

2013年3月7日 全5頁

# 「アベノミクス」以降の年金ポートフォリオ

## もう一つの矢は公的年金のレジームチェンジ？

金融調査部 主任研究員 菅野泰夫

### [要約]

- 現在の国内株式市場は、安倍政権による新たな経済政策に対する期待から好調な推移を続けている。ただし当面は、「資産買入れ等基金」に頼らざるを得ないこともあり、市場からは、最も重要な「持続的な成長戦略の推進」を実現するために、追加的な政策(矢)への期待も根強い。
- 我が国において「資産買入れ等基金」と同等に市場心理をプラスに働かせる政策の一つとして公的年金の存在が挙げられる。特に、現時点で、政策資産配分の1割程度に留まっている国内株式の投資金額を引き上げるインパクトは、金額の多寡にかかわらずアナウンスメント効果として大きいともいえる。
- 今後、公的年金においては、(第4の矢として)政策的に市場心理にプラスに働きかける運用のレジームチェンジが期待される。特に厚生年金基金制度廃止後の代行返上と、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の基本ポートフォリオの変更が控えている現在のタイミングでは尚更ともいえる。

### 1. 「アベノミクス」のもう一つの矢は公的年金？

安倍政権での大胆な金融緩和政策は「アベノミクス」相場として、国内株式の市場心理に大きくプラスの影響を与えている。ただし今後とも継続的に円高修正・株高の局面が続くかは、金融政策の精緻な舵取りにかかるといっても過言ではない。低金利政策を継続させるだけでは地方銀行の利鞘がマイナスになるなど、銀行経営を圧迫する側面も散見されはじめている<sup>1</sup>。日銀の「資産買入れ等基金」を活用した金融政策だけでは、更なる国内株式市場の上値は期待しづらいともいえる。2013年度は、市場が更なる追加的政策を期待する可能性もある。

「資産買入れ等基金」のポートフォリオが注目される中、国内株式市場心理を継続的に改善させるもうひとつの手法として、公的年金によるリスク性資産の投資を期待する声も根強い。特に、昨今では、年金積立金管理運用独立行政法人(以下、GPIF)や共済組合等の公的年金の運

1 付利(超過準備預金金利)の撤廃等に至っては、世界で最も高額といわれる預金保険料(0.084%)の支払いすら困窮する銀行が出てくる可能性もある。

用資産配分の見直しに対する注目が高まりつつある。

## 2. 国内株式の追加投資をストップ・売却していたのは企業年金と生保

～批判が多い公的年金はむしろ国内株式の安定投資家の側面も～

過去やみくもに批判されるケースが多かった公的年金ではあるが、実は国内株式への継続的な投資家としての側面が強いのも事実である。少なくとも民間の年金基金や金融機関と比較すると、忠実なリバランス運用により、市場心理が悪化する局面でも安定的に国内株式への追加投資を行う傾向にあった。このことを確認するため、図表1において、2008年3月末～2012年3月末までの各機関投資家別の国内株式の保有金額の変動が、市場平均（TOPIX）の騰落率と比較してどの程度乖離しているかを示している。この図表をみると、各々の投資家により、市場平均に対して経年的な保有金額の変化が大きく異なっていることが分かる。特に GPIF のデータを見ると、基本ポートフォリオを変化させていないにもかかわらず、TOPIX との比較ではリーマン・ショック発生（2008年9月）後の2009年3月末では+18.9%、東日本大震災（2011年3月）後の2012年3月末では、+7.6%と TOPIX の変動を大きく上回っている。これは市場が大きくマイナスに転じポートフォリオ全体の国内株式の比率が低下すると、厳格なリバランスルール（追加再投資）が発動され、押し目買いの効果により、市場平均を上回る結果が出ていると推察される。（概算ではあるが）市場平均と比較することで、国内株式を追加的に投資している可能性が示唆される<sup>2</sup>。

図表1 企業年金、公的年金(GPIF、共済)、生保の国内株式投資残高の増減

国内株式保有 (億円)	TOPIX	年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF)			生保(大手7社合計)			企業年金			共済組合(4組合合計※)		
	騰落率 (年率) ①	金額 (億円)	増減率 (年率) ②	対TOPIX ②-①	金額 (億円)	増減率 (年率) ②	対TOPIX ②-①	金額 (億円)	増減率 (年率) ②	対TOPIX ②-①	金額 (億円)	増減率 (年率) ②	対TOPIX ②-①
2008年3月末	△29.2%	137,923	△27.7%	+1.5%	198,767	△26.4%	+2.8%	190,556	△25.5%	+3.7%			
2009年3月末	△36.2%	113,986	△17.4%	+18.9%	129,998	△34.6%	+1.6%	135,382	△29.0%	+7.3%			
2010年3月末	+26.5%	147,497	+29.4%	+2.9%	156,321	+20.2%	△6.3%	158,788	+17.3%	△9.2%	138,781		
2011年3月末	△11.2%	134,154	△9.0%	+2.1%	135,127	△13.6%	△2.4%	137,756	△13.2%	△2.1%	142,868	+10.5%	+21.7%
2012年3月末	△1.7%	141,992	+5.8%	+7.6%	127,429	△5.7%	△4.0%	117,586	△14.6%	△12.9%	145,775	+6.8%	+8.5%

