

## 4. 日本にも SWF を

東京大学大学院経済学研究科教授 伊藤隆敏氏

まず SWF についての定義だが(資料3)、スティーブン・ジェン氏のニュースレターによれば、政府保有である、外貨資産が大半である、正味資産である、高いリスクの許容度があって長期運用、というのが定義という事になっている。通常はこれを全部満たすものばかりではなく、これの一部を満たすものも SWF に数えている。政府保有というのが絶対条件にしても、外貨資産が大半ではなくて少しであっても SWF に数えたり、正味財産でなくて裏側に債務があっても SWF と呼んでみたりというところはある。ただこれが、純粋な SWF とは何かと言われた時にこういうものであるという定義になると思う。

まず種類についてだが、およそ次のように分ける事ができるのではないかと考えている(資料4)。第一にオイル系だが、中東に代表されるように原油収入を積み立てていって将来の世代までそれを持っていき、オイルがなくなった時にはその資産で食べていくというためのもので、これは今言った定義を全て満たすようなものである。

次に外貨準備系と呼べるものは、実は国内債務を持って外貨資産を運用していくという場合がほとんどなので、正味資産ではないという点はあるのだが、SWF と数える場合が多い。ただリスクをどれ位とるかという事によって、SWF に見做す場合と見做さない場合に分かれてくる。

さらに公的年金基金系だが、これはカリフォルニア退職者年金基金(カルパース)のような海外に積極投資をしているもので一応公的な年金であり、政府がコントロールしているという事ができるので SWF と見做す人もいれば、見做さない人もいるようだ。これもバランスシート上、反対側に現在は債務がない場合が多いが、将来これは年金の受給者に払われるものだと考えると、将来の支払い債務はあるという意味で必ずしも正味資産とは言えないかも知れないという定義上の分類になると思う。

アメリカのキミット氏等のように、「国営企業も国営銀行も SWF みたいなものである。なぜなら政府がコントロールしているわけだし、自由に投資ができるという事であれば、これは SWF と同じではないか。」という見解の人たちも一部いる。本来であれば通常は SWF とは見做さないのであるが、行為、行動からみて SWF とそんなに変わらないではないかという人がいるという意味でそこに載せておいた。

代表的な SWF は資料5にあるが、ADIA が突出して一番大きく、それに続くのが SAMA、ノ

ルウェー、それから中国のCIC、シンガポールのGICといったところである。シンガポールにはもう1つTemasek というのがあるが、これは元手のお金が違うので全く別のエンティティとしてある。しかし、両方ともSWFとして見做されている。

中東系としてはクウェートやカタールがあり、アラスカにもアラスカ・パーマネント・リザーブ・ファンドというのがある。これもSWFに数えられている。アメリカは結果的にサンチャゴ・プリンシプルズに至るまでにSWFの出資国側と受入国側の両方に入っており、両方から議論をうまくコントロールしているという印象だ。

オイル系としてはADIA、SAMA、KIA、ノルウェーが代表的であるが、このうちノルウェーは名前はペンション・ファンドだが、オイル系のSWFである。それにアラスカがあり、それから外貨準備系がシンガポール（特にGIC）、中国、韓国、それから年金基金系の代表格がカリフォルニア退職者年金基金（カルパース）という事になっている（資料6）。サンチャゴ・プリンシプルズについては前回トゥルーマン氏の講演にもあったので省略させていただく。

本題の「日本にSWFを設立すべきか」（資料8）という事に入っていきたいと思う。候補は2つあって、公的年金基金（GPIF = 年金積立金管理運用独立行政法人が運用）と外貨準備である。既に年金基金150兆円、外貨準備100兆円という巨額な資金を持っており、ある意味ではSWFになろうと思えばいつでもなれるわけである。カルパースがSWFであれば日本の年金GPIFだって十分SWFであるし、外貨準備系のシンガポールのGICがSWFであるというのであれば日本の外貨準備もその運用先をちょっと変えればすぐにSWFになる。ある意味ではSWFになり得る潜在SWFを持っているけれども、なぜかそれを使いたがらないというところが日本の特徴である。従って設立すべきかどうかという設問自体が間違っており、既に既存のSWFを、SWFのように行動させるべきかどうかという中身の問題であるという言い方もできるかと思う。

次に先ず結論を先に話した上で、具体的な中身の話をしたいと思う。結論的には、私はGPIFはプロに運用させてもっと実際の運用成績を上げるべきだと思っている（資料9）。但し150兆円がそのまま動き出すというのは規模として非常に大きすぎるので、むしろベビーファンドというようなものに、いくつか小さな小分けをしてそれに競わせるというのが可能な選択肢であると思っている。外貨準備の方は、日本経済新聞の経済教室に書いた通りであり、利子の受取の部分を基金化して溜めていくというのが現実的な選択ではないかと思う。外貨準備100兆円全部をSWFにするのではなくて、現在3兆円から4兆円ある利子収入を外貨準備には繰り入れずに外に切り出して積み立てる。そこは自由にリスク許容度を高めてSWFのように行動してもらうという事が非常に現実的な選択ではないかと思っている。この結論に至る理由をこれからお話していく。

公的年金基金についてだが（資料10）、国民年金や厚生年金といった通常の日本の年金とい

うのは若い世代が払ったものが親の退職世代に支払われる、いわゆるペイ・アズ・ユー・ゴーであるという風に説明される。実はそのうちには、一部分が積み立てられてきているという積み立て型の部分というのがある。それが今では何と150兆円に上っているという事で、これはあまり知られていなかった点だと思う。これが、昔は年金福祉事業団と言われた所であったが、改組を経て今は年金積立金管理運用独立行政法人という所で運用されている。運用している人が81名いるが、これは全部のスタッフも含めて81名であり、この中のプロフェッショナルな運用のプロと言われる人は10人いるかいないかという程度だときいている。2006年までの過去5年間の平均利回りは3.5%、これはノルウェー、スウェーデン、カナダよりはるかに低い。ノルウェー、スウェーデン、カナダとは通貨が違うじゃないかと言われるかも知れないが、日本の企業の年金基金と比べてみると、それでもはるかに企業年金の方が運用利回りが高い。すなわち GPIF の運用成績、利回りは明らかに低いという事になると思う。年金基金の改革がなぜ必要かという事だが（資料11）、あと10年位するとこの取り崩しを始めるという予定になっている。10年か15年か分からないが、我々団塊の世代が退職したあたりで支給額がはるかに保険料収入を上回るものになる。今の少子高齢化が終わって新しい人口ピラミッドになる過渡期の間にこれを取り崩すという予定になっていて、「100年安心プラン」の中でも100年後に、ある一定の低いレベルまで取り崩すという予定になっている。

従ってこの150兆円をうまく運用するという事は将来の我々団塊世代の年金給付を増やす事になるか、あるいは今は我々の子供の世代の年金保険料を上げて行くと言っているわけだが、そのペースを低くしてあげる事ができるというそういったメリットにつながっていく。それではこれはどうやって運用されているかという事であるが、まず運用の基本的な哲学があるとは到底思えない。基本ポートフォリオというものについては後で説明するが、先ずこの基本ポートフォリオを定めてそれに従って運用する。では運用は誰がやっているかという、恐らくそこからどこかの証券会社に委託して行うという事になっているが、それほど詳しく、いわゆるマンドートが与えられてやっているというような感じではなさそうだ。従って、何百億円か何千億円かを運用委託する時に本当に何を委託しているのかわからない。あるいは逆に運用している方の証券会社、投資銀行がそれほど熱心に競争しながら運用成績を高めるといような委託形態にはなっていないような感じである。

資料12のグラフはパイチャートによる比較であり、日本の年金基金それからノルウェー、オランダ、アイルランド、フランス、カナダ、スウェーデンがそれぞれどういったもので運用しているかという事を表している。ノルウェーは国内の資産は持たずに、全部海外の資産にするという運用をしている。それ以外の所でも海外の株式、海外の債券の比率というのはかなり高い比率になっている。そういう意味では日本のように国内債券が3分の2位を占めている年金基金というのはかなり異例であるという風に言う事ができると思う。

厚生労働大臣から指示される中期目標は、名目賃金の上昇率プラス1.1%となっているが、

その1.1%はどこから出てくるのか全く分からない。名目賃金の上昇率がなぜ出てくるかと言うと将来の給付を決めていくマクロスライドというものが賃金に連動しているというところからこれが出てきているという事のようなのだ。運用委員会というのがあり、中期計画を審議しているという事になっているが、これは月に1回程度の会合であり細かい審議内容は表面には出てこないが、それほど詳しく細かい運用の話、いわゆるマニフェストというものをきちんと議論しているようには思えない。パートタイムで月1回程度の頻度で議論しているのだと思うが、恐らくほとんど責任が取れないような運用委員会だと思う。他のSWFのようにインハウスでそういった運用のプロというものを抱えていないという点が非常に心配である。

