJ	504,517	988,399	1,492,916	15.8%
中央・地方政府	128,032	33,938	161,970	1.7%
日本銀行	340,135	938,679	1,278,814	13.6%
政府系金融機関	1,350	6,819	8,169	0.1%
財政融資資金	35,000	8,963	43,963	0.5%
Bank	516,228	3,218,686	3,734,914	39.6%
国内銀行	362,211	1,289,464	1,651,675	17.5%
在日外銀	18,927	8,268	27,195	0.3%
農林水産金融機関	79,033	254,348	333,381	3.5%
中小企業金融機関等	56,057	1,666,606	1,722,663	18.3%
Insurance	31,937	1,889,102	1,921,039	20.4%
生命保険	30,884	1,493,794	1,524,678	16.2%
非生命保険	1,053	65,100	66,153	0.7%
共済保険	0	330,208	330,208	3.5%
Pension	90	1,044,326	1,044,416	11.1%
社会保障基金	5	713,048	713,053	7.6%
企業年金	80	273,158	273,238	2.9%
その他年金	5	58,120	58,125	0.6%
Private	103,664	629,964	733,628	7.8%
家計	0	228,567	228,567	2.4%
非金融法人企業	158	131,245	131,403	1.4%
ノンバンク	829	11,561	12,390	0.1%
公社債投信(除:MMF)	16,518	2,694	19,212	0.2%
MMF・MRF	49,238	9,224	58,462	0.6%
株式投信	5,391	20,767	26,158	0.3%
ディーラー・ブローカー	18,959	185,052	204,011	2.2%
合同運用信託	196	270	466	0.0%
対家計民間非営利団体	0	28,535	28,535	0.3%
非仲介型金融機関	12,375	12,049	24,424	0.3%
Foreigners	125,420	378,158	503,578	5.3%

(出所) 日銀、財務省

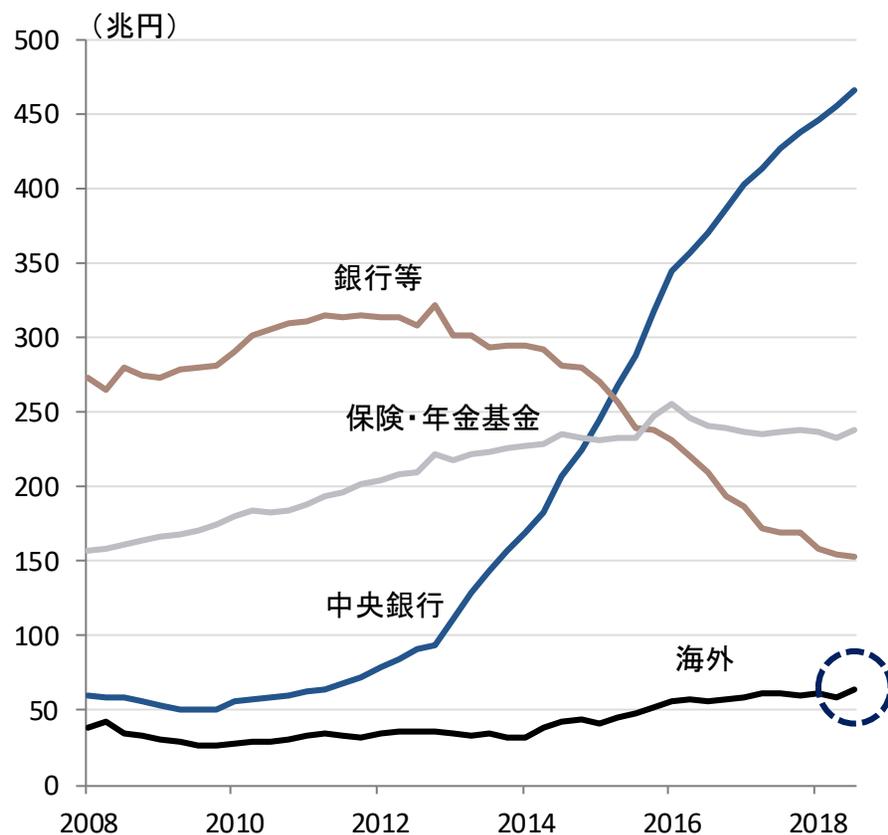
<2018年12月時点国債保有高内訳>

	T-Bill	JGBs	Total	(億円)
Outstanding	978,351	10,130,272	11,108,623	100.0%
Gov/BoJ	114,672	4,687,679	4,802,351	43.2%
中央・地方政府	23	23,539	23,562	0.2%
日本銀行	114,318	4,661,179	4,775,497	43.0%
政府系金融機関	326	2,961	3,287	0.0%
財政融資資金	5	0	5	0.0%
Bank	143,959	1,529,582	1,673,541	15.1%
国内銀行	108,680	536,075	644,755	5.8%
在日外銀	5,978	1,381	7,359	0.1%
農林水産金融機関	29,301	214,804	244,105	2.2%
中小企業金融機関等	0	777,322	777,322	7.0%
Insurance	20,161	2,071,339	2,091,500	18.8%
生命保険	20,161	1,599,156	1,619,317	14.6%
非生命保険	0	54,461	54,461	0.5%
共済保険	0	417,722	417,722	3.8%
Pension	0	774,984	774,984	7.0%
社会保障基金	0	465,034	465,034	4.2%
企業年金	0	238,039	238,039	2.1%
その他年金	0	71,911	71,911	0.6%
Private	2,989	419,060	422,049	3.8%
家計	0	129,637	129,637	1.2%
非金融法人企業	0	85,729	85,729	0.8%
ノンバンク	10	5,773	5,783	0.1%
公社債投信(除:MMF)	0	0	0	0.0%
MMF・MRF	0	0	0	0.0%
株式投信	1,758	73,931	75,689	0.7%
ディーラー・ブローカー	728	99,217	99,945	0.9%
合同運用信託	49	227	276	0.0%
対家計民間非営利団体	0	23,924	23,924	0.2%
非仲介型金融機関	444	622	1,066	0.0%
Foreigners	696,570	647,628	1,344,198	12.1%

