

わが国機関投資家の資産運用行動について
 金融市場に与える影響を中心に

清水祐希・西岡慎一・馬場直彦

2003年3月

Market Review

個人投資家、企業（年金基金）といった最終投資家が生命保険会社、投資信託、信託銀行、投資顧問会社などの機関投資家に資産運用を委託する動きが、先進国を中心に拡大している。また近年、アクティブ運用パフォーマンスの低迷などを受けて、機関投資家の運用スタイルが、アクティブ運用から市場インデックス連動を目指すパッシブ運用へ移行している。パッシブ運用の広がり、機関投資家が、近年の運用環境への対応を進めた結果と言えるが、金融市場に以下のような影響を及ぼし得る。第一に、市場全体において、パッシブ運用が多数を占めた場合、情報生産機能を担う投資家が少なくなることで、市場の効率性が損なわれる可能性がある。第二に、債券・株式等の各資産間でリバランス・ルールが適用される場合には、市場インデックスの値動きが安定する一方、インデックスを構成する個別銘柄の価格が同方向に動く、いわゆる全面高・全面安現象が生じ易くなる。第三に、市場インデックス組入れ銘柄に変更が生じるときには、個別銘柄間で、テクニカルな価格変動が発生する。市場の価格メカニズムが正常に機能するためには投資行動の多様性の確保が重要であり、制度・インフラ等の市場整備を進めていく際には、この点に留意する必要がある。

はじめに

個人投資家や企業（年金基金）といった最終投資家が、自らの金融資産を資産運用のプロである生命保険会社（生保）や投資信託（投信）、投資顧問会社（投資顧問）といった機関投資家に委託し、その運用リターンを獲得するというプロセスは、先進国を中心に定着しつつある。実際、多くの先進国で、主な機関投資家の運用資産の対GDP比率は大きく上昇している（図表1）。その背景には、先進国において、ベビー・ブーム世代が引退期に入り、それまで蓄積してきた多額の金融資産を運用する必要が生じたことや、金融自由化、複雑な金融技術の発達に伴い機関投資家に運用上の優位性が生じたことなどがある。

こうした資産運用の機関化現象の広がりが、株式市場や債券市場等の金融市場に対してどのような影響を

及ぼし得るかといった点について、世界的に注目が高まっている。例えば、中央銀行のフォーラムである、BISグローバル金融システム委員会（CGFS¹）は、2001年9月に「機関化された資産運用におけるインセンティブ構造」と題するワーキング・グループ²を立ち上げ、この点につき、議論を重ねてきた³。

わが国でも、機関投資家の運用スタイルが、アクティブ運用から、インデックス連動を目指すパッシブ運用へと移行しつつある点が注目されている。ここで、アクティブ運用とは、独自の情報収集や相場分析に基づいて、TOPIXをはじめとするベンチマーク・インデックス対比で超過収益を狙う運用スタイルを指す。

本稿では、わが国機関投資家の資産運用行動の現状を概観したうえで、パッシブ運用への移行が株式市場をはじめとする金融市場に与える影響について、整理を試みる。

【図表1】資産運用の機関化の進展

国	1992年				2000年			
	運用資産 合計 (GDP対比)	投資 信託 (運用資産シェア)	年金 基金 (運用資産シェア)	保険 会社 (運用資産シェア)	運用資産 合計 (GDP対比)	投資 信託 (運用資産シェア)	年金 基金 (運用資産シェア)	保険 会社 (運用資産シェア)
フランス	60.6	58.9	0.0	41.1	133.8	46.5	0.0	53.5
ドイツ	33.8	26.0	8.5	65.5	80.8	47.5	4.1	48.4
日本	103.7	8.8	41.8	49.3	141.1	8.0	43.9	48.1
スウェーデン	75.7	28.2	3.3	68.5	170.2	38.2	2.3	59.5
イギリス	115.2	11.4	45.8	42.8	226.5	13.8	37.6	48.6
アメリカ	133.3	23.8	44.2	32.0	197.7	37.1	39.8	23.1

(注)1. Incentive structure in institutional asset management and their implications for financial markets (BIS, 2003)のTable 1をもとに作成。

