

「ペギング（釘付け）」とは

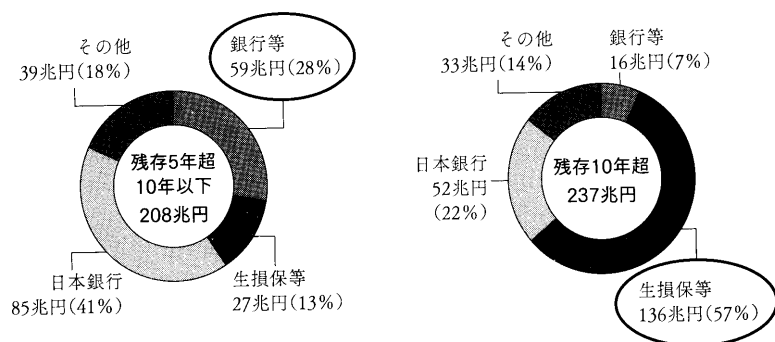
2016年9月に決めた日本銀行の長期金利ターゲットは、「日本版ペギング」ともいえる。

そもそも「ペギング（釘付け）」とは、米国の1940年代から引年の連邦準備制度理事会（FRB）と財務省のアコード（合意）までの時期、中央政府（財務省）とFRBの間の暗黙裡のコミットメントにより長期金利の天井が2・5%であるとのコンセンサスで長期金利を安定させた局面を指すものだ。筆者も著作等を通じ過去20年近く間置息識をもって取り組んできたテーマだったが、実際に日本で行われだしたことを感慨深く思っている。

国債金利は、通常、残存期間ごとに異なる利回りとなっている。ちなみに2017年1月27日時点の金利水準は、1年・▲0・27%、2年・▲0・19%、5年・▲0・09%、10年・0・08%、20年・0・65%、30年・0・84%、40年・0・99%である。

ここで金融機関が活動する領域を、イールドカーブのなかで年限として考えることにする。資金調達構造を勘案すれば、預金など短期の資金調達が中心の銀行業界は、概ね10年ゾーンまでの世界が活動領域となる。一方、10年超の長期の負債構造をもつ生保・年金分野は、10年超の超長期ゾーンが活動分野の中心になる。

図表 1. 2 2015年度末の国債の所有者別内訳（残存期間別）



一般的に銀行の収支の源は、長短金利差にある。すなわち、銀行は短期で資金を調達し、その資金を長期で運用することによって収益を稼ぐのが基本である。銀行の機能の源泉は短期の資金を長期の資金に転換させることにあり、その変換を行う「器」としてのインフラ機能を銀行が担ってきた。

「水中生活」を生き抜く「LED 戦略」

以上のような「水中生活」でいかに生き抜くのか。マイナス金利という「金利水没」のなかで資産運用を行うには、後段で詳述する「LED 戦略」すなわち、「①長期 (Long)、②海外 (External)、③金利以外の多様なリスク (Diversified)」の3分野しか選択肢はない。

まず、「L」の長期化については、日本では10年までの金利が水没したなか、銀行でも自らの本来の活動領域を超えた超長期ゾーンに踏み込む動きも生じうる。

次に、「E」の海外については、まだ金利が沈んでいない国を探して、投資せざるをえない。

第3に、「D」として、多様な対象に視野を広げる必要もある。少しでもスプレッドがついたクレジット商品に投資対象を拡大することになる。その延長線上でハイイールド債、バンクローン等の商品も対象になりやすい。また、手数料収入等による収益の多様化への模索も必要だ。

いずれにしても、銀行は「水中生活」のなかで生き残るべく、フロンティアを探す必要がある現実を認識せざるをえない。

~~~~~

## ALM

アセット・ライアビリティ・マネジメント (Asset Liability Management)

ALMとは、金融機関が、さまざまなリスクを想定して、資産・負債を総合的に管理すること。これにより、金利や為替の変動等の市場リスクや、流動性リスクをコントロールし、リスク発生時にも損失を最小限に抑え、一方で、収益の極大化を目指す。

~~~~~

世界の多くが水没するなか、**米国は金利がプラスで浮かんだような「浮き輪」**でもあった。事実、2015年後半以降、世界の先進国の主要中央銀行のなかで、米国のFRBだけが利上げ局面にある。一方、日本や欧州のように世界の主要地域が「水没」したなかで米国だけが利上げを行ったことで、日本や欧州の「運用難民」が米国の「浮き輪」目がけて押し寄せる状況は、ドル高圧力を強める。ただし、ドル高は米国の輸出を妨げて成長の重石となるだけに、過度なドル高を米国は好まないだろう。

