

ポイント

- 。2%インフレなら金利上昇で国債に評価損
- 。株式は長期保有で国債を上回る収益が可能
- 。GPIFの国債売却は日銀の緩和で吸収を

伊藤 隆敏

政策研究大学院大学教授

昨年11月、筆者が座長を務めた「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」は、公的年金基金の運用ポートフォリオと組織統治体制（ガバナンス）のあり方について改革提言をまとめた。

とくに年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は昨年末で128兆円という運用資産の規模からも、その改革の着実な実行は少子高齢化に備えた年金財政の健全化だけでなく、日本の金融・資本

2014年4月24日（木）
日本経済新聞朝刊26頁

経済教室

市場の活性化にも資する。改革には国内の政策担当者のみならず、内外の投資家からも大きな関心が集まっている。

日銀の量的・質的緩和導入から1年、インフレ率は0%近傍から1・3%へと高まってきたが、長期国債の名目金利の水準は0・6%辺りで安定している。日銀が予測するよつに、来年度にかけてインフレ率が目標の2%に近づき、期待インフレ率が2%近辺で安定すれば、長期金利は3%以上に上昇（国債価格は下落）するであろう。

このような経済状況での資産運用は、長期国債の比率を平常時よりも低くするのがファイナンスの基本中の基本だ。有識者会議報告の第一の柱が国内債比率を引き下げ

よ、ということだった。

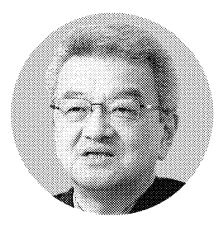
厚生年金と国民年金の積立金の資産運用を委託されているGPIFでは、いまだに運用資産の約55%を国内債（多くは長期国債）で保有してい

兆円から毎年5%の利回りを確保すれば、元本を減らすことなく毎年6兆円の取り崩し要請に添えていけるが、利回り0・6%台の国債の大量保有に固執していれば、6兆円の取り崩しの継続で元本はどんどん減少していく。

報告への批判もあるが、誤解に基づくものが多い。第一は、「国債は安全、株はリスク」という神話を背景にした

公的年金運用を考える①

債券減らし分散投資急げ



伊藤 隆敏

「なぜ年金生活者をリスクにさらすのか」という批判である。しかし、前述のように長期国債には金利変動リスクが伴う。重要なのは分散投資と資産・負債の性格をよく考えたバランスのとれた資産管理手法の導入である。

これは厚生労働相から指示されている「基本ポートフォリオ」で国内債の比率が60プラスマイナス8%、と決められているからだ。国債金利が今後上昇すると、大きな評価損を出すことが確実だ。厚生年金や国民年金の過去から積み上げたGPIFの基金が評価損を被るということは、少子高齢化で年金財政が苦しくなるなかでGPIFへの取り崩し要請がきても、長期的に心えられないことを意味している。例えば、128

市場運用を手がける国内外の年金積立金等

	日本 GPIF	ルウェー政府年金基金 グローバル	オランダ公務員年金基金	スウェーデン国民年金
資金規模(兆円)	約128	約67	約34	約11
基本ポートフォリオ(%)	国内債券	-	39	36~38
	外国債券	11	35~40	
	国内株式	17	-	31
	外国株式	15	60	46~53
その他	2	5(不動産等)	30(不動産、未公開株等)	11~17(不動産、未公開株等)
職員数(人)	約80	336	4143	248

(注) GPIFは昨年末、スウェーデンは2012年末、それ以外は13年3月末。職員数には運用スタッフ以外を含む場合もある。出所は公的・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、GPIF

国債価格下落に備え

株式増やし市場活性化も

にみえる。しかし、10年以上の長期保有の場合は国債金利を上回るリターンを期待できる。分散投資は長期保有を前提とする部分が大い年金基金運営の基本だ。

米国の社会保障基金は全額を国債で運用しているという有識者会議と正反対の提案もある。しかし米国の専門家によると、実際に資産としての基金があるわけではなく財政会計上の区分勘定でしかない。黒字が出れば、その年の歳入に繰り入れられ、赤字なら歳出から補填されるという所得移転方式に等しいという。

