

近年における機関投資家の資産運用動向

〔要 旨〕

1. 近年、わが国では、第1次石油危機を契機に経済成長率が低下するとともに、金利変動の大幅化、人口構成の高齢化など経済・金融環境の変化が進行しているが、これは国内における資金の流れという面でも、①経済部門間のマネーフロー構造の変化、②企業や個人の金利選好の強まり、③年金・保険等の長期貯蓄の増加、といった変化をもたらしている。これらのことは金融機関業態別の資金量伸び率にも影響を与え、いわゆる「機関投資家」(本稿の対象は生命保険、年金信託、共済組合、共済連、投資信託)が銀行など一般金融機関を上回る成長振りを示している。その結果、民間金融機関全体の資産額に占める機関投資家のシェアは昭和44年度から54年度までの10年間に12.1%から14.4%に高まった。
2. 機関投資家の資産運用動向をみると、マネーフローの変化を反映したかたちで、近年は貸出運用比率が低下し、公社債投資比率が上昇している。すなわち、貸出については、50年頃までは機関投資家全体の資産増加のうち5割前後の比率を占めていたが、51年以降になると、貸出運用比率は金融引締め期には上昇を示しながらも、趨勢的には3割程度に低下している。一方、公社債への運用比率は、貸出とは裏腹に、51年度までの2割台から52年度以降4割台に上昇し、54~55年の引締め下において生保等への借入需要が増加した時期にも、全体としては5割近い高水準を維持した。この間投資対象の面でも、国債が公社債投資の過半を占めるに至ったほか、外債への投資も活発化するなど顕著な変化がみられた。
3. 一般に、機関投資家が入れる資金は極めて長期の貯蓄性資金であり、しかも銀行預金に比べ安定した増勢をたどっているため、こうした資金の特性を活かして長期・安定的な債券投資を行うことが可能である。ただ、詳しくみると機関投資家のなかでも債券投資ビヘイビアにはかなりの差がみられ、これまでのところ、例えば年金信託は每期コンスタントに債券の大口買い手として機能するとともに、債券保有回転率も他業態に比べ低い。これに対して、例えば生保の既発債取引は、企業からの借入需要の強い局面では売超となる傾向がみられ、回転率も相対的に高い。こうした債券投資姿勢の差異は、同時に債券ポートフォリオの選択の仕方にも差異を生み出しており、年金信託は「最終利回り」を基準に、また生保はいわゆる「直接利回り」を基準に債券売買を行う傾向がみられる。
以上のような債券投資ビヘイビアの債券市場に及ぼす影響についてみると、都市銀行等が大量に国債を売却した54~55年度中も機関投資家全体としては一貫してかなりの債券購入を継続しており、それなりに市場機能の維持に寄与している。ただ、債券の最終利回り水準形成に対しては、上記の「年金信託型」と「生保型」の投資ビヘイビアでは異なる影響を及ぼした可能性があると考えられる。
こうした生保の資産運用行動には、貸出優先の運用方針が強く影響していると思われる。この結果、債券投資を行うに当たっても、将来貸出機会が出現すれば何時でも貸出に振替えるだけのポートフォリオの弾力性保持が要請され、それが各決算期毎にそれなりの運用収益を実現しておく方法(期間損益の重視)、ひいては表面金利の高い債券の選好(直利指向)というビヘイビアとなって現われているといえよう。ただ、安定成長のもと、貸出をめぐる環境は大きく変化しており、この点、生保の資産運用が先行きどのように変化していくか注目される。
4. 今後を展望すると、わが国人口の高齢化、年金制度の拡充等を背景に、機関投資家は引続き相対的に高目の成長をつづける公算が強い。この間、財政面では当面かなり多額の国債を発行していくかざるを得ないとみられるので、これをいかにして民間部門の安定的な金融投資と結びつけていくかという点からも、増大する機関投資家の資金を新発債市場を含め国内債券市場に円滑に誘導していくことが引続き大きな政策課題である。そうした機関投資家のニーズは、債券需給を形成する重要な要因として、市場実勢のなかに反映されているわけであり、前記の課題への対策としてはこれを発行条件等に適確にとり入れていくことが基本であろう。

〔目 次〕

はじめに

1. 機関投資家の成長
2. 近年における資産運用の動向
(貸 出)
(公社債運用)

(米国機関投資家の資産運用)

3. 債券投資ビヘイビアとその影響
 - (1) 機関投資家別のビヘイビア
 - (2) 生保の債券投資行動の背景
- おわりに

はじめに

近年、わが国のマネーフロー構造が大きく変化し、公共債の大量発行がつづく中で、公社債市場の拡大が著しいが、こうした一連の事態はわが国金融機関の資産運用や投資行動にも大きな影響を与えている。本稿は、こうした問題を考えるひとつの手掛りとして、いわゆる「機関投資家」の動向について概略とりまとめたものである。

1. 機関投資家の成長

周知のように、わが国では、第1次石油危機を契機として、昭和50年代には経済成長率が大きく低下したが、そうしたなかで、国内における資金の流れもいくつかの点で大きな変化を示してきた。第1は、経済諸部門間のマネーフロー構造の変化で、法人企業部門の資金不足が大幅に縮小して借入依存度が低下した反面、公共部門の資金不足が顕著に拡大し、公共債が大量に発行されてきた。第2に、金利の変動が従来より大幅になったこともあり、企業や個人の金利選好が強まってきたが、これは金融機関預金から債券類や郵便貯金等へのシフトを促す有力な一因となっている。第3に、やや異質の流れであるが、金融資産の蓄積形態に大きな影響を与えつつある要因として、わが国人口構成の高齢化が挙げられる。これは、老後の生活の安定のために、比較的長期にわたる貯蓄を必要ならしめ、それに適した金融サービスに対する需要を強めている。例えば、個人金融資産

の構成をみても、昭和50年代に保有シェアが高まっているのは「郵便貯金」、「公社債」および「年金」であり、反面、「現金・要求払預金」や民間金融機関における「定期性預金」への運用比率は傾向的に低下している(第1表)。

このように、金融環境の変化は、各種の金融資産の中で預金の伸びを相対的に抑制する要素として作用し、それを通じて金融機関業態別の資金量の伸びにも影響を及ぼしているが、その一環として、いわゆる「機関投資家」が銀行など一般金融機関を上回って成長するという状態がみられる。

ここで、「機関投資家」とは、比較的長期の資金を受入れて、これを資本市場や貸付市場で運用する金融仲介機関を指している。勿論、金融機関は多かれ少かれこうした機能を営んでいるとも言え、具体的にどの金融機関(業態)をこうした範疇に含めるべきかについて、はっきりした定義があるわけではない(米国の文献などでは、institutional investors を単に個人投資家と区別して、資本市場に登場する金融機関(銀行を含む)の総称としている場合もある)。本稿では、これを前記の金融環境の変化の中で位置づける意味から、長期の貯蓄性資金を受入れる銀行以外(ノンバンク)の金融機関と考え、生命保険、年金信託、共済組合、農協共済(共済連)および投資信託の5機関を対象に取り上げてみた。

そこで、これら金融機関の資金量(=資産額)の推移をみると第2表のとおりである。すなわち、機関投資家全体としての資金量の伸びは、昭和40

年代が年平均20%で、都市銀行等民間金融機関(同18%)と大差なかったが、50年代には年平均16%の増加で、都銀等の伸び(同12%)をかなり上回っている。業態別にみても、昭和50年代には、すべての機関投資家の成長率が一般金融機関全体とし

ての伸びを上回っているが、年金信託の伸びが年平均29%ととくに著しい。これは、昭和40年後において年金制度拡充の見地から適格年金(昭和37年)および調整年金(昭和41年)の企業年金制度(注1)が導入され、それが高齢化社会への漸進的

(第1表)

個人 の 金 融 資 産 推 移

(残高構成比、%)

