

有価証券運用雑感

(社)農協共済総合研究所
常任監事

いち かわ ひろし
市 川 洋



1. はじめに

これは、筆者の全共連、全共連イギリス投資顧問株式会社時代における有価証券運用の実務とマネージメントの経験を踏まえた、機関投資家の一つの運用スタイルなどについて述べたものである。

多くの機関投資家は、従来より売買による運用リスクを回避し収益の安定化を図るため、堅実なインカム収益を重視した運用に取り組んでいる。しかし、厳しい経営環境下、ややもすると実力以上にキャピタル収益を追求したり意味不明な金融派生商品に手を染め、結果、傷口を大きくする姿がみられる。ここでは、金融証券市場の不透明な時代こそインカム収益中心の運用を徹底し、果実は内

部留保の充実に振り向け、その原資となる超過収益は信用スプレッド等に求めるもの、としている。充実した財務基盤を背景に持続可能で競争力のある運用を展開し、揺るぎ無い経営の健全性を目標とするものである。

2. インカム収益中心の運用に適した経済環境

わが国の経済成長率は1991年以降平均1%となり、低成長期に入り早いものでもう20年を迎える。労働人口の減少傾向には歯止めがかからず、かつては英国がその代名詞であったが、今やわが国が世界から先進衰退国などと呼ばれている。先進国の中でバブルの崩壊も最初で、衰退するのも最初となるのかどうか。現政権下でもわが国経済の成長の道筋は未だ明確ではない。戦略的な内需振興策は示されず、経済は相変わらず外需に依存せざるを得ない構造のままである。しかし、米国の過剰消費が早晚復活する訳もなく、また長期的にはともかく、僅か1年前まで輸出立国であった中国が、財政出動に頼らず内需中心の国家へと急変し、米国に代わり輸入を安定拡大することなど難しいことであろう。財政事情、デフレ、人口動態、不安定な政治情勢等わが国経済を取り巻く環境は厳しく、ひいきめに見て今後も経済は低成長を維持するのが精一杯であり、インカム収益中心の運用に適した時代が続くのではないか。

3. インカム収益中心の運用であるが、超過収益の追求が肝要

(1) 超過収益

第一に、機関投資家は、負債サイドの要請

から長期債券を時間分散により平準的に購入する手法が基本となろう。金利低下・安定局面で市場変動リスクが高い環境は、この手法にとって好都合である。第二に、時間分散による平準購入以外の部分で超過収益を求めることとなる。いわゆる運用力を問われる分野はここに求めたい。古典的ではあるが債券、株式の超過収益の源泉は信用リスクまたは価格変動リスクに求め、基本は、債券にあっては最終利回りを中心とした利息収入、株式にあっては配当収入を追求することとなる。超過収益は財務基盤の強化に振り向け、財務上の耐久力と運用戦略上の展開力を増進させ競争力の強化を図るべきである。

債券の例で言うと、日本の長期金利は2000年以降一度も2%を超えることがない中、2000年代中盤に国内の超低金利市場から高金利通貨国の債券投資にシフトした金融機関は、為替変動が小さかったことにも助けられ、二桁台の良好なパフォーマンスを享受したという。国の選択、流動性の考慮等悩みは尽きないが、慎重な機関投資家として長期の為替ヘッジを多用しても信用スプレッド等を追求していくのがよいのではないか。

(2) 超過収益の投資タイミングをもたらす世界の有価証券市場

諸規制を緩和、撤廃し、均一的な競争的環境を確保するという金融の自由化により、世界の金融資本市場は統合化、一体化が進展した。わが国は世界の金融自由化の円滑な発展に貢献し、その果実を享受するため1979年に自由化を開始し1990年代半ばまで加速させた。そして、1990年以降わが国の有価証券市場は、バブル崩壊、通貨危機、会計不祥事等内外の

諸要因により、20年間で五指に余る数の金融経済危機を経験した。行き着く先が米国住宅バブル崩壊により生じた100年に1度と言われる2008年の金融危機である。一連の危機の直接間接の影響による有価証券市場の大きな調整は、世界中に数多く見られた。運用は、条件付ではあるが、市場を拡大した方がより安全でより効率的であろう。

現在、米国で行き過ぎた金融自由化の揺り戻しが議論されているが、金融商品の時価会計の適用は猶予され、また2009年12月には日米欧が銀行の自己資本比率規制の適用を10年間猶予するなど懸念材料は払拭されていない。また、高度な金融理論を駆使したさまざまな商品は今後も提供されよう。金融資本市場等の整備により金利、株価等の乱高下を防止するなど絵に描いた餅であり、混乱は将来も姿を変え生ずるであろう。投資タイミングを探るべく注意深く市場を観察していく価値はある。

(3) 実務上、機動的な運用を担保する態勢が重要

例えば、配当利回りが継続保有に耐えられる水準まで上昇するという事は、われわれは過去何度も経験している。これは機関投資家にとって既保有銘柄の価格変動リスクが拡大していることを意味し、新規取得は非常に困難な状況であるのが普通である。しかし、これを乗り越えなければより大きくより安定した超過収益を得ることは難しい。このため経営層と運用現場双方は、平時から運用に関する的確な情報交換を緊密に行い常に状況認識を共有化し、適切な運用方針とリスク管理方針の下、機動的な執行を可能にする態勢を

構築しなければならない。

運用というからには必ずリスクは存在する。ましてや超過収益を信用スプレッド等に求める訳であるから、投資戦略、信用リスクおよび価格変動リスクの高度な分析は生命線である。現実的には、実際の運用成果の積み重ね如何により投資戦略、投資行動は大きく左右されるので、平時から研鑽を積み信頼感を高めておくことである。

