

マイナス金利政策導入のその後

日本銀行が導入したマイナス金利政策を受けた年金ニュース解説2016年04月18日号、2016年06月06日号の執筆から1年が経とうとしています。その間、日本銀行により金融政策が強化される形での変更が行われ、海外での政治要因も加わって市場に再び変化が見られます。そこで、足元の市場環境の再確認をした後、それを受けた国内機関投資家や年金基金の動向を整理していきます。

国内金融政策の状況

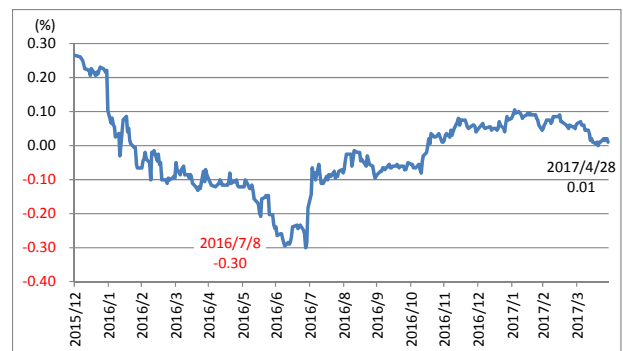
日本銀行が2016年1月29日に開催した金融政策決定会合で、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」が導入され、日銀当預を基礎残高、マクロ加算残高、政策金利残高の3階層に分け、それぞれに対する付利が+0.1%、+0.0%、▲0.1%と設定されました。その後、2016年9月20日、21日の金融政策決定会合において、金融政策を強化する形で、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が導入されました。これは、長短金利の操作を行う「イールドカーブ・コントロール」、と消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%の物価安定の目標を超えるまで、マネタリーベースの拡大を継続する「オーバーシュート型コミットメント」の2つの要素から成り立っています。

市場動向

日銀によるマイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入以降、10年国債利回りは低下基調を辿り、イールドカーブはブルフラットニングしていました(図表1、2)。しかし、米大統領選挙でトラ

ンプ氏が当選し、米連邦準備制度理事会(FRB)が追加利上げを実施する中で、グローバルに金利が上昇し、日本国債利回りも超長期ゾーンを中心に上昇に転じています。但し、日本銀行がイールドカーブ・コントロールを実施しているため、2017年4月末時点で、約残存9年までは依然としてマイナス利回りのままです。

図表 1 10年国債複利利回り推移

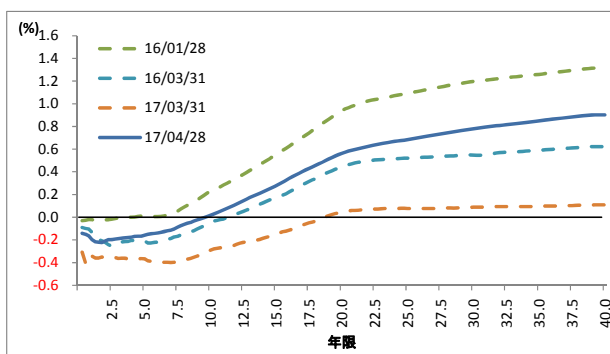


(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

図表 2 国債イールドカーブ変化



(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

NOMURA-BPIの状況

1. NOMURA-BPI

NOMURA-BPIは、1986年に公表されて以降、国内外の機関投資家によって国内債券のパフォーマンス評価の基準として広く採用されており、我が国を代表する債券インデックスとなっています。NOMURA-BPIは、ポートフォリオの確定日(毎月25日ごろ¹⁾)に、図表3の条件を満たしている組み入れ銘柄を選定し、翌月1ヵ月はその銘柄構成を固定します(図表3)。

図表 3 NOMURA-BPI の組入基準

発行形態	国内発行の公募債券
通貨	円貨
クーポン	固定
残存額面	10億円以上
残存年数	1年以上
格付け	国債、地方債、政保債、金融債は、格付けによる基準なし 事業債、円建外債、MBS、ABSは、A格相当以上
新規発行銘柄の組み入れタイミング	国債：翌月、金融債：翌々々月、その他：翌々月

(出所) NOMURA 債券インデックスハンドブック

¹ 翌月ポートフォリオの確定日を、25日の翌営業日から月末最終営業日の3営業日前のうち早い日付と定義します。

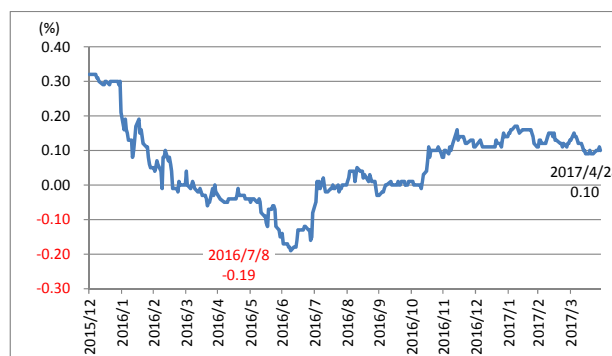
野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