	現金通貨・ 要求払預金	定期性預金		信 託	公 社 債	株 式	生命保険	年 金	投資信託 受益証券
		民間金融 機関預金	郵便貯金						
47年度末	16.7	32.4	10.8	4.9	6.4	14.6	8.3	4.3	1.6
48	17.0	34.1	11.8	5.0	6.4	11.0	8.4	4.6	1.7
49	16.5	34.5	12.7	4.9	6.4	10.0	8.3	4.9	1.8
50	15.8	34.6	13.5	5.0	7.1	9.3	8.1	5.0	1.6
51	14.7	34.3	14.4	5.0	7.9	8.8	8.0	5.2	1.7
52	13.9	33.9	15.4	4.9	8.3	8.5	7.9	5.4	1.8
53	13.8	33.6	16.1	4.8	8.2	8.3	7.8	5.6	1.8
54	13.6	33.7	16.7	4.7	8.2	7.5	8.0	5.9	1.7

- (注) 1. 「資金循環勘定」等により作成。
2. 生命保険は、生保(年金保険を除く)および共済連の合計。
3. 年金は、年金信託、共済組合、および生保のうち年金保険の合計。

(第2表)

機 関 投 資 家 の 資 産 伸 び 率 推 移

(前年度比増減(△)率・%)

	機 関 投資家計	生命保険	年金信託	共 済 連	共済組合	投資信託	そ の 他 民間金融 機 関	
							う ち 都 銀	
50年度末	17.4	17.0	35.6	17.9	18.4	8.7	14.6	16.4
51	17.2	15.5	32.4	17.3	16.3	17.9	13.6	13.0
52	16.7	14.4	28.4	14.5	16.1	21.9	11.5	8.7
53	15.6	14.8	24.4	12.9	14.2	17.1	11.3	13.6
54	14.1	15.7	22.7	12.3	13.9	4.6	9.7	6.2
55	n. a.	15.5	21.1	13.5	n. a.	△ 1.9	8.7	7.5
41~54年度平均	18.5	18.0	51.1	20.9	20.1	13.2	16.1	14.4
うち(40年代)	(19.7)	(19.4)	(63.5)	(24.3)	(22.6)	(12.7)	(18.3)	(16.0)
(50年代)	(16.2)	(15.5)	(28.7)	(15.0)	(15.8)	(14.0)	(12.1)	(11.6)

- (注) その他民間金融機関=全国銀行、相互銀行、商工組合中央金庫、信用金庫、全国信用金庫連合会、信用組合、全国信用組合連合会、農林中央金庫、信用農業協同組合連合会、農業協同組合、信用漁業協同組合連合会、漁業協同組合、労働金庫、労働金庫連合会、在日外国銀行円勘定、全国銀行の信託勘定(年金信託、投資信託を除く)。

- (注1) 適格年金、調整年金の主な特徴点は次のとおり。
適格年金……①退職年金の支給だけを目的とする、②生保会社または信託銀行に保険料または掛金を払い込む等の適格要件を満たすことにより、税法上の優遇措置を受けている企業年金。
調整年金……正式には厚生年金基金制度と称し、厚生年金保険上の老齢年金の報酬比例部分(給与に応じて掛金も年金も増減する部分。もう一方は定額部分)を企業年金で代行する制度(加入者1,000名以上、積立金の管理運用は信託銀行または生保会社に限る)。
こうした企業年金が著伸した背景をみると、まず企業側にとって企業年金の導入は、①税制上の優遇措置が受けられる、②退職金支払の増嵩を長期間にわたって平準化できる等のメリットがある一方、従業員側にも、①平均寿命の延長に伴い退職後の生活期間が長期化している、②社外積立方式の採用により企業倒産の場合も既往の積立金は保証される等年金受入れの素地が形成されつつあったことが挙げられよう。

な移行のなかで企業、従業員双方のニーズに合致し、今日順調に成長していることによるものである。

また、機関投資家の資金量の伸び率は、都銀等他の民間金融機関の預金が金融情勢を反映して大きく変動しているのとは対照的に、比較的安定していることもひとつの特徴である。これは機関投資家の資金量の大宗が保険料、年金掛金払込み等契約型貯蓄で占められていることから、長期間にわたって安定的な流入が見込めるという事情によるものである(投資信託は景気変動の影響を被りやすいが、そのウエイトは比較的小さい)。

こうした機関投資家の提供する金融資産に対する需要増を映じて、機関投資家の資産規模は着実に増大し、54年度末には、約49兆円に達した。業容拡大の跡を「民間金融機関の総資産に占める機関投資家資産のシェア」(以下、資産シェアと略称)でみると、残高ベースでは50年代には生保、年金信託、共済組合などのシェアが上昇している。シェアの水準自体は、個別にみると54年度末でも生保の6.6%を除いていずれも1~3%台で

あり、未だかなり低い、全体では昭和44年度から54年度までの10年間のうちに12.1%から14.4%へと2%方上昇をみており、50年代には上昇テンポがやや速まっている(第3表)。こうしたシェアの上昇振りはフロー・ベースでみると一層はつきりとしており、とくに引締め下の54年度には都銀等の貸出が政策的に抑制されたこともあって、機関投資家の資産運用シェアは2割弱(うち生保1割弱)にまで上昇した(第4表)。

なお、参考までに、以上のようなわが国機関投資家の位置を欧米諸国の機関投資家と比較しておこう(第5表。「機関投資家」の範囲が各国の実情に応じ異なりうる点に留意しなければならないが、ここでは便宜上、わが国とほぼ同様の機関<各国とも生保、年金、投信>に限定)。

まず、米国の機関投資家は、1950、60年代には、個人の契約型貯蓄選好の高まりから生保が、次いで税制面の恩典を享受しようとの動き等から企業年金が急速な伸びを示したほか、持続的な経済拡大を背景とする投信の盛行も加わって、他の金融機関を上回る成長振りを示した。70年代に入

(第3表)

機関投資家の資産シェア推移(残高ベース)

(民間金融機関の総資産に占める機関投資家総資産の割合、%)

	機 関 投資家計	生命保険			年金信託	共 済 連	共済組合	投資信託	そ の 他 民 間 金 融 機 関
		うち (生保年金)							
40年度末	11.2	5.4	(0.1)	0.0	0.9	2.1	2.8	88.8	
45	12.3	6.4	(0.3)	0.3	1.4	2.8	1.5	87.7	
50	12.6	5.9	(0.5)	0.8	1.4	2.9	1.5	87.4	
51	13.0	6.0	(0.6)	0.9	1.4	3.0	1.6	87.0	
52	13.4	6.1	(0.6)	1.1	1.5	3.1	1.7	86.6	
53	13.9	6.3	(0.7)	1.2	1.5	3.2	1.8	86.1	
54	14.4	6.6	(0.8)	1.3	1.5	3.3	1.7	85.6	
40年度末残高	兆円 4.6	兆円 2.2	(兆円 0.0)	兆円 0.0	兆円 0.4	兆円 0.9	兆円 1.1	兆円 36.5	
45	11.3	5.8	(0.3)	0.3	1.2	2.6	1.4	80.0	
50	27.3	12.8	(1.1)	1.7	3.1	6.3	3.3	189.4	
54	49.2	22.5	(2.8)	4.5	5.2	11.1	5.9	292.8	
55	n. a.	26.0	(3.5)	5.5	5.9	n. a.	5.8	318.2	

(注) その他民間金融機関=第2表に同じ。

(第4表)

機関投資家の資産シェア推移(増加額ベース)

(民間金融機関の資産増加額に占める機関投資家の資産増加額の割合、%)

	機 関 投資家計	生命保険	(うち 生保年金)	年金信託	共 済 連	共済組合	投資信託	そ の 他 民 間 金融機関
48～49年度 (引締め期)	14.1	6.1	(0.7)	1.3	1.5	3.4	1.7	85.9
50～51年度 (緩和期前半)	14.9	6.4	(0.9)	1.7	1.7	3.4	1.5	85.1
52～53年度 (緩和期後半)	17.7	7.4	(1.3)	2.2	1.7	3.8	2.6	82.3
54年度 (引締め期)	19.1	9.6	(1.9)	2.6	1.8	4.3	0.8	80.9

(注) その他民間金融機関=第2表に同じ。

(第5表)

主要国機関投資家の資産シェア推移

(残高ベース、年末<日本は年度末>、%)

	日本	米国	生保		年金		英国	西ドイツ	
			生保	年金	生保	年金			
47年	11.8	33.4	14.7	14.9	43.4	18.6	13.5	9.2	
48	11.9	29.8	14.3	12.8	37.1	19.1	10.3	9.2	
49	12.4	27.6	14.2	11.3	33.2	19.6	8.7	9.1	
50	12.6	29.2	14.1	12.7	35.9	18.2	11.3	9.4	
51	13.0	29.4	14.1	13.3	35.5	17.1	12.3	9.7	
52	13.5	28.4	13.8	12.6	38.5	19.1	13.9	10.0	
53	13.9	28.1	13.6	12.6	39.3	18.9	15.3	10.1	
54	14.4	29.5	13.4	13.2	36.8	18.0	14.6	n. a.	

