

長期国債のマイナス金利定着後の資金運用の方向性

2016年6月3日

りそな銀行 アセットマネジメント部
チーフ・マーケット・ストラテジスト 黒瀬浩一

1月29日に日銀がマイナス金利政策を導入したのを受けて金融市場ではかなりボラティリティーが高くなったが、その後は金融原理面、法制面、システム面、など多面的なメカニズムに対する理解が進んだことで、市場は落ち着きを取り戻しつつある。

他方、運用難に拍車がかかった資金運用の現場では、困惑が広がっている。資金運用難そのものは低金利下で長く続いていたが、10年国債金利にまでマイナス金利が広がったことで、資金運用難が異次元に入った感がある。

国債は、巨額の資金を運用する機関投資家のポートフォリオ構築において、主食にも例えられる中心的な商品だ。現時点では金利低下でキャピタル・ゲインが生じたこともあり、直ぐに大きな問題にはなっていない。しかし、国債が償還となりその代金を次にどこに振り向けるかを意思決定する時には、自動的に継続してマイナス金利の国債へ、とはならない可能性がある。投資家にはリスク許容度やポートフォリオ構築の方法論など様々なタイプがあるが、中には投資行動を大きく変える投資家も出るだろう。

基本的な方向性は、プラスの利回りを求めて、リスクの低い市場から高い市場への資金シフトだろう。それは、期間では短期から長期へ、その他のクレジットリスク、流動性リスク、為替リスク、価格変動リスク、その他すべてのリスクは低リスクから高リスクへのシフトだ。

現時点で想定される資金がシフトする先の主な金融商品とその市場の状況を概観する。

(1) 円建て債券

為替リスクを負わずにプラスの利回りが確保できる円建ての商品としては地方債、社債、サムライ債（円建ての社債や国際機関債）、転換社債、電力債などが残っている。ただし市場規模が小さく、プライシングの合理性（リスクに見合うプレミアムがつくかどうか）がやや疑問されている。そのため、国債から資金がシフトすれば、市場は短期間で飽和する可能性がある。

需要があれば供給が生まれる可能性がないわけではない。しかし、低金利でも資金需要が生じない状態が日本では長く続いている。供給増による市場規模の拡大は期待しにくい情勢だ。

期間を超長期に広げれば超長期国債の利回りはプラスだが、金利が急低下した後だけに警戒感も強い。

(2) ヘッジ付き外債

既に日本から米国へは巨額の国債投資の資金がシフトした。その過程でヘッジコストが発生するが、それでもプラスの利回りが確保できるため、今後も資金シフトが続く可能性が高い。

米国以外では、日本よりもマイナス金利の深いユーロ圏、デンマーク、スウェーデン、スイスはヘッジプレミアムが取れる場合もあるため、ドイツのように8年国債にまでマイナス金利が拡大している国を別とすれば、潜在的なニーズは強い可能性がある。

国債以外では、高利回りのインフラファンドの人気も高い。後述するように日本の上場インフラファンド市場の規模は小さいが、海外での市場規模は比較的大きい。また、投資適格および投資不適格の社債や国際機関債、リーマン・ショックの引き金となったものの、今では落ち着きを取り戻した欧米のモーゲージ債やその証券化商品を検討し始めた投資家は多いようだ。

(3) 絶対収益商品

株式投資は、パフォーマンスがインデックスの方向性に依存するためリスクが大きい。リスクを抑制しながら収益を追求するには、たとえば株式の買いポジションと売りポジションを同時に建てるロング・ショート戦略のファンドなど、絶対収益を目標とする商品へのニーズが強くなる可能性がある。また、債券運用商品のなかでもデリバティブ等を組み合わせた絶対収益追求型商品へのニーズも高まるであろう。これらは従来から低金利下の運用難の時代からオルタナティブとして位置づけられていた商品だ。

ただし、運用パフォーマンスが運用機関のスキルに依存すること、パフォーマンスの要因分解が難しいこと、などリスクプロファイル分析が難しく、無リスク資産の代表であった国債からの資金シフトが直ぐに進むとは考えにくい。オルタナティブの位置づけながら存在感を増す方向性になると考えられる。

(4) 国内物の円建てインフラファンド、リート

元本の価格変動リスクはあるものの、株式よりも配当が高く事業リスクの小さい商品としてインフラファンドとリートがあげられる。既にリートは私募、公募共に有力な受け皿となっている。ただ、公募のJリート市場でも直近の時価総額は12兆円しかない。インフラファンドは、私募の市場は存在するものの規模は小さい。公募は今年6月1日に第一号案件が初上場されたばかりだが、高利回りが人気を集めている。今後の国債からの資金シフトの受け皿となるには、共に市場規模の拡大が望まれる。

