

日本にソブリン・ウェルス・ファンドを設立すべきか¹

慶応義塾大学竹森俊平研究会 金融分科会

上田瑛莉花・大竹貴純・岡田晃次・神澤寛史・楠本彩香・小林将・中村翠・根本麻里子・鄭仁成・戸部智・博多由実・三輪奈央

2008年12月

¹本稿は、2008年12月20日、21日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2008」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

要約

近年の持続的なグローバルインバランスや資源価格高騰の影響で、アジアの国々や資源輸出国の外貨準備が増大し、それを背景として世界各国でソブリン・ウェルス・ファンド (SWF) が続けざまに設立されている。この流れに乗ってか、日本にも SWF を設立すべきだという議論がなされている。この論文では、日本版 SWF の原資として考えられる年金積立金と外貨準備のどちらを利用して SWF を設立すべきかを検討している。

まず、年金積立金を原資とする SWF の設立案を検討した。結論からいえば、年金積立金を原資とする SWF は設立すべきではないと考える。現在、自民党のプロジェクトチームが年金積立金を原資とした SWF の設立案を提案しているが、この案は有効であるとは言えないからである。理由は二つ挙げられる。一つ目は、自民党案が提唱する SWF では将来訪れる少子高齢化社会の状況に耐えられないと予想されるからである。二つ目は、収益性を第一に考えなくてはならない年金ファンドの性格と政府の意向が反映される SWF の性格が不一致を起こすからである。具体的にいえば、自民党案が提案する SWF は政府の都合に合わせて財投債 (国債) を引き受ける可能性が否定できないということである。これは現在、年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) が持っている不透明性をそのまま残すことを意味する。

そこで、我々は SWF を設立するよりも、現在年金積立金を管理・運用している GPIF の改革を提案したい。改革の内容は、現在 GPIF が保有している年金積立金をすべて民間に委託運用させ、GPIF は民間の委託運用を監視する機関になるべきであるということである。これが実現すれば、財投債への不透明な資金の流れが一掃されて運用の透明性が向上し、年金積立金運用も収益性第一とするものになると考えられる。

次に、外貨準備を原資とする SWF の設立を検討した。結論からいえば、外貨準備を利用した SWF は設立すべきである。理由は二つある。一つ目は、リスクの軽減である。現在、外貨準備の 60%以上が米国債の形で保有されている。これを SWF を通して多様なポートフォリオに分散投資できれば、リスクの軽減につながると考える。二つ目は、透明性の確保である。現在、外貨準備は財務省によって管理されているが、その管理・運用は決して透明性が確保されているとは言えない。もし外貨準備を原資とする SWF を設立すれば、SWF がファンドの形式をもっている以上、外貨準備の管理・運用状況を公表する義務が生じる。この結果、外貨準備の管理・運用の透明性が向上するのである。

さらに、もし外貨準備を原資とする SWF が設立されれば、その SWF は二つの機能を持ち、収益性と政策を兼ね備えた機関になるだろう。その二つの機能とは外貨準備の運用と為替介入である。このとき SWF は為替介入に必要な量の外貨準備を残し、残りの外貨準備を収益性を重視して運用することとなる。これが日本におけるもっとも有効な SWF 設立案だと考える。

目次

0. ソブリン・ウェルス・ファンドとは何か？

1. 年金積立金利用案

- 1.1 自民党 SWF 設立案の有効性
- 1.2 年金の運用における政府の政治的意図からの独立
- 1.3 GPIF の構造改革

2. 外貨準備利用案

- 2.0.0 Introduction
- 2.1.1 外貨準備で SWF を設立する必要性—IMF ガイドラインを中心に
- 2.1.2 GIC を参考にした具体的な案
- 2.2.1 外貨準備はそもそもなぜ必要か
- 2.2.2 今後為替介入の可能性はあるのか
- 2.2.3 米国債の信用下落、ドルの下落の危険性
- 2.2.4 どれくらいの規模の外準を運用するのが適当か

3. 結論

参考文献・データ出典

- ・ IMF Sovereign Wealth Fund A Work Agenda
- ・ Martin Feldstein, Would Privatizing Social Security Raise Economic Welfare?
- ・ Martin Feldstein, The Missing Pie in policy analysis: Social Security Reform
- ・ Laurence J. Kotlikoff, Privatizing Social Security at Home and Abroad
- ・ Laurence J. Kotlikoff, Privatization of Social Security: How It Works and Why It matters?
- ・ GPIF Annual report
- ・ 伊藤隆敏『日本の通貨当局による為替介入の分析』2002 一橋大学 Discussion paper
- ・ 谷内満『日本の外貨準備の政策分析』2008 開発金融研究所報
- ・ KIC Annual report
- ・ GIC Official report
- ・ 国際協力銀行 HP
- ・ 財務省貿易統計データ局 HP
- ・ 財務省国際局 外国為替平衡操作実施状況 HP
- ・ 外国為替資金特別会計 HP
- ・ IMF Guideline for Foreign exchange reserve management
- ・ IWG Sovereign Wealth Fund

