

あなたのサクセス・パートナー



セミナー用資料

2016年11月17日

# 今後の日本経済の見通し 並びにマイナス金利下での資産運用の高度化

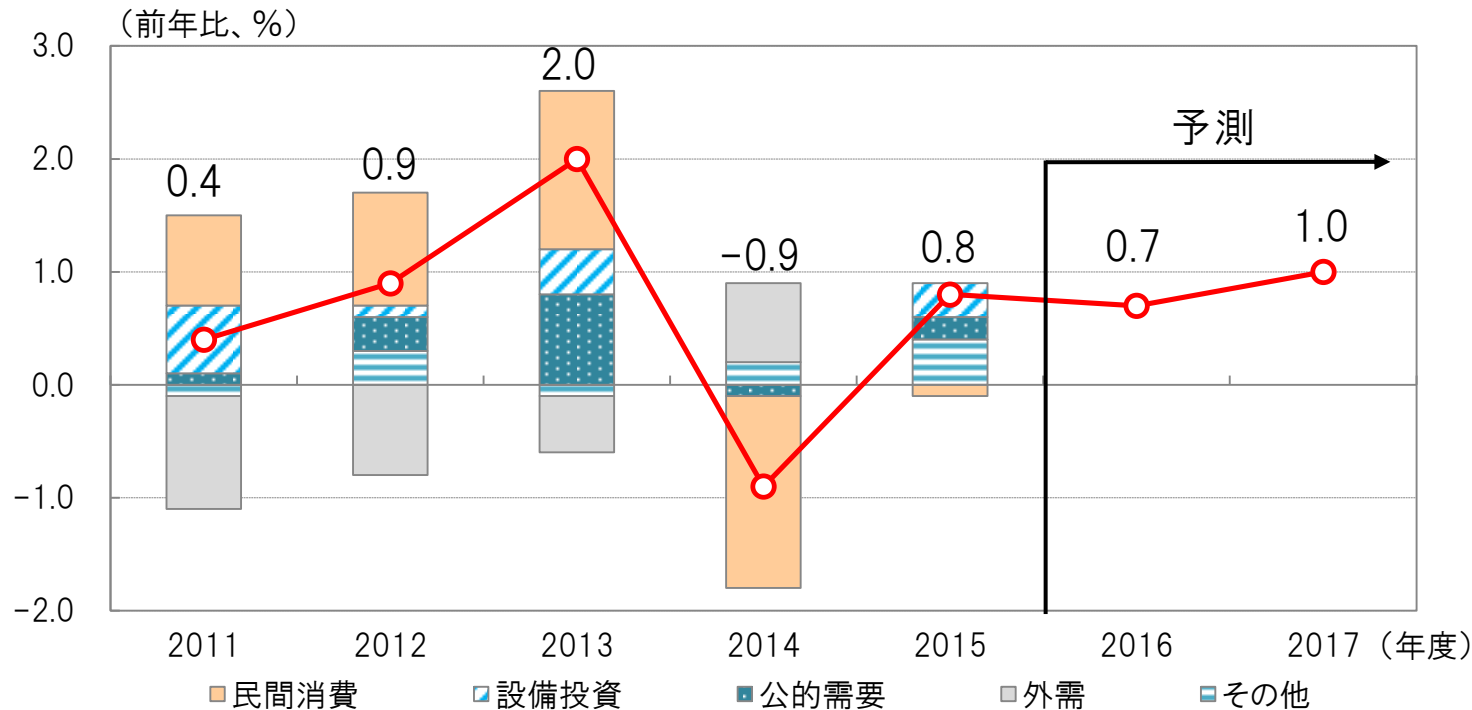
ニッセイアセットマネジメント株式会社  
取締役 執行役員  
上原 秀信



# 日本経済見通し

- ▶ 実質GDP成長率は2016年度0.7%、2017年度1.0%を予想
- ▶ 民間消費の増加などから景気の腰折れは回避され、円高の影響が一巡する  
2017年度は年率1%台の成長に

実質GDP成長率の推移(年度)

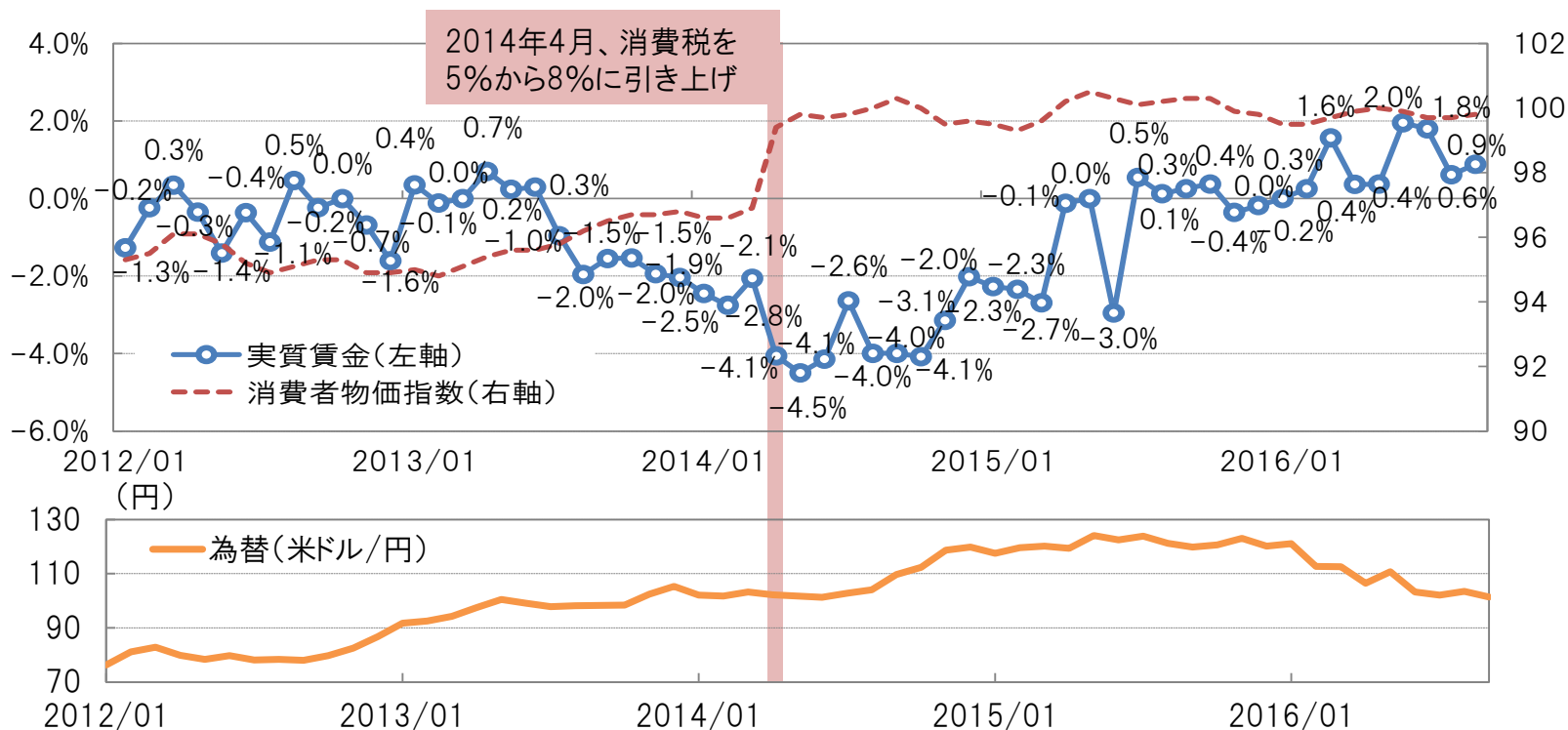


出所)内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」、ニッセイ基礎研究所のデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成  
 ※2016年度以降の予測は、2016年10月時点のニッセイ基礎研究所によるもの