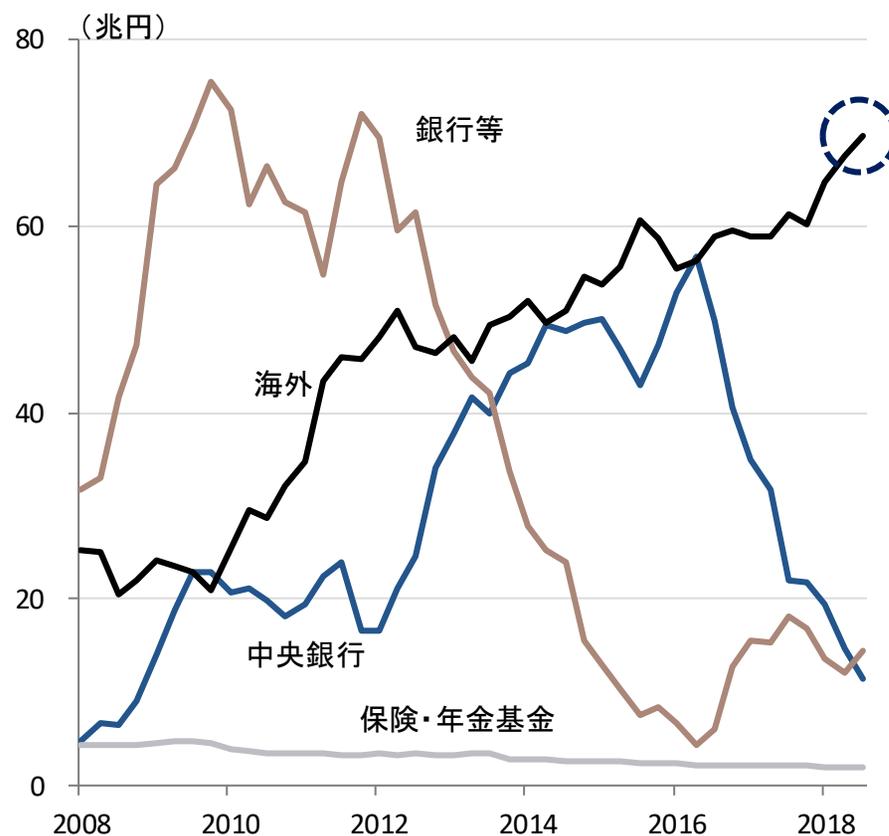
2. 海外投資家の動向

- T-billのみならず長期国債でも、海外投資家のプレゼンスが拡大

<国債（除くT-bill）の保有者内訳>



<T-billの保有者内訳>



(注)2018年は第4四半期までの累計
(出所)日銀

2. 海外投資家の動向

- 対内証券投資を地域別に見ると、とりわけ米国や欧州からの債券投資が増加
 - 中国の外貨準備による保有が減少し、欧米各国やファンドによる保有が増加した模様

<地域別対内証券保有内訳（2012年末）>

12/31/2012	債券合計	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）	2.4	2.0	0.4
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	5.2	4.1	1.1
合計（兆円）	96.9	49.5	47.4

<地域別対内証券保有内訳（2018年末）>

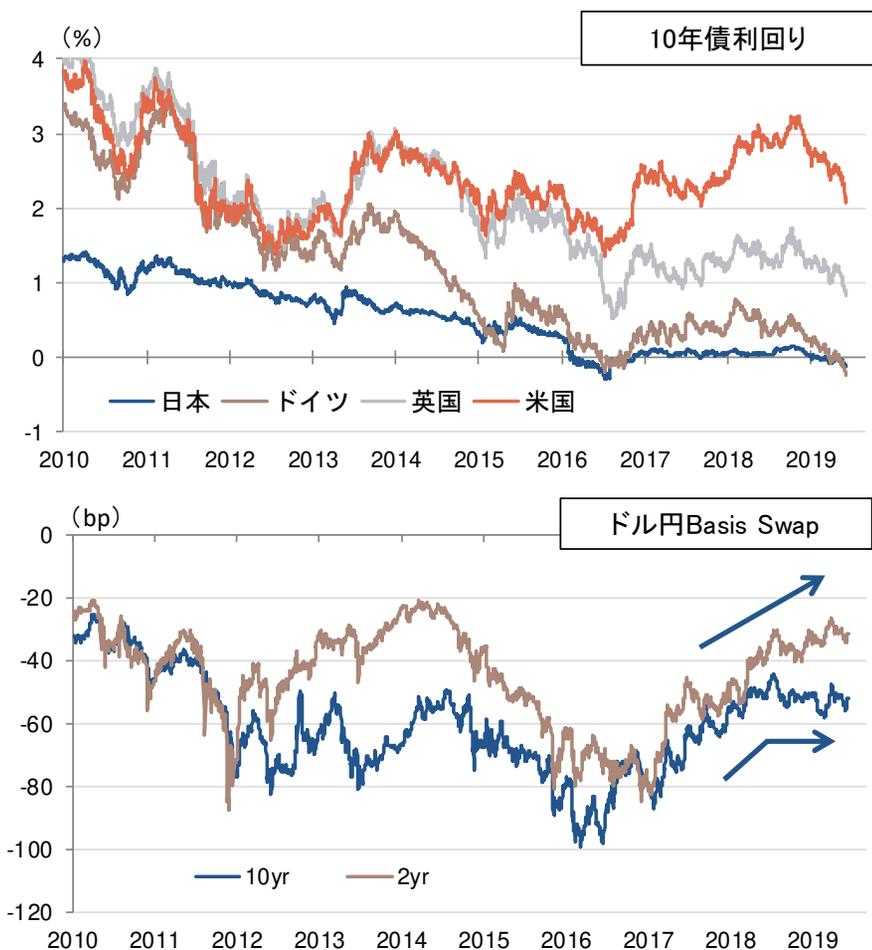
12/31/2018	債券合計	中長期債	短期債
中華人民共和国	1.2	0.8	0.4
ASEAN	3.4	3.1	0.3
アジア（除：中国、ASEAN）	2.7	2.3	0.4
アメリカ合衆国	113.9	112.5	1.4
ケイマン諸島	22.4	22.0	0.4
オーストラリア	13.5	13.5	0.0
英国	14.1	13.6	0.5
フランス	25.2	25.0	0.2
ベルギー	3.1	3.0	0.1
ルクセンブルク	2.6	2.4	0.2
その他EU	43.9	43.4	0.5
スイス	1.0	1.0	0.0
中東	0.5	0.5	0.0
国際機関	7.9	7.9	0.0
その他	14.7	14.5	0.2
合計（兆円）	270.0	265.4	4.6

