

ストラテジーブレティン (109号)

年金運用思想転換、2014年日経平均 22,000円へ

日本の異常な株安(株式益回り7%、配当利回り1.7%、国債利回り0.6%、預金金利0%)をもたらした主体は、①デフレを容認した日銀と、②デフレが継続するという無自覚な確信の下で極端なリスク回避に徹した国内投資家群(年金・保険・銀行・個人)にある。日銀のデフレ容認姿勢は4月の黒田総裁による新量的緩和で大転換したが、国内投資家群の消極姿勢は依然変わっていない。よってこれまでの株価上昇はもっぱら海外投資家に牽引されてきたのである。

しかし、124兆円を擁する世界最大の投資家、GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)による公的年金の運用方針が抜本的に変わろうとしている。それはデフレ継続=リスク回避に凝り固まった日本の投資家姿勢の地滑り的な変化を誘導するだろう。

11月末、公的・準公的資金の運用・リスク管理の高度化を議論する政府の有識者会議は、①国内債に偏った資産構成の見直し、新たなリスク資産への投資、②年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)改革、を求める提言をまとめた。有識者会議の提言は安倍首相に強く支持されていると見られるので、GPIF執行部は抵抗することはできないだろう。今後、①現行基本ポートフォリオの下で比率変更、②基本ポートフォリオの大幅な見直し、③GPIFの組織改革、という工程が進むだろう。