# 消費税の引き上げ

- 実質賃金が低下する中、2014年4月に消費税引き上げを実施
- 2019年10月に予定されている消費税率10%への引き上げ時には、実質賃金のプラス、GDPのプラス成長、デフレ脱却の条件が必要

実質賃金(前年同期比)と消費者物価指数、為替の推移

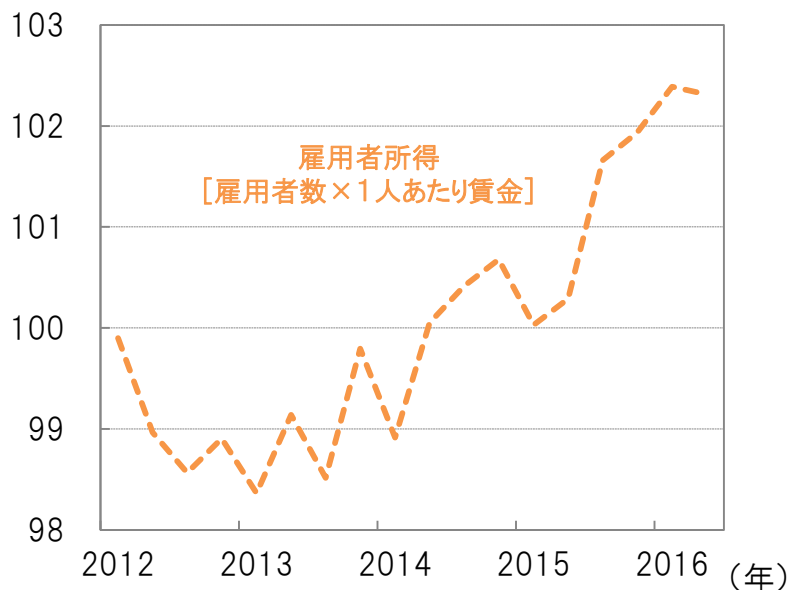


出所)厚生労働省、ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセット  
 データ期間: 2012年1月~2016年9月(月次)  
 ※実質賃金は、名目賃金指数を消費者物価指数で除して算出

# 消費を取り巻く環境は改善

- 雇用者数の伸びが雇用者所得を押し上げ
- 消費者物価上昇率は2016年度▲0.2%、2017年度0.7%を予想

## 雇用者所得の推移



出所)総務省、厚生労働省のデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成  
データ期間:2012年1-3月期~2016年4-6月期(四半期)  
2012年1-3月期を100として指数化

## 消費者物価上昇率の推移



出所)ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成  
データ期間:2005年5月~2016年9月(月次)  
※2016年度以降の予測は、2016年10月時点のニッセイ基礎研究所によるもの

# 中期経済見通し(2016~2026年度)

- 日本の2026年度までの実質GDP成長率は平均0.9%となり、過去10年平均の0.3%よりも高まると予想
- 消費者物価上昇率は日銀が目標としている2%を安定的に続けることは難しいが、1%台の伸びは確保し、デフレ脱却は実現する可能性が高い

## 中期経済見通し

(年度、単位：%)

	2015年 実績	2016年 予測	2017年 予測	2018年 予測	2019年 予測	2020年 予測	2021年 予測	2022年 予測	2023年 予測	2024年 予測	2025年 予測	2026年 予測	[平均値]		
													07-16	17-26	
消費税率 年度末	8	8	8	8	10	10	10	10	10	10	12	12	12	-	-
実質GDP(日本)	0.8	0.7	1.0	1.2	1.4	1.5	▲0.3	0.7	1.3	0.2	0.9	1.2	0.3	0.9	
実質GDP(米国)	2.6	1.6	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	1.3	2.0	
実質GDP(ユーロ圏)	2.0	1.6	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	0.6	1.3	
実質GDP(中国)	6.9	6.6	6.4	6.3	6.3	6.2	5.0	5.0	4.9	4.9	4.9	3.4	9.0	5.3	
消費者物価上昇率	0.0	▲0.2	0.7	1.2	1.8	1.9	1.0	1.7	2.1	1.9	1.2	1.4	0.2	1.5	
コールレート(誘導目標、年度末)	-	-	-	-	-	-	-	-	0.10	0.10	0.10	0.10	-	-	
FF目標金利(年末)	0.50	0.75	1.25	2.00	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	0.9	2.5	
ECB市場介入金利(年末)	0.05	0.00	0.00	0.00	0.25	0.50	1.25	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.06	0.95	

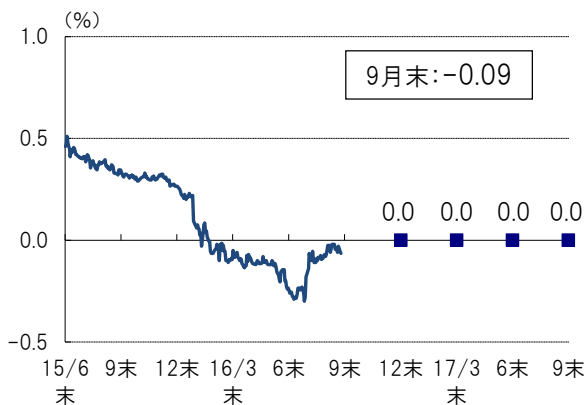
出所)ニッセイ基礎研究所の資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

※米国、ユーロ圏、中国は暦年

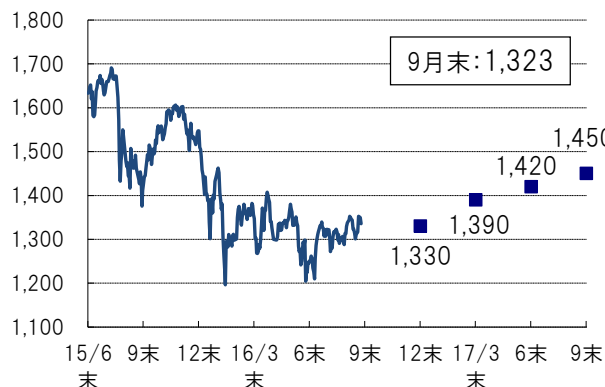
# ニッセイアセットの金融市場見通し

- 国内債券(10年金利)は、日銀の政策の下で0%程度を中心とした推移へ
- 国内株式は、グローバル景気の回復が再認識され、緩やかな上昇へ

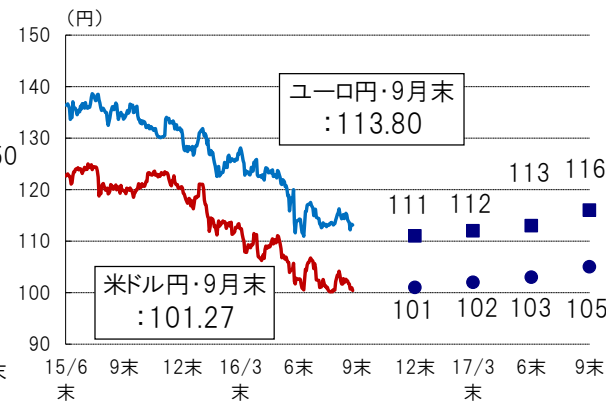
### 国内債券(10年金利)