(注) 1. 日本「資金循環勘定」、米国「Flow of Funds」、英国「Financial Statistics」、西ドイツ「Monthly Report of the Deutsche Bundesbank」等より作成。

2. 米 国 機関投資家金融資産/商業銀行、貯蓄金融機関、および機関投資家の金融資産

英 国 機関投資家金融資産/英国内の銀行(スターリング資産)、建築組合および機関投資家の金融資産

西ドイツ 機関投資家金融資産/商業銀行、貯蓄銀行など信用制度法の規定する金融機関および機関投資家の金融資産

いずれも機関投資家=生保、年金基金、投信

り、とくに73～74年には株価の急落によって投信、年金基金に組込まれていた株式が著しく減価したことなどから、一時金融機関総資産に占めるシェアが低下する場面もみられたが、その後株価の持直しとともに漸次回復に向い、79年末では29.5%の資産シェアを有している。

一方、英国においては、生命保険の歴史が古いうえ、他国に比べかなり早い時期に高齢化社会に

到達したことから年金も発達しているといった事情も重なって、機関投資家の資産総額は、銀行部門のポンド建資産総額を凌ぐ規模を擁しており、資産シェア(79年末)も36.8%と主要国(日本・米国・西ドイツ・英国)中最大となっている。

これに対して、西ドイツでは、機関投資家の資産シェア(78年末)は10.1%と米国、英国のみならずわが国をも下回る水準にとどまっている。その背景としては、西ドイツの場合、公的年金制度が北欧諸国等とならび世界でも最高水準に達していることから、私的年金の伸長の余地が乏しい等の事情が挙げられよう。

このように、わが国機関投資家の金融市場におけるウエイトは、米・英両国のそれをまだ下回っているが、西ドイツに比べれば、すでにかなり高目である。また、後述するように、公社債市場(わが国では主として既発債市場)におけるウエイトは、総体としての資産シェアに比べ、わが国でも近年は相当上昇しており、こうした点に機関投資家の役割増大をよみとることができる。

2. 近年における資産運用の動向

次に、機関投資家の資産運用面をみると、マネーフローの変化を如実に反映したかたちで、公社債、とくに国債への運用が増大しているのが大き

な特徴である。第6表および第1図は運用資産全体(残高および増加額)に占める公社債、株式および貸出の構成を昭和45年以降についてみたものであるが、株式の比率が通期でみれば小幅の変動にとどまっているなかで、公社債と貸出の相対関係がここ10年間で大きく変化している。

(貸 出)

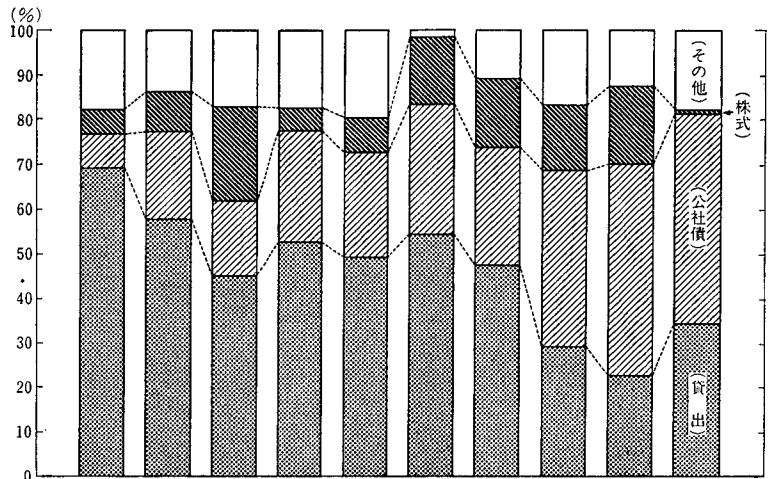
まず、貸出についてみると(第7表)、昭和40年代の高度成長期には、旺盛な借入需要を背景として、金融の繁閑にさほど影響されることなく機関投資家全体の資産増加のうち5割前後を占めていた。第1次石油危機を契機に経済成長率は下方屈折したが、しばらくは大企業の資金需要が根強かったため、50年度ごろまではこの貸出運用比率に大きな変化は生じなかった。

しかし、51年度ごろ以降になると、貸出運用比率は金融

引締め局面では上昇を示しながらも、趨勢的には全体として3割前後にまで低下している。すなわち、53年度末近くまで続いた長い金融緩和過程では、企業投資が沈静するなかで大企業は借入返済基調に転じたため、これら機関投資家の貸出は総じて著しく停滞し、とくに共済連では52~53年度中貸出残高が純減をみるに至った。このため生

〔第1図〕

機関投資家の資産運用状況(増加額シェア)



(注) 生命保険、年金信託、共済連については、それぞれ生命保険協会、信託協会、全国共済農業協同組合連合会調。投資信託は資金循環勘定、共済組合は社会保障年鑑等より作成。

(第6表)

機関投資家の運用資産構成比

(単位: %)

	公社債	うち				株式	貸出	その他	計
		(国債)	(地方債)	(社債等)	(外国債券)				
45年度末残高	17.8	(0.4)	(2.8)	(14.6)	(—)	14.0	50.6	17.6	100.0
48~49年度中増加額 (引締め期)	23.8	(△ 0.1)	(4.8)	(19.4)	(—)	6.7	51.0	18.5	100.0
50~51年度中増加額 (緩和期前半)	27.3	(3.9)	(7.9)	(15.2)	(0.4)	15.6	50.7	6.4	100.0
52~53年度中増加額 (緩和期後半)	43.3	(9.5)	(5.1)	(24.7)	(4.3)	16.4	25.8	15.5	100.0
54年度中増加額 (引締め期)	46.9	(21.7)	(7.8)	(12.5)	(4.5)	0.9	34.4	17.8	100.0
54年度末残高	29.7	5.6	5.2	17.3	1.6	12.4	43.1	14.8	100.0

(注) 1. 生保、年金信託、共済連については、各々生保協会、信託協会、全国共済農業協同組合連合会調。投信は資金循環勘定、共済組合は社会保障年鑑等より作成。

2. 社債等=事業債、金融債、公社・公団・公庫債

保などでは、住宅ローンの拡充に努めたほか、超長期(10～20年)の非居住者向け円建ローン等に活路を求めていったが、それでも生保全体の貸出増加は50～51年度の各1.2兆円台から52～53年度には各0.9兆円台に落込んだ(第8表)。

54、55年度になると、貸出は極端な停滞状態からかなり急速に回復した(第6、7表)。景気の拡大基調下資金需要が総体として増勢をたどる一方、金融引締め開始・強化過程で窓口指導の主たる対象先である都銀等の貸出枠繰りが次第に窮

屈化し、これら金融機関では充足されなかった需資の一部が機関投資家の窓口に向ったことから、生保(電力・商社をはじめ一般企業の長期資金)や共済連(リース会社や住宅金融会社向け)の貸出は大幅に伸長した(生保の場合、54年度中1.6兆円増、55年度中2.2兆円増)。ただ、それでも、今次引締め期間中の貸出運用比率は機関投資家全体で約40%程度にとどまり(第7表)、また55年夏以降金融政策が緩和に転じ、都銀等の貸出枠がゆとりを取戻すとともに、生保等への借入需要も落ち着き

局面別にみた機関投資家の貸出動向

(資産増加額に占める貸出の比率・%)

