

昨

年9月のリーマンショック以来、世界の金融資本市場は大混乱した。世界の代表的な株価は10月以降暴落した。これまでに最悪期は脱したようだが、本格的な回復はまだだ。国債以外の債券価格も一時大きく下落した。また、株価や為替レートの変動条件付きの金融商品、つまりバリア・オプションや仕組み債などで、確率が小さいと考えられていた事象が起き、買手の損失額が膨らんでしまうバリア・オプション条項の発動が多発した。企業破綻が起きた場合の「保険」契約、CD S（クレジット・デフォルト・スワップ）も、発動が続出。多くのヘッジファンドや投資銀行は、巨額の実現損を余儀なくされた。

世界中の公的年金基金や大学の積立金運用基金も、多額の運用損を出した。保有株式などを処分し、またヘッジファンドへの預託をやめて、大きな実現損を出したところや、株式や債券を保有し続けて評価損を抱えたところが少なくない。アメリカの有名大学の運用基金や大規模年金基金でも、3割以上の運用資産を失ったところは多数ある。

日本では、アメリカほどではないものの、公的年金の積立金運用をしている「年金積立金管理運用独立行政法人」や、有名私立大学の積立金運用が大きなマイナスとなってニュースになっていた。このような損失が出ると、必ず出てくるのは、政治家、マスコミ、評

論家による年金基金や大学積立金運用批判である。株のような危険なものに手を出さず、「安全で確実な」運用をしろ、と言う。

しかし、「安全で確実な」投資の定義はよく考える必要がある。年金基金や大学の積立金は、長期の平均利回りがマーケット平均を上回る（超過収益）ように運用することが基本である。1年間の運用成績がマイナスになったこと自体、何ら批判されることではない。5年単位の超過収益率の評価が重要だ。

年金基金や大学基金が、ヘッジファンドなど短期の利回り志向を持つファンドに比べて絶対的に有利なのは、短期の流動性（解約などの資金の引き出し）を気にする必要がない

# 危機時の資産運用——よい損失と悪い損失

【今週の眼】

東京大学大学院教授

伊藤隆敏

# 経済を見る眼

いとう・たかとし ●一橋大卒、ハーバード大経済学博士。ミネソタ大准教授、IMF上級審議役、大蔵省副財務官等を経て2002年より現職。専攻は国際金融、マクロ経済学。安倍、福田内閣での経済財政諮問会議の民間議員を務めた。



ことである。資産価値の本源的な要因ではなく、循環的な要因、あるいはパニック売りによる価格下落と判断する場合には、評価損を抱えたとしても、何ら問題はない。むしろ、流動性の危機で、短期志向のファンドや金融機関が資産を投げ売りするという昨年第4四半期の状況は、長期基金ファンドにとつて、過小評価資産の絶好の買い場になっていたはずだ。株やリスク債券の資産の保有割合を増やしていなければ、そちらのほうが批判されるべきである。

一方、こうした長期の運用を行う年金基金や大学基金が、短期のリターンを求めるヘッジファンドに投資し、その破綻によって損失を出した場合、あるいはリスクの高い外国為替商品に投資して損失を出す場合は問題だ。たとえば為替が安定していれば比較的高い利回りを得られるが、為替がある一定のレートまで下落すると、収益がゼロになるばかりか為替下落の損失を引き受けるというような金融商品（バリア・オプションの一種）を購入する、というのは基金の目的から考えておかしい。購入を勧めた証券会社も購入決定した財務担当も間違っている。同じ「損失」を出すにしても、その内容が問われるべきである。