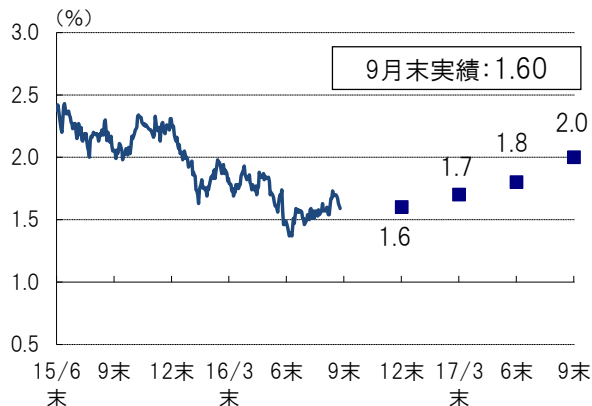
### 国内株式(TOPIX)



### 為替



### 外国債券(米10年金利)



### 外国株式(米S&P500)



### アジア株式(香港ハンセン指数)



出所)ブルームバーグ等のデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

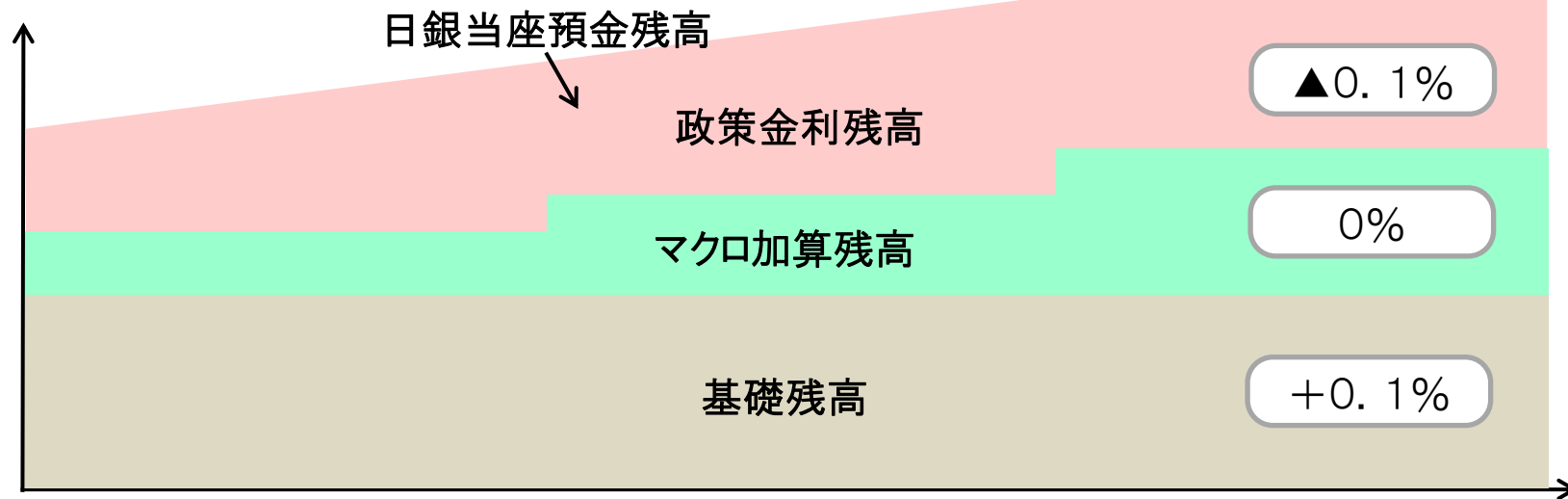


# 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入

- 2016年1月、日銀は「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定し、2月から日銀当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用
- さらに、9月には「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入を決定。
  - ①短期金利に加え長期金利を操作目標とする、
  - ②消費者物価上昇率が2%を安定的に超えるまでマネタリーベースの拡大方針を続ける

## マイナス金利における「階層構造方式」

日銀当座預金残高を3段階の階層構造に分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用

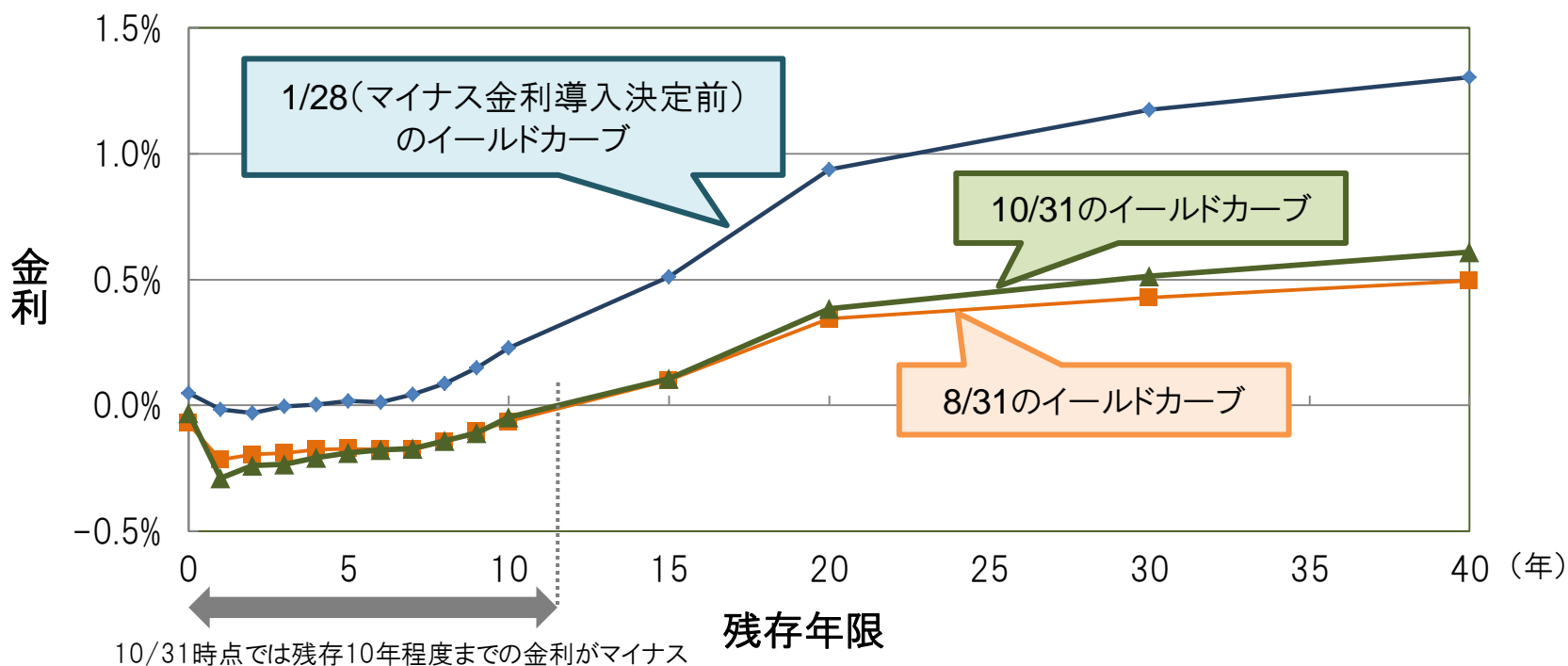


出所) 日銀のデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

# マイナス金利導入後の利回り曲線（イールドカーブ）の変化

- マイナス金利の導入に伴い、金利水準は全体的に低下。10月末では残存10年前後までマイナスに
- 長期金利は、日銀による「10年国債金利0%程度」の金利ターゲットの設定や日銀の資産買入れなどの良好な需給を背景に、低位での推移を予想