ソブリン・ウェルス・ファンドとは何か？

この論文の本題に入る前にソブリン・ウェルス・ファンド (SWF) の定義を明らかにする必要があるだろう。そのためにこの項では SWF が何の目的で設立され、何を運用しているのかを定義する。

まず、SWF の目的を明らかにする。そのために次の文章を参考にしてみたい。

ソブリン・ウェルス・ファンドは世界の通貨システムや金融システムにとって重要になり、その存在に注目が集まっている。SWF は様々なマクロ経済目的で設立された政府保有の投資ファンドである。SWF は主に長期で海外投資に利用されていた外貨準備を原資として設立される。SWF という存在は新しいものではない。クウェートやアブダビ、シンガポールの SWF は古くに設立されたファンドの代表例である。しかしながら、石油価格の高騰、金融のグローバル化、持続的で巨大なグローバルインバランスが石油輸出国やアジアの国々に急激な外貨建て資産の貯蓄をもたらした。その結果、様々な規模の SWF が乱立し、その存在は国際資本市場において目立つものになった。

この文章は IMF が 2008 年 2 月に発表した SWF に関するアジェンダの冒頭部分から抜粋したものである。この文章にあるように、SWF とは様々なマクロ経済目的で設立された政府保有の投資ファンドのことを指す。では、「様々なマクロ経済目的」とは何であろうか。この IMF のアジェンダによれば、それは以下の 5 つの目的に分けられる。

(i) Stabilization Funds

政府予算の補てん、もしくはコモディティ価格（主に石油価格）の変動による経済への影響を抑える目的で設立されたもの。

(ii) Saving Funds

将来の世代のために一時的にしか存在しない財産を多様な資産ポートフォリオに変換し、オランダ病を回避するために設立されたもの。

(iii) Reserve Investment Corporations

運用する資産は時に準備金として扱われ、その準備金を増やす目的で設立されたもの。

(iv) Development Funds

社会経済的な計画を助ける、もしくは国の潜在生産力を増大させる目的の産業政策を促進するために設立されたもの。

(v) Contingent Pension Reserve Funds

一時的で政府のバランスシートに明記されない年金負債を補填する目的で設立されたもの。

SWF は以上に示したような 5 つの目的で設立されるが、この目的の区分は相互横断的である。なぜなら、多くの SWF は上記 5 つの目的のうちいくつかの目的を同時に満たすように設立されているからである。たとえば、ロシアの SWF は (i) と (ii) の二つの目的を担っている。また、シンガポールの SWF は (iii) と (iv) の目的を同時に担っているといえる。

次に、SWF は何を運用しているのかを説明する。世界の SWF が何を原資として投資活動をしているのかは、それぞれの SWF の報告書やホームページなどを見ればすぐにわかる。それらによると、国有化した天然資源の利益、外貨準備を原資として活動している SWF が大多数であ

ることが分かる。つまり、SWF は政府が保有する資産を原資として設立されているのである。SWF は政府から委託を受ける形で政府保有の資産を運用し、その金利収入を政府に支払っているのである。これが「ソブリン・ウェルス」の所以である。

ここで SWF の定義をまとめると、以下ようになるだろう。SWF とは上記 (i) ~ (iv) に挙げられるようなマクロ経済目的で設立され、政府が保有する資産を運用する投資ファンドである。

では、この様な性格を持つ SWF を日本に設立すべきだろうか。この質問に答える上で重要なことは、原資を何にするかとその原資と政府の関係である。なぜなら、当然、原資なしでは SWF の設立はできないし、SWF が政府の保有する資産を運用するファンドである以上、SWF の原資と政府の関係は切っても切れないからである。

そこで、日本において SWF の原資として利用できる政府保有資産を考えてみると、年金積立金と外貨準備の二つが候補として挙げられるだろう。年金積立金と外貨準備は元をただせば政府の借金であるが、両方とも政府の管理下にあるという意味で政府保有の資産といっても差支えないだろう。外貨準備に関しては、外貨準備を原資とする SWF が数多く存在することを考慮すれば、外貨準備を政府保有の資産とすることは余計に問題ないものと考えられる。

さて、この論文の以下の章では日本に SWF を設立する際に、年金積立金と外貨準備のどちらを原資として利用して SWF を設立すべきかを論じていく。結論からいえば、年金積立金を原資とする SWF は日本に相応しくなく、外貨準備を原資とする SWF は相応しいということになる。なぜなら、年金積立金を原資として SWF を設立した場合、利潤を第一の原則とする年金ファンドの性格と政府保有という SWF の性格の間に齟齬が生じるからであり、その一方で、外貨準備はもともと政府が為替介入という目的のために保有しているため、政府保有のファンドという性格を持つ SWF と相性がいいからである。以下の章ではこれらの事実をより詳細に説明し、その上で政策を提言していく。

