

生命保険会社における海外投融資について

佐々木 仁

1. 海外投融資の歴史と現状

(1) 外国有価証券投資

わが国の国際収支は、戦後長らく赤字傾向にあったが、昭和30年以降順次改善が進み、昭和43年度に至って、ついに黒字基調を定着させるに至った。このような情勢下において、昭和46年度12月外為法が改正され、生命保険会社（以下「生保」）にも外国有価証券投資の道が開かれることとなった。

これを受けて生保は同年度中に米国株式への投資を開始し、翌47年度には円貨建外国債券への投資も開始した。しかしながら外貨建外国債券への投資については、国際通貨不安、円切上げ、円の変動相場制への移行など通貨の動きをめぐる動きが激しかったこと、および円金利が米ドル金利よりも高かったこともあり、昭和52年度まで実施されなかった。

昭和52年度に入ると円・ドル金利の逆転が起り、高利回りの追求、すなわち外国債券（以下「外債」）投資が一層脚光を浴びることとなった。生保もこの年から外債投資を再開、外国有価証券投資残高は年度末約800億円、総資産占率が0.5%となった。（表1）この外債投資は、昭和53年度以降も金利格差に歩調を合わせつつ増加を続け、さらに金融緩和が進み円金利が低下してきたため一段とはずみがつき、この年増加資産の約8.6%、2,200億円を占める水準となった。（表2）

外国有価証券の拡大は、生保資産が順調に増加してきた反面、国内の貸付需要の低迷を背景に、①投資機会の確保、②リスク分散、③内外金利差の享受などを目的として臨んだ結果であった。とりわけ石油危機に続くインフレをいち早く克服しその後安定成長に移行、金利を低下せしめたわが国と、インフレ後の高金利に悩むアメリカとの金利差は、生保にとってたいへん魅力的な投資要

因であった。事実、日米金利差が拡大した昭和56年度から安定的かつ急激に外国有価証券投資が膨らんだことを見れば、これは明らかであろう。

なお、この時期外国株式（以下「外株」）投資は、当時の成長性から見て国内株式より魅力に乏しく、運用ノウハウも十分でなかったことから最適の投資対象と成り得なかった。

また、生保の外国有価証券投資の拡大は、規制緩和の流れとも深く関連している。すなわち、昭和46年7月の外国有価証券投資の自由化に始まり、55年の外国証券取得の届出制の廃止、61年の外国有価証券の保有枠10%から25%、さらに30%への引き上げなどが続いたが、これらが、前述の投資要因と相俟って生保の外国有価証券投資の拡大と深く関連することは、いうまでもないことである。

(2) 海外融資、海外不動産

日本からの外国向け円建シンジケートローン（以下「円ローン」）は、昭和46年度の米州開銀向けに始まったが、51年度までは一部の銀行が散発的に手がけていたに過ぎなかった。しかし、52年度以降、①借入側がリスク分散の観点から借入通貨の分散を図ってきたこと、②ドル金利の高騰に伴い相対的に低金利となった円の需要が高まったことなどにより、急速に円ローンへの動きが本格化した。

このような情勢のもと、生保業界は昭和52年12月にメキシコ石油公団に向けての円ローンに初めて参加することとなった。生保がこれ以降円ローンに積極的にとりくむことになったのは、融資先が国際機関や政府および政府機関であり信用リスクが少ないこと、長期貸付であるため生保資金の特性に合致すること、さらに円建で為替リスクがないことなどが、その大きな理由である。

昭和53年度から54年度にかけては、財産利用方法書が改定され、外国政府向けの貸付が従来の個別認可から包括認可に移行されたこともあって、各年の増加資産の7~9%が配分され、件数・残高が共に急増、54年度末に

は生保全体で4,400億円の残高、総資産の約2%を占めるに至った。(表1, 表2)

