

金融市場の新たな枠組み——金融危機後の資産運用

ピムコジャパンリミテッド 取締役社長 高野 真

目 次

1. はじめに
2. 世界金融危機を引き起こした3つの底流
 - (1) グローバル・インバランスの拡大
 - (2) 金融資産のストック化と過剰流動性
 - (3) シェドー・バンキング・システムと金融資産の発達
3. 金融市場の新たな枠組み——投資の視点から
 - (1) 新興国の貯蓄とその投資
 - (2) 投資銀行モデルの原点回帰
 - (3) ヘッジファンドビジネスの淘汰
 - (4) 最終投資家の投資行動における変化
 - (5) リスク管理と資産配分の決定プロセス
4. 金融危機後の資産運用ビジネス
 - (1) 資産運用ビジネスの管理責務の重要性
 - (2) アクティブ運用とパッシブ運用
 - (3) 金融危機で資産運用会社に求められるスキル
5. 日本における資産運用



【略歴】

早稲田大学大学院理工学研究科修了。1987年4月大和証券入社後、大和総研へ出向。91年より米国へ出向、ノーベル経済学賞を受賞したハリー・マーコビッツ氏とともに資産運用モデルの開発に当たる。92年帰国、96年よりストラテジストチームヘッド。97年にゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントに転じ、99年より執行役員、企画調査室長を兼務。2001年10月ピムコジャパンリミテッド入社、2002年4月より現職。

要 約

1. 2008年に勃発した金融危機は米国の住宅バブルの崩壊とサブプライム問題による信用収縮がその直接的原因であるとされる。それは事実としては正しいが、その背景には①先進国・新興国間におけるグローバル・インバランスの拡大、②世界的な過剰流動性の発生と金融資産の積み上がり、③シャドー・バンキング・システムと金融商品の発達、の三点の底流がある。
2. 金融危機を経てグローバル・インバランスと新興国の貯蓄化は今後も継続が予想される一方で、ALMなどのリスク管理機能が政府レベルで求められるだろう。機関投資家はより幅広い分野への投資と各種ミスマッチリスクの管理を求められ、レバレッジ主体はそのレバレッジを縮小させる。
3. レバレッジ型金融商品は過去のような規模での拡大はもはや望み薄である。ストラテジーを分散でき、なおかつデリバティブの調達コストを抑えることのできる大手ファンドを除いて、アルファ（運用の付加価値）創出能力の高いヘッジファンドはプライベート化・非公開化し、ベータバイアス型ヘッジファンドは淘汰されるだろう。金融システム全般に対するヘッジファンドの影響は低下するものと予想される。
4. 資産運用会社が持つポートフォリオのモニタリング機能、顧客である投資家に対する忠実義務は金融危機を経て大きく見直されるだろう。投資銀行がより伝統的なアドバイザリー業務に特化する一方で世界の資本市場における運用ニーズは高まり、運用会社は今後、資産運用におけるグローバルアドバイザーとしてその専門性を発揮することを一層期待される。しかし人的資源や資本の拡充など課題は大きい。
5. 独自のアルファ創出能力を持つ運用者は、REIT（不動産投資信託）にせよプライベート・エクイティにせよ過去のように広く一般から資金を募るやり方は曲がり角に立ち、今後はヘッジファンド同様、プライベート化指向を強め、市場へのその影響力は低下するものと考えられる。ファンドオブファンズにしても同様の傾向となろう。証券化商品は多くの参加者が関与する一方で、情報開示に限界のある複雑な商品に対する警戒は今後全般に高まる。
6. ETF（上場投資信託）に代表されるパッシブ運用は、今後も予想される世界規模での資本拡大の流れの中でそのニーズは高まり、それに特化した低コスト・高再現性をもつ質の高いパッシブビジネスが、運用ビジネスの根幹のひとつを成すものとなろう。
7. 日本経済の今後の成長分野のひとつとして資産運用が持つ意味合いは大きい。今後日本における資産運用のあり方が、単に資金を提供しそれを海外資産運用会社が運用する構図に終わらないようにするためには、資産運用を国策として支援していく政策対応が必要であろう。

1. はじめに

2007年に表面化したサブプライム問題は、2008年3月のベア・スターンズ証券、9月のリーマン・ブラザーズ証券など相次ぐ金融機関の破綻により一気に世界的な金融危機へと発展した。一連の問題が深刻化する過程で明らかになったのは、過去の経済・金融危機に比べ、今回の危機では世界的な規模での投資資金の流れがそのプロセスに関与している点である。

言い換えれば、今回の危機を伝統的な経済危機のひとつ、あるいは金融システムの問題として扱うだけではなく、金融資産の流れ、さらには運用という側面から分析することにより、その実態をよりの確に捉えることができる。また同時に、資産運用をひとつの業と考えたときに、今回の金融危機を経て、その役割やプロセスは大きく変化するものと考えられる。

本論文では、このような観点から現在の金融危機を投資活動の観点から整理した後、資産運用という視点で見る新しい金融の枠組みと資産運用ビジネスの今後に関する考察を行う。

2. 世界金融危機を引き起こした3つの底流

2008年に勃発した金融危機は米国の住宅バブルの崩壊とサブプライム問題による信用収縮がその直接的原因であるとされる。それは事実としては正しいが、その底流には世界的経済・金融の構造変化が関与している。それは単純化すれば以下の三点に集約される。

- 先進国・新興国間におけるグローバル・インバランスの拡大
- 世界的な過剰流動性の発生と金融資産の積み上がり
- シャドー・バンキング・システムと金融商品の発達

(1) グローバル・インバランスの拡大

米国の大幅な経常赤字の拡大と産油国・アジア新興国の経常黒字の拡大は、グローバル・インバランス（国際的な経済収支の不均衡）と呼ばれ、今回の金融危機を引き起こした主因であると広く理解されている。