	機関投資家計					
		生命保険	年金信託	共済連	共済組合	投資信託
48～49年度(引締め期)	51.0	68.3	26.1	69.5	50.0	/
50～51年度(緩和期前半)	50.7	63.2	49.7	39.0	53.6	
52～53年度(緩和期後半)	25.8	41.2	25.1	△ 25.8	36.6	
54～55年度(引締め期)	39.7	58.0	16.5	37.8	20.6	

- (注) 1. 生保、年金信託、共済連については、各々生保協会、信託協会、全国共済農業協同組合連合会調。投信は資金循環勘定、共済組合は社会保障年鑑等より作成。
2. 54～55年度は、共済組合および機関投資家計については54年4月～55年9月の計数、生保、年金信託、共済連については54年4月～56年3月の計数。

(第8表)

生命保険の貸出内訳

(単位・億円)

	総貸出	うち				
		一般貸出	企業向け貸出	住宅ローン	消費者ローン	海外向け融資
47年度末残高	55,672	50,918	50,918 (100.0)	—	—	—
48～49年度中増加額	19,786	18,362	14,300 (77.9)	4,062 (22.1)	—	—
50～51年度中増加額	24,283	22,761	19,598 (86.1)	3,163 (13.9)	—	—
52～53年度中増加額	19,214	18,610	10,270 (56.6)	6,191 (34.1)	—	1,699 (9.3)
54～55年度中増加額	37,895	35,476	20,079 (56.6)	7,689 (21.7)	4,162 (11.7)	3,546 (10.0)
55年度末残高	156,850	145,677	115,165 (79.1)	21,105 (14.5)	4,162 (2.9)	5,245 (3.6)

- (注) 1. 生命保険協会調。
2. 住宅ローンは48年度末以前、消費者ローンは53年度末以前については各々不明(いずれにせよ金額は僅少とみられる)。また、海外向け融資は53年度より開始。なお()内は一般貸出に占めるシェア、単位・%。

に向っているようである。

このようにみると、産業資金の供給という面に関しては、企業の借入需要にかつてのような盛りを期待しえない限り、機関投資家の貸出は、一般金融機関の貸出余裕度によって大きく左右され、その意味でいわば限界貸出者としての性格を強めているといえよう。ちなみに、他業態の貸出動向と比較してみると、機関投資家の貸出は52～53年度には窓口指導対象金融機関の貸出増加額の1割程度にすぎなかったが、54～55年度の引締め期にはその2割強に達し、金融政策の局面に応じて大きな波を描く傾向が明らかである(第9表)。

(公社債運用)

公社債投資については、近年量的に増大すると同時に、投資対象が大きく変化している。量的な面からみると、公社債への運用比率は貸出と裏腹に趨勢的に上昇し、最近では4割台に達している。54～55年度の引締め下貸出が増大した局面でも、貸出の増加が著しかった生保、共済連ではさすがに公社債運用(純増ベース)がそれに先立つ緩和期よりも減少したが、年金信託や投信では大幅に増加したため、機関投資家全体では公社債の運

(第9表)

局面別にみた窓口指導対象金融
機関、機関投資家等の貸出動向

(期中増加額、兆円)

	対象金融機関 (a)	非対象金融機関 (b)	機関投資家	
			$\left(\frac{(b)}{(a)}\right)$ (%)	$\left(\frac{(c)}{(a)}\right)$ (%)
48～49年度 (引締め期)	21.5	9.7	45.1	3.5
50～51年度 (緩和期前半)	25.0	8.7	34.8	4.4
52～53年度 (緩和期後半)	25.3	4.8	19.0	2.9
54～55年度 (引締め期)	15.1	7.9	52.3	3.5

- (注) 1. 各業態とも国内店円建貸出ベース、54～55年度は54年4月～55年9月。
2. 窓口指導対象金融機関＝都銀、長信、信託、地銀、相互
3. 同非対象金融機関＝信金、信組、農林系(単協、信農連<員外貸出>、農中<関連産業貸出>)、外銀、損保

用比率が低下しなかった(第10表。結局、株式投資の比率が低下)。

投資対象面では、第1に、国債の増加が顕著である。機関投資家の公社債保有残高における国債の比率は50年度末の4.3%から55年9月末には23.3%に上昇(5.4倍)したが、これはわが国の公社債現存総額に占める国債残高構成比の上昇振り(同26.2%→45.5%、1.7倍)を大きく上回り、機関投資家の債券ポートフォリオの変化が金融環境一般の変化よりはるかに急速に進んだといえる(第11表)。こうしたいわば積極的な国債選好(すなわち既発債市場での国債買入れ)は、主として、今次引締め期には6.1%債に象徴されるように国債の流通利回りをもっとも顕著に上昇したという利回り動機に基づくものとみられ、それだけに今後機関投資家の資金を国債市場に誘導するには、利回りの設定がもっとも重要なことを端的に示している。

業態別にみると、金融機関による国債の流動化が本格化して以来、ほぼ一貫して国債を大量に買入れてきたのは年金信託および共済組合である。また、投信についても、公社債買入れ額のうち国

(第10表)

局面別にみた機関投資家の公社債投資動向

(資産増加額に占める公社債投資の比率、%)

	機関投資家計	投資信託				
		生命保険	年金信託	共済連	共済組合	投資信託
48～49年度 (引締め期)	23.8	5.5	53.2	26.1	29.8	53.8
50～51年度 (緩和期前半)	27.3	10.4	39.8	46.6	29.8	56.1
52～53年度 (緩和期後半)	43.3	31.7	52.8	91.1	49.4	34.3
54～55年度 (引締め期)	45.2	19.7	78.8	54.9	51.0	363.2

- (注) 1. 生保、年金信託、共済連については、各々生保協会、信託協会、全国共済農業協同組合連合会調。投信は資金循環協定、共済組合は社会保障年鑑等より作成。
2. 54～55年度は、共済組合および機関投資家計については54年4月～55年9月の計数、生保、年金信託、共済連、投資信託については54年4月～56年3月の計数。

債のウェイトが52年度(35%)ごろから急速に上昇し、54年度には78%(55/上、96%)に達した。これに対して生保業界は55年度まで一貫して国債のネット売り手として行動してきた。ただ、その売り方には近年重要な変化が認められ、52年度ごろまでは、「国債は流動化しにくいので、証券会社から引合いがあれば相場に関わりなく売る」方針(注2)で臨んでいたものが、国債流通市場が拡大した53年度ごろ以降になると、後にもみるとおり、生保窓口に対する借入需要の強弱や、一般金利水準のなかでの国債金利(とくにクーポン・レート)の位置などを秤量しつつ売却額や銘柄を決める、いわばより経済合理性を備えた売り方に変化しているように見受けられる。

第2の特徴として、51年度から外債が投資対象として登場し、以後これが急増している。54年度の外債運用は、機関投資家の公社債投資総額に対

(第11表)

機関投資家の中・長期国債保有状況

(構成比、%)

	期末残高		期中増加額	
	A	B	A	B
49年度	0.8	22.2(9.1)	△ 2.1	28.0
50	4.3	26.2(15.9)	18.2	40.9
51	5.4	30.7(21.9)	11.0	48.8
52	8.9	35.6(28.4)	20.6	56.4
53	12.7	39.5(33.8)	27.2	58.6
54	19.9	43.3(37.5)	51.8	63.5
55年4～9月	23.3	45.5(39.4)	68.0	72.5
55年9月末/49年度末	29.1	倍 2.0(4.3)		

- (注) 1. 「資金循環勘定」等により作成。
 2. A=機関投資家保有公社債総残高(または増加額)に占める同保有中長期国債残高(または増加額)の割合
 B=公社債総残高(または増加額)に占める中長期国債残高(または増加額)の割合
 ()内は、民間(日本銀行、資金運用部等公的金融、および中央政府を除く)保有公社債総残高に占める同保有中長期国債残高の割合
 3. 公社債=中長期国債、地方債、公社・公団・公庫債、金融債、事業債

