

98年以降の金融危機と不良債権処理は、銀行偏重のシステムではリスクが集中し、複線的な金融仲介機能を有することが経済の安定性を確保するために必要であるとの教訓を与えた。そのため、政府は様々な仲介機能の仕組みを創設し、「貯蓄から投資」の流れが拡大するよう努めてきた。しかし、不動産証券化は上場商品もあるため拡大基調にあるものの、その他の資産を原資とする商品はあまり伸びておらず、家計の証券投資信託の保有も大きくは伸びていない。流動性が過剰な状況下において、資産流動化や証券化はあまり必要とされないのは当然だが、デフレから脱却を果たし、家計貯蓄率の低下が進むことを想定すれば、こうした仕組みを経由した資金の流れがより重視されると見込まれる。

(3) 機関投資家の資産運用とリスク性資金の供給

企業部門の投資資金需要が弱く、銀行の貸出は伸びない中で国債への資金シフトが生じており、純資産保有主体である家計についてもいまだ現預金中心の運用にとどまっていることが明らかになった。では、年金や保険といった機関投資家はどのような資産運用をしているのだろうか。機関投資家はリスクとリターンのバランスを勘案して投資資金を適切に流し、マクロ的な成長基盤の一角を担うことが期待される。こうした機関投資家の資産運用の実態を見ていこう。

●国債による運用ウエイトを高める保険

我が国家計の保険契約残高は多く、保険会社の資産残高は419兆円程度（2012年度末）である（第3-2-7図（1））。生命保険の資産運用は比較的長期という性格を有しており、我が国のリスク性資金の供給主体として機能してきた。その運用ポートフォリオは、国債とその他債券が71%程度、株式・出資金や投資信託が12%程度となっており、貸出が12%程度となっている。最近では国債の割合が増加傾向にあり、貸出が減少傾向にあるが、貸出残高の比率は年金基金と比較すると大きく、保険の特徴となっている（第3-2-7図（2））⁵⁶。

諸外国と比較すると、我が国を除くOECD10か国の債券比率の平均値は61.2%、中央値は61.3%、株式比率の平均値は14.5%、中央値は10.3%となっている。また、貸出比率の平均値は5.3%、中央値は2.2%、その他の比率は平均値が18.9%、中央値が14.6%である。貸出はドイツが31%と突出して高くなっており、その他投資も29%と高い。なお、その他には不動産投資が含まれている（第3-2-7図（3））。

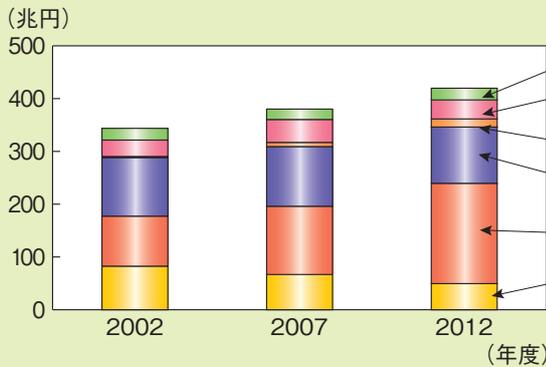
我が国の保険会社における全体としての運用利回りは、リーマンショックがあったにもかかわらず、緩やかなプラスを維持している。これは国内債券による運用比率が高いため、2008

注 (56) 家森（1995）は、我が国の保険会社の融資ウエイトが高いという特徴を運用規制による影響であると指摘している。また、植村（2009）は、バブル・デフレ期の保険会社の資産運用を振り返りつつ、90年末に破たん件数が増加していった背景を描いている。