- ・ 公的年金は従順なリバランス運用を継続
- ・ 生保、企業年金はリーマン・ショック以降国内株式へ追加投資を抑制傾向

(注※) 国内株式保有データが過去3年存在した、全国市町村職員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団、公立学校共済組合、地方公務員共済組合連合会の合計

(出所) 大和総研作成

<sup>2</sup> 銘柄選定の効果（アルファ）も含まれるが、公的年金はパッシブ運用が中心であるため、追加投資・売却の一定の目安となる。

経年的なデータは少ないが、共済組合も国内株式の保有金額が市場平均と比較して大きく増加しており、同様の投資行動であったことが推察される。「アベノミクス」相場以前から、公的年金は国内株式の保有金額を増加させていた事実が確認できることとなる。

一方、それ以外の国内株式の主要投資家として生保や企業年金<sup>3</sup>の同期間での国内株式保有金額の変化をみると、公的年金とは正反対の投資行動が浮き彫りとなってくる。特に企業年金では、リーマン・ショック、東日本大震災と市場環境の急激な変化に伴う国内株式比率の低下に見舞われ、リバランスして再投資する必要がある基金も多かったはずだ。当時、国内株式市場への不信感（特に、東日本大震災の時）から、本来実施すべきリバランスを見送る基金が多数存在していた。図表1で企業年金の動向を確認すると、リーマン・ショック直後の2009年3月末でこそ市場平均（TOPIX）に対して+7.3%と大きく上回ったが、2010年3月末～2012年3月末までは、一貫して下回ったことから国内株式保有を減少させていたことが読み取れる。特に2012年3月末は△12.9%と相対的に大きく保有株式を減少させており、国内株式の投資比率を大幅に低下させていることも推察される。株価変動の振れ幅が大きい中でリスク抑制傾向にある企業年金は、結果的に国内株式の投資比率を低下させることを優先させていたようだ。さらに、ソルベンシーマージン規制の懸念がある生保も、2010年3月末～2012年3月末まで一貫して市場平均と比較して大きくマイナスとなっており、国内株式の保有比率を抑制し続けていたことがわかる。

結果的に、今回の「アベノミクス」相場での市場回復の恩恵を享受しているのが、時代遅れと称された各資産クラスのウェイトを忠実に守りリバランス運用に徹した公的年金であることは、少々皮肉にも映る。また、リバランスを止めていた厚生年金基金においては、今回の相場環境ではGPIFの運用成績を下回ることとなり、代行部分の差が一向に埋まらない状況も推察できる。