資料13の基本ポートフォリオを見ると、明示的に国内債券で3分の2と割合を掲げており、もちろん乖離許容幅プラスマイナスはあるが、なるべく基本ポートフォリオに寄せていこうという事をしているので、そういう意味では3分の2が国内債券というのはそこからきている。国内株式11%、外国債券8%、外国株式9%、短期資産5%という比率については、なぜこういう比率になったのかよく分からないが、とにかく決まっている。これを決めたのはいつかという、実は2003年、2004年の頃にこういった基本ポートフォリオにして2008年までにこの基本ポートフォリオを達成するという事を決めている。なぜ2003年、2004年かという2003年に巨額の損失を出したからである。2003年は日経平均8,000円の年である。当然評価損というのは大きなものになるわけで、そこで国会で問題になって、「どうしてこんなに大きな損失を出したのだ。運用が間違っているのではないか。アクティブを減らしてパッシブにすべきだ。」と批判された。そこで、基本ポートフォリオを決めて、しかも国内株式の運用についてはパッシブを基本とするという事を2003年に決めた。それでも株式を残しただけまだ良いわけで、2003年に株式を全部売って国内債券にシフトという決定をしていたとしたら、2003年から、2006年にかけての株価上昇を考えればそれはたいへんな間違いであったわけである。

本来リスクをとって長期運用をすべき年金基金が、下がったら売り、上がったなら買うというモメンタム・トレーダーのような事をやるというのは非常に愚かな戦略だと思う。GPIFが、もっと独立した、中期の運用成績で競うという体制を作らなければ到底このGPIFが運用成績を上げていくという事は期待できない。今のように日経平均株価が低迷し、流動性がなくなっている時こそ、SWFが長期戦略を持って買いに出てくるというのがフィナンシャル・マーケットの効率性を回復する鍵だと思う。公的年金基金は、10年経ってから漸く取り崩しを始めようかと言っているわけであり、流動性は今必要なわけではない。これから10年間取り付けもないし預金の解約もないのが公的年金なわけなので、いつが買場なのかはそういう所から判断していかなくてはいけない。まさに今すぐ運用方針を改めるべき所なわけだが、そういった事を考えている人はごく少数しかいない。

既にGPIFの問題点を話し始めてしまったが、ガバナンスがまず問題である(資料14)。責任を多分もう誰も取らない体制になっている。厚生労働省の監督下にあるわけであり、通常の

日本の組織として天下りを受け入れているというのはあるのかも知れないが、やはりこういった年金運用に関わる金融機関なので、プロに運用を任せるという方針をきっちりと確立しない限り非常におかしな事が出てくるという風に思う。機動的な運用が特に株式運用の場合に必要なわけであり、自分で責任を持って判断できる人がいないと全く機能しない。

2番目の問題点は、独立行政法人ゆえに経費の削減義務というのがあり、どんどん人を減らそうとしている。誰を減らすかと言うと、いわゆるプロパー職員とかプロの人とかそういう所を減らしていくという事で、これも先行き改善する見通しはあまりない。さらに単一組織で一括運用するには、150兆円という資金は大きすぎるわけであり、これがバタバタと動き始めると池の中のクジラ状態になってしまう。もっと機動的に運用ができる、目配りできるサイズにしないといけない。

もう1つの問題が先程基本ポートフォリオで見たように、運用手段が国内株式・国内債券、海外株式・海外債券しかない点である。そうすると商品や先物、REITであるとかヘッジファンドといったいわゆるオルタナティブ投資には全然投資はいかない。今こういう事を言うと、そういう投資は、昨年来の金融危機で大損したので、してなくて、よかったじゃないかという風に言う人は多いと思う。確かに先程言ったようなノルウェーとか、カルパースはたいへんな事になっているわけで、そういった意味ではもちろんタイミングというのは重要なわけだが、5年スパン、10年スパンで見れば、やっぱりこういった多様な投資をしている方がリスクは分散、平均的なリターンというのは高くなるわけである。長い眼で見ればやはりこういったいろいろな負の相関をもつ商品を入れていかないと運用成績を上げてリスクをコントロールする事はできない。従って本当に基本的なファイナンスの知識をもっているとは思えない。要するにポートフォリオは、効率性フロンティアにのっているとは到底思えない。あまり高級な事をやらなくてもいいから、せめて効率性フロンティアにのるという事くらいは目指して欲しい。そのために何が必要なのだろうという事を本当は議論すべき所なのであるが、議論する場もあまりないという事になっている。

先程150兆円は巨額だ、巨額だと言ったが、資料15はその比較である。ノルウェー、オランダも結構大きいわけだが、そこと比べても非常に額としては巨額である。しかしながら日本の場合、運用している人数は非常に少なく、平均収益率も非常に低いという状態が一目瞭然である。それから不動産等が入っているかどうかということも比較する事ができると思う。ノルウェーというのは国内資産を持たないと明示的に言っている。国内市場が小さいという事もあるが、このような資産構成になっている。因みにカルパースはここには出てこないが、GPIFの6分の1程度の規模である。収益率が低いという話で今平均収益率の話題を出したが、2002年から2007年までの平均収益率と隔年の収益率を比べると(資料17) 2002年は非常に運用成績が悪かった年で2008年も多分同じように、2002年をもう少し拡大したような図になると思うが、確かに株式相場が下落する時には国民年金、厚生年金はよく見え、他は悪く見え

る。リスクを取ったところは当然そのリスクの損失を被るわけだが、では良い時はどうかと言えば、良い時は当然 GPIF よりも他の基金の方が良い成績を出しているわけで、悪い成績が1年あって、良い成績が5年位あれば、それを平均すれば GPIF は負けるわけである。

従って来年（2009年）は世界大不況かも知れないが、世界大恐慌が5年、10年続くという事であれば債券で運用してもいいのかも知れないが、そうではない限り1年不況で5年好況というパターンであれば当然、今、底値で株式を組み込んだ方が長期的には運用成績が良くなる。経済ファイナンス分野でもよく知られているエクイティ・プレミアム・パズルというのがあるが、長期的に見れば株式運用の方が利回りが高い。先程の基本ポートフォリオが、なぜああいふポートフォリオになるのか全く理解できないし、基本ポートフォリオにおいてリスク分散が十分できているとは思えない。一方で、例えば国内債券、国内株式、外国債券、外国株式それぞれについて、基本ポートフォリオの中での割合は良いとして、その国内債券の中で実際運用成績はどうかという細かい表がある。それを見ると、いわゆるそのカテゴリーでベンチマークと言われている指数に対しても平均すると大体見劣りしているという事になる。GPIF から運用を任されている人がいたら申し訳ないけれども、任せている先を誤っているのか、任されている方が努力してないのか分からないが、どうもきちんと運用してもらっているようには思えないという数字も出ている。

次に先程改革する事によって将来の年金財政の健全化や受給額の向上といった効果が期待できると言ったが、もう1つ副次的な効果としては、東京の国際金融センターの構築にも繋がるのではないかという事である（資料20）。例えば10兆円のベビーファンドを10個も作れば、もちろん運用したいという人は来るわけで、競わせると言えば一所懸命やるわけである。東京がそういった運用の中心地になれば、実際そこに人がいないとコミュニケーションも取れないわけなので、そういう意味ではいわゆる東京の金融センターの構築という事に寄与すると思っっている。ただわざわざ副次的と言っているのは、こちらを主にやってしまうとこれはこれであまり好ましくない。あくまでも副次的な効果として東京の国際金融センター化に寄与するというように言っておきたい。

改革の方向性であるが（資料21）、まずガバナンスをきちんとして、独立して責任が持てるような体制にする。つまり高い透明性と十分な説明責任というものを付与する代りに独立性を持たせるという事が重要である。従って1年毎の運用成績で、外部の力で基本ポートフォリオにまで注文を付けるというような事はやめるべきである。

ベビーファンドというのはどういうイメージかと言うと（資料22）、最初に10兆円位のベビーを1つか2つ作って、さらにそれをどんどん増やしていった運用成績のいい所は運用資金を増やしていくという事である。マザーファンドが150兆円なので、そこから10兆円、20兆円規模のものをどんどん増やしていくというのが改革のイメージである。

次にやはり独立性を持たせるためには理事会あるいは投資委員会のようなものを中に作って

きちんと責任をもった体制にしなければいけない(資料23)。全部インハウスでやる必要があるかというそれは必ずしもそうでもないと思う。ただベビー・ファンドに任せるにしても、ベビー・ファンドにどういうマンドートを与えるのか、どういうプロに任せたらいいのかという事を判断できるプロが少なくとも中にいないといけない。だから中に少なくともどこに出しても恥ずかしくないファンド・マネージャーを1人なのか、2人なのか、5人なのか分からないが、少数でそういうものを作ってその投資委員会の判断でいくらかでもポートフォリオをシフトできるような体制にしておく必要がある。そうした人たちには、恐らく相応の報酬が必要になる。その人たちが判断したマンドートに従ってその10兆円単位のベビーファンドにどんどん運用を任せるとい事が考え得る体制ではないかと思う。そうしたプレイヤーを100人抱える必要はないけれども、数名は必要ではないかと考えている。なお拠点の神奈川県移転については中止になり、これは東京に留まるという事になった。

次に批判と反批判についてだが(資料27) このような改革提案に対する、よく聞かれる批判は、「年金積立金は安全に運用すべきでありハイリスク・ハイリターン商品に投資すべきではない。もし損失が出たら誰が責任を取るのか。」「厚生年金保険料は労使の折半で拠出しているものであり投資方針には労使が関与すべきである。」これは経済財政諮問会議でやっていた時にいろいろヒヤリングして、その時に出てきた主なコメント・批判である。先ず1つ目の安全に運用という所だが、「何が安全なのか。国債というのは安全なのか。」という事だ。まずインフレ・リスクというものはあるわけであり、変動利付債や物価連動債でない限り、インフレ・リスクというものに対してはリスクがあると言わざるを得ない。金融危機の現状では、物価連動国債をGPIFもどんどん買えばいいと思う。これを買っている形跡もあまり見られず、外資が投売りしたままとんでもない価格がついている訳だが、これも実際のところはよく分からない。