それはGPIFを見習っていた国内投資家の株式投資意欲を根底から押し上げ、株式の異常安(=マイナスのバブル)を是正させるだろう。

株式会社 武者リサーチ

代表

武者 陵司

代表電話 (03) 5408-6818

直通電話 (03) 5408-6821

E-mail: musha@musha.co.jp

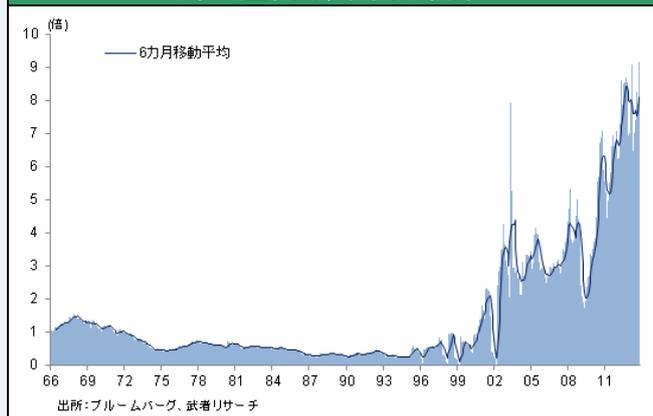
www.musha.co.jp

〒105-0021

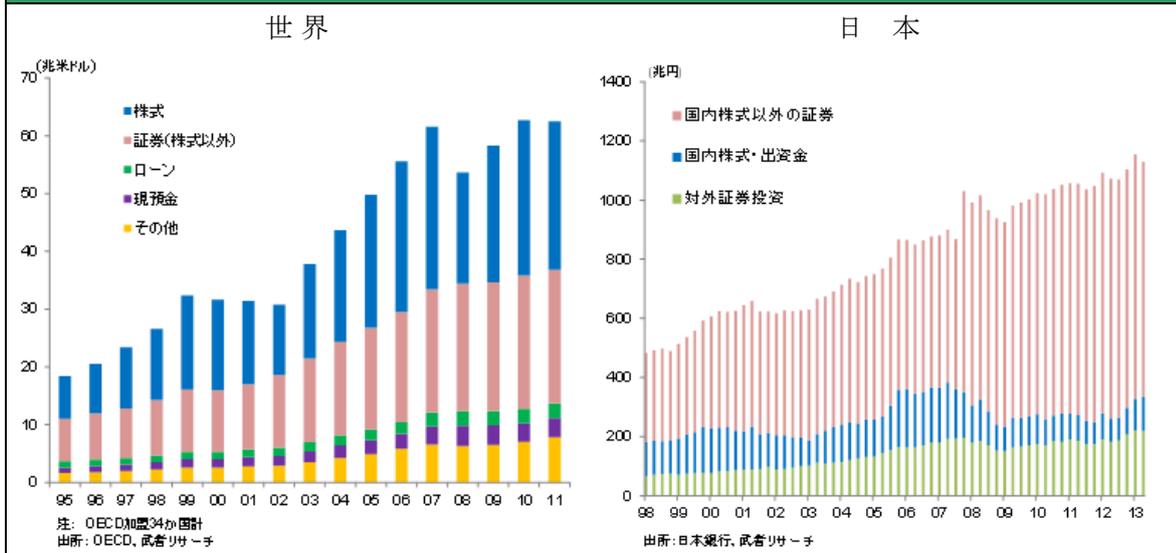
東京都港区東新橋 2-18-3

ルネパルティール汐留 901

図表1：日本の異常株安 ① ～日本益回り利回り推移～

図表2：日本の異常株安 ②
～日本の益回り/利回り倍率～

図表3：機関投資家の資産配分 世界 VS 日本 ～リスク回避姿勢に偏る日本投資家～



有識者会議座長の伊藤隆敏東大教授の主張は明快かつ至極妥当である

- ① 政府日銀の2%の物価目標達成は実現でき、今のままでは国債を過度に保有する年金基金は巨額の機会損失を被る。よってそうなる前に国債比率を引き下げるなど抜本的に資産構成を変化させるべきである。平常時なら巨額の売却は国債市場の波乱要因となりかねない。だが、黒田東彦日銀総裁が量的金融緩和を推進している今なら大丈夫だ。市場もGPIFの売りを歓迎する。物価と予想インフレ率、市場金利が上がってからは危険だ。海外の事例などを考慮すると、「国内債は35~40%が一つの目指すべき姿」である。
- ② 公的年金であるGPIFは安倍晋三内閣と日銀が目指す2%の物価目標を共有しなくてはならない立場だ。達成が困難だと公言すれば、海外投資家はアベノミクスとGPIFのどちらが間違っているのかと混乱する。消費者物価と予想インフレ率が2%前後に高まれば長期金利は将来的には3%程度に上昇するのが自然な姿で、デフレからインフレに転換した経済・物価見通しに基づき、利益を追求すべきである。
- ③ インフレになっても満期保有すれば名目の損失は免れるとのGPIFの反論に対しては、消費者物価や市場金利の上昇に見劣りする機会損失を被れば「受託者責任を果たしていない」ことになると批判した。

有識者会議の提言は安倍首相に強く支持されていると見られるので、今後、①現行基本ポートフォリオの下で比率変更、②基本ポートフォリオの大幅な見直し、③GPIFの組織改革という順番で改革工程が進むだろう。

- ① 先ず第一段階として、現在の制度の下でのポートフォリオ変化が予想される。現在GPIFの基本ポートフォリオは、国内債60%、国内株12%、外債11%、外株12%、短期資産5%である(*)。また乖離許容幅は、国内債±8%、国内株±6%、外債±5%、外株±5%となっている。9月末の実績は国内債58.0%、国内株16.3%、外債10.1%、外株13.5%だったので、乖離率を限度まで広げれば、国債比率を6ポイント引き下げ、国内株1.3ポイント、外債5.9ポイント、外株3.5ポイントの引き上げ余地がある。それがここ半年間で実施されるだろうが、それは円安と株高を促進する。

※ 2006年の同法人設立から本年6月に初めて基本ポートフォリオを変更するまでは、国内債券67%、国内株式11%、外国債券8%、外国株式9%、短期資産5%だったが、国内債券を引き下げ、他の3資産を増やした。

- ② 次いで2014年6月ごろまでに、基本ポートフォリオの抜本見直しが実施されよう。見劣りしている国内株式の比率の大幅引き上げがなされるだろう。提言ではREIT(不動産投資信託)、不動産、インフラ、プライベートエクイティ(PE)、商品などリスク資産への投資を挙げている。また、日本取引所などが開発した新指数「JPX日経インデックス400」を例に挙げ、TOPIX以外の株価指数を早期に一部利用すべきだと推奨したほか、GPIFから小規模な運用組織である「ベビーファンド」を1年後をめどに創設するよう提言。複数の資産クラスにまたがる運用や新たな投資対象を一括して任せるなどの用途を挙げた。

