

グローバル金融システム委員会報告書

「保険会社及び年金基金の債券投資戦略」

要旨（日本銀行仮訳）

生命保険会社及び年金基金は、機関投資家の中心的存在である。これらの業界は、合わせて約 40 兆ドルの資産を保有し、特に銀行や公的部門に対する長期資金の主要な供給者として、債券市場において重要な役割を果たしている。保険会社及び年金基金は、いくつかの重なり合う重要な変化に直面している。すなわち、金融危機を乗り切った現在、国際的な規制や会計基準の重要な変更に向き合っている。加えて、デュレーションについて負債側が資産側よりも長い（デュレーション・ギャップ）、保険会社と年金基金のビジネス・モデルやバランスシートが特に低金利環境の影響を受けている。

このような認識の下、欧州中央銀行のピーター・プラート専務理事が議長を務める作業部会によって作成された本報告書は、現在の低金利環境の中で、会計基準や規制の変更が生命保険会社や年金基金にどのような影響を与えるかについて、理解をより深めることを企図している。本報告書では、中央銀行の観点から、これら長期投資家が投資戦略や資産配分をどのように変化させる可能性があるか、その結果市場機能や様々な経済部門の資金調達にどのような影響が生じ得るかが、特に関心の高い論点となっている。また、本報告書は、金融システム全体への潜在的な影響に関して、作業部会の評価も提示している。本報告書では、保険会社及び年金基金とのラウンドテーブルや、個別インタビュー調査で得られた業界からの情報も適宜、利用している。

報告書執筆当時、国際的な会計基準や規制の変更内容は、流動的な状態にあった。多くの重要な規則や水準調整（calibration）、段階的な移行措置は、未だ不確実な状態にあるため、本報告書の内容は暫定的なものと捉えられるべきであり、新しい情報が入手され、他の規制の枠組み（例：バーゼル III、ドッド・フランク法）が段階的に導入されるに伴って、更新される必要がある。とは言え、保険会社及び年金基金が、保有する資産、負債及びデリバティブをある程度調整すること、そしてその結果生じる金融市場への潜在的な影響を予測する

根拠は存在する。

今後数年間、保険会社及び年金基金が様々な国際会計基準を採用することで、透明性や比較可能性が増す一方で、財務諸表上の変動が幾分増加するかもしれない。国際会計基準（IAS）第 19 号の改訂は、2013 年までに従業員給付債務の認識・表示・開示を向上させることを目的としており、保険数理上の想定の変化を損益に反映させることを求めている。同様に、国際財務報告基準（IFRS）第 4 号フェーズ 2 では、保険契約に対する単一の会計モデルを 2014 年までに提案し、将来のキャッシュ・コミットメントを、流動性プレミアム分を調整した安全利子率、ないしは現在の資産収益率を反映したイールド・カーブを用いて、報告期間毎に割引くことを求めている。会計上の変動は、市場評価や企業価値、保険会社の資本確保の容易さに影響を及ぼす一方で、年金基金の資金調達状態の変化に関する情報開示は、スポンサー企業に影響を与え得る。こうした財務諸表上の変動を抑制するため、リスク資産の保有を圧縮するよう、市場やスポンサー企業からプレッシャーが高まり、ひいては保険会社や年金基金の投資戦略も影響を受ける可能性がある。

2013 年から段階的に導入される予定のソルベンシーII は、包括的なリスク・ベース規制の枠組みであり、保険会社に対して大きな影響を与えるだろう。欧州におけるソルベンシーII とその他のリスク・ベース規制体系は、資産を時価で評価するとともに、負債を（場合によっては流動性プレミアムを加算した）安全利子率で割引くことを求めている。また、ソルベンシーII は、保険会社に対し、1 年のタイム・ホライズンで、99.5%の信頼水準で予期せぬ損失に対応できるよう、資産・負債の両サイドにおける全ての範囲のリスクに対し損失を吸収可能な資本を保有することを求めている。欧州の保険監督当局による最新の定量的影響度調査の結果を見ると、大多数の保険会社は、資本増強の差し迫った必要性に直面してはいないものの、新しいリスク賦課に従って、資産ポートフォリオをリバランスする必要があるかもしれない。提案されている変更により、株式類似資産、仕組み商品、長期ないし低格付け社債の保有コストは高くなる傾向にある一方、国債やカバード・ボンドは、比較的好条件の資本賦課の取扱いを受けるようになるだろう。

こうした会計基準や規制の変更は、財務の健全性や情報開示の観点から重要な便益をもたらす一方で、結果として起こるポートフォリオ・シフトもまた、金融市場に対し潜在的なインプリケーションを持つ。例えば、投資家が保有する社債のデュレーションを短期化する際、彼らは資本賦課を節約しつつもデュレーション・ギャップも抑制するため、国ごとの初期条件や現在の資産保有状況によっては、既に選好されている質の高い長期債券への需要が増加する可能性がある。こうした流れは、安全利子率の期間構造を平坦化させる傾向がある一方、低格付けのクレジット商品については、保険会社と年金基金の投資を継続させる、あるいはその他投資家の関心を惹き付けるため、期間構造をステイプ化させる可能性がある。

