

2011年6月10日 全9頁

世界の年金基金の資産運用動向

資本市場調査部
金融調査課
森 祐司

金融危機後の株式市場の回復で良好な運用結果となっはいるが、積立比率はあまり改善していない。中長期的には株式から債券へ運用の中心がシフトも。

[要約]

- OECD 諸国の年金基金（私的年金）の総資産額は、長期的な経済成長と人口増加によって 2007 年に 18.7 兆ドルまで積み上がった。2008 年の経済金融危機によって総資産額は 3.5 兆ドル減少したが、2009 年は回復し、総資産額は 16.8 兆ドルとなった。
- 世界の年金基金の資産配分は、概ね債券投資を中心とする国が多い。各国年金基金の総資産額は危機以前の水準に戻りつつあるが、資産配分の動向を見ると、危機以前の運用方法とは異なる様相を見せ始めている。
- 日本をはじめ、先進国を中心とする OECD 加盟国では全般的に高齢化が進行中である。さらに、金融危機によって、年金基金がリスク回避的になってきていること、また規制変化や国際会計基準の変更などがあることから、米国の企業年金を中心に資産配分を株式から債券に移す動きが目立つようになってきている。

1. はじめに

2010年も2009年に引き続き良好なパフォーマンスだった

2011年3月19日付けのレポート（森[2011]）において、2009年には金融危機後に急速に回復した株式市場によって、世界の主要な年金基金の資産運用は高いパフォーマンスを示し、2010年も株式市場が好調に推移したために、年金基金の運用結果は概ね良好な結果だったことを報告した。

2008年の金融危機後の資産配分は危機前とは異なる

しかし、資産規模が危機前までの水準に戻りつつあるとはいっても、今後の年金基金の資産配分を中心とする運用動向を見ると、必ずしも以前と同じような運用方法に戻ってきているとは限らないことも、分かってきている。

本稿はOECDの年金基金の資産運用動向を報告する

OECDでは2002年から「OECD グローバル年金統計」（OECD Global Pension Statistics）と称したプロジェクトを開始し、国際的に比較可能な年金積立方式の私的年金制度の統計指標を提供している。そして定期的に「OECD私的年金アウトック」（OECD Private Pensions Outlook）や年金市場レポート（Pension

Markets in Focus)を発行し、世界の年金基金 (Pension funds)¹、すなわち国による公的年金制度以外の私的年金制度についての詳細な国際比較分析を行ってきた。本レポートでは、それらOECDによる年金基金のデータに依拠して、主に世界の年金基金の運用動向について概観する。

2. 近年の世界の年金基金の状況

(1) 年金基金の資産規模

世界の年金基金の資産額は2009年で16.8兆ドル

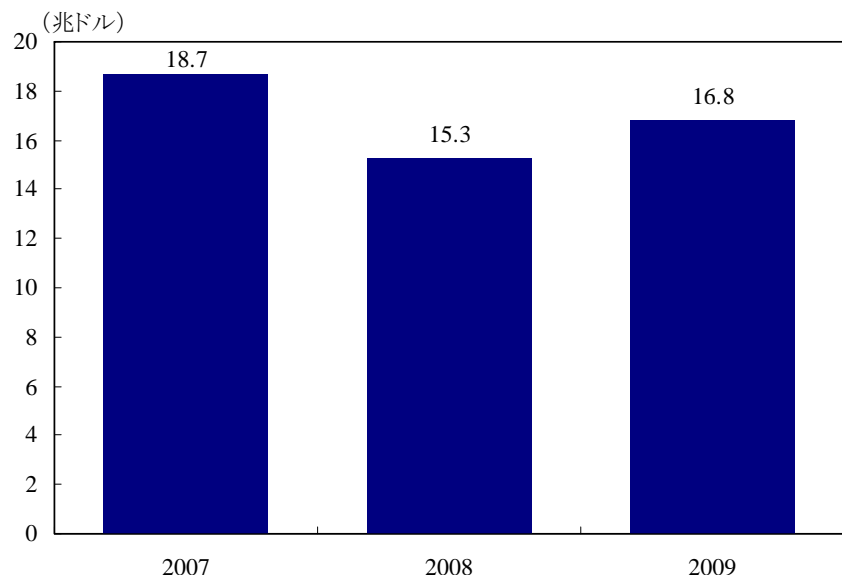
金融危機後の回復で総資産額も回復傾向にある

まずは、世界の年金基金の資産規模から振り返ろう (図表 1 参照)。2009 年の世界の年金基金は 2009 年 3 月頃を底にした世界的な株式市場の回復によって、前年から 1.5 兆ドルほど積み上げることができ、2009 年末時には 16.8 兆ドルとなった。これは 2008 年に失った 3.5 兆ドルのうち、約 43%を取り戻したことになる。