2. 年金基金は一部で自家運用を行っているものの、大部分の資産の運用を、保険会社、投資顧問等に委託している。

わが国機関投資家行動の特徴

機関投資家の類型・構造

わが国の投資家には、個人投資家、銀行、生保、年金基金、投資顧問、信託銀行、投信等がある。このうち、「個人投資家、企業等の顧客から預かった資金を基にポートフォリオを構築・運用するプロの投資家」を機関投資家と定義すると、生保、投信、年金基金、投資顧問、信託銀行がそれに該当する。

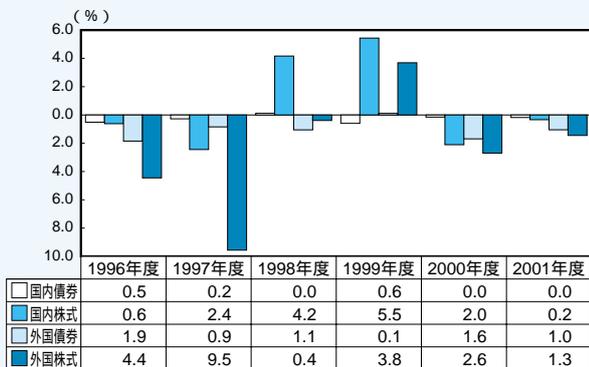
資産運用の委託・受託構造の観点からみると、個人投

資家から委託を受けて資産運用を行う機関投資家として、生保、投信がある。一方企業は、年金資金運用を、基本的には年金基金を通じて、信託銀行、生保、投資顧問に委託している。もっとも最近では、年金基金自身が運用を行う（自家運用）ケースもみられつつある。

アクティブ運用パフォーマンス

わが国機関投資家のアクティブ運用パフォーマンスは近年、総じて悪化している。図表2は、企業年金基金（厚生年金基金）の資産別アクティブ・リターン（ベンチマーク・インデックスに対する超過収益率）の推移を示している。これをみると、近年、国内外株式をはじめとする多くの資産で、運用パフォーマンスがベンチマーク・インデックスのパフォーマンスを下回っていることが分かる。同様に、投信のアクティブ運用パフォーマンスも、株式・公社債投信ともに低調に推移している。

【図表2】厚生年金基金のアクティブ・リターン



(注) 1. 「厚生年金基金の資産運用 資産運用実態調査の役割と実証分析」(厚生年金基金連合会) をもとに作成。
 2. 各資産のベンチマーク・インデックスとして、国内債券：NOMURA-BPI、国内株式：TOPIX（配当込み）、外国債券：SSB-WGBI（日本除く、円換算）、外国株式：MSCI-KOKUSAI Index（円換算）を使用して算出。

運用スタイルの変化とその背景

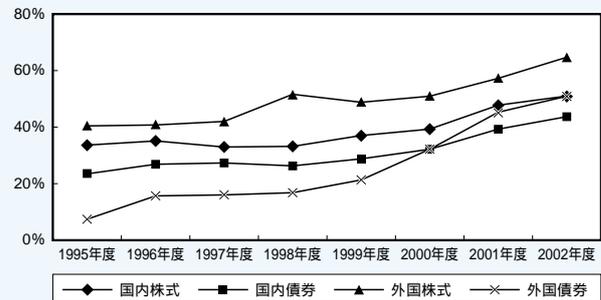
こうしたアクティブ運用を中心とする運用パフォーマンスの悪化を受け、わが国機関投資家の間では、資産運用スタイルに変化が現れている。第一に、運用スタイルが、アクティブ運用からパッシブ運用へ移行しつつある(図表3、BOX1)が。特に、大規模な運用資金を有する公的年金(年金資金運用基金)がパッシブ運用を中核として位置づけたこと⁵⁾は、他の企業年金基金等でもパッシブ運用が本格的に採用される契機となった。

第二に、公的年金において、株式に対する投資そのものの是非を巡って議論が行われるようになった。これまで、長期的な負債構造を持つ公的年金では、成長資産として株式を保有してきた。しかし、バブル崩壊後の長引く株式市場の低迷により、株式ポートフォリオは多額の含み損を抱えるとともに、期待収益率が著しく低下したことから、保有自体の意義が問われはじ

