

## ストラテジーブレティン (308号)

円キャリーではない、バフェットキャリーだ  
～日本資産デフレの最終章～

## 日銀 YCC 政策に挑戦したヘッジファンド

世界の中央銀行が軒並み金利引き上げに走る中で、唯一緩和姿勢を厳守している日銀との対比が鮮明になっている。この世界トレンドから孤立したイールドカーブコントロール(YCC)という日銀政策に無理があると見るヘッジファンドの投機ポジションが、市場を揺さぶっている。英ヘッジファンド、ブルーベイ・アセット・マネジメントは 10 年国債利回りを 0.25%に抑える YCC は円の急落を招き、日銀は円安阻止のために YCC 政策の放棄と 10 年国債利回りの上昇を容認せざるを得なくなると読み、日本の国債売りを仕掛けている。

中央銀行の政策にヘッジファンドがチャレンジするという事態は G・ソロス氏のイングランド銀行(BOE)への挑戦を思い起こさせる。今回も 1992 年当時と同様に日銀がヘッジファンドに敗れ金融政策の変更を余儀なくされるとの観測が市場を不安定にしている。実際、日銀の YCC の外にある超長期債利回りは、急上昇し、市場金利に大きなゆがみが表れている。世界金利のアンカーである日銀がヘッジファンドに敗れて政策変更を余儀なくされれば、その連鎖は世界金融市場を揺り動かす。円売り、日本国債売り、株売り、まさに日本売りだ、日銀売りだ、と言う投機筋の声が聞こえる。

