

## デフレ局面における株式運用の是非

昨今の株価低迷を受けて、企業年金に止まらず公的年金においても、株式運用の是非が盛んに議論されている。本稿では、過去の株式リターンのデータを分析し、年金にとって特にデフレ局面での株式運用について検討を行った。

モダンポートフォリオ理論では、株式は、①債券などに比べて相対的にリスクが大きいいため、期待リターンが高く、また、②時間分散効果により、長期で見ればショートフォール確率も小さくなるとされている。従って、「株式のリターンは、短期で見れば短資や債券を下回ることもあるが、長期で見れば上回る可能性が高い」との大前提の下、年金などの長期運用を行う機関投資家は株式をポートフォリオに組み入れてきた。

しかし、現実の株価は1989年12月のピークからほぼ一本調子で下がり続けている。同年からスタートして20年で、株式のリターンが債券を上回るには、昨年末843であったTOPIXが、2009年末に約5000まで、年率平均リターン（配当込み）で約30%も上昇する必要がある（注1）。さらに、上記の大前提も、図表1の通り、国内で2001年までは当てはまっていたが、2002年までデータ更新すると、昨今の株価低迷を受けて逆転する結果となってしまった。

図表1：株式と債券の長期リターン（年率平均）比較

### ・2001年まで

| 期間          | 株式       | 債券      | 差異<br>(株式－債券) |
|-------------|----------|---------|---------------|
|             | TOPIX配当込 | 野村BPI総合 |               |
| 20年(1982年～) | 6.89%    | 6.46%   | 0.43%         |
| 30年(1972年～) | 10.34%   | 7.11%   | 3.23%         |

(データ)イボットソン・アソシエイツ・ジャパン

### ・2002年まで

| 期間          | 株式       | 債券      | 差異<br>(株式－債券) |
|-------------|----------|---------|---------------|
|             | TOPIX配当込 | 野村BPI総合 |               |
| 20年(1983年～) | 5.71%    | 6.16%   | -0.45%        |
| 30年(1973年～) | 6.20%    | 6.92%   | -0.71%        |

これでは、企業年金などのプランスポンサーが株式運用に対し懐疑的になるのも無理のない話ともいえる。また、年金資金運用基金の累積損失拡大に伴って、「デフレ下で株式は魅力的な投資対象にはならないのでは」とか、「従って、株式を売却して、国内債券中心の運用をすべきではないか」といった議論が社会保障審議会の部会でも行われている。

そこで、これら議論の根拠を確認するため、長期データを有するイボットソン・データベースを用いて、日本、米国、ドイツ、フランス、英国について、デフレ（ディスインフレ）局面およびインフレ局面における株式のリスクプレミアム水準を計算した（注2）。

この結果を見ると、株式のリスクプレミアム水準は、インフレ局面がデフレ（ディスインフレ）局面に比べ相対的に高い（図表2）。しかし、デフレ（ディスインフレ）局面でも概ねプラスのリスクプレミアム水準であり、また両局面とも株式リターンはほぼ同水準であった。つまり、両局面のリスクプレミアム水準の違いは、債券リターンの影響が大きく、デフレ（ディスインフレ）局面での株式投資が否定されるものではないだろう。

図表 2 : インフレ局面とデフレ (ディスインフレ) 局面の株式リスクプレミアム

|                     |                | 日本<br>52'1Q-02'4Q | 米国<br>26'1Q-02'4Q | ドイツ<br>70'1Q-02'3Q | フランス<br>70'1Q-02'3Q | イギリス<br>70'1Q-02'3Q | 単純平均  |
|---------------------|----------------|-------------------|-------------------|--------------------|---------------------|---------------------|-------|
| 株式リターン              | 全期間            | 13.65             | 12.84             | 9.47               | 13.93               | 14.86               | 12.95 |
|                     | インフレ局面         | 16.07             | 8.39              | 8.08               | 12.74               | 18.48               | 12.75 |
|                     | デフレ(ディスインフレ)局面 | 12.83             | 13.92             | 11.76              | 10.99               | 13.07               | 12.51 |
| 債券リターン              | 全期間            | 6.97              | 5.83              | 8.26               | 10.17               | 12.54               | 8.75  |
|                     | インフレ局面         | 6.24              | 1.07              | 7.29               | 8.18                | 7.91                | 6.14  |
|                     | デフレ(ディスインフレ)局面 | 8.56              | 7.71              | 11.28              | 10.72               | 17.98               | 11.25 |
| リスクプレミアム<br>(株式-債券) | 全期間            | 6.67              | 7.01              | 1.21               | 3.77                | 2.32                | 4.20  |
|                     | インフレ局面         | 9.83              | 7.32              | 0.79               | 4.56                | 10.57               | 6.61  |
|                     | デフレ(ディスインフレ)局面 | 4.27              | 6.21              | 0.49               | 0.26                | -4.91               | 1.26  |
| (参考)                |                |                   |                   |                    |                     |                     |       |
| インフレ水準<br>(CPI)     | 全期間            | 3.79              | 3.09              | 3.30               | 5.58                | 7.33                | 4.62  |
|                     | インフレ局面         | 9.97              | 8.51              | 6.85               | 11.21               | 14.90               | 10.29 |
|                     | デフレ(ディスインフレ)局面 | -1.23             | -1.97             | 0.29               | 1.19                | 1.62                | -0.02 |

(データ)イボットソン・アソシエイツ・ジャパン

そもそも株式リターンの源泉は、企業の成長であり、株式市場全体で見れば、国内経済の成長ともいえる。残念ながら、景気低迷が長期化する可能性もあるが、このシナリオが実現した場合、現在の国債残高、税収不足などを勘案すると、国内株式の代替資産としての国債運用も手放しでは勧められないプランとなる。

一方、デフレ局面とインフレ局面の株式リスクプレミアムの違いに注目し、しばらくはデフレ局面が続くとのシナリオに基づき、当面の株式運用を抑える戦術的資産配分も考えられる。しかし、既に10年国債が1%割れである市場金利水準を考慮すると、債券リターンの上昇余地は中期的に限られているだろう。もしマーケットが5年のデフレ局面を織り込んでおり、仮にこれが3年に短くなれば、株式の上昇(債券の下落)要因になる可能性が大きいことにも注意が必要である。

ITバブルの形成・崩壊が示すように、マーケットの先行きへの展望は、突然に変わるものである。この流れに後追いで相場判断を行うと、高値で買って、安値で売る結果になりかねない。年金のプランスポンサーにとって最も大切なことは、年金給付を安定的に行うため、長期的な視点に立った運営を行うことである。

たしかに2009年末までにTOPIXが5000まで上昇することは難しいかもしれない。また、過去は将来を約束しない。そこで、現在、検討すべき事項は、①今から長期的に見て、株式のリスクプレミアムが期待できるか、②株式のリスクプレミアムを期待する場合でも、予想が外れて株価が更に下落するシナリオも想定し、リスク量を許容範囲内に収めているか、などである。まずは、母体企業の体力などを考慮したリスク許容量の算出や、リスクモニタリング体制・リバランスルールの整備、年金制度改定の検討など、基本事項の見直しを図るべきではないだろうか。