

BIS グローバル金融システム委員会報告書「機関投資家、世界的な貯蓄と資産配分」の公表について

2007年3月1日
日本銀行

BIS グローバル金融システム委員会 (Committee on the Global Financial System<CGFS>) では、報告書「機関投資家、世界的な貯蓄と資産配分 (原題: Institutional investors, global savings and asset allocation)」を公表しました。以下には、報告書のサマリーの日本銀行仮訳を掲載しています。

なお、プレス・リリースおよび報告書の原文 (英語) は BIS のウェブ・サイト (アドレス: www.bis.org) に掲載されておりますので、あわせてご参照ください。

(日本銀行仮訳)

機関投資家、世界的な貯蓄と資産配分

要旨

機関投資家の行動にみられる傾向

機関投資家は、その資産管理額が銀行と肩を並べるまでに急激に拡大するなか、グローバル金融市場において重要性を増している。機関投資家は、金融市場の厚みや機能の向上に寄与することを通じて、貯蓄の配分の効率化をもたらすため、機関投資家の拡大は社会の高齢化に伴う家計貯蓄率の低下に対抗する一助となるかもしれない。機関投資家の拡大は、部分的には、拠出型の年金制度への移行を含む公的年金改革によって促進されるものとみられる。こうした拡大は、多くの国において確定拠出年金制度の導入というかたちで拠出型年金制度への移行が行われていることを背景に、確定拠出年金部門に集中する可能性が高い。また、近年、世界の機関投資家は、エマージング市場経済に対する投資額を大幅に拡大してきた。エマージング市場諸国の国内機関投資家は、絶対的

な規模では小さいものの、国内市場の大きさ対比では重要であり、相当な潜在成長力を有している。

機関投資家が異なれば、その投資行動を決定している目標や戦略も異なる。保険会社や確定給付型年金といった投資リスクを負う機関投資家の資産配分は、個人が直接リスクを負うミューチュアル・ファンドや確定拠出年金の資産配分とは異なるものと考えられる。資産・負債管理（ALM）に基づく投資戦略や積立不足を解消する必要性は、前者（投資リスクを負う機関投資家）の特徴となり得るが、後者（個人が直接リスクを負う場合）では考えにくい。

オルタナティブ投資は、生命保険会社や年金基金といった伝統的な機関投資家の間で一段と広まっているが、資産総額に占める割合は依然として小さい。もっとも、ヘッジファンドの側からみれば、機関投資家による投資はヘッジファンド業界の成長の大きな原動力となっている。

規制と会計制度の変更による影響

規制の動向は、かなり以前から、機関投資家の拡大とその資産配分戦略に対して影響を与えるひとつの要因であった。作業部会のマンデートは、年金基金や保険会社に影響を与える具体的な規制および会計制度の変更が、投資行動や金融市場にどういった影響を及ぼすかについて、評価することであった。こうした規制の変更は、少なくとも部分的には、2000年から2002年にかけての株価下落によって動機付けがなされた。株価の下落により、多くの国において長期債務を抱えながら利回り保証を行っている伝統的な機関投資家に対する規制の枠組みに、深刻な弱点があることが露呈したからである。

これらの規制政策の変更は、世界的な動きである。ただし、その影響は、各国の状況の違いなどを反映して国によって異なる可能性が高いほか、機関投資家のタイプの相違によっても異なる可能性が高い。

規制変更の主な効果は、リスクを見えやすくすることなどを通じて、確定給付型年金基金や保険会社がリスク・プロファイルを低減する動機付けをすることであろう。リスク低減の過程は様々なかたちをとり得るが、一般的には、投資リスクを家計に転嫁するか、または資産配分の決定において負債との一体化を図る投資戦略が採用されている。積立不足の確定給付型年金基金と利回り保証商品を扱う保険会社は、リスク・プロファイルの低減を促されるであろう。一

方、積立余剰の確定給付型年金基金や十分な資本基盤のある保険会社は、リスク・テイクにおいて、規制の変更が制約となる程度が小さいであろう。もっとも、確定給付年金が現状積立余剰であるとしても、拠出企業が年金資産の積立不足に陥るリスクを懸念していれば、資産・負債のマッチングを強化しようとするかもしれない。機関投資家による資産・負債管理技術の導入は、資産選択において、株式から、デュレーションとキャッシュフローについて負債との類似性が強い長期の債券（名目利付き債と物価連動債）へのシフトを伴い得る。

加えて、機関投資家は、家計にリスクを移転しようとするかもしれない。貸借対照表上からリスクを取り除くにあたっては、銀行と類似した投資戦略に従うこととなる。もとより、家計は全ての企業の最終的な所有者であり、それ故にリスクの最終的な負担者でもある。そして、家計は企業に対する最大の出資者として、リスクに対するバッファを提供しているため、原理的には金融システムのショックに対する耐性を高めることができる。しかしながら、家計は、機関投資家に比べて、投資にかかるリスクを識別・判断・管理する能力に長けていないかもしれない。とくに、家計が金融市場の変動にどの程度効果的に対応できるかについては、明らかでない。家計が確定拠出型年金におけるリスクを効果的に管理できなかった場合や、将来の年金を賄うための十分な貯蓄を行わなかった場合、将来の退職後の所得に苦しむかもしれない。このため、適切な規制や監督および消費者保護が引き続き重要であるほか、金融に関して家計を教育する努力も重要である。