2010 年の世界の年金基金のデータはまだ明らかではないが、森[2011]で世界の主要な年金基金の運用結果を見ると、2009 年ほどのパフォーマンスではないものの概ね良好であったことから、世界の年金基金の資産規模も 2010 年にはさらに拡大しているのではないかと予想される。

次に、OECD 諸国における国別の年金基金の資産規模を見てみよう。図表 2 から分かるとおり、世界の年金基金の中で圧倒的なウェイトを占めているのは米国で

図表 1 OECD 諸国の年金基金の総資産額の推移

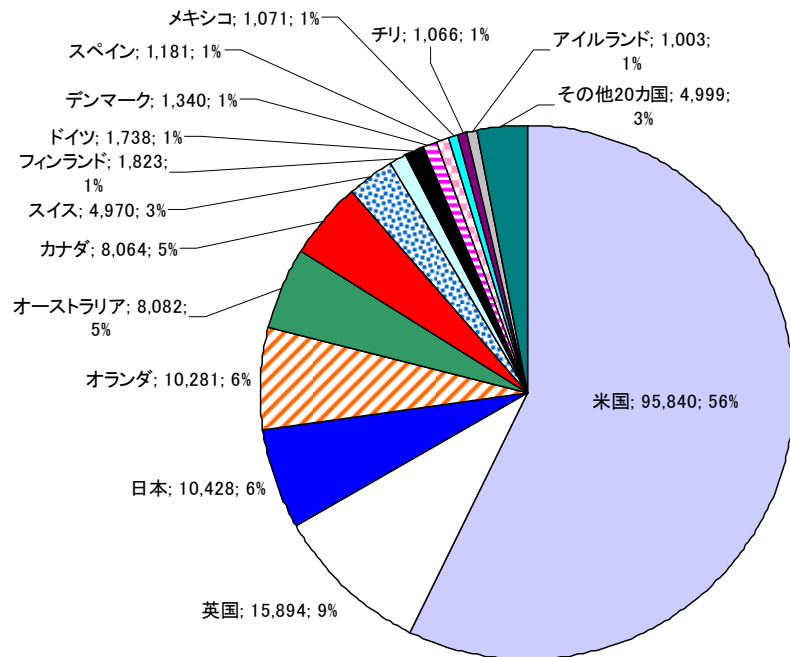


(注) 各年の OECD34 カ国の年金基金の資産運用額の合計値を示す。

(出所) OECD "Pension Markets in Focus July 2010-Issue7" より大和総研資本市場調査部作成

¹ 国によって年金制度が異なるために、国際的な集計を行う際には制度の定義を明確にしておくことが重要である。OECD は OECD[2005]で年金基金の定義を明確にしている。本レポートで用いる年金基金 (Pension Fund) の定義は、いわゆる私的年金プラン (Private Pension Plans) で、政府が運営する社会保障のための準備金 (Public Pension Reserve Fund) 以外の年金制度である。「私的年金プラン」には一般的な企業年金のほか、公務員のための年金基金も含む。また制度方式として、確定拠出型 (Defined Contribution; DC プラン) と確定給付型 (Defined Benefit; DB プラン) があるが、ここでいう「私的年金プラン」は DC・DB プラン両方を含むものである。

図表 2 OECD 諸国の年金基金の総資産額の国別構成



(注) 2009年時点。OECD34カ国の年金基金の総資産額の合計値を示す。単位は億ドル。

(出所) OECD "Pension Markets in Focus July 2010-Issue7" より大和総研資本市場調査部作成

米国の年金基金が最大で全体の56%を占める

ある。米国の年金基金の総資産額は9兆5840億ドルでOECD加盟34カ国全体の約56%を占めている。米国は正に年金資産大国だと言ってよだろう。次いで英国が1兆5894億ドル(約9%)で、日本は第3位の1兆428億ドル(約6%)となっている。年金基金の資産規模は、社会保障制度における私的な年金制度の位置づけ、年金制度発足からの経過年数、人口の規模や経済成長率など社会・経済的要因に影響されると見られる。たとえば、図表2では経済大国のドイツの年金基金の総資産額はオランダやスイスのそれよりも小さいことがわかる。これはドイツの企業年金においては、内部留保型の準備金・引当金方式(Book reserve)が最も普及しているために、企業外部の運営主体としての年金基金の総資産規模が小さくなっているためだと見られる。

