

2013/11/28 08:09

◎【円債投資ガイド】GPIF運用見直しがもたらすもの＝日本総研・河村氏（28日）

河村小百合・日本総合研究所主任研究員＝わが国の国債が長らく安定消化されてきた鍵は国内消化率の高さにある、という点は論をまたない。国内経済の「デフレ均衡」状態が長期化してきた中、国内の民間金融機関ばかりが大量に国債を保有し続けてきたように言われるが、実際にはもう一つ、国債の安定消化に大きな役割を果たしてきた部門がある。公的セクターだ。しかしながら、これらをめぐる状況は近年、大きく変化し始めているようだ。

かつては資金運用部に代表される政府部門も、国債の大口保有先の一つであった。1998年には「資金運用部ショック」なる事態まで発生したほど、その国債市場への影響力は、極めて大きいものであった。当時の運用部の国債保有残高は約88兆円、シェアは約30%に達していた。しかしながら、2001年の中央省庁改革の一環で、資金運用部が財政融資資金に衣替えして既に10余年が経過した現在、国の徹底的な資産改革の結果、財政融資資金の12年度末の国債保有残高は、わずか6.8兆円、シェアは0.9%にとどまる。国債の運用に回すことが可能な、かつてほどの規模の余資はもはや持ち合わせていないのだ。

ゆうちょ銀行もまたしかりだ。2010年の定額郵貯の大量満期の到来以降、バランス・シートの縮小傾向が続く。09年度末には約155.9兆円（シェア約19%）に達していた国債保有残高は、足元の12年度末では138.2兆円（シェア14%強）に減っている。

そしてGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）だ。こちらも高齢化の進展を受け、年金給付を履行する流動性を確保するために、年金積立金の掛け金の積み立てを上回る規模で、資産の取り崩しを行わざるを得ない「キャッシュ・アウト」局面に既に入っている。公的年金の資産規模はすでに縮小トレンドに入っているのだ。国債保有額のピークは08年度末で80.4兆円、シェアは10.1%であったものが、足元の12年度末では69.2兆円（シェア7.1%）に減少している。

加えて政府の「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、去る11月20日、GPIFを含む政府部門の資金運用見直しに関する報告書を発表した。それによれば、GPIFは今後、投資ポートフォリオの配分を見直し、現在、6割相当の国内債券の割合を引き下げ、代わりに不動産投資信託（REIT）・不動産、プライベートエクイティ、といった新たなリスク資産を運用対象に含めることを検討する方向となるもようだ。

これらの運用資産を実際に、GPIFの運用対象としてどこまで含めるのが適当か、という議論は別の場に譲るとして、これは表向きには、アベノミクスの進展に足並みを合わせ、公的年金としても成長の成果を少しでも享受したい、年金財政の運営を少しで

も好転させたい、ということなのだろう。

他方、水面下で真剣に懸念されているのは、G P I Fの現在のポートフォリオが抱えるリスクの大きさなのかもしれない。国内債券という単一資産への集中度が極めて高く、しかもその大半は名目固定利付きの国債であると推察される。このように、そもそも公的年金たる運用主体が、G P I Fのように、物価連動国債ではなく、名目利付きの長期国債ばかり保有している場合においては、将来的にインフレが進行した際、物価スライドの年金給付に支障をきたすおそれがある。国民は進行するインフレ率に見合う年金を受け取れなくなる可能性があるのだ。仮に政府が、インフレの進行によって市場金利が上昇するなかで、国債の元利償還を名目上はかろうじて何とか継続しても、他方で年金給付がかかる事態に陥れば、これは国の財政運営において事実上のデフォルトの一形態に相当する。

わが国の場合、物価連動債のそもそもの発行規模に限られる中、G P I Fとしては、今の段階で、良質なリスク資産を一定割合、運用ポートフォリオに組み込んでおく方が、将来的なリスクヘッジになり、国民にとっては将来的な年金の給付が確保されることになるのかもしれない。

他方、G P I Fがこうして運用多様化を進めることになれば、それだけでなく、高齢化の進展によるキャッシュ・アウト状態への転換によって、公的年金としての国債保有残高は年々減少しているのに、そのトレンドをさらに加速させることになる。G P I Fが今よりももっと速いペースで、保有している国債を手放していくことになるのだ。

今回、政府がこのように、国債の大口保有先の一つである公的年金の運用多様化を「安心して」打ち出せる背景にはおそらく、もう一つの公的セクターである日銀が、異次元緩和の導入によって、以前にも増して多額の国債を買い入れるようになったという事情がある。

では今後、曲がりなりにもデフレ脱却が果たされ、日銀が大量の国債を売却して市中から資金を吸収する売りオペに転じる局面となったとき、国債市場の状況はどうなっているのだろうか。かつて、何かあれば「買い出動」してくれた公的セクターの各部門の国債市場におけるプレゼンスは、上述の通り、現在では大きく低下している。最後の「頼みの綱」に近い公的年金ですら、国債の保有をさらに減らして運用を多様化するという。日銀が売却する国債を、いったい誰が「買ってくれる」のか。そもそも、日銀が国債を売却すること自体が困難になるのではないか。

「かくれんぼ」を一緒にしていた仲間がだんだん、いなくなっていった。最後の方で鬼になった日銀が、目隠しをとったら、鬼をやってくれる人はもう、誰もほかにいなかった。そんな事態になりかねないことが懸念される。異次元緩和に踏み込んだ日銀が、今後、時機が到来したときに、秩序だった「出口局面」を粛々と通過していけないことには、わが国の財政運営や経済が「異常事態」から脱却して真の正常化にたどり着くことはあり得ないのだ。（了）

[/20131128NNN0048]

(c)Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved