



銀行や機関投資家の投資行動の変化 ～金融緩和から金利ある世界へ～

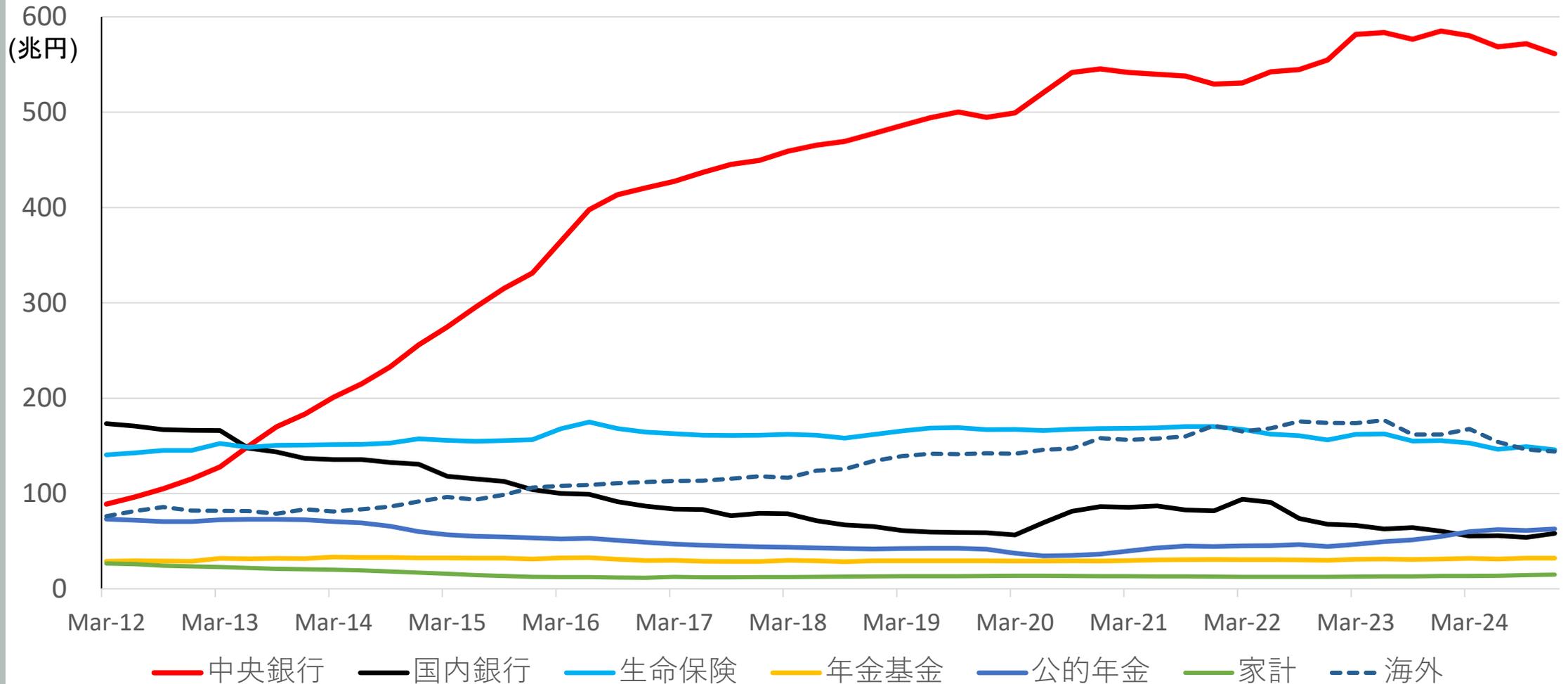
金融市場パネル2024年度第3回会合



2025. 3. 24

ニッセイ基礎研究所
年金総合リサーチセンター長兼ESG推進室長
取締役金融研究部研究理事 徳島勝幸

国債保有額の推移