1. 年金積立金利用の可能性

1.1 自民党 SWF 設立案の有効性

日本の公的年金は修正積立方式と呼ばれる制度をとっており、原則的には積立方式で年金を給付するが、徴収された保険料の一部はその時点の高齢者の年金給付にあてられる形式となっている。つまり、実質的には賦課方式の性格が強い状態となっている。日本の将来の人口動態を見ると、賦課方式の年金制度はこのまま維持することは困難である。人口増加率が低い現在の状況では、将来の世代に多大な負担をもたらすことが予想される。さらに昨今の社会保険庁の不祥事にもみられるように、運営者である政府にも不信感が募っており、国民は将来の年金給付に対して不安な気持ちを抱いている。

現在わが国では、国民年金および厚生年金だけで約 150 兆円、各共済年金を合わせるとおおよそ 200 兆円超の支払い準備資産を持っている。近年、この準備資産の運用のあり方が注目を集めている。公的部門が保有する資産の運用利益をもっと高めることが出来るはずだという考えのもとに、日本でも政府系ファンド（SWF=Sovereign Wealth Fund）を設立すべきであるという主張がなされるようになった。

その流れを受けて、自民党の国家戦略本部の SWF 検討プロジェクトチームは、将来の社会保障給付の財政難に備えて、公的年金積立金を原資とする日本版政府系ファンド設立を提言する中間報告を取りまとめた。現在、公的年金積立金は年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF=Government Pension Investment Fund）が運用を行っている厚生年金および国民年金の積立金の運用残高は、平成 20 年 6 月末で約 123 兆円に達している。諸外国の年金運用基金と比べると、2 番目に多いノルウェーの政府年金基金の約 33 兆円を大きく上回る額であり、世界一の規模となっている。この巨額の資金を保有する GPIF から資金の委託を受ける形で日本版 SWF を設立し、より高リターンを狙う投資をしようというのが、SWF 検討プロジェクトチームの提案である。

上で取り上げた自民党案によると、設立される SWF は公的年金積立金 150 兆円のうち、10 兆円を原資として使用することとなっている。さらに運営に関しては、政府全額出資の運用会社を設立することとしており、資産は GPIF からの委託を受けて運用する形式をとる。投資対象は 67% を安全性の高い国内債券とし、残りの 33% を国内外の株式や外国債券に投資する予定であり、現在 GPIF が行っているポートフォリオと同じ投資比率となっている。自民党プロジェクトチームは、SWF を投資期間 5 年間で運用し、GPIF と同じ 3.2% の利回りを初期の目標として設定することを発表しており、この 5 年間の間に GPIF と運用成績を競わせ、SWF の理解を深めて今後の方針を決める予定だ。

自民党は SWF 設立の目的として、少子高齢化が進む中での、将来の社会保険料の引き上げを抑制し、年金給付削減を回避することをあげている。この自民党案は年金積立金のより効率的運用につながるのであろうか？

以下では GPIF の構造を探り、日本版 SWF は本当に必要なものであるのかを検証することとする。

1.2 GPIF の概要

1.2.1 GPIF の仕組み

公的年金および厚生年金の積立金を運用しているのは、年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) である。保険料のうち、年金給付に使われなかったものを年金積立金として運用し、年金財政の安定化を図ることを目的としている。GPIF は、国内債券の一部を自ら直接売買するほかは、全て民間運用機関 (信託銀行、投資顧問会社) に運用を委託している。

1.2.2 資産構成割合と運用状況

GPIF の資産構成割合をみると、以下のようになっている。

《各資産の運用状況》

	第 1 四半期末 (平成 20 年 6 月末)		
	運用資産額 (億円)	構成比 (%)	(参考) 市場運用分の 構成比 (%)
国内債券	860,275	69.94	61.17
市場運用	582,428	47.35	61.17
財投債 (簿価) (参考: 時価)	277,847 (279,493)	22.59 —	— —
国内株式	150,285	12.22	15.78
外国債券	101,975	8.29	10.71
外国株式	114,117	9.28	11.99
短期資産	3,284	0.27	0.34
合計	1,229,935	100.00	100.00

国内債券は全体の 69.94% を占めており、そのうち市場運用部分が 47.35% を占め、財投債が 22.59% を占めている。次いで国内株式が 12.22% の割合である。次に外国債券 8.29%、外国株式 9.28% と続き、最後に短期資産 0.27% となる。