規制・会計制度の変更については、実施されて間がないか、まだ議論の段階にあるケースが多いこともあって、機関投資家の資産配分決定や市場の働きに対する影響を評価するにあたって、他の要因の影響と分離することが難しい。しかし、規制・会計制度の変更は、世界的に長期金利が低水準にあることの主たる原因にはみえない。このため、長期金利の動向が謎であり続ける限り、その大きな部分が、最近あるいは近い将来の規制・会計制度の変更を受けた機関投資家の行動によって説明されることは考えにくい。長期金利の均衡水準を見極めることの重要性を考慮すると、この点について不確実性が残ることは政策当局者の任務を複雑にする。

とはいえ、機関投資家による資産配分戦略の最近の変更が長期金利の動向に影響を及ぼしたとみられる英国の事例は、機関投資家に影響を及ぼす規制政策の変更の潜在的な重要性を例証している。このように特別な状況の下では、規制・会計制度に対する長期金利の反応は、以下の要因に大きく依存する。（１）機関

投資家による長期債の潜在需要の市場規模に対する大きさ、(2)規制変更の程度と範囲、(3)当初における機関投資家の積立基金または信用力の状況、および(4)資産配分の状況。全て満期30年で発行されているカナダのインフレ連動債の実質利回りも、機関投資家の資産配分の影響を大きく受けた可能性がある。

規制・会計制度の変更の金融市場に対する影響については、制度改変が最近のものか、または導入や議論の過程にあるため、その評価は暫定的なものとならざるを得ない。加えて、制度改変の直接的な帰結と考えられるものと、制度改変がなくとも起きたであろう変化(例えば、保有資産の国際化、資産・負債のマッチング、ヘッジファンドやコモディティといったオルタナティブ投資へのシフト)との識別が難しい。規制・会計制度の改変がまだ初期段階にある国際的な現象の一部という事実は、その金融市場の動向や価格に対する影響が、ゆくゆくはより持続的なものとなる可能性を示している。

政策へのインプリケーション

最近の規制・会計制度の改変は、総じてみれば金融システムの機能や安定性を向上させ、資源配分の効率化に貢献するであろうと考えられる。こうした変更は、機関投資家のリスク管理の改善や、投資リスクのより幅広い投資家層における分散、企業会計の透明性向上を促進するであろう。

エマージング市場については、世界の機関投資家のエマージング市場資産に対する需要の増加は、これらの国の経済にとって、望ましいであろうとみられるほか、国内金融市場の厚み拡大に寄与するはずである。もっとも、エマージング市場において世界の投資家の役割が高まることに伴って、とくに長期金利がグローバルな要因の影響をより強く受けるようになれば、国内の金融政策の波及メカニズムが変化するかもしれない。

しかし、年金における確定給付型から確定拠出型への移行、保険業界における利回り保証商品からユニット・リンク型(特別勘定の運用実績によって変動する変額保険)商品への移行がみられるなか、被用者に対して時間をまたがるリスクをプールする機能が失われることに伴って、家計は一段と金融市場に晒されるようになり、将来の退職後所得が金融市場の変動に影響される度合いが高まっている。これは、年金改革により確定拠出型年金の設立を促進しているエマージング市場国においても同様である。

規制・会計制度の改変は、長期的には金融システムの安定に資すると考えられるが、その実施に伴って、一時的に金融市場の価格に歪みが生じる可能性がある。例えば、所謂フィードバック効果によって、長期金利がマクロ経済のファンダメンタルズに見合った水準を下回るまで引き下げられる可能性がある。このため、政策当局は、新しい制度への移行期間においては、不必要な市場変動や市場評価の歪みを引き起こすリスクを考慮する必要がある。とは言え、制度変更をどの程度漸進的に進められるかについては、その影響を受ける企業の信用力、貸借対照表上のリスクや財務体力に依存し、国によって相当異なり得るであろう。最後に、影響が現に生じた場合に、判断としては、それは一時的なものであるという評価になるにしても、こうした影響が実際どの程度持続的であるかを確かめられるのは、十分な時間が経過した後である。これらを考慮すると、制度変更の影響を評価し、問題が生じた場合に対応するためには、変更の完了に先立って、包括的な影響度調査を実施する必要性が明らかになる。

伝統的な機関投資家におけるオルタナティブ投資戦略に対する関心の高まりは、オルタナティブ投資の保有資産全体に占める割合が依然として限定的であるほか、その投資目的が資産のリスク分散を向上させることにあるため、金融システムの安定に対する大きな問題と見なされてこなかった。しかしながら、オルタナティブ投資を行う際の投資媒体の透明性の低さ、テール・リスク（確率は低いが、発生すれば影響の大きい事象に対するリスク）、市場が大きなストレス等により試されていない点について、懸念が表明された。

規制政策の変更は、銀行と機関投資家の間に存在するリスク移転に関する結びつきや経路の透明性も高めるかもしれない。さらに、金融コングロマリットが直面するリスクの性質と所在に関する透明性を高めることに寄与し、複雑な金融機関の内部に存在してきた不透明性を減らすことに役立つかもしれない。

最後に、当作業部会は、機関投資家の投資行動を分析するために資産・負債などのデータを利用するにあたって、様々な限界と課題に直面した。とくに、貸借対照表上のデータは、デリバティブ取引をかなり活用している機関投資家のリスク・エクスポージャーを正確に反映していない点が挙げられる。グローバル金融システム委員会（CGFS）が、今後も年金基金や保険会社が規制政策の変更にいかに対応しているかについてモニタリングを継続したいのであれば、金融システムの安定に関する課題を評価するための情報収集や分析の枠組みを改善する方法について、より詳細な検討を行う必要がある。