



### I-OWA マンスリー・セミナー座談会より 年金運用の前提を話し合おう

座談会：宮井 博氏、参加者のみなさま、岡本 和久  
レポーター：赤堀 薫里

岡本 | 今日のお話から重要なことは、安全だからといって、「債券だけを買えばいいわけではない」ということは、「預金だけを持っていけばいいわけではない」ということと同じで、リスクのあるものをポートフォリオに入れることで、リスクはそんなに変わらず、リターンを大幅に向上できるということが、大きな発見になったのではないのでしょうか。

私が今日、お話しした資産運用の方法はこれから資産運用を始める人が簡単にできるようにとにかくシンプルさを追求したものです。しかし、宮井さんが話してくださった方法と基本は同じです。どの部分が宮井さんのお話いただいた内容から単純化したかという点、株式はグローバル、債券は国内債券ファンドと、2資産にしてしまったということ。また、全てを実質で見ることで、債券を無リスク資産にした。ようするに、実質1資産なわけです。グローバルな株式をどれだけ持つか、ということにしたことで、シンプルすぎるくらいに簡単にしてしまった。ただ、宮井さんもおっしゃいましたが、根本的なところは基本的には同じですよ。



参加者 | GPIF の 2014 年財政検証時の国内債券の期待リターンは、2.6%と現状のマイナス金利で考えると、かなり高いですよ。個人が長期で運用する時に、国内債券のリターンを設定する場合、宮井さんだったら何%に設定しますか？

宮井 | 難しいですね。ほとんど 0%ではないでしょうか。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

債券の期待リターン 2.6%には、GPIF にも批判がありました。これは 2020 年以降のもので、フワードルッキングという言葉で表現していますが、直近の低い所からずっと上がっていくというシナリオを描き、その全体の平均を取っているわけです。期間は 25 年間です。ただ、上昇期間とその先は違うでしょうから、10 年間で期間を区切った方がいいのではないかという意見もあります。

期間をどうとるかにもよりますが、10 年ぐらいたともう少し低く取った方がいいと思います。まあ 0%でもいいと思います。

参加者 | 仮に 0%と置いた場合、ポートフォリオの中に、投信で国内債券を入れるべきか、現金か、変動金利 10 年にごそつと替えた方がいいのではないかという考え方もありますが、それはどうでしょうか。

宮井 | 債券の期待リターンが 0%でも、相関係数が 1 ではないので分散投資効果があると思います。あとは、お金の使い道という考え方があります。2 年後、3 年後に必要なであれば、その時に応じてキャッシュにしやすいようにする。株ですと下がってしまうと売れないということもあるので、そういう意味でも債券を考えてもいいでしょう。また、満期がくるものを持つというのも手です。年金の運用でも、債券のインデックス運用、普通は野村 BPI を使いますが、今はマイナスになっているため、投資できない状況です。みな困っています。そこで、年金の一元化をした地方公務員共済組合連合会とかは、国債を持つよりは多少いいであろうと、地方債や地方金融機構債を取り合いになっているようです。あるいは、財団法人では、長い期間を持つとリスクが高いので、キャッシュフローに応じて、満期になるような社債に投資をしています。

岡本 | GPIF の期待リターンの決め方を簡単に説明しておいていただけますか。

宮井 | まずは、ベースとなる金利を決めますが、その時に、日本の企業の生産性を推計します。社会保障審議会年金部会の経済前提専門委員会が、2011 年 10 月～2014 年 3 月と長期に渡って日本経済の先行きの見通しや、人口動態も含めて、議論をします。経済の生産性がどうなるのかをベースに、過去の数値と比較をしながら、ベースの金利の状況を設定して、それにリスク・プレミアムを加えます。リスク・プレミアムとは、例えば株式であればリスクが高い分、リターンが上乘せされているというのが、経済の大前提ですが、そのリスク・プレミアムは、生産性の伸びがどれくらいかということで設定します。ただ、ご存じの通り生産性の伸びはそれほど見込めないですね。従って非常に低く、国内株式の期待リターンは 6%になっていました。6%はかなり低い数値だと思います。

ベースの部分想定して、そこにリスク・プレミウムをのせて、期待リターンを設定しています。詳細は GPIF のホームページに出ています。



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

参加者 | 先日 GPIF が、国内株のウェイトを大幅に高めましたが、宮井さんから見て、妥当な変更だと思われませんか？

宮井 | これは非常に難しいですね。大学の授業でもやりましたが、「GPIF のポートフォリオは、果たしてリスクを取りすぎか、それとも取りすぎではないか。」というテーマで議論をしました。GPIF の基本ポートフォリオはどのような経緯で出来ているのかということ、名目の目標リターンが先に決められています。初めは 3.2% で最近は 3.5~3.6% とか。それを達成するための一番合理的なポートフォリオを決めたのが GPIF なのです。名目リターンは GPIF が決めたのではなく、社会保障審議会年金部会、つまり厚生労働省が決めました。仮に、「目標リターンを 10% でやってくれ」と言われたら、GPIF でも誰でもできないですよ。今、挙げてきている目標リターンは、ギリギリ出来る範囲です。もしこれよりも人口が減り、財政状況が問題になってきた場合、そもそも公的年金の給付を見直さなくてはならないはずですよ。議論としては、もしリスクを減らそうと思えば、公的年金の給付の考え方を変えなくてははいけない。今、所得代替率 50% を目標としていますが、これを下げないとリスクは減らない。どちらかというと、運用の方にリスクをとらせるようになってしまっています。運用が無理だということになると制度を見直すようになるわけですね。

例えば、今、国内株式と外国株式を合わせて 50% になっていますが、これが 80% という結果が出た場合、誰も受け入れられないから、制度を見直ししようという話になると思います。

参加者 | ポートフォリオの決め方は、普通リスクをまず考えて、そのリスクに耐えられるリターンを考えるべきなのに、GPIF の場合は、リターンを先に決められてしまった結果、リスク 12% になり 5 兆円の損が出るというようになってしまった。これは、考え方の順番がおかしいといえばおかしいわけですかね。

宮井 | 公的年金の場合、企業年金と違って賦課方式が基本にあるわけですよ。つまり、現役世代からお金をとって、給付として退職世代に渡すということがベースにあります。その過去に貯まったお金を今運用しているわけですよ。そういう意味では、過去に貯まったお金があったから多少よかったわけですね。本来でいえば、リスク許容度が高いのかもしれない。何かあれば、保険料を見直せばいいわけですよ。

岡本 | 余り金だからですかね(笑)。まあ、失くしていいわけではないですけど、それを取り崩して使うには相当時間があるわけですねよ。必ずしも短期性で、今期いくら損したからどうなるという性格のものではないわけですよ。

参加者 | 要するに年金に与える影響は、運用よりも給付と保険料の見直しの方が、はるかに大きいわけですよ。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

岡本 | 一方では企業年金だと、企業の業績に対する影響は、非常に大きいですよ。

宮井 | そうですね。特に金利が下がったため、負債が割引される分母が下がったため、現在価値が上がってしまい、負債の金額が上がってしまった。

岡本 | なければいけない資金がすごく大きくなってしまった。

非常に国民の関心の高い公的年金の基本的なあり方が二回のご講演で見えてきた感じがします。いろいろありがとうございました。