（出所）日銀、財務省

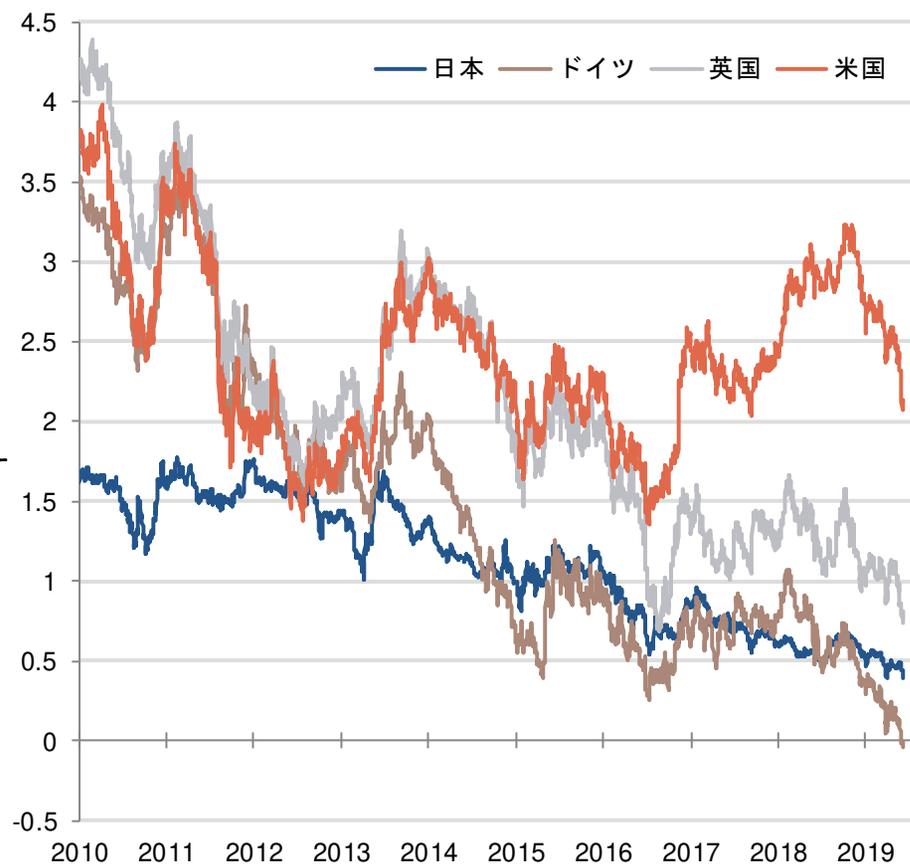
2. 海外投資家の動向

- 日本の国債利回りは、ドルベースで見ると欧州各国と比べ遜色ない水準
 - ドル円のBasis Swapは、短期セクターで縮小し、長期セクターは横這い推移

＜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＞

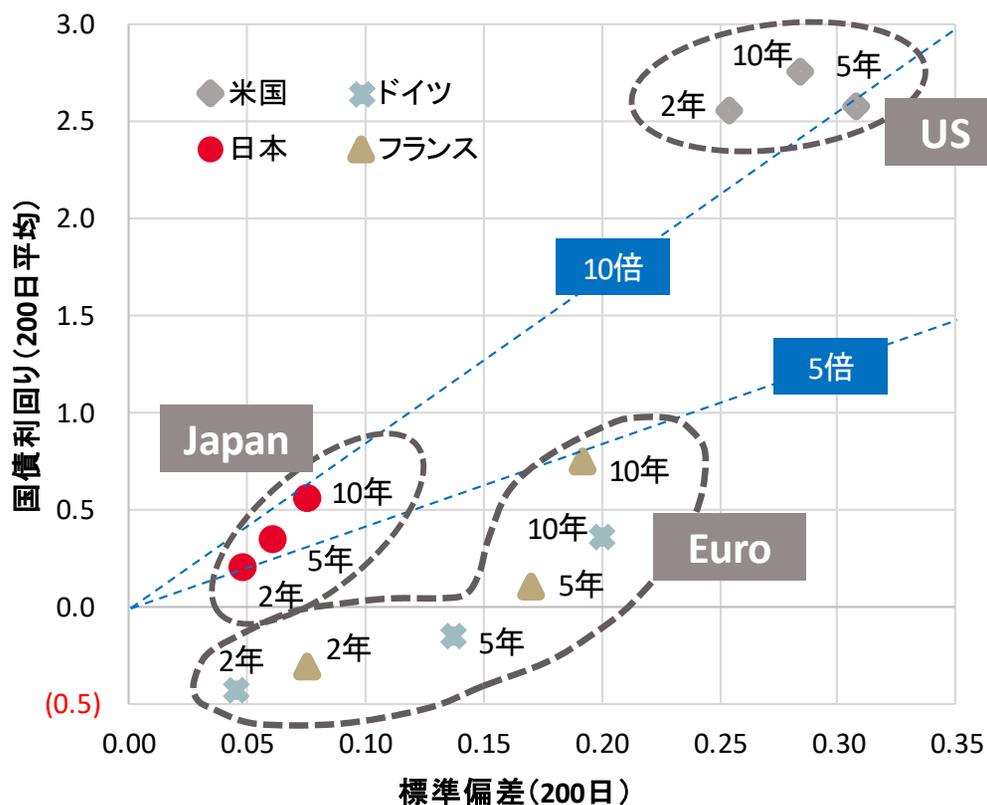


(出所) Bloomberg