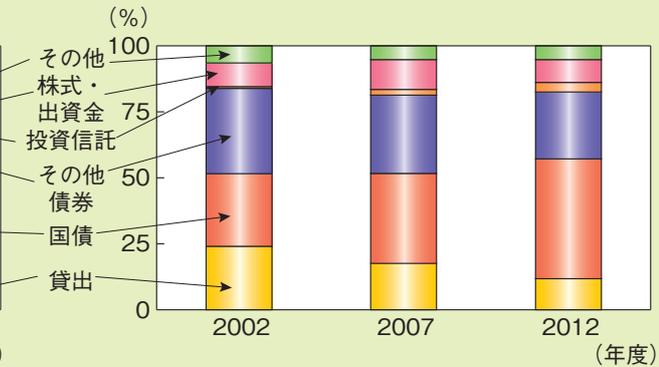
第3-2-7図 保険会社の資産運用

国債による運用ウェイトを高める保険

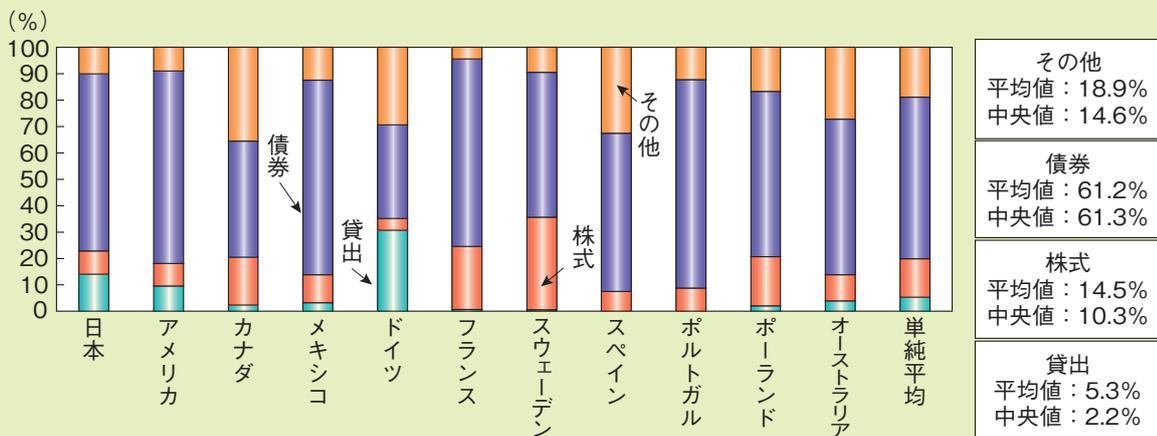
(1) 我が国の残高の推移



(2) 我が国の資産配分比率の推移

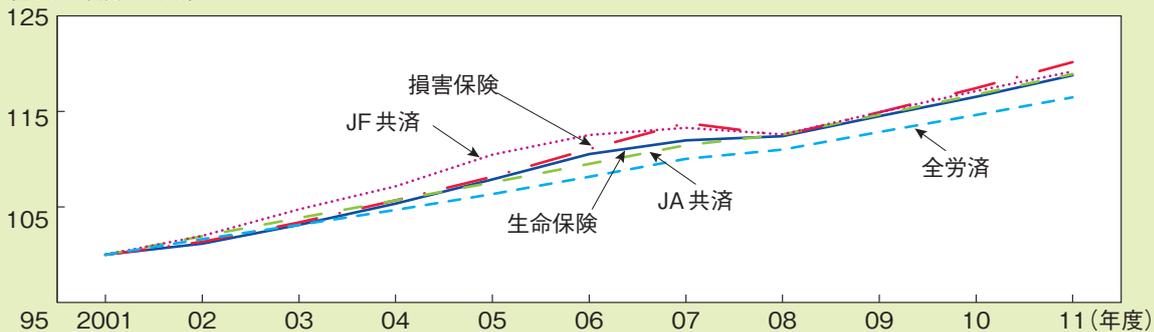


(3) 保険会社の資産運用の国際比較



(4) 運用利回り

(2001年度=100)



