

# 年

金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) など公的・準公的資金の資産運用の高度化などについて有識者会議報告書・提言がまとまった。検討対象の独立行政法人などの資金総額は200兆円に上り、このうち120兆円はGPIF。報告書の焦点はGPIFである。

GPIFの資産運用には、「中期計画」によりポートフォリオの指針が設けられている。現在は国内債券が60±8%、国内株式が12±6%、外国債券が11±5%、外国株式が12±5%とされている。債券や株式の運用の大半は「パッシブ運用」として、その資産の代表的インデックス(たとえばTOPIX)をなぞるように運用されている。債券の比率

## 公的年金基金をどう改革するか

伊藤隆敏

東京大学大学院教授

【今週の眼】

# 経済を見る眼



いとう・たかし ● 一橋大学卒、米ハーバード大経済学博士。米ミネソタ大准教授、IMF上級審議役、大蔵省副財務官などを経て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で民間議員を務めた。

撮影：今井康一

が圧倒的に高いということは、ポートフォリオの運用利回りが低位安定していることを意味している。しかし、一般的に年金基金の資産のような長期運用では、短期のボラティリティは高いものの、長期的にはブレミアが乗る株式の割合を高めることが基本である。過去20年の長期株価下落、デフレの進行の中では、国債中心の運用でも日本株中心の運用と遜色のない利回りをたまたま実現していた。

しかし、今、デフレから脱却して2%のインフレ目標政策を掲げる日本銀行と、成長戦略を実現して潜在成長率を底上げしようという安倍政権の経済政策の下で、GPIFのポートフォリオがこのままでよいのか、というのが今回の有識者会議提言の基本的な視点である。

国債金利が現在の0.6%から3%に上昇すれば、保有する長期国債の時価は下落して運用損を計上する。一方、成長率の上昇、景気拡大は株価を押し上げるだろう。分散投資によってリスクを制御しつつ利回りを向上させられるということは、ファイナンス理論のイロハである。さらに、リスクを制御するには、過去のデータだけではなく将来の変化(2%インフレ率への収束)を考慮する必要がある。

現在のGPIFでも、基本ポートフォリオの中の乖離幅を目いっぱい使えば、国内債を52%まで引き下げ、国内株を18%まで引き上げることが

できる。将来の金利や株価の変化のリスクとリターンを見越したフォワードルッキングなリスク・リターンを再計算することで、GPIFは基本ポートフォリオの変更を申請。厚生労働相の認可を得て、ポートフォリオをさらに変更することができ。今年6月にもこの手続きを経て国内債の比率を67%から60%に引き下げている。海外の代表的な年金基金では、内外債券の運用割合は35%40%であり、GPIFもこれを目指すことになる。さらに、いわゆるオルタナティブ(ヘッジファンドや不動産などの代替資産)への投資やアクティブ投資の拡大も重要だ。

一方、このような高度な運用には、ガバナンスの強化が重要である。現在、非常勤の運用委員会の委員を常勤化する、予算を拡大して運用の大口を数名雇用というのは、閣議決定を見直せば可能なことである。ある規模の資産を一任委託するような「ベビーファンド」も設置できるだろう。専門家から成る理事会を設置し、運用のプロを数十名単位で雇うためには、法律改正が必要になる。分散投資の推進とガバナンスの強化は、足並みをそろえて行っていく必要がある。しかし、できることから始めることが重要だ。

■