マイナス金利導入決定前後の国債イールドカーブ



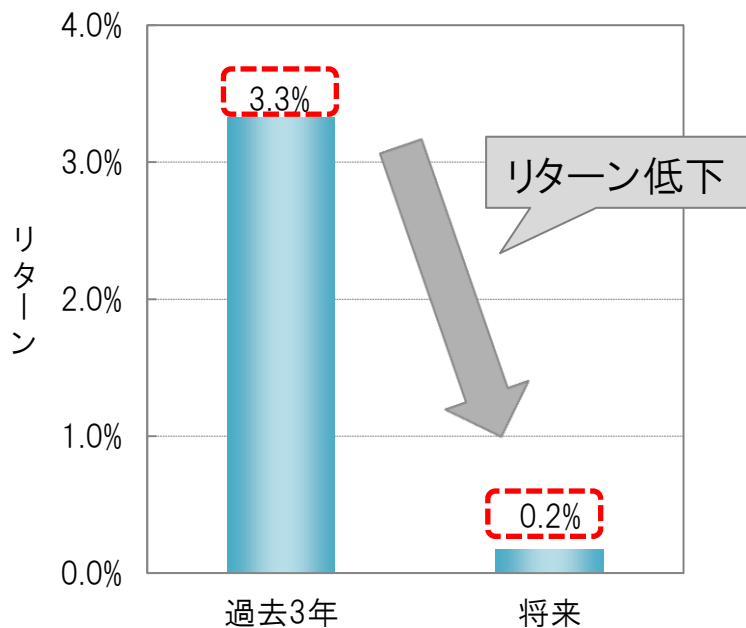
出所)ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成



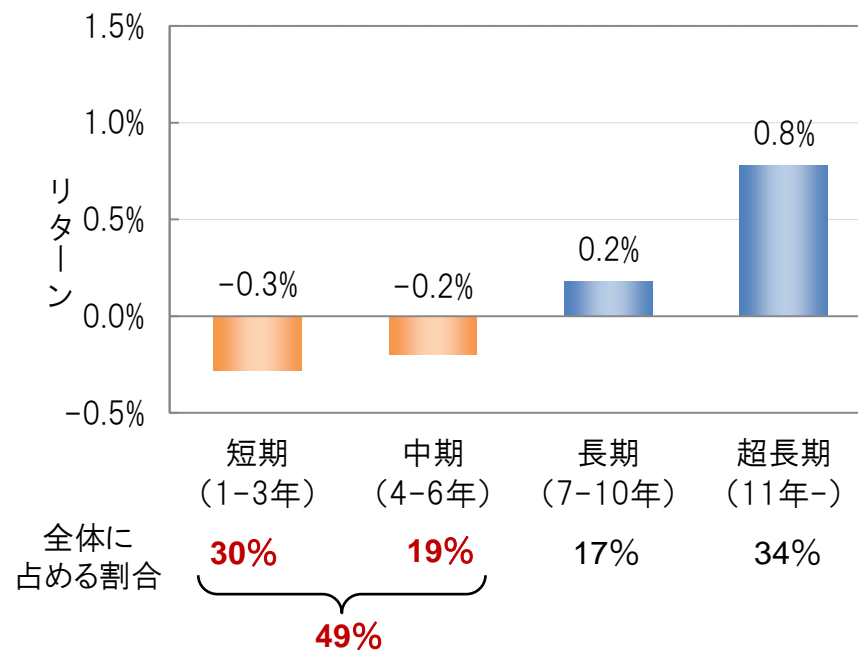
# 国内債券の収益性は大幅に低下

- 国内債券(NOMURA-BPI総合)の収益性は、大幅な低下が見込まれる
- 年限別では、短期(1-3年)と中期(4-6年)で、リターンがマイナスと推計
- 債券の持切りが“必ずプラス”になる世界から、“必ずマイナス”になる世界に

## 国内債券リターンの低下



## 今後の年限別の国内債券リターンの比較



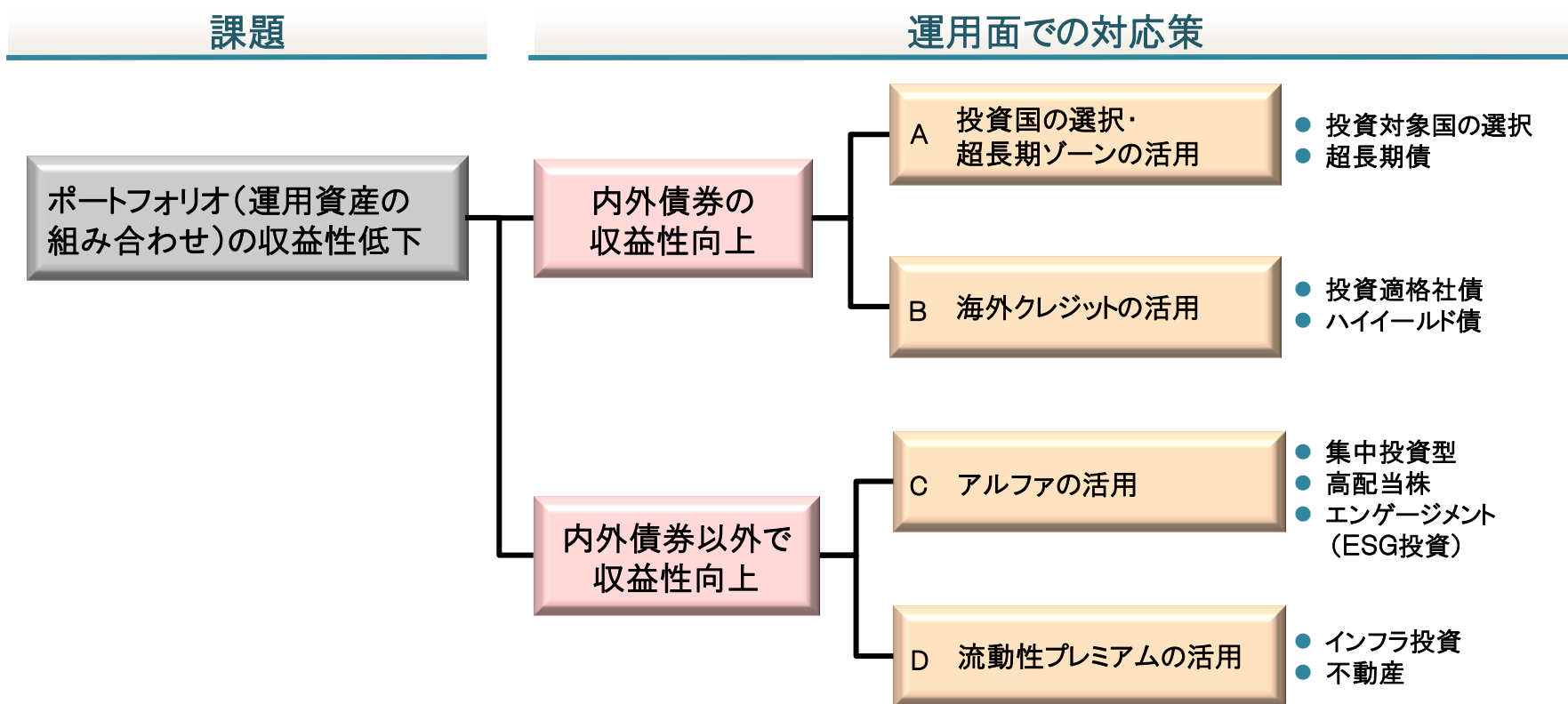
出所)ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