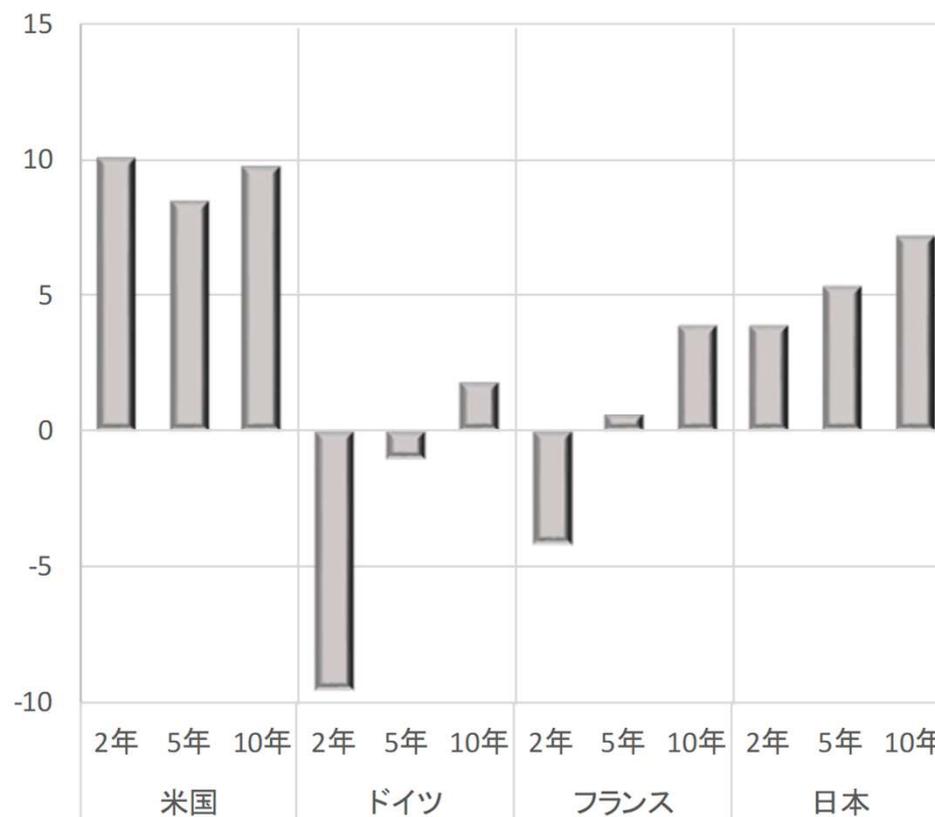
2. 海外投資家の動向

- ボラティリティー対比の投資尺度で見ると、日本国債には一定の妙味

＜各国の国債利回りと標準偏差＞



＜シャープレシオ*＞

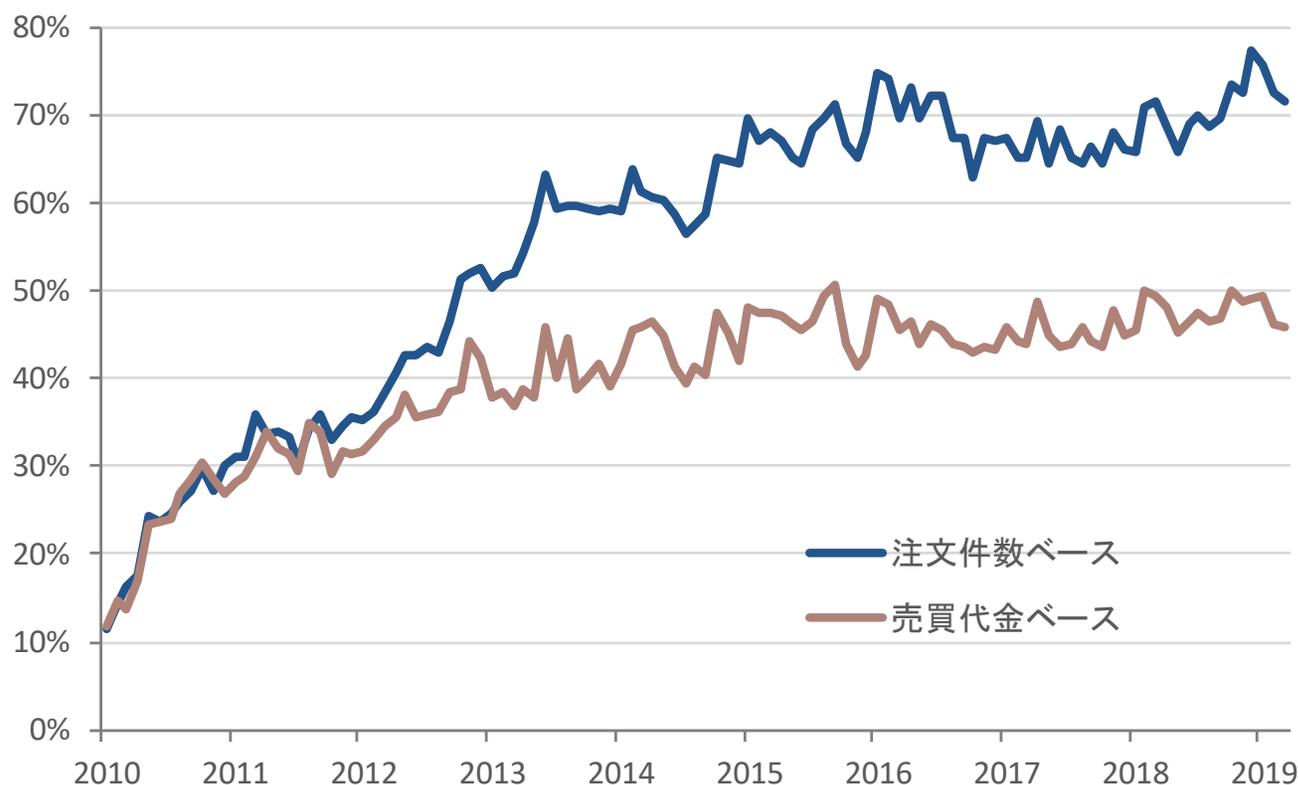


(注*) シャープレシオ = 利回り(200日平均) ÷ 200日標準偏差
 (出所) Bloomberg

2. 海外投資家の動向

- 世界各国の取引所において、アルゴリズムや高速取引のシェアが拡大
