

# 世界の機関投資家の動向

(BIS レポートより)

平成 19 年 5 月 10 日

杉田浩治

(日本証券経済研究所)

## 世界の機関投資家の動向（BIS レポートより）

### 要約

BIS（国際決済銀行）は世界 17 カ国の民間年金資産・保険・投信を対象に、これら機関投資家の資産配分を決める要因と、その金融システムへの影響を分析したレポートを発行した。

いまや世界の商業銀行資産（49 兆ドル）に匹敵する資産（47 兆ドル）を運用する機関投資家の行動は金融市場に大きな影響を与える。レポートは各国機関投資家の規模・資産配分・過去 10 年の変化などのデータをまとめたうえで、最近の DB（確定給付）年金および保険についての政府規制・会計基準の変更が資産運用に与える影響を分析している。

結論としては、最近の規制等の変更が機関投資家の資産配分を債券重視の方向に向かわせる可能性がある（すでに英国等で長期金利低迷の一因になっている）こと、年金の DC（確定拠出）化は個人の退職所得のリスク度を高めるので個人の金融リテラシーの向上が必須であることなどを指摘している。

- ・ 当レポートは、スイス・バーゼルの BIS（Bank for International Settlements）の Committee on the Global Financial System が 2007 年 2 月に発表したレポート 27 号 “Institutional investors, global savings and asset allocation” の非公式な翻訳（要約）である。
- ・ 非公式翻訳（要約）は、BIS のご好意による許可を得た上で、日本証券経済研究所専門調査員杉田浩治が行った。翻訳について BIS は責任を負っていない。
- ・ 全ての著作権は BIS にある。原典が BIS レポートであることを述べたうえでレポートの一部を引用することは認められる。
- ・ レポートの原文は BIS ウェブサイト([www.bis.org](http://www.bis.org))において無料で閲覧できる。

# 世界の機関投資家の動向

(BIS レポートより)

日本証券経済研究所  
専門調査員 杉田浩治

BIS (国際決済銀行) は、世界の通貨・金融の安定を維持する目的遂行にあたって各国中央銀行等をサポートするため、調査分析・政策提言をおこなう四つの常設委員会を設けている。その一つであるグローバル金融システム委員会 (Committee on the Global Financial System) は、07 年 2 月に「機関投資家 そのグローバルな資産蓄積と資産配分 (Institutional Investors, Global Savings and Asset Allocation)」と題するワーキンググループ報告書を発表した。

本報告書は世界 17 カ国の年金基金・保険・投信を対象に最近の投資行動の変化等を分析したものであり、資産規模・資産配分などの基礎データをはじめ貴重な分析資料がふくまれている。以下、資本市場関係者にとって興味深いと思われる部分を中心に本レポートの要約を紹介したい。

---

## 1. まえがき

BIS のグローバル金融システム委員会は、05 年 11 月に「機関投資家 そのグローバルな資産蓄積と資産配分 (Institutional Investors, Global Savings and Asset Allocation) に関するワーキング・グループ」を立ち上げた (メンバーは後掲)。

その目的は世界の機関投資家の資産配分を決める要因と、その金融システムへの影響を分析することである。特に最近の政府規制および会計基準 (以下「規制枠組み」) の変更が機関投資家とくに年金および保険の投資政策にどう影響し、それが金融資産の価格や市場ダイナミックス (力学) にどのようなインパクトを与えるかの分析である。

近年、機関投資家は世界の金融市場で重要性を増しており、機関投資家を通じる家計貯蓄の割合は、家計の金融仲介者として以前に圧倒的地位を占めていた銀行の立場に匹敵するようになってきている (03 年現在で世界の商業銀行資産が 49 兆ドルであったのに対し、機関投資家の運用資産は 47 兆ドルに達していた)。

機関投資家について世界各国で最近実施された、あるいは検討中の規制枠組みの変更は、機関投資家 (特に DB (確定給付) 年金と保険) の支払い能力 (ソルベンシー) とリスク管理の強化が一つの目的となっている。その方法や実施のスピードは国によって差があるが、

概していえば三つの共通項がある。第一に年金資産・負債のフェアバリュー会計への動きであり、第二に保険会社についてリスクにもとづく支払い能力（solvency）基準の採用であり、第三に企業会計に年金債務・拠出状況をより明確に反映させることである。

これらは、DB年金のリスク再配分作業を誘発し、その結果、長期債の保有増加等により年金資産を長期の年金債務により良くマッチングさせること、およびリスクの家計への移転を促した。そして、DB年金はDC（確定拠出）年金より資産規模が大きいこと、保険会社は総体的にみて世界最大の機関投資家であることから、上記の制度変更は金融市場の価格形成、市場ダイナミクス、金融の安定性に大きな影響を与えた。

以上の認識に立って当レポートは(1)機関投資家の投資配分を資産別・地域別に分析したうえ、それが市場の変化に与える潜在的影響を見究め、(2)最近の主要な規制枠組みの変更が機関投資家とくにDB年金と保険会社の投資戦略にどう影響したかを概観し、(3)その変化が金融資産の価格（長期金利など）に与える潜在的影響を検討、さらに(4)金融市場の安定性と市場ダイナミクスへの示唆を論じることとする。

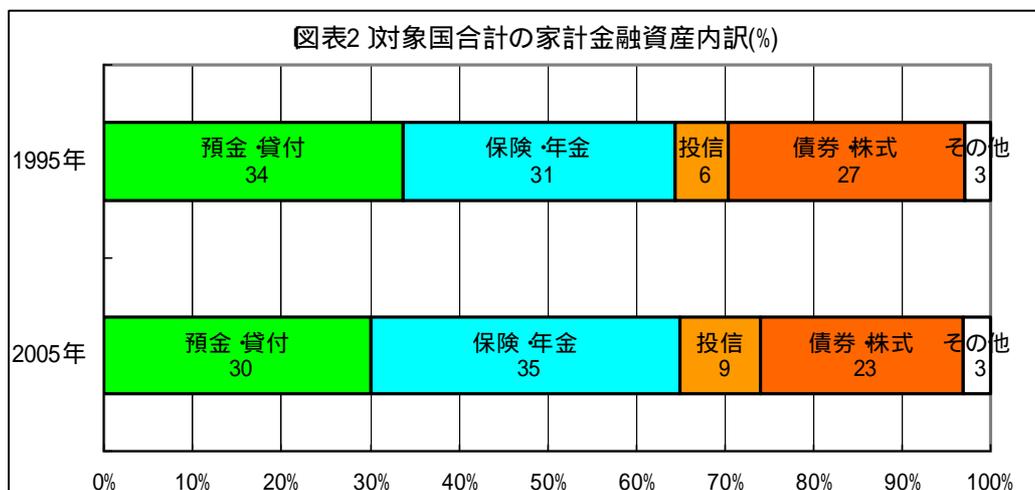
## 2. 機関投資家の資産配分

調査対象 17 カ国の家計金融資産のうち機関投資家に預託されている資産の割合は、1995年の36%から2005年に44%へ上昇した（図表1参照）。この背景には高齢化が進む中で公的年金が従来水準を維持できなくなった結果、家計貯蓄のうち私的年金や保険に向かう部分がふえていることがある。

