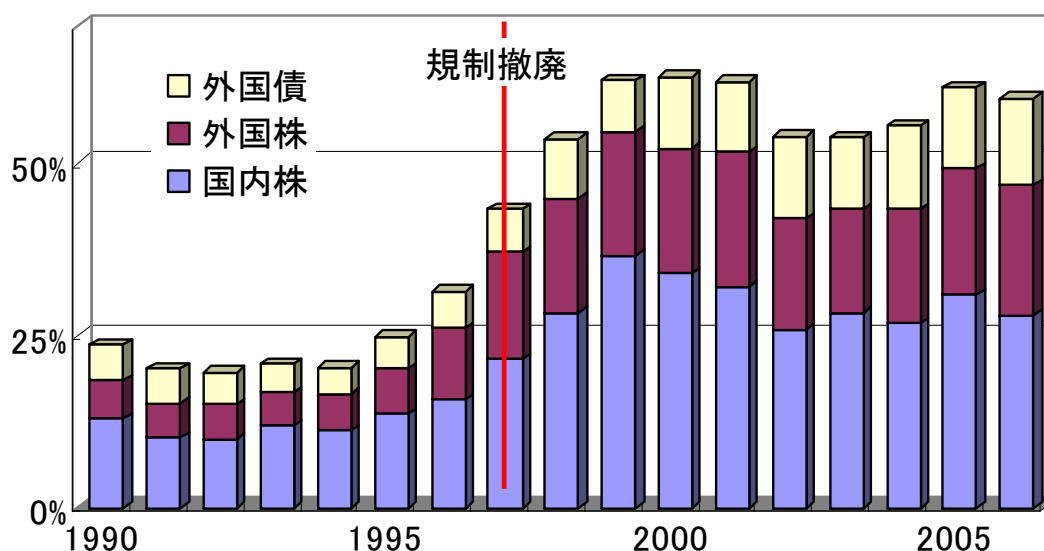


(年金運用)：機関投資家の投資行動と金融資産価格

年金資産・負債の公正価値会計への流れ、保険会社のソルベンシーマージン基準の見直しなど、機関投資家の支払能力やリスク管理強化を目的とした、会計基準及び規制の変更が各国で実施されつつある。では、これらの変更は、金融資産価格にどれくらい影響があるのだろうか。

機関投資家に対する規制及び会計基準の変更などが、機関投資家の資産配分に影響を及ぼすことは決して珍しいことではない。わが国でも、1997年のいわゆる5・3・3・2規制撤廃後に、年金基金の国内株式及び海外資産の保有比率が増加したことは周知の事実である(図表1)。加えて、機関投資家の運用資産総額は、2007年末時点で476兆円(資金循環統計の2007年第4Q速報より概算)と巨額であることから、機関投資家が資産配分を変更すると、金融資産価格に影響を与えるのに十分な水準と言えよう。

