

今後の日本経済と株式投資リターン

—アベノミクスの効果を中心に—

米澤康博

はじめに

ただいま紹介にあずかりました早稲田大学の米澤です。よろしくお願いいたします。

大学院を出て最初のころは証券経済研究所の研究員で、そこで大変お世話になりました。今でもそうなんですけれども、大学院を出てすぐ、就職が厳しいものなのです、筑波大学に着任するまでの間、そのころありました証券経済研究所の計測室というところに、非常勤の時代も含めまして五年

間ぐらいお世話になりました。振り返ってみると、そのときが一番自由に研究できたという記憶がございます。そのころとこのビルと全く同じなので、このビルも相当年期が入っているというか、私が着任したころは、この界限では本当に立派な、がちりとしたビルでしたけれども、それからもう三〇年ぐらい経っていますので、そろそろ建て替えなくてはいけないのではないかと勝手に思っております。

それはともかくとして、今日は、「今後の日本経済と株式投資リターン—アベノミクスの効果を

中心に—」という大層なタイトルでもって、約一時間半、私の考えを説明させていただきたいと思っております。どのぐらい説得力があるかわかりませんが、こんな考え方もあるのかという程度でお聞きいただければ幸いです。

御存知のように、アベノミクスで去年の年末あたりから株価が大きく上昇し、今年に入りました。今年度に入ってから乱高下はありましたが、それ以前に比べると非常に高い水準を維持しておりますし、政権が替わったこともあって、それまでの閉塞感は大分払拭されたのではないかと考えております。

今日は、アベノミクスの効果等に関して、正面から議論させていただくというよりは、少し焦点を絞りました。円安になったということを出発点にして、円高から円安の局面になったことが株式市場にどう影響を与えるのか、もう少し広く、金

融市場にどう影響を与えるのか、そのところを、非常に簡単な、教科書的なモデルに従って説明を試みようというのが趣旨です。ですから、アベノミクスでこういう効果があつて円安になったということについて必要最低限は触れますけれども、むしろ、七〇円台から一〇〇円近くまで円が安くなった、その効果が金融市場、とりわけ株式市場にどう影響を与えたのか、それから、今後一〇〇円前後が維持できるとすれば、株式の価格というよりは、リターンがどの程度生じるのかといったところを簡単に見ておこうということ。これが全体の八割です。残りの二割は、それをサポートするような目的で行われています有識者会議の途中経過を少しお知らせしようと思えます。

一、円安が金融・株式市場に与える影響

——モデルによる説明——

(アベノミクスで金融市場は変わるか?)

アベノミクスとは、我が国の金融を大幅に緩和し、期待物価上昇を醸成して、日本の期待実質金利をアメリカに比べて低くし、円の魅力をドルの魅力に比して相対的に下げることによって円安を招いたというのが教科書的な理解です(文末添付資料2ページ参照)。特にこの考え方を鮮明にあらわしているのが岩田規久男さんです。何冊か本を読みました。どこでも大体同じことが書いてあって、こういうことが中心になっています。

ポイントとしては、期待物価上昇率を上げれば、名目金利はゼロ以下にはなりやうがないの

で、そのところは底を打っていても、期待物価上昇率を高目にすれば、ゼロあたりの名目から期待上昇率を引いたものが期待実質金利になるので、それを下げることができる。インフレであれば低いですが、デフレなので名目金利に足すわけです。ですから、それをやる前は、日本の実質金利は意外と高かった。アメリカは、リーマンショック後、名目金利を大分下げて、加えて、ほどのインフレがありましたので、むしろアメリカのほうが実質金利はゼロないしはマイナスになっている。その瞬間をとってみると日本のほうが高いということで、円が買われて、円がしっかりしているというのは、経済学者から見ればそんなに不思議なことではありません。

そこに加えて、特に浜田先生が強調しているのは、円高の効果、円安の効果、両方あると言うけれども、今の日本の構造を見ると、円安にこした

ことはない。円安のほうがはるかにいいことが多いので、積極的に円安にしましょう。となれば、実質金利を下げるのは、今言ったように期待物価上昇率を上げるしかない、そこで大幅な金融の緩和を行う必要がある、そういう位置づけで私も理解しております。

私は国際金融が専門ではありませんが、マネーを出し過ぎた国のほうがインフレになって為替が安くなるというのが、一番簡単な理解です。為替ですから、相対的な問題があるので、アメリカのマネーと日本のマネー、どちらが出ていたかということになります。出ていたほうが、インフレが生じて為替が安くなるというわけですが、御存知のように、アメリカはリーマンショックがあったので、その回復のために金融を物すごく緩和しました。リーマンショックの直後は、日本では、金融機関はいろんな経験をして非常に強くなったの

で、そんなに金融を緩和する必要はなかった。金融機関は非常に健全だったので、マネーをそんなに出す必要はなかった。それはそれでよかったわけですが、気が付いてみたら、アメリカがマネーを出して、日本はタイトだったので、その結果、円が高くなってしまった。円高は日本経済にとつては非常につらいものがあるので、向こうが緩めるのであれば、こちらも緩めて円安に持つていくしかない。そこから、期待物価上昇率というルートで円安に誘導してきたということかと理解しております。

アベノミクスの波及効果の真偽については議論の余地があるかもしれませんが、円安にはありません。ただ、今日はそこがメインテーマではありません。むしろ見たいのは、株式のリターンはそれによって高まったわけですが、今後も高まるかどうかという点です。

さらに、デフレが解消するかどうか（資料3ページ）。それから、これは中心的な目標にはなっていませんが、資産運用等にかかわる人にとっては、金利の動向がどうなるかということは非常に重要なことですし、これに関しては両論あるかと思えます。実際にアベノミクスで最初に乱高下したのは金利ですので、金利の動向も簡単に見ておければと思います。そして、金利がわかれば、その差として、リスク・プレミアムはどうなるだろうかということも見ておきたいと思えます。

（マクロ経済と金融市場）

やり方としましては、ここでは、自分の頭を整理するためにもシンプルなモデルをつくりました。それによって、為替が幾らになっただろうかということでも簡単な比較をしていきたいと思

います（資料4ページ）。その際、金利に対する影響や、株式は本来、日経平均が幾らになるかというのが関心事かもしれませんが、そこを言うのは難しいので、年率で何%ぐらいの収益率が見込めるのか、つまり、リターンがどうなるのかということで見ていきたいと思えます。それによって、アベノミクスを評価するというのはちよつと言い過ぎかもしれませんが、まとめていきたいと考えております。

（考え方）

簡単に考え方をお話ししたいと思います（資料6ページ）。我々経済屋は、需要曲線と供給曲線が交わって価格が決まるというようなスタイルをとるのですが、ここでは、横軸で実質GDP成長率がどのくらいになるのか、縦軸では金利、具体的には国債の利回りがどのくらいになるのか、二

次の平面で見ておこうと思います。そのときに、資本の供給と資本の需要があつて、交点で均衡する。縦軸で見れば金利が決まり、横軸で見れば実質GDP成長率が決まってくるというような考え方を背景に持っています。

これはケインズ型のモデルなのか、新古典派型のモデルなのかと言われると、学説にきちっと従っているわけではなくて、ややケインズ型に近いかなという程度です。何かアカデミックにどこかのモデルを持ってきたわけではないことを最初にお断りしておきたいと思えます。むしろ、この後ご紹介します実際のデータから、経験的にこんなようなことが言えるのではないだろうかというところを組み立てて説明していきたいと思えます。

(Simple マクロ経済モデル)

どのような変数が登場してくるかといいますと(資料5ページ)、一番重要な変数は為替レートです。具体的には円・ドルレートで、一〇〇円だったら一〇〇、九〇円だったら九〇というふうに、変化率ではなく生の数字が入ってきていると御理解ください。

国債利回りは代表的な金利ということで、残存期間一〇年ぐらいの国債利回りを想定しています。

GDP成長率は、実質ベースのGDP成長率です。

ROEは、リターン・オン・エクイティということなので、具体的には、東証一部の上場銘柄の平均的の自己資本の利回りをあらわしています。

これは、自己資本に対して税引き後利益がどのくらい上がってくるかという意味でのROEですの

で、株式のリターンと非常に密接にかかわってきます。

賃金上昇率は、普通の意味の賃金上昇率で、ボーナスも入れた全体の賃金上昇率を捉まえておられます。

物価に関する変数は、消費者物価とGDPデフレータの両方を出しています。

最後に、TOPIXの期待収益率です。これが株式投資リターンの具体的な指標となります。

これら七本で見ておこうということです。

先ほどの右上がりの資本の供給というのはどの式になってくるかというと、二本目の(1)式と四本目の(1')式、この二つを合わせたものです。最初の(1)式で、賃金上昇率は右の説明変数に入ってきています。その賃金上昇率を受けて、四本目の式のような格好で決まってくるというのが(1')式なので、賃金上昇率のところには下の(1')式を入れたもの

が先ほどのグラフの右上がりの直線になるというふうにお考えください。これは、国民の貯蓄がどう決まってくるかということを見ていって、そういうことで想定していただいていた方がいいかと思えます。貯蓄としてどのぐらい供給するのか。貯蓄というのは資本に供給するわけですから、そういうものがどのように決まってくるのかということを見ている式ということでご覧ください。

他方、(2)式が資本の需要のほうです。これは、強いて言うと、設備投資がどう決まってくるか、それに伴って実質GDP成長率がどう決まってくるかというようなことをあらわしている式です。少し見にくいですが、右辺のほうで(ROE—国債利回り)ということなので、この差が大きくなれば、それだけ設備投資が有利になる。国債利回りが資金コストに相当すれば、それをROEがどのぐらい上回るかというのが結局のところ設備投

資の魅力度になって、それが高まれば実質GDP成長率も高くなるというのが背景にあります。それに加えて、為替レートも円安になればGDPの成長率をより促進させるということで、資本の需要は右下がりのような格好になるということです。

(マクロ経済モデル上での各変数間の関係)

全体のストラクチャーを簡単なチャートであらわすと、こんなイメージになります(資料7ページ)。

当面の関心事は金利と株式のリターン(TOPIX期待収益率)ですけれども、これらはどう決まるか。外から与える一番の変数は為替レートです。本来は、これがどう決まるかをより大きなマクロモデルでやらなくてはいけないのですが、それはちょっと大変ですし、私の能力を超えていま

すので、ここが八〇円だったら、九〇円だったら、ないしはアベノミクスの効果で一〇〇円だったら、ないしはもっと円安になったらということ、外生的といえますけれども、外から与えたときに、これらTOPIXや金利の値がどう決まってくるかということを見ておこうと。その際に、先ほどの体系でもって見ていこうというのが全体の考え方です。正確には、為替レート以外に、国債増加率ということで、国債の発行がどのぐらいになるのかとか、配当利回りも技術的に外から与えましたけれども、こういうのも為替レートと並んで外から与えたときに、それ以外の変数がどう決まってくるか見ていく。それらが先ほどの式であらわされているということになります。

