

## 解題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第三小委員会委員 光定洋介 CMA

2013年春から実施されたいわゆる質的・量的な緩和政策は、当初は大幅な円安と株価上昇という効果をもたらし、資産運用業界にも好影響をもたらした。その後、先行する欧州の一部の国に倣い、日本でも明示的なマイナス金利政策が16年1月に導入された。しかし、導入以降の運用環境は厳しいものとなっている。資産運用業界に携わるものにとって主要な関心事は、こうしたマイナス金利政策の実体経済への影響や低金利環境が今後も継続するかどうか、もし、継続する前提を置くとするとこれまで同様の投資方針・リスク管理体制で良いのだろうか、ということであろう。

そこで、本特集では、最初の2本の特集論文で日本での13～15年の運用環境の好転の背景・マイナス金利が与える功罪の可能性、先行する欧州経済で起こっているマイナス金利の為替・経済への影響を総括したい。これらから、最初の関心事であるこうした低金利環境が今後も継続するか、という点について考えてみたい。

まず、1本目の植田論文「マイナス金利政策の採用とその功罪」では、国内外のマクロ的なことに焦点を当て、13年春以降の量的質的緩和の狙いと影響、マイナス金利に至った経緯とマイナス金利の功罪について幅広く論じている。量的質的

緩和には期待インフレ率を高めて、その結果、実質金利が低下し、投資の拡大等につながる効果が期待されていた。しかし、冷静に考えれば、01年から実施されていた量的緩和では期待インフレ率は上昇していなかったのに、今回の量的質的緩和は期待インフレ率に効くという理由は不明である。それにもかかわらず、量的質的緩和が為替レート的大幅な円安と予想外の大きな株価上昇をもたらした背景は、政策の有効性への外国人投資家の思い込みが大きかったのではないかと論じている。しかし、インフレ期待の発現という政策効果が実現する以前に、長期国債買い入れを中心とする政策継続に懸念が生じてきてしまった。こうした環境下で、新たな施策としてマイナス金利政策が導入された。マイナス金利導入の功罪について見てみると、メリットについては大方の予想を上回る大幅な中長期市場金利の低下がある。しかし、このメリットを上回るデメリットを起している可能性が指摘されている。それは、これまでの非伝統的な金融緩和によって預貸利鞘の大幅な縮小に苦しんでいた国内金融機関の収益に、更なるネガティブな影響を与えたことである。こうした功罪の罪の部分の部分を低減させるために、金融機関の預金手数料の徴収や日銀によるマイナス金利での金融機関への貸し出しなどの提言もされているが、

いずれの政策にも制約要件があることも指摘されている。

2本目の川野論文「マイナス金利下のヨーロッパ経済—マイナス金利政策の効果と副作用—」では、日本に先んじてマイナス金利を導入した欧州でのマイナス金利の影響について詳細に分析している。まず、マイナス金利が銀行の収益に悪影響を与え、銀行の貸出増減が金利やGDPよりも銀行の収益による影響を受けやすい欧州では、銀行貸出は増加していない。次に、ECBによる利下げがユーロ安につながったかどうかについて、統計的な分析を行っているが、いずれの結果からも、ECBはマイナス金利政策によって為替レートをコントロールはできていないことが示唆されている。一方で、マイナス金利政策は、イールドカーブ全体を大きく押し下げた。例えば、スイスでは20年以上先までイールドはマイナスになっている。これは、投資家の極端なイールドハンティングから生じている可能性もあり、国債以外にもデンマークでは1年物のモーゲージ債の利回りがマイナス圏で推移していることなどが観察されている。

これらの最初の2本の特集論文から示唆されることに、まず、マイナス金利は実体経済（銀行貸出、インフレ、為替レート）に現段階では必ずしもプラスの影響（貸出増加、デフレ傾向の脱却、為替安）を与えているとは限らないことが挙げられる。また、植田論文の一部にも提言があるようにマイナス金利を有効に機能させ得る手段は日本銀行にはまだ残されており、今後、中央銀行が現状の政策を維持・進化させる可能性があることも挙げられる。更に、これは私見であるが、一般的に金融政策は政策目標実現まではある程度の持続

