

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第一小委員会委員 高 田 創 CMA

今日、金融資本市場の最も大きな課題は超低金利環境にどう対処するかにあるとっていい。2016年は歴史的に超低金利環境が極まった年と振り返ることもできるのではないか。16年1月に日本銀行はマイナス金利政策導入を決定し、同年9月に日本銀行はそれまでの金融政策に関する総括的検証から「イールドカーブ・コントロール」を行い事実上の長期金利ターゲットに踏み出した。こうした動きの中、世界的な長期金利も低下し、16年半ばには米国の10年国債金利は米国史上最低、1.3%近い水準まで低下した。更に、日本で10年国債利回りは▲0.3%程度、ドイツでは▲0.2%程度と歴史的な最低水準を更新した。その後、16年11月に米国大統領選でトランプ氏が当選して以降、政策転換期待から世界的に長期金利は上昇に転じたが、日本では先述の「イールドカーブ・コントロール」が続く中、10年国債金利の水準は依然0%近傍での状況が続いている。

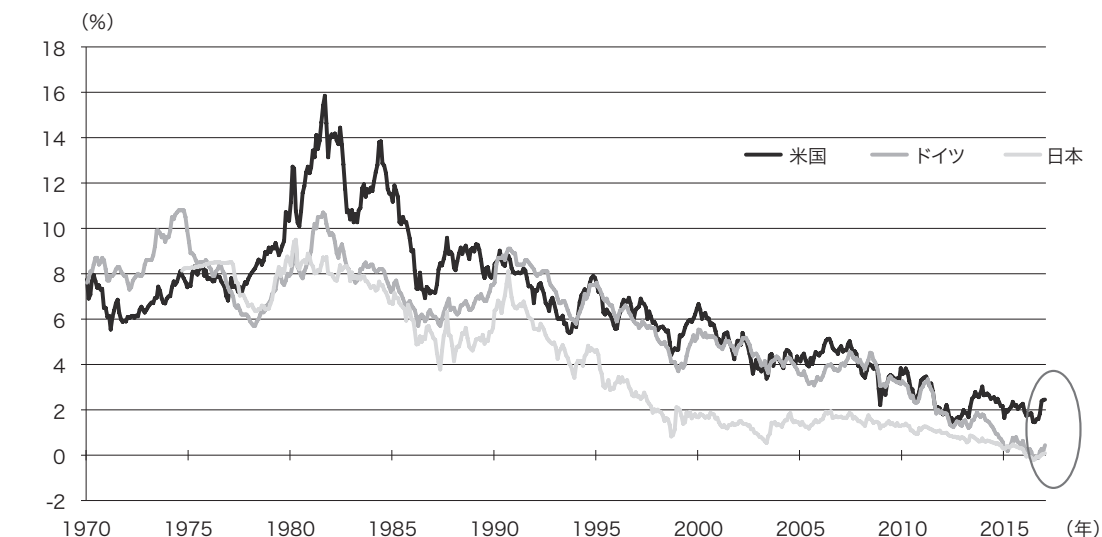
そもそも、今日の超低金利環境は単に日本銀行がマイナス金利を導入したという政策だけによってもたらされたものではない。その背景には、世界的な潮流、すなわち70年代以降、40年近い期間における、金融の自由化と金融緩和政策に過度に依存した大きなトレンドがあった。同時に、その底流には世界的バランスシート調整における閉

塞感がある。日本は90年代以降四半世紀にわたる、欧米も07年以降10年近いバランスシート調整が残存する状況にある。その結果、「3L」（三つの低い）、「低成長・低インフレ・低金利」の現実をもたらした世界的な現象ともいえる。

図表は70年代以降の、日米独の10年国債利回りの長期推移を示す。80年代初に歴史的ピークを付けたあと、長期にわたる傾向的な金利低下が30年以上続き、16年にボトムを付けた形状を示す。その後、足元金利は上昇に転じたが、依然、先述の「3L」の後遺症を引きずるだけに、「V字型」上昇にはならないだろう。その道筋は「L字型」か、せいぜい底が長い「U字型」かもしれない。それだけに、こうした低金利環境にどう向き合うかが真剣に問われる状況にある。今日、17年3月末に向け日本の金融機関は16年度決算を迎える段階にある。16年度は日本の金融機関にとって、事実上、初のマイナス金利下における通期決算である。