 - ー 日本ではHFT業者に対する登録制が導入されたが、取引シェアの拡大は継続

＜東京証券取引所におけるコロケーション経由の取引シェア＞

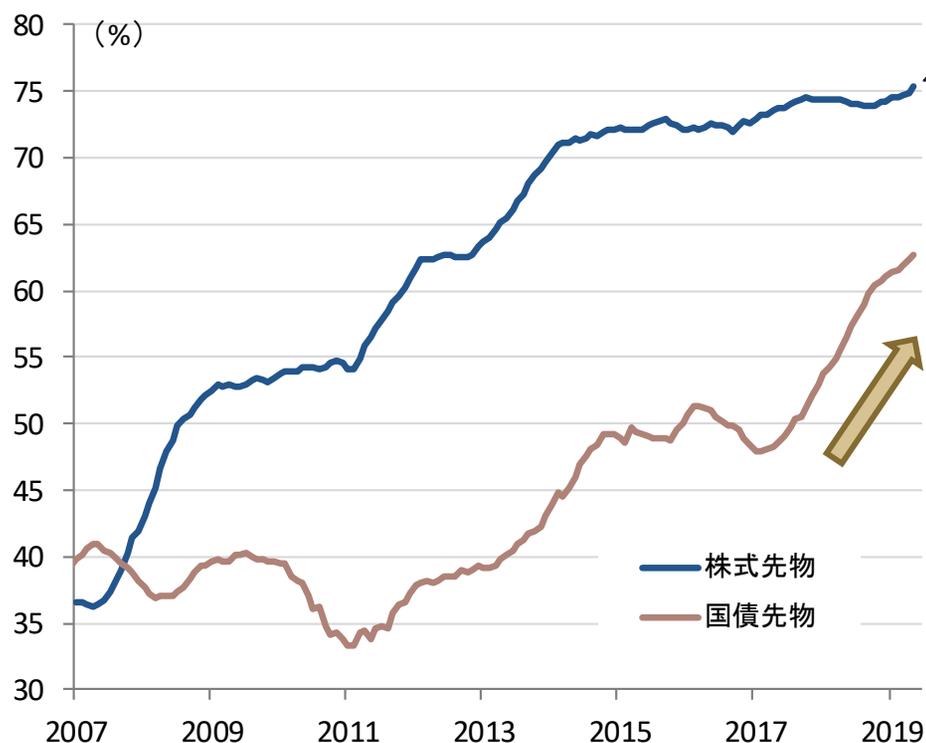


(出所) JPX

2. 海外投資家の動向

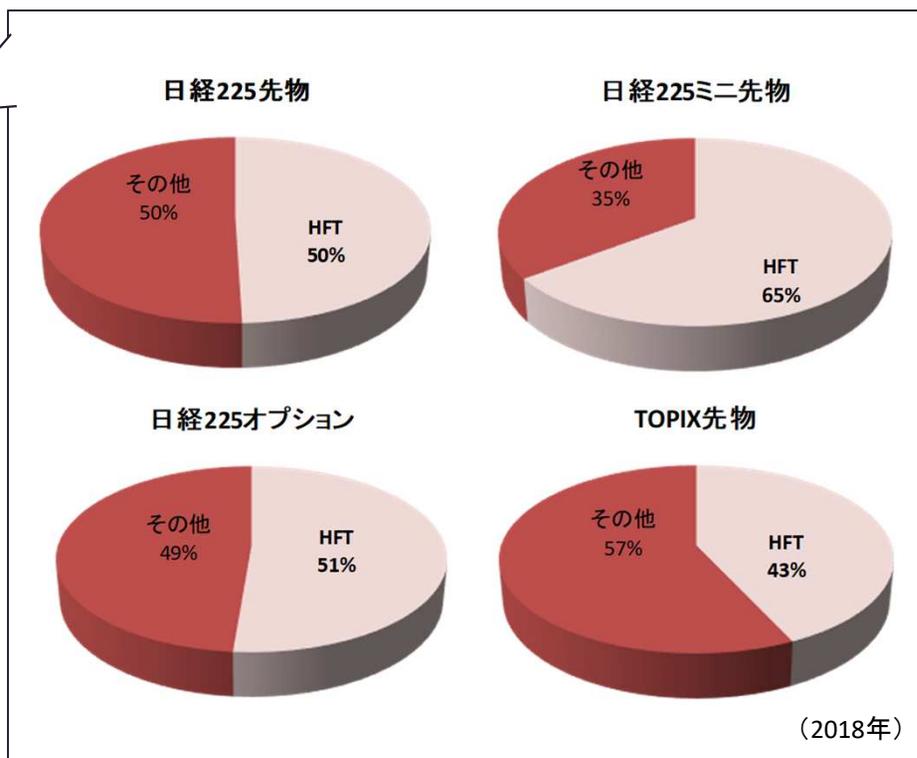
- 国内の先物市場でも、高速取引を筆頭に海外投資家のシェアが拡大
 - 近年は債券先物市場でも、高速取引のプレゼンスが急速に台頭