米国の経常赤字はレーガノミックスの産物として1980年代以降顕著になってきたが、大幅に拡大したのは90年代末以降である。転換点は97年のアジア通貨危機あるいはその後のロシア危機であるといわれる。アジア危機では、外国資本の急激な流出と対外債務の急増などによりアジア各国の経済は急激に悪化しIMFの救済を求めることとなった。この経験からアジア各国は、経済政策の機軸をそれまでの外国資本の積極的な導入から、外貨準備高の増強、予備的貯蓄の増加、そしてそのための対外証券投資を積極化させる政策へと転換した。また2000年に引き起こされたITバブルの崩壊後は、世界経済における総需要不足から企業活動・消費が停滞する一方で財政出動により政府部門の関与が拡大した。

これらを背景として、中国・インドをはじめとする新興国は安いコストと潤沢な資金により国内生産能力の拡大を行い、米国を中心とした先進国へ輸出を加速させた。その一方、アジア危機の教訓から急増した外貨準備は、輸出の安定化から為替管理としての米国債の購入に充てられ、米国は安いファイナンスコストでの輸入と低い実質金利により消費を加速させた。以上により米国の経常赤字は大幅に拡大し、その半分以上を新興国が支えるまでになった（注1）。

こういった米国への投資の集中は米国経済・ドルへの信認の上に安定的に成り立つ。しかしこれはあくまでもインバランスの上に一時的に成り立つ安定であり、それが米国住宅価格の下落とサブプライム問題をきっかけに大きく崩れたのである。

(2) 金融資産のストック化と過剰流動性

第二点目は過剰流動性の発生と金融資産の世界的な金融資産のストック化である。世界のマネーサプライの伸びは97～98年のアジア通貨危機、ロシア危機後、急速に回復し、2003～2004年以降一段と増加した。これはITバブルの崩壊による米国経済の後退と欧州経済への波及、日本の不良債権処理とそれに伴うデフレなどにより世界的に低金利政策が採られたのが一因であるのはまちがいない。しかし2004年以降、主要国の政策金利が上昇に転じる中でもマネーサプライは伸び続け、信用創造が行われ過剰流動性が発生した（注2）。この過剰流動性の発生理由のひとつは、グローバル・インバランスの構造そのものが作りだした新興国による外貨準備預金の積み増しである。

先に述べたようにグローバル・インバランスは米国の経常赤字と共に新興国の経常黒字の大幅増加を意味する。海外投資家による米国資産購入額の推移をみると、民間部門のみならず公的部門による米国資産購入が2000年代後半に急増している。急増した新興黒字国の外貨準備が米国に還流したものと見られるが、新興国の外貨準備急増の理由は経常黒字増大という生産活動の結果だけによるものではない。もうひとつの大きな理由は新興各国政府・中央銀行による不胎化政策である。新興国の生産活動が活発化すると新興国への資金流入が引き起こされるが、それによりインフレの発生や自国通貨高を引き起こす。これを阻止するために債券を発行し不胎化し、黒字幅以上に外貨準備を積み上げたのである（注3）。

さらには、低金利政策を採り続けた日本からのキャリートレードも過剰流動性発生に寄与したものと考えられる。先の新興国の不胎化政策のために発行された債券は信用リスクを反映して高い金利の債券となり、キャリートレードの対象となって日本のような低金利国からの資金流出を招くこととなる。一方で日本では低金利政策が長らく採られ、米国を含む他国通貨との大きな金利差があったにも関わらず金利平価説とは異なり円高にはならなかった。これは当時、日本が量的金融緩和を行ったことにより結果的に非不胎化が行われたことになる（注4）。

これらをまとめると、①量的金融緩和により低金利が維持され国内流動性は高まり、金利差を求めて国内資金は高金利通貨国に流れる一方で、②（不胎化政策と）好調な輸出、原油高騰により新興黒字国の外貨準備預金が増加し、③それがドル預金として米国に還流し、米国の過剰消費をファイナンスする資金と使われたという資金のフロー・ストック両面の流れを作りだした。具体的形態としては、①は日本の個人資金、②は新興国のSWF資金による投資の一環として行われた。

(3) シャドー・バンキング・システムと金融商品の発達

以上述べた米国の過剰消費とそれを支える余剰貯蓄の米国への還流により米国住宅価格が上昇しバブルが発生した。問題はそういったバブル発生を助長し、リスクを拡散するプロセスが構築されたことである。そしてそれが今回の金融危機を引き起こした三点目の経済・金融の構造変化の底流である。

①シャドー・バンキング・システム

ハイマン・ミンスキーの不安定性仮説（注5）では、低金利と高い経済成長により金融的安定を長い間経験した経済は必然的に高い収益を求めてレバレッジを高め市場リスクを増加させるとする。

この『ミンスキー過程』を深刻かつ急速にしたのがシャドー・バンキング（影の銀行）システムである。シャドー・バンキング（注6）とは、銀行や証券会社が金融商品を販売ないし投資をすることで銀行のバランスシートリスクをオフバランス化することを言う。現在このシャドー・バンキング・システムをとりまく諸問題は大きく3つに分けることができる。第一に最近の金融技術の発達や商品スキームの発達により資産担保証券（ABS）や資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）などの証券化商品を通じてレバレッジがかけられていること、第二にそういった投資商品の複雑な構造から情報開示が不足していること、第三は銀行規制下のシステムではないため中央銀行などが規制・介入できない点である。

興味深いのは、米国に端を発したサブプライム問題がシャドー・バンキングの商品の拡散を通じて欧州にもすぐに飛び火した点である。その意味でシャドー・バンキング・システムはリスクを分散ないし拡散させる効果を持つとも言える。

②投資銀行モデルとヘッジファンド

このシャドー・バンキング・システムにおいて、重要な役割を担ったのが投資銀行とヘッジファンドである。従来、M&Aや引き受け業務を行ってきた投資銀行は、90年後半以降、自己のバランスシートを使って、少額の資本で多額の借入れを行い、レバレッジをかけ、ROEを高める高レバレッジビジネスに参入していった。この背景には、①伝統的投資銀行業務の収益性が低下したこと、②90年後半以降、それまでパートナーシップ制を採っていた伝統的投資銀行が株式公開し、パートナーの責任が有限責任となりレバレッジに対する抵抗感が薄れたこと、③預金業務を行わないため国際決済銀行（BIS）の規制を受けずに済んだこと、④デリバティブの発達により、様々なリスク特性を持った金融商品の開発が可能となったこと、⑤レバレッジビジネスの収益性が高かったこと、などがある。