これまでも当証券アナリストジャーナル誌では2000年代以降、何度となく低金利環境における論点を扱ってきた。最近では、16年10月に「低金利下での資産運用」と題する特集を行って、マイナス金利環境の評価と資産運用を取り上げている。過去をさかのぼれば、03年9月に「低金利

図表 日米独10年国債利回りの長期推移



(資料) Bloombergよりみずほ総合研究所作成

下における債券運用」、13年3月に「低利回り環境における企業年金運用」と、低金利における債券や年金等、個別分野に関する議論を行ってきた。今回は低金利環境下、金融機関全般としてどう向き合うかを包括的な視点から見ることにした。

過去20年の低金利環境下、その対応として、常に金利上昇の不安が指摘されたり、低金利の異常さが語られたりすることが多かった。そうした中、今回の問題意識は低金利環境を所与としてその対処法を考えることにある。今や低金利に金融機関がどう向き合うかは金融機関にとって最も深刻な問題といっていい。16年にはマイナス金利を中心に金融政策が世界的にも注目されたが、その中で金融機関というプレイヤーの戦略にもっと目を向けるべきというのが本論の出発点にある。

1 本目の吉澤論文「マイナス金利下の邦銀経営の課題」は、日銀のマイナス金利政策が邦銀の収益に与えた影響と邦銀の今後の経営課題を格付け機関のアナリストの立場から解説したものであ

る。ここではマイナス金利の影響も踏まえた低金利状況が邦銀収益にどのような影響を与えるかの試算が示される。同時に、マイナス金利導入における先行国である欧州の事例比較を踏まえた上で、17年に邦銀が直面する課題が議論される。欧州との共通点は、①収益性が低い、②民間部門が資金余剰、③大手行の市場占有率が低いことにあるが、相違点として、①欧州では日本のようにデフレまで至っていないこと、②欧州は邦銀と比べ資金利鞘が大きいこと、③政府サポートの姿勢に違いがある（日本：支援的、欧州：基本的に破たん処理）、と信用度判断の視点も取り入れられている。

邦銀は現在、国内部門の収益性の低下を補うべく、外貨貸出等の海外与信や、外債投資等の有価証券投資など、円貨貸出よりもリスクの高い資産の割合を増やし、従来よりもリスク選好度を高める状況にある。各社は自己リスク耐久性（自己資本や収益性の状況）をにらみつつ、慎重に与信額の管理を行わない限りは信用分析上はマイナスの

評価を受けやすいとの指摘は格付け等を考える上で留意すべき論点になる。

超低金利の膠着状態に近い苦境から抜け出す方向性への示唆として、吉澤論文では繁栄を誇った恐竜が環境変化に耐えられず絶滅した点を例示し、邦銀も環境変化に耐えるべき新たな種に進化することの必要性を説いている。日本でも民間部門の資金余剰化やフィンテックの浸透など環境の激変が生じているだけに、金融機能のアンバンドリング（分解）と再バンドリング（結合）への対応が速い速度で求められるべきと結論付けられている。

2本目の玉木論文『『イールドカーブ・コントロール』下の資金運用とマクロ的金融システム—超低金利環境での金融仲介として—』は、日本銀行の金融政策によってもたらされた超低金利環境における金融仲介の動向と、その中でのマクロ金融システムを展望したものである。ここでは、市場参加者の期待形成が過去の履歴を背景とする「適合的」である中、しかも「イールドカーブ・コントロール」が加わることで超低金利環境が生じただけに、今日の環境が構造的状況にあるとされる。超低金利が続く中で機関投資家の行動は、リターンを上げるべく、様々な「情報生産」を行って、資産運用という金融仲介活動における付加価値創出能力を拡大させることが重要と議論される。

玉木論文がアナリストに向けた重要な点は、預金金融機関だけでなく、保険・年金基金や投資信託も含めた金融仲介機能にあり、その生み出す付加価値の源泉に「情報生産」を挙げる点にある。例えば、成長する企業はどこかの「目利き」、「情報の非対称性」をコストを投じて克服すること、投資対象の証券のリスク分析等、更に、機関投資

