

## 第2章 プレスポイント:

### 長期投資家と資産配分：その現状

国際金融安定性報告書 2011年9月

著者：S. Erik Oppers (チームリーダー), Ruchir Agarwal, Serkan Arslanalp, Ken Chikada, Pascal Farahmand, Gregorio Impavido, Peter Lindner, Yinqiu Lu, Tao Sun, and Han van der Hoorn

#### ポイント

- 機関投資家の資産配分行動は金融危機以降、民間機関、公的機関で変化している。特に重要な変化としては、流動性やソブリン信用を含むリスク要因に対する意識が高まっていることが挙げられる。
- これまでのところ、低金利環境下にあっても、長期機関投資家の大半はより多くリスクを取る方向には動かず、低リターンを甘受している。もっとも、将来の支払い額や利回りを確約している場合は、低金利環境がさらに長期化するにつれよりリスクの高い資産へのシフト圧力が強まるであろう。
- その一方でリスク意識の高まりと金融規制改革により民間機関投資家はより「安全」な資産の保有を高めてきおり、金融市場を安定化させる「懐の深い」投資家としての役割が低下する可能性がある。公的な機関投資家は、こうした民間投資家の役割を補い、長期投資リスクの一部を担う余地があるかもしれない。
- 長期のリアルマネーを運用する機関投資家の投資行動に大きく影響するのは、投資対象国における良好な経済成長見通しとカントリーリスクの改善及び投資家のリスクアペタイトの強さである。こうした要因に比べて各国間の金利差の影響は大きくない。
- エマージング市場への投資拡大という構造的な変化は金融危機以降、加速しているが、(対象国の成長見通しや世界的なリスク要因など) ファンダメンタルズが変化してこの流れが反転するリスクも排除できない。最近みられたエマージング市場株式および債券ファンドからの大規模な資金流出は、投資家のリスク回避度の高まりによるものであり、本章の実証分析の結果とも整合的である。

本章は長期のリアルマネーを運用する民間及び公的機関投資家の長期的な資産配分行動の要因を分析している。長期的なトレンドを分析する一方で、世界金融危機と低金利環境が資産配分行動を変化させたかといった点も検証する。

本章では個々の機関投資家の資産配分行動に着目して分析を行っている。こうした機関投資家の投資行動は市場、通貨、国間の資金フローの土台となるものである。本章の分析は、個々の国への株式・債券投資に関する投資ファンドレベルのデータを用いている点で、ミクロレベルの投資家の投資行動からは距離感がある国際収支統計といったマクロデータを用いた従来の分析とは異なる。

民間機関投資家の資産配分に大きな影響を与える要因は投資対象国における良好な経済成長見通しとカントリーリスクの改善であり、各国間の金利差の影響は大きくない。もっとも、機関投資家にとって金利差の影響が大きいということは資本移動全体が金利差に依存しないということを意味するものではない。これは、資本移動は、本章の分析の対象外である（例えばキャリートレードを行う）短期のレバレッジ投資家の影響も受けるためである。

世界金融危機とその余波により、投資家には二つの相反する力がかかっている。すなわち、危機を受けて、投資リスク、特に流動性リスクや先進国を含むソブリン信用リスクに対して意識が高まっている一方で、低金利環境のもとで、機関投資家（特に最低保証利回り付きの商品を販売している保険会社や積み立て不足の状態にある年金基金）は、資産全体のリターンを高めるためにはよりリスクの高い資産への投資を拡大しなければならないという圧力に晒されている。

これまでのところ、大半の機関投資家はより高いリスクを取るのではなく、低リターンを甘受している。これは長期機関投資家の投資行動が本質的に変化したことの証左と考えられる。この変化は実証分析でも確認できる。本章の回帰分析では、危機が発生した2007年央以降現在に至るまでの期間について、投資フローの有意な低下が見られる。これはリスクの再評価に伴う証券投資の調整を反映したものであり、これまでのところこのシフトに変化が生じている証左は窺われない。とはいえ、現在予想されているとおり、先進国の金利が長期間にわたって低位にとどまれば、機関投資家の投資環境は一段と悪化し、より高い投資リスクを取らざるを得ないような圧力が高まるであろう。

エマージング市場への投資拡大という構造的なトレンドは危機後に加速している。しかしながら、これらの国々の比較的堅調な経済状況に惹かれて多くの投資家が初めてエマージング市場に投資し始めた中で、ファンダメンタルズが変化すれば投資フローが反転するリスクがある。大きなショックがあれば、世界金融危機時に起きたのと同規模の大きな資金の引き揚げが起きる恐れがある。実際、最近（本章の脱稿後に）みられたエマージング市場株式および債券ファンドからの大規模な資金流出は、本章の実証分析の結果とも整合的である。

本章では、民間投資家のこうした行動変化の影響を、公的な機関投資家の投資行動により減殺できる可能性について言及している。投資家のリスク認識の高まりと欧州の保険会社に対するソルベンシーIIといった規制の影響により、民間機関投資がこれまで果たして来た長期のリスク資産の保有という伝統的な役割、市場の下落局面でも流動性の低い資産を保有し続けるといった「懐の深さ」が一部損なわれる可能性が潜在的にはある。民間投資家が長期的なリスクを回避し、より「安全」な資産に向かわざるを得なくなる中、公的な機関投資家はそのリスクの一部を担う余地があるかもしれない。