めている。

第三に、最終投資家は、資産運用の委託先である機関投資家に対するコントロールを強化する目的で、リスク管理に対する意識を一段と高めつつある。そのため、リスク管理にかかる評価期間が短期化し、運用にかかるタイムホライズンとの間でミスマッチが生じる可能性が生じている。

【図表3】信託銀行合同口のパッシブ運用比率



(注) 1. 信託合同口とは、運用効率の向上、運用コストの低減等を図るため、各委託者の資産を合同運用する年金専用ファンドのこと。
 2. 「年金情報」(格付投資情報センター)のデータをもとに作成。
 3. 毎年度末のデータを利用(2002年度のみ12月末のデータを利用)。

パッシブ運用へ移行する理由

以下では、投資家がアクティブ運用からパッシブ運用へ移行する理由について、理論的、構造的、実務的な観点から整理する。

まず、理論的な観点からパッシブ運用を眺めてみよう。「効率的市場仮説」によると、金融市場が効率的になるほど、市場参加者が独自の情報生産に基づくアクティブ運用によってベンチマーク・インデックスをアウトパフォームすることは困難となる。ここで、「効率的」とは、企業やマクロ経済環境に関する新たな情報が得られた場合、その情報が速やかに資産価格に反映され、超過収益機会が直ちに解消される状態を指す。従って、市場が効率的であれば、インデックス連動を目指すパッシブ運用に切り替えるインセンティブが生じる⁶⁾。

次に、構造的な観点からみてみよう。近年、年金基金などは、自らアセット・アロケーション(資産配分)を策定し、日々の運用実務を機関投資家に委託するスタイルをとっている。最終投資家は、機関投資家にパッシブ運用を課すことで、運用パフォーマンスを容易に管理することができる⁷⁾。こうして、最終投資家は運用機関に対するモニタリング・コストを低減できる。

最後に、実務的な観点からみると、パッシブ運用のコスト面での優位性を指摘することができる。一度パッシブ・ファンドを構築してしまえば、基本的に、銘柄入れ替えの機会、ベンチマーク・インデックス構成銘柄の変更などに限られる。また、運用資産規模が大きくなれば、完全法を採用しやすくなるために、

【BOX1】パッシブ・ファンドの構築手法とベンチマーク・インデックス

パッシブ・ファンドの構築方法は大きく分けて2つある。

ひとつは完全法と呼ばれ、ベンチマーク・インデックスを構成している全銘柄を、インデックスの作成ルール通りにファンドに組入れる方法である。例えば、TOPIX連動型のパッシブ・ファンドを完全法により構築する場合には、東証一部上場の約1,500銘柄全てを時価総額のウエイトで組入れる。

もうひとつは、インデックス構成銘柄の中から銘柄を選んで投資するサンプル法である。これには、銘柄を、似たような値動きをされるとされる規模や業種、証券種別などのグループ（層）に分け、各グループから任意に銘柄を選択する層化抽出法や、ファンドとインデックスの価格変動特性の乖離が最も小さくなるように投資対象銘柄とそのウエイトを求める最適化法などがある。

パッシブ・ファンドでは、インデックスとファンドの収益率の乖離幅（トラッキング・エラー）が評価指標として用いられる。トラッキング・エラーを最小化する観点からは完全法が相応しいが、多額の資金を必要とする等の問題点がある。

BOX図表1は、株式・債券市場における代表的なベンチマーク・インデックスを示している。国内株式ではTOPIX、国内債券ではNOMURA-BPIが用いられることが多い。ただし、完全法でパッシブ・ファンドを構築するに当たって、TOPIXでは、流動性（浮動株比率）が考慮されていない、NOMURA-BPIでは、事業債も広くカバーされているが、事業債の取引額面は通常最低1億円となっており、大規模ファンドでなければ全銘柄を揃えるのは不可能、など問題点が指摘されている。