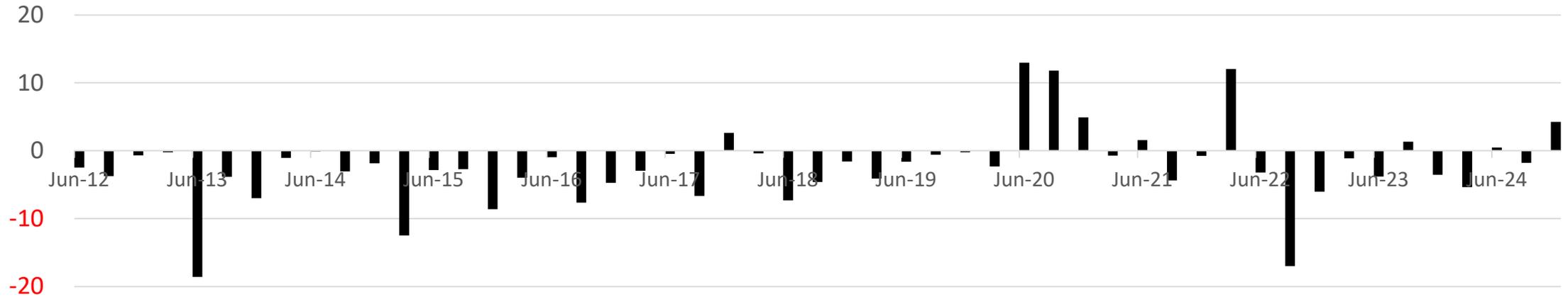
異次元の金融緩和以降、日銀による国債買い入れが圧倒的で顕著に保有比率が上昇したが、投資家の動きは様々

異次元の緩和以降)

- ・国内銀行・・・国債保有残高を落とす
- ・生命保険・・・国債保有残高をほぼ維持(相対的なウェイト低下)
- ・年金計・・・GPIFは基本ポートフォリオを大きく変更したが、企業年金は国債保有残高を逡減