(モデルによるケース・スタディー結果)

① ケース・スタディー(標準型)

先ほどのモデルに関して、どのような答えが出てくるのか、まず最初に説明します。

これ(資料8ページ)はケース・スタディーの標準形ということで、為替レートは一〇〇円、国債増加率は年率二%、配当利回りは年率一・三%、こういう数字を外から与えました。そのときにどんな数字が導かれるかというのが、以下、ROEから賃金上昇率までの数字です。この後の比較のために、為替レートが一〇〇円、ここが標準としての基準です。アベノミクスの効果が円安という形で出ているけれども、このもとではどのぐらいの数字が出てくるのか、改めて見てみました。

まず、ROEですが、これは年率三・四%という数字が出てきています。急に三・四%と言われ

ても、今までの全体のトレンドの中ではどうかと思われるかもしれませんが、ここではとりあえず三・四%という数字が計算できます。

実質GDP成長率は、一・五%という極めて低い数字が出てきております。直近の数字ですと三%ぐらいでしょうか。しかし、ここではその半分以下の一・五%ということです。

TOPIX期待収益率は年率五・六%ということとで、これはかなり高い数字がはじかれております。

次に、GDPのデフレータです。一番広いレベルで物価を捉えたときの物価上昇率がどうなっているかというところ、マイナス〇・八%ということとで、インフレかデフレかと言うと、ややデフレという数字が出てきております。

そして、実質GDP成長率にデフレータを足し込んだもの、デフレータはマイナスですから引い

たものになりますけれども、名目GDP成長率は年率〇・七％ということになります。このときの名目金利（国債利回り）は、二・四％という数字になっております。

恐らくアベノミクスで一番の関心事であろう物価上昇率、その場合には消費者物価だと思えますが、ここでは〇・一％です。これが二％云々という話で議論されるわけですが、〇・一％というところでほとんどゼロ。デフレータのほうを見ても〇・何％ですので、両者ともゼロ近傍という理解でよいかと思えます。

賃金上昇率も、一応プラスになっていますが、プラスといってもほとんどゼロという数字が出てきております。

特に何か恣意的な作業を施さずに簡単に計算しますと、こういう数字が出てきています。

多少コメントさせていただきますと、実質GDP

P成長率一・五％というのは、足元を見ると随分低いということ、実際に低い数字しか出てきていないということです。それに対して、名目金利（国債利回り）が二・四％というのは、どこの国の金利かと思われるぐらい非常に高い数字です。今、一〇年の国債の金利ですと、御存知のように一％ないわけですし、三〇年のスワップレートをとっても、2％弱ぐらいの数字かと思いますが、非常に高目に出てきてしまっています。

物価上昇率は、私も足元を確認してないのですけれども、ようやくゼロを脱しつつあるということ、この辺の状況に近いのかなという感じがします。賃金上昇率は、まだマイナスではないかと思っております。金利が非常に高くなってきたらというの、一つの欠点なのかもしれません。

そのせいかどうかわかりませんが、TOPIX期待収益率が五・六％ということで、後ほどもう

一度説明しますけれども、これは非常に高い数字です。この差を「リスク・プレミアム」と呼びますが、簡単に計算しますと、三%以上のリスク・プレミアムがあるということです。過去、いろんな局面があるのですけれども、リーマンショックのような非常に特殊なときを除けば、三%というのは非常にいい数字かと思えます。何と云っても、金利が高いもとでそこに三%を足していますので、T O P I X期待収益率も高くなっているのではないかと思っております。

どうして金利がこんなに高くなっているのかというと、いろんな理由があるかと思えます。国債が金利を高めていることについては後ほど説明しますが、ここでは国債の残高で説明していますので、今のように日銀が大幅に国債を買っている場合にはもう少し違った数字を入れる必要があるのかもかもしれません。ただ、ここではそれを考慮して

いないので、こういう数字が出てくるのは当然かと思えます。

② ケース・スタディー(円安)

参考までに、一二〇円という円安になるとどうなるか(資料9ページ)。国債増加率や配当利回りは同じ数字を置いておきます。そうしますと、先ほどのケースよりは、経済としてはもう少し活力のある数字が出てきます。実質GDP成長率は二・二%。何とT O P I X期待収益率は八・二%です。名目金利もさらに上がって三・一%ということになります。

ただ、この場合でも、C P I上昇率は、多少高まりますけれども、〇・五%ということで、とても二%という数字にはなっていません。ですから、為替を大きく円安にすれば、それなりにより高い成長率が生じますけれども、残念ながら、物

価の上昇率はとも二％には達しないのではないだろうかということです。

③ ケース・スタディー（国債増加）

次のケースは、国債が増加した場合です（資料10ページ）。国債増加率のところだけ、二％を四％にしております。

これはどこにはね返るかといいますと、名目金利です。二・四％だったものが二・六％ということで、思ったほど上がりませんが、少し上がります。金利が上がると、ROEから金利を引いた設備投資の魅力が下がりますので、実質GDP成長率が抑制される。といっても一・四％ですから、そんなに大したことではないのですが、少し抑圧的になります。

ただ、この場合も、金融がパニックになるということは全く想定していなくて、金融システムが

うまくワークしているもとの国債の増加を想定していますので、ギリシャのように金利は高くなっていないということがおわかりになるかと思えます。

④ ケース・スタディー（生産性上昇）

ROEは、企業の生産性ないしは株式のファンダメンタルになる指標で、それはモデルの中で決まってくる変数ですけれども、少し高いレベルで無理やり外から与えてみます（資料11ページ）。先ほどは、為替レートが一〇〇円のときにROEは三・四％でしたが、ここでは、ROEが四％になるとどうなるかということで考えてみます。これは企業の生産性が高まったという状況を裏で想定していますが、その分、実質GDP成長率も高くなりますし、TOPIX期待収益率も若干高くなって六・四％。物価の上昇率は前と全く同じレ

ベルで、賃金上昇率がわずかに上がる程度ということになるかと思えます。

シミュレーションと言えるかどうかわかりませんが、結果はこのような格好になっております。

(バックグラウンドになっている経済状況)

① リスク・プレミアム

順番が逆かもしれませんが、先ほどの七つの式を求めたときのバックグラウンドになっている経済状況を教科書におさらいしてみようというの、この後、幾つか出てくるグラフです。

先ほどリスク・プレミアムは三%ぐらいと言いましたが、一九八〇年ぐらいから日本の株式市場、これはTOPIXを見ているのですけれども、リスク・プレミアムはどうなっていたかというのを見たのがこのグラフです(資料12ページ)。

TOPIXの配当込みのデータを株式投資収益率として、そこから一〇年物の国債の利率を引いたものが濃い色の線です。大きくギザギザ動いているのがおわかりになるかと思えます。

縦軸は無名数ですが、バブルの一九八七ごろは、リスク・プレミアムが〇・四、すなわち年率四〇%という高い数字になっていました。そこをピークとして、その前後も高いリスク・プレミアムを得て、その後、一九九〇年からいわゆる暴落と以降の乱高下が発生したので、そこがのこぎりの刃のような格好であらわされているということです。

通常、リスク・プレミアムはプラスです。だからこそ、皆さん株式を買ってくれるというのが教科書的ですけれども、一九九〇年以降を見ますと、本当にプラスになっているでしょうか。平均値を計算すればいいのですが、ゼロぐらいではな

いかと思っております。最近ですと、リーマンショック前の二〇〇三年、二〇〇四年あたりの比較的円安のときに非常に高いリターンを得ておりますけれども、それ以降はプラス・マイナスのところを行き来しているというような状況です。

もう少しリスク・プレミアムを詳細かにとつてみたのが薄い色の線です。TOPIXの配当込み収益率は濃い色のほうと同じですけれども、そこから債券の収益率を引きました。NOMURA—BPI総合指数というものがあります。これは正確に言いますと、大半は国債ですが、社債等も含めたオール債券の収益率です。利回りではなく収益率をつくって、それをTOPIX期待収益率から引いたものがこの薄い色の線です。さらに、月次のデータから起こしたため、ここに描きますとより細かくなってしまうので、移動平均をしています。それで少し滑らかになっております。

運用の世界の人ですと、むしろ薄い色の線のほうが、ないしは現場で用いられているのではないかと思います。

移動平均したので、少しタイムラグがあるような格好で動いていますが、さらに重要な点は、一九九二年から二〇〇五年ぐらいまで、長きにわたってリスク・プレミアムがマイナスだったということですので。要するに、この期間、株式に投資したよりは、振り返ってみたら、債券で運用していたほうがよかったという状況になっているわけです。二〇〇四、五年からプラスになったところを入れても、バブル崩壊後ではプラスになりません。ですから、一九九〇年ぐらいからアベノミクスの直前までを測ると、この二〇年間、株式で運用するより債券で運用していたほうが、リスクも少ない、リターンもよかったです。相対的な言葉で言

えば、株式はハイリスク・ローリターンだったと
いうことをこの数字は示しています。

② ROEと為替レート

あとは、先ほどの式をもう一回確認するための
グラフですので、簡単に説明したいと思います。

資料13ページでは、企業のROE、株式のリ
ターンのベースになるファンダメンタルズがどう
いうふうに動いてきたかというのが「ROE」の
線で、東証一部のリターン・オン・エクイティで
す。本来でしたら、これに相当して株価のリター
ンがついてきても不思議ではありません。御記憶
があるかと思いますが、バブル崩壊後も実体面は
もう少しよかったです。一九九一年、一九九二年ぐら
いまでは高いレベルが続いていましたが、それ以
降は大幅に低下して今に至っています。

何によってその変化が規定されるかという点、

やはりそれは円・ドルレートだろうということ
で、「円・ドル相場 銀行間直物 中心値」のグ
ラフであらわれました。バブルになり、バブルが
崩壊したということはもちろんありますけれど
も、より企業の効率性を規定していったのはやは
り為替レートだろうと思います。プラザ合意の
後、実に一〇〇円ぐらいの円高があつたわけ
です。よくこんな円高を一国として耐え切れたと思
うぐらいの円高で、多少のタイムラグはあります
けれども、その後、それと同一ような格好でRO
Eが下がっているということがおわかりになるか
と思います。九〇年代半ばごろになりますと、不
良債権など金融システムの問題がありますので、
貸し渋りといったことで、ROEレベルでもさら
にマイナスになってくるということがおわかりに
なるかと思えます。

他方、一点だけ注意していただきたいのは、二

〇〇四、五年から今に至るまで、急速に日本の企業はROEが回復しています。途中、二〇〇八年、二〇〇九年あたりでガクッと下がっているのはリーマンショックです。その一、二年を除いたとすれば、二〇〇四、五年から急速な割合で日本のROEは回復しています。これは一つの事実認識として御理解いただければと思います。