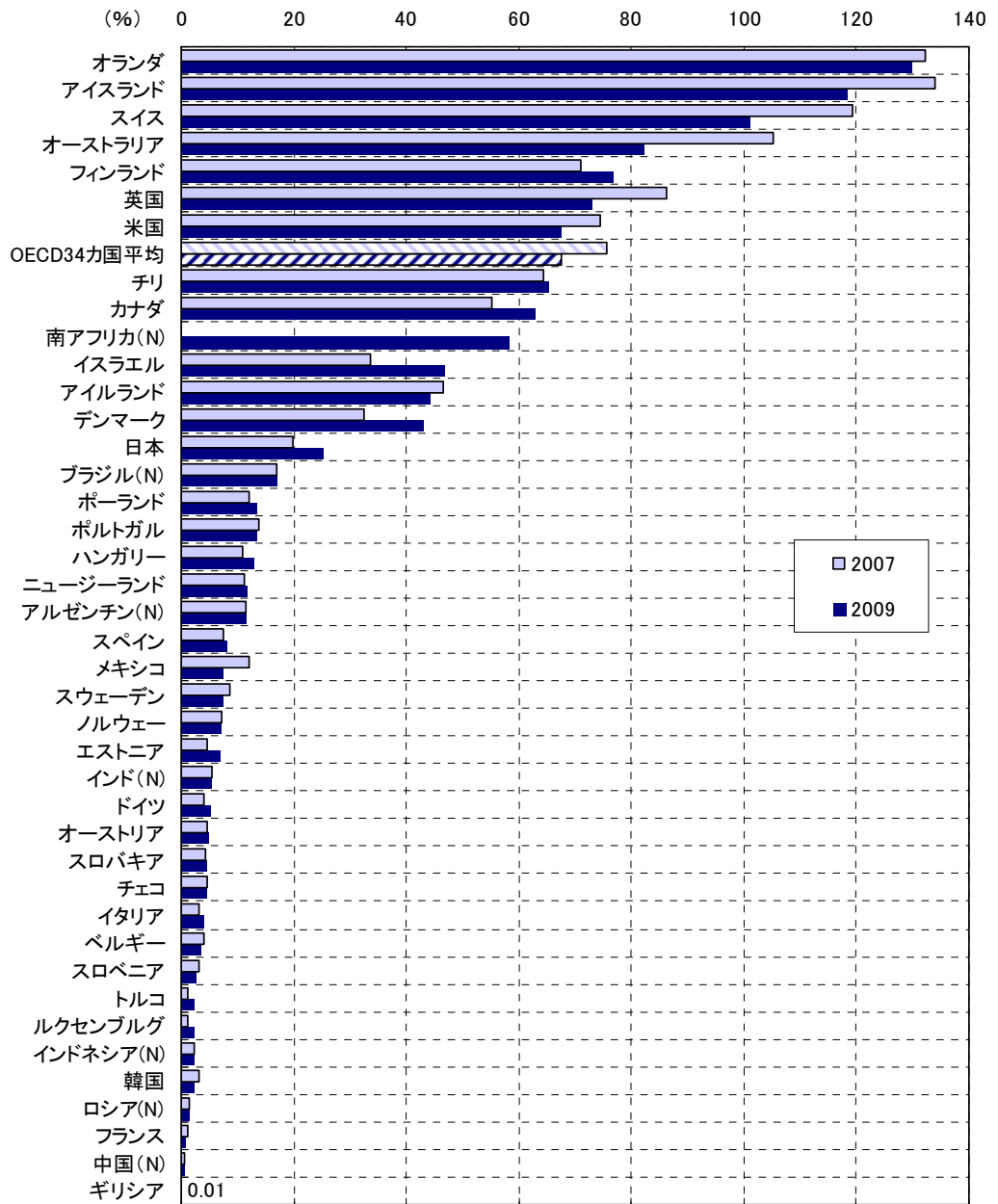
各国の年金基金の資産規模を対GDP比で見ると、オランダ、アイスランド、スイスが大きい

図表3は各国の年金基金の資産規模を各国のGDPに対する比率で示している。OECD34カ国および非OECD国(図表中(N)を付した国)の内、この比率が2009年時点において100%を超えたのはオランダ(129.8%)、アイスランド(118.3%)、スイス(101.2%)の3カ国であった。2007年時点ではオーストラリアも100%を超えていたが、2009年は82.3%となっている。英国(73.0%)、米国(67.6%)までがOECD平均(67.6%、加重平均)を超えている。これらの国においては長期にわたり制度が維持され、また英国と米国を除いて強制的・準強制的(mandatory or quasi-mandatory)加入の年金基金制度であることが特徴となっている。

年金基金の資産規模がGDP対比で20%以上の国は、成熟した年金基金を持つ国である

一方、GDP対比20%以上の国は日本までの14カ国であり、2007年の11カ国から増加した。OECDではこれらの国を「成熟した」年金基金を持つ国であるとしている。20%以下では、ハンガリー、メキシコ、ポーランド、スロバキア、オーストラリア、ハンガリーといった国では、年金基金制度を1990年代後半から2000年代初頭にかけて導入した国であり、年金基金の資産成長が開始したばかりの国で

