

マイナス金利導入後の金融資産市場の変化

一二上季代司

一月末に日本銀行が「マイナス金利付き量的・質的金融緩和策」を導入して四カ月が経過した。今回の金融政策の意図は、日銀によれば、「日銀当座預金金利をマイナス化することでイールドカーブの起点を引き下げ、大規模な長期国債買入れと合わせて、金利全般に強い下押し圧力を加えることにある⁽¹⁾」とされる。金利全般のさらなる低下によって投資や融資の拡大を促し、二%の物価安定目標を早期に達成しようというわけである。

ところで、異次元金融緩和政策もすでに三年が経過したのだが、この間、変化があったとすれば、金利と為替および株価、つまり「金融資産価格」であって、「物価」水準ではなかった。これは日銀が働きかける対象が国債やETF等の買入れである以上、当然である。資産価格の変化が一般物価水準、したがって実物経済に波及する経路は間接的⁽²⁾であり、一義的ではない。

そして今回のマイナス金利は、その金融資産市場に対して、これまでとは異なった影響を与えたように思われる。今回の措置は、スイスやスウェーデン、デンマークなどの経験を踏まえて、日銀当座預金を三段階の階層構造すなわち①従来通りプラスの付利をする部分（「基礎残高」）、②金利ゼロにする部分（「マクロ加算残高」）、③マイナス金利にする部分（①+②を超える「政策金利残高」）に分け、マイナス金利を課す部分については限界的な増加部分に限定している。これは、これまでと違った未知の経験について、日銀がそれなりに工夫した点なのだろう。

(1)

つまり、マイナス金利が当座預金残高の全体にかからなくても、限界的な増加部分にかかれば、新しい取引によつて当座預金が増えることに伴うコストは〇・一%のマイナスになるため、金融市場ではそれを前提として金利や相場形成がなされる。またプラスの金利を付与する基礎残高部分はそのまま残るので、銀行収益へのダメージを和らげることになる。そういった配慮は認められるのである。

しかしながら、影響を受ける金融各業態は、証券業界、投信業界、保険業界、年金基金などにひろがり、銀行だけではなかつたのである。全般的な金利の下押しにともなう实体经济へのプラスの効果はまだみられないのだが、関係する各金融業態への影響は直ちにあらわれている。そこで、以下では、金融資産市場とりわけ証券市場に与えた変化を中心に、事実経過を整理してみよう。

1 短期金融市場の運用難

マイナス金利政策導入後、投資信託市場では運用対象の大きな変化が起きている。それはMMFの消滅である。短期国債の利回り急低下でMMFの元本割れリスクが高まり、運用会社が償還を決めたのである。すでに運用六社が償還に踏み切っており、年内には運用一〇社すべてが償還する予定である。こうして、一時は残高二〇兆円を超えたMMFは消失した。

また、マイナス金利の対象（「政策金利残高」）は、四月―五月積み期間において、一〇〜三〇兆円と予想されているが、これは各業態によつて大きな違いがあり、最も多いのは「信託銀行」と「ゆうちょ銀行」とされる。信託銀行は、証券業界から「顧客分別信託金³⁾」を受託している。加えて、投信業界からも運用財産の保管業務を受託している。投信運用財産の一部は解約資金として信託勘定に留置されているが、これらは、いままでも先の顧

客分別信託金ともども短期金融市場で運用されていたのである。ところが、急激な利回り低下によって取引そのものが激減し、やむなく日銀当座預金に預けられたのである。この部分について、マイナス金利が適用されるため、信託銀行は「手数料」として証券界や投信業界に転嫁しようとしている。なお、MRF⁽⁴⁾については証券界の決済性資金であるとの理由で、特例措置が採られ、受託残高に相当する部分につき四月積み期より金利ゼロ適用の「マクロ加算残高」に繰り入れられることになった。⁽⁵⁾

2 長期公社債市場の運用難

マイナス金利が導入されて、国債市場の取引は減少している。これまでは国債の売却代金を日銀当座預金に入金すれば、〇・一%の金利が付与されたが、今度は逆にマイナス金利が課せられるので、売ろうとしないのではない。売り物が出ない市場は成り立たない。国債市場の取引主体は新規発行国債の入札後すぐに高値で日銀に転売する短期筋に限られるようになっており、国債市場における長期の運用資金は細まっているように思われる。