もうひとつ金融の混乱を増幅させる役割を結果的に担ったのがヘッジファンドによるレバレッジの巻き戻しである。ヘッジファンドは投資銀行を中心に借入れを増大させ10倍を超えるレバレッジをかけ投資を行っていた。投資銀行が積極的にヘッジファンドに融資した背景には、投資銀行にとってヘッジファンドは、投資銀行が提供した金融商品の買い手として、またプライムブローカレッジ業務（融資、株式貸し出し、決済業務）として非常に収益性の高い顧客だったからである。いうなれば投資銀行とヘッジファンドはパートナーシップを組んでレバレッジビジネスを構築してきたともいえる。

（注1）米国赤字拡大と新興国の黒字化は言い換えれば、米国への製品流入と黒字国からの資金流出という2面性がある。つまり米国の過剰消費体質がその原因であるという見方と、米国以外に魅力的な投資対象を見出すことができない黒字国の過剰貯蓄体質に主因があるという見方の2つである。このどちらが正しいのかはわからないが、重要なのはこのような米国経常赤字拡大のプロセスは、資金を提供する側と資金を受ける側双方にメリットがあった点である。過剰消費により米国国民は住宅・自動車を手に入れ、住宅価格の上昇により、可処分所得の2割を超えるほどの、世界一高いといわれる医療費も支払うことができた。一方で、黒字化した新興国は、外貨準備を積み増すことにより国内経済の変動要因を抑えることができた上、米国を中心とする証券価格の上昇によりキャピタルゲインを得るメリットもあった。

（注2）当時の市場関係者の反応を端的に表すのが当時の連邦準備理事会（FRB）議長グリーンズパン氏が2005年2月16日に上院で

行った議会証言での『債券市場の動きはなぞ（conundrum）である』という発言であろう。当時の金融当局者として絶大な信頼を得ていたグリーンズパン氏が当時長期金利の動きを理解不能だと述べたことの市場参加者に与えたインパクトは大きかった。このグリーンズパン氏さえも理解できなかった長期金利の異常低下は、現在では過剰流動性の発生によるものと理解されている。

（注3）同様に原油価格急騰によりつくりだされた産油国の多額の貯蓄も過剰流動性の発生に寄与した。原油取引や貿易取引の多くの部分がドルで決済されるためこうして積み上がった外貨準備のほとんどはドル建てであり、そのまま米国赤字ファイナンスの原資となる。

（注4）2001年に導入された量的金融政策は、デフレの阻止を目的として導入されたとされているが、為替介入による通貨供給量の増加を放置し、将来的にも円安期待を高めるための措置であったとの解釈も一部みられる。

（注5）ミンスキー仮説では、経済がヘッジ金融主体であるときは債務と所得の関係は均衡し経済は保守的になり金融変動は安定的になるという。一方で投機的金融やポンジ金融の比重が高まると経済変動が拡大し不安定になる。このように経済には金融を安定化させる状態と不安定化させる状態があるというのが金融不安定性仮説の第一定理である。そしてその第二定理では長期にわたる繁栄が続くと安定化した金融関係から不安定化した金融関係に移行するという。

（注6）「シャドー・バンキング・システム」という言葉はPIMCOのマネージング・ディレクターであるポール・マカリーの造語であり、最初に彼がジャクソンホールでの講演で使用し、後に彼のレポートであるGlobal Central Bank Focusの中でも紹介された。日本では昨今よく聞く「市場型間接金融」に近いが、銀行がバランスシートを使うか、オフバランスで取引を行うかの差がある。

3. 金融市場の新たな枠組み——投資の視点から

これまで見てきたように、今回の金融危機を発生させたプロセスは、単なる金融システム危機を越えた世界的規模での貯蓄と投資のバランス変化により、一層と複雑化した。

現在の世界的経済危機を乗り越えるためには世界的な観点での枠組みの作り直しが必要であるが、そのための処方箋は比較的是っきりとしている。つまり、米国は財政出動により金融システムを安定化させると共に過剰消費を抑制し経常赤字を縮小させ、日本と欧州各国は経済改革を行い、潜在成長率を高め、アジアを中心とする新興国は国内消費を刺激し内需型経済を目指すことである。問題はそれをどのように行うかというプロセスであるが、その議論は経済学者や政治家に任せるとして、ここではこのような長期的な方向性を見据えた上で、今後の金融の枠組みがどのように変化するかを投資主体の視点から考察する。

（1）新興国の貯蓄とその投資

まず新興国の投資行動について考えてみたい。米国経常赤字が縮小するとすればそれに準じてその裏側にある新興国の経常黒字も減少することになり、その結果新興国の過剰貯蓄も解消するはずである。実際、2008年の米国経常赤字は約66兆円となり前年比8%弱減少に転じ、赤字幅は2004年の水準まで改善している。

しかしかつて度々批判される中、日本の経常黒字が80年代より一貫して減少しなかったことを勘案すると、新興国の経常黒字が、今後数年という期間で、（循環的には別として）構造的に減少するとは考えづらい。実際、外貨準備の増大により①新興国がカントリーリスクを減少させ、②国内金利の低下とインフレの抑制を行い、また③金利・為替市場の変動を機動的に抑えることができたことを考えれば、不胎化により積み増された外貨準備預金が一気に縮小することはない。むしろ外貨準備預金や公的貯蓄を積極的に運用する姿勢が強まる可能性が高い。なぜなら①金融資産の蓄積により金融市場の整備、取引増大、様々な金融商品の取り扱いなど国内金融市場の発展につながることで、②不胎化により生じる

金利の逆サヤ構造（自国発行債券金利が運用利回りを上回る現象）を解消できること、③産油国などで原油の枯渇が予測される中、積みあがった金融資産で長期投資を行うことにより次世代への富の移転などが可能となること、など利点が多いからである。