我々の債務というのは将来の年金であり、将来の年金というのはマクロスライドしているので、物価ではなくて名目賃金である。厚生労働省から与えられているマンドートというのは名目賃金プラス1.1%なので、これをクリアすればいいわけである。でも賃金に連動しているものはないので、だからこの国債を買う意義があると述べているわけである。賃金がなぜ上がるかと言えば、物価が上がれば名目賃金が上がるわけである。という事は恐らく一番いいプロテクションというのは物価連動債である。

従って恐らく名目賃金に連動して上昇するという厚生労働省から与えられているマンドートを満たすにはストレート・ボンドよりは物価連動債を買った方が当然守られるはずなのに、そういう意識は見られない。相関関係(コリレーション)、つまり何と何がコリレートして、どこがポジティブ・コリレーションでどこがネガティブ・コリレーションかといった、そういう考え方があるとは思えない。従って何がリスクであってという所も、リスクの中身の概念もプロフェッショナルに議論する事はほとんどできないような状態ではなからうか。

損失が出たら誰が責任を取るかという点についてだが、当然独立して運用するという事は責任を取るという事である。責任を取るという事は給料が運用成績にリンクしていて、ただ運用成績というのは1年ではなく、たぶん4、5年平均のものにリンクした給料やボーナス、退職金が出るといったものにすればいいわけである。誰が責任を取るのかというよりは、責任を取れるような体制を作らなければいけないという事になると思う。

ハイリスク・ハイリターンを追求するという事はここでは全然言っていないわけで、「もっと多様化してリスクを分散したらどうですか。」という事を言っている。GPIFでは、株式=ハイリスク、債券=ローリスクといった思考から脱却できていないのではないか。これはデリバティブ云々の話をする以前の話だ。さらに言えば、デリバティブを使えばもっとリスクをコントロールできるわけで、そういった事も全然議論にならないような事になっている。

労働者の代表も運用委員会に入るべきだという意見もあるが、やはり抛出と運用は別であり、労働者代表が運用委員会に入って運用成績が上がるわけでも、責任を取れるわけでもない以上、運用というのは運用のプロに任せるべきであると思う。

つぎに国債でもつかどうか、という問題。アメリカのソーシャル・セキュリティ・ファンドというのは非常に巨額なのだが、これは全部アメリカの国債で保証(バック)されている。しかし、バックされているという意味は国債を持っているという事ではない。「いざとなれば国債を発行して保証しますよ。」というのがアメリカのソーシャル・セキュリティ・ファンドである。だからあそこは資産を持っていない。日本で言えば交付国債を持っている、あるいはクライシスのあとの預金保険機構のようなもので、国家が保証し、いざとなれば国債を発行してきちんと支払いが行われるようにしますということだ。さて、日本でも、国債で運用することが理想である、というわれわれの提案とは逆の提案もある。つまりリスクがない。国が全部保証している。日本で言えば国債を67%ではなく、100%国債にする事が理想であり、従ってリスクものは一切止めて国債で100%持つべきであるという批判である。しかし、よく考えると、これはおかしい、ということに気がつく。そもそもなぜ積立金をわざわざ持っているのかという事と併せて考えてみたい。

例えばアメリカ方式は要するに賦課方式(ペイ・アズ・ユー・ゴー)を突き詰めた形である。今もらった金で退職者に払い、足りなければ国が税金、あるいは国債を発行してそれを穴埋めするというものである。ただ国債を発行して、と言っても国債というのは償還資金は税金だ。社会保険の形としていわゆる積立型とペイ・アズ・ユー・ゴーがある、といわれているが、国債で100%持つ積み立て型というのは実は、ペイ・アズ・ユー・ゴーと同じである。積立金はいずれ取り崩さなければいけないが、150兆円から例えば30兆円まで70年かけて取り崩す時にどうやって取り崩すのか。つまり、国債で持っていれば国債は当然償還してもらおうが、誰が償還してあげるのかと言えば、結局その時の若い世代で税金を払っている人である。ではわざわざこんな基金など持たないで若い人がその時になって退職世代に払うのと何が違うのかと言

えば、実は全く同じではないか。100%国債の形で持って、いずれ取り崩して行く事が分かっているのであれば、今やっているような積立型じゃなくてペイ・アズ・ユー・ゴーという形に100%移行しても変わらないはずである。そうなるとうなるかと言えば、今まさに少子高齢化で若い人がどんどん減っていく時に若い人にどんどん負担をシフトしていく事と何ら変わらないではないか。以上の論理を理解する必要がある。これはあまりどこでも書かれていないのではないかと思うが、少し考えれば、正しいことがわかる。年金は正味資産でなくてはいいのに、本来政府部門の債務を買ってあげるといふ事であれば、政府部門全体で集計すると正味資産が消えてしまう。つまり将来取り崩すために持っている資産というのは実は政府の中で貸し借りをしているだけなので、正味資産は消えてしまう。そうすると将来それを取り崩す時は、その時に税金をかけて償還してあげなくてはいいけないという事になるから、これは絶対おかしいという事になる。むしろ年金基金は国債などは持つてはいいけない。だからノルウェーは正しいのである。国内の資産で持つという事は、国の中で全部相殺されるわけなので、本来は海外のものを持っていて取り崩す時にはそれを売って、持って帰るといふのが一番正しい年金基金のあり方である。特に少子高齢化に直面している日本のGPIFといふのはそうすべきである。国内で持つていればそれはやがて国内の貸借関係で相殺される。だからあくまでも海外資産等を国としての正味資産で持つのが正解なのではないかという風に思う。

次に外貨準備についてである(資料28)。外貨準備の90%超は特別会計といふ所に積み上がっている。今の仕組だと利子を受け取ってその分だけ特別会計の資産・債務が両建てで増えていくという仕組みになっている。つまり入ってきたもののうち利益として見做されるものいからかを一般会計に繰り入れるといふ事をやっている。外貨準備が規模として大きすぎるといふ人もいれば、運用は絶対安全なものにすべきであるといふ議論があつたりする。これも外貨準備をSWFのようにして、リスクを取るとなると必ずこの辺りの基本的な所で反論が出てきてしまう。外貨準備といふものはどの国も持っている。通常は中央銀行のバランスシートに載っている。日本の場合は資産に外貨、それから債務に円建てのいわゆる政府短期証券といふものを持っている特別会計である。将来の評価損に備えた準備金等もあるが、特別会計の性格上これは資産=債務でバランスしている(資料30)。従つて正味資産ではないといふ性格のものになっている。

利子の受け取りはどのようにして起こるかといふと、資産に持っている米国債から受け取る利子が、裏側にある政府短期証券で支払う利子よりも大きいので利益が毎年出ている。1991年以降アメリカの金利の方が日本の金利より高いので、そういう意味では毎年毎年この利子差の分だけ収入があるといふ事になる。今は下がってきたが仮に米国債での運用利回りが4.5%として、日本での調達金利が0.5%とすれば、利子差で4%あるので、資産が100兆円あれば4兆円の利益があるといふ事になる。

よく円高になると評価損が出ると言われているが、それはその通りである。従つてその評価

損をずっとキャリア・オーバーしているので「評価損」という項目、それに対して積立金を積んであるという構造になっている。資産の一部はドル建て預金として金融機関に預けられているところもあるが、これは流動性を持っておくという事のためである。為券といわれる政府短期証券は、昔は日銀に対して発行して日銀引受がされていたが、今は市中売却・市中発行を原則としており、現在では引く手あまたでいくらでも買ってくれる人はいるという状況になっている。

資料<sup>31</sup>の図は、利子収入が起こった時にどういう事が起きるのかという事を示したものである。利子収入は米国債の利子で入ってくるが、利子を受け取るとわざわざそれに見合う同額の政府短期証券を発行している。発行は円で行われるので、キャッシュで円が収入として立つ。そこからまず経費、つまり為券の利子を円で支払うわけだが、そうすると3.5兆円から4兆円の当期利益というものが発生する。当期利益をどうするかというと今は1.8兆円を一般会計に繰り入れている。4兆円から1.8兆円を差し引いた2.2兆円、約2兆円位が積立金として載る。これが将来の為替差損が生じた場合の評価損に対して積立金を積んでいるという仕組みになっている。

この外貨準備というのは巨大なキャリア・トレードである。円で借りてドルで運用する。利子差があるから当期利益が発生している。従って金利差がある以上、円高が急速に進行しない限りこのキャリア・トレードというのは儲かる事になっているし、実際に儲かっている。ただ果たしてこれでいいのか。キャリア・トレードというのは、金利差が逆転した途端に、今までの収入が全部支出になるので巨額の支払いが必要になる。あるいは為替リスク、すなわち円高が進行すれば為替差損がどんどん膨らんでいく可能性があるという事になる。

