

# 年金基金が知っておきたい 金融機関の最新投資動向

## バーゼルⅢ実施後、大手銀行はリスクオンへ

### 銀行は国債への シフトが際立つ

まず「金融機関の投資行動は年金基金とどう違うのか」を問うと、菅野氏が示してくれたのは「邦銀（都市銀行のみ）、生保、年金基金の2007年と2012年のポートフォリオの変化」（図表1）であった。

2007年と12年を比べると、3投資主体とも「国債」（年金基金の場合は国内債券）の比率が増えているが、特に邦銀は「国債」を47.0%から70.7%へと大きく増やしている。一方、生保は「株式」を26.2%から11.4%へと大幅に縮小しているのが目立ち、年金基金が「国内株式」「外国株式」の比率を減らす傾向にあるのは、『オル・イン』読者はよくご存じのとおりだ。

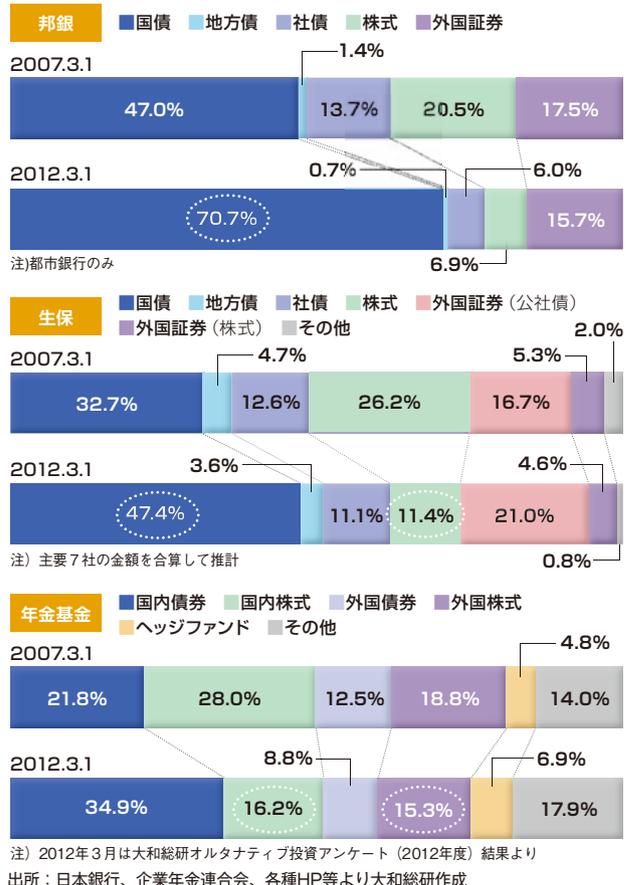
こうした各機関投資家の動向を見比べて注目されるのは、やはり銀行の国債シフトであろう。年金基金の場合は、この5年間、日本や米欧先進国の株式が低リターン化したにもかかわらず、リスクが大きすぎると判断して株式比率を下げた結果、国内債券の比率が上がった。それでも、オルタナティブを含めて多様な資産に分散する姿勢がうかがえる。

これに対し銀行は、全体の投資金額が大きい（「その他有価証券・時価あり」として公表されている残高だけで、メガバンクは数兆円～数十兆円）ため、他資産への投資が少ないとは言えないものの、比率的には国債へのシフトが際立っている。なぜか。

菅野氏は、「銀行の投資行動を理解するには、銀行が何を重視しているかを知ることが重要です」と指摘したうえで、その背景を次のように語っている。

「銀行にとっては業務純益、すなわち本業である融資から得られる利金の確保が最大の関心事です。同時に、不良債権比率と自己資本比率も常に気にかけています。」

図表1 邦銀、生保、年金基金のポートフォリオの変化



ひと口に「日本の機関投資家」と言っても、銀行、生損保、年金基金など、その業態はさまざまだ。企業年金基金から見ると、運用の委託先（信託銀行や生命保険会社、投資顧問会社）として馴染みの深い金融機関も少なくないが、大手銀行などが投資主体としてグローバル金融市場でどう行動しているかは、あまり知られていない。年金基金とすれば、資金規模や規制、投資目的、リスク許容度、投資期間などの違いはあるにせよ、市場に大きなインパクトをもたらす銀行や生損保等の投資動向は大いに気になるところ。そこで、国内金融機関の投資動向に詳しい大和総研・金融調査部の主任研究員、菅野泰夫氏に話を聞いた。