して10%になったが、これを最も活発に行った生保ではこれが3割近くにものぼった。54年度には外債の表面利回りが2けたに上昇し、国内債の利回りを上回る銘柄が多かったうえ、年度を通じて為替円安が進行したことから、為替益をもねらった外債運用が盛行し、逆に円高基調に転換した55年度には外債投資もやや減少した(生保の外債保有増、53、54年度各2.2千億円、55年度1.5千億円)。このように為替相場の予想をも踏まえながら国内債との間で自由な裁定を図る行動が機関投資家に定着しつつある点は、今後国内市場で公共債の円滑な消化を図っていくうえでも留意を要することであろう。

なお、第6表で国債および外債以外の債券取得状況を見ると、社債等(事業債、金融債、政保債、公社・公団債)や地方債が資産運用総額に対して50年度以降も引続き従来並みのシェアを維持している。これらの債券種類に対する選好は生保、共済連などでとくに強くみられる。例えば生保の場合、54年度中国債は売り超で、公社債取得はすべてそれ以外の債券であり、これは年金信託が地方債や社債等を処分して国債を大量取得したのとちょうど対極的なパターンである。これは、いわゆる「直利指向」や、有価証券の評価が現在に至るまで低価法のため、評価損の出ない非上場債(地方債、政保債等)を選好するといったポートフォリオ管理などによるものとみられる。

さて、以上のような資産運用パターンの変化に伴い、個々の市場における機関投資家の地位にも注目すべき変化が生じた。この点を各種金融資産残高に占める機関投資家保有の当該資産残高のシェアで測ってみると、国債の大量発行が始まった50年度から54年度にかけて、貸出についてはシェアが微増した(8.3%→8.9%)にとどまり、また公

(注2) 証取審基本問題委員会における生保代表委員の発言(証券政策研究会編「証券取引審議会基本問題委員会報告・資料I」による)。

社債(発行残高対比)についても全体としてはシェアが9.7%から10.7%へ小幅上昇した程度である。しかし、このうち中長期国債についてみると、機関投資家の保有シェアは55年9月末5.4%(50年度末1.6%)に達し、長期信用銀行(3.8%)や中小企業金融機関のトータル(相互銀行、信用金庫、信用組合、労働金庫等、計4.9%)を上回る保有水準となっている(第12表)。以上は残高(ストック)シェアであるが、さらにフロー・ベースでみると、国債市場における機関投資家の重要性が一層はつきりする。すなわち、長期国債の対市中発行額に対する機関投資家の保有純増額(新発債および既発債)を算出すると、50年度の4.6%から54年度については13.8%(55/上、15.8%)に大幅に上昇している(第13表)。ちなみに、54年度の純増額(1.3兆円)は同年度中の都銀による売却超額(3兆円程

度)の約4割に相当する規模であった。これがそのまま流通市場での売手ないし買手としての影響力を示すものとはいえないまでも、債券市場における機関投資家の役割増大は明らかである。

(第13表)

機関投資家の保有国債純増額の推移

(長期国債対市中発行額に占める割合、単位・%)

	(A) 長期国債 対市中発行額 (収入金 ベース)	(B) 機関投資家 保有国債 純増額	(B) (A)
50年度	44,405億円	2,030億円	4.6%
51	59,472	1,340	2.3
52	85,204	4,122	4.8
53	91,540	6,492	7.1
54	95,520	13,198	13.8
55年度上期	44,715	7,066	15.8

(注) 長期国債対市中発行額=10年物国債のシ引受額

(第12表)

主要業態別の中・長期国債保有状況

	55年 9月末	(保有) シェア	54年度末	(保有) シェア	シ引 シシェア	シ引 シシェア	50年度末	(保有) シェア	シ引 シシェア
	億円	%	億円	%	%	億円	%	%	
機関投資家計	34,630	(5.4)	27,564	(4.9)	< 4.1>	2,412	(1.6)	< 4.7>	
生命保険	5,362	(0.8)	5,885	(1.1)	< 4.1>	2,116	(1.4)	< 4.7>	
年金信託	9,234	(1.5)	6,217	(1.1)	—	14	(0.0)	—	
共済連	2,233	(0.4)	1,574	(0.3)	—	72	(0.0)	—	
共済組合	11,295	(1.8)	8,767	(1.6)	—	122	(0.1)	—	
投資信託	6,506	(1.0)	5,121	(0.9)	—	88	(0.0)	—	
都市銀行	67,150	(10.6)	72,126	(12.9)	< 37.5>	23,822	(15.5)	< 40.4>	
長期信用銀行	24,455	(3.8)	22,376	(4.0)	< 9.2>	5,395	(3.5)	< 9.7>	
地方銀行	51,818	(8.2)	45,658	(8.2)	< 15.9>	11,054	(7.2)	< 18.7>	
中小企業金融機関	31,413	(4.9)	25,335	(4.5)	< 8.4>	5,429	(2.5)	< 8.9>	
農林水産金融機関	44,256	(7.0)	32,210	(5.8)	< 4.0>	2,582	(1.7)	< 4.2>	
その他	381,975	(60.1)	334,032	(59.7)	< 20.9>	102,734	(67.0)	< 13.4>	
合計	635,697	(100.0)	559,301	(100.0)	< 100.0>	153,428	(100.0)	< 100.0>	

(注) 1. 「資金循環勘定」および各業態の協会調等より作成。

2. 中小企業金融機関=相互、信金、全信連、信組、全信組連、商中、労金、労金連
農林水産金融機関=農中、信農連、農協、信漁連、漁協

その他=政府、日本銀行、信託、損保、証券会社、事業法人、個人等

3. 「シ引受シェア」は、各業態の長期国債引受額および中期国債落札額の合計がそれぞれの総額(証券取扱分を含む)の合計に占めるシェア。

(米国機関投資家の資産運用)

なお、運用資産別にみた機関投資家のシェア(残高ベース)を、参考までに米国のケースと比較してみると、第14表のとおりである。これによれば、貸出に占めるウェイトは日米両国でほぼ同程度であるが(ただし米国ではモーゲッジ・ローンが中心)、米国の機関投資家は、公社債市場でのウェイトが高く、とくに社債市場で圧倒的な地歩を築いている(社債残高の7割を保有)のが目立つ。これは、生保が運用資産の約4割、年金基金が3割強を社債購入に充当している結果(注3)であるが、こうした社債選好は、①満期までの期間が長い(公募債の場合20年程度が中心の模様)、②国

債に比べ流動性では劣るが利回りは高い、などの点で、社債が生保、年金の投資ニーズに最も適していることによるものといわれる。

もっとも、米国の機関投資家(とくに生保)が購入する社債は主として私募債(private placements)である(注4)。私募債を発行するのは、公募債市場で資金調達できるだけの知名度や財務条件を備えていない小企業が多いといわれる。こうした企業の私募債が機関投資家に選好される理由としては、①米国では公募形式の社債は、抽選償還や期限前償還が発行主体のオプションでできるケースが多く、保有期間が事前には確定しないデメリットがあること、②公募債に比べ、流動性には欠けるが利回りが相当高いこと、③期間や償還条件等に引受側の意向を直接反映しうること、などが挙げられている。こうした特性からみて、私募債はいわば長期貸出の変形とも考えられるが、いずれにしても公募社債市場においては機関投資家の地位は第14表の数字の示すよりかなり割引く必要があるとみられる。

次に、国債(中長期)市場でも、米国機関投資家のシェアは79年(昭和54年)末で10.6%とわが国(54年度末4.9%)をかなり上回っている。ただ米国での同シェアが常にこの程度だったわけではなく、1970年代前半(70~74年平均5.8%)には現在のわが国の場合と大差ないレベルであった。70年代後半に機関投資家全体として国債保有シェアが高まったのは、ERISA(1974年従業員退職所得保障法)(注5)の制定に伴って年金基金が国債購入を

(第14表) 公社債、株式、貸出市場における
機関投資家のシェア(日米比較)

(単位・%)

	米 国 (54年末)	日 本	
		(54年 度末)	(55 年 9 月末)
公 社 債	24.0	10.7	10.6
うち中長期国債	10.6	4.9	5.4
社 債	70.4	14.9	14.6
株 式	20.4	12.5	12.4
貸 出	8.8*	8.9	9.2