＜外国人投資家売買高比率＞



(出所) JPX

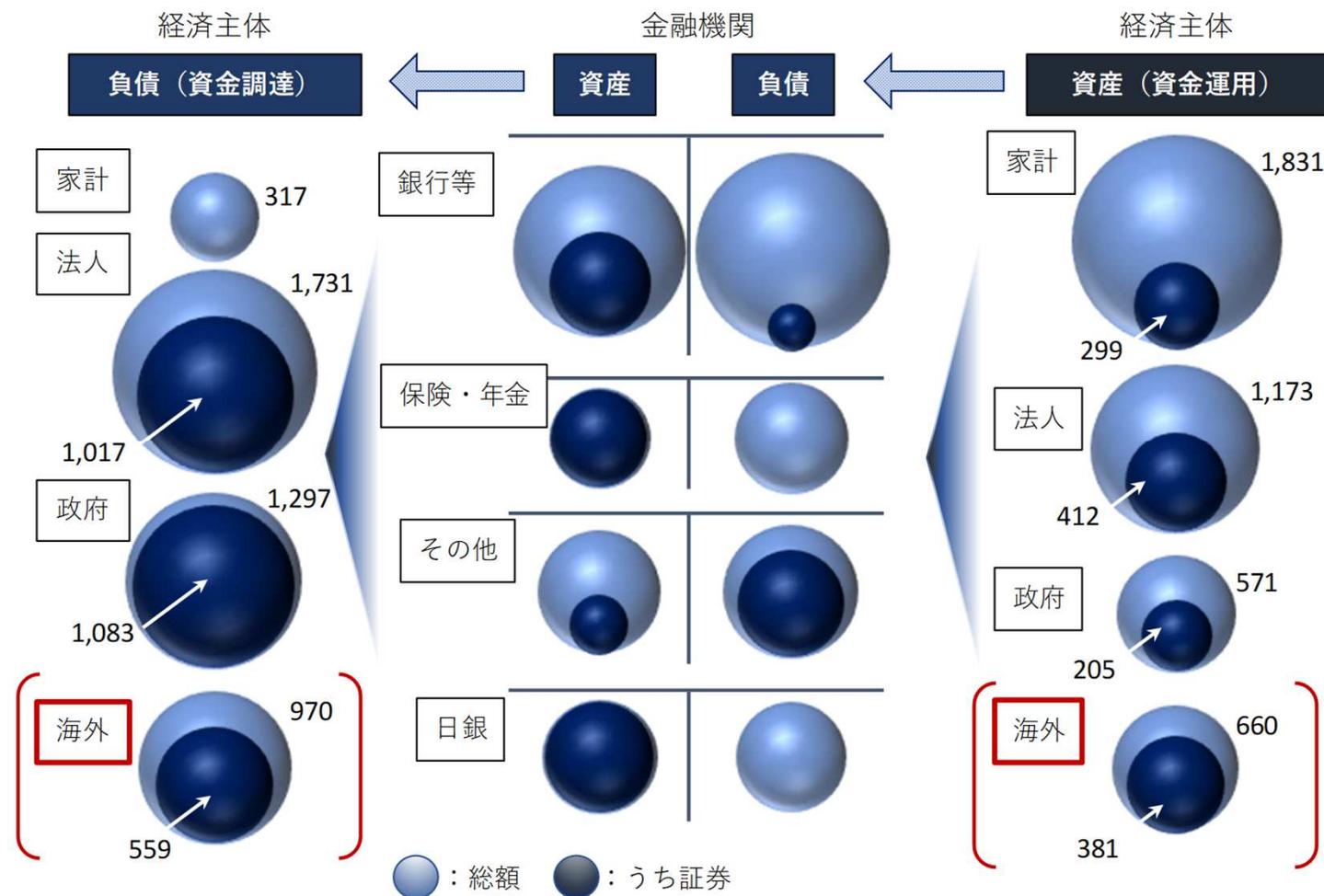
＜国内先物市場におけるHFTシェア＞



(出所) SG推計

3. 補論（マネーフローと証券投資）

- 日本のマネーフローでは、証券（主に株式と国債）が基幹的な存在
 < 部門別の金融資産・負債残高（2018年3月末、兆円） >