Yasuo Sugeno

大和総研 金融調査部 主任研究員

菅野 泰夫氏

したがって投資行動も、そうした配慮との関係で決まってくるわけです。国債へのシフトは、銀行が国際的な金融規制・監督強化の流れに対応した結果とみるができるでしょう」。

## 「バーゼルⅢ」の持つ意味とは？

銀行の投資行動を大きく性格づけている国際的な規制といえば、新聞にも頻繁に登場する「バーゼルⅢ」というキーワードが思い浮かぶ。日本を含めた主要国の金融当局が参加している「バーゼル銀行監督委員会」（スイスのバーゼルにある国際決済銀行に事務局を置く）が1988年以来、銀行の自己資本比率に関する規制（バーゼル規制）を策定しており、バーゼルⅢはその「最新版」である。

バーゼルⅢは、日本の銀行のうち国際業務に携わる銀行（国際基準行）については2013年3月から、海外に営業拠点を持たない国内業務のみの銀行（国内基準行）については2014年3月から実施されることになっている。国際的な規制とはいえ、金融庁がその規制に則って検査に入るため、日本の銀行にとっては必達条件となっている。バーゼルⅢでは、国際基準行で8%以上、国内基準行で4%以上の自己資本比率が求められ、その数字の計算方式は、自己資本の質と量に応じて細かく規定されている。とはいえ、こうした基準がどの程度厳しいのかは、部外者には今ひとつピンと来ないが、菅野氏は次のよう

に解説する。

「バーゼル規制は、言い換えればレバレッジ規制であり、銀行が預金という借入を持つことのできる限度を意味しています。また、国際基準行の自己資本比率8%はその逆数が12.5倍ですから、自己資本の12.5倍まで貸し出せる。同様に自己資本比率4%の国内基準行であれば、自己資本の25倍まで貸し出せる、ととらえることもできます。25倍というとかなり緩い規制のように見えるかもしれませんが、国内基準行の場合は1件当たりの融資金額が小さく、それが幅広く分散されている事情が勘案されています」。

自己資本比率の具体的な計算式は、分子が自己資本、分母が資産となっている（P26図表2）。計算式をヨコにして見れば、右側が自己資本、左側が資産となって、バランスシートを連想することができるだろう。そこで、「銀行にとって重要になるのは分子の中身の変更であり、資本政策をどうするかが経営上の重要課題になる」（菅野氏）わけだ。

## 当初懸念ほど厳しくはなかったが

バーゼルⅢは、リーマン・ショックに代表される一連の金融危機を踏まえての改定であり、銀行にとっては規制の達成条件が一層厳しくなるものと予想されていた。その中で、金融機関が特に気にしていたことがある。

菅野氏が金融機関を対象に2012年8～9月に実施した

図表2 パーゼルⅢによる自己資本比率の計算方法

(1) 国際基準行 (2012年2月7日発表)

- その他包括利益累計額は、当面その他Tier 1扱い
- 償還インセンティブのある資本はNG
- 新ダブルギアリング(対応控除アプローチ)は劣後債も控除対象

$$\text{国際基準行} = \frac{\text{普通株Tier 1 + その他Tier 1 + Tier 2} \pm \text{調整・控除項目(その他包括利益累計額等)}}{\text{信用リスクアセット(CVA, CCP含む)} + (\text{マーケットリスク} + \text{オペレーショナルリスク}) \times 12.5} \geq 8\%$$

出所：大和総研

(2) 国内基準行 (2012年12月12日発表)