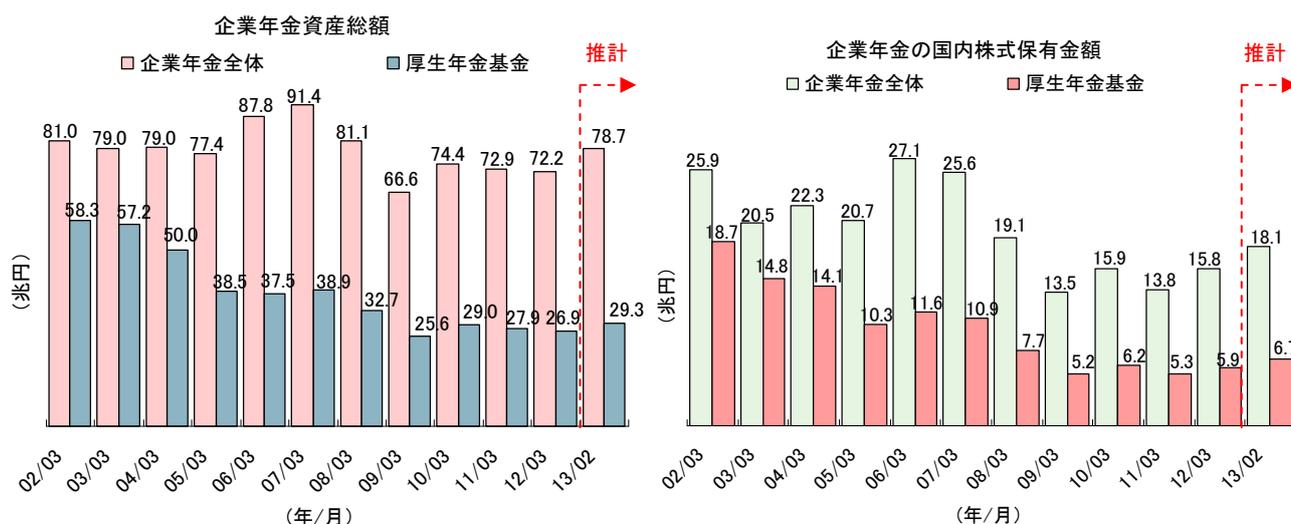
### 3. 厚生年金基金解散後に放出される国内株式金額

また、一連の厚生年金基金制度の廃止議論についても、今後の公的年金の運用への影響が懸念されている。昨年提示された、厚生年金基金制度の見直し案は、財政難に陥っている基金を5年以内に解散させたうえで、10年かけて制度を廃止するという内容である。一部、健全基金を存続させる可能性も与党から示唆されてはいるが、仮に廃止となれば多くの厚生年金は代行部分を返上して、多くの資産を換金することとなる。過去の代行返上時（2002年～2003年）には、株式相場下落の大きな要因とされたことは記憶に新しい。今回の厚生年金基金制度の廃止に関しても、多くの国内株式の売却につながる事が懸念されている。そこで、このような第2次代行返上が到来した場合、国内株式の売却のインパクトはどの程度かを把握して政策に反映する必要がある。図表2は、企業年金が保有する資産総額と、保有する国内株式金額を試算した結果を経年的に示している。2012年3月末の時点における企業年金の国内株式資産配分比率を

<sup>3</sup> ここでは厚生年金基金を含む。

前提に保有金額を計測すると、企業年金全体で 15.8 兆円、厚生年金基金で 5.9 兆円程度保有するとされる。更に、「アベノミクス」相場以降の国内株式（TOPIX）の増加分を加えて保有金額を推計してみると、企業年金全体で 18.1 兆円（+2.3 兆円増加：2012 年 3 月末比）、厚生年金基金では 6.7 兆円に達することとなる。厚生年金基金の資産全体も 2012 年 3 月末の 26.9 兆円から、29.3 兆円（+2.4 兆円：2012 年 3 月末比）の増加と推計される。

図表2 「アベノミクス」相場での企業年金資産・国内株式保有金額推計



(注) 2013 年 2 月データは 2012 年 4 月～2013 年 2 月中旬までの各資産の増加分を累積して推計

(出所) Bloomberg、信託協会資料データに基づき大和総研作成

仮に厚生年金基金制度が廃止となると、企業年金連合会資産も合わせて 6.7 兆円の株式のうち 7～8 割程度<sup>4</sup>が代行返上資金となり、廃止決定から 5 年以内、長くても 10 年以内に売却が進められる可能性がある。過去の事例からすると、現物資産を返上する選択肢よりも、一旦キャッシュ化して返還を選択する厚生年金基金が多いと考えられる。特に GPIF が、現金での納付を歓迎する可能性がある。なぜならば、現段階でも受給者への年金給付のため積立金の一定額を給付支出に備えている現実があるからだ<sup>5</sup>。もし代行部分の返還資金がキャッシュで入れば、全体の換金売りを抑制できるメリットが高いのは事実である。こうした背景を勘案すると、代行返上後の国内株式への追加的な投資需要は薄く、いずれにせよ国内株式市場心理へのマイナスの影響は避けられないことになる。

4 2012 年 3 月末時点での企業年金連合会の責任準備金と同程度と仮定。

5 運用資産の償還（キャッシュアウト）に対応する「キャッシュアウト等対応ファンド」を 2011 年 8 月に設置。

#### 4. 公的年金に求められるポートフォリオ

GPIFの第1期(2006年4月から2010年3月まで)の中期目標は、2004年の財政検証等の経済前提を基に、基本ポートフォリオを定め年金積立金の管理を行うこととされていた。第2期(平成2010年4月から平成2015年3月まで)の中期目標においては、年金制度の抜本的な見直しが行われるまでの間は、第1期の基本ポートフォリオを暫定的に利用することとしている。しかしながら、この暫定期間は、もうすぐ3年を経過することもあり、会計検査院からは、策定時に想定した運用環境が現実から乖離していないかなどの指摘もされている<sup>6</sup>。ここで重要となるのが、意識的に公的年金が、国内株式の保有割合を増加させる政策が必要になってきているということだ。特に、今後、国内株式相場がさらに上昇した場合、忠実にリバランスして国内株式保有割合を低下させる可能性が高くなると尚更であろう。基本ポートフォリオの変更や厚生年金基金制度の廃止を契機に、公的年金運用のレジームチェンジが起き、如何に市場心理に働き掛けるかに焦点が当てられる可能性がある。

その際、保有する国内株式(14.2兆円:2012年3月末現在)を幾ら追加購入するかという“金額の多寡”というよりも、公的年金が国内株式を増額するという“アナウンスメント効果”がより重要になるといっても過言ではない。特に外国人投資家の場合、意思決定過程や投資実態を把握しにくい日本の公的年金に対する注目度は高いといわれている。たとえ小さな変更であっても、資産総額が100兆円を超える公的年金においては、資産買入れ等基金以上に注目される可能性もある。昨今の国内株式市場では、外国人投資家が買い越しを膨らませる一方、国内の機関投資家は売り越しが目立つ。公的年金においては、失われた20年を取り返す意味においても、市場心理にプラスに働くポートフォリオ構築が求められているといえよう。このタイミングで、公的年金の基本ポートフォリオに「アベノミクス」政策の意向を反映できるかは、政府手腕が問われることとなるであろう。

(了)

<sup>6</sup> 会計検査院、「年金積立金(厚生年金及び国民年金)の管理運用に係る契約の状況等に関する会計検査の結果についての報告書」、2012年10月