米国だけが世界の金利水没のなかで浮かんだ「浮き輪」のような状況下、日本からも大挙して、生損保、年金、さらには大手機関投資家であるゆうちょ銀行等が、一斉に米国債券に向かった。

また、為替リスクを回避しつつ米国債の金利を得るべく、ヘッジ付き外債へのニーズの高まりが、ベーススワップの大幅な拡大を生むことになった。このベーススワップの拡大は、日本からの海外投資の制約になったり、日本の金融機関のドル資金調達コストの上昇要因となったりした。この現象も、日本から米国へ向かう資金の需要が生じたなかでの自然な需給関係を反映したものと考えることができる。

ここで、改めて、**マイナス金利の背景にある国債の位置付け**を明らかにする必要がある。今日、マイナス金利に至った背景には1990年代以降のバブル崩壊とバランスシート調整があったが、その

なか、国債をめぐって金融政策と金融機関は一体的な関係にあった。金融機関経営にとって国債は不可欠な存在であったことを以下で明らかにしたい。

一般的に、**国債は財政赤字垂れ流しの浪費によって積み上がったとの見方があるが、そう単純ではない**。筆者は長らく、国債は過大な債務を肩代わりして膨れ上がった「身代わり地蔵」であると説明してきた。

国債はバランスシート調整に伴う損失処理のプロセスのなか、段階的に債務を肩代わりし、「時間を確保する器」の機能を果たす。悪く言えば、**債務問題の「先送り道具」**でもあった。

マイナス金利は別の分野の金融崩壊をもたらしている。運用難から公社債投信は2015年12月以降、資金流出が続いており、純資産総額はピークとなった2001年7月の44兆円から足元は13兆円にまで減少している。

長期公社債投信は国債や社債などで運用する安全性の高い金融商品であり、1961年に誕生した日本で最も歴史の長い公社債投信である。しかし、2016年3月以降、大手アセットマネジメント会社が相次いで**長期公社債投信の受付を停止**した。

また、短期金利がマイナスに沈むなか、短期運用は一層深刻な運用難に陥った。残存期間5年未満の国債などに投資して安定運用を目指す**中期国債ファンド**はマイナス金利の影響で繰り上げ償還され、2016年7月に**残高ゼロ**となった。

MMFは、短中期の公社債や短期金融市場で運用する安全性の高い金融商品である。預金の代替として普及し、最盛期には21兆円規模に増加していた。しかし、マイナス金利政策下では、低リスクで預貯金よりも高い利回りを確保するといった商品性を維持できなくなり、2016年4月以降、投資家に資金を償還する連用会社が増えた。遂に、翌16年10月には事実上、**MMFが残高ゼロ**となり、24年間の歴史に幕が引かれた。

MMFから流出した資金は、証券口座のなかで決済機能がある**MRF**（マネーリザーブファンド）や銀行の預貯金にシフトしたとみられる。いくつもの金融商品が存続できなくなるという状況に至っている。

日本の投資家が外債運用で余計なコストを払っているということは、反対側にいる海外投資家は、**その分だけ利益を得ていることになる**。海外投資家は、日本の機関投資家が円を外貨に交換する際に支払うコスト分を、投資利回りにプラスして運用することができる。

特に、世界的にドルに対する需要が強い現状は、ドルを本国通貨とする投資家や企業からすれば千載一遇のチャンスである。ドルを持った海外投資家は、日本の債券市場でも有利な投資を行っており、国債流通市場におけるプレゼンスを急速に高めている。外国人投資家の日本国債保有比率も10%程度まで上昇するに至っている。

日本国債の利回りは、円建てではマイナスであっても、ドル円ベーススワップ取引を利用すれば、ドル建てでプラスの利回りで運用することができる。**ドル資金を保有している海外投資家からみれば、米国債で運用するよりもドルヘッジ付き日本国債で運用する方が高い利回りで運用することができる**。