（BOX図表1）株式・債券市場におけるベンチマーク・インデックス（例）

	株式		債券	
	国内	外国	国内	外国
ベンチマーク	TOPIX	MSCI KOKUSAI Index	NOMURA-BPI	SSB-WGBI
作成元	東京証券取引所	モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル	野村證券	ソロモン・スミス・バーニー
対象	東証一部上場全銘柄	主要国の上場株式	残存1年以上、残存額面10億円以上の国内発行の円貨建公募利付債券	残存1年以上の主要国の現地通貨建固定利付国債
配当の考慮				
計算方法	時価総額加重平均	時価総額加重平均		
持合の調整	×			
銘柄入替	新規上場、上場廃止などに応じて見直し	四半期毎の定期リバランス、資本移動などに応じた不定期リバランス		
再投資			月末まで再投資なし	米国債残存1か月利回り、その他はユーロ預金金利で適用
評価時価			野村證券の評価・算定時価	ソロモン・スミス・バーニーの評価・算定時価
最低格付			事業債・円建外債でA格以上（金融債は全て）	Moody's Baa3 または S&P BBB-以上
銘柄入替			月次で適宜入れ替え	月次で適宜入れ替え

インデックス連動の精度が高くなるとともに、コストも小さくなる。

機関投資家行動が金融市場に与える影響

理論的な観点

機関投資家行動が金融市場に与える影響について、理論的な観点から検討すると、機関投資家が、次のどちらのタイプのトレーダーに分類されるかによって、金融市場に与える影響も異なってくる（BOX2を参照）。個人投資家等に比べて情報面で優位に立つ機関投資家が、「情報トレーダー」であれば、価格を安定させる効果を持つとともに、個々の資産価格には、新たな情報が常に織り込まれることになり、市場の効率性は向上する。これは、情報トレーダーの、ファンダメンタルズ対比で割安（割高）に評価されている資産を購入（売却）するという行動原理による。

一方、機関投資家が「ノイズ・トレーダー」である場合、情報収集を行わずに、機械的なルールや流動性動機等により取引を行うため、ファンダメンタルズ以外の要因が価格に反映され易く、市場の効率性は低下

する。また、ノイズ・トレーダーのタイプによっては、価格の一方向への動きを助長するなど、相場を不安定にしたり、市場流動性を損なう可能性がある。

機関投資家を一律に情報トレーダーかノイズ・トレーダーのいずれかに分類することは困難である。しかし、パッシブ運用は個々の金融資産のファンダメンタルズに関する情報生産を行わない、受動的な運用行動であることを踏まえると、パッシブ運用比率の高まりは、情報トレーダーの比率を低下させる可能性がある。また、前述のように、リスク管理と運用にかかるタイム・ホライズンの中にミスマッチが存在すると、長期的なタイム・ホライズンの下でファンダメンタルズを評価する情報トレーダーの役割が阻害されることが考えられる。

以下では、パッシブ運用化の進展が、具体的にわが国株式市場にどのような影響を与えているのかという点について検証を試みる。

【BOX2】トレーダーのタイプと金融市場に与える影響

投資家は、「情報トレーダー」と「ノイズ・トレーダー」に分類される（BOX図表2）。情報トレーダーは、長期的なタイム・ホライズンに立ち、情報生産により金融資産のファンダメンタルズを合理的に評価するトレーダーである。従って、市場が効率的であるためには、情報トレーダーの存在が必要不可欠となる。一方、ノイズ・トレーダーは、機械的なルールや流動性等の動機で取引を行う、情報生産を行わない投資家を指す。

一般に、機関投資家は個人投資家よりも情報優位にあると考えられるため、「情報トレーダー」の役割を期待されることが多い。しかし、十分に長いタイム・ホライズンをとることに制約が存在したり、情報コストが大きい場合は、ノイズ・トレーダーとなるインセンティブが生まれる。