自民党案では 3 分の 2 を国内債券とし、残りの 3 分の 1 は国内外の株式、外国債券へ投資することになっており、運用資産構成は GPIF と変わらないとしている。

GPIF は民間に委託する分以外は、年金積立金の一部を自家運用している。自家運用部分に関しては、最も効率的な資金運用がなされているとはいえない。自家運用している部分に関しても全て信託銀行や民間の投資顧問会社に委託すべきである。GPIF が保有している資金を全額民間委託することは、年金財政を積立方式に移行させ、収益第一の方針に転換することを意味する。GPIF の資産構成割合をみる限り、約 70% を占める国内債券のうち財投債への投資が約 23% を占め、政府の都合に合わせた債券売買が行われている可能性がある。GPIF はすべての資金を民間に委託して運用の効率性を高めることで、そもそもの不透明性の根本である財政投融资資金への流れを止めるべきである。

最近では、少子高齢化が進む中で後世代の保険料上昇を抑制するために、カナダやスウェーデン、韓国などでは積立金を積み増しして、株式等多様な市場で運用する国も増えてきている。諸外国の公的年金改革の例をみても、チリやイギリスは積立方式へ移行する際には民営化を行っていることから、公的年金の運用は多少のリスクを取ってでも民間に任せ、高リターンの運用を目指すべきだと考える。

GPIF の名目運用利回りは目標 3.2%とされているが、現在、運用によってどれだけの利益を上げているかをみると、以下の表のようになっている。

《第1四半期運用状況の概要（運用資産全体）》

	平成 18 年度	平成 19 年度					平成 20 年度				
		第1 四半期	第2 四半期	第3 四半期	第4 四半期	年度	第1 四半期	第2 四半期	第3 四半期	第4 四半期	年度 (第1四半期)
運用資産額 (億円)	1,145,278 (295,525)	1,195,590 (292,944)	1,202,845 (290,068)	1,215,697 (287,627)	1,198,868 (285,794)	1,198,868 (285,794)	1,229,935 (277,847)	- (-)	- (-)	- (-)	1,229,935 (277,847)
収益額 (億円)	39,445 (3,042)	24,545 (793)	-15,528 (800)	-14,535 (813)	-49,661 (816)	-55,178 (3,222)	13,854 (811)	- (-)	- (-)	- (-)	13,854 (811)
収益率 (%)	3.70 (1.01)	2.11 (0.27)	-1.29 (0.27)	-1.20 (0.28)	-4.08 (0.28)	-4.59 (1.10)	1.15 (0.29)	- (-)	- (-)	- (-)	1.15 (0.29)

年金積立金管理運用独立行政法人 HP

GPIF の年金資金の運用実績を見ると、平成 18 年度までは順調にプラスの収益額を維持してきたが、平成 19 年度には、金融危機の影響もあり年度末で-4.59%のマイナス収益率を記録した。昨年から世界中に広がっているサブプライム問題と株式市場の低迷により、リスクを伴う運用が年金積立金に相応しいかは疑問が呈されているが、このまま賦課方式の年金方式をとり続けていくと年金財政が破綻することは誰の目にも明らかである。賦課方式の財政制度では、保険料は受給者と現役世代の人口比率で決定される。人口成長率の高い時代は社会保障費負担が少なく済むが、現在のように急激に少子高齢化が進む時代では、若年世代の負担が重くなり、世代間に不公平が生まれる。受給と負担が一致しないため、年金制度への不信感を招き、未納問題など新たな問題が生まれることとなった。受給と負担を明確化して年金制度への信頼を回復し、積立金からの収益を少しでも多くすることが求められている。

2. 年金の運用における政府の政治的意図からの独立

2.1 GPIF の資産運用における国債と財投債

前の章で述べたように、GPIF の平成 20 年 6 月末時点での運用の内訳は国内債券が 69.94%、国内株式が 12.22%、外国債券が 8.29%、外国株式が 9.28%、短期資産が 0.27% となっている。この章ではもっとも規模の大きい国内債券の運用の問題点について検討する。

なぜ国内債券の運用を検討することが政府の政治的意図からの独立、さらには運用の効率化につながるのかの理由には以下の 2 つが考えられる。1 つは、国内債券における市場運用の枠組みの中で大量の国債を購入していること。もう 1 つは、国内債券の市場運用以外の部分で同じく財投債を大量に購入していることにある。

国内債券と呼ばれるものの中には主に日本国債(ただ国債と書いている場合には日本国債をさす)、地方債、社債、そして財投債(国債の 1 つと考えることもできる)がある。その中で国債と財投債は政府または政府に関連する機関から発行されるため、それらを購入することは純粋な高利回りの追及ではなく、政治的意図を織り込んだ投資と言わざるをえない。また、