家がスチュアートとしての責任を果たして企業価値の増大を支援すること、機関投資家が優秀なファンドマネージャーを選択すること等も、「情報生産」として挙げている。

ただし、超低金利環境における問題点として“search for yield”の罠として、利回りを確保することばかりが先行し、情報生産を欠いたままリスクを取ることに警鐘を鳴らしている。こうした事例は2000年代後半にサブプライム問題として世界的にも顕現化した反省事例である。

昨今よく用いられる“macroprudential responsibility”についても信用拡張の予防に止まらず、「逆の方向の責任」として、しっかりと技術を持つ企業に対して必要なリスクマネーが供給される責任を指摘する。また、機関投資家は運用委託先（ファンドマネージャー）に全てを丸投げするのではなく、委託者として委託後の監視を行うべく、情報生産キャパシティを充実させるべきとの指摘は重要だ。

3本目の伊藤・佐々木論文「超低金利環境下における金融機関の有価証券運用」では、超低金利下の環境が継続する中で、日本の金融機関の円債に偏重した有価証券運用の課題が議論される。その中では「リスクアペタイト・フレームワーク(RAF)」の観点から超低金利下での有価証券運用の課題を整理した上で、金利変動への予兆管理やアクションプランが議論されている。リターンの源泉を拡張し、リスクを適切に制御することが重要であると結論付けられるが、こうした金融機関の姿勢は今後の金融機関経営のスタンダードとなるトレンドになると展望される。しかも、以上のRAFのプロセスを行うに際し、将来を展望したフォワードルッキングな計画策定や相場予兆管理を行うことが重要という指摘も過去の反省に立った

リスク分析での重要な点である。

超低金利環境においても安定した金融機関経営を行うことは、今日のあらゆる金融機関にとって最大の課題である。こうした中、本論文で提唱されたように、リスクアパタイトを定め、それを経営陣から組織の末端まで浸透させるべくコミュニケーションを図ることは重要な経営課題である。伊藤・佐々木論文では以上のようなプロセスをリスク文化と表現し、それを根付かせることが、超低金利環境も含めた環境下でも安定した金融機関経営を実現するために重要と結論付けている。金融の実務家にとって傾聴に値する議論であろう。

4 本目の山口論文「長期経済循環の下での株式リスクプレミアムと資産配分」では、過去60年間にける日米のインフレと金利の大きな長期経済循環が示される。今回のテーマである超低金利環境は長期循環の中で生じたものであり、その中で生じた実質金利の低下、株式リスクプレミアムの上昇が示される。ここでは60年を1980年までの前半の高成長・高インフレ・高金利の「高温経済」と、後半はその反対の「低温経済」に分けた議論が行われている。日米の分析の中で注目されるのは、株式のリスクプレミアムの構造転換が生じるのは、日本が93年で米国が08年と、おおむね各地域におけるバランスシート調整の転換に一致することである。その結果、それ以降は低金利環境が株式や不動産の資産価格を支える状況となり、今後、低金利環境の変化が資産価格に深刻な

影響をもたらすとのインプリケーションになる。潜在的な暴落リスクは債券の超低金利水準からの転換にあるとされる。

こうした状況は、今日の低金利水準の長期化に慣れてしまった金融機関の関係者にとって重要なメッセージになる。今後の金利上昇でも、それを補って余りある企業の収益力を維持することで株式の実質リターンの落ち込みを回避することが選択肢となる。金融機関としての課題は、今後の最適なアセット・アロケーションにある。山口論文では、今日の日本の環境は、米国と異なり債券への配分の割合が多く、株式と債券の相関関係が高い点にあり、金融機関はそうした性格を踏まえた上で対応することが重要になろう。山口論文に示される歴史的視点から見た議論は今日の超低金利環境だからこそ重要だ。

今日、金融機関は超低金利の環境を所与の現実と受け止めざるを得ない。過去30年以上にわたる金利低下の潮流の結果としての超低金利はそう簡単に転換しにくいだろう。ただし、超低金利を宿命として受け止めるだけでなく、金融機関の戦略として様々な工夫や進化の形も各論文で示されたことは心強い点である。今日のようなマイナス金利環境であるときこそ金融の情報生産活動そのものが重要であり、それこそが成長戦略として超低金利環境から脱する処方箋となるのかもしれない。