※NOMURA-BPI総合の中で国債は80%以上の時価比率

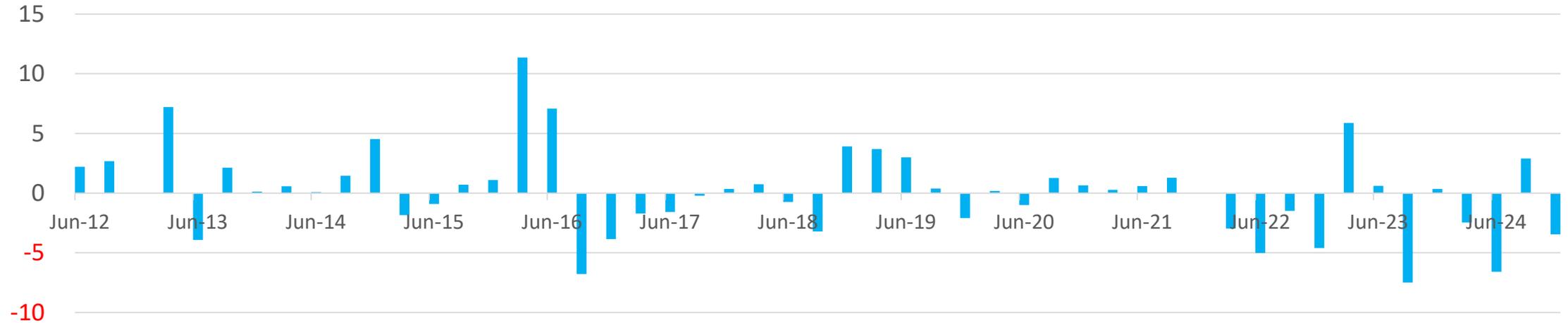
国内銀行の国債保有残高変化



異次元の金融緩和以降、投資家の動きは様々

- ・国内銀行・・・国債保有残高を落とす
コロナショック以降、円債回帰も

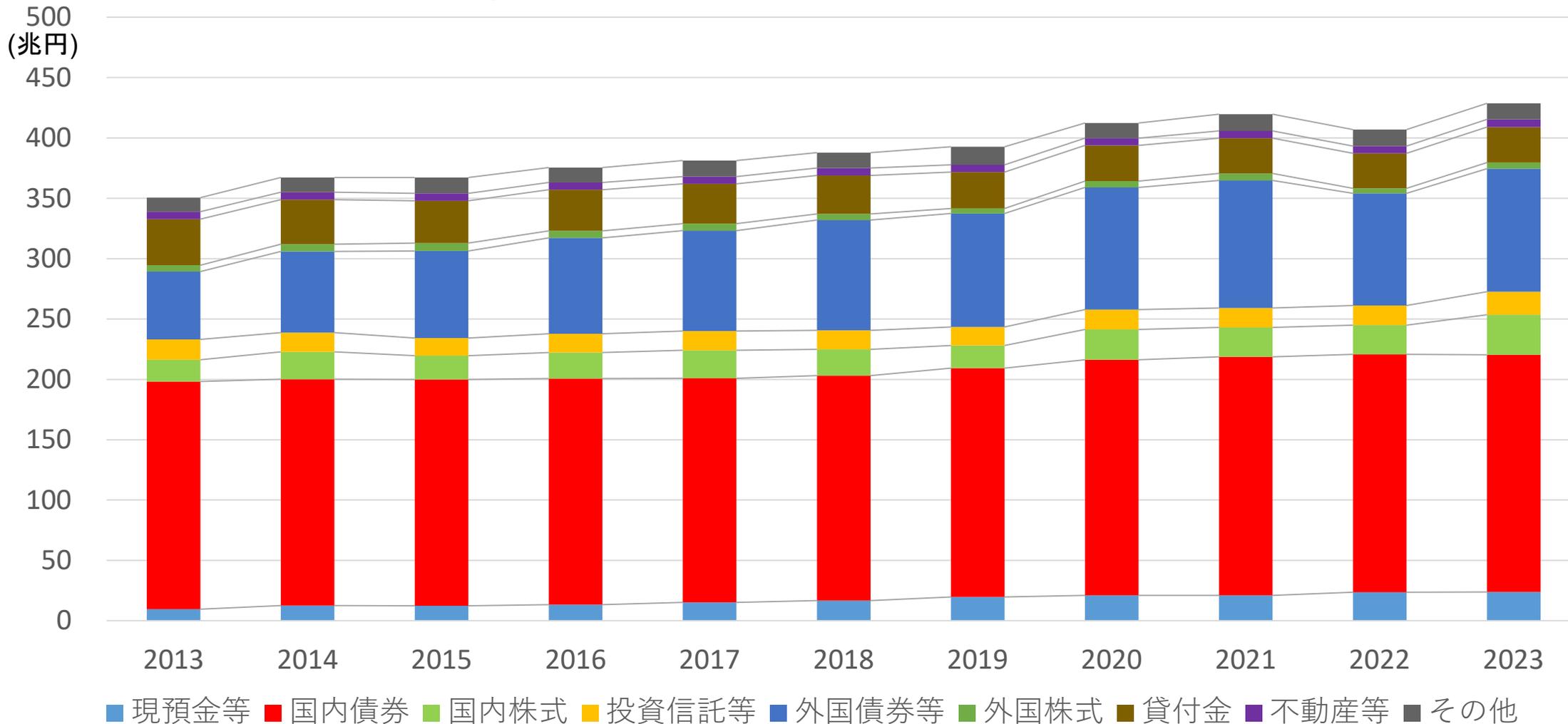
生命保険の国債保有残高変化



異次元の金融緩和以降、投資家の動きは様々

- ・生命保険・・・国債保有残高をほぼ維持(相対的なウェイト低下)
株価や円安によって株式や外国証券の時価増

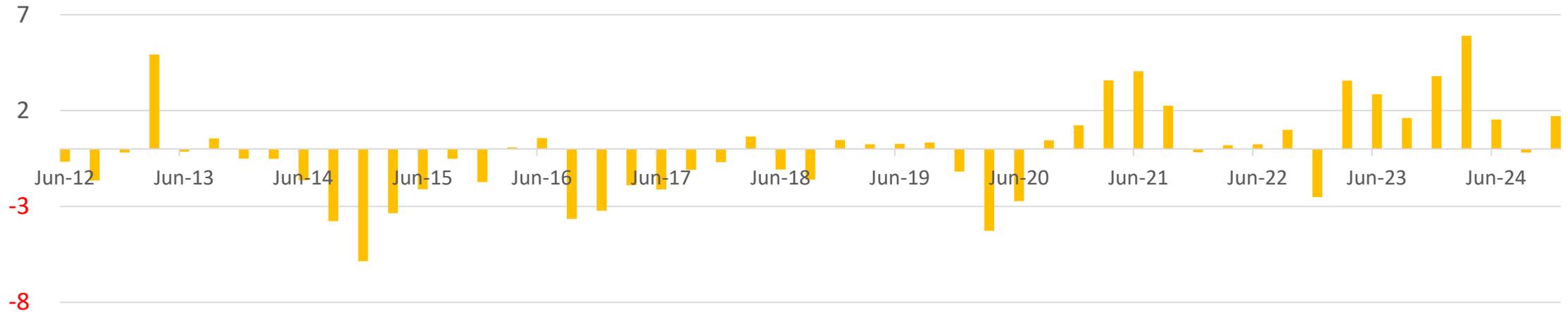
生命保険会社の資産構成推移





- 国内債残高は概ね横ばい
(満期保有や責任準備金対応債券が多く時価の変動は小さい)
- 株式は株価上昇分を越えての積み増しは乏しい
- 外国証券は円安の影響を除いても積み増し
(年金で言うオルタナティブ投資は概ね外国証券に含まれる)

年金計(公的及び企業年金)の国債保有残高変化



異次元の金融緩和以降、投資家の動きは様々

- 年金計……GPIFは基本ポートフォリオを大きく変更したが、企業年金は国債保有残高を漸減

※NOMURA-BPI総合の中で国債は80%以上の時価比率

GPIFの基本ポートフォリオ変更

	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	短期資産
2006/4~	67% (±8%)	8% (±5%)	11% (±6%)	9% (±5%)	5% -
2013/6/7~	60% (±8%)	11% (±5%)	12% (±6%)	12% (±5%)	5% -
2014/10/31~	35% (±10%)	15% (±4%)	25% (±9%)	25% (±8%)	
2020/4/1~	25% (±10%)	25% (±4%)	25% (±9%)	25% (±8%)	
	(±11%)		(±11%)		