しかし変化すべき点もあろう。運用に際し、従来あるいわゆるSWF（注7）のフレームワークをより一歩踏み出した枠組みが必要になるだろう。第一にこのような国富の運用、特に不胎化により積みあがった外貨準備預金の運用では期間のミスマッチと利回りのミスマッチの問題が生じそれを管理するALMの構築が必要となる。またこのようなALMの導入が本格的に行われれば、SWFの要求期待収益率は取り得るリスクの範囲に収まるだろう。その結果、これまでのSWFはリスク許容度が高くきわめてリスク性の高い運用を行っていたが、今後は、より分散された資産構成となる可能性が高い。新興国の外貨準備や貯蓄から生じる収益とその裏側にある債務としての債券金利から生じる収益との差である負のキャリーをいかに統合的に管理するかは国家レベルの大きな問題である。

（2）投資銀行モデルの原点回帰

次にレバレッジ主体について考えてみよう。先に述べたように、今回の金融危機を過去にない規模にまで押し上げたのが投資銀行によるレバレッジビジネスである。このモデルの存続が難しいのはもはや明白である。ただしこれはレバレッジビジネスの終焉であり投資銀行モデルの終焉を必ずしも意味するものではないだろう。この金融危機後の投資銀行モデルについて、すでに多くの識者の間である程度のコンセンサスはできており、簡単にまとめると以下になるだろう。

投資銀行によるレバレッジビジネスは①投資銀行の銀行持株会社化により投資銀行対する自己資本比率規制が適用されること、②バーゼルIIの強化によりSIVのようなオフバランス取引などに関する自己比率規制が強化されたこと、③カウンターパーティリスクに対する意識の向上や過剰流動性の修正からデリバティブ取引に伴うコストが上昇（正常化）すること、などから投資銀行によるレバレッジビジネスは今後、縮小せざるを得ない。

一方で、投資銀行が本来行ってきたM&A業務やその他、企業の資金調達に関するアドバイ業務などの重要性に変化はない。むしろ新興国の台頭と先進国の成熟化、複雑化する資金調達手段を考えれば、投資銀行の本来業務の重要性はむしろ増してくることさえ予想される。

これらのことは投資銀行のビジネスモデルを考える上で2つの意味をもつ。第一に投資銀行がバランスシートを使うビジネスからバランスシートを使わないビジネスへ軸足を移し、第二に収益性の高いビジネスから収益性の低いビジネスへのシフトを余儀なくされるであろう。このように考えると、投資銀行のかつてのようなキャピタルを求めての拡大化路線は、少なくとも投資銀行業務単体としてみると当面は沈静化し、より本来業務に特化したビジネスになるのかもしれない。これはむしろかつての伝統的投資銀行モデルに近く、原点回帰といえるだろう。

（3）ヘッジファンドビジネスの淘汰

同様の理由によりヘッジファンドの活動も今後縮小することが予想される。まず、ヘッジファンドの基盤は①非常に高いレバレッジ、②短期で借り入れ、長期投資を行う期間ミスマッチ、③リスク回避の

際のベースシスリスク、で特徴づけられるが、これらはいずれも右肩上がりの相場でのみうまく機能する。したがってひとたび右肩上がり神話が崩れるとその基盤を維持するのは難しい。

つぎに借入れコストの上昇とデリバティブに伴うカウンターパーティリスクが認識されたことにより経営基盤の弱いヘッジファンドには、レバレッジがそもそも行いづらい環境となる可能性が高い。

さらには、ヘッジファンド自身の付加価値に関わる部分も大きく変化する。ヘッジファンドは代替投資として絶対収益を目指すいわゆるアルファ型投資である。アルファ型投資であれば本来、右肩上がりであろうとなかろうとヘッジファンドは絶対的な収益を上げることが求められていた。しかし実際は、右肩上がりを前提としたベータバイアスをかけて収益を稼いでいたヘッジファンドが少なくなかった。問題なのは、アルファ創出能力のあるヘッジファンドが消滅したことではなくヘッジファンドが本来求められた能力を持たず単にベータバイアスをかけただけのまがい物ヘッジファンドが大勢出現したことである。

これはヘッジファンドが多額の資金を求めて投資家層を広げたことと無縁ではない。本来、市場を上まわるアルファ創出能力をもつヘッジファンドが存在したとしても、それを広く一般にその能力の門戸を広げれば、そのアルファ創出能力が希薄化するか、あるいはもともとアルファ能力のないベータバイアス型ヘッジファンドとの区別がつかなくなるだろう。

これらの結果、今後ヘッジファンド業界では、ベータバイアス型のまがい物ヘッジファンドの淘汰が行われるだろう。一方でアルファ創出能力を持ったヘッジファンドの中では、経営基盤の大きな（そしてリスク管理に長けた）ヘッジファンドはブティック型運用機関として引き続き顧客基盤を維持することもあるが、圧倒的な数が存在する経営規模の小さなヘッジファンドはアルファ創出能力があっても、その能力は一部の限られた投資家のみに提供されるにとどまるだろう。とすれば、全般的にみて今後ヘッジファンドの世界経済・金融に対する影響は限られたものにならざるを得ない。

(4) 最終投資家の投資行動における変化

今回の金融危機のリスクが醸成されるプロセスにおいて、より問題を大きなものにしたのは、高いリスクを内包する金融商品の購入者が事実として多数存在していたことである。投資銀行やヘッジファンドのレバレッジビジネスが今後、規制強化やディスクロズの強化により縮小するのはいわば供給サイドの問題であり、最終投資家の金融商品に対する選好も需要サイドの問題として大きく変化していくものと思われる。

①リスクプレミアムのミスマッチは解消へ

機関投資家や個人投資家などの最終投資家がレバレッジ商品に対する購入・投資を強めていった期間では、市場金利が低下、信用スプレッドが縮小し、日本を除く株式市場では株価が過去最高水準に達していた。つまり、最終投資家は、市場のリスクプレミアムが低下する中でより高いリスクを内包する金融商品の購入を志向したことになり、リスクプレミアムのミスマッチが起こっていたのである。