国債発行残高は、四月末時点で約一〇五〇兆円だが、このうち日銀三五九兆円、預金取扱機関二二九兆円、保険会社一九七兆円、年金八五兆円、合計八六〇兆円となり、これで八割以上を占める。異次元緩和直前と比べ日銀保有国債は二三四兆円も増え、三倍弱となっている。他方、この一年間で預金取扱機関は四三兆円、保険会社二兆円、年金六兆円それぞれ保有残高を減らしている。金融機関は担保として利用する一定額の国債については売却できないことを勘案すると、いわば「浮動」玉が少なくなっており、流動性に困難が生じる段階に近づいている。

他方、民間社債市場の売買も極端に少なくなっている。二〇一四年度は三二・二兆円であったが、一五年度は

二〇・六兆円へ六割の水準に落ち込んでいる。今年度四月に入ってからにはさらに落ち込みが激しい（日本証券業協会「公社債種類別店頭売買高」）。民間社債の理論価格は、ベンチマークとなる国債流通利回りに信用リスクプレミアムを加算して決まるが、先にみたようにベンチマークとなる国債流通利回りそのものが、信頼性を失うようになると、社債価格についても妥当な価格発見が困難になる。それが因となって長期性資金が入ってこなくなればますます流動性が低下し、悪循環になる恐れも出てくるだろう。

3 長期性資金の投資対象

それでは、長期性の運用資金は、どこに向かおうとしているのだろうか。たとえば生命保険最大の日本生命（一般勘定）の二〇一四年度と一五年度の資産構成を比較してみると、資産総額六一兆円（うち保有有価証券四八・八兆円）から六二兆円（同五〇・一兆円）へ一兆円（同一・三兆円）の増加、そのうち①国債保有額一八・五兆円→一九・六兆円（一・一兆円増加）、②外国債券二兆円→二三・四兆円（一・四兆円増加）、③国内株式九兆円→八・一兆円（〇・九兆円減少）となっている。また、保有国債の満期別内訳をみると、三年未満は一・一兆円から〇・九兆円へ二千億円の減少、これに対し七年超は一六兆円から一七兆円へ一兆円の増加となっている。

つまり、長期性の資金は国債についてはさらに満期構成を長期化させて流動性リスクプレミアムを、また外債保有額の増加にみるように信用リスクプレミアムを取ろうとしている。これはマイナス金利で運用難に陥った投資家がさらにリスクを取ることで利回り向上に努めようとする兆候といえる。⁶⁾これに関連して、証券化商品の組成も増えていることが注目される。

日本証券業協会によると、わが国の証券化市場残高は、新規発行金額の増加を反映して増加しており、一七・六兆円となった。このうちR M B S（住宅ローン担保証券）が一五・一兆円と残高の八六％を占めており、住宅金融支援機構（旧住宅金融公庫）の組成・発行する「機構債」が一・七兆円と全体の六七％を占める。機構債のデフォルト率は極めて低く、その利回りは、一〇年国債利回りに〇・四％上乗せした水準で、現状、〇・三％程度であり、妙味のある水準といわれる（『日経ヴェリタス』五月二六日）。もともと、この残高規模では、生保や地方銀行等の運用難を解消することは難しいだろう。

4 投信の商品構成

他方、個人の長期性資金の運用対象となる投資信託ではどのような変化が起こっているのだろうか。

先にみたように短期性投信のM M Fは事実上、消滅状態である。

長期性投信の資金流入の状況をみると、ハイイールド投信（低格付け債投信）からの資金流出が一四年八月から一六年三月までの二〇カ月続いております、合計一・一兆円の流出をみている。組み入れ銘柄が欧米のエネルギ―関連企業の低格付け債（ダブルB格以下）が多く、原油低迷でパフォーマンス悪化が懸念されたことが背景にある。

また、最大の商品であった毎月分配型投信の純資産残高も昨年五月をピーク（四三兆円）に減り始め、四月末現在三五兆円と八兆円の減少となっている。⁽⁸⁾これは解約が設定額を超過したというよりも、分配金を構成する「特別分配金」すなわち元本払戻金が増えたためである。その原因は、主として予想分配金を払うためには「普通分配金」だけでは足らずより多くの元本を取り崩す必要があったこと、要するに運用難のためであろう。

