



I-OWA マンスリー・セミナー講演より 金利はどこへ行ったの？

講演：有江 慎一郎氏
レポーター：赤堀 薫里

プロフィール：有江 慎一郎氏, CFA

アムンディ・ジャパン株式会社 ディレクター 運用本部 債券運用部長

1991年九州大学経済学部卒業、千代田火災海上保険(現あいおいニッセイ同和損保)入社時に有価証券部に円建債券ファンドマネージャーとして配属され、円建債券ポートフォリオ運用、国債先物やオプションのトレーディング、金利デリバティブ・仕組債の考案・投資などを担当。その後も一貫して資産運用業務に携わり、千代田火災ロンドン投資現法にて欧州株式投資、トヨタアセットマネジメント(現三井住友DSアセットマネジメント)では外国債券のアクティブ、パッシブの両スタイルの運用に従事し、2004年7月ソシエテジェネラルアセットマネジメント(現アムンディ・ジャパン)に内外債券のシニアファンドマネージャーとして入社。2006年7月に債券運用部長に就任し日本における内外債券運用を統括。現在、横浜国立大学経営学部非常勤講師も務める。

横浜国立大学大学院国際社会科学部博士課程前期修了(MBA)。CFA協会認定証券アナリスト。

金利は、バリュエーションのベースにあるものであり、資金調達の一つの手段。株式とデットという比較の中で役割を発揮すべきものです。今は未曾有の低金利です。私がこの業界に入ったのは91年。日本では日銀がバブル崩壊後初めて利下げを行ったのが91年7月。そこからひたすら金利が下がっている。私も金利が下がっていることしか知らないという世代です。しかし、金利がマイナスになるとは誰も思っていませんでした。金利にはゼロという制約があり、それ以上下がらないと、皆が思っていました。まさか金融の理論、投資の理論にもマイナスになると想定されていなかった。

満期一年以上を債券とすれば、ドイツは2年金利が2013年ごろに、一度マイナスに突っ込み、その後、ふらふらしていましたが、2014年からは恒常的にマイナスの状態が続いています。この間、日本はこれに追従して2年物金利がマイナスに入ったのは2015年くらいです。実はドイツの後であり、マイナスの深さもドイツのほうが圧倒的に深い。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

マイナス金利が始まったのはドイツが先ですが、低金利であえいだ期間が長いのは日本の方です。現状、20 数か国で構成されている世界国債インデックスのうち、利回りがマイナスになっているのはインデックスの時価総額の 30% ぐらいです。さらに 62% の金利が 0~2%。つまり、9 割以上が 2% 以下に占められてしまうという、異常に低い金利だという状態です。国債だということもありますけどね。

金利はどこへ行ってしまったのだろう。金利を稼ぐためには何をしなければいけないのか、ということ、我々が頭を悩ませているところです。今後、金利はさらに下がるのかという話です。米国の FF レート、政策金利ですが 1.75% に設定されています。FF の先物があります。先物取引は、1 ヶ月ごとに限月があって、そのプライスをとっていくと 1 ヶ月後、2 ヶ月後、3 ヶ月後と FF 金利がどうなっていくのか、市場が今、どう予測しているのか読み取れます。これを見ると、あと 2 回弱の利下げを織り込んでいるのかな、というのが一応見ることができます。12 ヶ月後までに 1.3% まで下がってきているので、まだ下がるとみている人が多いようです。



ただ、ここ 2~3 年注目されているドットチャートというものがあります。これは、FOMC (連邦公開市場委員会) の中で、投票している人達が、何年後の政策金利がどこにあると思うのか、ドットで表しているものです。当然この投票のメンバーの中にはハト派も、タカ派も、中間の人達もいるので、中央値がどこにあるのかをみんなが注目しています。

2019 年の中央値は 1.5~1.75% の辺りにいます。実は「今の水準が底です」と考えている人、中間の政策投票者は、ずっとここが真ん中だと思っています。ただ 2021 年には、少し上の方向かなと見始めています。数ヶ月前とは、ドットチャートの形状が変わり始めています。もしかすると、1.75% が底かもしれないですね。現実には米国の指標も底入れしてきたかなという話も最近出てきています。

