

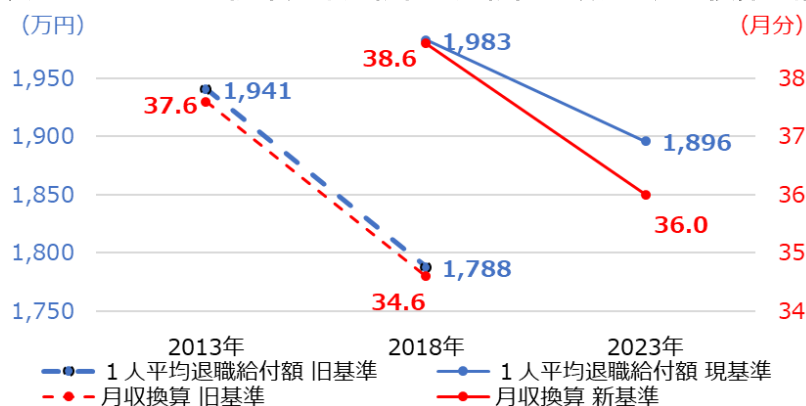
## (資産配分)：賃上げと自国通貨建て資産組み入れ比率に関する制約条件の要否

近年は賃金が上昇しているが、賃金に連動しない退職給付の算定基準を採用している企業が多いこともあり、退職給付額が上昇する傾向はみられない。従って、年金運用で自国通貨建て資産を優先する必要性はあまりないにも関わらず、未だにホームアセット・バイアスが確認される。本稿では、自国通貨建て資産組み入れ比率に関する制約条件について考える。

2013年度（平成25年度）に創設された「大企業向け賃上げ促進税制」並びに「中小企業向け賃上げ促進税制」の成果もあり、従来の低水準の賃上げ率から脱却し、近年は高水準の賃上げが行われてきた一方、退職者1人平均退職給付額は低下傾向にある（図表1）。

調査対象の範囲が変わったため、単純に比較することができないが、退職給付額は2013年から2018年の5年間で8%（1,788万円÷1,941万円－1）、2018年から2023年の5年間で4%（1,896万円÷1,983万円－1）、10年間で12%程度減少したと考えられる。当然ながら、退職時の所定内賃金に対する退職給付額の割合である月収換算は大きく減少し、その要因として、バブル崩壊以降、大企業を中心に、退職給付の算定基準が退職時の賃金からポイントなど賃金に連動しない基準にシフトしたことが考えられる。

図表1：大学・大学院卒定年退職者の退職給付額及び月収換算の推移



（平成30年就労条件総合調査及び令和5年就労条件総合調査を参考に筆者作成）

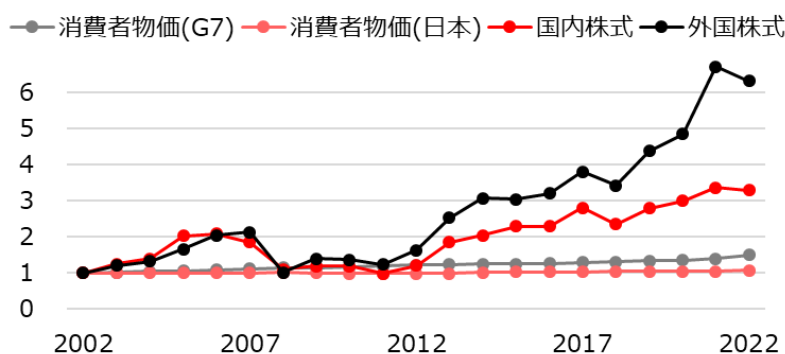
賃金に連動しない基準へのシフトと同時期に、年金資産全体に占める円貨建て資産の割合と、株式資産（国内株式と外国株式の合計）に占める国内株式の割合も徐々に低下した。円貨建て資産割合は、1996年度の74%に対し2021年度は50%で、株式資産に占める国内株式の割合は、1996年度の60%に対し2021年度は39%にまで低下した。低下した理由として、厚生年金基金の運用規制の緩和や撤廃が進んだことや、不適切なホームアセット・バイアスによる投資効率への悪影響に対する理解が進んだことが考えられる。

ホームアセット・バイアスとは、海外資産よりも国内資産を多く保有する傾向のことだが、2021年度においても、ホームアセット・バイアスが解消したとは言えない。2021年度末時点の年金資産の株式資産に占める国内株式の割合39%は、MSCIワールド指数に占める日本株式の割合である6%程度と比べると、まだ十分高いからだ。最適資産配分の導出過程で「国内株式組み入れ比率>外国株式組み入れ比率」といった制約条件を設ける慣習が一部に残っているのだろう。

一般的に制約条件の設定は最適資産配分に及ぼす影響が大きいので、不必要な制約条件を設けるべきではなく、設定する目的の適切性や必要性の判断が極めて重要である。自国通貨建て資産組み入れ比率に関する制約条件を設定する代表的な目的は、年金負債が日本のインフレ率と連動するため、年金資産においても日本のインフレ率と連動しやすい国内資産を多く保有するというものである。退職給付の算定基準の変更によって設定理由を失ったことも、円貨建て資産割合や株式資産に占める国内株式の割合の低下の一因と考えられる。

では、退職給付と賃金との連動性が低くなった今でもホームアセット・バイアスが解消しないのは何故だろうか。退職給付額は退職後の生活の原資に充てられるものという特性を有しているので、退職給付と賃金との連動性が低いまま、今後も物価や賃金水準の上昇が継続すると、退職後の生活の原資が実質的に目減りする。令和5年就労条件総合調査によると、賃金や物価上昇率に伴う給付水準の見直し制度の導入を検討している企業は少ないが、将来その必要性に迫られる可能性はある。そのために、自国通貨建て資産組み入れ比率に関する制約条件を温存しているのかもしれない。制約条件設定の目的は適切かもしれないが、本当に必要性はあるのだろうか。そこで、リスク（及び相関係数）と期待リターンに分けて、必要性を考えたい。

図表2：消費者物価と株価の推移



(Bloomberg データ及び OECD データを参考に筆者作成)

1991年以降の年次データを用いて、基本4資産の日本のインフレ率との相関係数を求めると、国内株式は外貨建て資産と同様にインフレ率とほぼ無相関である。国内株式と外国株式の連動性は高いので、国内株式と日本のインフレ率の相関が、外国株式のそれに比べて明らかに違うとは考えにくい。国内債券は多少連動性が確認できるが、決して高くない。このように、リスクに関しては自国通貨建て資産を優先する制約条件を設定する必要性は乏しい。

一方、中長期的に見ると自国通貨建て資産の収益率とインフレ率の水準との間の関係性が確認できる。図表2の通り、相対的にインフレ率の水準が低い日本の株式収益率は、海外の株式収益率より低い。このような状況で自国通貨建て資産を優先する制約条件を設定することは、日本のインフレ率の低さを理由に、より高い収益獲得機会を放棄していることに等しい。より低いリターンで構わないなら、不必要な制約条件を設定して投資効率を悪化させるのではなく、より低リスクで効率的な資産配分を選ぶべきである。もちろん将来日本のインフレ率が他国を上回る可能性を完全に否定することはできないが、最適資産配分の策定に用いる期待リターンの精度向上によって対処すべきであり、制約条件の設定で対処すべきではない。

(高岡 和佳子)