図表3 各国の年金基金の総資産額の対 GDP 比率



(注) 非 OECD 諸国は国名に (N) を付している。平均値は OECD34 カ国の平均値を示す。

(出所) OECD "Pension Markets in Focus July 2010-Issue7" ほかより大和総研資本市場調査部作成

ドイツは年金基金よりも企業内の準備金が主な制度であるため、GDP対比での資産額は低い

中国は年金基金の歴史が浅く、まだ GDP 対比での資産額は低水準である

ある。一方、フランス、ドイツ、ニュージーランド、スウェーデン、トルコといった国は、年金基金を、私的な年金制度における主軸として位置づけていない国である。たとえば先述のドイツでは企業内の準備金が主な制度であるため、年金基金としては、資産額は低く 4.1%程度となっている。

中国の年金基金は対 GDP 比 0.6%とかなり小さい。中国の年金基金制度は、2004年に法令が出て開始され、まだ歴史が浅いため相対的規模が小さいままとっている。企業と本人の両者による拠出が義務付けられており、資産残高の 30%までは株式への投資が認められているという(有森[2005])。まだ制度の普及は途上であるが、中国も高齢化は急速に進むことやインフレ進行中の中国では、年金積立金の実質的減額となる可能性も少なくないことなど課題も多いと見られる。

(2) 年金基金の運用リターン

年金基金の2008年の運用リターン(単純平均)は▲10.8%であったが、2009年は11.3%と回復した

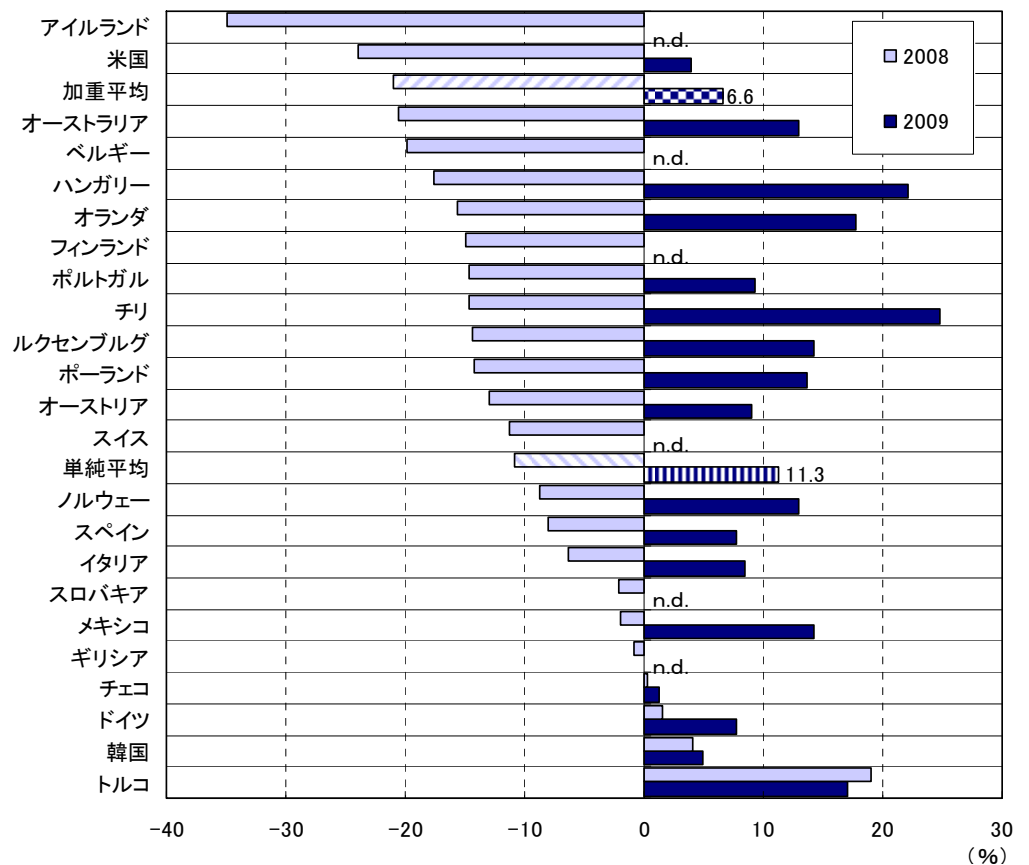
図表4で世界の年金基金の運用リターンを見てみよう。2008年は加重平均▲20.9%、単純平均▲10.8%と、金融危機の影響から、大きく資産額を減少させることになっている。特に米国(▲24.0%)やアイルランド(▲35.0%)といった国でのマイナス幅が大きい。図表中23カ国のうち、13カ国で単純平均を下回り、プラスのリターンとなったのは4カ国しかなかった。