逆にいえばそのミスマッチの一つの解決策としてレバレッジが使われたともいえる。低下した市場リスクプレミアムにレバレッジをかけることで投資家の要求リスクプレミアムを達成することができたの

である。もちろんここには投資家が十分そのリスクを認識できなかったという情報開示の問題や、右肩上がり前提としており期待収益率における期待キャピタルゲイン率が極端に高かったという点はあるにせよ、事実として市場リスクプレミアムが低下する中で高い要求リスクプレミアムを維持していたのである。今後、このリスクプレミアムのミスマッチは、金融危機を経て情報開示の強化やリスク管理手法などの発展により解消するに違いない。

②期間ミスマッチへの意識向上

レバレッジ型金融商品の最大の問題点は短期で借入れ、長期で運用するという期間のミスマッチにある。たとえレバレッジが高くとも、借入れの長期化を行い、借り換えリスクを極力抑えることができれば流動性の問題がここまで大きくはならなかっただろう。しかしこの期間のミスマッチ問題は、金融商品供給側においてのみならず需要側である最終投資家においても発生していた。

投資家サイドにおける最初のミスマッチは、投資対象が本質的に持つ運用期間と投資家が目標とする運用期間におけるミスマッチである。たとえば一般企業が投資信託を購入しそれを流動性預金の一部として保有した場合、会計上は流動性資産でも実際は長期投資を前提とした、すなわち流動性を持たない資産である場合がある。この期間ミスマッチは、会計上の問題にとどまらない。たとえば、単年度で収益向上を求められる金融機関や事業法人が長期投資を前提としたファンドへ投資をする場合もこの期間ミスマッチが生じる。

もうひとつの期間ミスマッチは、投資期間と評価期間におけるミスマッチである。たとえば典型的な年金基金の資産配分は3年から5年の投資期間を念頭において策定されている。その結果、ポートフォリオは当該期間において許容できるリスク内で期待値が最大化するような構成になっている。一方で、年金財政は母体企業の企業会計とリンクしており、年次で一定上の損失が出た場合、企業会計・年金財政に与える影響が大きくなる。つまり年金ポートフォリオの運用期間と評価期間のミスマッチが生じている。今後、この期間ミスマッチは今回の金融危機を経てより意識的に管理される可能性がある。

(5) リスク管理と資産配分の決定プロセス

金融危機を経て改めて見直されるべきフレームワークとしておそらくすべての投資家においてリスク管理に対する意識の向上が必要とされることだろう。その理由はすでに述べたように、新興国が抱える負のキャリー問題でみられる資産・負債ミスマッチ、ヘッジファンドで見られる期間のミスマッチ、最終投資家でみられるリスクプレミアムのミスマッチなど、異なるアングルにおけるミスマッチが生じていることである。

また種々のミスマッチ問題に加え、今回の金融危機をより大きなものにした理由のひとつが市場の共振性である。つまり異なる資産の相関係数が継続的に上昇し、それにより従来型の分散投資がうまく機能してなかった可能性が指摘されている。もしそうであるならそれはアセットアロケーションの策定における問題とも捉えることができる。以下考えられるリスク管理の要素についての考察を行う。

①テールリスクの管理

今回の100年に一度の危機といわれる中で特徴的だったのはテールリスクの発生である。テールリスクとはリスク指標が正規分布の標準偏差3以上のテール部分の損失に関する情報を完全に把握できないために起こる事象であると考えられている。今回このように大きなテールリスクが発生した背景には、レバレッジにおける期間ミスマッチにより流動性が極端に枯渇し、その結果各リスク資産間の相関性が高まったことがあげられる。

投資家は今後、このテールリスクを如何に管理するかをより真剣に考える必要があるだろう。なぜなら、先に述べたような投資家サイドにおける期間ミスマッチにより長期投資を行う中で短期的変動のリスクの管理が求められていること、また市場のボラティリティが恒常的に上昇していること、さらには技術的に可能となったからである。

テールリスク管理の一手法としてはかつてポートフォリオ・インシュアランスがもてはやされた時期があった。しかしこれは87年のブラックマンデーの暴落をむしろ加速させ、実際には機能しなかったといわれている。一方で、昨今、金融工学の発展は目覚しく、リスク管理のツールとしてのデリバティブは数多く開発され、いまやテールリスク管理は実践的になっている。このようなテールイベントを統計的に扱う手法は極限理論と呼ばれているがこういった手法を今後、資産運用分野でも積極的に取り入れてゆくべきだろう（注8）。

②分散投資の有効性

今回の異なる市場間の連動性が高まったのは、先に述べたように期間ミスマッチに起因する流動性の枯渇という一時的現象が一因であるのは間違いない。しかしながら、昨今の市場間の連動の高まりは、長期的現象としても観察される。これは、①資本市場やデリバティブ市場の成長により市場全体のボラティリティが高まったこと、②グローバル・インバランスにより資金移動が国際間で活発化したこと、③資金調達手段の多様化によりクロスボーダー間での裁定が効いた事、④とりわけ新興国の輸出立国化により企業のグローバル化が進んだこと、などがその理由であると見られる。

このように資本市場価格の連動性が高まることにより、いわゆる伝統的資産運用における資産分散投資効果が著しく低下している可能性がある。これは過去におけるリスクマトリックスの安定性と多重共線性に関する問題と認識されるが、こういった市場の連動性をヘッジする方法は主に2つある。第一に、対象とするポートフォリオの保有資産を非伝統的な資産を含め、より広範囲に分散させることである。そして第二にはポートフォリオの構築のベースとなる手法を、ミーン・バリエンスをベースにした従来の手法ではなく、リスクバジェットや異なるリスクファクターによる資産配分などの手法を採用することである。別の言い方をすれば、金額ベースでの資産配分による分散ではなくリスク量ベースでの分散を検討する時期にあるのかもしれない。