結論から先に言うと、利子を受け取った時になぜわざわざ為券を発行してバランスさせるのかというところが疑問になる(資料<sup>33</sup>)。従って本来であれば、まず当期利益が発生しているわけなので、利益というのは積み立てておけばいいわけで、ドルで受け取ったのであるからドルで積み立ておけばいい。ところが実際は、「これは特別会計であり資産=債務にするため、資産が増えたのだから債券を発行しなければいけない。債券を発行してそこで利益が発生しているのであるから、一般会計が赤字であれば一般会計に繰り入れる。」という事をやっているわけである。金利差がこのまま永遠に続くという事であればこれでいいのかも知れないが、それも必ずしも保証されているわけではない。

それではなぜ一般会計への繰り入れがおかしいかという事であるが、1つは金利が高い通貨というのは金利の低い通貨に対して平均的には将来減価するという考え方がある。これが「カバーなしの金利裁定」という概念だが、この考え方からすれば金利差というのは実は将来の金利は、高い通貨の減価に等しいわけだから、これは将来の評価損に対する積立金として全部積み立てておくべきであるという考え方になる。つまり当期収入があるからと言ってそれを収入として一般会計に吸い上げるというのは、まずこの考え方から言うとおかしいという事にな

る。ただカバーなしの金利裁定は必ずしも常に成り立つ裁定式ではなくて、実証研究を見ても必ずしも成り立っているわけではない。高い金利の通貨に投資するという事は平均的に減価率を考えてもプラスになる場合が多いので、全額を積み立てる必要はないかもしれない。それでも一般会計に入れるというのはよく分からない。準備金として積んでおけば良いだけである。

そうすると改善提案としては（資料36）やはり一般会計への繰入というのを停止するという事だ。実は行革推進法という法律があって、特別会計の利益金を一般会計に繰り入れるという事が決まっているので繰入は止められない。繰入を止めるためには法律改正が必要という事らしい。従って法律の改正が必要なのかも知れない。いくらを繰り入れるのかが決まっていなれば、原則として繰り入れるとしても、これは将来の評価損に対する穴埋めであるという事から、できるだけ繰入は小さくする事が重要であると思う。

次に改善提案を2つ、第1案（資料37，資料38）第2案（資料39，資料40）としてお話ししたい。

先ず第1は、為券を発行して両建てになるというのがおかしい、一般会計に繰り入れるのもおかしいという議論について言えば、利子収入があったらそれで直ちに債券を発行するのではなくて円転し、円にしてしまってから今持っている為券を償却する。そうすれば資産の方は変わらない。100兆円は100兆円のままにして、4兆円分のドルでの収入があったら4兆円に変え、一般会計には入れずその4兆円分のを為券を償却する。これは確かに1つの案だと思う。ただ最大の短所は、円転するという事は円買い介入と同じ事になり、少なくとも円高圧力が出てくる。これがマーケットにどういったインパクトを与えるのか。政府はこれ以上の円高をどんどん自動的に行っていくのか。「これは利子収入でオートマティックに円に変えるのであり、円の相場に影響を与えるつもりはない。つもりはないからこれは介入ではない。」という強弁ができない事はない。つまり、介入の定義は、通常、「為替レートに影響を与える目的で政府が外貨を取引する事である。」であり、「これはそういうつもりではない。単に利子収入を受け取ったら機械的に円転しているだけであり、従って相場にどういう影響を与えるか関係なく、これは介入ではない。」と強弁する事はできない事はないかも知れない。ただ額が額なので、政府がこういう方針になったと言った途端に恐らくマーケット・インパクトはあると思う。だから円高にしてもいいという事であればそれでいいのだが、円高になった時に、「大変だ、やはり円転するのは止めよう。」と言った途端に、「それでは相場によって貴方は円転したりしなかったりするのですね。そうなるこれは介入です。」という風に言われてしまう。先程言った強弁を使うのであれば、永久にそれを続けられない限り、一旦止めた途端に今までのものは介入だったという認定がされてしまうという問題が残る。やはり外貨準備の金額が大き過ぎる。だから外貨準備をこれ以上大きくしない事が求められる。

まとめると、利子収入一般会計に入れるのはおかしいから一般会計に入れたい。この第1案のように受取収入を全部円転して政府短期証券を償却し、正味資産の部分を増やしていくとい

うのは確かに正論の1つであるが、今言ったような円高圧力という問題と、介入と見做されるという問題が残る。

そこで第2案だが、第2案は受け取った利子収入というものを正味資産として別に基金として積み立てる。基金なので債務は要らない。従って外貨準備と言われる外為特別会計の規模は変わらない。もう100兆円で打ち止めにして、それ以上利子収入として入ってくるものは別に積み立てていく。3兆円や4兆円ずつ積み立てて、10年間この金利差が続いたとすると、30兆円規模の基金ができる。これを米国債ではない外貨建て資産で運用していく。投資信託に預けてもいいし、別の通貨を買ってもいいし、いわゆるSWFのように行動させればいい。これも先程のGPIFと同じように運用を競わせればいいという事になる。

この第2案の長所は、第1案と違って円転しないわけなので、円高圧力にはならない。また為券を発行しないのでミスマッチがこれ以上拡大する事はない。さらに外貨準備の運用の外に置くので通貨や資産の種類自由度が増し、運用利回りの改善が期待できる、といった事がある。

問題は、恐らくこの基金の設置というのは外為法の改正が必要になってくるであろうし、この基金の設立目的や運用者をどうするかという点である。ただこういった形で外貨準備の外に置くという事で、これ以上、ミスマッチの規模の拡大を防ぐ事ができる。あとこのSWFをどのように運用するかという事に関しては、世界のSWFを見習って外為型のSWFを考えればいい事で、もしこういった決断ができれば、いくらでもこのためのマンデートというものは作る事ができると思う。

よく聞かれる批判として(資料41)「外貨準備の運用を多様化するという事は米国債を売るという事に繋がり、そうするとドルが暴落したり、あるいは米国金利が上がってアメリカが大変な事になってアメリカ政府が怒るだろう。」というものがある。今の案に従えば、今持っている米国債は売らずに、あくまで新たに入ってくる付加価値としての利子収入を自由に運用するという事なので、これによってドル暴落が起きたり、金利が上昇したりするという事は考えにくい。ポートフォリオの運用では、その相場によって下がったところ、例えばユーロが下がればユーロを買い、ユーロが上がればユーロを売るというように、下がったところを買って、上がったところで売るという事に徹すれば長期的な相場の安定にもつながる。いわゆるミルトン・フリードマンの「成功する投機家は、相場を安定化させる。」という事を実践すればいいわけであるので、それは相場に対して攪乱要因になるとは到底思えない。

私の提案としてはこの第2案を提案したいという事でそれを日本経済新聞の経済教室にも書いた。アメリカから反発を受けるのではないかという意見もあるが、これは反発は受けない。アメリカもそこまでは口は出さない。さらに言えば、アメリカだってアラスカのSWFを持っているわけであり、何もアラスカが持って良くて、日本のような先進国はSWFを持つてはいけないという事をワシントンが主張できるはずもない。フランスも持とうとしている中で、特

にSWFを持つこと自体に罪の意識を持つことはない。責任を誰が取るのかという点については、これは財務省が責任を取る必要はなくて、公的投資公社が運用方針の中できちんと責任の取り方を書いておけばいい。正味資産なわけであるから、外為特別会計に欠損が生じて一般会計からの繰入が必要になるというような事もなかろうという事で、外為特別会計から切り離すという所が重要な点であると思っている。

以上まとめると、GPIFはベビーファンドを作り、プロフェッショナルとして積極的に運用する事が重要であると思う。また外貨準備の方は、受取利子を切り離して正味資産として積み立てて積極的に運用するという事が重要であると思う。

以上

## アウトライン

- 定義
- 種類
- 世界の例
- (世界の状況、論争と休戦――今回は省略)
  - Santiago Principles
- 日本にSWFを設立すべきか？
- 日本、年金基金
  - 規模
  - 提案
- 日本、外貨準備
  - 仕組み
  - 提案

## 文献

- 伊藤隆敏
  - 日本経済新聞「経済教室」2007年10月4日  
<http://www.e.u-tokyo.ac.jp/~tito/KeizaiKyoshitsu20071004.pdf>
  - 文芸春秋、「日本の論点、2009」、伊藤隆敏「政府系ファンドは、年金基金や外貨準備の運用法として有益な選択肢だ」100-103頁
- Edward Truman
  - “Four Myths about Sovereign Wealth Funds”  
<http://www.iie.com/publications/opeds/oped.cfm?ResearchID=989>

## 定義

- 政府保有
  - 外貨資産が大半
  - 正味資産(債務がない)
  - 高いリスク許容度
  - 長期運用
- 
- (Stephen Jen, Newsletter, Oct 25, 2007)

## 種類

- **オイル系(原油売却収入の積み立て)**
  - 定義の条件をすべてみたす、正味資産
  - リスク許容度高い
- **外貨準備系(外貨準備の運用)**
  - 国内債務を持ち、正味資産ではない、
  - 通常リスク許容度低い場合多い
- **公的年金基金系(年金積立金)**
  - SWFとはみなされない、こともある
  - バランスシート上は正味資産だが、将来の支払い債務あり
- **国営企業・国営銀行(国家の金融機関)**
  - SWFとはみなされない場合多い
  - 投資判断など政府のコントロール下にある場合は外貨準備系と同じか？