その後、円ローンは国際金融分野において自社の名を高めるということもあって、幹事獲得などをめぐって熾烈な競争が展開されたが、昭和54年に円安防止策として諸々の行政指導があり、昭和56年度まで微増にとどまった。

しかし、昭和57年から順次大幅な規制緩和が実施され、再び増加資産の4~7%が円ローンに向かうことになった。その後、世界的な証券化の流れの中で円ローンの需要は一時低下傾向にあったものの、さらなる規制緩和とリスク審査体制の強化などによって、新規の貸出案件が開拓され、昭和63年度末の円ローン残高は生保全体で約4兆2900億円となり、安定的な成長を示すに至った。

海外不動産投資については、各社とも昭和52年頃から投資の可能性について調査を開始し、56年頃から海外不動産投資分野に参画、種々のノウハウを得ることになった。その後生保は国内外の有力なパートナーとの共同投資を中心に残高が徐々に増加してきたが、最近では対外摩擦等の問題もあり慎重な投資スタンスをとる方向となっている。今後は、アセットミックスおよび海外不動産の収益性を配慮しつつ、生保のポートフォリオを構成する安定資産の1つとして、その残高を緩やかに積み上げていくものと思われる。

以上、外国有価証券投資は昭和56年度から拡大期を迎え、その後円安助長批判への配慮による一時的停滞があったものの、概ね拡大基調にあった。しかしながら、昭和60年9月には、いわゆるG5の声明=プラザ合意があり、これを契機に円は各国

年 度	52		53		54		55		56		57		58		59		60		61		62		63	
	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%
現預金・コロローン	33	2	40	2	53	2	66	3	72	2	111	3	178	5	316	7	640	12	766	12	940	12	1,093	11
国内証券	559	31	552	28	650	29	731	28	828	28	911	26	1,054	30	1,193	26	1,419	26	1,905	29	2,432	31	3,010	31
外国証券	8	0	30	2	52	2	67	3	141	5	217	6	306	9	403	9	467	9	747	11	967	12	1,340	14
貸付金	1,095	60	1,173	60	1,302	57	1,519	58	1,690	56	1,889	55	2,017	58	2,161	47	2,250	42	2,314	36	2,526	32	2,920	31
円ローン	0	0	17	1	44	2	49	2	60	2	78	2	99	3	145	3	187	3	249	4	330	4	429	4
不動産・その他	135	7	152	8	173	8	194	7	219	7	251	7	294	8	347	8	412	8	517	8	611	8	765	8
合 計	1,830	100	1,963	100	2,274	100	2,626	100	3,010	100	3,461	100	3,953	100	4,575	100	5,387	100	6,500	100	7,808	100	9,557	100

年 度	52		53		54		55		56		57		58		59		60		61		62		63	
	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%
現預金・コロローン	3	1	7	3	13	4	13	4	6	1	39	9	67	14	138	22	324	40	126	11	174	13	153	9
国内証券	153	56	119	46	98	31	81	23	97	25	88	19	142	29	139	22	227	28	486	44	527	40	577	33
外国証券	5	2	22	8	22	7	15	4	74	19	76	17	89	18	96	15	63	8	285	26	220	17	372	21
貸付金	97	36	78	30	130	42	217	62	171	45	199	44	128	26	144	23	88	11	65	6	212	16	394	23
円ローン	0	0	17	7	27	9	5	1	11	3	17	4	21	4	46	7	42	5	62	6	81	6	99	6
不動産・その他	13	5	16	6	21	7	21	6	25	7	33	7	43	9	53	9	66	8	105	9	94	7	154	9
合 計	271	100	259	100	311	100	351	100	384	100	452	100	491	100	621	100	813	100	1,113	100	1,308	100	1,749	100

主要通貨に対して急速に円高となり、生保はそれまでに得た金利差のかなりの部分を、為替差損として計上することになった。これ以降、為替リスクを持つ投資対象に慎重な運用姿勢で臨む一方、為替・金利の相場見通しによる機動的な投資を心がけることとなった。その後は、米ドル中心の外債投資から欧州通貨への分散を図る一方、長期的に見て総合利回りの高い外国株式へのシフトを図るなどの対応を行ないつつ、海外投融資および外貨建資産の対総資産占率を概ね一定に保ち現在に至っている。