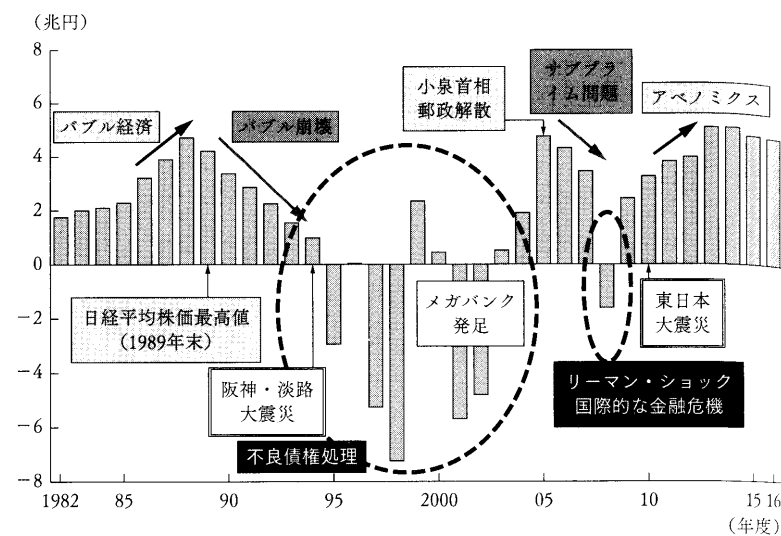
日本では、年金の運用規制として「5・3・3・2」規制が1997年まで実施されてきた。これは、元

本保証資産（債券・貸付金等）50%以上、国内株式 30%以下、外国証券 30%以下、不動産 20%以下の都合で運用すべしというものである。

また、株式や債券といった**伝統的資産の相関関係が強まり、リスク分散**

効果か低下するなかでは、伝統的資産のリスクプロファイルとは異なる新たな資産クラスで運用することが注目されている。

図表3.1 邦銀の経常利益推移



(注) 2016年度は、上期利益を2倍した数値で記載

(資料) 全国銀行協会より、みずは総合研究所

08年度はリーマン・ショック（世界金融危機）の影響で赤字に陥ったものの、09年度以降は回復基調を続けて**13年度（2014年3月期）には史上最高益**を記録している。

ただし、2014年度以降は、日本銀行の異次元緩和継続がもたらす超低金利環境のなかで国内利鞘が縮小し、直近の16年9月期では、マイナス金利政策が追い打ちをかけて減益となっている。

それでも、不良債権処理に苦しんだ時期と比べれば、ここ**数年の邦銀の利益水準は相応に確保されている。**

2016年1月のマイナス金利政策導入決定後、貸出金利回り、有価証券利回りは大幅に低下している。日本国債の金利水準は、同年11月の米大統領選以降は戻り基調になっているとはいえ、マイナス金利政策導入前の水準には達していない。「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の下で、**10年ゾーンは0%を中心とした水準を想定**しており、金融政策の変更がなければ、10年以下の「金利水没」は解消しがたい状況にある。

邦銀の預貸ギャップ（預金－貸出金の差額）を業態別にみると、都市銀行で拡大基調がみられる。都市銀行における2016年9月末の預貸ギャップは130・7兆円（2015年3月末比+21・6兆円）と拡大している。預金が317・1兆円（同+7・5%）と増加した一方で、貸出金が186・3兆円（同+0・2%）と小幅な伸びにとどまったためである。

預金の高い伸び率は、マイナス金利政策の下で短期市場性運用手段がほぼ消失したことによる運用難から、**機関投資家の短期運用資金が銀行預金に流入**したことも影響している模様である。これまで銀行員は、預金を集めることが第一と考えてきたが、**今日の環境では、いかに預金流入を抑制**するかが必要になっている。

ECBは、2014年6月に**マイナス金利政策**を導入した。ECBのマイナス金利政策導入の目的は、日本銀行と同じく**物価の安定**である。

金融危機を通じて、多くの問題が明らかになった。それは、①銀行の過大なリスクテイクを防げなかったこと、②銀行の自己資本と流動性が不十分であったこと、③「**Too-Big-To-Fail**（大きすぎて慣せない問題）」が生じたこと、④金融規制・監督の一貫性やリスク感応度の欠如により金融規制・監督のアービトラージ（裁定行動）が生じ、銀行行動・市場に歪みが生じたこと、⑤証券化商品に代表されるような金融商品の複雑化と金融市場の国際化により**リスクが見えにくくなり**、かつリスクが広がっていったこと、といった点である。