- ③ 更に年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の改革が実施されるだろう。まずは当面、閣議決定による人員数や給与水準の規制緩和と予算確保によって専門性が高い第一線の人材採用が始められ、次いで合議制で高い自主性・独立性を持つ組織に改編する法改正がなされるだろう。そもそも GPIF は世界最大の規模にもかかわらず、役員 4 名(三谷理事長は元日銀理事、大久保理事は厚生省出身)、職員 75 名と世界標準から著しくかけ離れており、力量不足は否めない。

伊藤教授は、年金財政検証が示す将来像のうち、市場運用の観点で「信頼できる予想は 10 年先まで」と指摘。その間に GPIF が賄うべきキャッシュアウト(年金受給者への支払い原資)は最大 20 兆円程度と予想した。この分は ALM(資産・負債の総合管理)に基づく満期保有で運用しても、残り約 100 兆円は 10 年超の運用を前提に「ボラティリティ(時価変動)を気にせず、長期リターンを追求できる」と主張。期間と流動性のプレミアムを取って、長期保有できるのが年金の強みだとの見解を示した。(12月6日付ブルームバーグニュースより)

これらの主張は極めて論理的かつ妥当で、誰も反対はできないだろう。

図表 4：公的・準公的資金の資産運用状況

公的年金		年金積立金 管理運用 独立行政法人 (GPIF)	国家公務員 共済組合連合会 (KKR)	地方公務員 共済組合連合会	日本私立学校 振興・共済事業団
総資産額 (2013年3月末)		120.5兆円	7.8兆円	17.5兆円	3.6兆円
基本 ポ ー ト フ ォ リ オ	国内債券	60% (±8%)	80% (±12%)	64% (±5%)	65% (±9%)
	国内株式	12% (±6%)	5% (±3%)	14% (±5%)	10% (±3%)
	外国債券	11% (±5%)	0% (+1.5%)	10% (±5%)	10% (±3%)
	外国株式	12% (±5%)	5% (±3%)	11% (±5%)	10% (±3%)
	その他	短期資産 5%	短期資産 4% (±4%) 不動産 2% (±2%) 貸付金 4% (±4%)	短期資産 1% (+3%、-1%)	短期資産 5%

出所：公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議報告書

図表 5：諸外国における市場運用を行っている年金積立金等について

名称	米国 (州・地方公務員年金) カリフォルニア州 職員退職制度 (CalPERS)	カナダ カナダ年金プラン 投資理事会 (CPPIB)	ノルウェー 政府年金基金 グローバル (GPF)	オランダ オランダ公務員 総年金基金 (ABP)	スウェーデン 国民年金 (AP 1~4)	日本 (企業年金) 企業年金連合会	
資金規模	約25兆円 (2013年6月末)	約17兆円 (2013年3月末)	約67兆円 (2013年3月末)	約34兆円 (2013年3月末)	約11兆円 (2012年12月末)	10.7兆円 (2013年3月末)	
基本 (参 照) ポ ー ト フ ォ リ オ	国内債券	30%	外国債券 35~40%	39%	36~38%	積立水準が改善する 毎に株式水準を低下 させる「動的管理」 積立水準100%未満 内外債券 57% 内外株式 43% ↓ 積立水準115%以上 内外債券 80% 内外株式 20%	
	外国債券	17%	5%				
	国内株式	64%	10%	外国株式 60%	31%		46~53%
	外国株式		55%				
	その他	不動産等 15% 流動性資産 4%	—	不動産等 ~5%	不動産、インフラ、PE 対等 30%		不動産、PE等 11~17%
職員数	2,626 名	906 名	336 名	4,143 名	248 名	153 名	

(注1) カナダは、理事会が提示する参照ポートフォリオ(実際の運用では不動産、インフラ等にも投資)。
(注2) スウェーデン AP 1~4 のポートフォリオは、2012年末時点の実際の資産構成比率。資金規模、職員数は AP 1~4 の合計。
(注3) 企業年金連合会の積立金には、厚生年金基金から移換された代行部分(厚生年金基金が公的年金の一部を代行している部分)が含まれている。
(注4) 職員数には、運用スタッフ以外の職員や理事会の理事数を含む機関もある。
(備考) 資金規模は、1ドル=98円、1ユーロ=118円、1カナダドル=90円、1ノルウェー・クローネ=16.02円、スウェーデン・クローネ=12円で換算。なお、端数は四捨五入。

出所：公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議報告書

著作権表示©2013 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見直しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいません。本書中の情報・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。