## 代表的SWF (合計は2.5～3兆ドル)

- 2007年8月7日、HSBCグローバル・リサーチ, 国 名称 規模(億ドル)
- UAE ( アブダビ首長国 ) ADIA ( Abu Dhabi Investment Authority ) 5,000～8,750
- サウジアラビア SAMA ( Saudi Arabian Monetary Authority ) 3,200
- ノルウェー Norway Government Pension Fund - Global 3,000
- 中国 国家外貨投資公司(CIC) 3,000
- シンガポール GIC ( Government of Singapore Investment Cooperation ) 1,000 超
- クウェート KIA ( Kuwait Investment Authority ) 1,500～2,500
- 香港 Investment Portfolio 1,100
- シンガポール Temasek Holdings 800
- オーストラリア Australian Future Fund 430
- 米・アラスカ州 Alaska Permanent Reserve Fund 430
- カタール Qatar Investment Authority 400
- ブルネイ Brunei Investment Authority 300
- マレーシア Khazanah Nasional BHD 250
- ロシア National Welfare Fund 240
- 韓国 KIC ( Korea Investment Corporation ) 200
- カザフスタン National Fund 170
- 台湾 National Stabilization Fund 150
- カナダ Alberta Heritage TF 150
- UAE ( ドバイ首長国 ) Dubai International Capital 100

## 分類ごとのSWFの例

- オイル系
  - ADIA
  - SAMA
  - KIA
  - ノルウェー(名前はPension Fund だが、オイル系)
  - アラスカ
- 外貨準備系
  - シンガポール
  - 中国
  - 韓国
- 年金基金系
  - カリフォルニア退職者年金基金CalPERS

## Santiago Principles 合意

- “Santiago Principles”
  - “Generally Accepted Principles and Practices” (GAPP)
  - <http://www.iwg-swf.org/pubs/gapplist.htm>
  - International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG), September 2008
  - <http://www.iwg-swf.org/pr.htm>
  - <http://www.iwg-swf.org/pr/swfpr0805.htm>
  - 全文(October 2008)は、つぎのところから  
<http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>

## 日本にSWFを設立すべきか？

- ふたつの候補
  - 年金基金
  - 外貨準備
- ある意味ではすでにSWFを保有しているものの、そのようには運用していない。
- 保有するかどうか、ではなく、生かすかどうか？  
Best Practiceに従うかどうか？の問題
- 年金積立金、150兆円
  - (運用系では世界第1位)
- 外貨準備、100兆円
  - (世界第2位)

## 具体的な提案—結論

- 年金基金のプロによる運用は必要
  - 運用をプロに任せる
  - 運用成績の向上は将来の保険料引き上げや給付削減の痛みを和らげる
- 外貨準備の利子受け取りを基金化する
  - 現在は利子収入(毎年、約3-4兆円)を外為特会で受け入れ、わざわざ政府短期証券を発行している、これはおかしい。
  - 利子収入を外為特会とは別枠で積み立ててSWFのように運用してはどうか。ポートフォリオ投資(5%以下)とすれば、まったく政治的な問題は起きない。
- 以下、具体的に検討

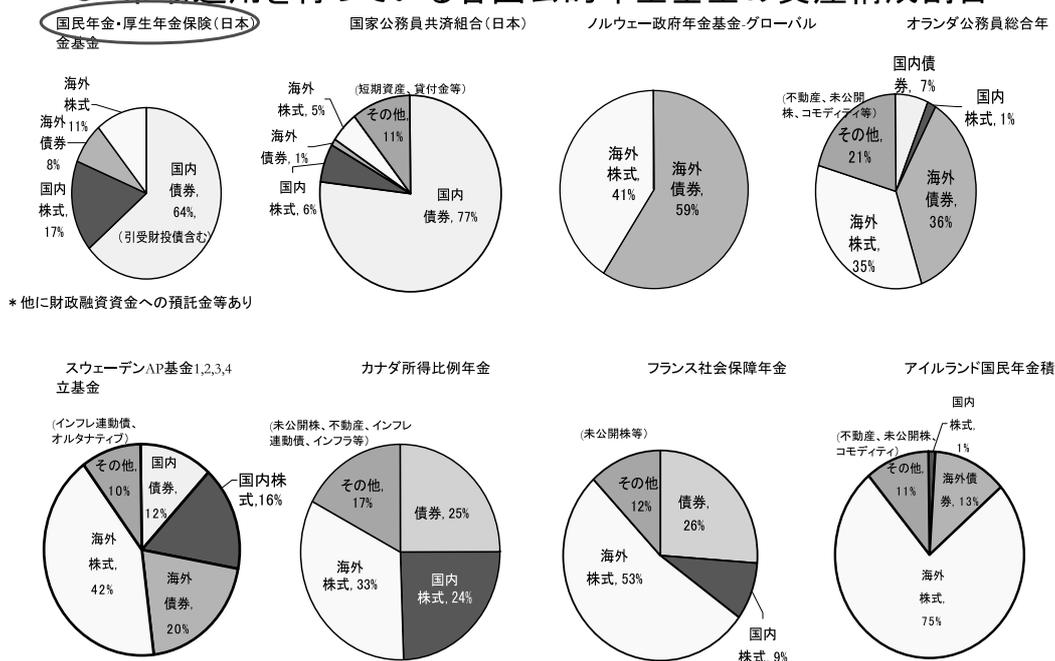
## 公的年金基金

- このうち国民年金と厚生年金については、徴収した保険料収入で年金給付分を支払った後の剰余金を積み立ててきたのが、公的年金基金の積立金である。
- 現在、約150兆円
- 運用は、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)。スタッフは81名。
- 過去5年間の平均利回りは3.5%
  - ノルウェーの公的年金基金の平均利回りは6.9%、スウェーデン7.5%、カナダは10.4%。
  - 日本の企業の年金基金の利回りもはるかに高い(5%程度のところが多い)。

# 年金基金の改革

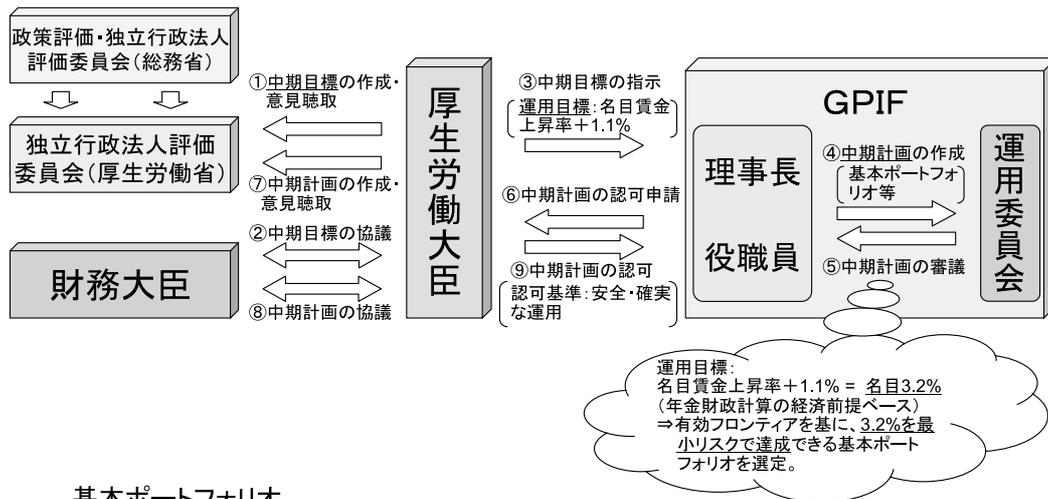
- 改革はなぜ必要か
  - 150兆円の有効活用は、(a)将来の年金給付を増額させる、あるいは(b)年金保険料の増額を軽減させる、ことができる。
  - 基金運用の哲学、運用の独立性がない。
    - 政治介入によって、運用方針が捻じ曲げられる
      - 損失をうけて、2003年の変更、アクティブからパッシブへ

## 3 市場運用を行っている各国公的年金基金の資産構成割合



出所：厚生労働省平成18年度年金積立金運用報告書、各基金ホームページ  
 注)2006年12月末時点(日本、カナダは2007年3月末時点)。

## 4 公的年金基金(国民年金・厚生年金保険の積立金)の運用の枠組み



### 基本ポートフォリオ

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
資産構成割合	67%	11%	8%	9%	5%
乖離許容幅(%ポイント)	±8	±6	±5	±5	—

