

異次元の金融緩和と機関投資家の行動変化

徳島勝幸（ニッセイ基礎研究所）

今年の4月に日本銀行の黒田新総裁が導入した異次元の金融緩和（「量的・質的金融緩和」）と呼ばれる強力な金融緩和策は、野田前政権による衆議院解散方針の公表から進んだ円安・株高・金利低下を更に促進する意図のものであった。特に、金利に関しては、“イーロドカーブ全体の金利低下を促す観点”から、長期国債の買入れ対象を金額のみならず、年限としても大きく拡大している。

日銀の政策意図と手法がマッチしていたならば、黒田総裁が導入時の記者会見で述べたような“金利が下がり、リスクプレミアムが下がっていけば、投資家や金融機関、あるいは企業や個人などの主体は、他のポートフォリオに資産をシフトしていくわけです。そのようなポートフォリオがシフトしていく先には、色々な資産、例えば、株や外債やその他たくさんある”（2013/4/4 日銀総裁会見）とするポートフォリオ・リバランス効果が、発揮できたかもしれない。しかし、長期金利は、異次元の金融緩和が導入された時期を底として、ボラティリティを増しながら、1%を向う水準にまで上昇している。また、異次元の金融緩和によって買入れ額を増加するとした株式(ETF)やJ-REITにしても、その後、水準が急落しており、金融・資本市場全体の不安定さが増加してしまっている。

本報告では、まず、日本銀行が異次元の金融緩和を導入する以前と以後で、年金を中心とする機関投資家の行動にどのような変化があったかを、債券及び株式の取引状況を中心に概観することで分析する。続いて、低金利水準下で運用難に苦しむ機関投資家の対応として、複数の処方箋を提示するとともに、既存の運用フレームワークからの脱却を示唆する。主な見直し対象となるものは、静態的な資産アロケーション戦略、伝統的な市場インデックスのベンチマーク採用、インデックス運用への過度の依存、デリバティブ商品・証券化商品・オルタナティブ投資という三大アレルギーの存在、インフレに対応した投資商品の選択等である。

異次元の金融緩和は、“2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する”（2013/4/4 日銀総裁会見）とされており、時間軸の長さや具体的な出口戦略が明示されていない。税収の減少や金利上昇に伴う利払費の増加などによって政府財政の悪化が、ますます強く懸念される中で、アベノミクスの成否を占う意味からも、投資家の行動に期待されたような変化が出て来るかどうか、注目する価値がある。