2. 海外投融資の背景

前章で述べてきたように、生命保険会社における海外投融資はきわめて重要な意味を持つが、このように活発な海外投融資を行なうようになった背景について、3つのポイントから述べてみたい。

その第1としてはセキュリティゼーションの進行があげられる。わが国では企業の資金調達にさいし、伝統的に生保や銀行などの金融機関から借入れをするという間接金融が主体であった。しかし、セキュリティゼーションの進行とともに、債券や株式の発行により資金調達を行なう直接金融が主流を占めるようになってきた。

戦後の経済復興から高度成長期を経て、昭和40年代の中頃まで、生保は保険料という形で収納した長期性を有する資金を長期信用銀行や信託銀行などとともに民間企業を中心に長期貸付を行なうことにより、その旺盛な資金需要に応えながら、日本経済の発展を支えてきた。事実、生保の資産運用ポートフォリオは、昭和50年代の前半まで貸付は60~70%を占めており、貸付が運用の中心であった。

しかし、第2次オイルショック以降の不況による企業の資金需要の低迷により、貸付は減少し始め、その後の景気回復により設備投資のための資金需要が再びでてきたものの、セキュリティゼーションの進行により、資金の調達は資本市場から行なわれ、借入れ需要の増加には結びつかなかった。このため貸付の占率は急激に低下し、現在では対総資産占率で30%前後となっている。すなわち生保は国内の長期資金調達の構造的変化に対応するため、有価証券の比重を上げるとともに、海外投融資による資産運用を活発化したものである。

第2の理由は前述のとおり内外金利差である。米国におけるレーガノミックスの採用は、2桁金利に象徴される高金利水準をもたらし、生保などの機関投資家にきわめて魅力的な金利差を提供した。特に昭和50年代の中頃

に至って活発化した外債投資の主たる誘因となったものである。現在、内外金利差は縮小してきたものの、外債投資についてはこの考え方がベースになっている。

為替リスクをどこまでとるかということに関しては、為替リスク等を加味した後の円ベースでのトータルリターンが国内債券の利回りを上回ることが判断の基準となっており、外株については各年で該当するインデックス（外貨ベース）を上回るか、中長期で国内債券の円ベースリターンを上回ることを目標としている。

次に第3の理由、すなわちアセットミックスの考え方にもとづく国際分散投資の観点がある。過去生保は国内資産のみで分散投資を図ってきたが、ポートフォリオ全体の資産運用の効率性を高め、リスク分散をさらに押し進めるためには、ある程度海外資産を組み込んで国際分散投資を行なう方が有効であると考えられるようになった。

生保のポートフォリオの中で最大の占率を持ち、また価格リスクが最大であるのは日本株である。総じて日本株は長い間上向きのトレンドにあったが、最近になって急落しており、当面従来のような上昇は望めなくなっている。一方、為替はプラザ合意以降の円高トレンドが、日本株の急落と歩調を合わせるかのように円安トレンドに逆転しており、外貨建資産は円ベースで見たときかなり上昇している。事実、海外現地法人を通して行なっている外国有価証券投資（主に株式）は、1989年度12月決算において各社ともかなりの好成績を残したと推測される。

すなわち、外貨建資産を有することは、資産全体のリスクおよびイーロを安定させ、かつ運用効率を高めるという効果をもつ。したがって、アセットミックスさらには通貨ミックスという観点からの資金配分は、内外市場が相互に影響するグローバリゼーションの中において、きわめて合理的な考え方である。