国債と財投債は政府が保証する性格の債権であり、リスクが極端に低いことから一般的に金利が低いことが容易に考えられる。よってG P I Fが政治的意図により必要以上の量の国債や財投債を購入することは年金の効率的な運用を妨げることに他ならない。

また構造的な問題として、G P I Fが国債や財投債で利益をあげるということは国の財政から金利分を受け取ることを意味する。これは国民の税金で成り立つ予算から、年金の運用利益をまかなっていることを意味し、国民にとっての大きな視点で見た場合には資金の移動が起こっただけで利益が生まれたとは言えない。

これらの無駄を省くためにはG P I Fをスリム化し、民間に投資を委ねるだけの機関に改変していくことが有効だと考えられる。

上に挙げた 2 つの問題は国債と財投債に共通する問題点であるが、以下では国債と財投債それぞれの仕組みと問題点を指摘する。

2.2 国債の仕組みと問題点

日本では現在、財源不足を補うために毎年約 30 兆円の国債を新規に発行している。歳入不足という根本的な問題もあるが、その多くが過去の国債の返済に充てられている。

そしてその国債の多くを購入している機関がG P I Fである。G P I Fの報告書には国内債券全体の保有額が示されてはいるが、国債をどれだけ保有しているかは示されていない。しかし、かなりの額の国債の引受機関になっていることは疑いのないところである。政府が国債を発行し続ける仕組みを変更しないのは、莫大な資金で国債を買い支えてくれるG P I Fが存在しているからであり、これを、年金を民間の運用機関に振り分けるだけの機関に変えてしまえば、国債を発行し続けるという悪しき構造を解体することができるのではないかと考える。

2.3 財投債の仕組みと問題点

財投債とは特殊法人(各高速道路株式会社や、独立行政法人など)が資金調達する際に発行する債券である。現在特殊法人が発行する債券には財投機関債(政府保証がない)、政府保証債(政府保証がある)、財投債(国の信用で市場原理に基づいて資金調達)の 3 種類がある。しかしG P I Fの報告書には財投債としか書かれておらず、それが純粹に 3 つの中のひとつである財投債を指しているのかは定かではない。

現在、財政投融资の資金の多くが年金から使われている。以前は郵便貯金と年金が日本柱で膨大な資金源となっていたが、2001年の財投改革とその後の郵政民営化で縮小傾向ではある。現在財務省では財政投融资の在り方の検討を進めているが、そもそもなぜ特殊法人の資金を財政投融资に頼らなければならないのかという問題がある。

本当に市場で役割を担えるものは民営化して政府組織のスリム化を図り、政府がやるべき仕事は政府が責任を持って担当するのが目指すべき状態なのではないだろうか。その際、資金の調達が複雑で不透明な財政投融资で行うのではなく、税金収入による運営を目指すべきである。

現時点で多額の積立金があることを利用して効率の悪い財投債をG P I Fに引き受けさせるのは、年金運営の継続性という観点からも適切ではないと考えられる。

2001年の財投改革によって以前と比較すると特殊法人への不必要な資金の投入は減ったように思われるが、実質的な政府保証によって根本的な解決には至っていない。当然特殊法人の役割には収益だけでは成り立たないものもあるが、その資金を年金から転用することの理由にはならない。

また、郵政民営化法案は郵便貯金を民営化することでこの財政投融资の流れを遮断するためのものであり、G P I Fでその構造を継続することは一貫性のない政策を実行していることになると言える。

1.3 GPIF の構造改革

以上、日本版SWFの設立案の不完全な点を示すとともに、GPIFの構造改革案を推奨してきた。積立金の中長期的な運用効率化のための改革のポイントとして、以下の3つが挙げられる。しかし、説明に移行する前に、ガバナンスの概念を共有しておきたい。例えば株式会社では、株主が取締役を選任し、取締役会が経営方針を承認しつつCEO以下の経営者（執行役員）を監視することで、株主、取締役、経営者というガバナンスの連鎖が成り立っている。取締役会に承認された経営方針の下で成果を上げられなかった経営者はその責任を問われ、取締役は経営者の選任に関して株主に対する責任を負う。もちろん、このガバナンスの体系はGPIFにも必要不可欠であることは言うまでもない。

<積立金の中長期的な運用効率化のための改革の3つのポイント>

1) <収益第一>

GPIFの長期的な年金給付原資と、将来的な社会保障制度の資金源確保のために、収益第一の方針へ移行する。つまり、GPIFを、一定のリスクの下で収益を最大化することを第1の目的とする独立性の高い運用専門機関に改革するということである。現在のGPIFの基本的な資産構成割合では国内債券が67%を占め、以下、国内株式11%、外国債券8%、外国株式9%、短期資産5%となっている。諸外国と比較しても、国内債券の割合が高い他、内外株式でも国内株式の割合が高い上、多くの企業年金だけでなく、海外の公的年金運用にも採用されている不動産、プライベートエクイティ、ヘッジファンドなどオルタナティブへの配分がない。十分にリスク分散された、効率的なポートフォリオかどうかについては議論の余地がある。したがって、収益を第一にするのであれば、資産配分は専門家の決定に委ねるべきであると考えられる。