式のところはダミー変数というのを入れましたけれども、ここで様子が変わったという事で入れています。なぜここで急速にROEが高まったかについては、思い当たる節はあるのですけれども、なかなかうまく説明できない点もあります。企業が、過剰資産、過剰負債、過剰雇用をようやく整理し終えたのがこのころで、為替の介入も功を奏して円安になったということだと思えます。それから、コーポレートガバナンスで株主の力が強くなってきたのも、ちょうどこのころから

かと思えます。同時に、裏で何があったかというと、海外に工場を移転するといったことで、それは企業の利益に連結で入ってきますので、それらを総合して、日本企業は、ROEのレベル、効率性のレベルでは非常に復活したというのが二〇〇四、五年から今に至ることではないかと思えます。

③ 国債利回りと賃金上昇率

次は、国債利回りと賃金上昇率です（資料14ページ）。国債利回りがこれだけ大幅に低下した根本的な理由の一つは、ROEが下がったということです。東証一部ですので、日本全体の企業の生産性が下がれば金利も下がるといのが背景にあります。同時に、賃金が下がると、先行きに不安を感じて貯蓄に走ります。そうすると金利が下がるという面もあるので、この二つの変数でグラ

フ化してみました。

金利は大幅に低下して、今は1%ぐらいになっているかと思いますが、それ以上に問題なのは、賃金の伸び率が一九九八年ごろからマイナスになって、多少プラスのときはありますけれども、大きく低下して今に至っているということがおわかりになるかと思えます。

先ほどのグラフで見たとおり、二〇〇四年から企業のROEは上がっていますが、賃金は逆に大きく下がっています。その理由としては、コーポレートガバナンスで株主の力が非常に強くなったことが一点。それとともに、企業が円高も含めて海外に移転していったことが挙げられます。それによって何が起ころるかという点、国内の工場がなくなる。そうすると、国内で失業が生じるわけですね。したがって、企業自体の利益は上がるけれども、賃金は大幅に下がるということになるかと思

います。実際に労働分配率などを見ても、このころは循環的な部分を調整したとしても下がっており、資本の分配率は上がっているというのが現在の状況です。

④ 国債増加率と国債利回り、ROE

これは金利とROEとの関係です（資料15ページ）。ROEから金利を引いたものが資本の魅力度で、それが経済成長を生むドライバーです。ROEの折れ線グラフが国債利回りの折れ線グラフを上回れば、それだけ成長の魅力度があるということになります。バブルのころは両方の水準が高いので、はっきりしたことはわかりにくいかもしれませんが、ROEのほうが国債利回りよりも高まっていましたので、ここのところは、バブルだけではなく、成長の要因もあつたのではないかと思います。二〇〇四年ぐらいからはROE

が非常に高まっているのですが、残念ながら、ここでは国内の設備投資はそんなに促進されなかったということ、海外のほうに工場が移って、海外への直接投資がふえた時期ではないかと思えます。

もう一点、ここでご覧になっていただきたいのは、一九九九年から二〇〇四、五年あたりです。この時期はROEがマイナスになるぐらい下がっているのに対して、国債利回りは余り下がっていません。もちろん、金利ですからゼロ以下にはないのですけれども、もっと下がっていいはずなのに下がってなくて、その結果、逆転してしまっているという現象です。

では、国債増加率、残高はどのぐらいふえているのかというのが棒グラフです。国債残高の伸び率なので、左のほうも非常に高い数字になっています。国債を発行し始めたところは、もとの数字が

非常に少ないところからスタートしたので、大量に発行すると非常に高い伸び率になってしまいました。それが八〇年代前半です。その時期を経て、バブルのときはほとんど国債を発行する必要はなく、むしろ償還のほうが多かったので低い数値になっています。その後、バブルが崩壊して、また国債がたくさん発行されたわけですが、逆転している一九九〇年から二〇〇四、五年ぐらいまでは、国債が非常に多く発行されていて、私の言葉で言うと、このころはクラウディング・アウトの現象が起きていて、本来であればもっと下がっていいはずの金利が高止まっていたということではないかと思えます。

全期間において日本の国債金利は非常に低かったのですが、どこでクラウディング・アウトが起きているのかと思われるかもしれませんが、細かく見ていくと、あの時期、もっと下がっていてよかつ

たのではないだろうかという意味では、やはりクラウディング・アウトは避けて通れないのではないかと思います。

⑤ 実質GDP成長率とROEスプレッド

ROEから国債利回りを引いた設備投資の魅力度、それがもう一本のグラフで示した実質GDP成長率とうまく相関しているかを見ていったのがこの図表です(資料16ページ)。

幾つか細かい点がありますけれども、ほぼ同じように動いているのがおわかりになるのではないかと思います。ただし、二〇〇五年ぐらいからROEマイナス国債利回りの曲線は非常に高い水準を行って、日本の実質GDP成長率もずっと高くなっていいはずなのに、高くなっていません。つまり、国内での設備投資がなくて、GDP成長率が抑制されているということを如実に物語っている

るのではないかということです。そこまでは二本の曲線が平行移動的に動いていましたが、その辺から、動き方は似ていますけれども逆転しています。言いかえますと、企業のROE自体は非常にいいのですが、国内への設備投資が少なくて、実際には思ったほどGDPの成長が起きない。同時に賃金も伸びていないというのが今に至っている状況ではないかと思っています。

⑥ GDP成長率と為替レート

これは、名目及び実質のGDP成長率と為替レートです(資料17ページ)。二本のGDPの折れ線グラフの差がデフレータになるわけですが、さすがにほぼ同じように動いているかと思えます。それに為替レートの動きを加えますと、円高というのは、成長率自体に対してもマイナスの効果を与えているということがおわかりになるか

と思います。

⑦ 実質GDP成長率と賃金上昇率

これは、実質GDP成長率と賃金上昇率です（資料18ページ）。動き方は似ていますが、二〇〇〇年ぐらいから賃金の伸び率は大分下のほうにシフトしていることがおわかりになるかと思いません。

⑧ GDPデフレータと為替レート

物価は何によってもたらされるかという非常に難しい問題もあるのですが、例えば物価をGDPデフレータ全般で見ると、為替レートに大きく影響されていることがわかります（資料19ページ）。為替が円高になるとそれだけ物価の上昇率は抑えられる、逆に、円安になると物価の上昇率が高まるということがおわかりになるかと思いま

す。

⑨ CPI上昇率とGDPデフレータ上昇率

これは、CPI上昇率とGDPデフレータ上昇率との関係です（資料20ページ）。デフレータのほうが卸売も含めカバレッジが広いのに対して、物価上昇率はCPI、（消費者物価）だけです。CPIもちろんデフレですけれども、実は、GDPデフレータのほうが大きくデフレになっていることがおわかりになるかと思いません。

⑩ 実質GDP成長率とTOPIX収益率

最後は、実質GDP成長率とTOPIX収益率です（資料21ページ）。冒頭に述べた七つの式の中では、配当利回りを実質GDP成長率でTOPIXの収益率を追いかけてみようということでは

したが、ここでは、実質GDP成長率とTOPIX収益率の関係を見ています。TOPIX収益率はROEで説明したほうがいいという考え方もあります。最初は私もそういうふうに捉えていましたが、ここでは、そうではなく、実質GDP成長率と比べてみました。

そうすると、両者は全然関係ないように見えるかもしれません。そのぐらい株価は大きく変動しているということがおわかりになるかと思いますが、しかし、実質GDP成長率は平均値あたりを微妙にトレースしているの見てとれないこともあります。株価ですから、大きく上がったり下がったり、中心線を含めて上下に大きく変動することは予想されますが、ここでは、名目ではなく実質の成長率がアンカーとして動いているというふうに見ることもできるのではないかとということ、あの式を使わせていただきました。最後の式

は、説明力はそんなに高くありませんが、実質GDP成長率は重要であるという統計的な結果は得られております。

⑪ 為替レートと各予想値

式のところをグラフで鳥瞰図的に見ていったわけですが、改めて、冒頭にお見せした各ケースごとにまとめるとどんな格好になっているか、見ていきたいと思えます（資料22ページ）。横軸は想定の為替レートです。八〇円、九〇円、一〇〇円、一一〇円、一二〇円と外から与えて、そのとき、モデルの中から解かれた変数がどのようになるかということでプロットしていったのがこのグラフです。

一番上がTOPIX期待収益率です。その次がROEで、三番目が国債利回り、四番目が実質GDP成長率です。その下にゼロラインがあつて、

五番目がCPI（消費者物価）上昇率。その下

が、交差していきすけれども、賃金上昇率。そして、一番下がGDPデフレータ上昇率です。全て右上がりになっていきます。この際は、物価も含めて高くなったほうがいいということなので、上に行けば行くほど、どの変数もいいというふうに考えていいかと思えます。その意味では、やはり円安は日本経済にとって必要だろうと思われれます。

特にTOPIX期待収益率が一番大きく反応しており、一二〇円まで行くと八%以上の期待収益率が見込まれるのではないかと思います。

ちなみに、つい最近まで非常に大変だった八〇円ぐらいの数字がずっと続くと、TOPIX期待収益率は年率三%ぐらいです。三%というのは、悪くはないと思えますけれども、そのぐらいの数字に甘んじなくてはいけないということになりま

すし、物価上昇率、賃金上昇率はマイナスという状況になろうかと思えます。

（推定結果の解釈）

以上、全体の結果を解釈しますと、改めて、円安のプラスの効果が確認できると言っているのではないかと思います（資料23ページ）。仮に一〇〇円というのが続くとしますと、実質GDP成長率は一・五%ぐらいということで、最近の三%というのをどのように説明するのかと言われるとちょっと困るのですが、ここでは一・五%ぐらいではないかということです。さらに、金利が高目に推計されているというのが問題点かと思っております。また、TOPIX期待収益率は五・六%ですから、その差であるリスク・プレミアムは三%程度見込めるのではないか。そして、一〇〇円ぐらいですと、CPI上昇率が二%になるというのはとても無理ではないかと思われれます。

改めて、T O P I X期待収益率が年率五・六％というのはどういうふうに見たらいいかというところで、過去にさかのぼって平均値を求めてみました(資料24ページ)。幾何平均で求めましたが、ほぼ全部をとりますと、平均で四・七六％です。

これにはバブルの時代も入っています。直近から二〇年さかのほりますと、一・二三％です。これにはバブルの時代は入っていません。直近一〇年では一・六三％ということになりますので、こういう点から見ますと、五％以上というのはちょっと出来過ぎのような感じがします。

今の平均値を計算する前に改めて棒グラフで見ますと(資料25ページ)、各年の期待収益率は、連続複利で見ますと、このような格好で動いていました。下のほう(マイナス)に棒グラフが行っているときは、そこは株価が下がっているという時代です。ですから、バブルがクラッシュした一九

九〇年から二、三年は大きくマイナスになっており、それ以降、二年置きぐらいにマイナスになって、プラスが続いていないということがおわかりになるかと思います。右のほうで一番大きく下がっているのはリーマンショックです。

(株価低迷の要因は何だったのか?)