* モーゲッジ市場におけるシェアは13.6%

(注) 1. 米国「Flow of Funds」、日本「資金循環勘定」等より作成。

2. 機関投資家の範囲は、
米国……生命保険、私的年金、州地方政府退職年金、投資信託
日本……生命保険、年金信託、共済連、投資信託、共済組合
3. 社債の範囲は、
米国……事業債、金融債
日本……事業債、金融債、政保債等

(注3) 米国の生保、年金基金の運用構成(残高ベース)

	—1979年末、単位・%						
	公社債(うち国債)	(地方債)	(社債)	株式	貸出(うちモーゲッジ・ローン)	その他	
生 保	45.9 (1.1)	(1.5)	(41.2)	9.5	36.5 (28.3)	8.1	
年金基金	48.8 (8.0)	(1.0)	(34.0)	43.3	3.1 (3.1)	4.8	

(注4) 社債発行のうち私募債のウェイトは32%程度(1970年代の平均)。H. E. Dougall, Capital Markets and Institutions等によれば私募債の大宗は生保が引受けているといわれる。

(注5) Employee's Retirement Income Security Act の略で、各種年金基金の信託財産の運用に関し、ブルーデント・マン・ルール(受託者は資産運用につき十分な能力を有し、かつ適切な注意を払いつつ慎重に職務を遂行しなければならないという原則)を明文化。ERISAの制定に伴い、年金基金の運用利回りが保有株価の暴落等によって一般市場利回りを著しく下回った場合には、損失補填を要求されるおそれも出てきたため、年金基金では一層のリスク分散を図る趣旨から国債を増やした。

急増させたことによるところが大きい。この間においても、最大の機関投資家である生保をみると、資産に占める国債残高の割合は70年2%、79年1%とネグリジブルな状態がつづいている。

3. 債券投資ビヘイビアとその影響

(1) 機関投資家別のビヘイビア

以上において、わが国機関投資家の資産運用パターンが、金融の繁閑に応じて変動しながらも、大きな流れとしては、マネーフロー構造の変化を反映する形で債券投資に傾斜してきたことをみた。ところで、機関投資家が保険、年金等の形で受入れる資金は、20年、30年にも及ぶ極めて長期の貯蓄性資金であり、しかもこれらは銀行預金に比べて年々安定した増勢をたどっているため、こうした負債サイドにみられる資金の特性を活かして、資産サイドにおいて長期・安定的な債券投資を行うことが可能である。そこで本節ではわが国

の機関投資家が実際に債券をどのように購入し、あるいは保有しているかをやや立入って検討してみよう。

まず、第15表によって、機関投資家別に既発債の売買状況をみると、投信が每期買越となるのは当然としても、年金信託および共済組合も金融の繁閑にさほど影響されることなく債券の大口買い手としてコンスタントに市場に登場し、購入額も年々累増している。

一方、生保(統計の制約上第15表では生・損保の売買額が一括されているが、大部分は生保の分とみなしうる)および共済連のビヘイビアはこれと異なり、生保は期によって売超と買超に大きく振れているし(注6)、共済連もここ数年間ネット買越の状態をつづけてはいるものの、買越額は金融情勢に応じて変動が激しい。生保や共済連の債券投資姿勢が消極化する時期は、すでにみたとおり(第7、10表参照)、基本的には貸出の回復・伸長

(第15表)

機関投資家の債券売(△)買越高(現先売買を除く)

(単位・億円)

	機関投資家						(参考)
	生・損保	年金信託	共済連	投資信託	共済組合	都銀	
51年度/上期	4,363	△ 863	875	752	1,519	2,080	△ 10,489
	6,040	△ 504	1,216	1,855	1,896	1,577	△ 9,406
52年度/上期	5,791	△ 118	1,464	1,395	1,751	1,299	△ 7,368
	8,714	162	1,942	3,255	2,027	1,328	△ 10,384
53年度/上期	10,427	1,106	1,580	1,880	3,575	2,286	△ 11,957
	11,560	225	2,114	3,076	3,365	2,780	△ 8,946
54年度/上期	13,613	997	2,355	1,912	4,867	3,481	△ 19,129
	8,493	14	3,167	2,818	1,646	1,526	△ 11,494
55年度/上期	9,672	△ 1,131	4,192	597	3,306	2,708	△ 24,835
	9,712	△ 1,829	4,377	1,795	2,288	3,081	△ 16,406

(注) 年金信託、共済連については、国債、地方債、社債(事業債、金融債、政保債等)、外債の期中保有増減。

他は日本証券業協会調、52年度下期以前は主要証券会社15社ベース、53年度上期以後55年度上期までは主要証券会社22社ベース、55年度下期は主要証券会社23社ベース。

(注6) 生保は国債、政保債等の新発債をかなりの額引受けているので、既発債市場で売越す時期であっても債券全体の保有残高が減少するわけではない(第2図参照)。しかし、わが国の実情からみれば、債券市況への影響という点では、新発債を含めた保有増減状況よりも既発債市場での売買態度の方が重要であろう。

が著しい局面であり、従ってこれら金融機関の既発債市場における売買に振れがみられるのは、引締め期における借入需要の盛上り度合や貸出選好姿勢が年金信託等よりも相対的に強いことの反映と考えられる。

次に、債券保有の仕方を測るひとつの尺度として、最近3年間について各投資家が保有している債券の回転率を計算してみると(第16表)、これが際立って高いのは投資信託である。投資信託の場合、決算時に分配すべき収益の対象に保有上場債の評価損益が含まれるが、これは当然のことながら金融情勢如何によってはかなりの変動を免れない。そこで予想分配率に見合った収益額に収めるべく非上場債中心に頻繁な売買を行って収益調整を行うこととなる。回転率が投信に次いで高いのは生・損保であり、その水準は平均的には都銀のそれを上回っている。前記のように生保の債券投資が金融情勢に応じて大きく変動していることと併せ考えると、生保の頻繁な債券売買は、緩和期には主としてなんらかの入替え操作を、また引締め期には主として貸出増をファイナンスするため

(第16表)

主要投資家別の債券保有回転率(注)

(単位・%)

	53年度	54年度	55年度
都 銀	2.03	3.23	5.11
地 銀	2.44	2.42	2.99
長 信・信 託	1.98	2.51	1.96
生・損 保	4.28	3.45	4.85
投 資 信 託	7.54	9.40	8.20
共 済 組 合	2.48	2.01	1.74

(注) 債券保有回転率は、都銀、地銀、長信・信託、生・損保および投資信託については、各月の債券売却額/前月末債券保有残高、共済組合については各月の債券売却額/前年度末債券保有残高を、それぞれ対象年度間について単純平均して算出。

の売却を反映しているといえよう。一方、長信・信託(年金信託のみの計数は入手できないが、長信・信託平均の回転率よりはかなり低いと推定される)および共済組合の回転率をもっとも低く(生・損保の回転率の約半)、かつ安定しており、年金信託および共済組合がいったん買入れた債券を比較的長期にわたり保有する傾向の強いことを示している。