しかしながら、段階的導入期間が長期に及び、保険会社以外の投資家にとってはポジションの再調整を行う余地、保険会社にとってはいくつかの影響を緩和し得る内部モデルへの承認を得る余地が生まれるため、金融市場へのインプリケーションは、永久的ではなく、むしろ一時的なものに止まるかもしれない。また、保険会社が既に、新規制に沿ったリスク・モデルを採用している国々や、保険セクターの規模が、債券の市場規模総額対比で小さい国々では、影響は小さくなるだろう。投資戦略や金融市場への影響は、規則の最終的な組合せや水準調整にも依存する。さらに、生命保険会社と年金基金は、他の手段によって会計基準や規制の変更に対応することも可能である。彼らは、商品構成を長期にわたって変更し続けることにより、利回り保証や確定給付プランから撤退する長期的な傾向を拡張することができる。あるいは、彼らは、再保険や証券化、ヘッジの拡大により、より多くのリスクを金融市場に移転できる。このため、提案されている規制変更は、ヘッジ目的のデリバティブ、特に金利スワップ、スワップション、金利先物、インフレーション・スワップ、エクイティ・オプションのさらなる利用を促しやすい。

こうした傾向のいくつかは、異例のマクロ経済環境によって強められている。低金利を背景とした不十分な固定利回り収入により、生命保険会社と年金基金は、将来の債務返済に対応することが難しくなっている。こうした困難は、1990年代の日本で見られたように、業界の体力低下につながっていく可能性がある（ただし、1990年代の日本では、低金利だけでなく株価の継続的な下落も見ら

れた)。今日、多くの金融機関では、金利リスクをヘッジしたり、ユニットリンク保険商品や確定拠出スキームを選好したりすることによって、こうした影響を遮断している。今日の状況はより管理可能なように見えるものの、低金利が長引けば、保険会社や年金基金は利回り追求の姿勢を強める必要が生じてくるかもしれない。

生命保険会社及び年金基金は、リスクに対するエクスポージャーを減少させていく観点から、提供する商品の特徴を引続き変化させていくだろう。リスクを家計に移転することによって、これらのセクターが、金融市場のリスクを、年金収入やその他の給付といった確実な資金の流れに変換する度合いは低くなる。この結果、家計の消費は、資産価格や金利の変動により感応的になるとともに、今後、家計が年金、保険又は退職後の蓄えへのリスク・エクスポージャーを減少させようとする場合、全体として資産分配がより保守的になるかもしれない。

生命保険会社と年金基金は、金融市場の主要参加者であるため、本報告書で述べた起こり得る変化は、よりシステミックなインプリケーションを持つかもしれない。ポートフォリオ・シフトが市場機能に影響を与える経路の一つは、債券市場において既に存在する市場分断効果（habitat effects）を強めることである。債務に基づいた投資戦略（liability-driven investment strategies）は、より高いリスク賦課を伴うことなく、デュレーション・ギャップを縮小させるのに利用可能な、長期安全資産への需要を増加させる傾向がある。これによって、国債が選好されるため、中期的には、特に企業や銀行の資金調達の見通しに対する懸念材料となる。危機以降、保険会社と年金基金は、金融機関へのエクスポージャーを減少させ続けている。しかしながら、銀行の調達市場から政府の調達市場への広範な資金シフトは、必ずしも起こっていない。保険会社や年金基金が、銀行の無担保調達において果たす役割は低下するかもしれないが、一方で、銀行が発行するカバード・ボンドの保有を増やしたり、あるいは、銀行がより厳しい規制下に置かれるようになれば、無担保の銀行債務に再度関心を向けたりするだろう。同時に、政府債務を選好する傾向は、財政の持続可能性への不安の高まりから、抑制された状態である。

関連して、生命保険会社と年金基金が、長期投資家としての視点を維持できるかどうか懸念される。市場参加者がこうした懸念を持つ背景として、規制による極端なリスク賦課と、ソルベンシーの評価や資金不足への対応に充てられる期間の短さが挙げられる。国際的な会計基準の下で財務諸表上の変動が高まる可能性についても、短期的な変動に対して懸念することなく、長期的、ないし流動性の低い資産を保有する余地を制限する効果を持つかもしれない。より一般的に機関投資家全体について見ても、こうした要因は、金融危機後のより保守的な資産配分傾向の強まりとともに、リスク資産への長期的な投資の抑制を助長する傾向がある。このことは、生命保険会社及び年金基金が、長期的なリスク資本のグローバルな供給者として従来から果たしてきた役割を変える可能性がある。機関投資家が、長期及び／又は流動性が低いクレジット市場のセグメントから一部撤退することで、長期投資から得られていた民間・社会的利益や、金融システムのプロシクリシティが抑制される度合いが縮小する可能性がある。