- (備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」、日本銀行・財務省「国際収支統計」、OECD (2012) “Insurance Statistics Yearbook 2011”、生命保険協会「生命保険事業概況」、損害保険各社のディスクロージャー誌、全労済「ファクトブック」、JA共済「JA共済連の現状」、JF共済「JF共済連の現況」などの各種公表資料により作成。
2. 日本の保険会社には、生命保険を提供する機関、非生命保険を提供する機関、共済生命を提供する機関が含まれる。「対外証券投資」に関しては、「国際収支統計」の「証券投資(資産)残高通貨別・証券種別統計」(2012年末)を参考に、株式・出資金と債券に振り分けた上で、それぞれの資産に算入している。「その他」には、現預金や預け金などが含まれている。
3. 国際比較のデータは各国とも2010年時点のものを参照している。生命保険を提供する機関、非生命保険を提供する機関の両方を集計対象としている。「その他」には現預金、不動産などが含まれている。単純平均、平均値、中央値は日本を除く10か国により算出している。
4. 運用利回りは実現運用利回りを参照している。生命保険は一般勘定の運用利回りを参照している。

年の落ち込みを避けることができたとも考えられるが、金利が大幅に上昇する局面では、逆の結果となるリスクを抱えているともいえよう（第3-2-7図（4））。

●企業年金でも高まる国債の運用ウエイト

我が国の企業年金の残高は133兆円程度（2012年度末）であり、2001年以降、残高はあまり増減していないが、規模の大きい機関投資家である（第3-2-8図（1））。年金も長期運用を基本としているため、ある程度のリスクを許容できると期待される。その運用ポートフォリオは、国債とその他債券が46%程度、株式・出資金や投資信託が22%程度となっており、保険よりも債券比率は25%ポイント程度低く、貸出があまりないこともあり、株式等の比率は相対的に高い（第3-2-8図（2））。

しかし、諸外国の企業年金と比較すると、債券比率（我が国を除くOECD10か国の平均値：50.6%、中央値：57.5%）は単純平均とあまり変わらないが、株式比率（同平均値：30.1%、中央値：30.5%）は低い。日本のその他の比率は、32.2%と高いが、これには不動産投資などの実物投資も含まれている（第3-2-8図（3））。

2001年度以降10年間の累積で運用利回りを比較すると、取り上げた三つのファンドはいずれもプラスになっているが、保険に比べて債券比率が低いこともあり、振れは大きい。これには、株式やその他に含まれる不動産の影響もあると考えられる。厚生年金及び国民年金の市場運用分（GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人））に比べると、企業年金連合会が10%ポイント程度上回っており、国民年金基金連合会はGPIF並、厚生年金基金は見劣る結果となっている（第3-2-8図（4））。

●公的年金のポートフォリオは債券が中心

そのGPIFについて詳しく見る前に、公的年金全体のポートフォリオを見ると、株式・出資金は18%程度、国債と財投預託金が41%程度、その他債券が31%程度となっている（第3-2-9図（1））。我が国における厚生年金及び国民年金の市場運用はGPIFが担っているが、国内債券比率は財投債を含めて62%程度、国内株式は15%程度、外国株式は12%程度である。

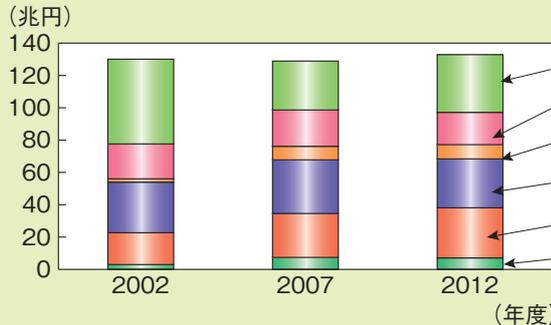
GPIFの運用ポートフォリオを設定するに当たっては、「積立金の運用は、専ら被保険者のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行う」という法の要請に沿った指針が、厚生労働大臣により具体的に示されている（第3-2-9図（2））。この「安全かつ効率的」という二つの目標を同時に達成するためには、いずれかを固定した上で他方を最適化するか、両者をセットで決める別の制約を置く必要がある。保険料によって集める資金は、将来の給付時において、少なくとも経過期間の物価上昇分と賃金上昇分を相殺する程度に運用することが求められる。こうした考え方の下、名目運用利回りが名目賃金上昇率を上回ることを目標としており、これを実現するようにポートフォリオも組み立てられている。

