

CFA 協会ブログ

No. 537

2021 年 8 月 6 日

ヴィニア・バンサリ：マイナス金利は問題か？

ヴィニア・バンサリ: What's Wrong with Negative Yields ?

[ローレン・フォスター \(Lauren Foster\)](#)

預金利息がウォークマンのカセットプレーヤーと同じ運命を辿り、古びた記憶に追いやられる段階に人類は来ているのでしょうか。

[CFA Institute Research Foundation](#) が新たに出版したモノグラフ『*The Incredible Upside-Down Fixed-Income Market*』の序文で、ヴィニア・バンサリ (Vineer Bhansali) は「十分可能性がある」と記しています。

「何世紀にもわたり続いてきた金融市場の支配が終わると考えられ、マイナス金利は、今までのシステムをリセットするための中間的なメカニズムである」と言っています。

[LongTail Alpha](#) の CIO であるバンサリは、マイナス金利が存在する債券市場は、「驚くべき様々な現象が発見できるような環境」であり、まずはそうした現象を理解することが必要で、それができれば、場合によってはそこから利益を得ることにチャンレンジできるかもしれません、と指摘しています。しかし、これを達成するのはそう簡単にはいかなと彼は認めています。

このモノグラフは、マイナス金利とマイナスの債券利回りについて幅広く論じており、必要な基礎知識を提供しています。

「歴史的に前例のない現象を理解することは、この種の環

境を分析するためのツールがほとんど開発されていないため、二重の意味で困難です」とバンサリは述べています。

では、現在の環境をどう考えればよいのでしょうか。マイナス金利はどのような影響を及ぼすのでしょうか。経済や投資家にどのような影響を与えるのでしょうか。これまでマイナス圏への金利引き下げに抵抗してきた米国連邦準備制度理事会 (FRB) は方針を転換するのでしょうか。

その答えを求めて、私はバンサリに電話で話を聞きました。そのほか、FRB パウエル議長が 2022 年 2 月の任期満了後も続投すると思うか、投資家は TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities) 市場をどう考えるべきか、などを聞きました。以下は、対談の前半部分を多少編集したものです。

CFA 協会: 今日はお時間をいただきありがとうございます。また、モノグラフの出版おめでとうございます。制作に 2 年を費やしたということで、愛のこもった作品になったのではないのでしょうか。

ヴィニア・バンサリ: ターゲットがどんどん動いて状況が変わっていく中で、幸いにも話題があまり変化せず、最終的にはかなりタイムリーな内容になったと思います。

マイナス金利の債券をだれが購入するのか、購入する理由、中央銀行の役割、バリュエーションやリスクマネジメン

トに及ぼす影響、デジタル通貨の台頭など、100 ページ以内に多くの内容を網羅していますね。翻って、結論から見てみましょう。マイナス金利は本当に悪いことなのでしょうか？

これは実に興味深い質問です。歴史的に見ても、マイナス金利は経験していません。一度もないのです。私は多くの歴史書を見てきましたが、少なくとも文書化された歴史の中では、名目上のマイナス金利が持続されたことはありませんでした。もちろん、実質金利がマイナスになることはよくあります。実質金利がマイナスになるのは、名目金利が低い時にインフレ率が非常に高い場合があるからです。

では、何か問題があるのかという問いには、いくつかの答え方がありますが、まず一つ目は単なる例え話です。

私は物理の教育をうけましたが、物理学には「質量は常に正である」という概念があります。何かを見たとき、それは有限の重さがあります。ゼロよりも大きいのです。理論的には、質量がマイナスになることもあり得ます。しかし、普通に考えれば、負の質量を持つ粒子を観測した人は(まだ)いません。しかし、非常に特殊で微調整された条件の下で、負の質量を持つ粒子のように振る舞うものを研究室で作ることは可能だと思います。理論的には何でも可能なのです。

一般的に物理学では、そのような基本的な物理法則の「違反」は見られません。

もちろん金融の世界でも、マイナス金利は基本法則ではありません。預金者からいつでもお金を取り上げることができる、基本的に、それがマイナス金利の債券です。そして、それが哲学的に正しいか間違っているかを判断するのは非常に難しい問題です。しかし、ここで注目されるの

は、金融政策と財政政策が大幅に収束した世界で、金利が実際に何か示唆しているのか、ということです。

別の言い方をすれば、政府が資金を移転しなければならない場合、伝統的な方法である課税による移転ができれば、他のメカニズムに頼らざるを得ないのではないのでしょうか。欧州がその好例で、欧州連合を維持するためには、欧州の中核国がギリシャやイタリアなどに資金を移転しなければなりません。米国のように地域間で富の移転を行う統一的な財政メカニズムがないため、課税によってそれを行うことはできません。しかし、マイナス金利は、ECB(欧州中央銀行)が多くの国の借金を実質的に補助することができる別のメカニズムです。