図表1 家計金融資産の内訳

	合計金額 (兆ドル)		構成比率(%)											
			機関投資家運用資産						預金貸付		債券株式		その他	
	1995	2005	合計		保険年金		投信		1995	2005	1995	2005	1995	2005
オーストラリア	0.6	1.3	38	46	38	46	na	na	28	22	16	20	18	12
カナダ	1.3	2.3	35	41	35	41	na	na	29	26	30	32	6	1
EU圏	10.4	17.1	31	40	23	29	8	11	41	31	27	27	2	2
ベルギー	0.7	0.9	19	40	10	23	9	18	29	32	48	30	5	-2
フランス	2.2	3.7	37	44	24	35	13	10	43	33	17	20	3	3
ドイツ	3.6	5.0	34	42	27	30	7	12	42	35	23	21	1	1
イタリア	2.0	3.8	14	27	10	17	4	10	42	27	43	45	1	0
オランダ	1.0	1.8	57	61	53	59	4	2	23	21	20	18	na	na
スペイン	0.9	1.8	20	28	10	15	10	13	52	38	23	31	5	3
日本	12.3	12.8	27	29	25	26	2	3	50	52	18	14	5	5
韓国	0.6	1.2	26	27	17	21	9	6	57	58	12	9	5	5
シンガポール	0.2	0.3	38	44	38	44	na	na	40	33	22	23	0	0
スウェーデン	0.3	0.5	32	46	26	33	6	13	25	19	28	35	15	0
スイス	0.9	1.2	48	53	40	44	8	9	23	25	30	23	na	na
イギリス	3.0	6.1	55	58	51	53	4	5	24	26	18	13	3	3
アメリカ	18.0	32.1	42	50	35	37	7	13	20	21	35	26	2	3
合計	47.7	74.8	36	44	31	35	6	9	34	30	27	23	3	3

〔記者注〕図表1のうち、対象国合計の家計金融資産の構成比率を95年と05年とで比較・図示すれば図表2のとおりである。



保険、年金の投資決定にあたっては、リスクとリターンのトレードオフ関係のもとで最良の資産配分を決定することが重要であることは言うまでもない。伝統的に（特に）年金基金は上場株式に重点投資し、債券やオルタナティブ資産への配分比率を小さくしていた。長期投資家にとって株式への重点投資が正当化される理由は、高リスクの見返りに長期的には債券より高い収益を期待できること、賃金上昇リスクのヘッジになることである。

しかし70年代以降に開発された理論モデルは、長期投資家が長期債をもっと重視すべきであることを示唆している（70年のStiglitz、76年のSharpe、76年のRubinsteinの理論モデルなど）。さらに最近の調査はDB年金が株式保有を減らすべきである理由をいくつか示唆している。それは、第一に株価が下落するとスポンサー企業が年金拠出金を増やさなければならないことから、年金基金の株式投資比率の減少は企業のバランスシート・リスクを低下させること、第二に長期債は金利リスクをヘッジするために株式より有効であること、第三に税制が株式より債券の発行や投資を優遇しているからである。

以下、資金循環統計を用いて機関投資家の資産配分のトレンドを分析し、その変化の理由を見出すことにしたい。

## 2 - 1 最近の機関投資家の資産配分のトレンド

### 総運用資産の動向

図表3に示すように、保険と年金基金は金融資産保有額において最大の機関投資家である。05年現在で両者の合計資産額は30兆ドルに達し、投信の2倍となっている。中でも保険は調査対象国合計で17兆ドルの資産を有し、年金の13兆ドルを上回っている。

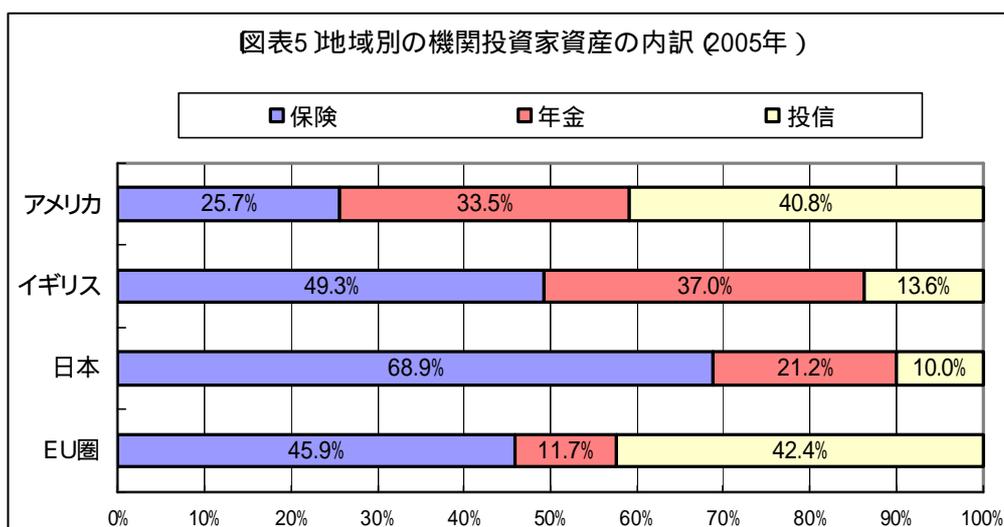
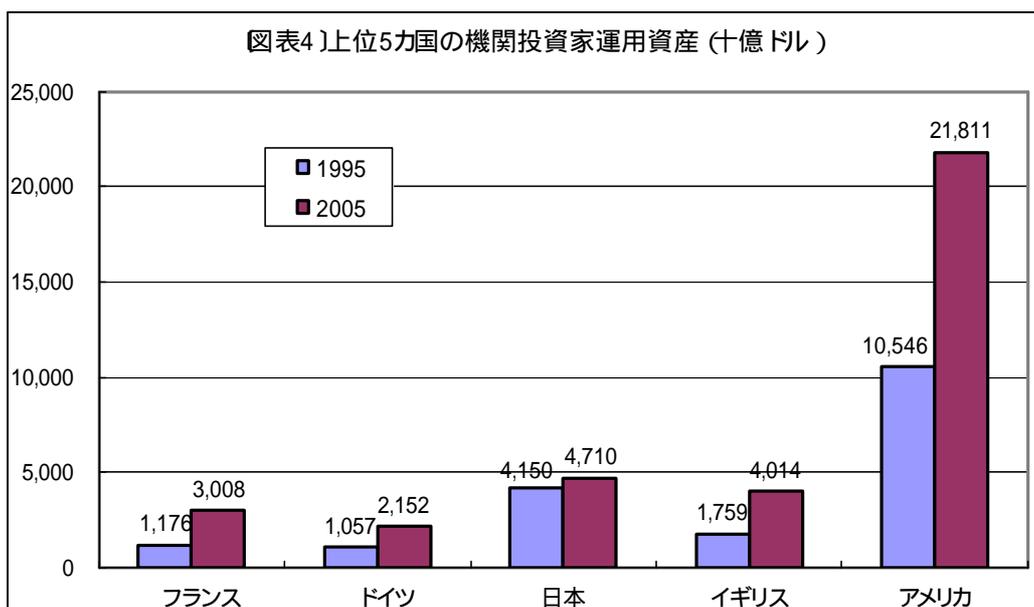
ただし両者の相対的規模は退職貯蓄の特性などを反映して国によって異なっている。すなわち企業年金の発達度の高い国（アメリカ・イギリス・オーストラリア・オランダ・スイス）では、一般的に（イギリス以外は）年金基金の規模が大きく、5カ国で調査対象国合計年金資産額の70%を占めている。反対に日本・韓国および大部分のユーロ圏諸国の場合は保険の方がはるかに大きい。特にフランス・ドイツはその傾向が強いが、それは生命保険が退職貯蓄の主流を占め、私的年金は歴史が浅いか、あるいは未発達であるからである。