海外投融資および国際分散投資をすすめるもう1つの理由として、大地震発生時に多額の保険金や給付金の支払いに即座に応えられるよう海外に資産を分散しておくということがある。すなわち、地震により国内資産の価値が暴落した場合でも、海外の資産はこれに影響されないだろうという予測と、円安が急激に進んだ場合、円ベースでの海外資産価値が高まるという観点からである。

3. 海外投融資に関する課題と今後の方向

海外投融資に関する最も大きな課題は、「外貨建資産の為替リスクをどうヘッジしていくか」ということに集約

される。現在このヘッジは為替市場における外貨の先物売り予約（フォワード）での対応が中心になっている。これは他のヘッジ手段に比較し、マーケットが圧倒的に大きく、機能的なヘッジに適しているからである。現在、先物（フューチャー）は、経済効果がフォワードと同じでありながら、会計処理等が複雑であることからあまり利用されていないが、今後は、オプションやスワップ等を含めて積極的に利用ノウハウを蓄積し、有効活用すべきと考える。特に、多通貨の為替ヘッジに関する理論的研究は遅れており、今後は国際分散投資の一環としての研究が望まれるところである。

また、インパクトローンは、ヘッジ手段として有効な手段の1つであるが、現在金額および用途に制限があり実質的にヘッジとして機能していないことが、海外資産維持の健全性を保つ上で障害になっている。

次の課題としては、「アセットアロケーションの中で外貨建資産の配分をどの程度にするか」ということをトータルリターンの観点から考えることである。現在その決定にさいし影響を与えらると思われる主たる要因は、①国内における投資機会、②リスクヘッジ手法の進展、③生保の資産規模の拡大等である。

国内で魅力的な投資機会が不足すれば、海外投資を増やさざるを得なくなる可能性が高いと考えられるし、ヘッジ手法が向上すれば、リスク管理の観点から外貨建資産保有に関する許容度が高まるからである。ただし、生保資産規模の拡大は、たとえ外貨建資産の占率を高めなくても、外貨建資産の絶対額の増加をもたらすことになり、ヘッジ残高が積み上がることになるので、マーケットへの影響を十分考慮する必要がある。

しかしながら、前述のように外貨建資産は、日本株の値下がりリスクをオフセットするという逆相関の関係にあり、資産全体のリスクを低減し収益を安定させる効果がある。つまり、外貨建資産の占率を下げるとその効果が薄れるという問題が生じてくる。

今後は、外貨建資産の拡大に対し慎重なスタンスを保ちつつ、より科学的・理論的な観点からアセットミックスの最適化をめざす必要がある。

外貨建資産占率が一定だったとしても、さらに「外貨建資産の中の配分をどうすべきか」という課題が残ろう。生保はかつて外債投資を急激に拡大したこともあり、債券と株式のバランスにおいて債券に偏っている感がある。すなわち、債券と株式の長期的リスクプレミアムの観点から判断すれば外株を増やすべきとの結論が導かれ

る。もちろん、ファンドマネージャーの不足、外株の増加による資産全体としての価格変動リスクの高まりなど単純に外株を増やすというわけにはいかないが、今後は、多通貨間の為替、各国・各地域における金利・価格の変動を考慮しつつ中長期的に安定したリターンが得られるよう外貨建資産のアセットアロケーションを資産全体同様考えていく必要がある。なお、当社は債券投資においてすでに内外一本の組織になっており、通貨ミックスについてはかなり弾力的な運用が行なわれている。

最後の課題として、「海外投融資における信用リスク対策」があげられよう。現在、信用リスクについては円ローンにおけるコーポレート市場への参入など積極的な展開が望まれるが、そのためには、信用リスクの管理体制を強化することが必要である。最近発生したドレクセルパーナムの倒産等企業の経営危機を考えれば、債券、株式、貸付等の名寄せをさらに充実させ、常時格付けや信用リスクのモニタリングができる体制を作ることが緊急の課題である。

4. 国際分散投資

海外投融資においては、いうまでもなく国際分散投資が最も重要な要素である。それにより、リスクを分散させ、安定した収益が期待できるからであり、分散がヘッジ機能を持つからである。

