

NO.20 運用を決めたのは誰か？①

常務取締役経済調査部長 有働 洋

公的年金の運用利回りが低い理由

7月の初め、公的年金の運用成績をめぐる報道がいくつかあった。先立って発表された経済財政諮問会議の専門委員会の報告書による各国年金の運用成績比較が引用され、一方で年金の運用利回り向上策としてSWF（政府系投資ファンド）を活用しようという提言もなされた。

各記事から数字を拾ってみると、公的年金の2006年度まで5年間の年平均運用成績は、ノルウェーが6.9%、スウェーデン7.5%、カナダ10.4%で、日本の3.5%を大きく上回る。

そこで5年期限でSWFの責任を明確にし、専門家に運用を任せることなどの改善策が提案された。先の報告書と合わせて読むと、「リスクをとって高い収益が得られる運用責任体制で、外国証券投資などを積極化することによって運用成績を向上させる。」との方向性が見える。

SWF設立の是非はともかく、これらを読んで疑問に思ったことがある。それは理由である。わが国の公的年金の運用成績が低いのは、①専門的な運用でないため、②海外の債券、株式などへ積極的にリスクをとって投資していないため、の二点が主たる原因とされているようだ。公的年金の運用体制充実や専門家の必要性に異論はないが、低運用成績の原因はこれらで網羅されているだろうか。今回と次回はこれについて考えてみたい。ただ筆者は各国の年金運用事情には精通しておらず、日本の公的年金運用を正確に評価する材料も十分に持ち合わせていない。報道された数字のみを素材にし、証券投資の知識を使った「運用の推理、頭の体操」だということでご容赦いただきたい。

運用成績に影響する外部環境

公的年金運用は将来の年金受給額がインフレにより目減りしないように、その国の名目経済成長を体現する長期金利を基準にし、自国通貨

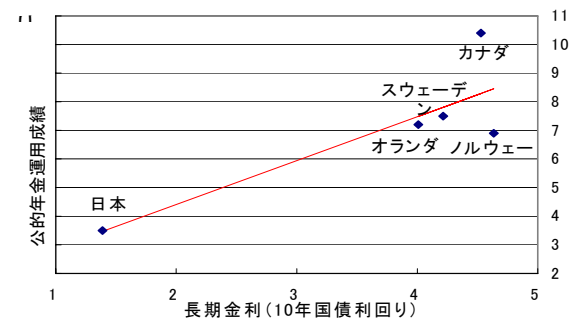
での安定した年金価値増大をめざすのが基本だと思う。ここからすると、国債の投資収益率を基礎に置くことは自然である。資料1を見ると各国年金の運用成績のかかなりの部分が運用の巧拙を持ち出すまでもなく、その国の基礎的な長期金利である国債の利回りで説明できる。

(回帰式：運用利回り=1.531×10<sup>-1</sup>年国債利回り+1.349, 相関係数=0.841, 各利回りは5年間の平均)

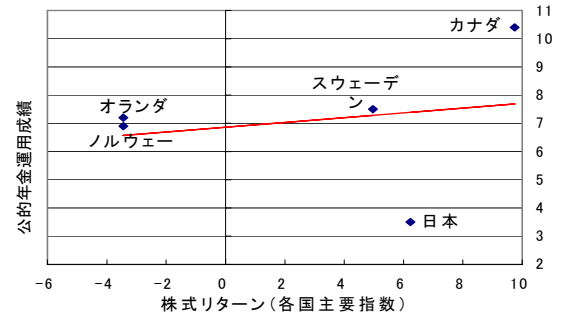
ただし、カナダの運用成績が長期金利対比では高めで、ノルウェーはやや低く見える。

次に、資料2では各国の代表的株価指数の期間内の上昇率を運用成績と比べてみた。公的年金の運用成績の良いカナダは株価指数の上昇率が最も高い。オランダ、ノルウェーの指数は下落しているが、両国とも配当利回りが高いことは運用成果を見る上で考慮すべきだろう。日本は株式指数の上昇率が二番目に高い割には運用成績が冴えないといえそうだ。(続く)

資料1 各国の公的年金運用収益と国債利回り%



資料2 各国の公的年金運用収益と株式リターン%



出所) 資料 1.2 とも bloomberg および新聞報道から当研究所で作成