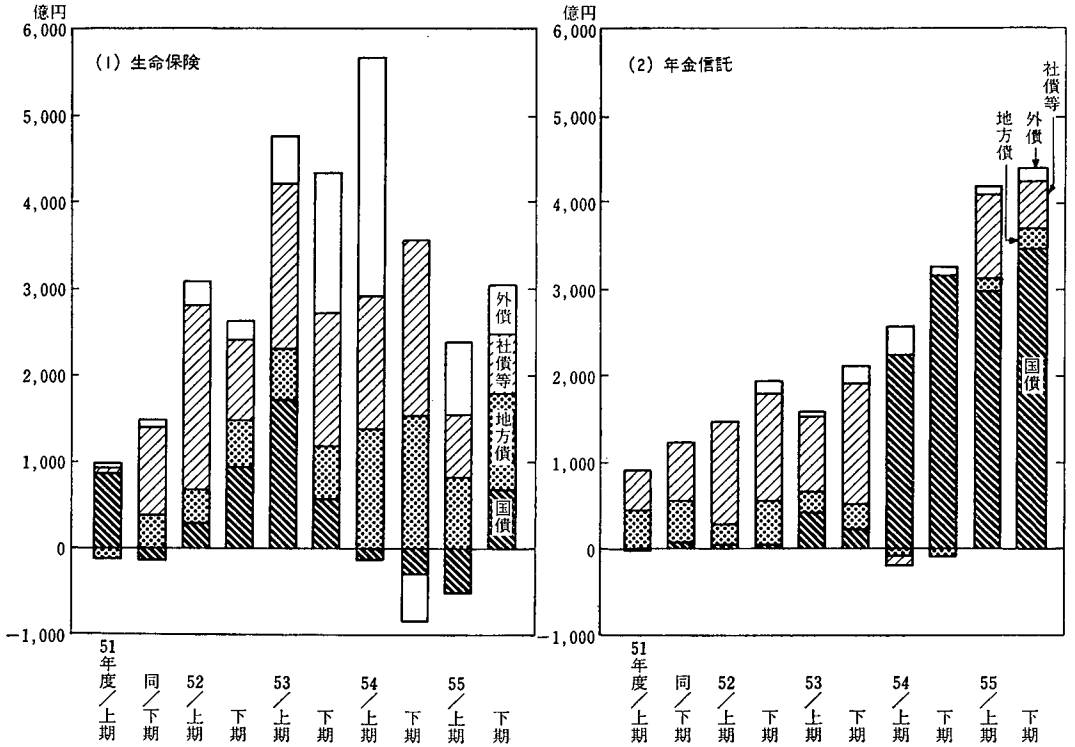
生保・共済連と年金信託・共済組合の間にみられる債券投資行動の差は、同時に債券ポートフォリオの選択内容にも差異を生み出している。すなわち、生保および年金信託の債券保有残高を債券の種類別にみると(第2図)、54~55年度において、生保の国内債券保有は国債が0.3千億円の純減(新発国債引受は兩年度で計7.4千億円)となった反面、地方債や社債等が大幅に増加した(この間外貨債投資も増加したのは前述したとおり)(注7)。これとは対照的に、兩年度中の年金信託の債券保有増は87%までが国債で占められていた。いうまでもなく、この期間における国債とその他債券の主たる相異は、①国債では低クーポン債のウェイトが高いこと(従っていわゆる直利が低い)、②上場債であるため低価法を採る投資家から忌避されたこと(生保は低価法、年金信託は原価法を採用している)、③それ故に市況下落幅がもっとも大きかったこと(最終利回りが高い)、などの点であった。

そこで、生保と年金信託の投資ビヘイビアの差をさらにはっきりさせるため、国債についてクーポン・レート別の保有状況を調べると、生保の「直利指向」、年金信託の「最終利回り指向」というパターンが明瞭に認められる(第3図)。すなわち、生保の国債ポートフォリオは、54年度中はク

(注7) このように生保には、非上場債(国内債では地方債、外国債ではカナダ債等)を嗜好する傾向がみられるが、これは非上場債は流動性、換金性の点では上場債に劣る(これらは生保が重きをおかない特性)ものの、通常表面金利は高いところから、生保のニーズに合致するためと考えられる。

〔第2図〕

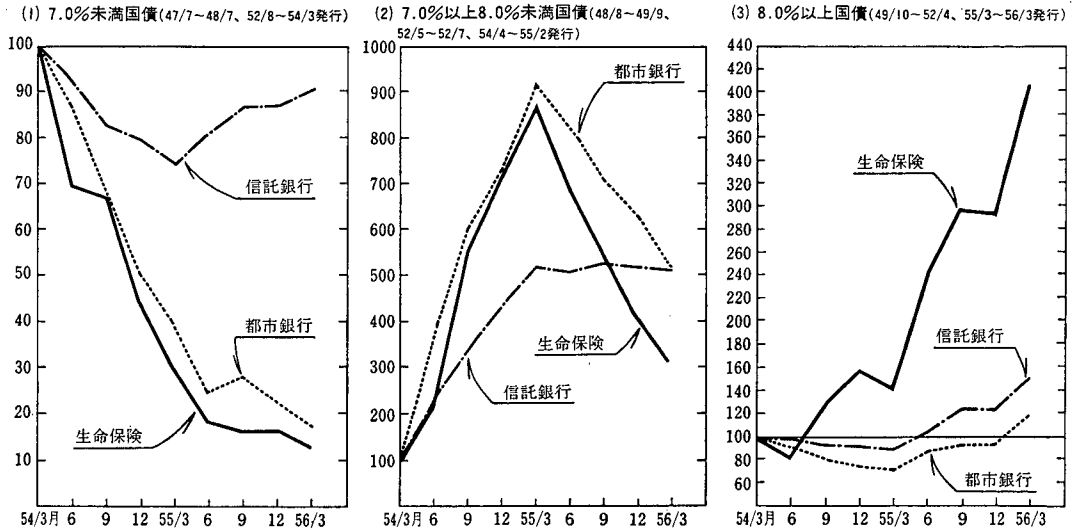
生命保険および年金信託の債券種類別増減額



- (注) 1. 生命保険協会、信託協会調。
- 2. 社債等＝事業債、金融債、政保債等
- 3. 「(1)生命保険」は生命保険のバランスシート上の債券保有額の増減から作成(第15表の計数とは異なる)。

〔第3図〕

クーポンレート別国債保有残高の推移(昭和54年3月=100とした指数)



ーボン・レート7%未満のものがほとんど7%台のものに入替わり、55年度にはこれがさらに8%台の銘柄にシフトした。

これに対して、信託銀行全体^(注8)としての国債内訳をみると、54年度中はやはりクーポン7.0%未満債が減少し7%台債が増加した。しかし、前者の減少度合は生保の場合よりはるかに小幅であった。また、これは銀行勘定(54年度まで低価格採用)における低クーポン債売却の動きを反映したものであったが、その一部は年金勘定が引取ったので、年金信託としては6.1%国債等の保有が増加していたとみられる。55年度になると、高クーポン新発債の引受を映じてクーポン8%台債の保有が増加したが、それと並んで7%未満の銘柄が市場で購入された点も生保と対照的である。

いうまでもなく、「直接利回り」(クーポン・レート÷取得価格)は、ある期間におけるクーポン収入だけから得られる利回りであり、これを基準とする債券投資は、原則として短期の期間損益を重視する傾向が強い。また、「最終利回り」 $\left(\frac{\text{クーポン・レート} + \text{償還益} / \text{残存期間}}{\text{取得価格}}\right)$ は、満期時の償還益を得てはじめて実現される利回りであるから、これを基準とした買い方は、原則として満期までの保有を前提とした長期投資と考えられる。従って、生保の「直利指向」は前述した既発債投資の不規則性や頻繁な玉の回転と整合的であり、年金信託の「最終利回り指向」は規則的な債券買入れおよび回転率の低さに通じているといえよう。

それではわが国機関投資家の債券投資ビヘイビアが近年における市場価格形成等に対しどのような影響を及ぼしてきたか、つづいてこの点を考察してみよう。

第1に、これまでも述べたように、機関投資家全体としては、都銀の国債売却が嵩んだ昭和54、55年にも一貫して大量の債券を購入してきた(第15表)。この点、農林系統金融機関や外人投資家等の買いが間歇的であったのとは異なり、それなりに市場機能の維持に寄与したと思われる。

第2に、個別的にみると、上記のような「生保型」と「年金信託型」のビヘイビアとでは債券(とくに長期国債)の最終利回り水準形成に異なった影響を与えてきたと考えられる。ごく一般的にあって、金融引締め期には企業の借入需要が増大し、短期金利は長期金利を上回って上昇するから、資産選択上貸出を優先させ、かつ「直利指向」の強い生保では低クーポン債中心に債券売却意欲を強めようし、逆に年金信託ではそのような時期こそ最終利回りの高い債券を購入しようとするだろう。従って、「生保型」の行動は、短期金融情勢の変化に応じた債券利回りの変化をもたらし、「年金信託型」の行動はこれを幾分均す方向に作用する可能性があると考えられる。