ただマーケットの話をする、今は景気の見通しが非常に効きにくい市場になってしまっています。なぜならば、金利を動かしている要因が、経済ではなく政治になってしまっているからです。トランプさんの一言で物事は全部変わってしまう。気まぐれに何か発言すると、そのたびに反応してしまうので、なかなか予測が付きにくいという市場です。前からやらないようにしていますが、先行きの見通しに基づいた投資行動はやらずに、今の市場の中で、どこに価値があるのかということを見て、今の中で割安なものに投資をするというのが、一番堅い方法なのかなと考えています。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

この後、講演では、昨今の利回り向上策として、期待リターンを引き上げるために増やせるリスクの種類についての説明。また、金利水準を離れて ESG 投資、グリーンボンド、その他インパクトボンドについて現状をわかりやすく解説くださいました。



I-OWA マンスリー・セミナー座談会より 有江 慎一郎氏とのフリー・ディスカッション

岡本 | 有江さんありがとうございました。久しぶりに「金利」という言葉もあったんだと思いました（笑）。歴史の中に存在しているようになりつつあるかもしれない。金利の本質ってなんでしょうね。時間価値ですかね？

有江 | 時間価値ですかね。今大学の非常勤講師をしていますが、「そもそも金融とは何か？」というところで、最初に、「普通預金の金利と、定期預金 1 年ものの金利の利回りの違いは、お金を自由に使えない不自由な期間なので、その分プレミアムを払わなくては行けない」と話しています。そうすると金利は時間の価値だと思います。

岡本 | そこにクレジットや流動性、そういうものが上乗せされてくる。一番根っこにあるものは、私は時間価値だと思います。時間価値が収縮するということは皆が我慢しなくなったということでもあります。時間価値は、今、我慢して大きな喜びを得るということです。みんな今の喜びを優先しようとして将来をあまり考えなくなってきた。そういう風潮によって金利がゼロになってきているのではないかという気がします。あるいは金利がゼロになってそうってしまったのかもしれない。それがショートターミズムを生み出している気がします。いかがでしょう。



有江 | 目から鱗ですね。確かにおっしゃるとおりですね。我慢しないから金利が下がるというのはそうだと思います。我慢できていないのはおそらく政府だと思います。政策当局者が目先のことばかりに気を取られて、中長期的に何か政策をうつということがあまりできていない。今の目先の人気取り。

岡本 | 財政の問題に対しても、とりあえず先送り。いずれなんとかなるだろうみたいなね。

有江 | 今、目の前にある痛みをどうにかして見えないようにして先送りする。痛みを伴うような改革はやらない。気持ちの良いことばかり言っているというところに尽きるかもしれません。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

岡本 | それは、不健全な部分があると思います。よく中学校や小学校へ授業に行くと、「勉強が自分のためだということを初めて聞きました」という子どもが結構多いのです。みんな今の楽しみを重視している。我慢して勉強することによって、将来大きな喜びが得られるというところに発想がいていない。だから勉強したり学んだりということが自分にとって嫌なことになってしまっている。短期的な風潮が強まってきていると感じます。そういう意味で長年続いているゼロ金利やマイナス金利は非常に不健全性を生み出しているのではないかという感じがします。

有江 | そうですね。日本の企業行動を見ていて思うのはバブル崩壊以降、非常に大変な時期を過ごしていますが、あの辺で40代くらいだった人たちが企業のトップにいる。あの当時何をして出世したかという、企業も政治家も、リスクを取らないで、目先を上手くやり過ごすことばかりしてきた。そういう人が出世している。そこから思考を変えていないのが非常に大きいのかなと思います。

参加者 | 金利は時間価値というのはその通りだと思いますが、もっと正確に言うと、金利の水準が時間価値である。「金利とは何か？」もう少し前の段階に戻って考えると、基本的には人のお金の使用料です。需要がないということはないでしょうけど、お金がだぶついている。異常事態が続いているがゆえにMMTみたいな変なモノが出てくるわけですね。

有江 | 今、MMTを肯定的に捉えている人たちが増えている気がします。

岡本 | 借りたお金はちゃんと返さなくてははいけない。

有江 | どうしても経済理論は、モデルを説明するのに前提をかなりがっちり決めないといけない。かなり非現実的な前提をおいて、あくまでも変数が一つか二つ、そこだけ動かして物事を考える。MMTが成立するには、ファイナンスが全部国の中で収まっているという大前提があります。日本ですら外国に資金調達を依存していますから、成立しない話ですね。