図表3 機関投資家の総運用資産（単位：十億ドル）

	合計		保険		年金		投信	
	1995	2005	1995	2005	1995	2005	1995	2005
オーストラリア	321	1,507	128	241	146	566	48	700
カナダ	556	1,432	172	391	230	550	155	491
EU圏	na	10,165	1,871	4,664	na	1,194	1,378	4,307
ベルギー	114	344	76	212	9	14	29	118
フランス	1,176	3,008	642	1,614	0	32	534	1,363
ドイツ	1,057	2,152	779	1,573	140	283	138	297
イタリー	na	1,007	120	528	na	29	130	451
ルクセンブルグ	346	1,689	8	53	na	na	338	1,636
オランダ	562	1,282	162	407	335	749	65	126
スペイン	246	682	84	278	18	87	144	317
日本	4,150	4,710	2,999	3,243	731	997	420	470
韓国	na	621	103	272	35	150	na	199
メキシコ	na	132	na	21	na	63	na	47
シンガポール	226	443	21	52	74	80	131	311
スウェーデン	na	506	na	268	90	118	35	119
スイス	na	681	na	227	na	338	48	117
イギリス	1,759	4,014	798	1,979	760	1,487	201	547
アメリカ	10,546	21,811	2,804	5,601	4,216	7,305	3,526	8,905
合計		46,021		16,960		12,849		16,213

〔訳者注〕総運用資産でみて上位5カ国の状況を図示すると図表4のとおりである。日本の機関投資家は世界第2位の資産を運用しているが、95年から05年にかけての成長度は1.1倍に過ぎず、フランスの3.5倍、イギリスの2.3倍、アメリカの2.1倍、ドイツの2.0倍に比べ大きく劣っている。

また国別に保険・年金・投信の内訳を比べると図表5のとおり、日本は投信の比重が小さいことが目立つ。裏返せば投信の成長余力が高いことを示している。



## 保険会社の資産配分

保険会社の資産配分をみると、図表6のとおり債券が最も重要な投資資産となっている。例外的にオーストラリアの保険会社は資産の約半分を株式に投資しており、一方ドイツの保険会社の場合は預金や貸付が多い。またユーロ圏の保険会社特有の現象として投信の保有割合が相対的に大きいことを指摘できる。

過去10年間の変化に着目すると、各国共通の特色はないと言える。アメリカ・オーストラリア・カナダの保険会社は債券から株式にシフトしており、一方、韓国・イギリス、その他の国では逆の傾向がみられる。またフランス・ドイツは債券を減らして株式と投信の両方を増やしている。

図表6) 保険会社の資産配分 (%)

	債券		株式		投信		預金・貸付		その他	
	1995	2005	1995	2005	1995	2005	1995	2005	1995	2005
オーストラリア	41	30	41	53	na	na	13	11	4	6
カナダ	53	51	13	26	na	na	29	15	5	7
EU圏	44	46	14	23	7.9	17.8	25	17	11	8
ベルギー	52	53	14	14	0	14	14	7	20	12
フランス	59	52	14	18	12	23	11	5	4	3
ドイツ	15	10	14	20	11	18	54	46	6	6
イタリア	na	58	na	32	na	na	na	9	na	0
オランダ	23	37	21	33	0	0	49	20	6	10
スペイン	52	58	14	14	na	na	20	18	14	10
日本	32	52	21	24	1	2	40	20	7	3
韓国	14	46	14	4	3	6	61	24	9	20
メキシコ	na	69	na	1	na	na	na	2	na	28
シンガポール	27	55	31	32	na	na	40	12	2	1
スウェーデン	na	49	na	46	na	na	na	4	na	1
スイス	na	43	na	28	na	na	na	29	na	na
イギリス	30	41	53	33	8	10	8	11	2	6
アメリカ	62	56	16	24	1	2	14	12	7	6
平均	41	47	22	25	2	5	29	17	6	6

## 年金基金の資産配分

年金基金の資産配分は国によって大きく異なり、しかもその度合いが保険より大きい(図表7)。債券への投資比率はベルギーの5%からメキシコのほとんど100%までのバラツキがある。(ただしベルギーは投信の保有比率が高く、その投信資産のうちに債券へ投資されている部分がある)。この大きなバラツキの一因は金融市場の発達度の違いと、年金基金の量的運用規制の撤廃にある。