※過去3年:2013年9月末~2016年9月末の実績リターン(年率換算)、今後:2016年9月末時点のイールドカーブが横ばいで推移した場合のリターンを推計

# 資産運用面における課題と対応策

- ▶ 国内債券が果たしてきたポートフォリオの“根雪”となる安定収益源としての機能は低下

- 対応策
- ①債券運用の高度化による収益性の向上
  - ②債券運用以外での収益性の向上



# A. 投資国の選択・超長期ゾーンの活用①

- ▶ 国内債券やヘッジ外債で効率的に収益性を高めるためには、キャリー収益（インカム収益＋ロールダウン収益）の高い国や年限に選別投資することが有効
- ▶ 市場の変化に応じて投資国や年限を機動的に変更する戦略も有効

国別・年限別でのキャリー収益(ヘッジコスト控除後)

	3年	5年	7年	10年	15年	20年
フランス	0.1%	0.6%	1.2%	1.8%	2.2%	2.2%
アメリカ	1.1%	1.6%	1.9%	2.0%	2.2%	2.5%
イギリス	0.2%	0.8%	1.2%	1.8%	2.1%	1.8%
ドイツ	-0.1%	0.3%	0.8%	1.5%	1.7%	1.6%
イタリア	1.1%	2.0%	2.8%	3.4%	3.6%	3.7%
カナダ	-0.2%	0.1%	0.6%	1.3%	1.9%	1.5%
日本	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.3%	0.7%	1.1%

出所)ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

※キャリー収益は、2016年10月末のイールドカーブが一定の状態での債券を1年間保有した場合のリターン推計値で、内外短期金利差として推計したヘッジコストを控除した数値

## A. 投資国の選択・超長期ゾーンの活用②

- 高いキャリー収益の獲得を期待して超長期ゾーンの債券に投資する場合、金利上昇への対応が課題
- 対応策として以下の3つの方法が考えられる

### 超長期債保有に際しての金利上昇への対応策の例

対応策	金利上昇を予測してデュレーションを短期化	リターンが逆相関の傾向の株式を組合わせてヘッジ	許容損失額を想定し、ウェイト(投資上限)を決定
概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>・金利上昇の予兆を捉え、事前にデュレーションを短期化</li> <li>・ヘッジ外債では、金利上昇懸念のある国の長期債を売却</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・超長期債と株式で、ポートフォリオでとるリスク量が均等になる様、ウェイトを決定</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・債券による許容損失額を設定</li> <li>・デュレーションと想定される最大金利上昇幅を基に、超長期債の投資ウェイト(上限)を算出</li> </ul>
具体的な方法	<ul style="list-style-type: none"> <li>・国内債券アクティブ運用で用いる金利戦略を援用</li> <li>・機動的な国・年限別配分戦略を採用するヘッジ外債運用を採用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資産の全体または一部で、株式と債券のリスクパリティ戦略を導入</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・投資上限枠内で超長期債のバイ・アンド・ホールド運用を実施</li> </ul>
留意点	<ul style="list-style-type: none"> <li>・金利上昇の予測精度とデュレーション短期化等の仕組みの確立が重要</li> <li>・スキルのあるマネジャーに運用を委託する必要あり</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・短期での精緻なリスクヘッジは困難</li> <li>・タイムラグの少ないポートフォリオのリスク状況の把握が必要</li> <li>・スキルのあるマネジャーに運用を委託する必要</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・金利上昇幅が想定を超えそうな場合は、ロスカット(売却)等が必要</li> </ul>

(出所)各種資料を基にニッセイアセットが作成

# 株式との逆相関を活用した超長期債運用戦略

- 超長期債と株式のリスク量を均等に配分したポートフォリオのリターンは再現性高く安定する
- 国・年限で債券の投資対象を拡大することで、ポートフォリオのリスク・リターン効率が更に改善

## 超長期債と国内株式のリスク量均等ポートフォリオのリスク・リターン

データ期間：2001年3月末～2016年3月末(日次)



出所)ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

※超長期債:NOMURA-BPI総合超長期、国内株式:TOPIX(配当込み)、リスク量均等ポートフォリオ:超長期債と国内株式の120営業日の日次リターンで計測したリスク量が均等になるよう組合わせたもの(表中は年率値)