2. 現状分析

マイナス金利政策導入後、2016年3月10日に日本経済新聞朝刊でNOMURA-BPIの複利利回りがマイナスとなったことが報道され注目を集めました。その後、NOMURA-BPI総合の複利利回りは、2016年7月8日に▲0.19%まで低下した後に反転上昇し、現在は0.1%付近での推移となっています(図表4)。

図表 4 NOMURA-BPI 総合複利利回り推移



(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

ここで、NOMURA-BPI総合全体ではなく、それぞれの残存年限ごとの投資収益を検証するため、残存1年まで保有し続けた場合に得られる収益の合計(総期間収益)を算出します(図表5)。具体的には、当該ゾーン以下の残存年限のキャリーロールダウンを合計したものを総期間収益とします²。このように見ると、8年ゾーン以下では総期間収益がマイナスとなってしまいます。つまり当該ゾーンに投資して残存1年で売却すると、投資から売却までの通算での収益がマイナスになると見込まれます³。

² 例えば、5-6年ゾーンの総期間収益は、▲0.34+▲0.09+▲0.08+▲0.06+0.01=▲0.56と計算できます。

³ 売却時点である1年ゾーンの利回りが変化しないことが仮定されています。

図表 5 総期間収益まとめ

残存年限	時価総額 (10億円)	時価 構成比	修正 デフレーション	利率 (%)	キャリー (%)	ロールダウン (%)	キャリー ロールダウン(%)	総期間収益 (%)
1-2年	116,787	11.7%	1.51	0.70	-0.17	-0.16	-0.34	-0.34
2-3年	91,444	9.2%	2.50	0.84	-0.13	0.04	-0.09	-0.43
3-4年	91,902	9.2%	3.47	0.77	-0.13	0.05	-0.08	-0.50
4-5年	79,206	7.9%	4.43	0.73	-0.13	0.06	-0.06	-0.57
5-6年	51,825	5.2%	5.40	0.88	-0.10	0.11	0.01	-0.56
6-7年	55,573	5.6%	6.35	0.88	-0.09	0.13	0.05	-0.51
7-8年	53,024	5.3%	7.31	0.81	-0.05	0.28	0.23	-0.28
8-9年	55,271	5.5%	8.27	0.73	-0.00	0.37	0.37	0.09
9-10年	48,142	4.8%	9.16	0.71	0.03	0.34	0.37	0.46
10-11年	16,439	1.6%	9.55	2.16	0.07	0.45	0.52	0.99
11-12年	19,343	1.9%	10.40	2.09	0.13	0.52	0.66	1.64
12-13年	22,338	2.2%	11.21	2.12	0.18	0.61	0.79	2.43
13-14年	24,198	2.4%	12.05	1.95	0.23	0.63	0.86	3.29
14-15年	22,651	2.3%	12.97	1.80	0.27	0.69	0.96	4.25
15-16年	25,397	2.5%	13.77	1.65	0.32	0.70	1.02	5.27
16-17年	24,906	2.5%	14.61	1.71	0.39	1.04	1.44	6.71
17-18年	26,830	2.7%	15.51	1.56	0.44	0.87	1.31	8.01
18-19年	24,558	2.5%	16.57	1.28	0.49	0.88	1.37	9.38
19-20年	21,845	2.2%	17.49	1.01	0.54	0.73	1.28	10.66
20-21年	6,285	0.6%	15.94	2.47	0.62	0.15	0.77	11.43
21-22年	7,375	0.7%	17.37	2.25	0.65	1.05	1.71	13.14
22-23年	7,665	0.8%	18.12	2.25	0.67	0.57	1.23	14.37
23-24年	9,174	0.9%	18.93	2.09	0.69	0.40	1.09	15.46
24-25年	9,460	0.9%	19.83	2.01	0.70	0.44	1.14	16.60
25-26年	8,200	0.8%	20.60	1.87	0.70	0.29	1.00	17.60
26-27年	10,997	1.1%	21.45	1.79	0.72	0.42	1.15	18.74
27-28年	12,467	1.3%	22.33	1.61	0.74	0.42	1.16	19.91
28-29年	13,982	1.4%	22.70	1.34	0.75	0.04	0.80	20.70
29-30年	10,451	1.0%	23.70	0.71	0.76	-0.14	0.62	21.32
30-31年	2,747	0.3%	15.23	1.80	0.74	-2.63	-1.89	19.43
31-32年	2,857	0.3%	17.53	1.74	0.78	2.10	2.88	22.31
32-33年	2,880	0.3%	18.49	1.65	0.80	0.25	1.05	23.36
33-34年	4,467	0.4%	18.31	1.53	0.78	-0.12	0.66	24.02
34-35年	4,808	0.5%	17.65	1.10	0.73	-0.87	-0.14	23.88
35-36年	2,579	0.3%	27.47	1.90	0.88	6.63	7.51	31.39
36-37年	2,599	0.3%	28.58	1.70	0.90	0.34	1.23	32.62
37-38年	2,797	0.3%	30.02	1.41	0.91	0.42	1.33	33.96
38-39年	2,729	0.3%	35.31	0.43	0.87	0.46	1.33	35.29
39-40年	147	0.0%	33.13	0.81	1.17	0.02	1.19	36.48
合計(時価加重)	996,347	100.0%	8.76	1.10	0.10	0.27	0.37	3.51
キャリーロールダウン < 0	386,896	38.8%	3.11	0.77	-0.13	-0.04	-0.17	0.00
キャリーロールダウン ≥ 0	609,451	61.2%	12.34	1.32	0.24	0.48	0.72	5.75
総期間収益 < 0	539,762	54.2%	3.88	0.79	-0.12	0.04	-0.08	-0.45
総期間収益 ≥ 0	456,585	45.8%	14.52	1.48	0.36	0.55	0.91	8.20