保険と反対に年金は債券への投資比率が小さい。さらに韓国とスイス以外の国では、2000年代初頭以降、債券の比率を縮小させる傾向にあり、多くの国では株式比率を高めている。ただし、この比率変動は資産を積極的に置き換えたというより時価評価の影響を受けていることを指摘しておきたい。

国別に変化を見ると、ベルギー、オランダ、ドイツ、アメリカでは投信の比率が上昇している。ベルギーの場合は投信への投資について税制優遇があること、年金基金の規模が一般に小さいので投信を通じる方が効率的投資を行えることがある。一方、アメリカの年金において投信の比率が高まっているのはDBからDCへの転換による部分が多い。

【図表7】年金基金の資産配分(%)

	債券		株式		投信		預金・貸付		その他	
	1995	2005	1995	2005	1995	2005	1995	2005	1995	2005
オーストラリア	17	13	44	56	na	na	10	11	29	20
カナダ	46	36	48	55	na	na	4	3	2	6
EU圏	42	34	9	15	29.0	56.0	26	20	15	16
ベルギー	28	3	19	11	38	78	6	4	10	6
フランス	na	5	na	18	na	na	na	9	na	na
ドイツ	24	16	1	2	20	33	52	46	3	3
イタリア	na	59	na	32	na	na	na	10	na	na
オランダ	27	39	26	49	0	0	38	6	8	6
スペイン	63	46	4	22	na	na	21	21	12	12
日本	46	30	38	59	0	1	12	8	3	2
韓国	18	80	8	7	10	2	62	10	3	2
メキシコ	na	97	na	1	na	na	na	0	na	2
シンガポール	na	92	na	6	na	2	na	0	na	0
スウェーデン	87	30	9	42	na	na	4	3	0	24
スイス	na	35	na	22.7	na	na	na	19	na	23
イギリス	15	21	69	42	10	28	4	3	2	7
アメリカ	26	19	47	47	9	20	6	5	12	8
平均	35	25	46	48	6	12	11	7	8	7

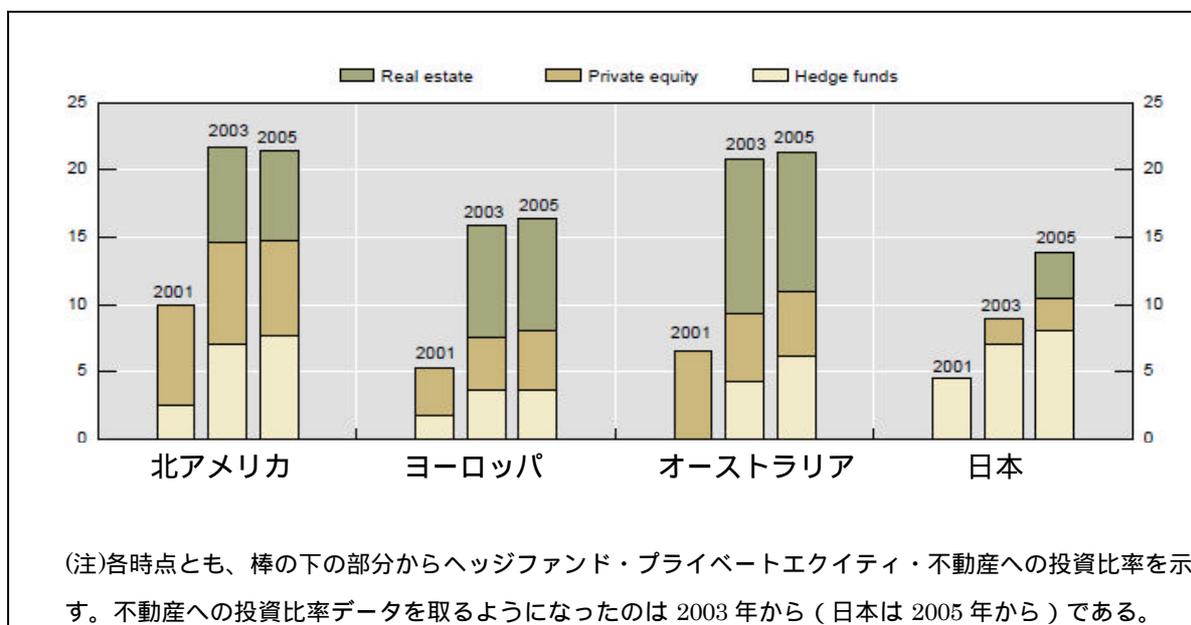
## 機関投資家のオルタナティブ投資

機関投資家による代替資産（ヘッジファンド、商品、不動産、インフラ、新興市場資産、プライベート・エクイティ）への投資は増加している。その意図としては(イ)収益率向上 (ロ)より良い分散投資 (ハ)インフレヘッジが挙げられている。投資家は代替投資について「期待リターンを大きく損なうことなくポートフォリオ全体のリスクを減らせる手段」と考えているので、代替投資比率はさらに上昇することが見込まれる。

投資家の実態調査でも代替投資の増加は裏付けられている。ラッセル・インベストメント・グループが06年にオーストラリア・ヨーロッパ・日本・北アメリカの327の大機関投資家を対象に行った調査によれば、プライベート・エクイティ、ヘッジファンド、不動産の三資産への合計投資比率は日本で14%、オーストラリア・北アメリカは21%、ヨーロッパはその中間に入っている（図表8）。三資産の内訳をみると、北アメリカは三資産にほぼ同額を投資しているのに対し、オーストラリアは不動産が圧倒的に多いという違いがある。またヘッジファンドの人気は共通して高まっている（日本では07年に10%を超えるという予測がある）。

〔図表8〕大機関投資家のオルタナティブ投資比率

（2006年ラッセル・インベストメント・グループ調査）



## 機関投資家の国際投資

国際分散投資が拡大していることも各国統計から明らかである。図表 9 のとおり調査対象国の機関投資家の外国投資残高は 01 年から 04 年に至る 3 年間に 2 倍に増加して、04 年末には 27 兆ドルを超えるに至っている。この間に、全ての国の機関投資家がドルベースの絶対額で見ても、また GDP に対する比率で見ても外国投資を増大させている。