株式会社 武者リサーチ  
代表

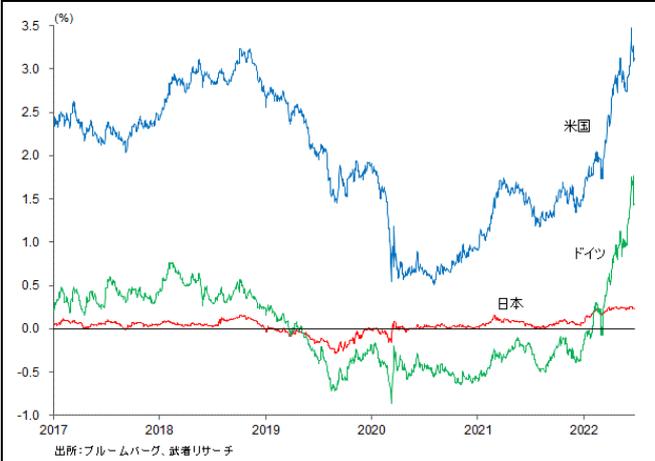
武者 陵司

E-mail: musha@musha.co.jp  
www.musha.co.jp

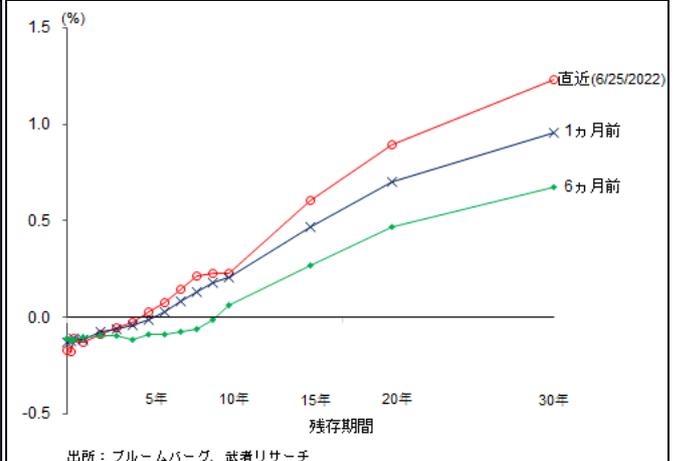
〒108-0075

東京都港区港南 2-16-7

図表 1: 主要国の長期金利



図表 2: 日本国債のイールドカーブ



## 1992年英国のような二律背反はない

しかし、今回の日銀は 1992 年当時の BOE のようなジレンマに陥ってはいない。1992 年イギリスは通貨安を容認するか、景気対策としての金利引き下げをあきらめるか、の二律背反状況にあった。1990年にイギリスは為替変動幅を基準レートの±2.25%に収めることを義務付ける ERM(=European Exchange Rate Mechanism 欧州為替相場メカニズム)に加盟しており、通貨安を引き起こす利下げという選択肢はなかった。しかしイギリスが ERM の盟主であるドイツによって金融政策を縛られるという状態に持続性はないと読んだ G・ソロスはポンド売りを仕掛け、イギリスは利下げを選択して ERM から離脱した。ソロス氏は巨額の利益を手に入れた。

## 円キャリートレードの活発化と限界

日銀も投機筋に敗れるという思惑は低金利の円で資金を調達し、高いリターンの外貨資産に投資する運用、つまり円キャリートレードを引き起こし、日本国債売り、円売りの連鎖を引

き起こしている。これに弾みがついたことで円安が加速する局面がしばらく続いていくかもしれない。しかし金利差と為替レート差の両方で利益が得られるダブルキャリーの状態は永遠には続かない。第一に、ドル円レートは購買力平価から4割も乖離した史上最安値状態にあり、いつでも高所恐怖症を引き起こすレベルにある、第二に、米国の金利上昇を引き起こしているインフレも既にピークアウトの状態、これ以上の日米金利差拡大は起きないかもしれない、第三に、そもそも円安は本質的に日本経済と雇用・投資にポジティブであり、2%のインフレ定着を目指す日銀が円安を止めなければならない理由にはない、特に参院選挙が終われば、選挙政策としてのインフレ・円安対策の重要性は下がってくる、等の事情がある。円高への反転リスクも相応にあり、ここで円安にベットする戦略が大きな趨勢になっていくとは思われない。

### バフェットキャリーの威力

ブルーベイ・アセット・マネジメントのポジションの問題は、日本国債ショートにあるのではなく、円キャリーにある。2%のインフレターゲットが実現し、日銀がYCCを停止する時期はいずれ訪れる。とすれば10年債利回りはYCC上限の0.25%を大きく下回る可能性は小さく、長期的にはYCCが変更されて0.25%を上回っていく可能性が高い。0.25%で10年国債をショートする(=調達する)ポジションは的外れとは言えない。

問題は日本国債ショートで調達した資金をどこで運用するかである。外貨資産ではなく、日本国内のハイリターンアセットに回せば大なる利益が得られる可能性が出てくる。これを(運用スタイル、投資期間の違いはあるが)バフェットキャリーと呼んでみよう。

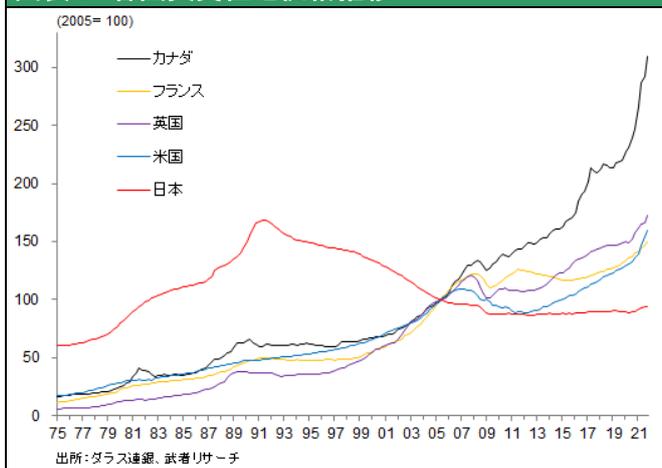
それまで一貫して日本株投資に後ろ向きであったW・バフェット氏は2020年8月、約60億ドル(6400億円)を投じて大手商社5社(時価総額合計14兆円)の5%を取得した。2020年8月末、5大総合商社の株価は、640~2724円だった。現在の株価が1216~3959円である5大総合商社投資分の評価金額は1兆円を超え、投資して2年足らずで2倍近いパフォーマンスを実現したと見られる。