アベノミクスの前まで、株価は二〇年にわたって低迷してきたわけですが、その要因は何だったのか、やや独断もありますけれども、今までの結果を踏まえてまとめてみました(資料26ページ)。

やはり一番の理由は円高です。特に、それによる企業収益の低迷です。ただ、最近は低迷していないようなので、円高ということでもまとめておいたほうがいいのかもしれませんが。

二番目は、国債の大量発行によるクラウディング

グ・アウト効果です。これは少なからずあると言
えるのではないかと思います。確かに金利は上昇
していません。むしろ低目です。しかし、だから
といって、この効果がないということではありま
せん。

三番目は、かつて銀行や法人企業は、持ち合い
なども含めて株式を非常に多く持っていたわけ
ですが、B I S規制や会計基準の変更などによって
実質的に持てないようになってきています。これ
は正しい表現ではないかもしれませんが、要する
に、そういう人たちが株式を持ってない、ないしは
持たなくなったのは、ある意味では、制度的な要
因によって「リスク回避度が高まった」からでは
ないか。そこで、大きく株が売られ、その局面で
下がったのは否めないのではないかとすることに
す。

結論から言えば、その売られた株式を買ったの

は外国人投資家です。売ったほうの銀行や法人企
業は、経済が堅調であれば売った余裕資金で設備
投資に回すのですが、設備投資の需要が必ずしも
強くなかったので、仕方なく国債を買ったわけで
す。したがって、国債金利が上がらないで低目に
おさまり、国債の価格が維持されていた。大きく
言うと、国全体として、より国債を持つように制
度が変わってきたことで国債金利は低くなり、そ
の分、株式が、嫌われたと言うとちよつとおかし
いですが、はじき出されて、それを個人が受ける
ほど個人の資金力がなかったために、下がり過ぎ
た株式を外国人投資家を買ってきた。このよう
に、外国人投資家が参入して、株価が大幅に下が
らずにフロアが確保されてきたというのが、ここ
何年かの株式の低迷の要因ではなかったかと思
います。ですから、株価は非常に大変だったわけ
ですが、国債のほうは暴落せずに高止まってきたと

いうことだと思えます。

やや乱暴な図かもしれませんが、同じ期間中に国債がどのくらいふえたかというのをあらわしているのが資料27ページの国債／資産のグラフです。これは、国債を日本国全体の資産で割った比率です。予想がつくとおり、国債のシェアが高まってきています。もう一つのグラフは、日本の株式のうち外国人保有比率を示しております。これもふえてきています。両方ともふえているものを並べると、統計学的に「見せかけの相関」とかいうことでよく怒られるのですけれども、そんなにうるさいことを言わずに見ていくと、先ほどの話を裏付けるような、それらしい格好になっているのではないかと思えます。

二、公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議の「中間論点整理」

（日本再興戦略）

ここからは、公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議の中間論点整理について、簡単にお話ししたいと思います（「中間論点整理」全文を文末に添付）。

アベノミクス第三の矢である日本再興戦略の大きなテーマの一つ、「コーポレートガバナンスを見直し、公的資金等の運用の在り方を検討する」というところで、公的・準公的資金について、運用をもう少し幅広にできないだろうか、ないしは、成長戦略に沿ったような形で再検討してはいかがかということでも位置づけられたのが資料28

ページの③(Ⅲ)です。より具体的に言いますと、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の運用に関して、もう少しリスク資産へシフトしていかないだろうかというのがそもそもの提案です。

違った切り口では、同じテーマですが、金融資本市場の活性化と並んで、公的・準公的資金の運用等に関してということで位置付けられています（資料29ページ⑥）。

（GPIFの運用対象資産）

そもそもこれが出てきている理由は、GPIFです。GPIFのポートフォリオと、それと同じような公的年金の運用主体であるアメリカのCalPERSとカナダのCPPIBのポートフォリオを比較したのがこの表です（資料30ページ）。比較がしにくいぐらい日本とは異なっているのですが、無理やり比較してみました。

まず、運用資産がどのぐらいあるかということ、GPIFが圧倒的に多い。少なくなったとはいえない。一〇兆円以上あるわけです。CalPERSは存在感があるのですが、円表示にしてたかだか二兆円。GPIFよりはるかに少なく、CPPIBに関してはそれよりもっと低い。

今回の議論が出てくる背景として、GPIFは国内債券のウェイトが高く、六〇・一％。外国債券は九・八％です。この二つが余りリスクのない資産だとしますと、国内株式、外国株式といったいわゆるリスク資産のウェイトが少ない。さらに、REIT・インフラ、プライベートエクイティに関してはゼロです。それに対して、CalPERSやCPPIBはウェイトが逆転している。日本もそのようにすべきではないかということ。七月にスタートしたのが、公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識

者会議です。今回ご覧いただくのは中間報告ですが、一月の頭を目前に最終報告をまとめるという状況です。

（有識者会議の議論の概要）

成長戦略が折れないように、債券の運用から株式の運用のほうにシフトしていくべきだ、そのほうが成長戦略の第二、第三の矢とも整合性がとれているという意見を積極的に言っている方もいます。他方、このお金は皆さん方の年金の積立金なので、その資金の性格を考えれば、そんなにリスクはとれないのではないか、受託者責任のことを考えれば、成長だからリスク資産に振り向けてもいいというわけではないと言う人もおり、意見は必ずしも一致していません。もちろん、両者がかみ合っていれば一番いいのでしょうけれども、先ほどのポートフォリオの構成なのか、もう少し

シフトしたほうがいいのか、そのあたりの具体的な数字のところまではまだおりにけません。熊谷さん（有識者会議メンバーの熊谷亮丸・大和総研チーフエコノミスト）は、ゼロないしインフレであるとすれば、債券の有利性は低まり、株式の有利性は高まるから、そこから自然と株式のポートフォリオを高めていくというのは理論的にも有効ではないかという話も盛んにしておられます。

それに対して、皆さん方の意見がかなり一致したのは、ポートフォリオの運用対象です。改めてこの表（資料30ページ）を見ますと、日本はREIT・インフラ、プライベートエクイティがゼロ。では、何に運用しているのかというと、我々は「伝統的の四資産」といいう方をしています。国内債券、外国債券、国内株式、外国株式だけです。今これだけしか運用していないのは多分GPIFだけだと思います。ですから、REI

T・インフラ、プライベートエクイティ、それに加えてベンチャーやコモディティなど、運用の対象をもっと広げることに關しては、ほぼ意見の一致を見えています。

別の点として、今、国内株式のほとんどは、TOPIXをパッシブとアクティブで運用しています。しかし、TOPIXは問題がなくもないという認識の人が多いです。わかりやすく言うと、TOPIXにはいい企業も入っているけれども、そうでない企業、すなわち単に上場されているということだけで入っている企業も多い。ある人に言わせれば、ゾンビ企業も入っているということです。したがって、もつと違う指数を考えてもいいのではないかという意見もあります。

私もその考えに近いのですが、ただ、これまでやってきたTOPIXを外すというのは結構大変ですし、マーケットを混乱させます。ですから、

TOPIXの運用に加えて、もう少しいい企業、ないしはTOPIX以下の規模のレベルも吸い取れるような指数をつくっていただいて、パッシブTOPIXと並行して新しい指数でも運用していくというのが現実的かと思います。今、東証が日経と一緒に新しい指数を検討していると聞いていますけれども、例えば、ROEやガバナンス体制などを大事にして五〇〇銘柄ぐらいピックアップしていく。必要があれば一部からも引く張って、流動性のことも加味した場合には、その指数にもベットして運用していく。それはアクティブというのではなく、同時にそちらのほうも運用していくということが必要ではないかと思えます。

東証の方と一回お話ししたこともあるのですが、もしその指数がうまく活用されれば、その指数に自分の企業も入りたい、入るためには、もう

少しROEを高くしなければいけないという基準があるわけですし、ガバナンス体制もしっかりしてくださいとなれば、そこから自然と企業の革新を期待することができるのではないかと。そのところがうまくワークすれば、非常にいい効果をもたらすのではないかと思っています。

報告書の最後のほうでは、GPIFが積極的にコーポレートガバナンスを使って議決権行使をして、もつとガシガシやっていくべきだということも言っている人もいます。しかし、しよせん公的資金ですので、余り企業のほうに立ち入って言うのはいかなものかと思います。ですから、うまくその指数に乗れば、指数の中身は東証及び日経が決めてくれるので、そこにベットするという格好で間接的にガバナンスを良くしていくということが期待できるのではないだろうかと思っています。

ただし、新しい指数のリスク・リターンがTOPIXに勝るといふ保証はありません。もしかしたらTOPIXのほうが高いかと思っています。しかし、長期的なことを考えると、そこで企業をより効率的にしていくことも必要なので、短期的には負けることもあるかもしれませんが、いい指数をつくってくれば魅力的なことも期待できるのではないかと思っています。

資産の多様化をする場合には、今のGPIFの組織では小さ過ぎますし、独立行政法人というたががはめられていますと、有能な人を金融機関からヘッドハントすることも難しいなど、いろんな面で問題があるということがわかっていまして、そのあたりをどうしたらいいかと悩んでいるところでは。独法から外して、ではどういう組織にするのかということはまだ確定していませんし、そこをいじるとなると法律を変えなくては

けませんので、そうすぐに出て来る話ではないというのが悩ましいところです。

私の報告は以上です。

高坂常務理事

どうもありがとうございました。

お時間となつていますが、もし御質問のある方がいらつしやいましたら、挙手いただけますでしょうか。

質問者 大変ユニークで貴重な御意見、ありがとうございます。ありがとうございました。

御説明を受けて非常に印象的だったのが国債残高と外国人株式保有との関係を示すグラフ（資料27ページ）ですが、このグラフは二〇〇八年で切れております。我々現場の人間にとっては、五年前はもう大昔です。最近はどうなっているのでしょうか。

米澤 最近フォローしていないのですけれど

も、御存知のように、大きく株価を変動させているのは外国人投資家です。

今日は時間の関係でお話し出来なかったのですが、日銀の審議委員だった植田和男さんが最近面白いことを言い始めています。アベノミクスでの株価上昇は、バブルという言葉がいいかどうか分かりませんが、ファンダメンタルズの改善がないうちに株価が上がってしまったということを中心に強調されています。もちろん、株価は先見性があるので、先上がることは幾らでもあるのですが、あの時期、すなわち去年の暮れから今年の前半までを見ますと、買いは外国人だけです。日本は、個人から機関投資家から、全部売ります。