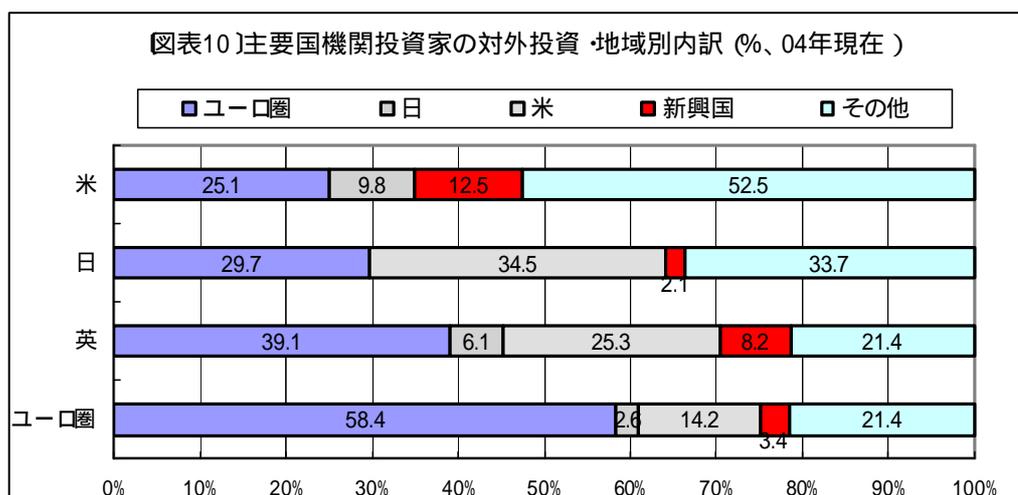
〔記者注〕 経済規模との比較から外国投資の大きさをみる意味で「外国投資の対 GDP 比率」を国別に見ると、オフショアファンド基地国のルクセンブルグは別としても、概してユーロ圏諸国は自国市場が小さいことなどから比率が高い(ベルギー・スペインなどでは、ユーロ導入後、為替リスクがなくなったことからユーロ圏内への外国投資が急増したとレポートは述べている)。

また昔から国際分散投資が進んでいるイギリスも外国投資比率が高く、逆にアメリカはまだ低い。日本はアメリカ・ヨーロッパの中間的位置にあると言えよう。

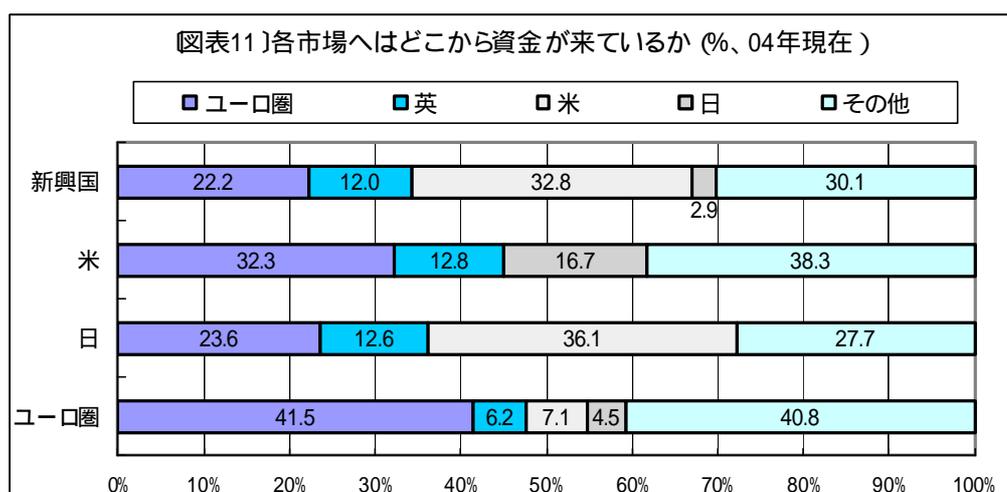
図表9) 国際ポートフォリオ投資の動向

資金源泉	投資先													
	先進国								新興国		合計(その他を含む)			
	合計		ユーロ圏		日本		米国				金額(十億ドル)		対GDP比率(%)	
	2001	2004	2001	2004	2001	2004	2001	2004	2001	2004	2001	2004	2001	2004
オーストラリア	72	154	12	29	5	12	44	83	4	5	79	167	22	26
カナダ	237	348	34	51	15	24	153	208	14	20	261	381	37	38
ユーロ圏	4,003	8,505	2,403	5,526	98	242	838	1,345	146	319	4,468	9,467	71	98
ベルギー	270	490	216	416	3	3	29	33	3	4	280	508	121	142
フランス	641	1,598	399	1,090	17	47	117	195	9	26	710	1,748	53	85
ドイツ	738	1,396	493	1,039	10	35	108	134	25	47	792	1,516	42	55
イタリ	448	785	310	597	12	14	74	99	34	32	552	914	49	53
ルクセンブルグ	739	1,400	402	795	27	75	178	261	36	120	821	1,616	4,059	4,803
オランダ	451	906	229	494	12	30	142	256	22	38	486	996	121	184
スペイン	151	438	109	327	4	2	17	44	3	10	173	518	28	50
香港	123	232	20	51	9	10	39	60	23	59	206	401	124	242
日本	1,044	1,554	365	596	-	-	490	694	37	42	1,290	2,010	32	44
韓国	5	23	1	7	0	1	4	13	2	1	8	28	2	4
メキシコ	0	5	0	1	0	0	0	4	0	0	0	6	0	1
シンガポール	75	115	17	25	11	8	18	32	23	51	105	180	123	168
スウェーデン	142	263	53	120	7	11	51	75	3	7	146	275	66	78
スイス	379	586	239	396	11	15	83	99	9	12	489	758	195	211
イギリス	1,064	1,679	545	824	94	129	309	534	100	172	1,304	2,110	91	98
アメリカ	1,785	2,806	642	945	198	370	-	-	263	472	2,304	3,764	23	32
合計	12,366	23,284	6,485	13,329	532	1,025	2,685	4,168	754	1,438	14,473	27,361		

〔訳者注〕図表 9 の数字を使って、主要国について「外国への投資がどの国へ向かっているか」を構成比で図示すると図表 10 のようになる。アメリカは投資先がかなり分散しており新興国へも対日投資以上の比重をかけている、日本は対米投資の比率が高く新興国への投資が小さい、ユーロ圏は圏内の比率が高い、などを指摘できよう。



また、逆に各国証券市場へはどの国の機関投資家から資金が流入しているかを見ると、図表 11 のとおりである。新興国にとってもっとも重要な投資受入国はアメリカであり、次いでユーロ圏、イギリスとなっている。アメリカへは世界各地からポートフォリオ投資が行われており、日本市場にとってはアメリカ・イギリスの重要性が高いといえるであろう。



