

NO.21 運用を決めたのは誰か？②

常務取締役経済調査部長 有働 洋

運用成績に差が生じた理由

日本の公的年金の運用成績は 2006 年度までの 5 年間で欧米諸国に見劣りする収益率だった。だがこれには各国との国債利回りの差も影響している可能性があることを前回書いた。将来、自国の通貨で支払われる年金の運用にあたり、国債は最も信用度の高い投資対象であり、国による利回りの差が運用成績に反映されることはある程度はやむを得ないと思われる。

しかし運用成績に関してはもう一つ、海外の株式や債券などにリスクをとって積極的に投資しないのが低収益の理由だ、というような指摘がある。今回はこの背景を探ってみる。

運用の選択肢 株式投資へのスタンス

2002 年 3 月末に 100 を投資した場合の 2007 年 3 月末の評価額（株式は配当込）が資料 1 にある。1997 年 3 月末からの推移は資料 2 に示した。この期間で最も収益が高いのは国内株式で、以下外国債券、外国株式、国内債券の順である。ハイリスク・ハイリターンを狙う運用なら、結果的には国内株式でも実行できたはずである。

一般に国内債券を上回る収益をめざして投資するには、為替のリスクがなく、投資情報が豊富な自国の株式により投資する傾向がある。この自国資産への投資優先は「投資のホームバイアス」と呼ばれ、各国の運用にみられる。

資料 1 による 5 年間国内株式の投資収益率は約 70%（年率 11%）であることから、仮に国内株式投資に 25%（年率 11%×0.25=2.75%）、国債に 75%（年率 1.05%×0.75=0.79%）平均して配分していれば、この国内の二資産だけで 3.54%の収益率が得られ、わが国の公的年金が残した実績並みの収益となる。さらに、国内債券から日本株式に全体の 10%分移していれば、収益率は年平均およそ 1%高くなった計算だが、そういう方策はとられなかったと推測する。

運用成績を決めるのは誰か

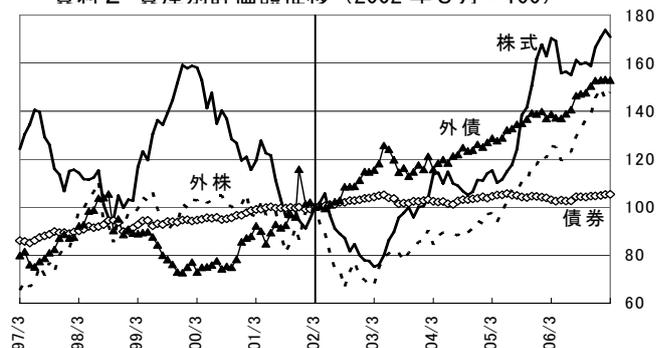
今回運用成績が国際比較された期間の直前、2001 年度は公的年金の自主運用の初年で、2 年連続で大幅な赤字を記録した年度でもあった。当時の記事には運用不振の理由は「株式市場の低迷など」であり「今後は株式投資の是非や比率などが検討される・・・」というコメントも見られる。公的年金運用は国民の関心が高いからこそ、雰囲気は結果の責任を問う方向に流れやすい。当時の世論では同時多発テロ直後の米国株式投資のみならず、金融システム危機下の日本株式投資には消極的な相場観が横溢していたことは間違いない。テーマは安全だった。

最近の問題提起にある通り、年金運用で一貫した投資行動をとることが、スキルの発揮でありプロの運用責任の基本だと思う。これは運用を委託する側は、ひとたび運用方針を明示し責任を委ねた後は、少なくとも短期間の成果を理由に運用に介入しないことだと解釈する。ところが時折盛り上がる運用のあり方の議論では、実は「リスクをとること」と「リスクを避けること」という、足元の相場動向からのある種の相場観を交互に運用者に投げかけていることはないだろうか。そんな疑問に行き着く。

資料 1 2007 年 3 月末評価額投資成果 (2002 年 3 月末=100 投資)

国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
105.36	170.88	152.89	147.83

資料 2 資産別評価額推移 (2002 年 3 月=100)



(出所)NOMURA-BPI, 東京証券取引所 TOPIX, Citi-groupWGBI, MSCI
第一生命経済研レポート 2008. 11