(注) 2017年4月末時点。キャリーロールダウンは1年間の値

(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

マイナス金利への対応

財務省公表の対外対内証券投資データによると、本邦機関投資家では、生命保険会社が2015年度、2016年度ともに大幅に外国債券投資を増加させていることがわかります(図表6)。さらに、主要生命保険会社の2017年度運用計画によると、多くの生命保険会社が為替ヘッジ付外国債券及び為替オープン外国債券を積み増す意向を発表し、ある生命保険会社は為替ヘッジ付外国債券からオープン外債へのシフトも示唆しています⁴。また、基本的に順張りの投資を行う銀行勘定が金利上昇局面で大きく売り越しとなる一方で、年金基金の動きを表すとみられる信託勘定には大きな変化はありませんでした。

図表 6 本邦機関投資家によるネット外国債券投資

	(億円)		
	銀行勘定	生命保険会社	信託勘定
2014年度	42,135	17,795	30,586
2015年度	51,326	55,240	29,516
2016年度	-41,179	77,388	20,581
2016年4月	-6,983	9,820	969
2016年5月	-7,184	8,701	1,871
2016年6月	1,591	10,562	3,134
2016年7月	26,857	20,378	1,612
2016年8月	-667	10,669	3,080
2016年9月	-3,008	8,581	-641
2016年10月	-2,428	9,364	1,220
2016年11月	-2,665	1,950	-1,213
2016年12月	-12,405	-2,391	3,222
2017年1月	-19,697	1,598	3,844
2017年2月	-10,912	-955	2,123
2017年3月	-3,678	-890	1,361
2017年4月	-56,606	3,308	5,240

(出所) 財務省のデータより野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

外国債券投資等のデータには変化が現れていませんが、以下のような投資対象や投資手法の拡充について、従来までは行っていなかった年金基金の中でも検討する動きがみられています。

⁴ 為替水準や為替ヘッジコスト次第で、為替ヘッジ付き外債とオープン外債への投資を使い分けるとしている生命保険会社もあります。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

- ① NOMURA-BPI総合からマイナス利回り部分を排除したパッシブ運用の検討。
- ② 国内債券アクティブ運用の多様化の中で、マイナス金利対応となるプロダクトを評価する⁵。
- ③ 従来から行っている国内債券内での為替ヘッジ付き外国債券を増額。
- ④ 流動性の低いオルタナティブ資産への投資の検討。

まとめ

2016年9月に、日本銀行により、金融緩和が強化されるかたちで「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が導入されました。他方、米大統領選挙でトランプ氏が当選し、FRBが追加利上げを実施する中で、日本国債利回りも超長期ゾーンを中心に上昇に転じています。しかし、足元でも、短期ゾーンから残存9年程度まではマイナス利回りのままです。

ただし、年金基金にとっての本質的な課題は、マイナス利回りそのものではなく、債券投資から得られる利回りが低下し続けてきたことにあります。こうした状況の中、債券利回りの拡大に向けて、デュレーションの長期化やクレジットリスクの拡大だけでなく、流動性リスクを増やす等の従来とは異なる取り組みもみられます。一方で、年金基金の特性を考慮し、許容できるリスクを評価したうえで資産運用を行っていくという姿勢の重要性は、従来から変わらないと考えます。

⁵ 例えば、キャリーロールダウンの大きいゾーンに投資する商品等が注目されています。

— 次号のお知らせ —

次号は

6月5日(月)

発行予定です。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合)、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。