つまり、マイナス金利は、ある意味では、ヨーロッパの中核国の「貯蓄者」からお金を取り上げ、周辺国やギリシャなどに移しているのです。社会的な観点から見ると、「これでヨーロッパの統一性を保つ問題が解決された」ということになります。そうしなければできないかもしれない政治的な目的を達成できるのですから、何も問題はありません。これは、明示的な課税ではない、別の形での富の移転にすぎないのです。

ですから、哲学的な価値はあまりあるとは思いませんが、言えることは、金融の計算方法が確実に変わるということです。

金融について考えてみると、投資にはリターンが必要ですから、マイナス金利の債券は、お金の時間的価値という非常に基本的な原理に反することになります。

つまり、哲学的には何の問題もないのですが、金融理論として人々が学んできたことすべてに反するのです。

あなたがこのプロジェクトを始めたのは2年前でした。どのように考えを変えていったのでしょうか？プロジェクトを始めたときに、最終的な目標や結論を考えていたのでしょうか？もしそうだとしたら、始めたときと最後の章を書いたときで変化はありましたか？

これがなぜこんなに興味深い問題なのかを考え始めたのは、5年ほど前のことでした。私は理論物理学者がするように考えました：それを逆の立場から考えてみたのです。

私が物理学を専攻していたときのアドバイザーに[リチャード・ファインマン](#)がいたのですが、これはずっと昔の話ですが、彼はいつもこう言っていました。「全く新しい問題を本当に見ようとするときは、何が起きているのかを十分に理解するために、上下左右、あらゆる角度から評価しなければならない。」

私が最初に始めたときは、投資家の視点からしか見ていませんでした。これは歪みであり、時間が経てば修正される、すぐに消えるアノマリーだろう、などと考えていました。そのうち非常に広く浸透し、それから中央銀行がそれを正当化するようになり、そして、中央銀行が、先ほど話した政治的理由、財政的理由などの様々な理由から、マイナス金利をさらに深く掘り下げる状況になったのです。だからこそ、私の考え方は確実に進化しています。

私はそれを見て、絶対的な意味で正しいか間違っているかについて言うことはあまりありません。しかし、現在の金融市場の状況では、なぜそれが必要なのか理解できますし、実際のところ、その原動力はまだ進化し続けています。つまり、既存の債券市場の20%から25%がマイナス利回りであり、債券市場の規模は膨大で、何兆ドルもあります

ので、つまり、20～25兆ドルのマイナス金利の債券があるということです。

そして、これは長く続くでしょう。このプロジェクトを考え始めてからの5年間、特にこの3年間は、この現象の展開に合わせて、データを集めて記事にしたり、モデルや歴史などを調べてきました。それが「オリジナル・ファイナンス」の素晴らしいところで、特に私が[ここで行っ](#)ていることです。このような非常に大きなスケールの異常事態、歪み、違いを重要視せずに見ています。

これには歴史的な前例はありません。「ちなみに、私の教授ならこうするべきだ、と言うはず」といえる信頼できる理論はないのです。誰もがリアルタイムでそれを理解しようとしています。

中央銀行でさえ、それを理解しようと試みている段階です。彼らの対応と論法はどんどん変わっていきます。これは非常に経路に依存している問題です。この質問に答えるために私が言いたいのは、今の私たちは、金融に対する非常に純粋な見方に戻ることがとても難しい段階にあるということです。この3～5年の間に、金融の多くのものが破壊され、壊れてしまいました。私が30年前に金融業界に入ったときに教えられたり読んだりしたこと多くの多くは、例えば、フリーマネーは存在せず、金利がマイナスになることはなく、マイナスの利息などないということを前提とした「無裁定原則」などですが、これらはすべてなくなりました。その信念が永久に変わってしまったのです。

ですから、金融が突然政治や大きな政府、そしてそれに付随する他のすべてのものに会ったことがおそらく最大の違いだと思います。そして、それが今後の自然な状況

になると思います。

先ほど、「金融は壊れてしまった」とおっしゃいましたが、その言葉通りだと思います。では、どうやってそれを修正するのでしょうか。

つまり、適応するしかないと思います。

これは良い質問ですし、興味深い質問です。100 数年前、ニュートン物理学などでは説明できない何かが原子の世界で起こっていることに人々が気付く、古典物理学は壊れてしまいました。100 年程前に物理学は同じような存在意義についての問題を経験したので、再度、物理学の例を使います。