③資産配分における課題

分散投資に対する考え方が変わるとすると、アセットアロケーションのフレームワーク自身の再考も必要になる。

まず、金融危機の教訓として見直されるべきなのはストラテジックアロケーションとタクティカルアロケーションの関係である。通常、年金に代表される長期的運用とする資産運用ではポリシーアセットミックスとしての中期基本ポートフォリオを策定しそれを3－5年で保持し市場価格が変動した場合にリバランスを行う。一方で、主にアセットアロケーションの戦略変更から付加価値をあげる仕組みとして短期的な資産アロケーションを行うタクティカルアセットアロケーションを採用する。

アセットアロケーションに関し金融危機で問題となったのは、想定以上の価格下落により資産のアロケーションが大きく変動した場合、リバランスするか否かである。当然、あらかじめ決められたルールに従えばリバランスをするべきであろうが、実際には躊躇するケースが多い。これは価格が戻るかもしれないという期待もあろうが、ストラテジックアロケーションが想定している期間で大きな構造変化が起こった場合、それをどのように修正するかという仕組みを用意していないことに一因があるのではないだろうか。逆にいえば、大きな環境変化が起こったときにそれに対応する仕組みがあれば躊躇なくダイナミックに資産変更ができるはずである。このように短期での資産アロケーションを単なる鞘取りとしてのタクティカルな仕組みとして用意するだけでなく、ストラテジックな資産変更を短期で行う仕組みを作ることが今後課題となろう。これは運用におけるトラッキングエラーの管理においても言えることであろう。事前に想定していたリスクと異なるリスクが生じた結果、大きなトラッキングエラーが生じたときに、短期的にトラッキングエラーを縮小させるのか、あるいは新しいフレームワークで管理するのかは、環境の変化が大きければ大きいほど重要な問題である。

(注7) SWF(ソブリン・ウェルス・ファンド)には明確な定義はなく、人により使う定義がまちまちである。一般的に言えば、SWFとは海外資産を投資対象とする政府が運営するファンドのことであり、投資収益の成果を上げることが目的とするため株式や不動産など海外のリスク資産を幅広く運用対象とする。外貨準備や政府年金基金は一般的にはSWFに含まない。しかし外貨準備でもリスク運用をするサウジアラビアの外貨資産や、積極運用で知られるノルウェーの政府年金基金はSWFに含められることが多い。いずれにせよ、SWFの定義としては『政府の管轄資金でリスク運用を海外資産で行うファンド』というのが一番据わりのよい表現であろう。

(注8) 極限理論はEVT(Extreme Value Theory)とも呼ばれる。通常統計学では確率変数が正規分布に従うものとして統計処理を行うが、極限理論は正規分布から逸脱して発生する変動についてのみの変動を統計的に処理するものである。

4. 金融危機後の資産運用ビジネス

これまで資産運用の視点から金融危機の原因となる構造変化とそれにより今後期待される新たな金融の枠組みについて考察した。以上を受けてここで資産運用サービスを提供する運用会社の視点から、そのビジネスモデルがどのように変わっていくのか、あるいはそれに関して何が問題になるのかを整理していく。

運用会社の経営モデルの本質は金融危機を受けて大きく変わることはないだろう。資産運用会社経営で特徴的なのは、その売上・収益モデル(注9)であり、それがゆえに他の金融サービスとは根本的に異なる経営モデルとなる。こういった基本フレームワークは変わらずとも、上記の変化を受けて、営利企業としてそのビジネスモデルは大きく変わらざるを得ないだろう。

(1) 資産運用ビジネスの管理責務の重要性

シャドー・バンキング・システムによる証券化商品の拡散システムの問題点は、①証券化金融商品が想定外のリスクを抱えていたという商品設計の問題、②そのリスクがきちんと開示されないで投資家に販売されたという情報開示の問題、③想定されたリスク・リターンが達成・維持されているかどうかのモニタリング機能の欠如という問題、④問題が起きたときにきちんと対応できなかったというアフターケアの問題、など多岐にわたる。しかし問題の本質は、むしろ販売の仕組みそのものにあり、シャドー・バンキング・システムにより販売された時点で証券会社は役目を終え、発行体のリスクがそのまま投資家に移転し、そこには①～④の問題をきちんと責任を持って行う媒体が存在しないことである。

しかし販売費ではなく管理費として収益を計上する資産運用会社がこのプロセスに関与することにより上記の多くの問題は軽減されるはずである。なぜならファンドであれ個別運用であれ、運用会社には①ガイドラインに沿って最終受益者に対して最善の運用を行う忠実義務、②ポートフォリオの状況を常に最適に保つモニタリング機能、③運用状況を定期的に顧客に開示するという情報開示義務、そして④顧客アカウントの資産保全のための最良執行義務、などがあるからである。

金融危機ではカウンターパーティリスクや時価の問題がクローズアップされたが、カウンターパーティリスク（注10）の管理や流動性のない資産の価値の最適な評価など、本来、運用会社が最もその専門性と責務を有しているはずであり、今後、運用会社のもつ管理能力は運用能力に加え、付加価値を提供するものであり、その能力は新しい金融システムの中で見直されるはずである。

(2) アクティブ運用とパッシブ運用

アクティブ運用会社にとっての使命は「長期的に一貫してベンチマークを上回ること」である。この優劣はインフォメーションレシオ（IR、注11）により決まり一般にIRが0.5を超えると良い運用といわれる。Kahn [1998] によればIRは以下の要素で決まるとされる。

$$IR = IC \sqrt{BR}$$

IR = インフォメーションレシオ

IC = Information correlation：運用者のスキル（事前の予測と事後の結果の相関係数）

BR = the breath：運用者が取れるベットの数

ICの値を高く維持するためには、より確信度の高い戦略をもっていること、またBRはいかにそれを分散できるか、に依存する。いいかえれば、アルファを創出できる運用担当者を異なる専門性で多く持つことがアクティブ運用会社では重要となる。