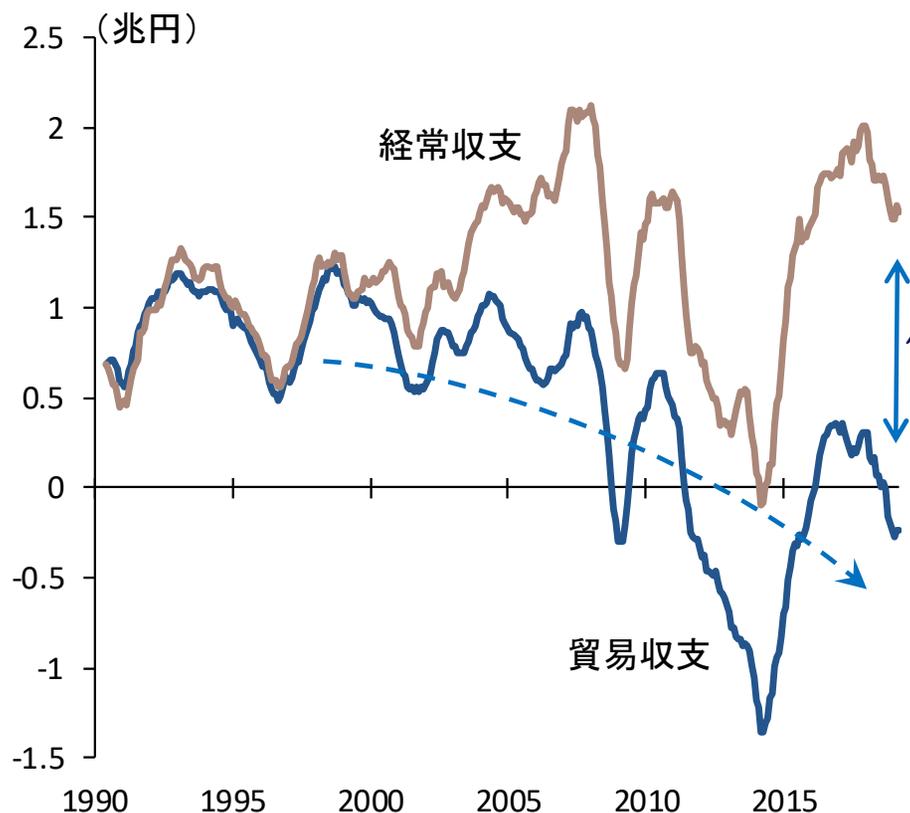


(出所) 日銀

3. 補論（対外収支と証券投資）

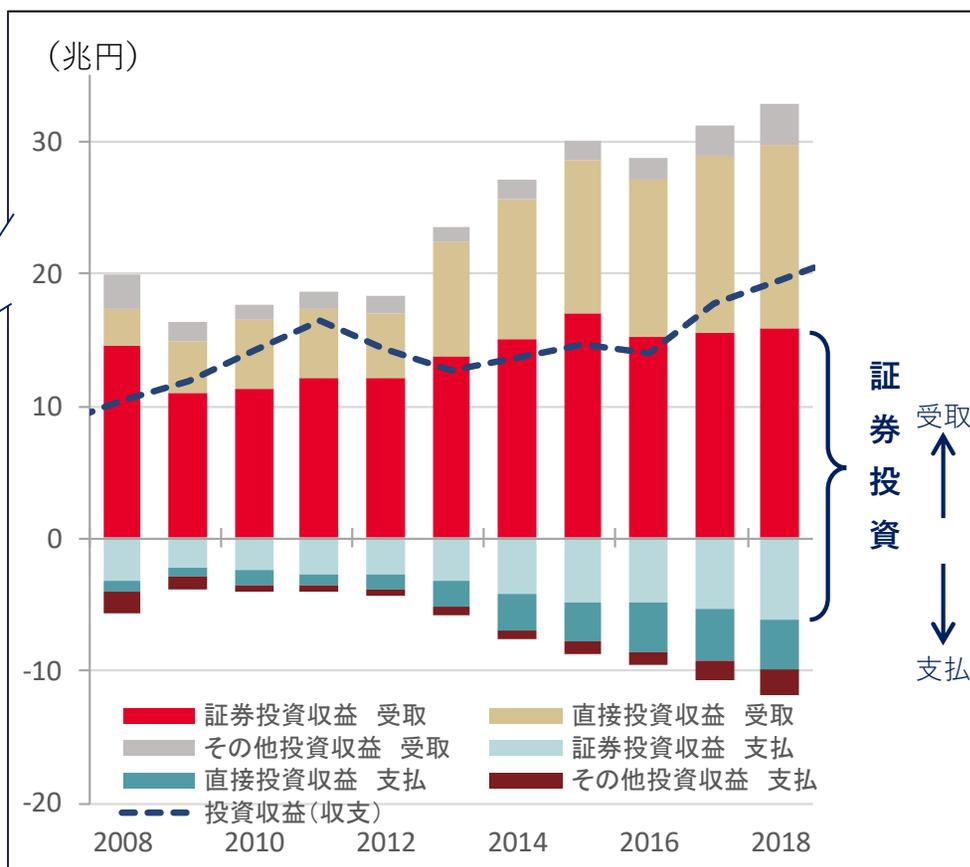
- 日本経済は、少子高齢化の影響等から「成熟した債権国」に移行
 - 所得収支の黒字（主に証券投資と直接投資）が対外収支を支える状況