2) <政府の政治的干渉からの独立>

以上の方針を念頭に置き、GPIFを、年金の積み立て資金（約200兆円）を100%右（政府）から左（民間）に流すだけの機関へ再編する。これは、年金資産のすべてを民間の信託会社や投資顧問会社などの運用専門家に委託する、と言うことを意味する。これまで資産の一部を民間に委託しさらに一部を自家運用していたが、運用の収益化を図って、すべて民間委託の形態とするのだ。民間に委託することで、政治的意図からくる余分な国債売買を行う必要がなくなるという利点もある。政治的意図介入の具体的な例としては、「国外ではなく国内の経済発展に役立つ投資をせよ」、あるいは「ある特定生産企業の株式を買うな」というようなものであり、このような干渉が効率的な運用の妨げになる恐れがある。

3) <透明性と説明責任（アカウンタビリティ）>

運用は政府から完全に独立という形をとるが、制度の設計は政府が行うため、GPIFは監視・監督の役割をしっかりと担う必要がある。GPIFから委託を受けた民間の信託会社や投資顧問会社は、GPIFに対して運用成績の公開を習慣づけ、責任の明確化を果たすために年金運用のチェックも受けるべきである。さらに国民世論が業務内容をチェックできるように、株式公開企業同様の徹底した情報開示と業務の説明が重要であることは言うまでもない。

このような3つのポイントに基づくGPIFの構造改革が実現すれば、日本が有する巨額の公的年金積立金の運用が効率化する。これによって、長期的にみれば将来の年金受給額の向上や、保険料負担の軽減が可能となるだろう。もちろん資産運用の高度化、積極化には体制整備のためのコストを要するし、短期的には運用実績が現在よりも悪化することも十分に想定されるが、中長期的には好ましい結果が期待できるものと考えられる。

しかし、昨今話題になっている社保庁の不祥事の影響などで、国民の積み立ててきた年金資産を過剰なリスクにさらすのか、というような不安の声が存在することも事実だ。リスクを伴う運用に対する心理的な抵抗が一般に根強いことなどが、直ちに提言内容をそのまま受

け入れるわけにはいかない理由として挙げられるが、今回の提言は、G P I F が現在行っている資産運用を、さらにハイリスク・ハイリターン志向のものに転換することを求めているわけでは全くない。基本的には、運用体制や運用機関としてのガバナンス構造を変えることで、さほど許容リスクを高めなくても、より効率的な運用が可能になるのではないかと指摘しているのである。

2. 外貨準備利用の可能性

Introduction

ところで、本論文の冒頭で述べたように、一概に SWF といってもその原資は様々である。中東の産油国のように主に石油から得た収入を原資とする場合、シンガポール、中国といった外貨準備保有額が多い国がそれを原資としている場合がある。

日本におい現在議論されている、年金基金を SWF の資金源とする自民党案は先の章で否定されたが、では SWF の可能性として、外貨準備を原資として利用する案はどうであろうか。

1970 年から増加を続けている日本の外貨準備は、今や中国に次いで世界で第 2 位の水準である。2008 年 10 月現在、その額は 97 兆 7723 億円¹と発表されている。さらに特筆すべきなのは、これだけの規模の外貨準備の 60%以上が米国債の保有という形で運用されている²という事実だ。現在は米国と日本との金利差で年間 3%前後の利益を挙げているが、これはつまり裏を返せば、金融危機などによってドル価値が極端に下落した際には、外貨準備高も一気に減少し、運用益はマイナスになる危険があるということだ。

日本では財務省が外貨準備の運用を行っているが、シンガポール、韓国、中国など、日本と地理的、経済的に近い国が近年 SWF を設立してその外貨準備を運用している事を考えれば、外貨準備をより効率的に運用することは必要であるし可能ではないか。

そこで、この章では、世界における外貨準備保有のありかたの認識を出発点とし、日本の外貨準備を利用した SWF の設立可能性を検討する。

2.1.1 外貨準備で SWF を設立する必要性—IMF ガイドラインを中心に

2008 年 10 月 11 日、ワシントン D.C.で行われた国際通貨基金 (IMF) と世界銀行の合同年次総会に合わせ、「サンティアゴ原則」という 24 項目の SWF 行動規範が発表された³。これは、IMF の協力のもと 23 の主要な政府系ファンド (Sovereign Wealth Fund : SWF) で構成される国際作業グループが、SWF の投資促進を目指し、調査を進めたものである。同規範には強制力はなく、あくまで SWF の行動は各国の判断に委ねられるが、国際規範を尊重する意味合い、SWF 保有国側は投資効果を上げ自国民への説明責任を果たすために、行動規範を遵守せざるを得ないと見られている。