図表1：国内企業年金資産におけるリスク性資産占率の推移



(出所)「企業年金における資産運用の状況－2006年度年次報告書」(企業年金連合会)より加工

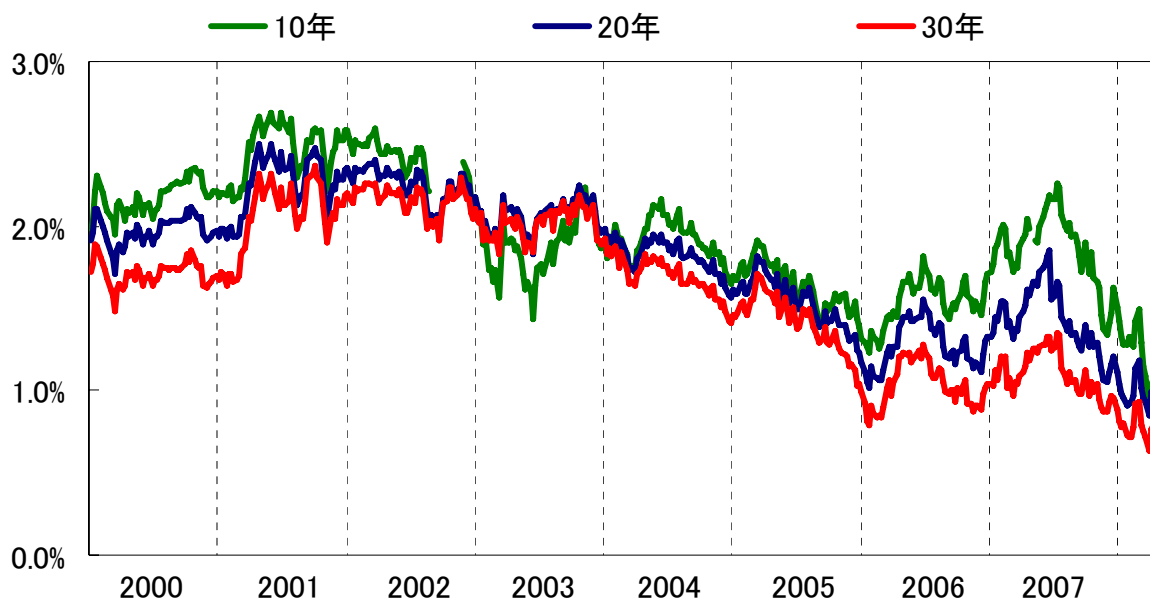
B I Sグローバル金融システム委員会(C G F S)が2007年2月に公表したレポート「機関投資家、世界的な貯蓄と資産配分」では、近年の機関投資家の行動を業態別、国別に報告するとともに、規制及び会計基準の変更に起因する、機関投資家の資産配分の変更が金融資産価格に与える潜在的な影響について調査・報告している。その中から、機関投資家の長期債需要増が長期金利(長期債の価格)に与える影響について述べている部分に絞って紹介したい。

機関投資家の資産配分の変更が長期金利に影響を与える条件として、まず、長期債の潜在的な需要量はその供給量を上回っているかどうかを考えられる。これに関しては、規制及び会計基準の変更に起因し、長期債の潜在需要がその供給を上回っているとする研究がいくつかある。それら研究のうち一つは、一定の仮定を置いた上で、年金基金の潜在的な需要量/供給量が米国では309%、英国、日本ではそれぞれ181%、119%に及ぶと推計している。

次に、長期債の需給バランスの不均衡が長期金利に影響を与えたと思われる、英国の事例を紹介する。2005年1月より企業年金債務を給付債務と同じ期間のAA格の社債利回りを割引率として評価するFRS（財務報告基準）17号が導入され、積立不足がある場合に10年以内の解消が義務付けられたのを受けて、物価連動債を含む長期債への超過需要が見られた。

ここで、マーケット参加者の将来のインフレ期待の変化による利回りへの影響が軽微な、物価連動国債の利回りに注目する。2000年1月～2008年3月における残存10年、20年、30年の英国物価連動国債の利回り推移を表したものが図表2である。いずれも2004年中頃から2006年初めにかけての約2年間、上述の会計基準変更の影響で大幅に利回りが低下したことが見て取れる。

図表2： 英国物価連動国債(残存10年、20年、30年)利回りの推移



(出所) Bloomberg データを基に作成

このように見てくると、長期債の不均衡な需給バランスが即座に長期金利に影響を与えそうだが、これだけでは条件として十分でない。需給バランスの不均衡が長期金利に影響を及ぼすには、価格が上昇してもその需要量があまり減少しない、更には、価格が上昇してもその供給量があまり増加しないことも条件となる。つまり、機関投資家にとって長期債の購入が急を要し、不利な価格であっても購入せざるを得ない状況に陥っていることも重要な条件なのである。

残念ながら、上記の英国における事例は、特殊な一例に過ぎない。また規制・会計制度の変更の導入・検討段階、もしくは導入されて間もないため、事例が少なく、制度変更の効果について決定的判断をするには至っていない。しかし、機関投資家の体力が弱まっている局面では、そうでない局面に比べて機関投資家の行動が資産価格に影響を与えやすく、悪循環に陥る可能性を秘めていると言えそうである。

(高岡 和佳子)