こういったアルファを求めるニーズは金融危機後もおそらく変わらないだろう。しかし、今後は、よりICの向上を特徴とする会社と、よりBRあるいはBRとICの双方に特徴をもつ運用会社とに分化する可能性がある。とりわけ、ヘッジファンドにおいては先に述べた理由で淘汰が進むなら、よりスキルのすぐれたつまりICの高いヘッジファンドは特定の顧客だけを相手にするプライベート化へ、より資本金のある大手運用会社は戦略の分散を行い、BRを高める戦略へと、差別化がさらに進むのかもしれない。

また、市場の成熟化に伴い、市場がより効率的になりアクティブ運用が成り立ちづらいという意見もあるが、昨今むしろ市場が効率的であるという意見自体が見直されつつある（注12）。今後、株式や債券といった伝統資産を超え第三資産といわれる分野への分散は一層強まることが予想される。その場合、一般の個人や機関投資家より、より専門性をもった運用主体が運用上の優位性を保持できる可能性は十分あろう。

一方で、パッシブ運用のニーズも今後益々高まるだろう。ETFの成功にあるように、インデックス追従型運用に求められるものは益々パッシブ化していく傾向にある。これは第一に新興国の台頭や資産クラスの第三分野への広がりが今後期待されること、第二に先進国の個別投資での付加価値が益々上げづらくなっているのがその背景である。パッシブの場合、選択基準として重要なのはコストの安さとインデックスへのトラッキングエラーの低さであろう。その意味では、パッシブ運用のコモディティ化が今後進行するものと思われる。

このように考えると、従来の上場株式や国債運用などはより低コスト、シンプル・高透明性をもつパッシブへ、また第三資産分野はより先進的な運用手法や運用対象により付加価値を上げるフロントエッジ追求型のアクティブ運用へと分化してゆくのかかもしれない。

(3) 金融危機で資産運用会社に求められるスキル

このような運用のパッシブ化は、インデックス型運用がデリバティブの発展により運用会社の関与なしに同様のリスク・リターン特性を作り出すことが可能となった昨今ではなおさらだろう。しかし、運用会社のもつ仲介機能そのものは、金融危機の結果、よりフロントエッジ的なアルファの追及やシンプルで低コストのパッシブだけではなく、新たな分野において運用ビジネスを呼び込む可能性がある。

①フルラインナップからフルスキル

金融危機後に資産運用会社に新たに求められるものは、単なる資産や証券の販売と異なり、管理業務を行う資産運用会社がリスクの売り手と買い手との間に入ることにより、時間の経過とともに両者の中に生じるギャップを最小化することが期待される。しかしそこにはその運用会社が求められるスキルを持ちえることが前提となる。このスキルに関しては従来運用会社に求められたスキルとは異なるスキルが今後重要となるだろう。

資産運用業は、顧客が新たな資産運用会社を採用する際に、トラックレコード（過去における実績）が重要視されるため、新規参入障壁の高いビジネスだといわれ、伝統的に資産運用会社の売却や買収が頻繁に行われてきた。ただし、そもそも運用会社の価値は、そのプロセスや人的資源などソフト面の要素が強いため、異なる運用手法や運用文化をもつチームの統合で成功する例は少ない。それでも品揃えを増やすことのメリットや資産の増加など結果的に大手の資産運用会社は統合によるフルラインナップ化による資産増強を図ってきた。

今後、金融危機を経て、総合型運用会社でひとつのテーマとして上がるのは、こういった従来見られた規模の拡大に伴うフルラインナップ化から、グローバル化の一層の進展、運用に対するアカウンタビリティや情報開示の強化などの要請に応えるような、以下に挙げられた能力をもつフルスキル化であ

ろう。

- アルファを創出する能力
- 安いコストで資金を調達する能力
- リスク管理能力
- 顧客への情報開示能力
- 法令順守能力
- 執行能力
- 新規投資対象に関わるリサーチ能力

②求められるトラステッド・アドバイザー（信頼される助言者）機能

こういったスキルをもった運用主体に対し、今後異なる投資家のニーズに的確に応じ、それぞれの持つ問題に対処するソリューション機能が求められるに違いない。これは従来、主に年金基金などに対して、年金コンサルタントとは別に、運用会社が独自に行っているソリューションの提供の枠を大きく超えたものとなろう。なぜなら、運用会社が行ういわゆる従来型のソリューションビジネスは、個別のプロダクトのマーケティングの一貫として位置づけられ、ソリューションの提供そのものをビジネス化する例は稀であるからである。

一方で、今後求められるソリューションビジネスは顧客層も従来の年金基金や個人に加え、金融機関や新興国・先進各国政府と幅広く、その結果、従来のソリューションビジネスであったアセットアロケーションや資産の運用・管理はもとより、リスク管理や非流動性資産の売却など幅広い範囲に及ぶことになる。

金融危機を受け、米国政府や米連邦準備理事会（FRB）が非伝統的金融政策の一環としてこれまで関与してこなかった、CPFF（Commercial Paper Funding Facilities）、MBS購入プログラム、TALF（Troubled Asset Loan Fund）、PPIP（Public-Private Investment Program）といった、資産の買い取りプログラムを次々と出しているがすべてにおいて民間の運用機関あるいはカストディアンなどとの協力プログラムとなっているのは、新しいソリューションビジネスのひとつの例であろう。また売却側の銀行サイドにおいても、保有資産の評価やその売却に運用会社はソリューションビジネスの一貫として関与している。さらには、今後市場が落ち着けば、すでに述べたような新興国による貯蓄をどのようにリスク管理を踏まえて運用するかが真剣に議論され、運用機関に求められるソリューション能力が一層重要視されるだろう。

個人・年金基金を超えて金融機関・政府からもソリューションビジネスに対するニーズが高まると同時に、投資銀行のアドバイザリー機能が、こと運用あるいは金融商品に関しては弱まったことが、運用会社への期待を一層強いものにしていく側面がある。逆にこのような統合型のソリューションを提供できる運用会社は本当の意味ではまだ存在しないのではないだろうか。なぜなら、この統合型ソリューションビジネスでは、①広いスキル、②広範囲な顧客層への対応能力、③グローバルなビジネス展開、④厚い資本が必要とされるためであり、したがってむしろこのような総合型の運用会社が現れれば今後、そのフランチャイズを拡大する可能性があるだろう。

