

政府系ファンドの実情と課題

④

わが国が運用する規模の大きい資金としては、外貨準備のほか公的年金がある。昨年来、これらを原資に、積極運用の導入（政府系ファンド設立）を検討する動きがいくつかみられた。

◆国内での検討状況

一つは、渡辺喜美前金融相の私的懇談会「金融市場戦略チーム」におけるものである。本年6月の第2次報告書では、わが国としての政府系ファンド設立に対し、積極論と慎重論の両論を併記したうえで、「国民資産の効率運用の観点等から運用のあり方について抜本的検討を含め、幅広く議論する必要がある」とされた。

もう一つは、自民党国家戦略本部の「SWF検討プロジェクト・チーム」によるものである。本年7月の報告書では、①年金について、現在のポートフォリオのなかでのより効率的な運用が提言された一方、②外為特会については「運用の見直しに当たっては、ルールを厳格化する」に加え、わが国財務省が米国財務省と緊密に協議すること（ことが望ましい）とされた。

わが国における動き

らに①については、10兆円を切り離して民間専門家に運用を委託し、5年間の期間内に当初の目標通りの結果が出せなければファンドを解散させる、との提案が行われた旨報じられている。

◆長期データが示すリスクとリターンの関係

すでに蓄積された国民の資産について、その有効活用を図るという意味で、効率的な運用に努めること自体は、最初から否定されるような話でもなかり力のある過去の実績値に基づく話

積極運用導入の機運

う。主要国を含めた国際金融界でも、そうした考え方が最近主流となっている。

興味深いデータがある。サマース元米財務長官は、最近の論文で、過去約80年間の実績値をもとに、投資ポートフォリオにおけるエクイティのウェイトが高くなるほど、リターンの振れ幅は大きい、その水準も高くなることを示している（図表1）。また、投資ポートフォリ

図表1 投資ポートフォリオのリスク／リターン年率(1926～2004年)(%)

ポートフォリオの種類	年率実質リターン(幾何学平均)	リターンの標準偏差(年率)
米1カ月物預金100%	0.65	0.89
典型的な中央銀行ポートフォリオ(0～3年物米ドル建て財務省証券)	0.98	1.24
典型的な年金ポートフォリオ(6割が株式、4割が債券)	5.75	12.45
米株式100%	7.11	19.37

(資料) ローレンスH. サマース「公的資産増大の時代における機会」『ソフリン・ウェルズ・マネジメント』(カラリ、リエットヴェルド編、2007年)に一部筆者加筆。(原資料) イボットソン株式、長期債券、短期債券、およびインフレ年率1925～2005

リスクとリターン 中・長期の視点必要

リターンを逸失している可能性もあることを示唆している。

◆今後の方向性の考え方

では、わが国は、今後いかに対応すべきか。

図表2 投資ポートフォリオの保有期間別マイナス・リターンの可能性(%)

ポートフォリオの種類	1年	5年	10年	25年
株式	32.3	21.9	13.3	0
典型的な年金ポートフォリオ	33.2	18.4	12.5	0
典型的な中央銀行ポートフォリオ	34.8	32.8	37.0	38.1

(資料) 図表1に同じ。(原資料) イボットソン・データに基づく、世界銀行データベースによる試算

最初から構築することができるか、そのために仮に、リザーブの確保などの面で、短期的なコストが発生してもそれを容認できるか、こうした面で国民的なコンセンサスが形成できるかが、今後の鍵となる。

公的年金は、現状すでに、外国株式などを一定程度含むポートフォリオが組まれている。この運用スタンスをもう一段積極化するとして、どの程度のリスク／リターンのプロファイルとするか、議論の余地はあろう。ただし、今後のあり方について、前述の自民党チームが示した「5年」という時間軸は短過ぎないか。10年・20年という視野で、過去の市況の実績値も参考に、後の世代に対して応分の責任を果たせるスキームを構築することが望まれる。

他方、外貨準備については、前述の2報告書はいずれも、具体的な対応の方向性について触れていない。前回みたように、有利子負債と両建ての外貨建て資産であるため、年金よりはるかに複雑かつ困難な課題を抱えている。

これは、わが国が今後①潜在成長率の水準に高望みはできず、②財政事情は極めて悪い、という前提条件下で、国としての中・長期的な投資のリスク／リターンのバランスをどうとるかの問題である。国内世論は元来、とすれば、目先の短期的な損得に目を奪われがち傾向がある。年金にせよ、外貨準備にせよ、単年度ごとの市況の振れを想定し、それに対応し得る中・長期的な運用方針や仕組みを、



日本総合研究所 調査部主任研究員 河村 小百合

かわむら・さゆり 京大法学。日本銀行勤務を経て日本総合研究所入社。01年より現職。専門は金融、公共政策。本分野での執筆論文は「外貨準備政策運営の見直し」(ジャパン・リサーチ・レビュー 03年12月号所収)、「日本版ソブリン・ウェルズ・ファンドの課題」(ビジネス・アンド・エコノミック・レビュー 08年1月号所収)ほか。