(4) 長期運用と長期保有とは違う

有価証券は、会計上の話を別にすると、長期保有に絶対的な意味を持つことはない、ということを念のため述べておきたい。特に、株式についてはその意味は薄く、長期運用を長期保有と勘違いしてはならない。常に現実を直視し、実態を把握し銘柄を入れ替える中で長期保有するものがある、ということである。時価会計制度が導入されて以降決算に大きな影響を与えることから漫然と保有し続けるリスクは大きい。

例えば、日経平均は2008年10月に50年移動平均線を下回った。二度目の出来事である。これは日経平均を50年間、一定額、一定時期に購入してきたが50年後にして損失が生じたことを意味する。50年間保有し続けたが価格的には何も報われなところか損失が生じたということである。今後の株式運用はもちろん社会経済を考える上でも実に示唆に富む現象である。

4. インカム収益中心の運用と する理由

長期資金運用を中軸とする機関投資家はインカム収益中心の運用が最善である、として

いる。積極的、消極的理由がそれぞれある。

まず、積極的理由としては、既に述べた経済環境であり今後の不透明な環境を考えると尚更である。

次いで、信用スプレッド等の分析にかかる情報の質、量、スピードは、国内外を問わず一応相対的に平等であろうということである。超過収益を狙う反面信用リスクを負うので高度な情報力と分析力等を必要とするが、企業情報等各種情報はより標準化されているものが中心となっていると言えよう。

一方、消極的理由としては、投資タイミングが決定的に重要視されるキャピタル収益の分野において、米国を中心とした海外勢力とわれわれの間には、従来以上に大きな力量差があるようにみられる。特に、ここ4、5年は米系を中心として、人工知能のような機械を駆使した信じ難い能力を有するファンドが登場しているようである。残念ながらわれわれの手の及ぶところではない。もう一つ、大きな問題として運用サイドの法人、個人の適性の問題があるがここでは省略する。

また、話は少し逸れるが、インカム収益を求めるとしても内容の把握可能な商品に投資するということであろう。世上、世界中の金融機関がサブプライム・ローン関連の怪しい金融派生商品により損害を被ったかのように言われている。実際は、初期の段階の契約書は非常に厳格な内容であり、リスク・リターンが整合した立派な商品であったようだ。初期投資した者の中には大きな利益を上げている者も少なくないという。それが米国内外に広がっていくにつれ、途中いつの頃からかずさんな内容に変質していったと言われている。

る。平均するといふ加減な商品だったということであり、あくまでも平均値の話であるようだ。この点は十分留意する必要がある。

5. 再び、順鞘の時代が到来するか

長期金利の動向が懸念事項である。金利の上昇の問題は過去何度も狼少年を演じてきたが、長期的にみて今回はどうであろうか。仮に金利が上昇し始めた場合、それがよい金利の上昇か悪い金利の上昇かは別として、運用方法、内外市場分散等環境変化に応じて柔軟に対応する必要がある。

2010年度国家予算は一般会計で総額92兆円、歳入は新規国債発行額が44兆円、税収37兆円と新規国債発行額が税収を大きく上回り、当初予算としては戦後初めての事態である。国債依存度は48%と約半分が国債という名の借金である。

これまで国と地方の債務残高は膨張し、純負債ベースで2009年度には年金部門を除き700兆円を超えたようである。国債等は、家計の純資産約1,000兆円により大半は国内で消化されており、この点は最も心強いところである。しかし、今後家計の純資産が横ばいとしても10年後の2020年には買い余力はなくなるという。また、それ以前に国内消化率は漸減し始める怖い世界の到来が見込まれる。

公債の償還は課税権により担保されており、資産・負債差額が償還能力の直接指標とはならないという説もあるが、日本の財政状態を不安視する深刻な論評は盛んである。国債や預貯金が元本保証のリスク・フリー資産という位置付けを疑問視する論調もみられる。先般、米系格付会社は日本国債に対して

警告を発した。今後、為替、長期金利の動向等は一層注意深く観察しなければならない。

一方、多くの機関投資家の資産構成は債券が中心である。円貨建て債券は、会計上の措置により決算上のリスクを回避できる仕組みになっているので、この限りでは問題はなく特に金利低下・安定局面では磐石である。しかし、過度に円貨建て債券にシフトしている資産構成は金利上昇時の弊害がより懸念される。特に大手の機関投資家の間ではその保有バランスが著しく異なるので、将来、含み損益および資産運用力等で悩みを抱えるところも出てくるであろう。金利上昇期にも本業の安定したニューマネーの流入が確保されるのであれば問題は少ないが、なかなか難しいのではないか。極端に偏在した資産構成は基本的にはリスクそのものである。機関投資家は規模が大きいだけに軌道修正は容易でないが、いつの時代も他社比較で優位に立つことは重要であろう。全体の状況変化に対応した保有バランスに努めることが肝要であり、そのためにも財務基盤の強化は必須である。

また、将来、順鞘の時代が到来した場合、リスク許容度の高い熾烈な運用、配当競争の再来となるので、相応の財務基盤強化の方策も検討しておくことが必要であろう。

以上、雑駁ではあるが、資金規模、情報力、適性等からみて長期の投資家に適した運用とは、という観点から述べてきた。最後に、機関投資家は、いつの時代も常に最悪の場合を想定し、運用資産を毀損させないことが第一である、と信じて止まない。