これに代わって増えているのはREITである。不動産投資法人の純資産高は、公募七・六兆円、私募一兆円であるが（二〇一六年三月末）、一年前と比べそれぞれ〇・八兆円、〇・三兆円増えているのである。不動産投資法人は負債を利用するため、マイナス金利政策により支払金利が減少し、組み入れ不動産の鑑定評価も上昇するという二重のメリットがあるために資金を引き付けているのである。

5 おわりに

マイナス金利は短期性および長期性資金の動きにかなり大きなインパクトを与えている。ようするに運用難をさらに強める結果となっているのだが、それは銀行や証券会社等の関係各業態のビジネスにどのような影響をもたらすのであろうか。

ビジネス上、最も大きな影響を受けると思われるのは地銀をはじめとする地域銀行である。預貸金業務への依存度はメガバンク以上に高く、その収益性への直接のインパクトはより大きいと思われるからである。また長期的にみても地方の人口減少や海外への生産移転による空洞化で県内の預貸金業務だけでは成り立たなくなるといふ懸念がある。共同出資の資産運用会社設立の動きがみられるのは、顧客のためというより自行の資金運用のためであろう。

もちろんメガバンクも地銀ほどではないとしても、同様だろう。ここにきて傘下の資産運用子会社や証券子会社の統合に乗り出したのも、本業以外の証券・資産運用などの業務に本腰を入れる必要を感じているからである。

他方、わが証券界はどうか。資産運用サービスは本業そのものであるが、他業態からの参入もあり、さらにフ

ロントエアを拡大する必要があるだろう。

ここきて資産運用サービスにおいて努力の方向が向けられているのは、低コスト化、大衆化のように思われる。改正確定年金法が五月下旬に成立し、個人型確定拠出年金（DC）は主婦や公務員も利用できるようになった。これまで個人型DCは自営業者や企業年金の無い企業の従業員にも利用可能ではあったが利用者はわずか二六万人に過ぎなかった。それは一言で言って、業者としてはあまりに小口であるがために「ペイ」しないからであつた。これを推進するためには管理手数料を抑え、DC組み入れ用投信の信託報酬ももっと引き下げる必要がある。しかし利用可能層が広がり、スケールメリットを追求できる将来がみえてきた今、細かいビジネスではあるが、損益分岐点を下げる工夫を模索する必要がある。

同様にまた、ラップ口座においてもロボ・アドバイザーなど低コストの一任契約サービスが登場し始めている。ラップ口座自体が、年金基金の運用や富裕層向けの一任運用を大衆化したものであるが、さらに大衆化、小口化を進めるためには、低コストを可能にするビジネスモデルが必要なのだろう。金融商品仲介業やバックオフィスのアウトソーシングなど、道具立てでは以前よりも多くなっている。低コスト化、小口化、大衆化を可能にするビジネスモデルの模索が今後も続けられるだろう。

注

(1) 日本銀行「マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入」二〇一六年一月二九日。

(2) 実物経済への波及経路としては、①株高→消費増大（資産効果）、②円安→輸入物価上昇、輸出拡大、③金利低下・株価などの証券価格上昇→資本コスト低下→投資拡大などが考えられるが、いまのところ設備投資、個人消費の拡大の

動きは弱いままである。

- (3) 三月末現在、日本証券業協会員二五一社合計で四兆一六〇億円の残高である（日本証券業協会「全国証券会社主要勘定」）。
- (4) 四月末現在、運用八社ベースで一〇兆一六〇億円の残高である（投資信託協会「統計資料」より）。
- (5) 日本銀行『補完当座預金制度基本要領』の一部改正等について「二〇一五年三月一五日」。
- (6) これはマイナス金利政策を採用した国々でするに顕現化している兆候である（The World Bank, "Negative interest rates in Europe: A Glance at Their Causes and Implications", *GLOBAL ECONOMIC PROSPECTS*, JUNE 2015.）。
- (7) 日本証券業協会『証券化市場の残高調査のとりまとめ』二〇一六年五月三一日。
- (8) 以上は投資信託協会『統計資料』による。

（にかみ きよし・大阪研究所長）