バフェット氏の投資資金は2019年9月、2020年4月の合計6255億円の円建て債発行で調達されている。そのコストは平均ゾーンの10年債では利率0.44%、それに対して商社各社は配当利回りだけで4~6%、という超ポジティブキャリーの状態にあった。これに資源価格急騰に連動した株価の値上がり益が加わり大きな成果が得られた。

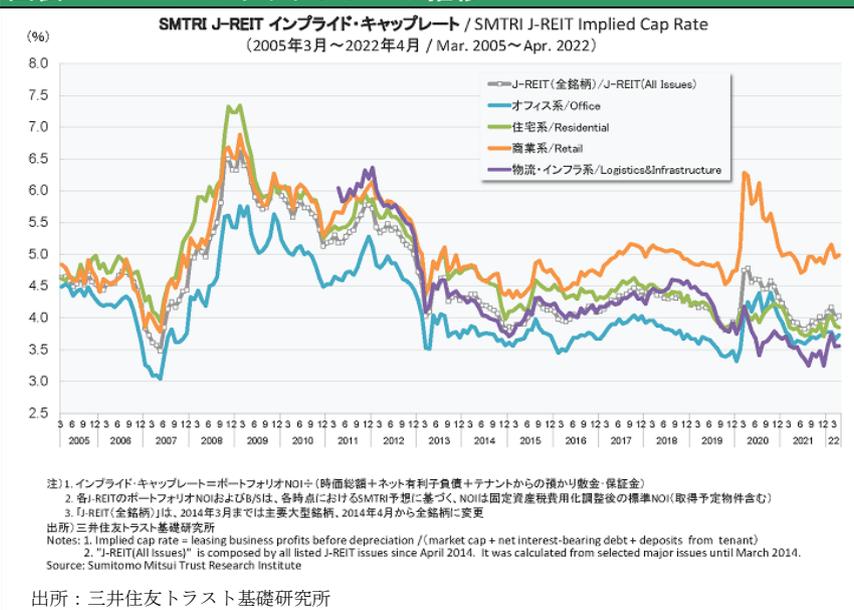
### バフェットキャリーの次のターゲット不動産か

円資金調達、円資産投資というバフェットキャリーの有効性を証明したと言える。これからバフェットキャリーの運用対象として、有望なのは不動産、J-REIT、日本株(特に高配当のバリュー株)であろう。ブルーベイ・アセット・マネジメントは日本国債ショートで調達した資金を高リターンを持つ日本資産に振り向ける運用に踏み切るかもしれない。まずはグローバル投資家の円資金調達による不動産投資が期待される。日本の不動産価格は世界の趨勢からかけ離れて低迷しており、他国に比し著しく割安になっている。また2010年以降の金利低下趨勢の中でもキャップレート(投資事業利益/不動産価格)は高水準を保っており金利との乖離が拡大、相対的投資魅力が高まっている。

図表 3: 各国実質住宅価格推移



図表 4: J-REIT のキャップレート推移



実際、海外からの不動産投資需要が高まっている。図表 5 は 2020 年 10 月～2022 年 3 月に決済された 10 億円以上の国内不動産案件の集計による投資額上位 20 社であるが、そのうちそのうち 10 社が海外投資家(大半がファンド)となっている(東洋経済 6 月 25 日号)。これらの多くが円での資金調達をしていると推察される。