- 2014年3月末から実施、原則経過措置が10年間(劣後債)、15年間(社債型優先株)
- 新基準ではTier 1、Tier 2、Tier 3資本の区分は廃止しコア資本の概念を導入
- 調整・控除項目は国際統一基準行の考え方に準じているが、その他包括利益累計額で参入するのは前払年金費用、為替調整勘定のみ
- 分母にはCVAリスク相当額(信用リスクアセット×12%)、マーケットリスク関連のエクスポージャーも参入(信金、信組、労金等は対象外)
- 劣後債はダブルギアリング対象控除外
- 内部格付手法採用行には+0.5%のコア資本の追加(2015年3月以降)

$$\text{国際基準行} = \frac{\text{普通株} + \text{内部留保} + \text{強制転換条項付優先株} + \text{優先出資(共同金融組織のみ)} \pm \text{調整・控除項目}}{\text{信用リスクアセット(CVA含む)} + \text{マーケットリスク} + \text{オペレーショナルリスク} \times 12.5} \geq 4\% \quad (4.5\%)$$

コア資本  
新設

出所：大和総研

調査(図表3)では、パーゼルⅢに対する懸念点として、「ダブルギアリング改定に伴う金融機関への投資」が72.8%と、圧倒的多数を占めていた。ダブルギアリングとは、金融機関同士の資本調達手段の意図的な保有のこと。以前から銀行同士の政策的持ち合いは全額控除することとなっていたが、新規制の中身によっては自己資本比率の分子から大きな数字を差し引かなければならず、規制の求める比率達成が困難になりかねなかった。

「2008年のリーマン・ショック直後、米大手保険会社AIGの経営危機が発生した際には、AIGを破綻させれば世界中の金融機関に危機が波及すると言われていました。そこで、ダブルギアリングの対象となる金融機関の範囲が拡大される方向が予想されたため、日本の銀行と保険会社の関係者は一様に影響を懸念していました。しかし昨年12月にパーゼルⅢの全容が判明してみると、当初想定されていたほど規制は厳しくなかったことで、少し安堵されているようです」と、菅野氏は語る。

しかし、懸念されたほどではないとしても、銀行の資本政策や資金運用にパーゼルⅢが及ぼす影響は決して小さくはない。対象となる金融機関は銀行にとどまらず、証券会社、保険、ノンバンクも含まれ、政策的持ち合い

の場合は分子からその全額を控除しなければならない。ノンバンクなどとの持ち合いが多い銀行には、大きな資本政策の見直しが迫られていると言える。

またファンド投資を含め、他の金融機関への出資額合計が10%を超えた場合にも、超過額の控除をしなければならない。TOPIXなど株式インデックスの採用銘柄には金融機関も多く含まれているが、銀行は今後、その種のインデックスファンドに投資しにくくなるだろう。このあたりが、パーゼルⅢの直接的影響とみられる。