今、世界には、余っているお金と言うと語弊がありますが、広い意味でのヘッジファンドで、テーマを探して運用するというお金がありま

す。そのとき、「大金融緩和」という一つのテーマでそこにボンと運用する。実体や理屈はともかく、そこに日本がはまったということです。では、円高になるのではないかと言われるかもしれませんが、あのころから貿易赤字が大きくなったので円安になったということで、彼が言うには、円安も含めて、必ずしもアベノミクスの効果ではないというわけです。その局面も含めて、日本の株価を振らせているのは外国人投資家だと思えますので、やはりふえているのではないでしょうか。

高坂常務理事 それでは、以上をもちまして、この会をお開きとさせていただきます。

改めまして、米澤先生、どうもありがとうございました。
（拍手）

（この講演は、平成三十五年十月三日に開催されました。）

（よねざわ やすひろ・早稲田大学大学院教授
当研究所客員研究員）

米 澤 康 博 氏
(早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授・当研究所客員研究員)

略 歴

学歴

- 1969年 3月 栄光学園高等学校卒業
1974年 3月 横浜国立大学経営学部卒業
1976年 3月 東京大学大学院経済学研究科修士課程終了
経済学修士（東京大学）3月29日
1981年 3月 東京大学大学院経済学研究科博士課程退学

職歴

- 1980年11月 (財)日本証券経済研究所研究員
1984年 4月 筑波大学社会学系講師
1988年 5月 筑波大学社会学系助教授
1989年 4月 筑波大学社会学系経営システム科学専攻（東京大塚）に移転
1995年 4月
- 1996年 3月 大阪大学大学院国際公共政策研究科客員助教授
1996年 4月 筑波大学社会学系経営システム科学専攻教授
1998年 4月 横浜国立大学経営学部教授
2005年 4月 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授

学位

- 1996年 4月 経済学博士（大阪大学）4月19日

今後の日本経済と株式投資リターン ーアベノミクスの効果を中心にー

2013年10月3日

米澤 康博

1

アベノミクスで金融市場は変わる か？

- アベノミクス:わが国の金融を大幅に緩和して期待物価上昇を醸成して期待実質金利を例えば米国のそれより低くして、円ドル為替レートを安くする政策.
- 波及効果の真偽はともかく、円安にはなった.
- 株式のリターンは高まるか？
- 日本再興戦略中「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化に関する有識者会議」報告の効果は？

2

アベノミクスで金融市場は変わるか？

- デフレは解消するか？
- 金利の動向は？
- 株式投資のリスク・プレミアムは高まるか？

3

マクロ経済と金融市場

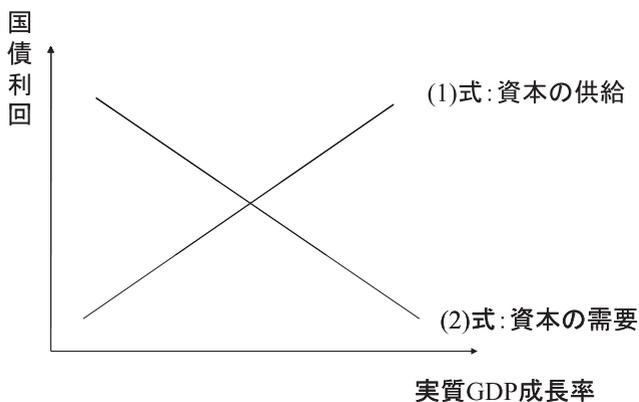
- 主要マクロ経済指標と金利、株式期待収益率との関係は？
- 例えば為替レート等が与えられた場合、それと整合的な金利、株式期待収益率を求めるにはどのようにしたらよいか？
- 金融市場を取り込んだ簡単なマクロモデルを構築する必要がある
- それによってアベノミクスを評価

4

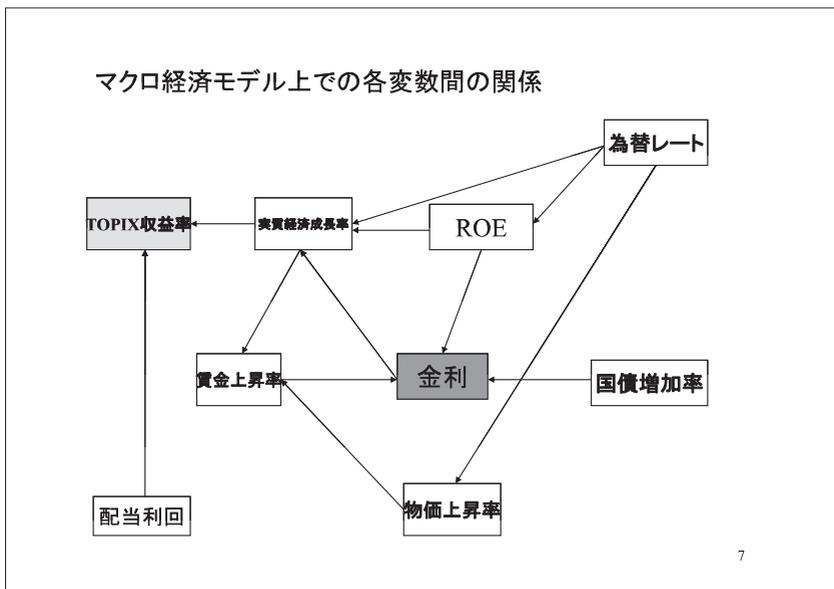
Simpleマクロ経済モデル

- $ROE = -0.031 + 0.0005 * \text{為替レート} + 0.015 * \text{ダミー}$
- $\text{国債利回り} = 0.014 + 0.203 * ROE + 0.675 * \text{賃金上昇率} + 0.085 * \text{国債増加率}$ (1)式
- $\text{実質GDP成長率} = -0.016 + 0.521 * (\text{ROE} - \text{国債利回り}) + 0.0003 * \text{為替レート}$ (2)式
- $\text{賃金上昇率} = 0.001 + 0.458 * \text{実質GDP成長率} + 0.900 * \text{GDPデフレーター上昇率}$ (1')式
- $\text{GDPデフレーター上昇率} = -0.028 + 0.0002 * \text{為替レート}$
- $\text{CPI上昇率} = 0.008 + 0.835 * \text{GDPデフレーター上昇率}$
- $\text{TOPIX期待収益率} = -0.07 + 3.831 * \text{実質GDP成長率} + 5.224 * \text{配当利回り}$

5



6



ケース・スタディー(標準形)

- 為替レート:100円、国債増加率:2%、配当利回:1.3%
 - ROE:3.4%
 - 実質GDP成長率:1.5%
 - TOPIX期待収益率:5.6%
 - GDPデフレーター上昇率:-0.8%
 - 名目GDP成長率:0.7%
 - 名目金利(国債利回り):2.4%
 - CPI上昇率:0.1%
 - 賃金上昇率:0.1%

ケース・スタディー(円安)

- 為替レート:120円、国債増加率:2%、配当利回:1.3%
 - ROE:4.4%
 - 実質GDP成長率:2.2%
 - TOPIX期待収益率:8.2%
 - GDPデフレータ上昇率:-0.4%
 - 名目GDP成長率:1.8%
 - 名目金利(国債利回り):3.1%
 - CPI上昇率:0.5%
 - 賃金上昇率:0.7%

9

ケース・スタディー(国債増加)

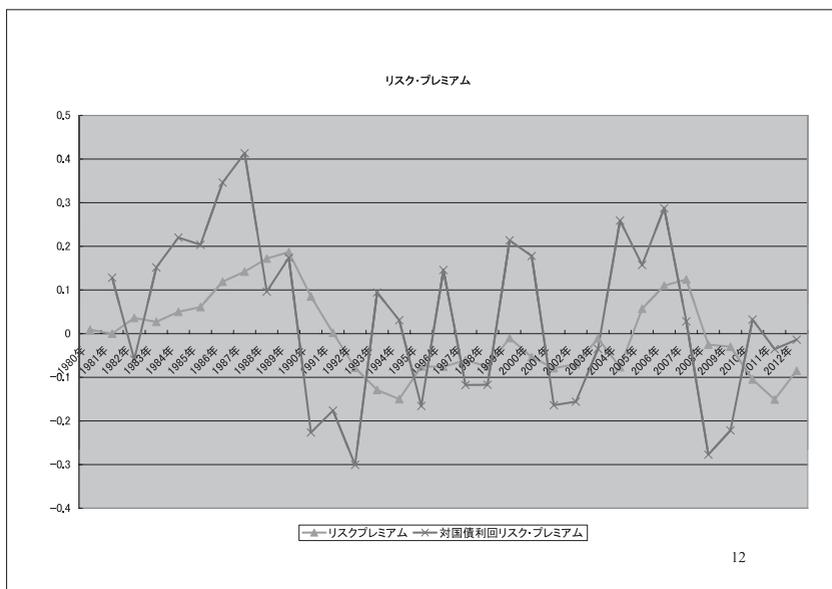
- 為替レート:100円、国債増加率:4%、配当利回:1.3%
 - ROE:3.4%
 - 実質GDP成長率:1.4%
 - TOPIX期待収益率:5.3%
 - GDPデフレータ上昇率:-0.8%
 - 名目GDP成長率:0.6%
 - 名目金利(国債利回り):2.6%
 - CPI上昇率:0.1%
 - 賃金上昇率:0.03%