次に、運用ポートフォリオの特徴を国際比較から示そう。我が国以外のOECD10か国にお

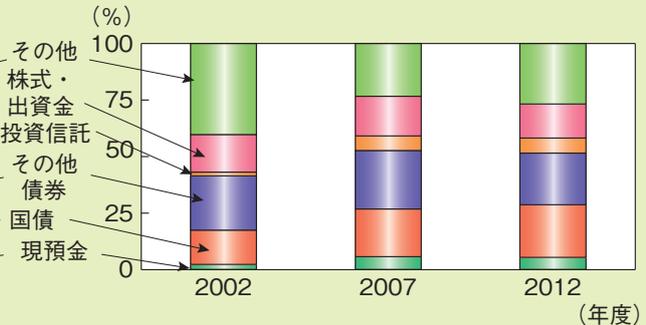
第3-2-8図 企業年金の資産運用

企業年金でも高まる国債の運用ウエイト

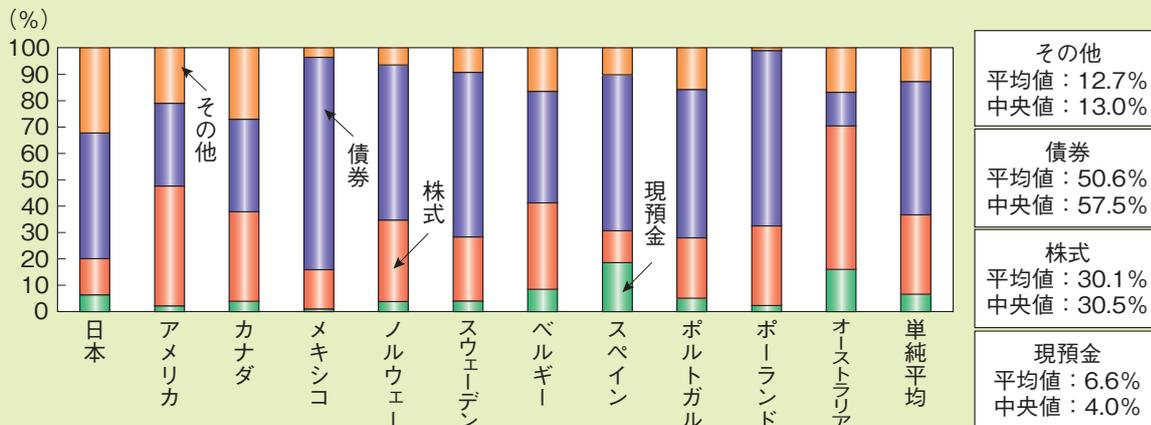
(1) 我が国の残高の推移



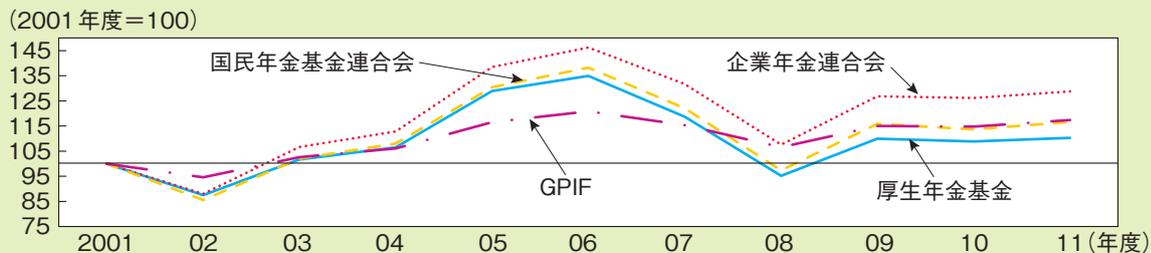
(2) 我が国の資産配分比率の推移



(3) 国際比較



(4) 運用利回り



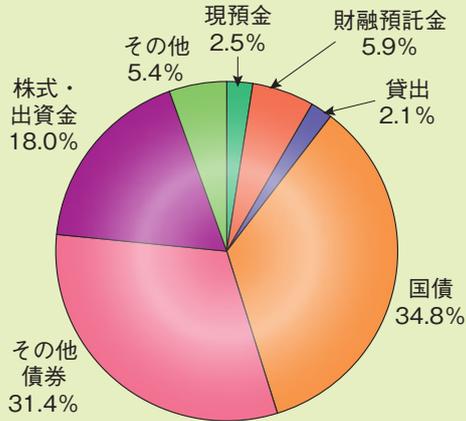
- (備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」、日本銀行・財務省「国際収支統計」、OECD “Pensions at a Glance 2011”、企業年金連合会「新しい企業年金基礎資料平成24年12月」、GPIF「平成23年度業務概況書」、国民年金基金連合会「資産運用状況」(平成19～23年度)により作成。