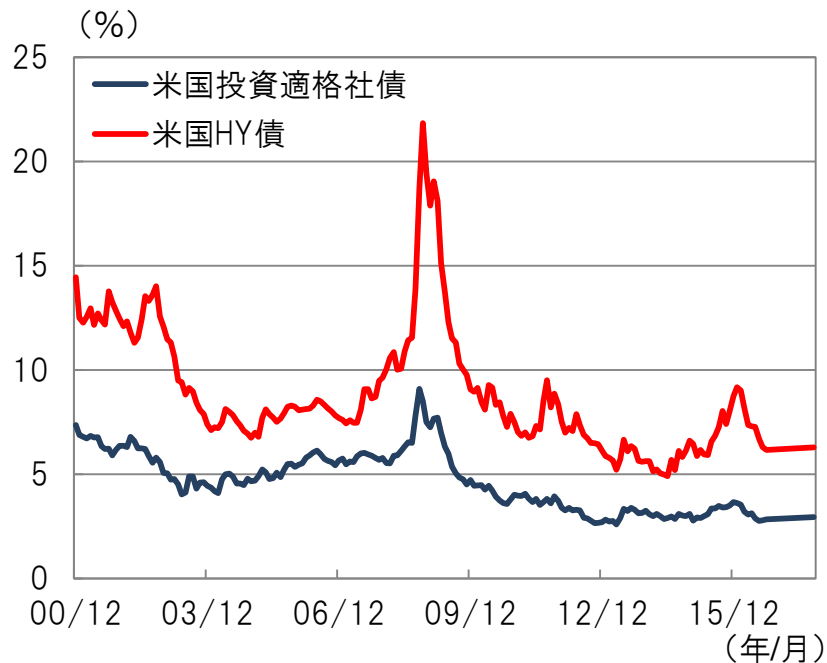
※2001年3月末を100として指数化

## B. 海外クレジットの活用

- 海外投資適格社債やハイイールド債等への投資により収益性を向上
- 米国投資適格社債の中でも米国不動産投資法人債に注目

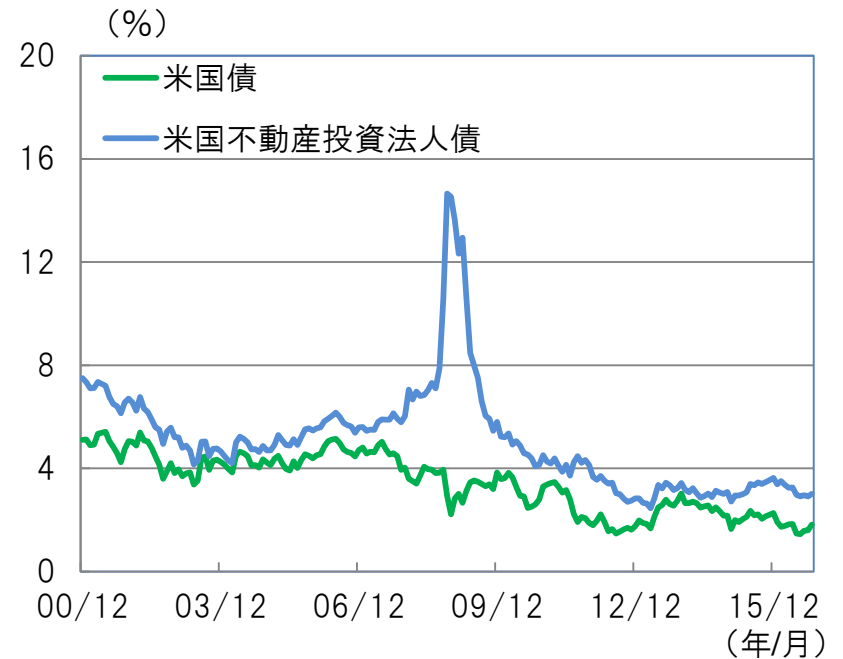
＜2016年10月末時点の利回り＞米国国債：1.83%、米国不動産投資法人債：3.01%

### 米国投資適格社債・HY債の利回り推移



出所)バークレイズのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成  
データ期間:2000年12月末～2016年10月末(月次)

### 米国国債・不動産投資法人債の利回り推移

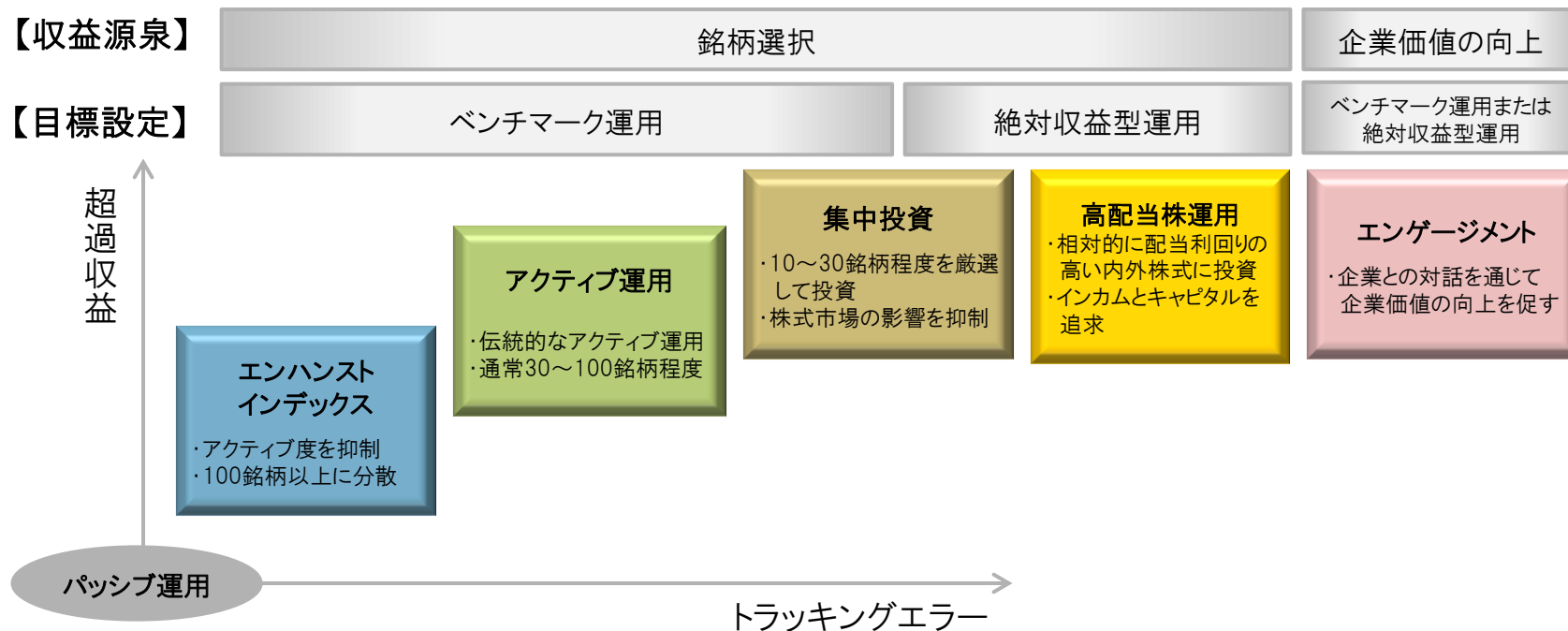


出所)バークレイズのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成  
データ期間:2000年12月末～2016年10月末(月次)

## C. アルファの活用

- ▶ 株式アクティブ運用はバリエーションが増加。目標超過収益の高さや、ベータリスクをどの程度とるか等の要素を勘案し、運用手法を選択することが必要
- ▶ 投資先企業との対話を通じて企業価値向上を狙う運用（エンゲージメント）の関心も高まりつつある