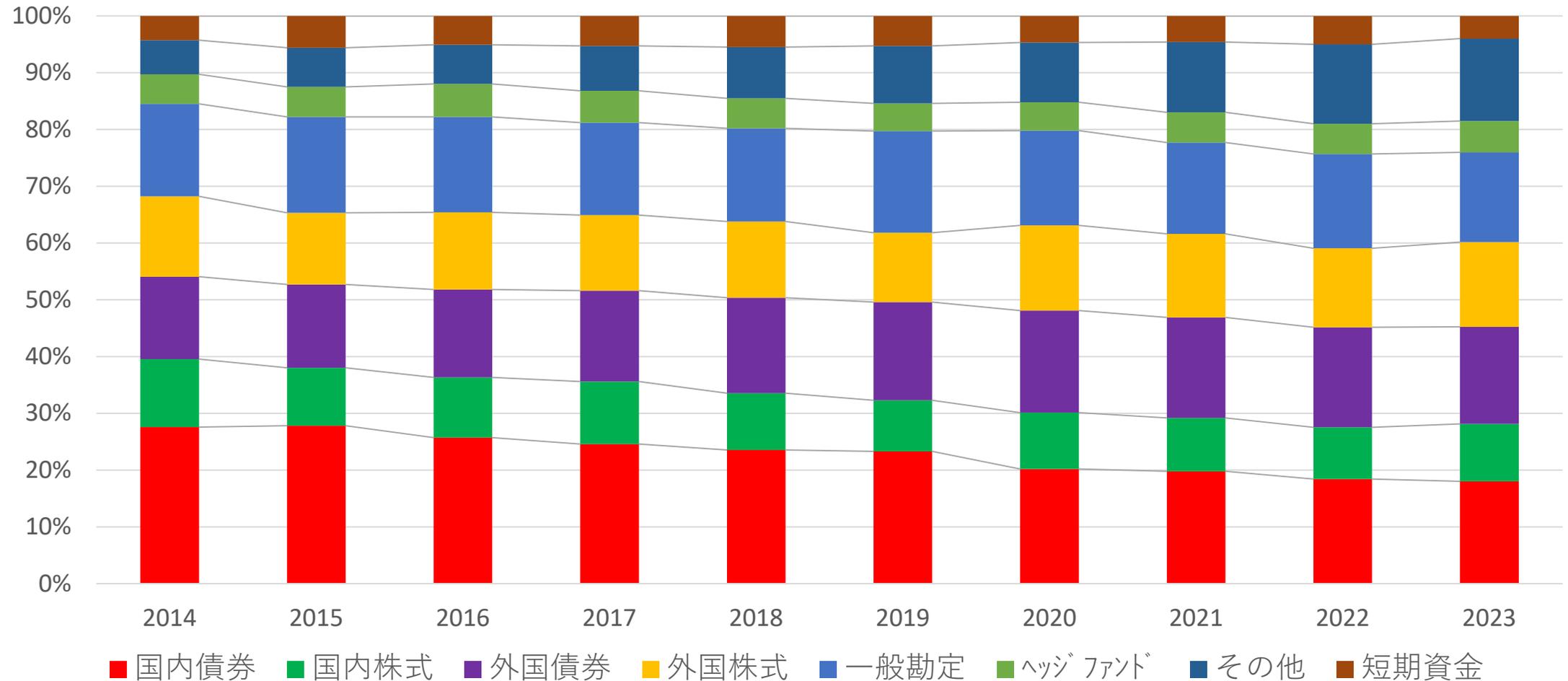
※括弧内は許容乖離幅





Finance

確定給付企業年金の資産配分推移



出所) 企業年金連合会『企業年金実態調査』(企業年金に関する基礎資料)を元に筆者作成



- ・GPIF(及び三共済)の基本ポートフォリオ変更(2014)は、顕著な国債売却を惹起
 - ・企業年金は緩やかに円債を減らしながら、外国債券とオルタナティブ投資の積み増しを実施
 - ※ただし、企業年金実態調査は必ずしもすべての企業年金を網羅できていない
- ⇒オルタナティブ投資は、海外資産の比率が高い

○幾つかの論点



・ポートフォリオリバランスは生じたか

銀行については、国債残高の低下が見られたものの、生命保険は残高を概ね維持。年金は緩やかに減少させたものの、株高によるリバランスで積み増しも。

→金利ある世界における銀行の国債回帰は見られるか

生命保険や年金は予定利率の遅行性もあり、国債回帰はこれからか

(銀行や保険でも一部商品等の利率アップは確認)





・対外証券投資へのスタンス変化は見られたか

生命保険及び年金は海外投資(外国債券[為替ヘッジ付き含む]・外国株式・オルタナティブ投資)を拡大

→金利上昇後も持続する可能性大

※いずれにせよ国内株式へ投資を振り向ける動きは確認されなかった。



・金融政策の波及効果をどう受け止めるか

異次元の緩和に際しては大きな支障はなかったものの、マイナス金利の導入によってイールドカーブがフラット化した2016年前半については、生保及び年金といった超長期投資家の反発大

→影響の及ぶ年限と投資家についてキメ細かな対応が必要

ゼロ金利政策の撤廃で日銀当預への付利が復活したことの影響



・今後の国債の安定消化に対する懸念はあるか

国内銀行が国債購入に復帰する可能性があるのは安心材料だが、超長期セクターは、金利上昇の一服感が出ないと生保や年金の買い出動が考え難い

(生保は経済価値ベースのソルベンシー規制が導入されても、金利上昇局面では短めのデュレーションを維持)