2. 資金循環統計の年金基金部分(公的年金を除く)を集計の対象としている。「対外証券投資」に関しては、国際収支統計の「証券投資(資産)残高通貨別・証券種類別統計」(2012年末)を参考に、株式・出資金と債券に振り分けた上で、それぞれの資産に算入している。また、「その他」には、企業に支払い義務がある退職給付債務のうち、年金資産でカバーされていない部分や、貸出などが含まれている。
3. 国際比較においては、いわゆる「私的年金プラン(Private Pension Plans)」を集計の対象としている。私的年金プランとは、政府が運営する社会保障のための準備金以外の年金制度であり、一般的な企業年金のほか、公務員のための年金基金も含まれている。また、制度方式としては、確定拠出型・確定給付型の両方を集計対象としている。なお、データ基準年はスウェーデンとベルギーが2008年、それ以外の国は2009年となっている。「その他」には、貸出や不動産などが含まれている。単純平均、平均値、中央値は日本を除く10か国により算出している。
4. 運用利回りは、各年度末による修正総合利回りを表す。国民年金基金連合会の運用利回りは「給付確保事業口」の運用利回りを参照している。

第3-2-9図 公的年金の資産運用

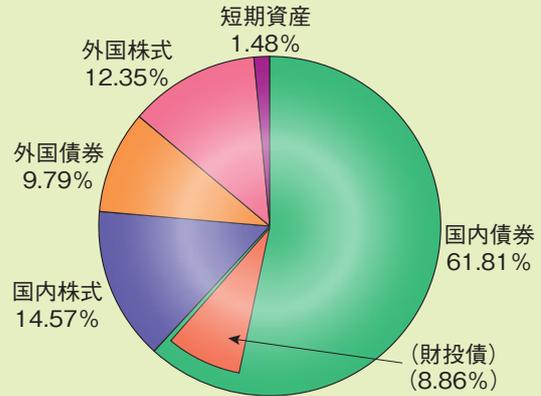
公的年金のポートフォリオは債券が中心

(1) 公的年金のポートフォリオ

① 資金循環統計の公的年金資産配分 (2013年3月末時点)