＜経常収支と貿易収支＞



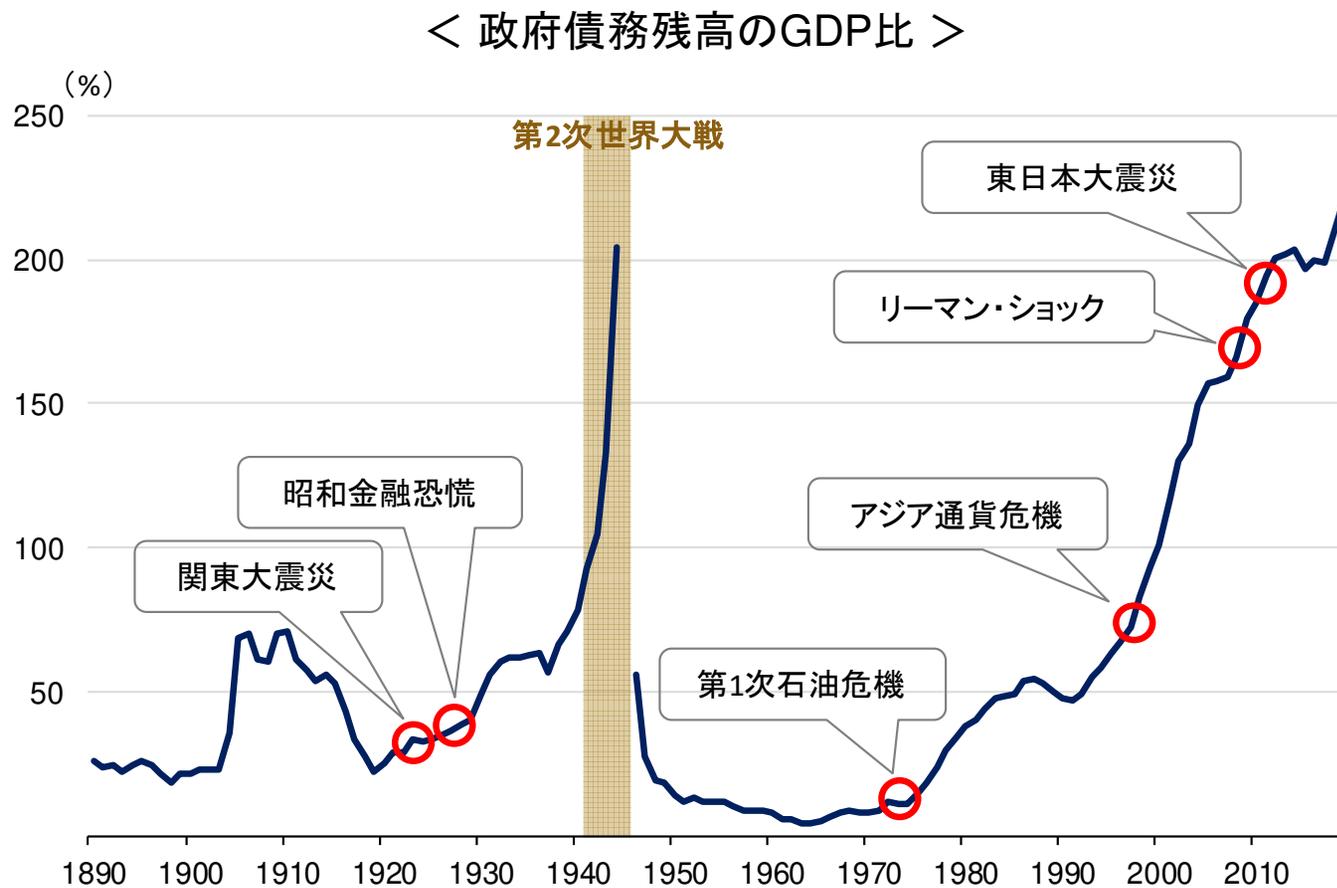
(出所) 日銀等

＜投資収益収支の内訳＞



3. 補論（政府債務残高）

- 政府債務残高は歴史的な高水準にあり、財政規律と市場機能の維持が重要に



(注) 1954年度までは国民総生産(GNP)比
(出所) 財務省

まとめ

- 世界の金融市場は、金利とボラティリティーが低下する膠着状態に
 - ポピュリズム的な政治リスクが勃興する一方、低インフレ下での安定成長は継続
 - 先進各国の金融緩和姿勢が改めて強まり、各種の金融市場を底支えする状況
- JGB市場では、日銀のみならず海外投資家のプレゼンスが拡大
 - 為替スワップ市場やボラティリティー低下の影響により、一定の投資妙味が発生
 - またテクノロジーによる影響から、アルゴリズムや高速取引のシェアが急拡大
- 日本経済において、JGB市場はマネーフローの基幹的な存在

国家財政の規律とJGB市場の機能維持が、中長期的観点で重要に

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りますほか、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 2019. All rights reserved.