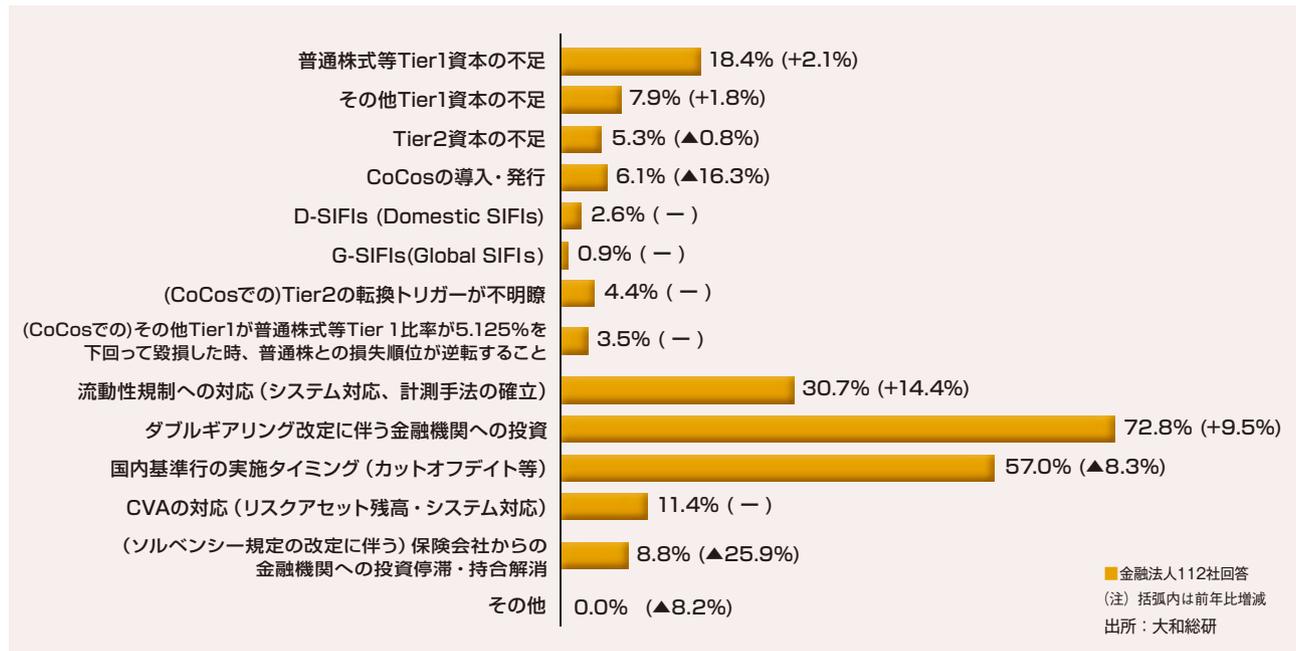
## 「分母」のリスク性 資産にも上限

だがそれ以前から、パーゼル規制は銀行の資金運用に大きな影響を及ぼしてきた。というのも、前述の自己資本規制の計算式の「分母」にリスクの高い資産が含まれていれば、そのリスクウェイトに基づいて分母の数値を算出する規定になっているためだ。例えばリスクウェイトが400%のリスク資産に投資する場合、投資額の4倍の金額が「分母」に計上されることになり、結果として自己資本比率が小さくなる。

近年、「リスクウェイトに見合った収益を上げられない投資は行うべきでない」という判断から、金融法人によるヘッジファンド投資などが敬遠されてきたのはそうした事情にもよる。事実、あるメガバンクの資金証券部関係者によれば、リスクキャピタルの運用には経営判断で月次ごとの枠が設定されているという。

こうした話を総合すると、機関投資家としての大手銀行の輪郭が見えてくる。平均的な企業年金基金に比べると、大手銀行は圧倒的に大きなリソースを保有している。運用担当の専門要員を多数抱え、自己ディーリングする

図表3 2013年から実施される、バーゼルⅢに関する懸念事項(複数回答可)



ため彼らが使えるシステムは充実しており、世界中の証券会社・運用会社に直接アクセスできる。そして、リターンも企業年金より高い。

一方で、投資できる資産やプロダクトという面でみると、年金基金の投資行動が母体企業の財務との兼ね合いや代議員会などの意思決定機関によって制約を受けているのと同様、大手銀行はバーゼル規制などで厳しい制約を受けている。

## 今後の金融機関の投資動向は？

では、為替の円安基調と株価の上昇で日本の金融市場のムードが改善している現在、金融機関の投資動向はどう変化しつつあるのか。それに関し菅野氏は、以下のような見方を示している。

「大手銀行（メガバンクや大手地方銀行）は、バーゼルⅢの中身がはっきりするまでは国債にシフトしてきましたが、今年4月以降は投資姿勢がリスクオンになると予想されます。株式は、ダブルギアリング回避のため、市場インデックスから金融セクターを除いたものが注目されています。メガバンクが投資するオルタナティブは

基本的に非国内系のアセットが中心で、ヘッジファンドであっても自行の投資目的に合うものを見つけた場合は大口で投資する傾向があります。また、大手銀行は国債を大量に保有しているとはいえ、中身は残存機関が4～5年のものまでに絞っており、超長期国債の保有には慎重になっています」

それ以外の金融機関（地方銀行・信用金庫・信用組合）においても同様にリスクオンの姿勢が出てくるだろうと、菅野氏はみている。「これらの金融機関は、基本的に円建てでの投資が中心で、国債はすでに目いっぱい保有していますから、他の資産に目を向けていくことになるでしょう。ただし、当局の検査等における説明責任の観点から、説明できない投資対象は回避する傾向があります」。

また生命保険会社については、ソルベンシーマージン（支払い余力）規制の改定版「ソルベンシーⅡ」の詳細が2013年度以降に固まることもあって、「当面はリスクオフの流れが継続する」（菅野氏）ものとみられる。

ともあれ金融機関の投資動向には、投資の制約条件となるさまざまな規制が大きく影響しており、今後もその流れに変化はないようだ。

AI