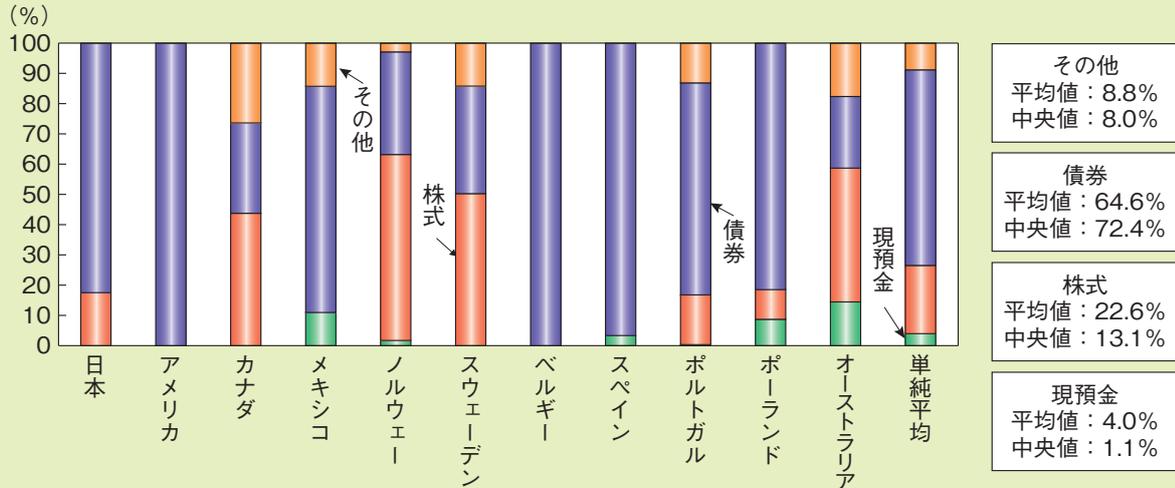
② GPIFの2013年3月末時点の資産配分



(2) 厚生年金及び国民年金の運用指針推移

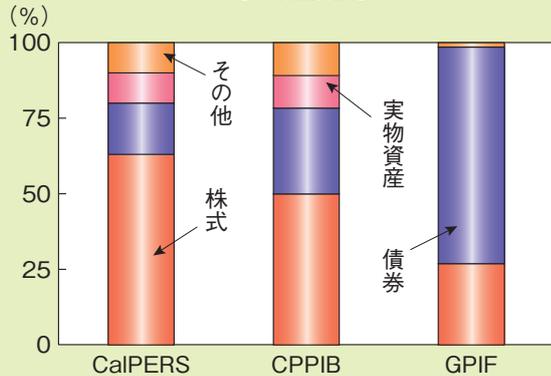
	出来事	運用方法
1961年4月	国民皆年金制度開始 (年金福祉事業団設立)	貸付事業 (1961年度開始)・施設事業 (1973年度開始)
1986年4月	年金資金運用事業開始	市場における運用方法としては、信託銀行との単独運用指定金銭信託契約、生命保険会社との生命保険契約等により運用を委託する方法と、事業団自らが、投資顧問会社の助言を得ながら安全性の高い債券等に限定して運用する方法の2通り
2001年4月	財政投融资制度の抜本的改革 年金資金運用基金設立 (年金福祉事業団は基金に業務を継承し、解散) 公的年金積立金の自主運用開始	2001年策定基本ポートフォリオ 国内債券：68% (±8%)、国内株式：12% (±6%)、 外国債券：7% (±5%)、外国株式：8% (±5%)、 短期資産：5% ()は乖離許容幅
2005年3月	基本ポートフォリオの見直しを実施	2005年策定基本ポートフォリオ 国内債券：67% (±8%)、国内株式：11% (±6%)、 外国債券：8% (±5%)、外国株式：9% (±5%)、 短期資産：5% ()は乖離許容幅
2006年4月	特殊法人改革の一環として、年金資金運用基金を年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) に改組	GPIF 第1期中期計画 国内債券：67% (±8%)、国内株式：11% (±6%)、 外国債券：8% (±5%)、外国株式：9% (±5%)、 短期資産：5% ()は乖離許容幅
2010年3月	第2期中期計画の策定 (今後年金制度の抜本的な見直しが予定されているとともに、GPIFの運営の在り方について検討が進められていることから、暫定的に第1期中期計画における基本ポートフォリオを維持することを決定)	GPIF 第2期中期計画 (暫定ポートフォリオ) 国内債券：67% (±8%)、国内株式：11% (±6%)、 外国債券：8% (±5%)、外国株式：9% (±5%)、 短期資産：5% ()は乖離許容幅
2013年6月	第2期中期計画の変更	GPIF 第2期中期計画 (変更後ポートフォリオ) 国内債券：60% (±8%)、国内株式：12% (±6%)、 外国債券：11% (±5%)、外国株式：12% (±5%)、 短期資産：5% ()は乖離許容幅