図表 5: コロナ禍下での日本不動産投資額上位 20 社

社名	国・地域	投資額(億円)
ビューリック	日本	5,080
みずほリース	日本	3,050
カウ・キャピタル・パートナーズ	香港	2,820
テキサス州教職員退職年金	米国	2,690
芙蓉総合リース	日本	2,570
ケネディクス	日本	2,230
ブラックストーン・グループ	米国	2,210
アクサグループ	フランス	2,070
GIC	シンガポール	1,830
GLP投資法人	日本*	1,480
大成建設	日本	1,390
メープルツリー・インベストメンツ	シンガポール	1,300
住友不動産	日本	1,250
ベントール・グリーンオーク	カナダ	1,120
日本都市ファンド投資法人	日本	920
三井住友フィナンシャルグループ	日本	900
M&Gリアルエステート	英国	880
ウエストブルック・パートナーズ	米国	850
三菱地所	日本	710
ラサール・インベストメント・マネージメント	米国	640

\* GLP投資法人はシンガポール地盤のGLPグループに属する  
出所：MSCI Real Assets (東洋経済6月25日号掲載)

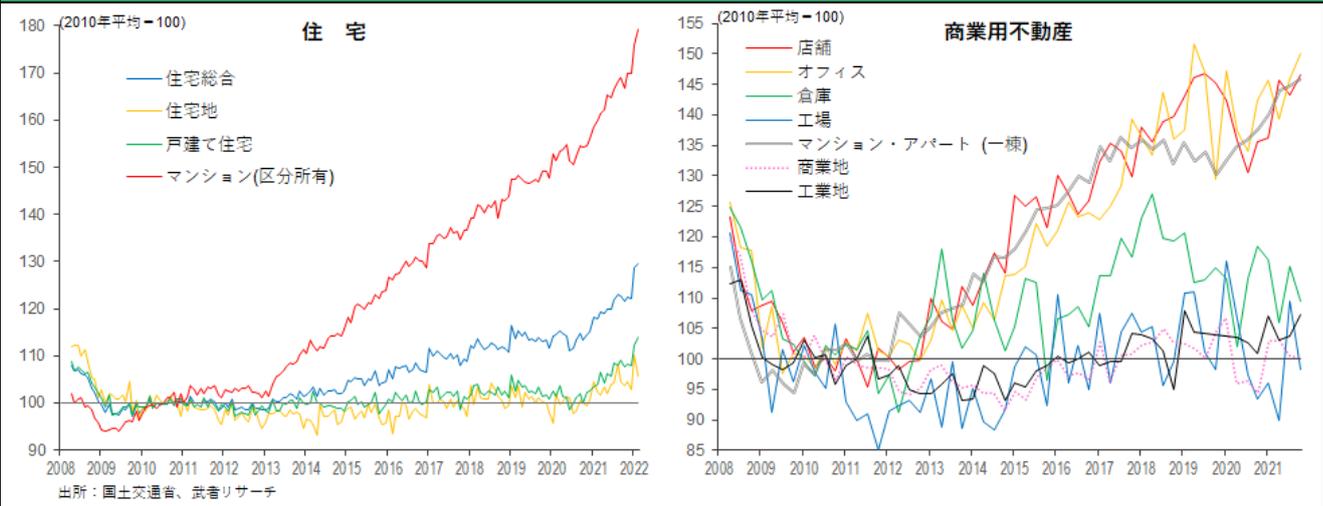
### 日本株ブームの鎗矢になる可能性

商社から始まり、今不動産で大きく飛躍しようとしているバフェットキャリーは、広範な日本株式への外国人投資の鎗矢となるのではないかと。それこそ日銀が希求し続けてきたポートフォリオリバランスを通しての、資産デフレ脱却を確実にする。図表 6 は日本の不動産価格であるが、黒田日銀の異次元金融緩和以降大きく上昇に転じ、今回の YCC 堅持により一段と弾みがつく趨勢にあることがうかがわれる。

経団連による調査では大手企業 105 社の夏のボーナス上昇率は 13.8%と 1981 年以来最高の伸びとなっている。賃金上昇率も高まり 2%インフレターゲット達成が視野に入ってくるかもしれない、今は円での資金調達のラストチャンスとも考えられる。

ヘッジファンドによる日本国債ショートは日本売りではなく、日本株買いにつながる動きだと考えるべきだろう。

図表 6: 日本不動産価格指数



著作権表示©2022 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見直しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。