2008年の世界的な金融危機までは、金融というものを「経済を支えるだけでなく、一つの成長産業」と位置付けていた。しかし、金融業界における過度な競争がモラルハザードを生み、金融危機を生じさせてしまったとの認識から、一転して各国政府は、**金融を「社会インフラ、すなわち公益産業」に戻すことに腐心**してきた。金融規制の強化は、この動きを端的に示す事例である。

銀行のバランスシートは、**預金、貸出、債券**といった**デットの塊**である。すなわち、銀行ビジネスはALMミスマッチを積極的に取りつつ、運用・調達**の利鞘**を収益源とするものである。したがって、金利がマイナスとなる世界では、最も影響を受ける業態といえる。基本的なビジネスモデルが金利の世界で成り立っているため、**金利がない世界ではフロー収益を確保することはできない**。

銀行にとって、**金利がマイナスとなる事態は、利鞘縮小で預貸業務からの撤退を迫られる死活問題**である。1990年代までのメインバンクは、低金利で貸出が収益を生まなくなっても生き残れる資産を持合株式という形でもっていた。経済が成長している間は、持合株式の含み益がさらに増加して銀行の体力を高めた。企業の負債と株式の両方をもつことは、収益面でもリスクの面でも銀行と企業とが一心同体であったことを意味する。

メインバンクの貸出は回収することができず、実質的には株式投資か肩代わりまで含めればそれ以上の高いリスクをもっている、さながら「疑似エクイティ」だった。メインバンクは、疑似エクイティの供給と持合株式を基盤に、企業経営と一体となる形でデットガバナンス（債務者統治）を行ってきたのである。

しかし、バブル崩壊で、企業と銀行が一体であることが不良債権問題を大きくすることにつながった。特に、メインバンクが非メインバンクから業績不振の企業向け貸出を肩代わりさせられる状況が、事態を一層深刻にしたのである。メインバンクはメイン寄せによって不振企業を支えるコストを支払い続けた。一方、非メインバンクは平常時には貸出からの収益を確保しつつ、貸出が不良債権化すればメインバンクに貸出を譲り渡す戦略で、結果的にリスクを取らずに収益を生むフリーライダーになりやすかった。

~~~~~

疑似エクイティ：擬似エクイティ融資に定まった定義はないが、メインバンクが「長期運転資金」として元本のロールオーバーを繰り返す形で供給する短期融資、というのが一般的な理解であろう。

~~~~~

不良債権が増加するにつれてメインバンク依存が強まった結果、割に合わなくなったメインバンク制度はそのままで存続が困難になった。そして、企業と銀行を一体としてきた株式を銀行のバランスシートから切り離すことで、金融システムの再構築が始まったのである。今でも銀行が株式を保有することに対するハードルは高い。

金融庁 金融審議会

地域銀行の証券子会社は、目下のところ個人向け業務が中心となっている。個人の資産形成ニーズが多様化し、メガバンクや大手証券も個人向けの資産運用コンサルティング業務を強化するなか、地域銀行にとって証券子会社を活用した「銀行+証券というチャンネルの複線化」は、顧客基盤の拡大や流出抑制を図るうえで、有効な手法の一つとなっている。本当か？

しかし、公的年金制度の持続性を高めて将来の給付水準を確保することを目的とする、年金額の改定ルールの見直しを盛り込んだ改正国民年金法が2016年12月に成立した。

これを受けて、新たなマクロ経済スライドが2018年4月より施行される。年金の名目額が前年度を下回らない措置を維持しつつ、賃金・物価上昇の範囲内で前年度までの未調整分を含めて調整する。すなわち、デフレ時に見送られたマクロ経済スライドの年金抑制分を、翌年以降の物価と賃金上昇時にまとめて調整することになる。

これに加えて、2021年4月からは賃金変動が物価変動を下回る場合に、賃金変動に合わせて年金額を改定する考え方を徹底することも盛り込まれた。新たな改定ルールでは、物価が上がっても賃

金が下がれば、賃下げ幅に連動して年金が減額される。また、物価と賃金の両方がマイナスならば、**下げ幅が大きい方に連動して年金給付が減額**される。

現状でも、年金生活者の多くは金利低下によって大きな影響を受けている。しかし、急速な高齢化や社会保障費の増加に歯止めがかからなければ、今後も年金給付の抑制等によってセーフティーネットが低下する可能性は否定できない。