### 株式のアルファを活用する多様な運用手法(イメージ)



※上記は、様々な株式運用手法について、一般的な特徴をイメージとしてニッセイアセットマネジメントが整理したものです。

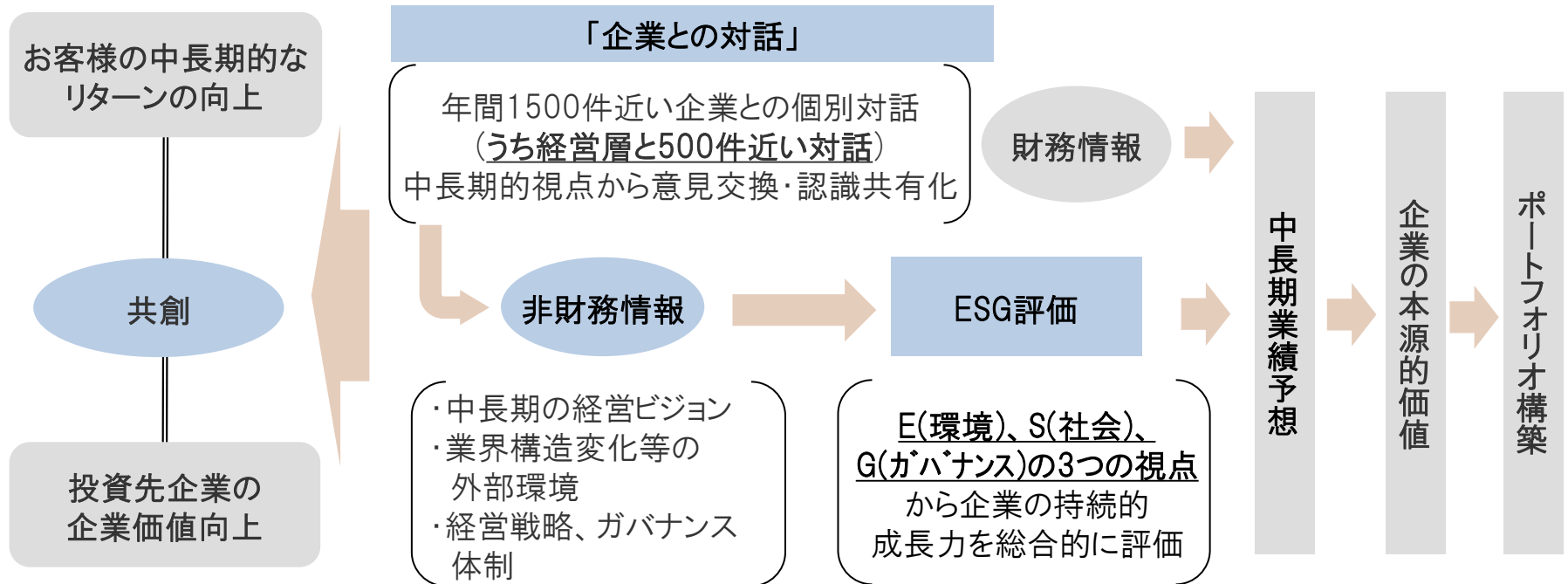


# エンゲージメントに基づくESG投資

- 2014年5月に日本版スチュワードシップ・コードの受入れ、及びスチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定・公表

スチュワードシップ責任とは、『投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「受益者」の中長期的な投資リターンを拡大を図る責任』です。

## ニッセイアセットのESG投資



# ニッセイアセットマネジメントのESGの取り組みの歴史

## ➤ 2006年、早期にPRIに署名

2002年 「コーポレートガバナンス委員会」(現 責任投資委員会)を設置

2004年 長期業績予想(5年)をベースとした株価評価・投資判断プロセスを導入

2005年 スチュワードシップ対話型国内株式集中投資運用開始

2006年 責任投資原則(PRI)に署名

2008年 ESG評価の運用プロセスへの組み込み

2014年 日本版スチュワードシップ・コードの受入れ、取組方針の公表

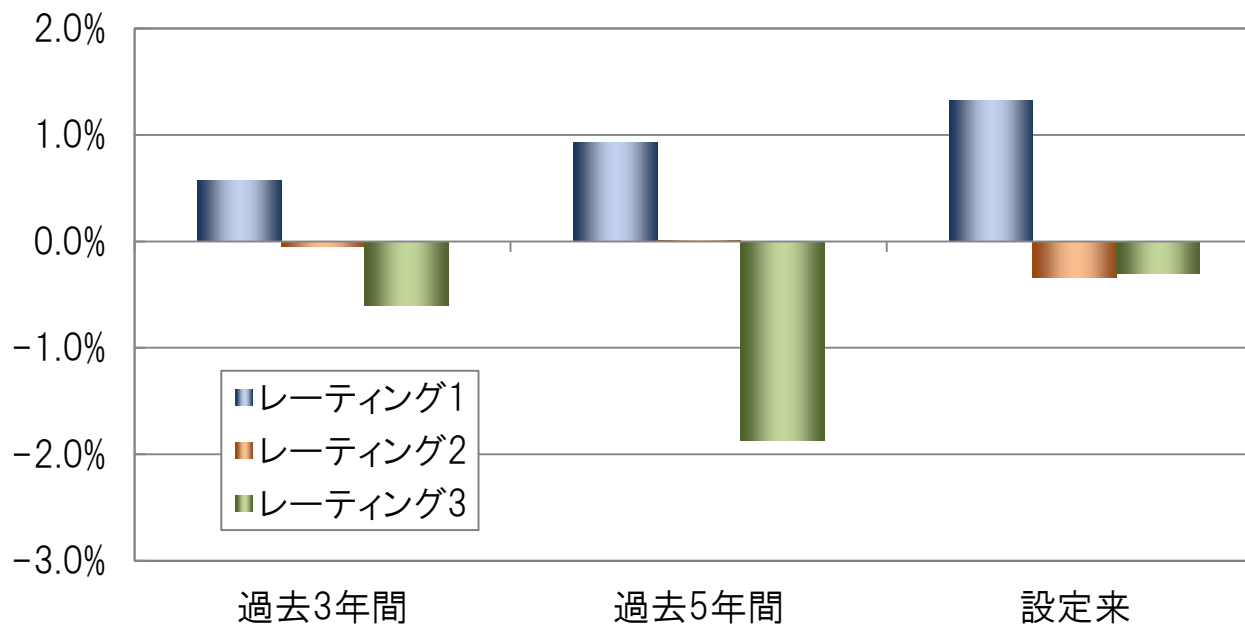
2016年 ESG推進室の設置

PRI年次評価で「戦略とガバナンス」「ESG統合」について最高評価A+を取得

# ESG評価の効果

- ニッセイアセットでは、2008年より投資ユニバース内の銘柄についてESGレーティングを付与
- ESGレーティング別のパフォーマンスを確認すると、最も高い評価であるレーティング1は他レーティングの銘柄群を上回るパフォーマンスに

<ESGレーティング別の超過リターン(年率)>(対調査ユニバース)



※期間は評価開始来が2008年11月末～2016年9月末。レーティング別のポートフォリオは当該レーティングが付与された銘柄群に等金額で投資したと想定。  
 ※当該データは、過去のデータに基づき作成したものであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

## D. 流動性プレミアムの活用

- 従来からの内外株式・債券による伝統的資産運用に対して、それ以外の運用全般をオルタナティブ投資と言う
- 一般的に株式・債券との相関が低いため、分散効果によるリスク低減が期待
- 特に、流動性の低い資産へ投資することで流動性プレミアムが享受できる資産カテゴリーでは、安定した収益の創出が期待

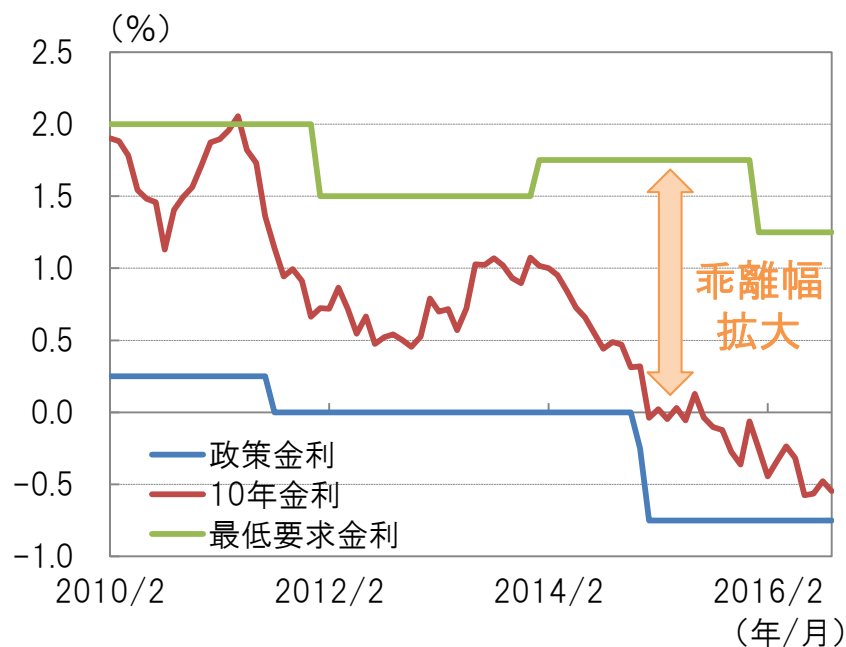
### 流動性プレミアムの獲得が期待される主なオルタナティブ投資

資産	概要	留意点
インフラファンド	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 産業や生活の基盤となる社会資本（インフラストラクチャー）が投資対象</li> <li>✓ 特に、稼働資産を投資対象とする場合、安定した収益の獲得が期待</li> <li>✓ 上場・非上場のインフラファンド、またはインフラへ直接投資</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 規制変更や政治リスクが存在</li> <li>✓ 流通市場が未発達のため流動性が低い</li> </ul>
不動産（私募ファンド等）	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 賃貸オフィスビルなど、安定した賃料収入が期待できる不動産を取得し、賃貸収入や売却により生じた収益を獲得</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 償還までの途中での換金は困難</li> <li>✓ 償還時の保有不動産の売却が課題となることも</li> </ul>