10

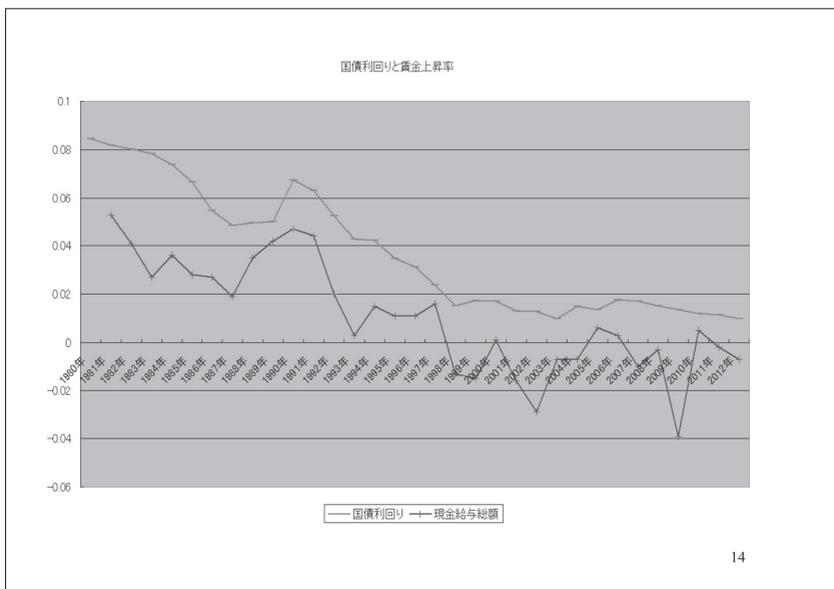
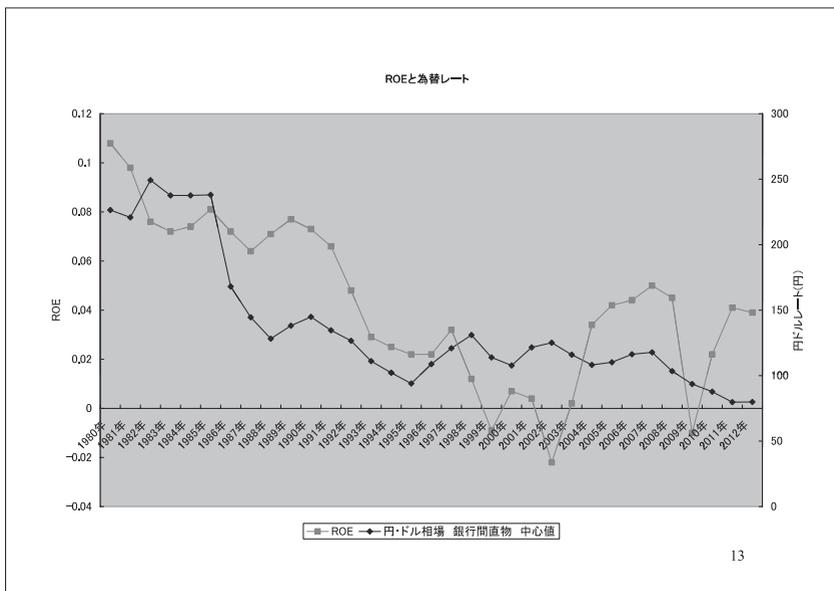
ケース・スタディー(生産性上昇)

- 為替レート:100円、国債増加率:2%、配当利回:1.3%
 - ROE:4% 先決
 - 実質GDP成長率:1.7%
 - TOPIX期待収益率:6.4%
 - GDPデフレータ上昇率:-0.8%
 - 名目GDP成長率:0.7%
 - 名目金利(国債利回り):2.6%
 - CPI上昇率:0.1%
 - 賃金上昇率:0.2%

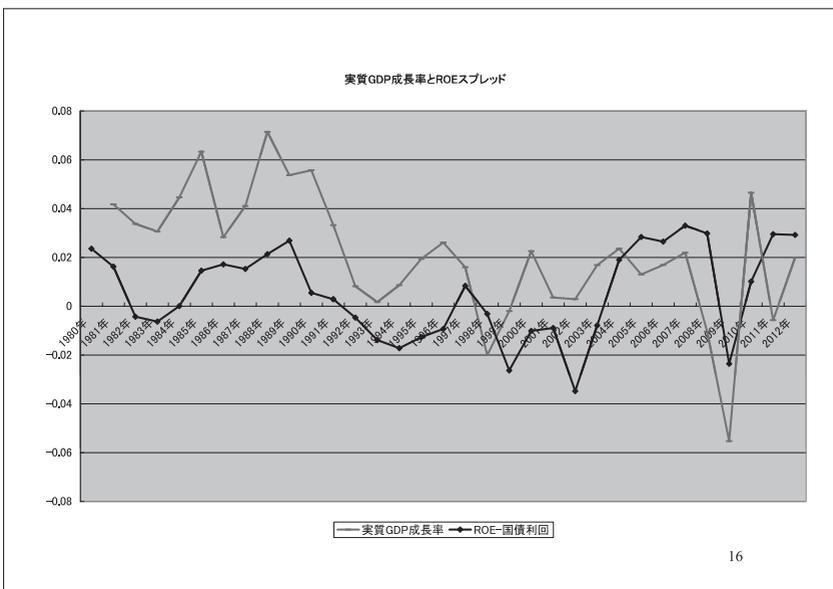
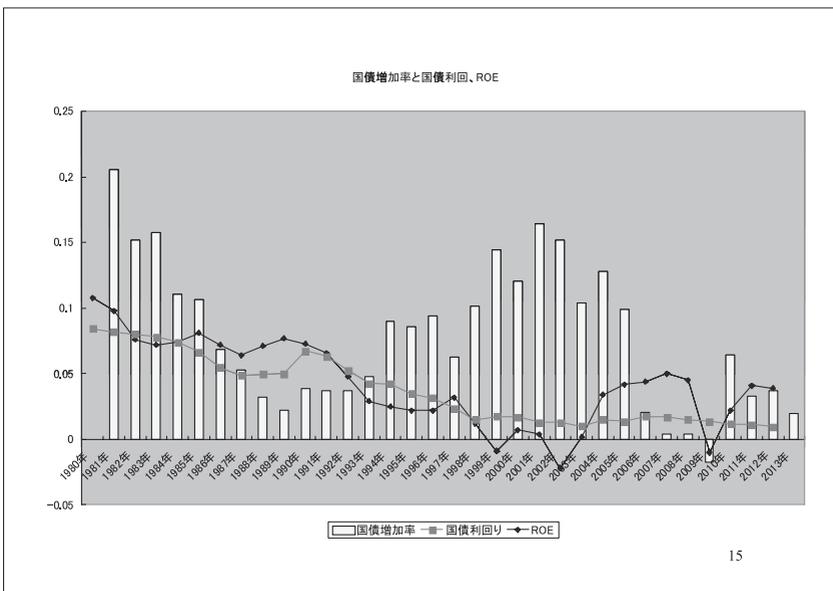
11

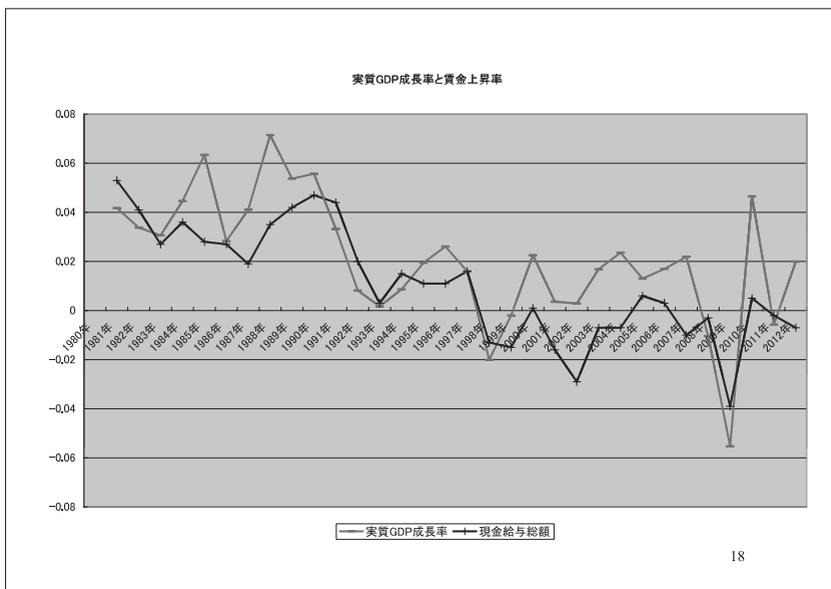
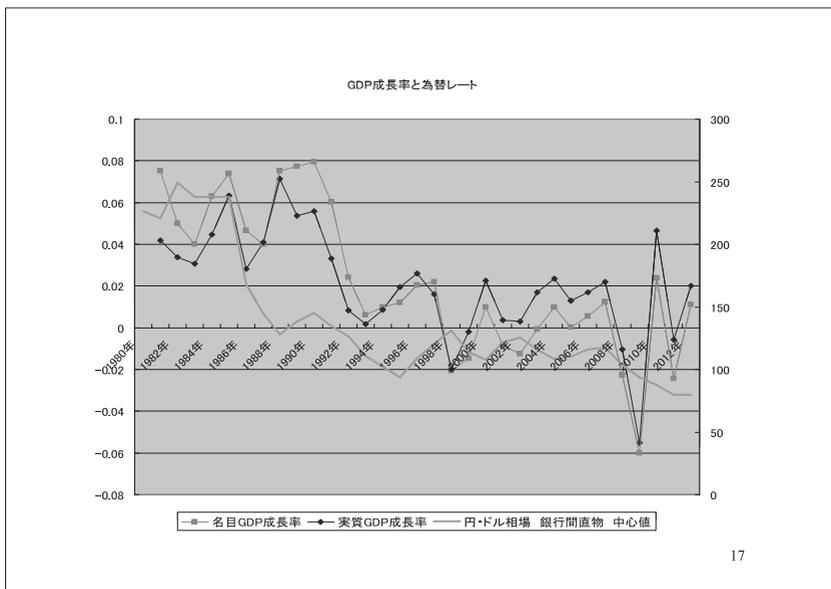


12

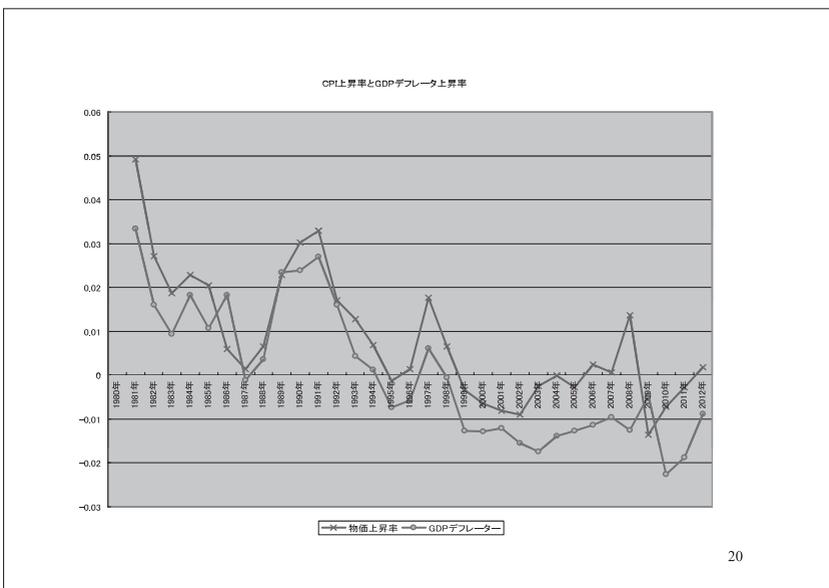
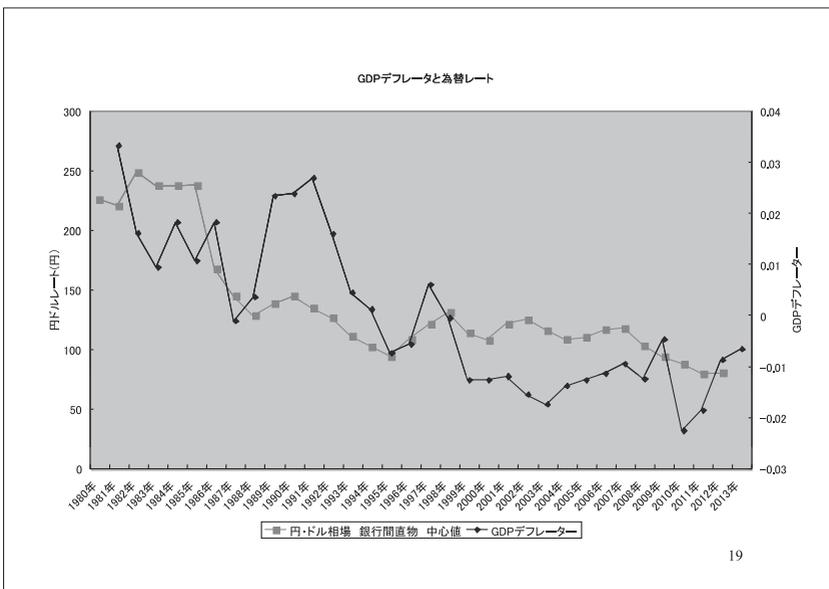