イーベストメント社によると、2016年のヘッジファンドからの資金流出は1060億ドルに上り、2009年以降で最も大きかった。**投資リターンはS&P500指数に見劣り**する一方で、運用報酬は引き下げ圧力を受けているが依然として高いとの批判もある。

ヘッジファンドだけでなく、**通常のアクティブファンドもパッシブ（インデックス）ファンドの収益を上回ることが難しい**。投資家の運用に対するコスト削減圧力は強まっており、ETFやインデックスファンドへの資金シフトは継続している。

伝統的な金融政策の考え方からすれば、**中央銀行が株式を購入することはタブー**であった。それは、バランスシートが毀損すれば**通貨価値が低下して悪性インフレを招く**との懸念からである。しかし、日本銀行は2002年11月に初めて株式を購入して以来、株式保有を増やしている。一方、先進国の主要中央銀行では、世界金融危機後、信用緩和として民間クレジットを積極的に買い入れた一方、**株式の買入は実施していない**。

当初の目的は、金融機関による保有株式削減努力をさらに促すことであり、金融機関が保有する株式を買い取るものであった。日本銀行による金融機関保有株式買入は、2004年9月にいったん終了したが、世界金融危機を受けて2009年2月から10年4月まで再度実施された。この段階までの株式買入は、金融システムのための措置という色彩が強い。

2016年9月に日本銀行は、「量的・質的金融緩和」「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の下での経済・物価動向や政策効果について総括的な検証を行った。これを受けて発表された「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は、量の制約を離れ、追加緩和要請の呪縛からも解かれて、**2020年を展望した持久戦に向けた歴史的転換点**である。

物価目標が実現しないなかで、2016年は金融政策を極限まで試した年となった。その後の世界的な財政重視の動きを勘案すれば、2016年は金融政策の大きな節目である。

医学の世界でも同じ問題がある。医者にとって高血圧の患者の血圧を下げることは比較的簡単である。医学上、すでに効き目の高い薬が開発されており、医者はこれを処方すればよい。しかし、反対に低血圧の患者の血圧を持続的に引き上げるのは容易ではないという。同様に、経済学でもインフレを抑制する

処方箋はあるが、デフレに陥った経済を引き上げる明示的な処方箋は描けていないのが実情だ。

また IMF は、2016 年に発表した対日審査の年次報告書のなかで、日本銀行の金融緩和が長期化すれば金融システムへのリスクが増えると警告した。マイナス金利政策についても、銀行の収益低下という副作用を指摘している。また、長期間の国債買入継続は、国債市場の流動性の一層の低下と長期金利の急変動を生じさせて金融システムの不安定性を高める懸念も明らかにしている。

日本は政策の強度でいえば、最大規模の金融緩和策を行っている。日本のマネタリーベース対 GDP 比率は 80% 程度であり、米国やユーロ圏の約 4 倍の水準である。投資家は低金利地域で資金調達を行うキャリートレードを拡大させて、各国の金融市場の連動性を高めている。このため、低金利を生んだ市場の変動は、直ちに全世界に波及することになる。

マイナス金利政策に対する批判が高まった時期、有識者の間でもヘリコプターマネーの是非が大きな論点となったことがある。ヘリコプターマネーとは、中央銀行が永久国債を買い取ることで政府の財政拡張の原資を供給するというものである。先の FTPL で想定する世界は、ヘリコプターマネーに近い側面もある。

政府は国債の償還が来ても借り換える必要がないため、安定的な資金調達が可能となる。市場を通じた国債発行でないため、国債市場の需給に影響を与えず、長期金利は安定することが期待される。金利を安定させることで国民の財政悪化に対する不安を軽減し、財政政策の浸透度を高める効果も期待できる。一方、中央銀行は永久国債に投資することでバランスシート残高（マネタリーベース）を維持できるため、金融緩和効果が続く。

ただし、理論的には中央銀行が自国通貨を無限に発行できるため、財政拡張に歯止めが利かなくなり、通貨価値が下落してハイパーインフレーションとなる懸念も生じやすい。このため、伝統的な考え方からすれば、ヘリコプターマネーは禁じ手であり、黒田総裁ほか日本銀行関係者も否定的な意見を示している。