(注) GPIF: 年金積立金管理運用独立行政法人

出所: 厚生労働省資料、GPIF資料を基に作成

## GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)の問題点

### ①ガバナンスの問題

- 制度上の制約が多く、運用に関する責任関係も不明確
- 基本ポートフォリオは独立行政法人としての中期計画で規定しているため、機動的な運用ができない

### ②独立行政法人として、人件費・業務経費等の削減義務

(参考) 現在のGPIFの役職員構成

職員: 旧組織からの移行者(プロパー職員)49人、厚生労働省からの出向者数14人、所管以外の官庁からの出向者数2人、

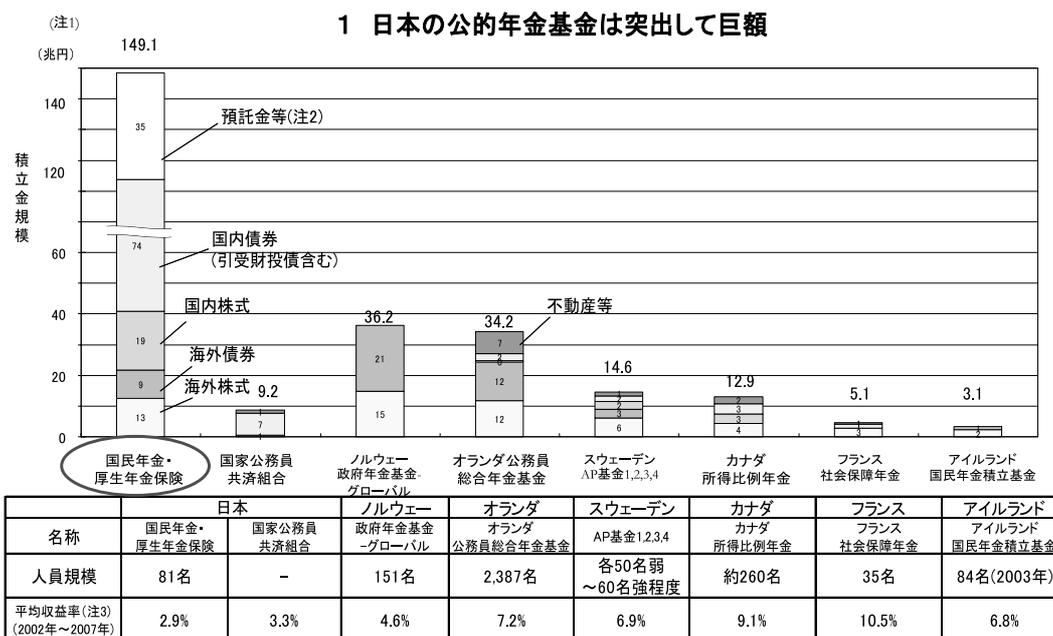
発足(平成18年4月)後の採用者14人、その他(参与)1人(以上、平成19年4月現在)

役員: 理事長(日銀出身)、理事(旧厚生省出身)、監事(旧大蔵省出身)

### ③巨額の資金を単一組織で一括運用: 効率的な運用体制が構築できない

### ④多様性があるとはいえない投資: 商品先物やREIT、ヘッジファンドへの投資はできない

- 適切なリスクの下で、収益率を向上させることができず、本来得られるべき利益が失われているのは受託者責任の観点から問題



## 脚注

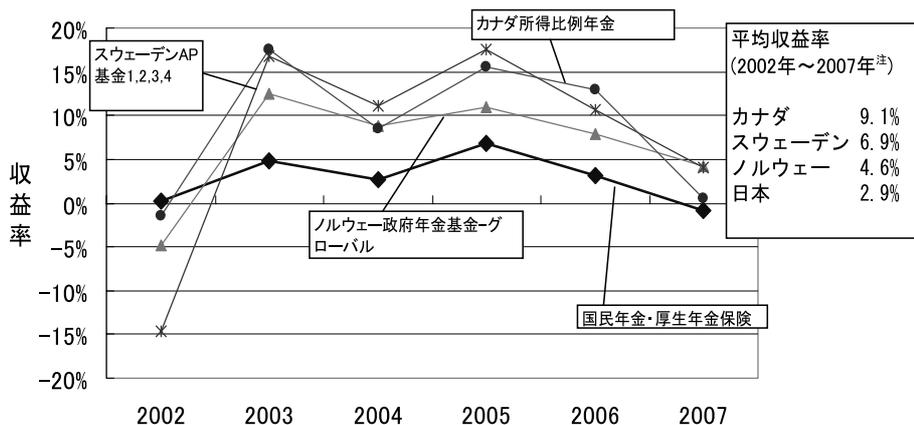
出所：厚生労働省平成18年度年金積立金運用報告書、各基金ホームページ

注1：1ユーロ=162円、1カナダドル=111円、1ノルウェークローネ=20.3円、1スウェーデンクローナ=17.4円で換算。2006年12月末時点(日本、カナダは2007年3月末時点)。

注2：年金特別会計が管理する資産 42.2兆円(財政融資資金への預託金33兆円+年金特会年度末剰余金9.2兆円)より、旧年金福祉事業団の旧大蔵省資金運用部からの借入金残高7.6兆円を控除した金額。

注3：国民年金・厚生年金保険(日本)とカナダは2002年4月から2007年12月、国家公務員共済組合(日本)は2002年4月から2007年3月、ノルウェーとスウェーデンは2002年から2007年、オランダとアイルランドは2002年から2006年、フランスは2004年6月末から2006年末の間の数値。

## 2 日本の公的年金基金の収益率は低い



注) 平均収益率は、日本とカナダは2002年4月から2007年12月の間、スウェーデンとノルウェーは2002年から2007年の間の数値。  
 出所: 厚生労働省平成18年度年金積立金運用報告書(2007年のみGPIF平成19年度第3四半期運用状況)、各年金基金ホームページ

## ガバナンスの問題

- 運用のプロはいないと思われる。
- 「運用委員会」が毎月1回程度会合をもつものの、メンバーは、外部からパートタイムで来ている人。
- 責任体制がはっきりしない
- 「パッシブ運用」に徹することになる

## 基本ポートフォリオ

- 国内債券、67%
- 国内株式、11%
- 外国債券、 8%
- 外国株式、 9%
- 短期資産、 5%
- ただし、変動上下幅あり
- 問題点
  - 投資対象の資産が限られている、リスク分散が十分でない。
  - ベンチマークとなる指標に比べて株式や外国株式の運用益は見劣りする

## 改革による効果

- 年金財政の健全化、将来の年金受給額の向上  
→ 世界の経済成長を生活の豊かさに

### <副次的な効果>

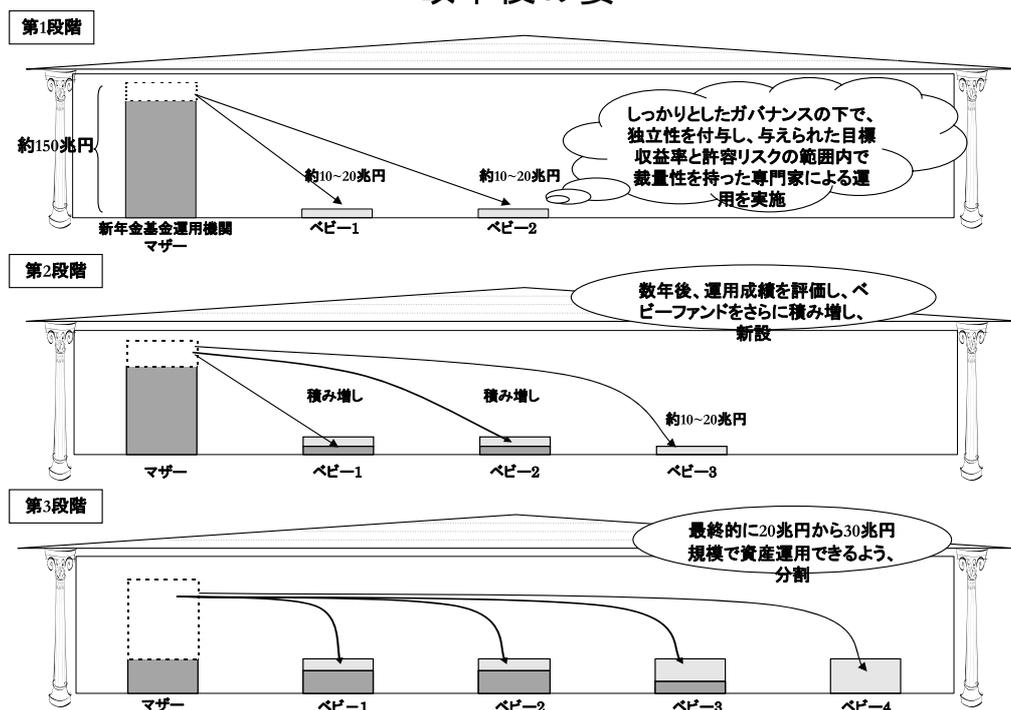
- 国際競争力の高い運用プレーヤーが東京に集まり、我が国の金融・資本市場の厚みが増す
  - オルタナティブ投資も含めポートフォリオを多様化すれば、こうした市場も発展
- 機関投資家としてコーポレート・ガバナンス向上にも重要な役割

## 改革の方向性①

独立性を与えて専門性の高い組織に改革

- 改革の目的: しっかりとしたガバナンスの下で、長期的な年金原資の確保を条件に、国民の許容するリスクの範囲内で収益最大化
- しっかりとしたガバナンス
  - 中央銀行のような独立性の高い組織形態(認可法人)とし、金融専門人材により効率的に運用
  - 高い透明性と十分な説明責任を確保
- 独立した複数投資基金に分割、運用を競争

## 改革後の姿



## 改革の方向性②

- 責任関係を明確化
  - 政府の役割:
    - 目標収益率と許容リスクを決定
    - 新年金基金運用機関の理事を任命
  - 理事会の役割: 各ファンド共通の重要事項を決定(運用の基本方針、倫理ガイドライン、各ファンドの投資委員会メンバーの任免等)
  - 各ファンド(投資委員会): 独自の判断で専門的人材による資産運用
- 理事・役職員には優秀な専門人材を幅広く採用、優秀な外国人の採用も排除せず、適度な報酬インセンティブを付与
- 資産運用に専門的見地を徹底、政策的考慮は加えず、中期的な実績で評価
- 長期的な視点で運用、国際分散投資を強化、オルタナティブ投資も候補に
- 平成20年度中予定の神奈川県移転は直ちに中止、東京の国際金融拠点へ(実現)
- 海外拠点を設置(例: ニューヨーク、ロンドン)