しかし、その効果を得るためには各国にある程度のボリュームで投資する必要があるが、現在の世界のマーケットは日本の生保の投資を受け入れるだけの規模と流動性を持っているとは言い難い。債券については、数年前までは、米国、カナダ中心だったものが次第に欧州にシフトしてきており、概ね世界のマーケットの構成割合に近い配分となってきているが、株式については、まだ十分に分散されている状況にはない。ただし、昨年度あたりから外株の増加資産配分を高める一方で、欧州およびアジア株投資に重点を置いており、徐々にバランスがとれていくものと考えられる。さらに、海外不動産投資についても北米から欧州または豪市場に目を移すことになると思われる。

このように生保の国際分散投資はかなり進展してきてはいるものの、今後も92年のEC統合、アジア諸国の資本市場の自由化などを睨みつつ、世界のマーケットの変化に合わせて進めていかねばならない。そのためには、各国における政治、相場情報等の収集や運用ノウハウの蓄積が必要であり、「人材配置の分散化」を進めることも

新時代のコンピュータ総合誌

Computer Today

7月号/発売中/定価930円

ハイパーメディア/CGアニメ最前線

ハイパーメディアとは何か	田中克己
データベースからみたハイパーメディア	宮地泰造
ハイパーメディアと文書処理機構	藤本純一
ユーザーインターフェースとハイパーメディア	
—— NeXT からのアプローチ	下條真司
グループウェアとハイパーメディア	石井 裕
ハイパーメディアと知的映像処理技術	
	森川博之・原島 博
Intelligent Pad	田中 譲
電脳机	本田克己
COSMOS	島 健一
CGアニメーションの最前線	稲藤正彦
「驚異の小宇宙・人体」の制作について	金子徳明

月刊誌

数理科学

7月号/発売中/定価960円

現代数学と数理物理

国際数学者会議によせて

20世紀の数学	M. F. Atiyah
伝統ある国際数学者会議	荒木不二洋
代数幾何学	浪川幸彦
Lusztigの仕事めぐって	堀田良之
Margulisの仕事めぐって	深谷賢治
数論研究の動向と展望	橋本喜一朗
Wittenの仕事めぐって	江口 徹
コンフォーマルフィールド	山田泰彦
エルゴード問題	高橋陽一郎
カイラル・ボツ・モデル	B. McCoy
物体による波の散乱	井川 満
非線形現象の数学的考察	三村昌泰

■最新刊

好評発売中

情報処理システム入門

浦 昭二・市川照久共編/A5/定価1751円

▶ 価格表示は、税込み価格となっています。

サイエンス社

東京都千代田区神田須田町2-4 安部徳ビル
☎03(256)1091 振替 東京7-2387

不可欠である。また各国における最有力または最優良企業との提携やこれらの企業に対する出資などはきわめて重要な戦略の1つとなろう。

しかしながら、現実的には人材、組織などをやみくもに分散すればよいのではなく、投資効率やリスク管理の観点から徐々に行なっていくことが肝要である。また、「国際分散投資」は、既成概念によって固定的にとらえるものでなく、昨年の日米構造協議や東欧情勢の変化など日米関係や世界情勢の動きに弾力的な対応ができる投資、運用体制を前提とした考え方が必要である。

以上、本稿において、本旨たる「国際分散投資」の部分についてやや舌足らずとなってしまったが、私個人としては短期的な執取りはともかく、「中長期ポートフォリオにおける国際分散投資のあり方はもう少し科学的に説明できる」、いいかえれば「数値により分散のあり方をある程度具体的、理論的に示せるはず」と考えている。できれば今後の研究課題としたい。

今後の特集テーマ

- 8月号 対話型OR
- 9月号 交通とOR
- 10月号 SD(仮題)
- 11月号 日本製造業の知恵(仮題)
- 12月号 戦略的ORと情報システム(仮題)