・・・

歴史を紐解けば、国債発行は戦費調達のために行われるケースが多かった。ヘリコプターマネーが忌避されるのは、どんな理由にせよ一度財政規律を失ったら、覇権国家に向けて終わりなき軍備拡張路線を進むという潜在意識、すなわち再び戦争を起こしてはいけないという人道的な視点も大きく影響していると思われる。

確かに、異常な政策を終えることは容易ではない。非伝統的な金融政策でも確実に出口戦略を実行できるという信認がなければ、ヘリコプターマネーは危険な政策手段となるだろう。

1990 年代の日本の場合、バブル発生は財テクを含めた家計や企業の過剰投資だった。これが不良債権化することで金融機関のバランスシートは毀損し、金融危機に陥った。金融システムを守るため公的資金が金融機関に投入される片側では、国債発行が急増していた。問題債権とその処理コスト

が金融機関、政府へと段階的にシフトしてきたのが、**不良債権処理の本質**である。

国債は、企業の過剰債務を肩代わりして大きくなった「身代わり地蔵」だったといえる。企業も金融機関も負担を政府に肩代わりしてもらったため、収益面では課題が残るがバランスシートは健全化している。逆に、政府は「身代わり地蔵」として膨れ上がった**国債残高を、持続可能な水準まで低下させるための償還原資を稼ぐ必要に迫られている**。

大量に国債を保有した銀行を金利上昇が直撃すれば、債券含み損の拡大によって金融システム不安が高まる懸念がある。金融システムとして金利上昇への耐久性を高めるためには、国債保有を減らさざるをえない。金融機関・財政・金融政策の三位一体構造を維持するためにも、金利上昇スピードをコントロールする必要がある。

日本銀行の国債買入は、銀行が日本銀行に金利リスクを肩代わりしてもらい猶予期間に位置していると考えべきであり、この機会を捉えて銀行はポートフォリオ・リバランスを進める必要がある。

ヘリマネに歯止めがかかわなければハイパーインフレも。

すでに中国政府は、業績改善が望めない「ゾンビ企業」を破産させる方針を打ち出している。不良債権処理は、国有企業のみならず地方政府関連企業にも広がると見込まれる。

多くの地方政府は債券発行が禁止されるなど制限が課せられており、資金調達手段として LGFV (Local Government Financing Vehicle、地方政府が不動産開発の資金調達に利用する特別目的会社) を利用していた。中国本土における LGFV の債券発行額は 5・3 兆元 (84・5 兆円) に上るとみられ、不良債権処理を一部実施しただけでも金融市場の混乱につながる懸念される。

産業の過剰供給能力の削減と不良債権処理の加速は、中国経済の成長モデルが限界に達したことを示している。13 億人という世界一の人口を有し、**安価な労働力を武器として世界市場を席捲した中国経済の新興国成長モデルは、経済構造の急速な変化とともに成り立たなくなっている**。先進国が金融バブルの崩壊で低迷を余儀なくされるなか、21 世紀の世界経済に最も大きな影響を与えたのは中国経済であった。

中国経済の転換は、世界経済が新たな段階を迎えたことを意味する。今のところ中国は景気拡大を優先して、従来型の投資で景気後退を防いでいる。しかし中国経済の構造問題はさらに深刻化しており、改革の将来コストを高めている。中国が構造改革を終えて安定成長経済に入ったとしても、次に成長を牽引する国が見当たらなければ、世界経済の長期停滞が終わる保証はない。

今日の世界経済は牽引役が不在であり、かつてほどの成長が見込めない。このため各国は、限られたパイを奪うように外需頼みの景気回復を志向してきた。日本と欧州が主導してきた金融緩和策は、現実的には自国通貨を切り下げる近隣窮乏化戦略の面がある。

各国が近隣窮乏化策をとると、政治は保守化が進み、経済ブロック圏を作って囲い込みを図る。

今、世界は通貨戦争を通じた「新重商主義」の局面にあると認識すべきである。欧州はブロック化し、中国も新シルクロード計画で自らの経済圏を確保しようとし、米国も米国第一主義で保護主義的な方向を志向しようとしている。

通貨面では、「金利水没（マイナス）」に至る超金融緩和で実質的な通貨戦争が繰り広げられてきた。**世界で繰り広げられた金融緩和は、暗黙の自国通貨安競争**であった。通貨戦争のために極限まで金融緩和をやり尽くしたことが、2016年における転換につながった。同年7月には、**日米欧で長期金利の史上最低水準を記録**した。