一方、2009年の回復は著しく、加重平均で6.6%、単純平均で11.3%のリターンとなった。図表からも分かるようにほとんどの国で10~15%のリターンとなっている。2009年で高いリターンを記録したのはチリ(24.8%)、ハンガリー(22.1%)、オランダ(17.8%)、トルコ(17.1%)といった国々で、逆に低いリターンとなったのはチェコ(1.3%)、米国(4.0%)、韓国(5.0%)であった。年金資産規模が最大の米国の2009年のリターンがあまり高くなかったことから、加重平均リターンは低いものとなっている。

株式市場の好調さがリターン回復に大きく寄与した

このように、2009年の回復状況は明らかではあるが、図表1でも見たように全般的には、2007年末の年金積立水準まで回復するには至らなかったようである。しかし個別に見ると、チリ、ハンガリー、アイスランド、ニュージーランド、ノルウェー、ポーランドといった国は2007年水準を回復したという。

図表4 各国年金基金の名目リターン



(注) 米国はIRAの推計値を含む。2009年のデータは2009年の1~6月期の結果である。

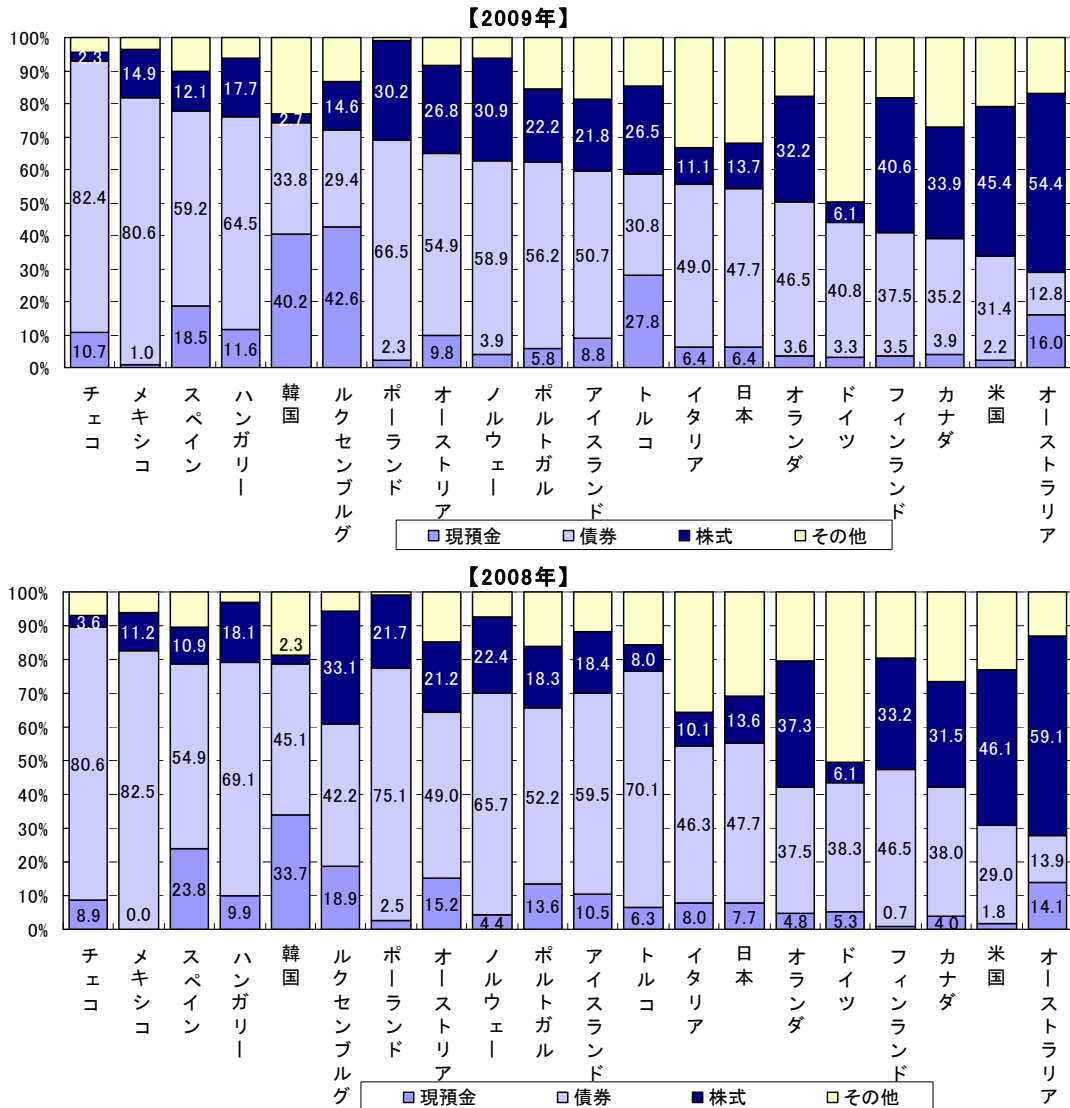
(出所) OECD "Pension Markets in Focus July 2010-Issue7" ほかより大和総研資本市場調査部作成