## 2-2 機関投資家の資産配分に影響を与える要因

長期機関投資家にとっては負債構造が資産配分を決める最も重要な要素となる。

生保会社のうち、主に確定利付きの契約を負っている生保会社は負債キャッシュフローにマッチする長期確定利付債を主に保有することになる。逆に主にユニット・リンク契約（訳者注：変額年金のように契約者の受取額が特別勘定の運用実績に連動する契約）を持っている会社はリターン追求のため株式の比重が高い。

DC年金は加入者の意向により資産配分が決められるが、DB年金は負債管理が主たる課題である場合、確定利付資産の保有を志向することになる。しかし負債管理だけが資産配分を決定するわけではない。DB年金の責任は消費者物価や賃金の変化にスライドする場合もあり、こうした要素に対するヘッジ手段として株式保有が促進されることになる。

このほか政府の規制も影響する。国によっては生保会社が資産と負債のデュレーションを合致させるよう要請されている場合もあるし、生保の資本規制が株式保有に重荷（高いリスク度）を課している結果、債券の保有が大きくなる場合もある。97年に年金基金が発足したメキシコでは、政府が年金基金に対しインフレ連動特別政府債への投資を強制した。

こうした投資規制は、当初は金融システムの健全性を保ち、家計部門のリスクを減少させるために導入された。しかし世界中の金融当局が機関投資家等に対しリスクベースの慎重な管理手法の導入を強制することの見返りに、投資規制を次第に撤廃し機関投資家のポートフォリオの分散が進んだ。たとえば日本では年金の「5-3-3-2ルール」が97年に撤廃され、年金基金の株式保有が増加した。

また機関投資家の資産配分は経済・金融環境によっても変化する。たとえば日本ではバブル崩壊と90年代の経済の長期停滞により保険会社の利益率が圧迫され、その結果信用格付けが低下したので、保険会社は政府債の保有増加により投資リスクの軽減を図った。

さらに、投資対象資産の供給量も機関投資家の資産配分に影響を与える。ユーロ圏では単一通貨の導入がユーロ建て債券の供給をふやし、その結果機関投資家が確定利付債に投資しやすくなった。韓国では97-98年のアジア金融危機を経て政府債の発行が急増し、生保会社の債券保有の増加を可能にした。このとき以来、大部分の新興国は国内債券市場の拡大と国内金融市場の整備を促進した。これは新興国の国内投資家のみならず、より良い分散をめざす外国投資家の新興国市場への投資意欲を高める結果をも生んだ。

## 3. 規制と機関投資家の投資態度

最近、多くの規制・会計基準の変更が実施または検討されている。それらはいずれも主要機関投資家の支払い能力やリスク管理の強化を目的としている。その例は別掲のとおりであるが、世界各国の機関投資家に影響を与える幾つかの共通点がある。その共通点とは、

年金資産・負債についてのフェアバリュー会計への移行、保険会社に対するリスクベースの支払い能力基準の採用、企業会計について年金債務・積立状況をより透明化させる動きである。

これらは金融システム内でのリスク再配分作業を進捗させ、少子高齢化の下で徐々に進んでいた機関投資家の行動を加速させた。特に幾つかの国では DB 年金から DC 年金への転換がすすみ、投資リスクや長寿化リスクが家計に移転された。同時に DB 年金は株式への投資を減らして債券や金利スワップを増やしたり、債務にマッチングさせるために資産のデュレーションを長期化したりしている。

### 3.1 規制および会計基準の変更例

#### EU

05 年 1 月から、EU 域内の上場企業は国際会計基準 (International Financial Reporting Standards) への準拠が義務付けられた。また保険会社について部分的な時価評価会計を取り込んだ IFRS 4 の採用が実施されている。また 07 年に採用され 09 年に実施される予定のソルベンシー プランは準備資産について新しい評価ルールを、またリスクベースの資本規制の導入を意図している。

#### 英国

05 年 1 月から財務報告基準 17 (Financial Reporting Standard 17) が強制適用となった。この基準の下で上場企業は DB 年金の資産・債務の両方をフェアバリューで評価すること、年金資産の積立不足あるいは過剰積立の状況、およびその変化を企業会計に反映させることが義務付けられた。05 年 12 月に DB 年金の新しい拠出基準が導入され、積立不足がある場合、スポンサー企業はそれを 10 年以内に解消することが義務付けられた。さらに 05 年 4 月に年金保護基金が設立され、加盟企業が破綻した場合などに DB 年金加入者に補填する制度がスタートした。

#### 米国

06 年 8 月に年金保護法が制定され、従来許されていた DB 年金の積立不足が認められなくなった。06 年 9 月に財務会計基準審議会 (FASB) が DB 年金のスポンサー企業の「貸借対照表への DB 年金の資産・債務状況の開示」を改善するステートメント No158 を発表した。これにより、DB 年金のスポンサー企業は会計年度末において、DB 年金の過剰積立または積立不足を資産または債務として認識し、年金資産を市場時価で評価するとともに年金債務を予測給付債務で評価すること、年度中の積立状況の変化を「包括的利益 (“comprehensive income”）」として (ただし「純営業利益 (net operating income) 」ではなく) 表示することが義務付けられている。

DB年金が株式を減らして債券を増やすことの合理性については、既に他のレポートにおいて議論されているので、当レポートは、他国に先駆けてDB年金の規制・会計基準が変更された英国の例を検証し、それが他の国にも当てはまるかどうかを分析することにする。

### 3.1.1 英国の年金のケース

英国の年金基金の資産配分および債務管理は最近の大きな制度変更により影響を受けた。この規制変更の狙いの一つは、00年から02年にかけての株価下落により顕在化した企業年金の積立不足に対処することにあった。

また会計基準の変更は従来の会計基準の問題点を明らかにし、世界的なフェアバリュース会計の潮流に合わせるために行われた。05年1月のFRS17の導入は年金資産を市場時価で評価し、債務を会計年度中のAA格社債リターンを使用して割り引くことを義務付けた。さらにFRS17は年金積立の過剰または不足をスポンサー企業の貸借対照表に完全に反映させるとともに、年金数理上の損益を直ちに企業損益として認識させ、それにより積立不足の平準化操作等を完全に排除した。

これらの変更により、企業は当然DB年金の積立不足に敏感になった。そして「債務主導型投資戦略(“liability driven investment”(LDI))を採用する企業が増大した。この戦略の下では、年金基金は確定利付資産とくに長期政府債の保有割合を高めるとともに長期債務のキャッシュフローに合わせるために長期満期の金利スワップの利用を増大させることになる。また多くの場合、LDI戦略はインフレヘッジのためインフレ連動政府債・インフレ・デリバティブなどインデックスにリンクした資産の取得を取り入れている。