ノイズ・トレーダーのうち機関投資家に典型的にみられるタイプとしては、「ポジティブ・フィードバック・トレーダー（PFT）」と「ネガティブ・フィードバック・トレーダー（NFT）」がある。PFTとは、現時点での価格の方向性に着目し、それに追従するような運用戦略をとる投資家を指す（いわゆる「順張り」戦略）。例えば、ファンド・マネージャーは短期間のパフォーマンスにより評価されることが多いため、ある銘柄については市場平均を上回ると判断しても、短期的には価格が上昇しなかった場合、他のファンド・マネージャーに劣ってしまう。このような状況では、たとえファンダメンタルズに起因するものと判断できない場合でも、現在上昇している銘柄で運用するインセンティブが生じる。このタイプの投資家が増加した場合、一方向への価格変動を助長する（群集行動）ため、相場を不安定化させる可能性がある。

一方、NFTとは、価格が下落（上昇）している銘柄を買う（売る）、いわゆる「逆張り」戦略を採る投資家を指す。例えば、公的年金等でみられるような、アセット・アロケーションを長期的に固定し、各資産比率に一定の乖離許容幅を設け相場が許容幅を超えたときにリバランスを行う投資家がこのタイプに相当する。この場合、リバランス売買は、相場を安定化させる効果がある。しかしながら、個別銘柄に対する評価は行わないため、各アセット・クラスでパッシブ運用を行っている場合には、各銘柄の価格が同方向に動く、いわゆる全面高、全面安現象を招き易い。

（BOX図表2）トレーダーのタイプと金融市場に与える影響

	タイム・ホライズン	金融市場に与える影響	
		市場効率性	プライシングの安定性
情報トレーダー	長期	効率的	安定
ノイズ・トレーダー			
ポジティブ・フィードバック・トレーダー	短期	非効率的	不安定
ネガティブ・フィードバック・トレーダー	短期/長期	非効率的	安定

パッシブ運用化の進展が株式市場に与える影響

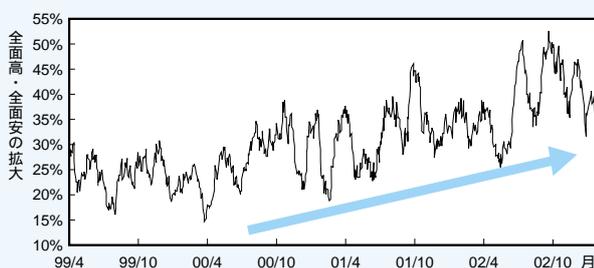
株式市場における全面高・全面安の現象

株式市場では、最近、各銘柄の価格が一斉に高くなる全面高や、一斉に低くなる全面安の現象が生じ易くなっているとの指摘がある。図表4は、東証1部上場銘柄のうち、値上がりした銘柄数と値下がりした銘柄数が同数のときを0%に基準化し、両銘柄数の格差が絶対値で大きくなるほど（全面高・全面安に近づくほど）値が大きくなるよう指数化したものである。こうした全面高・全面安の現象は、パッシブ運用の広がりや密接に関連しているという見方が多い。ただし、パッシブ運用との関連を考える際には、パッシブ運用が組み込まれている資産運用スタイルを、資産配分比率と

リバランス・ルールの決定、個別資産内における運用方針の策定、の2つの段階に分けて考える必要がある。

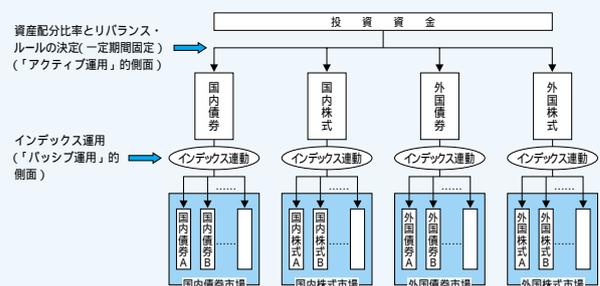
他の年金基金にも多大な影響を与えている年金資金運用基金の資産運用方法を例にとってみよう（図表5）。第一段階は、資産配分比率とリバランス・ルールの決定である。この段階では、まず、長期的なマクロ経済予測等に基づいて、戦略的に資産配分比率を決定したあと、各資産の時価変動に応じて、どのタイミングで売買を行うかについてのリバランス・ルールを決定する。この段階での決定は、一定期間維持される。第二段階は、個別資産内での運用方針の策定である。ここで、第一段階で配分が決められた各資産毎にインデックス連動を目指すことになる。