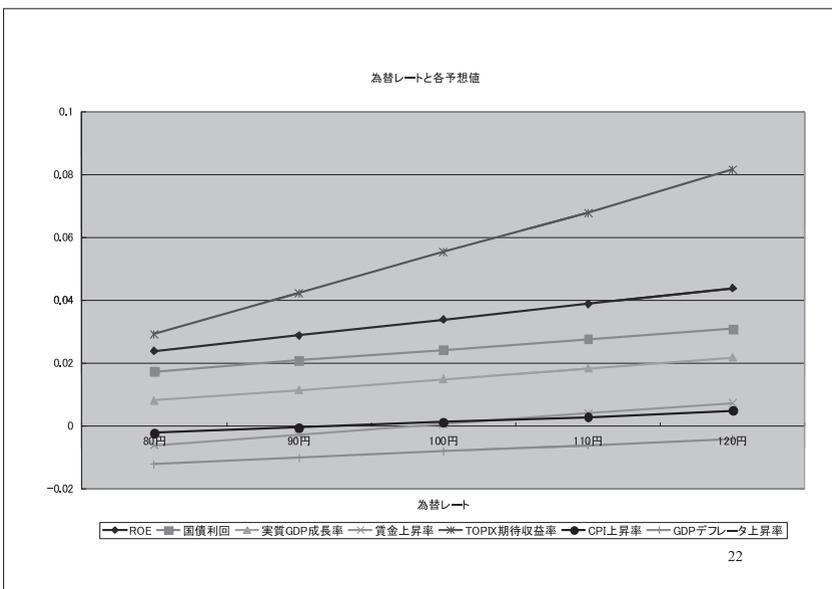
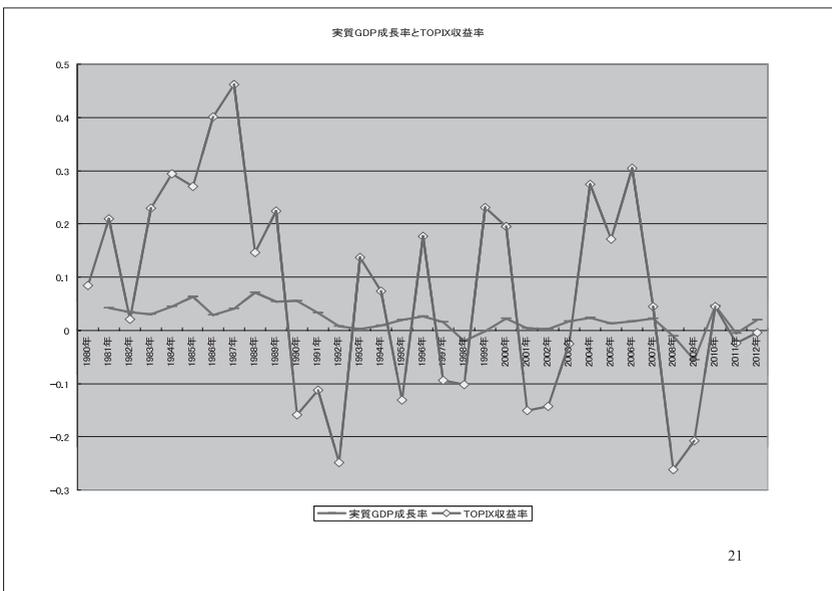
今後の日本経済と株式投資リターン —アベノミクスの効果を中心に—





今後の日本経済と株式投資リターン —アベノミクスの効果を中心に—





推定結果の解釈

- 改めて円安のプラス効果が確認できる.
- 実質GDP成長率は1.5%程度. 最近の3%程度との差は?
- 金利が2.4%と高く推計されている.
- TOPIX期待収益率は5.6%と高く推計されている.
- リスク・プレミアムは約3%程度か.
- CPI上昇率が2%は無理.

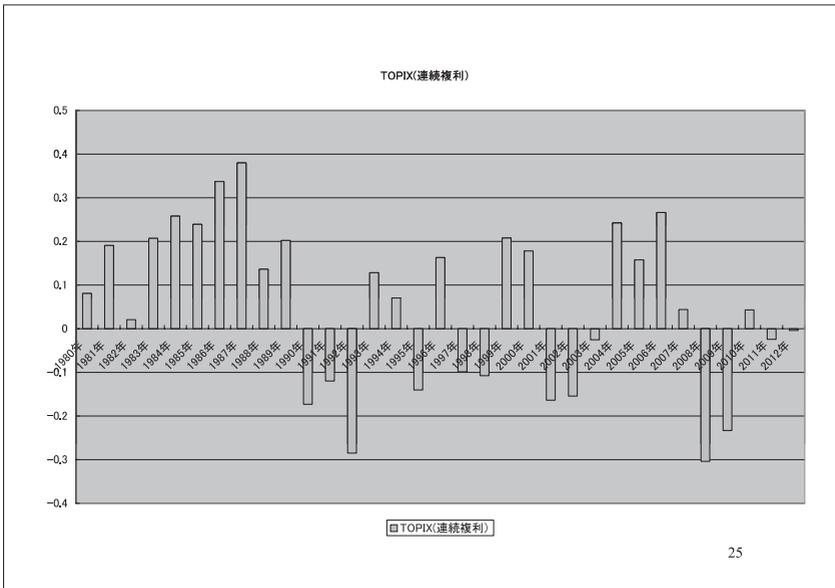
23

TOPIX平均収益率

標準ケースのTOPIX期待収益率:5.6%の位置づけ

2012年から	過去10年間	過去20年間	過去30年間
幾何平均 収益率	1.63%	1.23%	4.76%

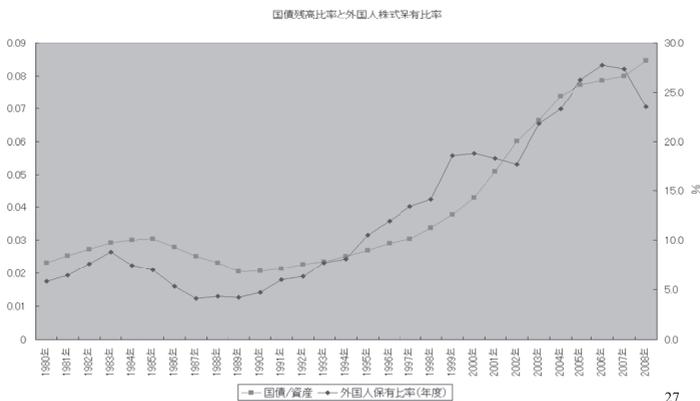
24



株価低迷の要因は何だったのか？

- ・ 円高, 国内需要の低下による企業収益の低迷
- ・ 国債の大量発行によるクラウディング・アウト効果
 - － 金利は上昇していない
- ・ 銀行, 法人企業の株式保有制限強化制度を含めた経済全体のリスク回避度の高まり
 - － 国債への選好が強まったことによる金利の低下
- ・ 株式市場へは外国人投資家が参入してある程度のフロアーは確保されている

国債残高と外国人株式保有



日本再興戦略(平成25年6月14日)より抜粋

③コーポレートガバナンスを見直し、公的資金等の運用の在り方を検討する

- (i) 会社法を改正し、外部の視点から、社内のしがらみや利害関係に縛られず監督できる社外取締役の導入を促進する。 【次期国会に提出】
- (ii) 機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則(日本版スチュワードシップコード)について検討し、取りまとめる。 【年内に取りまとめ】
- (iii) 公的・準公的資金について、各資金の規模・性格を踏まえ、運用(分散投資の促進等)、リスク管理体制等の方バナンス、株式への長期投資におけるリターン向上のための方策等に係る横断的な課題について、有識者会議において検討を進め、提言を得る。 【本年秋までに結論】

⑤金融・資本市場の活性化

アジアの成長も取り込みつつ、証券市場の活性化や資産運用マーケットの強化を図ること等により、アジア No. 1 の金融・資本市場の構築を目指す。

○金融・資本市場活性化策の検討

- ・我が国金融・資本市場の国際競争力を強化するため、金融庁、財務省、民間有識者による金融・資本市場活性化ワーキンググループを設置し、金融特区のフィージビリティも含めた市場活性化策を検討し、本年中に概要を固める。

⑥公的・準公的資金の運用等

公的年金、独立行政法人等が保有する金融資産（公的・準公的資金）の運用等の在り方について検討を行う。

○公的・準公的資金の運用等の在り方

- ・公的・準公的資金について、各資金の規模や性格を踏まえ、運用（分散投資の促進等）、リスク管理体制等のガバナンス、株式への長期投資におけるリターン向上のための方策等に係る横断的な課題について、有識者会議において検討を進め、本年秋までに提言を得る。

29

1. GPIFの運用対象資産について

		【日本】 年金積立金管理運用 独立行政法人 (GPIF)			【米・カリフォルニア州】 公務員年金基金 (CalPERS)		【カナダ】 所得比例年金 (CPPIB)	
運用資産		111.9兆円			22.1兆円		14.6兆円	
資産構成	国内債券	67.3兆円	60.1%	60%±8%	3.9兆円	17.4%	4.8兆円	33.2%
	外国債券	11.0兆円	9.8%	11%±5%				
	国内株式	14.5兆円	12.9%	12%±6%	11.2兆円	50.4%	1.1兆円	7.7%
	外国株式	14.4兆円	12.9%	12%±5%			3.8兆円	26.4%
	REIT・ インフラ等	0	0%	—	2.2兆円	9.8%	2.4兆円	16.4%
	プライベート エクイティ	0	0%	—	2.9兆円	12.9%	2.4兆円	16.3%
	その他	4.7兆円	4.2%	5%	2.1兆円	9.5%	—	—