(3) 公的年金ポートフォリオの国際比較

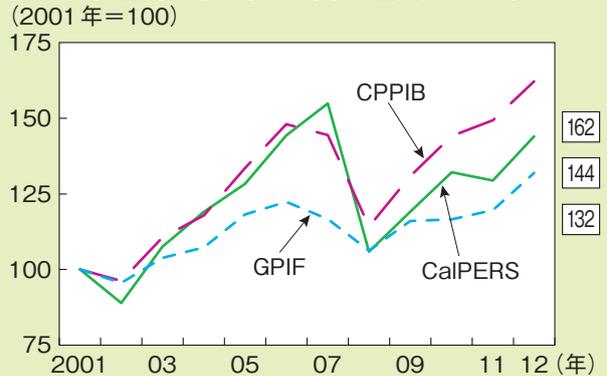


(4) 海外の年金基金との比較

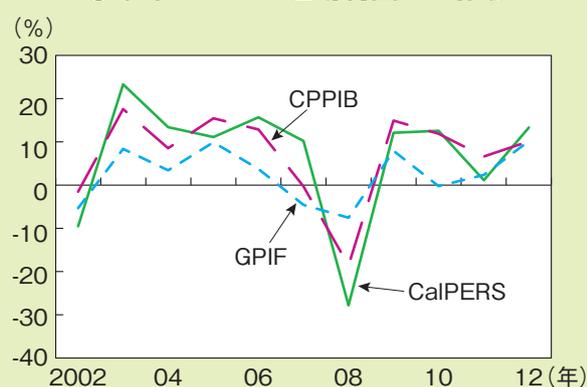
① 資産配分



② 運用実績 (実質各国通貨ベース)



③ 単年ベースの運用利回りの推移



(備考)

- 厚生労働省「年金自主運用検討会報告書」、年金積立金の運用の基本方針、日本銀行「資金循環統計」、日本銀行・財務省「国際収支統計」、OECD「Pensions at a Glance 2011」、U. S. CalPERS「FACTS AT A GLANCE」、CPPIB「ANNUAL REPORT」、GPIF「業務概況書(平成23~24年度)」、年金積立金管理運用独立行政法人中期計画、IMF「World Economic

- Outlook」により作成。
- 資金循環統計の「公的年金」にはGPIFのほか、「年金特別会計の一部」、「共済年金」、「農業者年金基金」などが含まれている。また、資産配分のうち「国債」には財融債が含まれている。「その他」には預け金・未払い金などが含まれている。「対外証券投資」に関しては、国際収支統計の「証券投資(資産)残高通貨別・証券種類別統計」(2012年末)を参考に、株式・出資金と債券に振り分けた上で、それぞれの資産に算入している。
- 各国の公的年金ポートフォリオのデータは、2009年時点のものを参照している。アメリカの公的年金は、OASDI(いわゆる年金の1階部分)を指し、非市場性の政府発行債券で運用されている。「その他」には、貸出や不動産などが含まれている。また、単純平均、平均値、中央値は日本を除く10か国により算出している。
- 海外の年金基金の「実物資産」には不動産などが、「その他」にはコモディティなどが含まれている。
- 運用利回りはCalPERSが暦年ベース、CPPIB、GPIFが年度末(3月末)ベースとなっている。当該運用利回りを各国のCPI(暦年ベース)を用いて実質化した上で、運用実績を算出している。アメリカの2012年のCPIはIMFによる推定値。

ける債券比率（平均値：64.6%、中央値：72.4%）と比較すると、我が国の債券比率は高め、株式比率は低めである（第3-2-9図（3））。なお、諸外国においては、公的年金の運用は当該国の国債が主流となっている事例やアメリカのように非流通の特殊な政府債のみで運用する事例もある。

最後に、投資の運用パフォーマンスについて、例えば、GPIFと代表的な海外の年金基金の運用成績を2001年以降の累積で比較すると、物価上昇率の違いを調整した実質利回りは、GPIFが32（名目は29）%、海外の年金基金は44（同87）%～62（同101）%の増加となっている。（第3-2-9図（4）①②）。なお、2001年から2013年の間には、ドル円レートが約34%も増価していることから、GPIFのドルベース収益率は63%になる。物価と為替を調整した結果からも分かるとおり、年金基金の置かれた運用環境によって名目の成績は大いに異なるが、実質的な差はそこまではない。また、円高基調でデフレにあった時期は、預金や国債中心の運用が優れた結果をもたらしている。さらに、2002年度以降の年度ごとの運用実績について比較すると、GPIFの運用は海外の年金基金と比べ、収益率の変動が小さい（第3-2-9図（4）③）。

