

# 公的年金の 資産運用は 変貌するか

川北英隆

京都大学大学院  
経営管理研究部 教授

七 月に「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」が設置され、主に公的年金の資産運用を改革すべく、議論が進んでいる。そこでの論点(中間時点での整理)が、この九月二六日に公表された。主要なものは次のとおりである。

第一に、国内債券を中心とする現在のポートフォリオを見直す必要性である。この背景として、デフレ脱却にともなう金利上昇リスクがあげられている。第二に、新たな運用対象である。REIT(不動産投資信託)を含む不動産、インフラ、プライベート・エクイティ、コモディティの名前が検討すべき投資対象としてあがっている。さらに、株価指数を真似るパッシブ運用について、東証株価指数(TOPIX)に組み

込まれている企業には「十分な収益性等が認められない先も含まれる」ことから、「インデックスからの乖離を許容したり、より効率的な運用が可能となる指数を利用したりするなどの改善策について検討すべき」としている。

第三に、最大の公的年金である年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)を強く意識し、理事長一人に権限と責任を集中させるのではなく、「常勤の専門家が合議制により実質的な決定を行う体制が望ましいのではないか」と、日本銀行の金融政策決定会合を意識した投資組織への組み替えに言及している。

これに関連して、第一線の専門人材の確保と、その人材に対する報酬体系の見直しも指摘している。同時に、運用コストの縮減がかえって「貴重な運用機会を逃しているほか、金融・資本市場の発達を阻害する要因になっている可能性がある」ともした。たとえば、本誌で前回に述べたイギリスでのスチュワードシップコードに似た行動を投資家が採用しようとした場合、それ相応のコストが必要となる。コストをかけることで、将来のリターンが期待でき



マーケット・アイ

## M A R K E T E Y E

るとの方向感である。

これらの議論をどのように評価すればいいのか。評価するに際して、この有識者会議の置かれたポジション、すなわち安倍政権の政策との表裏一体性にも注意を払っておくべきだろう。

まずは、国内債券を中心とするポートフォリオを見直しについて。現在の債券市場の七割以上が国債で占められていることを思い出すのなら、国内債投資の見直しは、年金による国債投資が減ることを意味する。これに加え、公的年金の資金量も、年金保険料等の収入以上の年金支払いによつて減っている。このため、有識者会議での論点に沿った見直しがなされた場合、現在の主要な国債の買い手が後退し、国債保有者としての日本銀行のウエイトがより一層大きくなりかねない。

日本銀行のウエイト増大に対して市場関係者が懸念しているのは、債券市場の機能が喪失することである。「国内債券を中心とするポートフォリオを見直し」が望ましい政策だとしても、片方で日本銀行が国債残高の増加分のほとんどすべてを保有したのでは、金利上昇による国債価格下落とそれに伴う損

失が、公的年金から日本銀行に移転されるにすぎない。結局のところ、政府の財政赤字の削減努力がなければ、ポートフォリオの見直しに何の意味もなく、むしろ悪影響をもたらす。

次に、新規の運用対象について。これにはいくつかの意味がありうる。一つは、不動産投資やプライベート・エクイティに代表されるように、公的年金が日本銀行に代わってリスクマネー供給の呼び水になることである。もう一つは、コモディティへの投資が商品価格を上昇させ、インフレの下地を作る可能性があるため、現在の日銀の役割を補強しうる。

以上のように、公的年金のポートフォリオと投資対象に関する有識者会議の議論は、日本銀行をはじめとする政府関係機関の役割および分担と密接不可分である。

一方、GPIFを中心とする公的年金の資産運用規模は非常に大きいため、株式投資に対する運用スタンスの見直しがなされれば、市場にも大きなインパクトを与えうる。運用に関する組織の見直しも然りである。今後しばらく、有識者会議の議論と、それに対する公的年金の対応から目が離せない。