【図表4】株式市場における全面高・全面安指数



（注）全面高・全面安指数は、 $(| \text{値上り銘柄数} - \text{値下がり銘柄数} |) / \text{全銘柄数}$ により定義。図中の数値は、全面高・全面安指数の20日移動平均をとったもの。東証1部市場対象。

【図表5】年金資金運用基金の資産運用スタイル



（注）年金資金運用基金「管理運用方針」より作成。

従って、株式インデックスが、リバランス・ルールで許容されている幅を超えて下落（上昇）した場合には、資産配分として株式保有比率を引き上げる（下げる）必要が生じ、インデックス構成銘柄すべてを一定割合買い増す（売り越す）。こうした資産運用スタイルが広範化してくると、インデックスの値動きは安定する一方、一斉にインデックス連動型のリバランス売買を誘発するため、インデックス構成銘柄の価格が同じ方向に動く、いわゆる全面高・全面安現象が生じやすくなる。

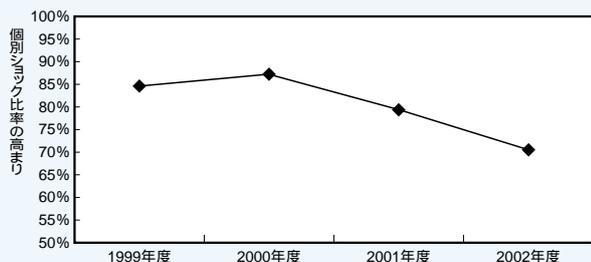
個別銘柄に関する情報生産活動に対する影響

前述の効率的市場仮説の議論によると、市場の効率性の高まりが、アクティブ運用からパッシブ運用への移行を促す要因となり得る。しかし、市場においてパッシブ運用比率が高くなると、逆に投資家による個別企業に対する情報生産機能が低下する可能性がある。もし、個別企業に対する情報生産が活発に行われなくなると、個別株式銘柄の収益率変動のうち、マーケット全体の動きの影響による部分（マクロ・ショック）が大きくなり、個別銘柄固有の原因に基づく部分（個別銘柄ショック）の比率は小さくなることが予想される。

そこで、1999年以降、東証一部上場銘柄の時価総額上位200社に関して、個別銘柄の収益率変動を、TOPIX収益率に連動する部分（マクロ・ショック）と個別銘柄固有のショックに分解し、収益率変動全体に占める後者の比率を示したものが図表6である。

これによると、個別ショックの比率は、1999年度から2000年度にかけて上昇したものの、その後大きく低下している。結果は幅を持って解釈する必要があるが、わが国株式市場では、2000年度以降、パッシブ運用比率が急速に高まったことを踏まえると（前掲図表3）、パッシブ運用の広範化により個別ショックが価格に反

【図表6】株式収益率のボラティリティに占める個別銘柄固有のショック比率の推移



(注)1. 個別銘柄の収益率を $R_i = \alpha + \beta R_{M} + e_i$ と定義すると R_M は TOPIX 収益率、 e_i は誤差項、収益率のボラティリティは $R_i^2 = \alpha^2 + \beta^2 R_M^2 + e_i^2$ となる。右辺第1項は市場全体に起因するマクロ的なショック、第2項は個別銘柄特有のショックである。ここでは、 α と β を年度別に1年間のデータを用いて最小二乗法により推計した後、前年度の α と β を使用して e_i 及び e_i^2 を算出した。
 2. 対象企業は2002年12月末における東証一部時価総額上位200社。
 3. 数値は e_i^2 を R_i^2 で割ることにより基準化し、銘柄間の平均をとったもの。