【その他】現金等

【その他】現金、デリバティブ、商品先物、バイオ燃料、木材等

30

公的資金による株式購入

- 日本の公的年金(積立金)の運用は諸外国に比して株式運用比率が低い
- 伝統的資産に限られている
- 運用収益率も低い
- 各資金の運用について、日本再興戦略の一環として検討していることに鑑み、日本経済に如何に貢献しうるかかを考慮すべきとの意見があった一方、各資金の受託者として、それぞれの根拠法に掲げられた目的(公的年金の場合は、専ら被保険者の利益)に沿って運用すべきとの意見もあった。こうした中、各資金は、資産運用により経済成長の果実を享受する立場にもあることから、経済成長と資産運用との好循環を期待する。

31

効果的な方法

- ポートフォリオにおけるリスク資産(例えば国内株式)割合を高める点には慎重に検討する必要がある。
- しかし成長戦略等と統合的な日本株運用が求められる。
- これまでのパッシブ運用としてのTOPIX運用は不可避。
- 投資対象企業をより選別する必要がある。
- 別途、ROE(ROA)、ガバナンス体制、等を考慮した新指数を策定して、それに沿った運用を並行して行うのが良いのでは。東証の新指数に期待。

32

中間論点整理

平成25年9月

公的・準公的資金の運用・リスク管理等の
高度化等に関する有識者会議

平成25年9月

公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議

中間論点整理

当有識者会議は、これまでの会合において、検討対象となっている公的・準公的資金の運用状況や、その他内外の資産運用機関の事例等についてヒアリングを実施したところである。こうしたヒアリングの結果を踏まえて、当有識者会議において議論している論点について整理すると、以下のとおりである。

なお、検討対象となっている公的・準公的資金については、その規模・性格が様々であることから、各論点の各資金への適用においては、それぞれの規模・性格を踏まえた検討が必要である。

1 運用目的

各資金の運用について、日本再興戦略の一環として検討していることに鑑み、日本経済に如何に貢献しうるかを考慮すべきとの意見があったが、それに対しては、各資金の受託者は、それぞれの根拠法に掲げられた目的（公的年金の場合は、専ら被保険者の利益）に沿って運用することとされているとの指摘があった。加えて、公的年金の運用については、年金財政・年金制度と密接に関わるものであり、国民が最も期待しているのは、将来の年金給付に支障なく、かつ現役世代の保険料負担増を避けつつ、年金財政の長期的な持続可能性の確保に資することであるとの意見もあった。被保険者の利益を優先する資産運用は、結果的に、日本経済に貢献することになり、また、各資金は、資産運用により経済成長の果実を享受する立場にもあることから、経済成長と資産運用との好循環が期待される。

2 運用目標・方針

① 国内債券を中心とするポートフォリオの見直し

国内債券を中心とする現在の各資金のポートフォリオについては、デフレからの脱却を図り、適度なインフレ環境へと移行しつつある我が国経済の状況を踏まえれば、収益率を向上させ、金利リスクを抑制する観点から、見直しが必要ではないか。その際、各資金の負債特性に応じ、積立金の取崩しが当面見込まれる部分以外については、長期的な視点でポートフォリオを構築すべきではないか。

② 収益目標及びリスク許容度の設定

一部の資金では、収益目標が、名目賃金上昇率や物価上昇率プラス α という形で定められている結果、これまでのデフレ経済下では当該目標が著しく低い水準になっていたのではないかとの意見がある一方、給付が名目賃金上昇率や物価上昇率に連動することから、これに合わせる形で収益目標を定めることは合理的であるとの意見もあった。また、財政検証における長期的な運用利回りの想定（名目4.1%）は、足許の現実からかけ離れているとの指摘があったほか、「安全かつ効率的な運用」が目標とされる中で、許容できるリスクの範囲が明確に定められていないとの指摘もあった。

収益目標については、資産と負債の関係を考慮して設定する必要があり、当該目標を達成するためのポートフォリオの構築が、「安全かつ効率的な運用」に繋がることになる。こうした中、投資の期待収益率とリスクの関係を示す有効フロンティアを投資対象の分散等により上方シフトさせることを含め、リターンを最大化する努力が、十分に行われていないのではないかと

③ 運用コスト等

各資金は、コストをできる限り抑える観点から委託手数料等の縮減に努めており、国際的に見ても極めて低い水準となっていることは、コストを負担する国民から見れば評価できるとの意見がある一方、その結果、かえって十分な情報を得られず、貴重な運用機会を逃しているほか、金融・資本市場の発達を阻害する要因になっている可能性があるとの指摘があった。なお、仮に手数料水準等を引き上げるのであれば、コストを負担する国民に対して説明責任を果たす必要があるとの意見があった。

④ 余裕金の運用方法

GPIF以外の独立行政法人や国立大学法人における余裕金の運用については、原則として安全資産に限定されているが、当該資金の規模や性格によっては、適切なリスク管理を行うことを前提に、ミドルリスク・ミドルリターンの運用を行い、収益を向上させるべきではないかと

3 ポートフォリオ（運用対象）

① 運用対象の多様化

GPIF等については、年金財政における給付と負担の長期的な見通しの下で、内外の先進的な公的年金資金運用機関を参考にして、市場環境の整備やリスク管理の進捗を踏まえつつ、新たな運用対象（例えば、REIT・不動産投資、インフラ投資、プライベート・エクイティ投資、コモディティ投資など）

を追加することにより、運用対象の多様化を図り、分散投資を進めるべきとの意見があった。

一方で、新たな運用対象を追加する場合には、資金の性格を踏まえた上で、国民の理解を得るため、十分な情報提供を行うことが求められるとの意見があった。

(注) 運用の多様化により、ソブリン・ウェルス・ファンドと看做される可能性もあるが、2008年に国際的に合意された行動規範(サンティアゴ原則)に従っている限り問題は生じないとの指摘があった。

② パッシブ運用のベンチマーク

各運用機関は、パッシブ運用のベンチマークについて、東証1部上場全銘柄を対象とするTOPIXを忠実にトラックしている場合が多いが、その対象先の中には、十分な収益性等が認められない先も含まれることから、インデックスからの乖離を許容したり、より効率的な運用が可能となる指数(例えば、東証が検討中のROEも考慮した新たな株価指数等)を利用したりするなどの改善策について検討すべきではないか。

③ ポートフォリオやヘッジ方針の機動的な見直し

経済環境や市場環境の変化が激しい最近の傾向を踏まえて、ポートフォリオの内容やヘッジ方針については、より機動的な見直しを行うべきとの意見があった一方、リバランスの実施を含めて長期的なポートフォリオ運用を行う方が効率的であり、金融市場の安定に資する面もあるとの意見もあった。

④ 海外資産運用比率

海外資産運用比率について、高い運用利回りや分散投資効果を期待して高めるべきとの意見があった一方、積立金取崩し時にどのように対応するかを含め、国内経済への影響も考慮して決定すべきとの意見もあった。

4 ガバナンス

① 資産運用の最終責任の所在

各資金においては、担当大臣が資産運用の最終責任を負う形になっている場合があるが、そうした体制が運用機関の自主性や創意工夫を損なっているとの意見があった一方、公的年金の保険者である大臣が最終責任を持つのは当然としつつ、各資金により柔軟性のある運用を認めるべきとの意見もあった。

② 合議制機関の必要性

資金運用の実施に当たっては、各運用機関が真の受託者責任を果たしうる体制を構築する必要があるが、業務に関する権限・責任が理事長一人に集中している独任制の下では、規模・性格によっては、十分な機能発揮が期待できないケースもあり得る。そうした場合には、資産運用の重要な方針等については、利益相反にも配慮した常勤の専門家が合議制により実質的な決定を行う体制が望ましいのではないかと。

その際、認可法人への組織変更が必要なのか、それとも独立行政法人の形態でも対応可能なのかについては、さらに検討が必要。

③ 専門人材の確保

各運用機関において、運用対象の多様化やリスク管理の高度化を図るためには、第一線の専門人材が必要であり、報酬体系の見直しを含めた対策が不可欠である。その際、認可法人への組織変更が必要なのか、それとも独立行政法人の形態でも対応可能なのかについては、さらに検討が必要。

④ ステークホルダーの参画

公的年金については、保険料拠出者である労使の意思が働くガバナンス体制にすべきとの意見があった一方、個別の投資決定には関与させるべきではないとの意見もあった。また、「被保険者」には様々な世代や立場の人達が含まれるほか、社会保険制度の維持のために税金が投入されていることに留意する必要があるとの意見もあった。

5 リスク管理

① フォワード・ルッキングな（先行きを見据えた）リスク分析に基づくポートフォリオの構築

公的年金では、ポートフォリオの構築に当たって、今後の経済状況（金利・インフレ等のマクロ変数）の見通しを踏まえ、資産・負債の両面に係るフォワード・ルッキングな（先行きを見据えた）リスク分析を行う必要があり、過去のデータのみ依存したリスク分析では不十分ではないかとの意見があった。

② デフレ脱却を見据えた対応策

今後、我が国経済がデフレを脱却することを見据えて、金利上昇に備えたリスク管理や資産評価のあり方について十分に検討し、速やかに対応策を講じるべきではないかと。

③ 余裕金の運用におけるリスク管理

独立行政法人における余裕金の運用は安全資産に限定されているにもかかわらず、実際には仕組債による運用で大きな損失が生じている事例があることから、時価の適切な把握を含め、各資金の規模や運用の実態に応じたリスク管理を適切に実施すべきではないか。

6 エクイティ資産に係るリターン最大化

各資金が株式などのエクイティ資産に投資を行う場合には、長期投資を前提としてリターンの向上を目指す必要があると見做し、その目的の範囲内においては、公的・準公的な立場を有しているとしても、被保険者の利益を代表して、運用受託機関を通じた投資先との緊密な対話や適切な議決権の行使などが求められるのではないかと見做す。このため、各資金において、金融庁で行われている日本版ステewardシップ・コードに係る検討の結果等を踏まえた方針の策定・公表を行い、運用受託機関に対して当該方針に則った対応を求めるべきではないかと見做す。一方、経営への過度な関与や、一律の方針設定に基づく形式的な議決権行使が行われないよう、留意が必要との意見があった。さらに、財務的な要素に加えて、非財務的要素である「ESG（環境、社会等）」を考慮すべきとの意見もあった。

(以 上)

(参 考)

公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する
有識者会議メンバー名簿

- ◎ 伊藤 隆敏 東京大学大学院経済学研究科教授 兼 東京大学公共政策大学院院長
- 菅野 雅明 JP モルガン証券株式会社チーフエコノミスト
- 熊谷 亮丸 大和総研チーフエコノミスト
- 佐久間 総一郎 経団連経済法規委員会企画部会長 (新日鐵住金株式会社常務取締役)
- 菅家 功 日本労働組合総連合会副事務局長
- 堀江 貞之 野村総合研究所上席研究員
- 米澤 康博 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授

◎座長

(敬称略・五十音順)