## グローバル化改革専門調査会 第二次報告 「公的年金基金運用の改革に向けて」

- 平成20年5月23日
- <http://www.keizai-shimon.go.jp/special/global/item1.pdf>
- ①ガバナンスの問題
- 制度上、加入者・受給者以外の様々な関係者の利害が錯綜しており(いわゆる「エージェンシー問題」)、運用結果に関する責任体制が明確ではない。このため、受託者責任を十分に果たすことができない。
- ②組織形態の問題
- GPIFは、他の独立行政法人同様、人件費、業務経費等を毎年削減することが義務付けられており、国際レベルの金融専門人材の雇用や質の高い運用管理を行う上で支障をきたしている。

- ③運用資金の規模の問題
- GPIFは、150兆円という運用資金規模を一括して管理・運用しているため、機動的・効率的な運用体制を構築することができない。
- ④投資対象に関する問題
- GPIFは、基本ポートフォリオにおいて国内債券の割合を67%としているが、例えば、企業年金連合会の場合、ポートフォリオに占める国内債券の割合は36.4%(2006年度末)である。GPIFにおける国内債券投資の割合は、類似の機関と比べて高い。また、GPIFの投資対象は国内外債券、国内外株式、短期資産に限られており、投資収益率の向上と投資リスクの分散の機会が損なわれている。

## 改革提案

- ガバナンスの確立
  - 独立機関とする
  - 政府との関係、日銀のように
- 神奈川県への移転中止
- 基金内に自前の運用のプロを雇用。次のBaby Fundへの運用委託を監視
- 20兆円規模の「Baby Fund」を複数創設、運用委託の運用成績を競わせる

## 批判と反批判

- 批判
  - 年金積立金は安全に運用すべきであり、ハイリスク・ハイリターン商品に投資すべきではない
  - もし損失がでたら誰が責任をとるのか
  - 厚生年金保険料は労使の折半で拠出しているのであり、投資方針には労使が関与すべき
- 反論
  - 国債を保有することが「安全」とは限らない。インフレリスクに弱い。現在のポートフォリオでもリスクはとっているのであり効率的とはいえない。
  - 自国の国債を保有することは、政府部門としては、年金基金として正味資産を保有していないことになる。将来支払い義務(基金の取り崩し)が発生したときには、(その時点の勤労世代への)増税で国債を償還してまかなうことになる。つまり、「積み立て方式」部分の年金基金が、じつは、賦課方式(Pay as you go)となんら変わらないことになる。
  - リスクの分散はハイリスク・ハイリターン追求ではない
  - 独立機関にすることで責任を取れる体制になる。いまこそ、責任がとれない
  - 拠出と運用は別。運用はプロに任せるべき

## 外貨準備、目次

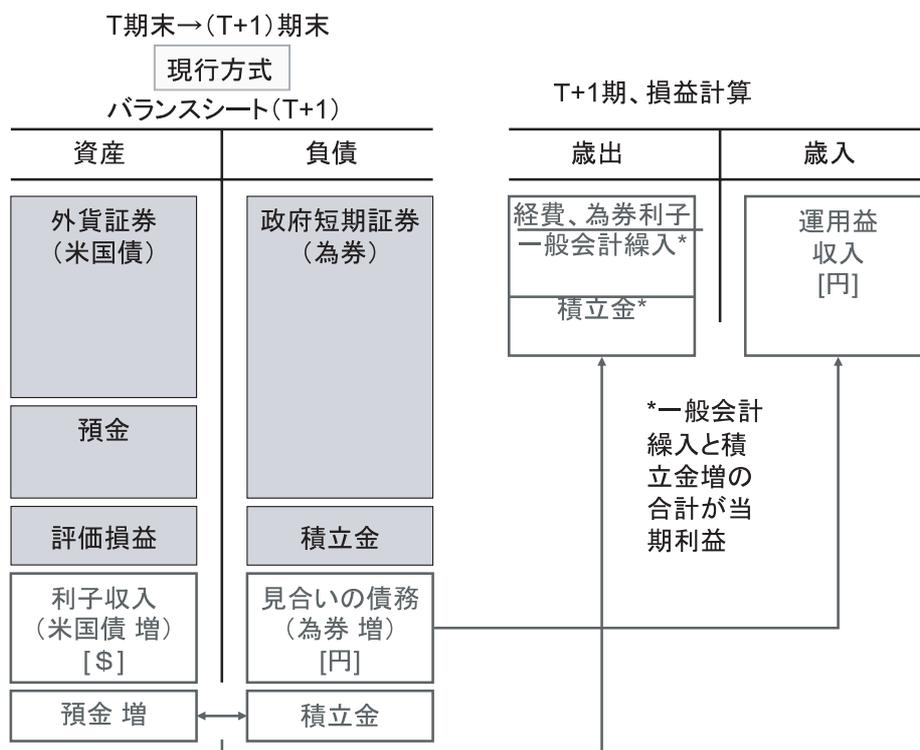
- 外貨準備(外国為替等特別会計)の仕組み
- 論点整理
  - 現行の仕組みでは、利息受け取り分だけ資産・債務の両建てで残高が増えていく。
  - 一般会計に繰り入れることは、将来の評価損に対する備えを特会の外に出してしまうこと。
  - 現行の外貨準備規模は過大か？
  - 現行の資産運用は、安全・流動性の高い資産に限定される。
- 改善案

## 外貨準備とは何か、現状と問題提起

- (外貨準備資産) 日本の外貨準備は、過去に政府が円を借り、介入により取得したドルを資産として獲得した外国為替特別会計(バランスシート)である。資産に外貨(外貨準備)を持ち、債務に政府短期証券を持つバランスシート。正味資産ではなく、円ドルレートの変動などによる評価損益を含めて、資産・債務は均衡しているため、純価値はほぼゼロである。
- (利子受取り) 外貨準備の資産(おもに米国債と推測される)からの利子受け取りは、外貨準備の裏側にある債務(政府短期証券=FB)の利子支払いを大きく上回っている。その利子受け取り部分を、円に転換するため、追加的に政府短期証券を発行する。円建てになった純利子収入(受け取りー支払い)は、一部を基金(資金)として積み立て、残りは一般会計に組み入れている。

T期末  
バランスシート

資産	負債
外貨証券 (米国債)	政府短期証券 (為券)
預金	
評価損益	積立金



## 外貨準備資産(水準)の論点

- 外貨準備の最適規模について
  - 外貨準備保有の目的
  - 通貨のミスマッチと為替リスク
  - 金利差と金利リスク
- 外貨準備資産の運用ポートフォリオについて

## 論点整理(1)

- (疑問1) そもそも、支払い利子を上回る受け取り利子(純利子収入)については、外為特会に組み入れるために、債務となるFBを発行するのは、おかしいのではないか？純利子収入は、「基金」=正味資産として外為特会とは別に、積み立てるべきではないか？
- (疑問2) もし、利子収入を外為特会の資産に計上して、同額のFBを発行する場合には、その全額を将来おきるかもしれない為替差損のための引当金、として計上すべきであり、一般会計に繰り入れるべきではないのではないか。理由は、(A)一般会計に繰り入れると国債発行を減額することにはならず、無駄な支出にまわるのではないか？(B)たとえ、国債発行減額に結実したとしても、長期国債を減らして、FBを増発する満期日変更(maturity transformation)をしていることになる。それが適切か？

## 論点整理(2)

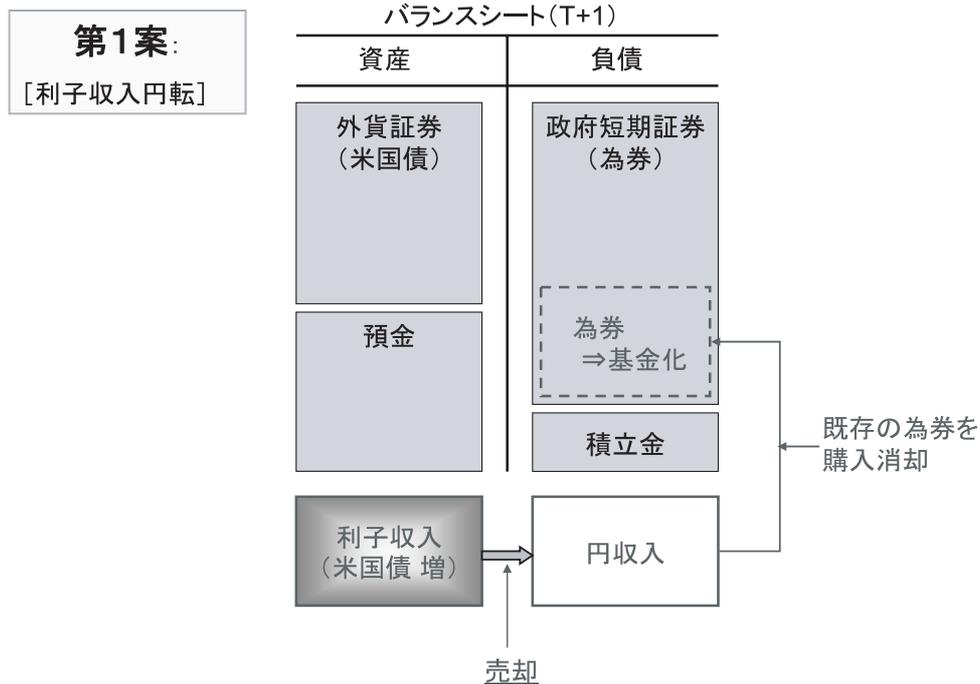
- (疑問3) 現在の外貨準備(9000億ドル超)は過大ではないか？適切な外貨準備水準はどのように決まるのか？過大であれば売却すればよいのか？あるいは、過大な部分を「基金」として分離すべきか。もし「過大部分」を「基金」として分離するのであれば、その運用および運用利益は、外貨準備と関連を残すのか、まったく分断するのか？
- (疑問4) 運用改善として流動性は低くても収益性の高い資産にポートフォリオを組み替えるべきではないのか？外貨準備のまま、あるいは、分離、基金化した場合に、どのような運用対象範囲とすべきか。つまり、どの程度の額を、どのような通貨で、どのような種類の資産(債券、株、不動産ファンド)で運用すべきか？誰が運用すべきか(誰にどのような条件で運用委託すべきか)？