さらに、IMF はもともと、加盟国に、適切な外貨準備運用を呼びかけてきた。2001 年には、Reserve Management Guidelines⁴を発行した。ここで最も強調されているのは、透明性の確保だ。外貨準備の構成や、その保有方法などに関する情報を公開することを各国に要求している。

現在日本の外貨準備は財務省の人員約 40 名が運用を行っているが、その内容に関しては、まだ広く認識される年次報告などはなく、最近では会計上の問題で埋蔵金が発覚するな

¹ 財務省 HP より

² 国際協力銀行データより

³ <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>

⁴ IMF “Guideline for foreign exchange reserve management”
<http://www.imf.org/external/np/mae/ferm/eng/index.htm>

ど、透明性の観点からの評価は低い。ノルウェーの SWF が行っているような高いレベルでの情報開示を IMF が外貨準備運用国に対して求めているのであれば、その点で日本の外貨準備は IMF Guideline に則しているとはいえないだろう。外貨準備を政府から、政府と民間の間をとるようなファンドに移して、その上で運用を行い、唯一の顧客である政府に対する報告という形で情報開示をするのが望ましい方法ではないか。

2.1.2 GIC を参考にした具体的な案

ここで、日本版 SWF の手本とするべく、シンガポール政府投資公社(Government of Singapore Investment Corporation: GIC)を取り上げる。シンガポールには現在、GIC とは別に Temasek というもう一つの SWF が存在するが、Temasek はその運用方法が利益追求型であり、日本の国際経済の中での役割、安定性を考慮すると、その模倣は適当ではないと考えた。GIC は 1981 年に政府が 100%出資した民間企業として設立された。シンガポール金融管理庁に代わって国が保有する外貨準備を運用し、国際的な投資によって長期的な利益を得ることを目標にしている。投資の購買力の維持とさらなる強化のために、G3 インフレ率を上回る実質収益率を追求している。現在は 1000 億ドルを超える資産が GIC によって管理されている。

i .収益率

2008 年 9 月に発表された GIC の公式レポート¹によれば、2008 年 3 月までの 20 年間の名目年間収益率は、シンガポールドルで 5.8%。これは世界のインフレ率より 4.5%高い。(図 1)

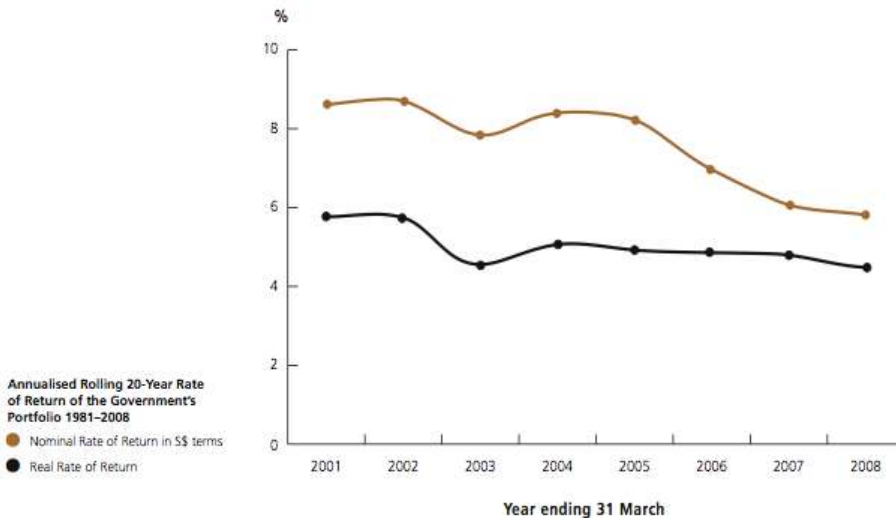


図 1

ii .資産配分

GIC の投資対象は海外の国債・債券・不動産・未公開株式など、様々な分野に渡っている。国内企業への投資はない。ここ数年ではプライベートエクイティと不動産への投資を増加する傾

¹ GIC “report on the management of government’s portfolio 07/08” http://www.gic.com.sg/PDF/GICreport0708_Full.pdf

向になり、全体の4分の3を占めていた債券への投資は4分の1へと縮小された。図2は2008年3月時点での資産配分の詳細を示す。

		%	%
Public Equities	Developed Markets	34	44
	Emerging Markets	10	
Fixed Income	Nominal Bonds	20	26
	Inflation-Linked Bonds	6	
Alternatives	Real Estate	10	23
	Private Equity, Venture Capital & Infrastructure	8	
	Absolute Return Strategies	3	
	Natural Resources	2	
Cash & Others		7	7
Total		100	100