岡本 | 国の中で収まっているだけでなく、海外も含め日本の中で貸した人と借りた人がいて、その間で関係が収まらないといけない。全部、日本人が出しているお金ではないのだから、問題ないと本当に言えるのかどうか。終戦直後ですけど、1946年に財産税を導入して、戦時国債を償還した。財産税を取って戦時国債を償還して、それでデフォルトがないという主張が成り立つのか。個人の犠牲のもとに国はデフォルトを避けたわけでしょ。でも借りているのは個人から借りている。確かに徴税権があるから国は税金を取れるのでしょうけど。やはり国の借金は問題ないという議論は個人から考えれば難しいと思います。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

参加者 | 株式と債券は違うかもしれませんが、ESG 関連の投資をして、債券のパフォーマンスとの相関をどう見ますか。

有江 | 債券ではほとんどないですね。むしろこちら側としてはプレミアムを払わされるに近い感じ。利回りとしてはディスカウントで買わなくてはいけない。安く買うというよりは割高で買うので、必ずしも良くない。市場のインデックスと比べても良くない。グリーンボンド・インデックスというものあまりぱっとしない。かつ、グリーンボンドを運用している人が、グリーンボンド・インデックスと運用を比較しても必ず良くない。それはマーケットがそもそも小さい。大きな債券市場の中では一握りしかありません。そこに機関投資家が集まると割高になってしまう。思った通りのモノが買えていないと、パフォーマンスとしても難しい。

岡本 | ESG が新たな利益チャンスを生み出すモノなのか、コストなのか、昔からずっとある議論ですよ。株も債券もみんな同じことだと思います。例えば、今、多くの問題があることも確かです。そこを打開していくためには何か必要で、そこにビジネスチャンスがあることも事実です。それを本当にチャレンジしてやっていくために債券を発行する、あるいは株式を発行するのであれば、それは価値のあるビジネス判断だと思います。そうではなくて、ESG という冠をつければ売れない投信も売れる。ESG 的な指数ができていれば、それに連動して運用をすると年金資産も世間の批判をかわしやすい。そのように使われがちになってしまっていることは、逆に悪用ですよ。

参加者 | グリーンボンドで資金を集めたとして、実際に資金を活用しているものがあれば具体的に教えてください。

有江 | 結構、発行されています。日本で出されているものは、銀行さんが多いですね。銀行さんは出した債券で調達した資金を、結局、融資というかたちでグリーン・プロジェクトに貸し出すのがほとんどです。債券で資金調達ができないくらいの規模の事業体にお金を貸し出すことで、グリーン事業にお金を貸すことが多いと思います。最近 REIT や不動産関係の会社が、グリーンボンドを出しています。商業施設を作るときに、環境に優しいとか、エネルギー効率がいいグリーン・ビルディングを建てる資金調達をしています。日本はそれに偏在している気がします。

参加者 | その辺の検証は銀行がしていますか。

有江 | そうですね。貸出しをすれば当然グリーンの中身をちゃんと見て、借りた側もちゃんと報告しなければいけない。グリーンボンドを出したら、銀行はまとめて定期的にレポートを出さなくてはならないので、貸し込んだ企業の追跡をするということをしています。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

岡本 | 「日本はこれから成長しないのですか？」とよく聞かれます。私は少なくとも、しばらくは成長しないのではないかなという気がします。それは、かなり豊かになっているからです。格差は広がっています。でもトータルで見た日本の豊かさはそれなりにかなりものになっていて、それをどんどん増やしていく必要は本当にあるのかどうか疑問に思います。

毎日、日本酒一合飲み、翌年も毎日、一合ずつ飲んだとします。これはゼロ成長です。一合ずつ飲んでとっても幸せ。成長するというのは、2年目から一合とおちょこもう一杯。それが成長でしょ。3年目には一合とおちょこ二杯。それを続けていけば、いずれアル中になる。無理やり成長を続けようというのはそれに似ている気がします。成長よりも豊かさ。そこをどういう視点から考えるのか。気象、環境の問題などを含めトータルで見た幸福感を如何に最大にしていくかが大切です。グリーンボンドも良い試みだと思うので本当に豊かに貢献するツールになってほしいです。今日はありがとうございました。