英国のDB年金は巨大であり、8,000億ポンド(GDPの65%、国内債券発行残高の60%、国内株式時価総額の30%に相当する)を超える資産を運用している。伝統的に英国の年金基金は株式の保有割合が高く、株式60%・債券40%のポートフォリオを維持していた。市場関係者によれば、LDI戦略採用の結果としての資産配分の変更は今のところ小幅に止まっており、株式比率を10%減らして債券をその分増やしている程度である。しかし資産シフトは始まったばかりであり、投資運用協会(Investment Management Association)によれば、株式から債券への転換の動きは05年にも続いていた。(ただし株価上昇により04年から05年にかけて株式組入比率は46%から51%へ上昇し、債券比率は37%から33%へ低下している。)

### 3.1.2 他国の状況 英国の例は他の国にも当てはまるか？

結論的に言えば、規制変更によりDB年金を持つ企業は年金資産をより保守的に運用して、バランスシートの変動を抑えようとするかもしれない。しかし、資産配分への影響は国によって異なろう。たとえば伝統的にDB年金の比重が高い国(カナダ、オランダ、イ

ギリス・アメリカ)ではリスク再配分の可能性が大きい。しかし同時に資産再配分の可能性は、年金のファンディング状況(積立過剰か、積立不足か、またその程度)、再配分前の資産配分状況、そして規制変化の程度に依存することになる。したがって英国で起きたことは主に英国特有の要因を反映しているのもあって、世界的に機関投資家の株式から債券への資産シフトが起こるとは言えないであろう。

各国の状況調査や市場関係者へのインタビューからも、株式から債券への大きな資産シフトが一斉に起こっている事実はないことが確認されており、一部には株式比率が若干高まっている国もある。

### 3.2 年金の DC 化が資産配分・リスク管理に与える影響

企業年金は伝統的に DB プランによって運営されてきたが、最近では DC 化がすすんでいる。成熟した企業年金制度をもち、その資産額が大きい 6 カ国についてみると、平均して公的・私的年金資産合計額の 3 分の 1 は DC プランで占められるに至っている。

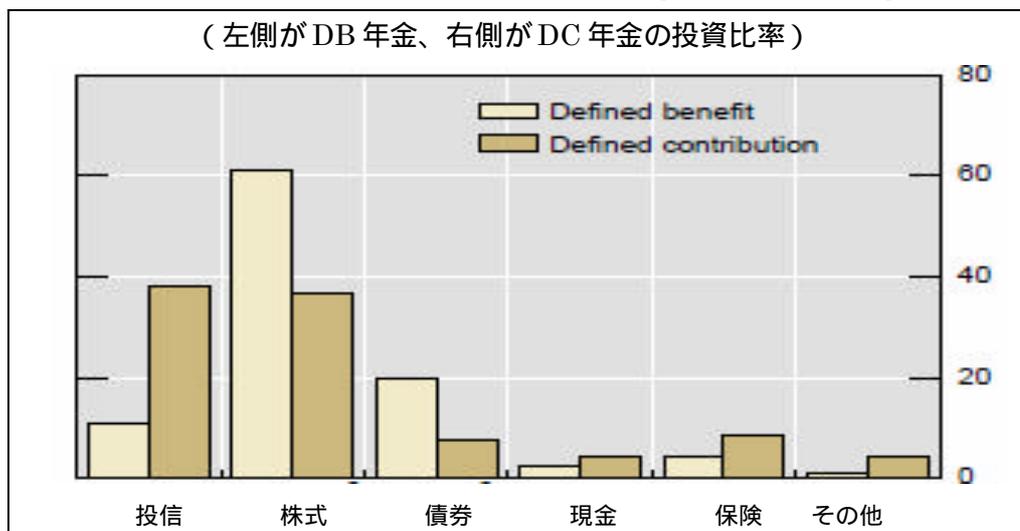
私的年金の DB から DC への転換は投資リスクの企業から個人への転換を意味し、DB 年金の「長期にわたるリスクプーリング」という特色(訳者注:年金プランが長期にわたって存続し、その間に世代間をふくめプラン加入者間の相互扶助原理が働くことにより時代を超えてリスクがプーリング・分散されること)も失われるので、加入者の退職後所得は以前より大きな変動リスクにさらされることになる。

DB から DC への転換の理由については種々の説明がなされている。労働の流動化は大きな理由の一つであり、長期勤務者に有利でポータビリティも低い DB 年金はいまや労働者に好まれないと言われる。しかし最近では労働者側ではなく、企業側主導での DB プランからの離脱が目立っている。その理由としては、株式市況の低迷、長期金利の下落、フェアバリュー会計への動き、企業会計への年金情報開示、企業規模に比べて年金資産が巨大化し金融リスクが増していること、そして基本的要因として、長寿化にともなう DB 年金のスポンサーリスク、などが挙げられている。

企業年金の DC 化により個人に移転されるリスクには幾つかの側面がある。それは年金プラン加入率(訳者注:DB プランへは従業員が自動的に加入するが、DC プランへの参加は一般的には個人選択であり加入率が低いこと)、拠出額の大きさ、資産配分、そして引き出しのパターンである。

このうち資産配分についてはアメリカ・カナダ・オーストラリアの状況を分析すると、やや驚くべきことにマクロ的には DB 資産と DC 資産の間に大きな差はない(株式・債券等への配分比率が類似している)。しかし DC 資産の場合は株式の中身が自社株に偏っていたり、デフォルトオプション(訳者注:加入者が投資手段を選択しなかった場合に投資される資産)の運用に留まる場合も多い。

〔図表 12〕米国のDB年金とDC年金の資産配分（%、2005年現在）〔出所〕FRB



（注）株式、債券は直接保有のみの比率で投信経由分を含まない、保険は元利保証保険契約や変額年金など生保会社預託分の民間年金資産を示す。

いまや個人の退職貯蓄は危機にさらされている。それは退職貯蓄プランへの低加入率、不十分な拠出金、最適でない資産配分、退職前に引き出してしまうこと、退職時にプラン資産を年金化しないで一時金で受け取ってしまうことなどのリスクである。前述したようにDBからDCへのシフトは「長期にわたる金融リスクのプーリング」を失わせてしまうので、退職所得は各個人の退職時における金融市場の状況に左右されやすくなる。政策立案者はこうした問題への対応が求められており、消費者保護政策が欠かせない。