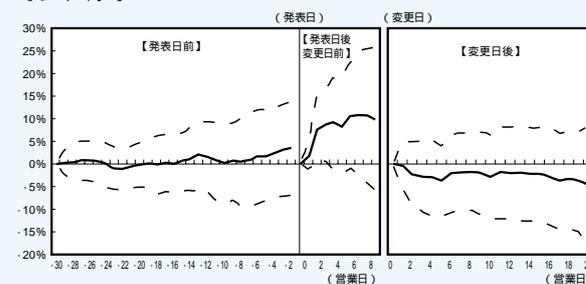
映され難くなっているとの解釈も可能であろう。

個別銘柄間の需給に対する影響

また、パッシブ運用は、特定のインデックスに対する連動を目指すものであることから、インデックスに固有の問題点が、個別銘柄間でテクニカルな価格変動を発生させてしまう。例えば、機関投資家がアクティブ運用からTOPIXをベンチマーク・インデックスとするパッシブ運用へ移行する場合、TOPIX構成銘柄のうち、未保有銘柄を買い付ける必要がある。この際、流動性の低い銘柄ほど、購入時に価格が上昇するなどのマーケット・インパクトが生じる。

さらに、パッシブ運用への移行後も、TOPIX銘柄入れ替えの際に、しばしば無視できないテクニカルな需給要因が発生する。図表7は、東証一部に指定替えとなった銘柄について、指定替え発表・変更日前後の株価パフォーマンスをみたものである。これによると、平均的にみて、超過収益率は、発表日以降急上昇し、変更日以降徐々に剥落している。これは、変更日にパッシブ運用者が購入することを見越して、その銘柄を購入する投資家が存在することを示唆している。一方、パッシブ投資家はトラッキング・エラーの最小化を優先するため、変更日に購入せざるを得ないという事情がある。

【図表7】TOPIX銘柄入れ替えに伴うマーケット・インパクト



(注)1. 2002年中に東証一部に指定替えとなった36銘柄が対象。マーケット・インパクトは、超過収益率（実際の収益率 - 理論収益率 + R_M として定義）により算出。ここで、 R_M は2001/1/4日～12/28日のデータを使用して最小二乗法により推計した。 R_M はTOPIX収益率。
 2. 指定替え発表日は毎月20日、指定替え実施はその翌月の1日。
 3. 図の実線は銘柄間の平均値を、点線は ± 1 標準偏差を示す。

このほか、金融機関がパッシブ・ファンドの一種であるETFを組成する際にも、テクニカルな需給要因が発生し、株式市場に影響を与えることが指摘されている（BOX3参照）。

終わりに

以上、概観してきたように、資産運用の機関化現象の広がりや、その運用資産規模の大きさと、パッシブ運用への移行などを通じて金融市場に無視できない影響を及ぼす可能性がある。

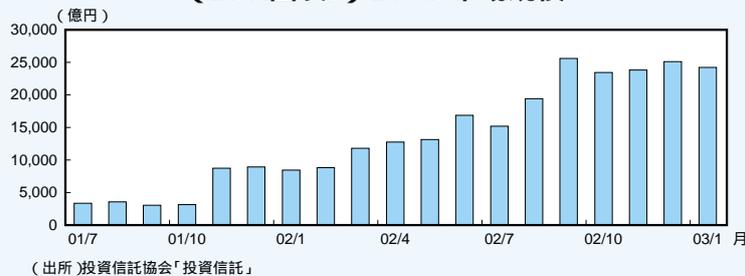
【BOX3】ETF組成が株式市場にもたらす影響

ETF (Exchange Traded Funds) は株価指数に連動させることを目的とした上場投信で、2001年7月に創設された。ETFはインデックス対比で不足する銘柄を買い付けた後、保有株式をインデックスと同じウエイトで、証券会社に売却することで組成される。現時点での純資産総額は約2.4兆円である (BOX図表3)。ETF保有により、投資家は、市場インデックスと同等のパフォーマンスを得ることができる。そのため、パッシブ運用ニーズがあるにもかかわらず、市場インデックスを構成するすべての銘柄の買付けが困難な、個人投資家や小規模ファンドによる購入が期待されている。

2002年夏場以降、複数の金融機関が大規模なETFを組成したことにより純資産総額は急増した。この背景として、ETFの組成は、市場で個別銘柄を直接売却するよりもマーケット・インパクトを軽減できること、2004年9月より銀行の株式保有制限が実施されるが、ETFは株式の保有に該当しないこと、などから、金融機関が持合解消の手段として利用したとの指摘が多い。