なお、公的・準公的資金の運用については、2013年6月14日に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針～脱デフレ・経済再生～」において、「公的年金、独立行政法人等が保有する金融資産（公的・準公的資金）の運用等の在り方について検討を行う。」とされている。

コラム

3-4 ホームバイアス

我が国の対外投資が伸び悩む理由の一つとして、ホームバイアスが強い点が指摘されることがある。ホームバイアスとは、海外資産と比較した国内資産への投資選好の強さのことである。世界全体の市場規模に対する当該国の国外市場規模をベンチマークとした場合の実際の対外投資規模で表すことができ、その比率が高いほどホームバイアスが弱い。株式に関するホームバイアスについては、ドイツや英国が弱く、積極的な対外投資をしている一方、我が国のホームバイアスは、緩やかに弱まる傾向があるものの、こうした国々に比べると強い(コラム3-4図(1))。債券についても類似の傾向が生じているが、アメリカは株式の場合のホームバイアスが弱かったものの、債券については我が国よりも強いという結果になっている(コラム3-4図(2))。

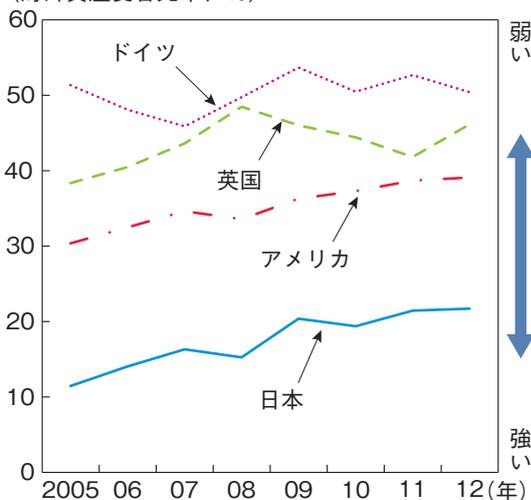
国別の違いについては、英国が国際的な金融センターであることや、ドイツがユーロ圏に属することによって通貨変動の影響を軽減できることなどが背景としてあげられる。

コラム3-4図 ホームバイアスの推移

我が国のホームバイアスは低下傾向にあるものの諸外国よりも強い

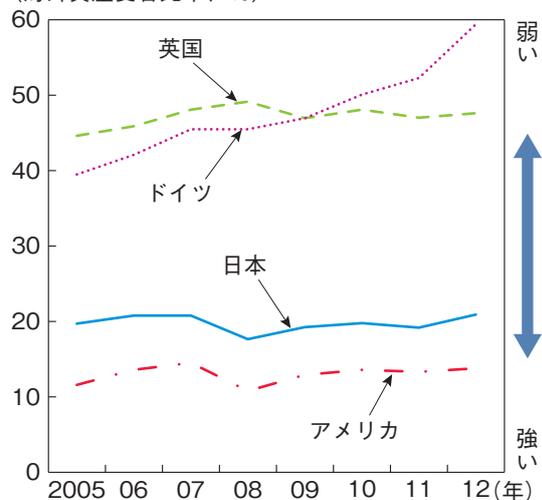
(1) 株式

(海外資産受容比率、%)



(2) 債券

(海外資産受容比率、%)



- (備考) 1. IMF “International Investment Position”、BIS “Debt Securities Statistics”、World Bank “World Development Indicators”、財務省「対外資産負債残高」、高橋(2005)により作成。
 2. 海外資産受容比率 = 海外資産運用のシェア / ベンチマークと定義。
 なお、
 海外資産運用のシェア (一国の金融資産ポートフォリオに占める海外資産の割合)
 = 邦人保有の海外資産 / (国内市場の時価総額 (残高) + 邦人保有の海外資産 - 外国人保有の国内資産)
 ベンチマーク (当該金融資産の海外市場規模のシェア)
 = (世界全体の市場の時価総額 (残高) - 国内市場の時価総額 (残高)) / 世界全体の市場の時価総額 (残高)
 と定義している。
 3. 「海外資産受容比率」の考え方については、IMF Country Report “Japan : Selected Issues 2005”等を参考にした。