こうしたシステムは労働人口が減少する日本に最もふさわしくない。年金支払いに必要な基金の取り崩しが国債の償還でなされると、その分、借換債の受け皿が減り、その時点で国債の市中消化増か、増税か歳出減が必要となる可能性が高いからだ。

第二にGPIFによる大量の国債売却が、国債金利を引き上げる方向に働くのではないかと懸念がある。しかし金利の上昇圧力は少なくとも今後1年程度は小さいと思われる。日銀がデフレ脱却を目指して量的・質的緩和を進めている最中だからである。

市場に売却し、日銀が買い入れることはむしろ国債市場の流動性を高めることから望ましい。来年度以降、日銀が2%のインフレ目標政策を実現させたあとでは日銀が大量の国債の買手となるのは難しい。量

的・質的緩和が続いている今だからこそポートフォリオ組み替えの好機なのである。

以下は私案である。まず基本ポートフォリオにおける主要な資産の割合は、大きな乖離（かいり）許容幅をつけるべきであろう。たとえば国内債については、40%プラスマインス10%という数字はどうだろう。国債の比率は歴史的に低金利の現在は思い切って減らして、金利が高くなれば買戻せばよい。

今後1年かけてGPIFが25兆円程度の満期の長い長期国債を売却し、日銀が量的緩和の拡大で吸収する。GPIFは当面の国債評価損のリスクを回避する。マクロ経済全体でみると、中央銀行が国債購入を通じて追加的な流動性を経済に注入し、その流動性はGPIFのポートフォリオ組み替えを通じて多様なアセットクラス(国内株、外国株、

外国債券、インフラ投資)に分散投資される。日本の株価上昇、円安の要因になる。

なによりも公的年金基金が、国債の金利リスクを避けて分散投資の実をとることができる。日銀の追加緩和は国債購入の拡大で行い、国債の売り手が多様な資産を購入することは、成長戦略の観点からも望ましいし、デフレ脱却も確実なものとなる。一石三鳥の効果がある。

このようなポートフォリオの大胆な改定に必要なのが、適切な基本ポートフォリオの改定であり、それを専門性をもち、自主的に実行、しかも説明責任をもてるGPIFのガバナンス改革である。有識者報告の第二の柱だ。

まず機動的なポートフォリオ変更を実行できる体制が必要だ。中長期のマクロ変数の

予測や財政金融政策の動向、海外経済のリスク要因評価といった大きな観点から、資産クラスの選定や海外ファンドとの提携などの重要な決定をして、その説明責任を果たせる数人程度の理事会を作る必要がある。現在は理事長1名、理事1名であり、拡大には法律改正が必要となる。

投資委員会（現在の運用委員会）には市場動向を読むことができる専門家を置く必要がある。理事や投資委員会委員のうち常勤のメンバーや、さらに執行部隊のマネジャーは、利益相反がないように兼業禁止など倫理規定を厳しくすべきだ。それにとめない、それぞれの職種で十分な報酬が用意されるべきである。

このような道筋は昨年11月の報告書ですでに示している。いくつかのステップはすでに実行されてきた。残された課題は次の通りである。

第一に、改革を迅速に実行するためには、財政再検証の結果と「適切な」基本ポートフォリオを厚労省が早く示すことだ。海外の先進的な年金基金の標準に近づけるような政治的判断を求めたい。ここでつまずくと、せつかくのポートフォリオ適正化の絶好の機会を逃すことになる。

第二に、法律を改定してきちんとした理事会を確立することである。法律改正は年内といわれているが、これを6月末に前倒しはできないものか。ポートフォリオの適正化の責任をもった決定を、現行体制（理事長の独任制と非常勤の運用委員会の助言）に頼るのは望ましくない。

第三に、規模ではGPIFには劣るものの、国家公務員共済、地方公務員共済、私立学校教職員共済もこれまで国内債中心の運用をしてきたので、GPIF改革にならってポートフォリオ改革とガバナンス強化を行うべきである。

いとう・たかし 50年生まれ。ハーバード大博士。専門は国際金融