(3) 年金基金の資産配分

OECD の調査では各国の年金基金の資産配分に関して、最も重要な資産クラスとして株式と債券、現預金、それ以外の「その他資産」に分類して集計している。尚、「その他資産」は、預金・現金、不動産や生命保険契約のほか、ヘッジファンドやプライベート・エクイティ、商品投資などオルタナティブ投資なども含まれる。

図表 5 で OECD の代表的な 20 カ国の 2008 年および 2009 年の各国年金基金の資産配分状況を見てみよう。当然ながら、国によってその内容構成は大きく異なる。これは投資規制や投資に対する習熟度などを反映していると見られるが、ほとんどの国で株式と債券が年金基金の資産配分の主要部分、すなわち中心的な投資商品であることは確認できる。また、ほとんどの国で株式よりも債券の比率が大きいことも観察される。2009 年では株式の方が大きい国は、米国、オーストラリア、

図表 5 各国の年金基金の資産配分



(注) 各国は左から 2009 年の債券・現預金の資産配分比率が高い順としている。

(出所) OECD " Pension Markets in Focus July 2010-Issue7 "ほかより大和総研資本市場調査部作成。

株式投資比率が債券よりも大きいのは米国、オーストラリア、フィンランドのみ

その他資産では不動産投資を利用する国が多い

フィンランドのみである。ただし、カナダは債券と株式はほぼ同じ比率であり、図表にはないが英国やアイルランドも株式が上回っているという (OECD[2009a])。図表 5 における株式の平均構成比率は、2009 年 23.0%で、2008 年の 21.3%よりも増加している。これは 2009 年に株式市場が好調だったことによって、年金基金資産における株式価値の増価が大きく寄与したと見られる。

「その他資産」に含まれるオルタナティブ投資については、いずれの国もあまり大きな投資比率ではないようである。しかし、不動産投資はその例外であり、年金基金の資産運用の中で、主要な位置づけとなっている国は少なくないようである。たとえばポルトガルやフィンランド、カナダやオーストラリアは年金基金の資産の 5-10%を占めているという (OECD[2010])。また、オルタナティブ投資はまだ少ないながらも、ヘッジファンドに投資し始める国が 2010 年に増えてきていることも示唆され、今後世界の年金基金がヘッジファンドの買い手として目立つようになってくるのではないかと指摘されている (OECD[2010])。