性が必要とされることなどを考えると、マイナス金利とまでは言わなくとも、低金利環境が当面続くシナリオも視野に入れて運用のあり方を考えるべきであろう。

そこで、低金利環境が続くと想定した場合の投資方針やリスク管理のあり方などについて考えていきたい。まず、特集論文の3本目の徳島論文「マイナス金利政策が生保・年金ALMに与える影響」では、生命保険会社や年金基金の現状の運用スタンスと課題について考察をしていく。更に、4本目の村木論文「金融緩和と利回り追求」ではイールドハンティングによって世界に流れたお金がどのようなリスクを内包し、どのようなリスク管理を求められているかについて検討をしている。

徳島論文では、低金利環境を受けて国内生命保険各社は、流動性やクレジットリスクを取るだけでなく、デュレーションリスクを取ることで利回り確保を図ってきたことが指摘されている。しかし、既存の生命保険各社は、過去からの高い予定利率を付した契約を依然として抱えており、この資金が平準払契約の形で毎年資金流入し、これを予定利率で運用しなくてはならないが、マイナス金利はこの運用を困難なものにする。更に、マイナス金利が長く続く前提を置くとするならば、生命保険各社の貯蓄性の高い商品そのものの存在の見直しを図る必要性にも言及している。次に、年金基金に目を転じてみる。年金基金の多くは国内債券運用を代表的な市場インデックス(NOMURA-BPI総合など)を用いてパッシブに行っている場合が多い。このインデックスは日銀によるマイナス金利導入を受けて16年3月上旬には、マイナス利回りとなっている。このような環境下、愚直にマイナス利回りとなっているイン

デックスに追随するパッシブ運用を継続することが受託者責任を果たしていることになるだろうか。年金資産の約3割を占める国内債券が不稼働資産になることを避けるために、リスク管理を行いながら積極的な投資を行わなければならない難局の時代に入っているのが現在の資産運用業界である、と論じている。

では、どのようなリスク管理が求められるのだろうか。村木論文の中にそのヒントを見つけることができる。

村木論文では、ユーロ圏の生命保険各社もイールドハンティングの動きの中で、11年以降、BBB格以下の債券の保有比率を大幅に増やしていることが紹介されている。こうしたイールドハンティング資金は、相対的に利回りの高い米国の社債やローンに向かっている。発行体である政府や企業は、こうした資金の増加を背景にその債務を増加させており、その伸び率はGDPの伸び率を上回っている。しかし、景気が下降局面を迎えて、クレジットサイクルが悪化した場合、企業デフォルトが増加する可能性があり、過去の米国では、銀行が貸し手の基準を厳格化してから約1年で企業デフォルトが増加する傾向がある。ポートフォリオの約50%を社債等のクレジット投資に振り向ける欧米の保険会社では、クレジットサイクルを意識した投資を行っているという。そこでは、クレジットサイクルが悪化した際に、特定セクターのロスカットを早期に行いリスク管理を徹底している。また、クレジットサイクルの最悪局面でもコンスタントに償還資金の再投資を粛々と継続

し、より高くなったクレジットスプレッドの確保にも努めている。

日本の投資家の一部は、同様のことを既に取り入れているかもしれない。しかし、低金利環境でイールドを確保するために、今後新たにクレジット投資拡大を考えている投資家には、参考になる一つのリスク管理の考え方だと思われる。もちろん、これだけで十分という訳ではないことは言をまたない。

また、村木論文では、金融危機後、低格付け企業の資金調達に応じたのが、投資信託の購入を通じて入ってきた個人投資家の資金であることが紹介されている。個人投資家は、投資信託をいつでも解約できるものであるという前提で購入しているが、低格付け市場は流動性が枯渇し解約資金を用意できなかつたり、市場で付いている価格と実際に売却できるであろう価格に差があるため投資信託が正当なNAVを算出できなくなつたりして、一時的に解約がストップされる可能性があり、こうしたリスクやこれまでの実例についても言及されている。

以上、本特集では、「低金利下での資産運用」と題して、まず、国内外の低金利の背景と現時点での影響について確認した。その上で、今後も低金利環境が継続する可能性を考慮して資産運用を行う方が良いと考え、そのためのいくつかの視座を提供している。資産運用業界がこの難局を乗り越えることによって得られる新たな知見を生かして更に成長することを望むとともに、本特集がその一助となることを期待している。