## なぜ一般会計繰入は止めるべきか

- (カバーなしの金利裁定)多くの投資家がリスク中立的であるならば、どの通貨建ての安全債券への投資も、期待リターンが一致するようになるはず。  
ドル金利－円金利＝将来の予想(対円)ドル減価率
- 金利収入は将来に起こるであろう円高による外貨準備の評価損のために、外貨準備資産に積み立てておくべきものである。
- (財政再建)「一般会計が赤字であり財政再建を進めているなかで、特別会計の黒字は一般会計へ繰入るべきである」との意見(方針)がある。しかし、財政再建は、本来積み立てるべき、また将来(日米金利が一致すると)ゼロになるかもしれない特別会計の黒字に頼るべきではなく、別の手段(歳出削減、増税)で財政均衡を目指すべき。一時的な収入、あるいは単なる満期構成の転換により、一般会計の赤字部分を圧縮することは、再建に必要な額を過小に見積もる危険がある。換言すると、一般会計繰入は、歳出削減への努力を怠る誘因を作り出す。

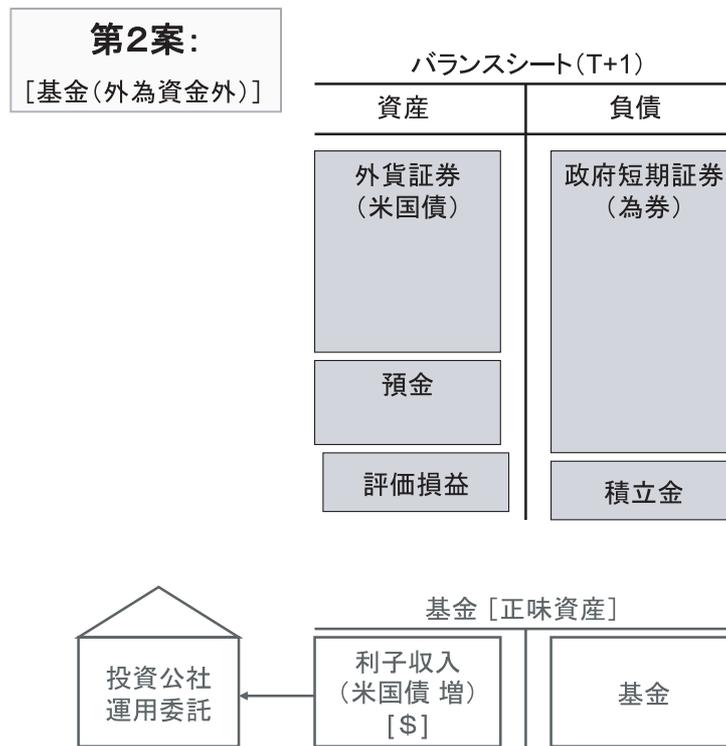
## 改善案

- 以上の論点を考えた上で、いくつかの改善案を提示する。
- 以下では、「一般会計繰入」は停止するものと仮定する。
  - － ただし、この点は、行革推進法(平成18年6月成立)により、特別会計の利益金を一般会計繰り入れするものとされているため、法律改正が必要。
- 以下における「金利受け取り」は、資産(米国債)からの金利収入から、国内債務(為券)への利子支払いを控除した、「純」利子収入を考えている。



## 第1案

- 仕組み。
  - 受け取り利子のドル(米国債)は直ちに売却、円転、その円収入で既存の為券を消却。
  - 外貨準備総額は変わらない(増加しない)が、為券が正味資産(資本)に振り変わっていく
- 長所
  - 外貨準備総額はこれ以上増加しない。
  - 一方、為券残高は減少する。既存の外貨準備の負債側において、次第に正味資産の割合が増加する。
  - FB発行による円貨をFB消却に使う、という用途の規定が必要であるが、法律改正は、比較的容易と予想される。
- 残る問題点
  - 受け取り利子分をコンスタントに円転するので、コンスタントに円高圧力が生じる。
  - ただし、この円高圧力を、単なる「ポートフォリオ」のリバランスと主張して市場への「円高圧力」イメージを払拭できるか？



## 第2案

- 仕組み。
  - 受け取り利子を外貨準備には繰り入れず、別勘定、「基金」(sovereign wealth fund)にいったん、繰り入れる。その「基金」の運用はリスクに見合う利回りを重視して「公的投資公社」に運用委託
- 長所
  - 利子受け取りのドルを米国債に再投資する現行方式を維持するので円高圧力はない
  - 為券は増加しないので、ミスマッチは拡大しない
  - 「基金」は現行の外貨準備の運用の外に置くので、通貨や資産の種類について自由度が増す
  - 運用利回りの改善が期待できる
- 残る問題点
  - 「基金」の設置は法律改正が必要
  - 「基金」の設立目的、運用者をどう定めるか？
- 公的投資公社の役割と疑問点
  - 基金の運用は、投資公社の方針に従う。投資公社では、外部の金融機関への委託運用をするが、その委託の原則(mandate)や評価基準(benchmark)の設定や、運用結果の評価と評価に基づく委託割合の変更をプロフェッショナルにできるような運用アドバイザーを雇用
  - 「基金」の運用アドバイザーの活用ということならば、投資顧問契約を締結する必要があるが、投資公社設立の必要性はないのではないか

## FAQ

- (Q) 外貨準備の運用を多様化することは、(1)ドル暴落を引き起こす、(2)米金利の上昇、を招く、のではないか。(ひいてはアメリカから批判を受ける)
  - (A) 代替案で示したように、ドル暴落を引き起こさない方法はある。米金利への影響は代替案により、異なる。また、現行方式が米金利低下圧力を掛け続けているのであり、現行方式自体、マーケットにある程度の影響力を保持。これを止めることになっても、金利上昇に転ずるということだけでなく、影響のある方式を止めて、「中立」に戻すということ。
- (Q) 国家が公的投資公社を使って、他国の企業や資産を購入、支配することは、資本主義に対する挑戦ではないか。
  - (A) 資産運用で明確な運用指針を立てることで、このような懸念を払拭できる。また、もし悪意をもった国家があれば、「民間」を装って同様の取引をすることができる。

## 改善提案

- 利子受け取り部分は、外為特会から切り離して、ファンドとして積み立てる。
- このファンドは、より積極的に運用されるべき
- 日本経済新聞「経済教室」2007年10月4日
- <http://www.e.u-tokyo.ac.jp/~tito/KeizaiKyoshitsu20071004.pdf>

## 批判と反論

- (批判)
  - 外貨準備は安全かつ流動性の高い資産でもつことが義務付けられている
  - 運用益は現在でも一般会計に繰り入れており、一般会計に赤字がある以上、これを特別会計の利益で埋めることが期待される(埋蔵金)
  - アメリカから反発を受けるのではないか
    - ドルの暴落を引き起こすのではないか
    - 米国債の金利を上昇させるのではないか
  - 日本のような先進国がSWFを持つべきではない
  - 運用をもし失敗したら誰が責任をとるのか
- (反批判)
  - 本提案は、外貨準備の利子受け取り部分だけを基金として運用することであり、外貨準備の運用方針を変えるものではない。
  - 利子受け取りを円転して一般会計に繰り入れること自体が誤り。
  - 新規の利子受け取り分の積極運用がドル暴落や米金利の上昇を招くわけがない。アメリカは反発しない
  - 正味資産型SWFはノルウェーもアメリカ(アラスカ)も保有している。
  - ファイナンス理論では、米国債が常に安全ということはない。金利リスク、為替リスクがある。巨額の為替ミスマッチポジションであるから、多少のリスクをとって、リターンをとることは可能。米国債保有の決断自体がリスク。基金の運用は、本体外貨準備とは違うので、外貨準備に大きな穴をあけることはない
  - 責任の取り方は、基金の運用指針のなかで定めればよい。

## 結論

- 日本における「広義のSWF」の可能性
  - すでに積み立ててある年金積立金(GPIF)のベビーファンド設立と積極運用
  - 外貨準備の利子受け取り部分を外貨から切り離し、正味資産としての積み立てと積極運用