しかしながら、ETF組成段階において、インデックス対象銘柄のうち金融機関が未保有の銘柄を買い付けたことから、一部の銘柄の株価が不安定となったこと、ETF組成を請け負った証券会社が、投資家へ転売する間、先物売りでヘッジしたことから、先物市場で大量の売り注文が発生し、相場の下落要因となったことなど、株式市場に無視できない影響を与えた。

(BOX図表3) ETFの市場規模



特に、パッシブ運用への移行が、情報トレーダーの減少をもたらすとすれば、市場流動性・効率性を損なう可能性がある。もっとも、流動性・効率性が損なわれた場合でも、それによって生じた超過収益機会を活用する市場参加者が存在する限りにおいては、市場は流動性・効率性を自律的に回復するメカニズムを内在していると考えられる。

市場が効率性を自律的に復元するメカニズムを強化していくためには、情報収集コストの軽減を企図したディスクロージャーの拡充や情報インフラの整備、超過収益機会を機敏に活用しようとするアクティブ運用を行う投資家やヘッジ・ファンド等の円滑な市場参入・取引の確保といった観点から、制度・インフラ等、市場整備を進めていく必要がある。

また、パッシブ運用が連動を目指す既存のインデックス固有の問題が、テクニカルな価格変動を引き起こしている。この点については、運用主体毎に運用方針に沿ったかたちでインデックスを作成しようとする動きがみられつつあり、今後徐々に是正されていく可能性がある。

このような取り組みを通じて、投資行動の多様性を確保することが、市場機能の安定性向上に寄与していくものと考えられる。

implications for financial markets" をBISホームページ上 (<http://www.bis.org>) で公表。

- CGFSワーキング・グループで指摘された近年の機関投資家による資産運用行動の特徴は、以下の3点に集約される。第一は、運用対象資産の拡大である。これまで長い間、運用対象は、国債、株式といった伝統的な資産に限られてきたが、1990年代後半以降、各種資産流動化商品やヘッジ・ファンドに代表される代替投資等にまでその範囲が拡大しつつある。第二は、アクティブ運用からパッシブ運用への移行の進展である。第三は、パッシブ運用の定着に伴う、資産運用機関の統合へ向けた動きの進展である。
- ここでは、信託合同運用口を例にパッシブ運用比率が高まってきていることを示している。年金基金は、信託銀行に加え、生保、投資顧問に資産運用を委託しているが、近年投資顧問のシェアが拡大している。投資顧問は、基本的にアクティブ運用の比率が高いことから、市場全体でのパッシブ運用比率の平均は、信託銀行の合同口のパッシブ運用比率よりも小さい可能性が高い。
- 年金基金運用基金は、国内株式と外国株式のパッシブ運用の比率を70～80%まで段階的に上げていくとしている。また、国内債券と外国債券についてはパッシブ運用を行う運用機関の状況なども踏まえ、パッシブ運用の比率を高めていくとしている。
- もっとも、「市場の効率性」の定義には幅があることや、検証には様々な技術的な問題があり、わが国の金融市場が十分に効率的かどうかについては、コンセンサスが得られている訳ではない。
- BOX1にあるように、パッシブ・ファンドの運用パフォーマンスは、基本的にトラッキング・エラーという単一の指標で評価される。このため、運用対象となるインデックスが同じであれば、各ファンドの運用パフォーマンスを一律に評価することができる。

マーケット・レビューは、金融市場に関する理解を深めるための材料提供を目的として、日本銀行金融市場局が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行金融市場局清水 (Email: tokiko.shimizu@boj.or.jp) までお知らせ下さい。なお、マーケット・レビューおよび金融市場局ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp> で入手できます。

¹ Committee on the Global Financial Systemの略。CGFSは、G10諸国の中央銀行総裁によって設立された、金融政策や金融市場の安定に関する議論を行うための、中央銀行のフォーラム。

² ワーキング・グループの正式名称は、"The Working Group on Incentive Structure in Institutional Asset Management"。2003年3月に報告書 "Incentive structure in institutional asset management and their