

(年金運用)：2013年の証券投資の特色—投資主体によって差異

昨年12月末、日銀は144兆円の国債・財融債を保有、発行残高全体の17.4%に達した。民間金融機関の国債と対外証券投資に対するスタンスには、投資主体によって差異があった。一方、株式投資に関して、証券投資信託を除く国内投資家はほぼ売却で一致していた。

2013年の資金循環統計(速報)が公表された。これにより、主要な投資主体別のポートフォリオと、1年間の投資行動が明らかになる。以下、その分析である。

まず注目されるのは日銀のポートフォリオである。昨年4月に決定した量的・質的金融緩和政策に沿って着実に国債保有量を増やしている。2013年末の国債・財融債(以下、国債)の保有残高は143.6兆円、国債発行残高827.1兆円の17.4%に達した。今後、金融政策の変更がないとすれば、今年年末に、日銀は190兆円の国債を保有することになる。この保有額は、国債発行残高の22%程度と概算される。また、噂されているように金融緩和をもう一段強化すれば、日銀の国債保有額がさらに膨れあがることも十分に考えられる。

日銀の量的・質的金融緩和政策に対して、国内の主要な投資家と海外投資家はどのように反応し、投資を行ったのか。表では、2013年1年間の有価証券の増加・減少金額を投資主体別に示している。なお、この表には、株価や為替の変動によって生じた評価損益を調整した後の数値が示されていることに注意したい。

この表によって、各投資主体の投資行動をまとめておく。

表：投資主体別の証券投資金額(2013年年間、速報値)

	国内銀行	農林水産 金融機関	中小企業 金融機関等	生命保険	年金計	証券 投資信託	非金融法人 企業	家計	海外
国債・財融債	-12.2	-0.1	0.1	2.8	5.3	1.3	-0.4	-3.0	-3.2
証券投資信託	1.1	0.0	0.0	-0.1	0.9	-	1.3	8.3	0.2
株式	-0.9	0.0	-0.2	-1.1	-2.9	0.4	-0.5	-8.3	16.0
対外証券投資	-11.5	4.5	4.1	0.6	-7.9	1.8	2.5	-0.2	-
合計	-23.5	4.4	4.0	2.2	-4.6	3.5	2.8	-3.2	13.0

注1: 表の数値は資金循環統計の金融取引額(フロー)であり、価格変動を除外している。

注2: 年金計は年金基金と公的年金の合計額。中小企業金融機関等にはゆうちょ銀行を含む。

資料: 日本銀行「資金循環統計」に基づいて作成。

資金循環統計での国内銀行とは、いわゆる銀行であり、信託勘定を含んでいない。この国内銀行を中心に、日銀は量的・質的金融緩和政策に基づいて積極的に資金供給している。しかし、国内銀行はその資金を証券投資に振り向けてはいない。むしろ国債、対外証券投資から資金を引き揚げている。また、株式(国内株式)も売却がちとなっている。では、日銀が供給した資金がどうなったのかというと、表には示していないものの、24.8兆円を民間に対する貸出の増加に振り向けているが、これは証券投資の減少とほぼ見合うにすぎない。結局、日銀による追加資金供給分の大部分は日銀預け金の増加となっただけである。

これに対し、同じ預金取扱機関に分類される農林水産金融機関と中小企業金融機関等は対外証券投資に積極的なスタンスをとっており、2013年1年間の増加額において他の投資主体よりも大きい。一方、国債に対して、ほぼゼロベースであり、積極的ではない。また、株式に対しては少しマイナスである。以上のスタンスは国内銀行と異なっており、興味深い。

生命保険と年金は国債への投資を増やしている。とくに年金の国債投資への積極的なスタンスが注目される。この一方、両者は株式を減少させている。日本の株価の大幅上昇をとらえ、ポートフォリオにおける株式のウェイトを下げ、その分を国債に振り向けたと考えられる。この株式売却に関しても、どちらかといえば年金の方が積極的である。また、対外証券投資に関して、2013年は為替レートの円安と海外株価の上昇があり、国内株式と同様、高い投資収益率の得られた1年間だった。この状況に対して、年金は売却で対応したが、生命保険はあまり積極的に対応をしなかったようである。以上のように、長期資金を有する生命保険と年金において、投資スタンスへの微妙な差異が観察される。

その他の投資主体については、証券投資信託は資金流入があった分だけ、各アセットクラスへの投資を増加させている。

非金融法人企業と家計（個人）は、国債および株式への投資を減少させていることにおいて同じである。とくに個人は、株式への投資を大幅に減らしているが、逆に投資信託への投資を大幅に増加させている。前者は、個人の市場価格に対する逆張りのスタンスを明確に表現している。後者は、証券会社の営業姿勢の反映だろう。非金融法人企業は個人ほど明確な投資スタンスを示していない。株式については、持ち合いが投資行動を制約しているだろう。

海外投資家は、この1年間の株式に対する積極姿勢が群を抜き、この点で際立っている。国債については売却スタンスにある。表にはないが、クレジットリスクの少ない投資対象として国庫短期証券を増加させていることは、国債へのスタンスと対照的である。

2013年の投資家の行動をまとめると、投資主体によって差異が観察される。

国債に対して、長期資金の投資家である生命保険と年金以外、売却スタンスが大勢を占めている。日銀が国債を購入し、金利水準を低位に保っていることが投資魅力を削いでいるだろう。同時に、将来の金利上昇懸念が生じていると考えられる。

株式や対外証券投資は、円ベースでの価格上昇に伴い、年末の保有残高（評価損益調整前）は大幅な増加が目立つ。しかし、投資行動として追加購入したのか売却したのかを観察すると、株式に関しては国内投資主体のほとんどが売却で対応した。これに対して対外証券投資へのスタンスは、国内投資主体間でも差異が観察される。

2014年も、日銀による国債の大量購入と、それによって長期金利水準を低位に抑制する政策が継続されるだろう。この政策は、日銀の政策意図に沿った物価水準の上昇が生じることにより、国債への投資魅力を今以上に削ぐだろう。この結果、それぞれの投資家にとって、どのアセットクラスが魅力的なのか、評価が分かれてくる。各投資家が、自己の責任によってポートフォリオの組み立てを工夫すべきであり、この圧力が2013年以上に高まるだろう。

（京都大学経営管理大学院 川北 英隆）