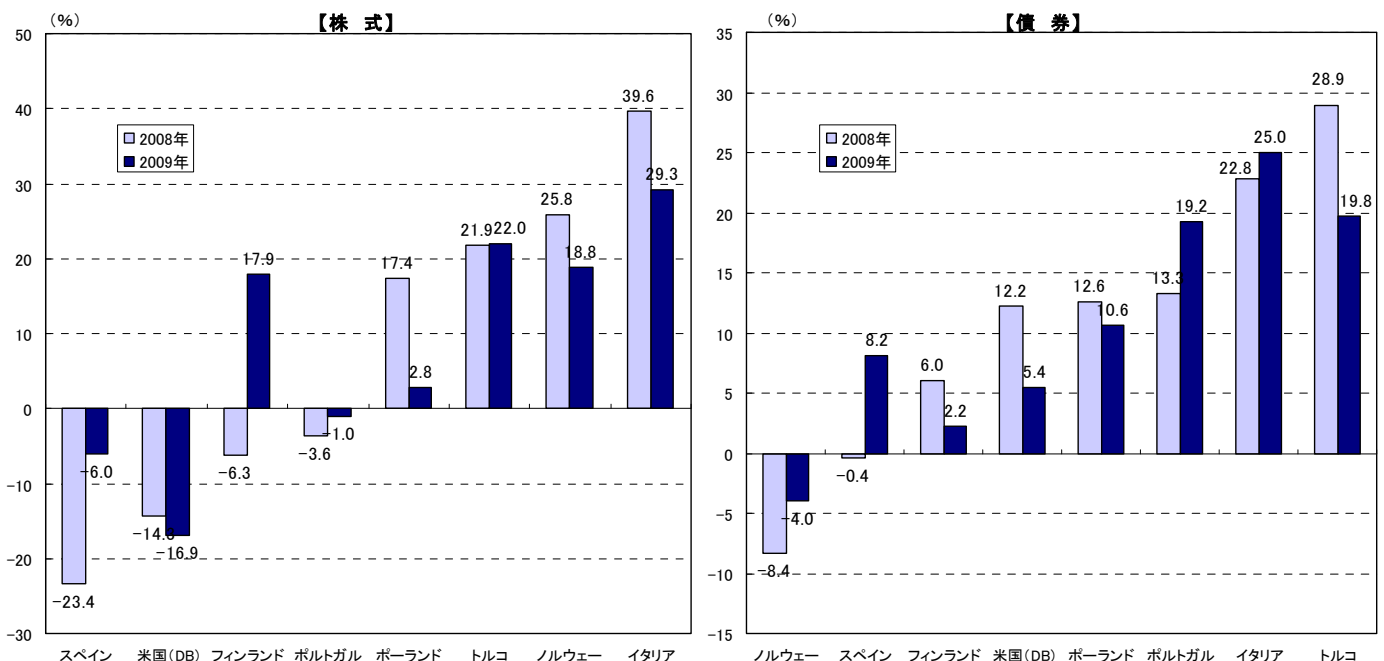
(4) 年金基金の株式・債券の売買動向

2008・09年でイタリア、ノルウェーなどは株式をネットで購入した

次に、年金基金の資産配分動向に関し、代表的な国における年金基金の株式・債券の売買動向を見てみよう。図表 6 (左) は、年金基金の株式売買動向を示す。2008 年と 2009 年の両年で、イタリア、ノルウェー、トルコ、ポーランドは、ネットの株式買付主体であったことが分かる。たとえば、イタリアは年金基金への新規の拠出金が多く、株式市場のパフォーマンスが良好なことでリバランスによる売却を上回ったことがネットの買付が大きくなった要因だという。

他方、金融危機後における株式市場回復期においても、株式の売却を続ける国

図表 6 代表的な国での年金基金の株式・債券のネットの買付 (+)・売却 (-)



(注) 期初資産額に対するネットの買付額 (+)・売却額 (-) の比率を示す。米国は確定給付型年金 (DB プラン) のみの集計を示す。(出所) OECD " Pension Markets in Focus July 2010-Issue7 "ほかより大和総研資本市場調査部作成。

米国の確定給付型年金は金融危機後に株式をネットで売却、債券をネットで買付している

も存在する。ポルトガル、スペイン、米国の確定給付型年金（米国（DB））は株式のネットの売却主体となっている。また図表にはないがアイルランドや英国でも同様の動きがあるという（OECD[2010a]）。図表 6（右）は債券の売買動向を示す。2009 年はノルウェーを除く 7 カ国で債券をネットで買付となっていることが分かる。トルコ、イタリア、ポーランドは、株式・債券の両方でネットの買付となっており、年金基金への資金拠出が多く、総資産額がまだ拡大していることが背景にある。米国の確定給付型年金は株式を売却する一方、債券を買付ける動きが 2008、2009 年の両方で明らかであり、リスク削減ようになってきていることが窺われる。逆にノルウェーは債券をネットで売却する一方、株式はネットで買付となっており、米国とは逆の動向を示しており、興味深い。

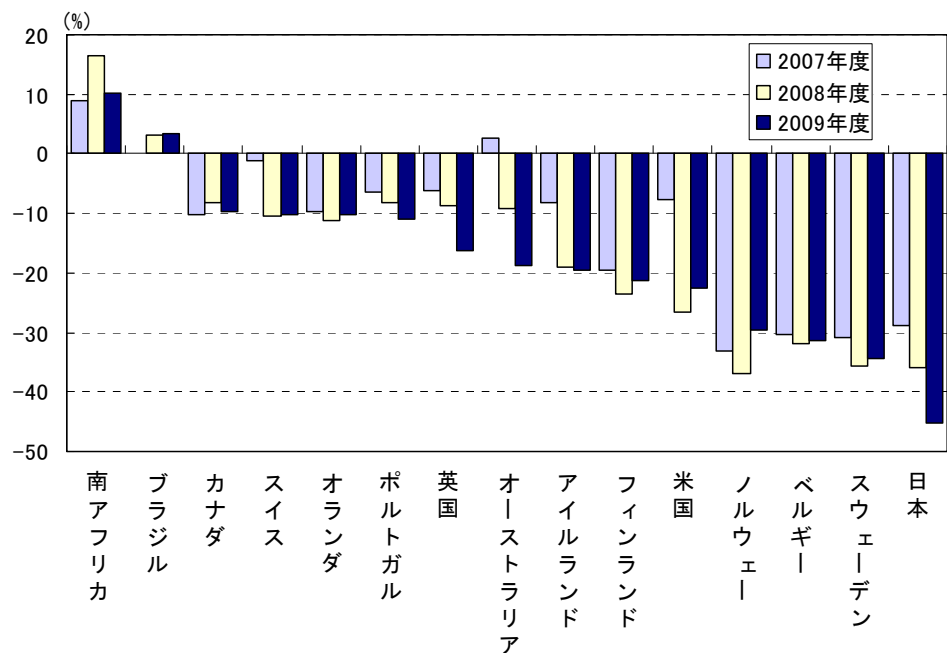
このような年金基金の株式・債券の売買動向は、実は年金基金の負債サイドの要因も実は無視できない。その点について次節で検討しよう。