#### 4. 金融資産価格への影響

機関投資家の運用資産は巨大であるから、その資産配分率の小さな変更も金融資産の市場価格に大きな影響を与える。この現象はすでに起こっており、それは機関投資家の長期債に対する需要が長期債の供給量を上回っていることから生じている。

また機関投資家によってはキャッシュフローや債務のデュレーションにマッチさせるため、債券の現物でなくデリバティブ（金利・インフレスワップなど）を使う場合もあるが、スワップ取引のカウンターパーティー（相手方）である銀行などは一般的にキャッシュ市場でポジションをヘッジするので、結局、債券の市場価格に影響を与えることになる。

以上を踏まえた上で当ワーキング・グループは、機関投資家の資産配分政策が金融資産の価格とくに長期金利に与える影響を分析した。

結論は金融市場の価格への影響については確たる証拠を得られなかったということであ

り、したがって長期金利が低く止まっていることは、依然として謎(puzzle)である。

### 長期金利が低水準に止まっている理由とした考えられること

過去 15 年間にわたって世界的に長期金利が下落し、現在は非常に低い水準にある。90 年代には、金利低下はインフレ期待率やリスク資産のリスクプレミアムの低下とともに起こった。

しかし最近、特に 04～05 年の金利低下はマクロ経済のファンダメンタル要因を反映していなかっただけに、市場関係者の驚きを誘った。すなわち 04～05 年には金融引締政策が取られ、また活発な経済成長の下で実質長期金利が下落したのである。

その理由を、金融市場の先物実質長期金利と実質長期経済成長期待率との関係から探ると、リスクプレミアムの低下が主因であったと推定される。このリスクプレミアム低下の原因としては中央銀行に対する信認の改善、マクロ経済ボラティリティの長期的な低下にあったと思われる。事実、過去 20 年間の米国の実質 GDP 成長率その他のマクロ経済のボラティリティは、その前の数十年間にくらべ大幅に低下しており、市場関係者はそれを “Great Moderation” と呼んでいる。

長期金利およびリスクプレミアムの低下に貢献した他の要因としては、当レポートで述べている年金基金の資産配分変化の影響、各国中央銀行による米国債の買付け、さらに東アジアにおける高貯蓄の継続および石油価格上昇にともなう石油輸出国の経常収支黒字を背景にした米国債の買付けなどが挙げられよう。また長期的な人口構成の変化（高齢化）が[資本 / 労働]比率の上昇を通じて実質金利の低下をもたらすという指摘も以前からなされている。

## 5 . 結論

以上に述べてきたことをまとめれば次の通りである。

- ・ 最近行われている機関投資家に対する規制枠組みの変更は、DB 年金と、確定利付商品を提供する保険会社の資産配分を低リスク志向に仕向けるであろう。
- ・ 家計（個人）部門は懐が深いとはいえ、機関投資家と比べてリスク管理能力に疑問があるので、金融システム安定のために個人の金融リテラシーの向上を図ることが必須である。
- ・ 英国における出来事（機関投資家に対する規制等の変更が長期金利低下の一因となったこと）は、規制枠組みの変更が機関投資家の資産配分の決定要因となる可能性を示唆している。そして規制政策が長期金利に与える影響度は(イ)長期債市場の規模（供給）と機

関投資家の長期債需要の規模との関係、(D)規制変更の程度、(H)規制変更前の年金のファンディング（積立充足）状況や保険会社のソルベンシー・ポジション、(C)規制変更前の機関投資家の資産配分状況にかかっている。

言い換えれば、規制変更等の影響が大きくなるのは、(1)DB年金や保険会社の規模が大きく(2)規制変更前の機関投資家の資産配分が株式に偏っていて(3)保険会社のソルベンシー・ポジションや年金の積立充足状況が悪く(4)規制変更の程度が大きい上に実施までの期間が短い、という場合である。

- ・ 規制や会計基準の変更は総体的・長期的には金融システムの強化に資すると思われるが、変更の実施が一時的には金融市場の価格形成を歪める可能性があるため、政策当局は不必要な市場の混乱を招かないように配慮する必要がある。
- ・ 世界の機関投資家が新興市場への投資を増大させることは、新興諸国経済にとって概してプラスの効果を生もう。何故なら機関投資家は他の市場参加者に比べ「バイ・アン・ホールド」の投資戦略を採用するであろうから、新興市場の長期的発展に資すると考えられるからである。また新興市場において外国投資家の役割が増大することは、新興国の長期債利回りの変動が海外要因に依存する度合いを強めることになるので、金融政策の波及メカニズムを変えることになる。
- ・ 機関投資家のオルタナティブ資産投資の増大は現在のところ金融システムの安定にとって重大な問題であるとは思われない。それはポートフォリオに占める比率が小さく主にリスク分散の改善に使われているからである。ただし、投資物件の不透明性、リスクの波及効果、市場がまだ試練を経験していないことには注意を要しよう。

(参考) ワーキング・グループのメンバー

**Members of the Working Group on  
Institutional Investors, Global Savings and Asset Allocation**

Chairperson, Bank of Spain	Mr José Viñals
Reserve Bank of Australia	Mr John Broadbent
National Bank of Belgium	Mr Pim Lescauwaet
Bank of Canada	Ms Elizabeth Woodman
Deutsche Bundesbank	Mr Axel Schaller
European Central Bank	Mr Francesco Drudi
Bank of France	Mr Ivan Odonnat
Hong Kong Monetary Authority	Mr Cho-hoi Hui
Bank of Italy	Mr Giuseppe Grande
Bank of Japan	Mr Keiji Kono Mr Naruki Mori
Bank of Korea	Mr Jeong Eui Suh
Central Bank of Luxembourg	Mr Romain Weber
Bank of Mexico	Mr Julio A Santaella
Netherlands Bank	Mr Ingmar van Herpt
Monetary Authority of Singapore	Ms Lily Chan
Bank of Spain	Ms Sonsoles Gallego Mr Emiliano González-Mota
Sveriges Riksbank	Mr Mattias Persson
Swiss National Bank	Mr Josef Perrez
Bank of England	Mr Peter Brierley
Board of Governors of the Federal Reserve System	Mr Michael Palumbo
Federal Reserve Bank of New York	Mr George Zanjani
Bank for International Settlements	Mr Michael Chui (Secretary) Mr Stefan Gerlach Mr Konstantinos Tsatsaronis Mr San-sau Fung