**第3章 プレスポイント：**  
**マクロブルーデンス政策の運用に向けて：政策発動のタイミング**  
**国際金融安定性報告書 2011年9月**

**著者：Srobona Mitra (チーム・リーダー), Jaromír Beneš, Silvia Iorgova, Kasper Lund-Jensen, Christian Schmieder, and Tiago Severo.**

ポイント

- マクロブルーデンス政策を適切に運用するためにはどのようなショックがシステミックなリスクの蓄積に繋がるかをより深く理解する必要がある。システミックなリスクの蓄積の的確な先行指標は、良いショック（例えば生産性の上昇）と悪いショック（例えば資産価格バブル）の識別のツールとなる。
- 信用膨張はシステミックなリスク蓄積の中核をなすが、良いショックと悪いショックのどちらが与信の拡大をもたらしているかを判断するには資産価格の上昇、対外銀行借入の増加、実質為替レートの上昇など他の指標と組み合わせて見る必要がある。
- 信用膨張を判断する一つの有力な指標は与信の対GDP比率の変化である。36カ国のサンプルをもとにした我々のモデルでは、与信GDP比率が年間5パーセントポイント以上、同時に株価が15パーセント以上、上昇している場合に、2年以内に金融危機が発生する確立は五分之一である。
- システミックなリスクが今後数ヶ月以内に発現するかどうかを予測するには市場から得られる(日次など)高頻度のデータが最も役立つ。LIBOR-OISスプレッドやイールドカーブに依拠する指標がこの目的には適している。
- 金融危機の可能性を低めるべく当局はいくつかの手段を取ることができる。本章ではその一つであるカウンターシクリカル自己資本規制の有効性を検証し、景気変動の振幅と金融不安の発生を低減させる効果を示した。
- マクロブルーデンス政策と金融政策を担当する当局は少なくともショックの源泉に関する理解を共有し、かつ、管理為替制度のもとで外貨建て貸出が広範に行われている場合にはそれぞれの政策をすりあわせる必要がある。

マクロプルーデンス政策とは実物経済に悪影響を及ぼすような「システム的なリスク」、すなわちシステム全体にわたって金融サービスの提供が阻害される状況が起きるリスクを軽減するための政策を言う。マクロプルーデンス政策を実際に遂行する上では様々な課題がある。本章ではマクロプルーデンス政策の現実の運用に向けていくつかの面での具体的な仕組みを提言する。まず、マクロ経済と金融の相互作用のモデルを基に、様々な経済へのショックに対し各種金融経済指標がどのような動きを示すか分析する。実証分析を通じ、どのような情報がリスクの蓄積に関するよりの確な警告を発することができるか、さらに高頻度の指標を用いることで政策当局が金融不安の発現が迫っていることを認識できることが示される。また、モデルに基づいた分析により、マクロプルーデンス政策として代表的な施策であるカウンターシクリカルな自己資本規制が、為替相場制度の如何にかかわらず有効であることを示す。

システム的なリスクを的確に把握し有効な対応を取るためには、経済へのショックの識別を正確に行う必要がある。本章では、ショックの源泉が、システム的なリスクの蓄積と関連しているいくつかの経済データを変動させること示す。金融システムの構造によってショックの経済への影響度は異なるが、その方向は共通であるため、こうした知見は幅広く有効である。政策当局は経済に対するショックの源泉をよりよく理解する努力を行い、特に各国にまたがるショックについては当局間の協力を深めることが重要である。

変動が緩やかな指標の中では与信関連のマクロ情報がリスクの蓄積を検出するうえで有効だが、他の指標と組み合わせてみる必要がある。生産性の向上による経済活動の活発化といった良いショックでも、資産価格の急騰や銀行の審査基準の緩和による悪いショックのいずれの場合でも与信は拡大するが、与信拡大の規模とその持続性、自己資本比率の低下は、悪いショックの場合により顕著にみられる。与信拡大と並行して見られる他の指標の動向もリスク拡大のサインとして有効である。与信の対GDP比率が5パーセントポイント以上、同時に株価が15パーセント以上、上昇している場合に、2年以内に金融危機が起きる確率は20パーセントにまで高まる。また、与信指標としてより広範な指標、すなわち民間部門への銀行与信とクロスボーダー与信を利用した方が危機発生に関するシグナルとしては強くなる。新興国においては、実質為替レートの上昇も特に重要な指標である。

近い将来に危機が顕在化し、蓄えた資本バッファを取り崩す状況に備えるため、政策当局は高頻度の指標も注視すべきである。こうした指標の中でも、LIBOR-OISスプレッドとイールドカーブに依拠する指標は危機の顕在化の予兆となり得る。もっとも、金融機関相互の連関度合いを示す情報を含む指標はベアスターズやリーマンブラザーズの破綻の前兆をうまく捉えてはおらず、危機が発生した場合

のドミノ効果の潜在的な影響を判断するには、政策当局は金融機関間の実際のエキスポージャーの情報に頼らざるを得ないかもしれない。

本章は、同様のマクロプルーデンス政策手段が異なる経済体制でも有効であることを示しており、国際的な政策協調の円滑化に資するものである。しかしながら、政策手段の詳細、特に政策発動のための指標とその閾値は、個々の国の実態を反映し異なる。例えば、管理為替制度と外貨建て貸出の組み合わせはすべてのショックの影響を増幅する。したがって、安定した金融セクターと実体経済を維持するためには、為替政策、金融政策、マクロプルーデンス政策の緊密な連携が必要である。