# スイスではマイナス金利を受けてオルタナ、不動産ヘシフト

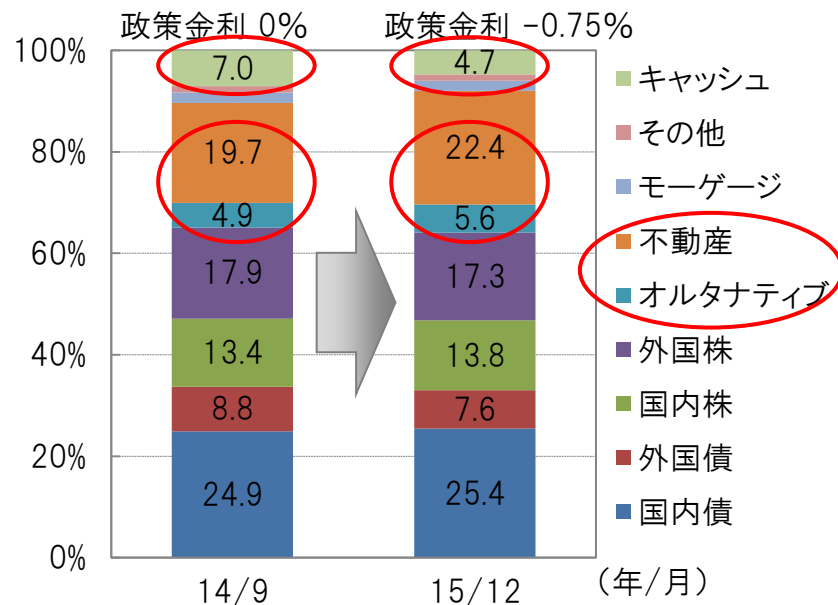
- スイスは日本に先立ち、2014年12月にマイナス金利を導入。年金の最低要求金利と債券利回りのかい離幅が拡大し、運用にも影響
- キャッシュ運用の比率が低下し、オルタナ、不動産運用のウェイトが高まる

## スイスの年金の最低要求金利



出所)ブルームバーグ等のデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成  
 ※最低要求金利:BVG minimum interest rate、政策金利:3month LIBOR target rate

## スイスの年金ファンドの資産アロケーション



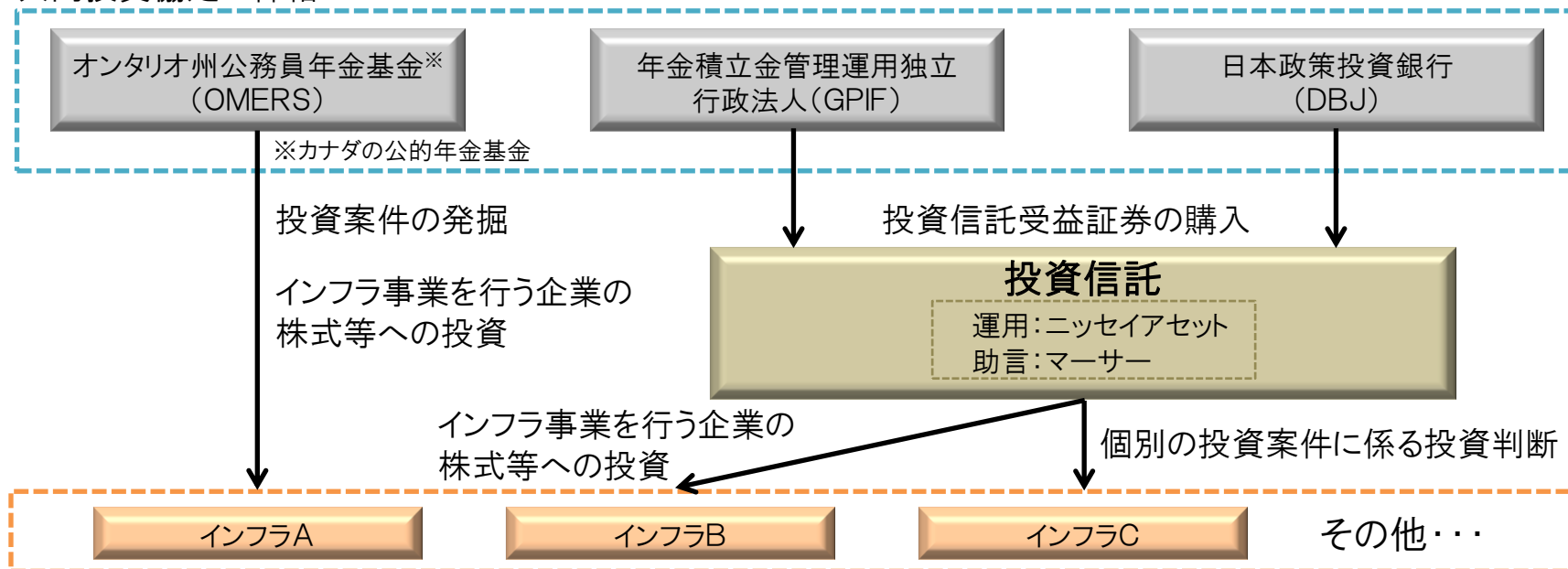
出所)クレディ・スイス証券の資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

# ニッセイアセットのインフラ投資への取組

- ニッセイアセットマネジメントは、発電、送電、パイプライン、鉄道などのインフラ資産に投資する投資信託の設定・運用
- 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)、株式会社日本政策投資銀行が弊社投資信託を通じてインフラ投資を実施

## インフラ共同投資のスキーム(概要)

### 共同投資協定の締結



※投資信託の運用者であるニッセイアセットマネジメントが、マーサー・インベストメンツの助言を得て、OMERSが発掘するインフラ投資案件への参加可否を判断します。マーサーのグローバルインフラ投資チームは、インフラ事業の評価を世界的に展開しています。

# 資産運用会社が今後考えるべきポイント

## ①運用力

- グローバル運用力、海外拠点の活用
- 新たな運用手法

## ②商品開発力

- 長期の資産形成に資するプロダクト
- ESG、リスクコントロール運用

## ③営業力

- 個人向け公募投信
- DC
- ラップ
- 金融法人・事業法人
- 年金
- 海外投資家

## ④経営力(=収益力)

- 漸減傾向となる収益率
- 運用資産ポートフォリオのリスク(収益)管理

## ⑤スチュワードシップ・コード コーポレートガバナンス フィデューシャリー・デューティー 金融リテラシー

- 企業価値の向上
- 独立性確保
- 利益相反





ニッセイ アセットマネジメント株式会社