この点を回帰分析によって検証してみても(第17表)こうした推論を支持する計測結果が得られた。すなわち、①国債の流通利回り(月次)を金融情勢を代表する変数(手形レート)のほか、②「直利指向」を示すひとつの指標、および③生保ないし年金信託の資産シェア(市場における影響力の指標)によって「説明」してみると、生保の資産シェア上昇は国債利回りの上昇方向に、また年金信託の資産シェア上昇はそれを低下させる方向に作用したという結果が得られる。もっとも、この試算結果は、52~55年の期間中、生保ないし年金信託の行動が債券利回りに及ぼしてきた影響の「方向」を示唆するにとどまる。影響の程度、またよ

(注8) 年金勘定のみクーポン・レート別保有は不明。なお、信託銀行全体としての国債保有に占める年金勘定分の割合は54~55年度を通じて6割前後。

り重要な論点として、それらの行動の具体的にどの側面(直利と最終利回り指向の差、既発債投資の規則性の有無、あるいは市況下落時といった特定局面におけるビヘイビアの差など)が問題なのかといった点は、なお今後検討されるべき課題である。

(2) 生保の債券投資行動の背景

前節において、同じく長期、安定的な資金を取扱いながら、生保と年金信託では債券投資ビヘイビアがかなり異なっていることをみた。そこで、「生保型」の行動の背景を探ってみると、およそ次の3つの事情が考えられる。

第1は、貸出優先の運用方針の影響である。この結果、公社債投資を行うに当たっても、将来貸出機会が出現すればいつでも貸出に振替えるだけの弾力性保持が要請される。これは、具体的には、償還益を考慮した最終利回りを極大化する運用方法よりも各決算期ごとにそれなりの運用収益を表現しておく運用方法(期間損益の重視)、ひい

ては表面金利(クーポン・レート)の高い債券の選好を意味している。

こうした貸出優先姿勢の理由としては、次の諸点が挙げられる。

① 企業向け貸出は、株式保有とならんで、企業との長期的な関係を維持しつつ保険契約獲得を促進するうえで有効な手段のひとつとみられること。

② 生保の資金面の特質からいえば、信用度が同程度の資産であれば流動性よりも収益性をより重視する傾向があるが、最近10年間では貸出利回りが債券(直利)を上回る期間が長いという結果になっていること。なお生保は低価法により有価証券を評価しているが、この点も債券より貸出を選好するひとつの背景とみられる。

第2に総資産利回り(ハーディー方式^(注9))により算出される直利の一種)が生保の資産運用パフォーマンスを表わす指標とされていることである。保険契約獲得上重要なメルクマールとなる契

(第17表)

債券流通利回りに対する生保、年金信託等の投資行動の影響(回帰分析)

回帰式	説明変数 ()内 t 値			定数項	\bar{R}^2 <D.W.>
	手形レート	直利指向のダミー	資産シェア		
A	(0.154 2.537)	(1.234 2.939)	(- 0.852 0.723)	(7.096 6.185)	< 0.595 0.400)
B	(0.153 2.342)	(0.578 1.668)	(1.169 16.366)		< 0.541 0.292)
C	(0.134 2.152)	(1.451 4.059)	(0.208 17.413)		< 0.587 0.427)

(注) 1. 計測期間は52年1月から56年3月まで。
 2. 国債流通利回りは、最長期物の単利最終利回り(月末値)。
 3. 手形レートは、2ヵ月物(55年9月以前は2山越、月中平均)。
 4. 直利指向のダミーは、次のように1.0または0.0の値をとる。
 売却可能なシ団引受国債(そのうちの最長期物)の直利(クーポンレート+前期末における低価法を採用した場合の簿価相当価格)が手形レートを下回る場合は1.0、逆の場合は0.0。
 5. 資産シェアは、全国銀行、相互、信金、農中、信農連、共済連、生・損保、投信の資産合計に対する、それぞれ 回帰式A……年金信託
 " B……生保
 " C……都銀
 の資産の割合(%)。

(注9) ハーディー方式による当期の総資産利回り = $\frac{\text{当期の利息} \cdot \text{配当収入}}{\frac{1}{2}(\text{期初資産} + (\text{期末資産} - \text{当期の利息} \cdot \text{配当収入}))}$

約者に対する配当(各期の運用実績等をもとに保険者に還元されるもので、責任準備金^(注10)に対する比率として表わされることが多い)は、当局に事前に届出を行い、その承認を受けて期ごとに決定される(昭和24年大蔵省通達)が、その際、契約保険高などの業容指標のほか収益指標の代表的なものとして総資産利回りが勘案されている。従って、総資産利回りの変動が機械的に各期の配当率の変更に結びつく訳ではないが、例えばこれまで配当率が同一に揃えられてきた上位グループであっても、横並びパフォーマンスが余り悪化すると配当率の面で格差がついてしまう可能性も否定できない。そのため、最近では、上位グループを中心に、生保業界における国際化、自由化の進展を展望して総資産利回りの引上げすなわち直利の引上げに一層留意する傾向が強まっている。

このように、生保会社の債券運用方針は、貸出機会がある程度保証される経済環境の下で保険という商品を伸長させていくのに適合したものであったと解釈される。ただ、今後を展望すると、企業の借入需要は、大企業の旺盛な設備投資意欲を背景に底固く推移するとみられるものの、かつてのように大きく盛上る可能性には乏しいと考えら

れる。また、利回り比較という点でも、昭和52年度までは貸出(財務貸付)利回りが公社債利回り(直利—日本銀行調査統計局推計)を恒常的に上回っていたが、53~54年度には逆に公社債利回りが初めて有利化^(注11)した(金融引締めピークに当たった55年度には再び貸出利回りが上回った)。仮に、こうした貸出にとって不利な経済環境に先行き基本的な変化が生じにくいとみれば、生保の債券運用方針がどのように変化していくか注目される。

おわりに

わが国では、今後人口の老齢化が進むにつれて、年金制度等を拡充する要請が一層強まると予想されるが、これに伴い、機関投資家の資金量は引続き相対的に高目の伸びを続ける公算が強いとみられる。この間、財政面では着実に国債依存度が引下げられていくことが期待されるが、それでも、ここ当分の間はかなり多額の国債を発行していかざるをえないとみられる。これをいかにして民間部門の安定的な金融投資と結びつけていくかという面からも、機関投資家の資金を新発債市場を含めて国内債券市場に円滑に誘導していくこと

(注10)「責任準備金」とは、保険金の支払、契約解除の場合の返還保険料など将来起こりうる債務に対して保険者が積立てる引当金の一種。生保の場合、高齢化に伴って逓増する死亡率や満期保険金の給付に備えるため、加入年齢、保険期間等を勘案のうえ年々の保険料を平準化して徴収し、事前に資金を準備しておく方式が採られているが、本方式の採用により生保には保険業務の遂行に伴って「責任準備金」がほぼ自動的に蓄積される仕組みが内在化している。

なお、契約者への収益還元としては予定利率および実績配当がある。予定利率は、長期に及ぶ契約期間中に経済変動があっても確実に実現できるような比較的低い水準に設定され(以前は4%が大宗。最近のものは保険の種類、期間等で異なるが、おおむね5~6%)、現実の利率がそれを上回った場合には配当という形で保険者に還元される仕組みがとられている。55年度実績をみると、上位生保会社の配当は責任準備金の4%弱であった。

(注11)

生保の資産運用利回りの推移

	単位・%							
	48年度	49	50	51	52	53	54	55
財務貸付	8.55	9.23	9.83	9.67	8.88	7.92	8.09	9.02
公社債	6.25	6.84	7.93	8.26	8.44	8.32	9.04	8.65

なお、財務貸付利回りは大蔵省「銀行局金融年報」による。公社債利回りについては有価証券利回り(「銀行局金融年報」)および株式利回り(同省「財政金融統計月報」)をもとに日本銀行調査統計局において推計。

が引続き大きな政策課題である。

そうした機関投資家のニーズは、債券需給を形成する重要な要因として、市場実勢のなかに反映

されているわけであり、前記の課題への対策としてはこれを発行条件等に適確にとり入れていくことが基本であろう。