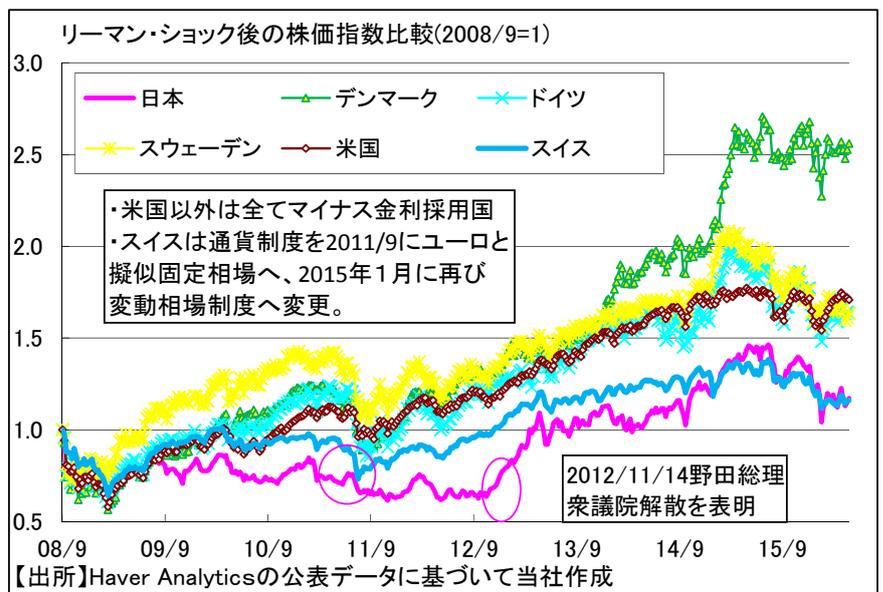
(5) 株式

株式市場は、巨大な国債市場からの資金シフトの受け皿として市場規模は大きいものの、価格変動リスクは高い。ただ、銘柄選択で、ベータが低く高配当の公益企業、食品企業、など工夫をすればリスクの抑制は可能だ。既にこうした企業に投資するファンドは、「低ボラ高配当ファンド」として知られており、上場ETFも存在する。今後は以前にもまして組成が増加する可能性がある。

また、もし国債から株式に大規模な資金シフトが発生すれば、バブルが発生する可能性はある。デンマークでは、日本よりも早くマイナス金利が導入され、足元は-1.25%と世界で最もマイナス金利が深い。株価はバブルの様相を帯びている。PERでみると、2013年は18倍だったものが直近では26倍にまで増加している。デンマークでは、預金にマイナス金利が適用されたこともあり、預金残高は急減している。したがって同時に貸出残高も減少している。預金から株式に資金がシフトとすれば、こうしたバブル的な現象が起きる可能性があるということであろう。

他方、同じマイナス金利採用国でもスウェーデン、ドイツ、スイスでは株価の状況は大きく異なる。中でも通貨高に苦しむスイスは他の3カ国とは大きく異なり、株価は冴えない動きとなっている。ある意味で日本と類似の状況だ。

全てが将来の日本でも起こりうるシナリオとして、想定しておくのが得策だろう。



(6) 不動産

不動産への投資は、間接的なら公募のリートで高い流動性を確保しつつ可能だ。だが直接的な不動産への投資は、流動性（換金性）の観点からは最もリスクの高い投資の一つと位置付けられる。従って、機関投資家にとってハードルは高い。ただし、個人投資家には税制優遇があるので、機関投資家とは全く異なるリスク・リターン特性となるため、バブルが生じやすい性質もある。この特性が良く出ているのがいくつかの欧州のマイナス金利採用国だ。

マイナス金利採用国の住宅価格を見ると、スウェーデンが突出している。貸出残高が減少したデンマークとは正反対にスウェーデンでは家計向けローンが前年比8%前後の高い伸びを示している。この資金が住宅市場にシフトして住宅価格を持ち上げた可能性が高い。ただ最近では、スウェーデン中央銀行がバブルの警告を何度も出した事が奏功したのか頭打ち傾向となっている。

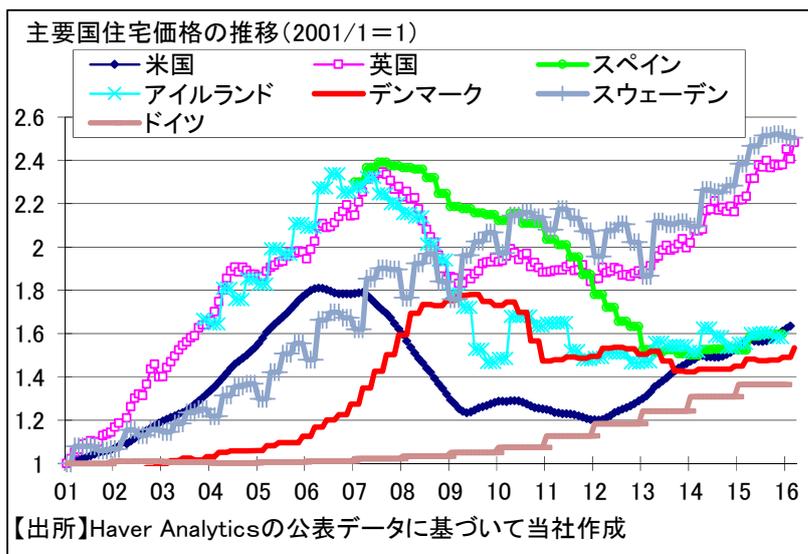
デンマークの住宅価格も一部で急騰し始めたようだ。OECDは5月10日にデンマークで住宅バブルが発生するリスクがあると警告を出した。一方、スペインやアイルランドでは落ち着いた推移となっている。

マイナス金利採用国の株式と同様、日本でも将来起こりうるシナリオとして、想定しておくのが得策だろう。

最後になったが、リスクについて触れておく。以上みたように、マイナス金利政策は運用資金を低リスク市場から高リスク市場へ焙り出す作用がある。つまり、金融市場でのプライシングが変化する。金融市場のプライシングの変化が実物経済の変化を反映するものであれば問題はない。しかし、そうでなければ、これはバブルということになる。運用のリスクを高めるのなら、リスク管理を同時に高度化する必要がある。

高度なリスク管理が既に導入されている機関投資家は金融市場のプライシングの変化に乗り遅れ、組織的なリスク管理体制を持たない個人投資家に過度なリスクが集中することには、注意が必要だろう。

以上



- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承ください。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。