このような運用会社によるソリューションビジネスの進化において、コンサルタントや格付け会社など、ニュートラル、すなわち本来ソリューションビジネスをよりやりやすい主体の立場は微妙である。運用会社がフルスキル化・資本充実化する中で、コンサルタント・格付け機関では、人材・インフラ不足が否めないからである。格付け会社等の存在意義が真にその証券の格付けであるならば、もっといえばデフォルトリスクであるならば、その機能は資産運用における忠実義務とその運用スキルでもって十二分に代替可能なはずである。

一方で、運用会社がソリューションビジネスに発展させる場合の問題もいくつか考えられる。第一に人材の育成が全世界的にみても不足していること、第二にフィデューシャリービジネス（信託業務）において顧客との利益相反をどのように管理し中立性を保つのか、第三に社内における利益相反の問題を避けるためのチャイニーズウォールをいかに厳密に管理するのか、などがある。

（注9）資産運用会社の収入は預かり運用資産残高×手数料率で計算される。この預かり資産残高は市場価格動向により変動するが、長期的にみると市場は平均的には上昇し、その結果、運用から得られる収入も平均的には増加することになる。たとえば、株式市場の収益力からみて適正株価収益率（PER）が20倍だとすると株価の収益率は平均5%になり、債券では米国債券利回りが5%であるならイールドカーブの形状に変化がなければ収益率は概ね平均5%となる。かかる収益率は資産残高の増加に反映され、それゆえ資産運用会社に入る収益は自然に5%伸び、これに運用成果としての超過収益が仮に平均1%期待できれば新たな資金流入や顧客獲得がなくとも資産運用業増収率は年率6%となるのである。これはとりわけデフレ環境下において相対的に有利な収入モデルであると言える。

限界利益率もユニークである。通常の製造業であれば売上を増加させるか、製造原価・販売管理費などの変動費を引き下げるか、人件費などの固定費を引き下げるにより営業利益を好転させることができる。売上は販売数量×単価で計算されるが、利益成長のためにはいかに数量を増やすかが問われることになる。しかし数量の増加は当然、変動費・固定費双方の増加をもたらすため数量が伸びるほど利益は伸びず、せいぜい限界利益率は1～3割程度である。

（注10）運用会社ではデリバティブなどのカウンターパーティリスクは通常、担保を取り、価格やカウンターパーティの信用評価を顧客に代わり行う。それによりカウンターパーティの信用度や担保価値が市場変動などにより変化した場合、カウンターパーティの変更やポジションの解消など適切な対応を取ることができる。

（注11）インフォメーションレシオは運用者のスキルを図る尺度とされ、次の式で示される。

$$IR = (Rp - Ri) \div Sp - i$$

Rp = ポートフォリオのリターン
Ri = ベンチマークのリターン
Sp - i = トラッキングエラー

（注12）昨今では効率的市場仮説についての反証は数多い（Economist, May 2009など）。

5. 日本における資産運用

以上、資産運用の観点から、金融危機により変化するものとししないもの、また消滅するもの、新たに発展すべきものの整理を行ってきた。いずれにしてもいえるのは、今後資産運用会社の持つモニタリング機能などのアカウントビリティがより重要視される一方で、グローバルな視点と、超過収益を創出する能力だけではない、広い意味での運用スキルが今後益々重要視されるのは間違いないということだ。

翻って日本をみると、少子高齢化の中で今後予想される国内総需要の低下と、新興国の台頭による貿易競争の激化により、今後の潜在成長率は低下することが予想される。それを補うことができるのは、これまで蓄積してきた貯蓄を有効活用し所得収支の増加を資産運用という観点から達成することである。

このように産業としての資産運用業がマクロ的視点から非常に重要であるにもかかわらず、日本の資産運用会社における（グローバルな知識は別として）グローバルなスキルは高くない。日本が豊富な貯

蓄を提供し海外の運用会社がそれを効率的に運用するという状況を変えるためには資産運用業を国策として育成する必要がある（注13）。

（注13）本稿における考察は筆者の個人的な意見であり、必ずしも筆者が所属する団体・企業の意見を反映するものではない。

（2009. 5. 15）

参考文献

- ・井上哲也 [2009]. 「中央銀行だけではできない「非伝統的」金融政策」『Financial Information Technology Focus』2009. 4、野村総合研究所 金融市場研究室、2009年
- ・岩田規久男 [2009]. 『金融危機の経済学』東洋経済新報社、2009年
- ・モハメド・エラリアン [2009]. 『市場の変相』プレジデント社、2009年
- ・小関広洋 [2009]. 「日本の経験からみたグローバル金融危機の行方」『Japan Credit Perspectives』2009年1月号、PIMCO Japan Ltd
<http://japan.pimco.com/LeftNav/Global+Markets/Japan+Credit+Perspectives/2009/JCP+January+2009+JPN.htm>
- ・齋藤定 [2004]. 「極限理論による資産価格変動のテールリスク分析」『R&I 調査レポート』格付け投資情報センター、2004年7月1日
- ・日本銀行 [2009]. 『金融システムレポート』日本銀行、2009年3月
- ・みずほ証券金融市場調査部 [2009]. 「真性デフレ危機をもったサブプライム問題」『Special Report』No. 44、2009年2月
- ・武藤敏郎（大和総研編）[2009]. 『米国発金融再編の衝撃』日本経済新聞出版社、2009年
- ・Buttonwood [2009]. “The grand illusion” *The Economist*, March 5, 2009.
- ・El-Erian, Mohamed [2008]. *When Market Collide*. New York: McGraw Hill, 2008.
- ・Kahn, Ronald N. [1998]. “Bond Managers Need to Take More Risk”. *Journal of Portfolio Management*, Spring 1998, Vol. 28, No. 4, pp. 70–76.
- ・Thomas, III, Lee R. [2000]. “Active Management.” *The Journal of Portfolio Management*, Winter 2000, Vol. 26, No. 2, pp. 25–32.