金融の世界においても、金利がマイナスになったり、常に低下したり、割引率が時間とともに増加するなど、ある種のことが起こるはずがないという純粋さがまだ保たれていた最初の段階にありました。

それが崩れてしまったのです。そして今、量子ファイナンスの世界に突入しました。例えば、「これも壊れたら、どうやって元に直すのですか？」と問われたら、「いや、修正はしません。もう元に戻ることはできないのです。」と答えます。今や、この膨大な量の債務を抱えながら、米国、ドル経済圏、欧州圏、日本、そして中国という主要 3~4 のブロックが、それぞれ全く異なる目的や、金融業界が政治と融合する際のアジェンダを持っていることを理解しなければなりません。

政治と金融は常に結びついていましたが、この 100 年の間に、両者が非常に速いペースで収束しているという感覚が失われてしまいました。つまり、今の状態は、今後 15 年から 20 年の間は、元通りに戻すのではなく、中央銀行

が社会問題を解決する権限を持っているという現実に適応しなければならない状態だと思います。中央銀行が社会問題を解決しようとするならば、私たちが目にしているような、古い意味での「壊れる」という新しい現象が、より頻繁に起こるようになるでしょう。

つまり、適応性のあるシステムでなければならない、ということですね。

その通りです。

このモノグラフの冒頭で、シドニー・ホーマーの『[A History of Interest Rates](#)』からの引用がありますが、それによると、「自由市場の長期金利は、その国の経済的・政治的な健康状態を示す一種の体温チャートを提供する」とあります。

金利は国家の健全性を示す体温計であるという例えに同意するとして、その体温計は今、アメリカ、ヨーロッパ(特にドイツ)、そして日本について何を示しているのでしょうか。

あなたは、私がホーマーの金利の歴史の本から拾ってきた言葉を使っています。そして、それは彼が使っているものです。言い換えになりますが、彼の理論では、金利は国家や経済の健全性を示す良い指標であったとされています。彼がこの文章を書いたときは、インフレ率が非常に高く、金利も 2 桁で、「皆、熱があるのではないか」と書いたのだと思います。

その時代は、インフレ率と金利が非常に高かった 1980 年代で、いわば誰もが熱がある状態でした。今は、金利がマイナスまたはゼロに近いというまた別の極端な状況にいます。ですから、この例えはとっても気に入っていますが、当時と今のキーワードは「自由」です。もし、金利が自由であ

るならば、国家の健全性を反映するはずですよ。
今のところ、金利が自由であると言うのは少し難しいでしょう。現在の金利があるのは、主に中央銀行の極めて積極的な政策によるものだからです。

繰り返しになりますが、中央銀行がそこまで積極的にならなければならない理由があります。そして、中央銀行は発行されているほとんどすべての債券を買い取っているの、自由ではありません。しかし、たとえ部分的に自由であったとしても、今私たちが言っているのは、これらの国々は実質的に死んでいるか、少なくとも氷のように冷たいということです。脈もなければ、体温もない。金利がゼロなので、地下に埋もれているのです。これはどういうわけか事実ではなさそうです。というのも、世界経済は、少なくとも今まで測定に使用されていた基準からすると、かなりうまくいっていることがわかっているからです。

つまり、これらの国が基本的に死んで埋もれていることを示す金利の位置は、世界経済や市場の位置に関する人々の認識とは異なるということです。トレーダーとしての視点から見ると、これは、最終的に最も興味深いことです。なぜなら、シグナルが語っていることと、市場が示すシグナルが語るべきことの間、極端な2分化、あるいはミスマッチがあるからです。

私たちはみんなゾンビですね。

その通りです。もし、金利が経済の健全性を測る良い指標であるならば、私たちはゾンビです。その通りです。

ローレン・フォスターによるヴィニア・バンサリへのインタビューの第2回目を数週間でお届けしますので、お楽しみ

に。ローレン・フォスターのインタビューについては、CFA Institute [Take15](#) ポッドキャストシリーズをご覧ください。
この記事を気に入っていただけましたら、[EnterprisingInvestor](#) の登録をお忘れなく。

執筆者

ローレン・フォスター

(翻訳者:井上佐知子)

英文オリジナル記事

<https://blogs.cfainstitute.org/investor/2021/08/05/vineer-bhansali-phd-whats-wrong-with-negative-yields/>

注) 当記事は CFA 協会(CFA Institute)のブログ記事を日本 CFA 協会が翻訳したものです。日本語版および英語版で内容に相違が生じている場合には、英語版の内容が優先します。記事内容は執筆者の個人的見解であり、投資助言を意図するものではありません。

また、必ずしも CFA 協会または執筆者の雇用者の見方を反映しているわけではありません。