(5) 企業年金の積立余剰（不足）比率の動向

OECD諸国の企業年金は積立不足が多い。危機後のパフォーマンス好転後でも状況に大きな変化はない

OECD が集計対象とする年金基金の資産は、確定給付型年金（DB プラン）と確定拠出型年金（DC プラン）を合わせたものであるが、確定給付型年金は OECD 全体で総資産の 60%強を占めている。図表 7 はそれら確定給付型年金のうち、主要国における確定給付型企業年金の積立余剰（不足）比率、すなわち、必要年金負債額に対する積立余剰（正值）・不足（負値）の比率を示したものである。世界の確定給付型企業年金の総資産は 2008 年の経済金融危機によって減少した。年金負債算出のための社債利回りは上昇したために必要年金負債額も減少したが、結局、ほとんどの OECD 諸国で積立余剰比率はマイナス、すなわち積立不足となってしまう

図表 7 各国上場企業 2100 社の年金不足（余剰）の必要年金負債額に対する比率



(注) 多国籍企業は母体企業 (headquartered companies) が本拠を置く国で集計している。比率が正は余剰を示す。

(出所) OECD " Pension Markets in Focus July 2010-Issue7 "ほかより大和総研資本市場調査部作成

っている。

積立比率が最も悪化しているのは日本で、45.2%の積立不足となっている

また、2007年度から南アフリカとブラジル以外の13カ国で積立不足となり、そのまま2009年度まで続いていることも分かる。2009年度は株式市場をはじめ、良好なパフォーマンスであったために、株式資産を中心に資産価格が上昇し、総資産額の増加に貢献した。その結果、積立余剰比率も好転し、図表7の15カ国のうち、8カ国で2008年度の積立余剰比率は改善する方向に変化している。しかし、依然13カ国において積立余剰比率はマイナスで積立不足となっている。特に、日本は45.2%の積立不足となっており、OECD諸国の中でも最低水準となっている。2007年のこれら15カ国の積立不足の中央値は13%で、以後2008年23%、2009年26%と悪化してきている。これは2009年に世界的に運用環境が好転したにも関わらず、悪化は続いていたことを示している。

3. おわりに

世界の年金基金の運用は債券運用が中心になってきている

以上、世界の年金基金の資産運用の動向についてOECD加盟国を中心に見てきた。2009年は金融危機後の回復から高いパフォーマンスとなり、2010年も引き続き良好な運用環境にあったが、確定給付型年金の積立比率はOECDの多くの国で大きく改善してはいなかった。その結果、確定給付型年金の運用に対するスタンスが変化してきていると見られた。すなわち、これまでも世界の年金基金の資産運用の中心は債券運用であったが、米国や英国など資産規模の大きな国では株式運用が中心であった。しかし、米国の確定給付型年金では、株式市況が好転したにも関わらず、株式を売却し、債券を購入する行動が明らかとなってきている。このような行動は、確定給付型年金の積立比率が悪化したために、企業財務への影響をより重要視し、2008年の金融危機によってリスク回避的になったのではないかと考えられる。今後の世界の年金基金の運用を展望すると、年金制度の歴史の長い米国、英国では高齢化が進んでいることや、2008年の金融危機によるリスクの再認識や積立基準が今後より厳しくなること、あるいは国際会計基準(IFRS)の採用なども考慮すると、さらに株式から債券にシフトしていくことが予想される。

以上

参考文献

OECD[2005], "Private Pensions," OECD, 2005.

OECD[2008], "Pensions Markets in Focus," OECD, Issue 5, December 2008.

OECD[2009a], "Private Pensions Outlook 2008," OECD, 2009

OECD[2009b], "Pensions at a Glance 2009," OECD, 2009.

OECD[2009c], "Pensions Markets in Focus," OECD, Issue 6, October 2009.

OECD[2010], "Pensions Markets in Focus," OECD, Issue 7, July 2010.

OECD[2011], "Pensions at a Glance 2011," OECD, 2011.

有森美木[2005]、「中国の年金制度」『年金と経済』、年金総合研究センター、Vol. 24、No. 3、2005年10月。

森祐司[2011]、「世界の主要年金基金の運用結果(2010年)」、大和総研、2011年3月16日。