図 2

iii. 投資プロセス

国際的投資力を高めるという使命を達成するため、GIC では様々な段階に分類され多様化した資産に投資を行っている。そのため GIC は首尾一貫した投資プロセスを導入していて、3つの決断段階がある。

- ① 長期的資産の割り当てと配分
顧客の目的やリスク許容度、資産の種類に対するリスク・収益への期待の度合いなどによって決められる。
- ② 実行計画
Active と passive 資産の比率や投資戦略について決断する。
- ③ ポートフォリオ
この資産構成の決断には通貨管理や利回り管理が含まれる。



(Data resource: www.gic.com.sg/aboutus_invest.htm)

iv. 管理と政府について

GIC はシンガポール金融管理庁の元で国の外貨準備の管理を行っている。投資の対象、展望、制限や投資のガイドラインは政府から GIC に委任されているため、政府は支持や関与を行わない。GIC は政府の会計主任に月々および四半期のレポートを提出する。これには遂行された取引、所有資産、残高などの詳細の一覧が含まれている。

v. 人材

GIC はその業績が、国際的な人材のファンド内育成に比例すると考えている。1000 人を上回る GIC 職員は約 20 カ国の国籍から成り立ち、シンガポールの国籍を持つ者は全体の半分も満たない。

Where They Come From	31 March 2008 (%)
Singapore	45
Asia, Australasia & Africa	32
America	12
Europe	11
Total	100

27 年前の設立当初から在籍するシニア社員に加え、中堅社員のプロフェッショナルや GIC 独自の育成プログラムから採用された新入社員で GIC は成り立っている。半分以上の社員は 5 年未満という短期的な勤務期間で働いている。

Years in GIC	31 March 2008 (%)
< 5 years	57
5 to < 10 years	22
10 to < 15 years	13
≥ 15 years	8
Total	100

以上の情報を参考にして日本版外準 SWF を仮想してみると、

i 目標収益率 5~7%

外準 SWF の資金は、もともと為替介入によって積み重なったものである。今後の経済状況の変化によっては何らかの形でこの資金が必要になる可能性もあるので、収益性だけで大きいリスクを取るような運用してはいけない。よって一般の投資ファンドのような高い収益率を目標としてはいけない。また、2005 年に外貨準備 SWF を設立した韓国の 2007 年度の利回りが 7.4%¹であったことから、5~7%が妥当と考えられる。

ii 株式に 40% 資金を当てる (米国債中心の保有形態からの転換) 唯一のクライアントとして、運用益は受け取る。

iii 政府関係者は外貨準備運用には直接関わらず、報告書を受け取るのみとする。

ただし唯一の顧客としての立場を利用し、投資先の希望などは出す。

iv 一定部分を完全に切り離してしまうと、国際規範から離れてしまうので、外貨準備全体を移すことが必要。外貨準備を全額運用するのではなく、ある一定額のみとする。勤続期間を短くして、投資家のやる気を引き起こす戦略はその効果が具体的に考えられないので、ここでは取らない。また、具体的にどれくらいの額の運用が妥当かについては後ほど論議する。

¹ KIC Annual report 2007

<http://www.kic.go.kr/program/kicboard/view.jsp?did=en&id=ein060000&no=171>

2.2.1 外貨準備はそもそもなぜ必要か

さて、そもそも外貨準備とはなぜ必要なのだろうか。外貨準備は、通貨当局（日本における財務省）が為替介入に使用する資金であるほか、経済危機などにおいて海外に対する外資建の借金の返済などに困難をきたした時に使用するための準備資産である。

外貨準備とは一見、その国が持っている正味資産や富を表している印象を持たれることが多い。しかし、その金額の大小と、国の豊かさとの間には、直接的な関係はない。通常の政府は、外貨準備を増やすことを目的に蓄積するわけではなく、あくまでも自国の行う為替介入の規模や、外資建対外債務の規模を見極めながら、自国通貨建の国債を発行し、これを元手に海外との貿易などで外貨を獲得する国内企業から必要最低限の外貨を買い上げ、蓄積しているのが一般的である。

外貨準備の中の外国証券や預金は、外国為替資金特別会計（「外為特会」）の資産として保有されているが、同会計には、それに見合う政府短期証券（為券）の負債がある。資産はドル建て、負債は円建て、資産からの利子収入もドル建てで、負債に払う利子は円建てである。つまり、外貨準備とは、金利リスク、為替リスクを抱えながら、日本政府が、結果的に、キャリートレード（円借り外貨投資）のポジション（持ち高）を保持しているということである。

アジア地域の新興工業国の多くは、アメリカを中心とした海外市場との貿易で成長してきた国々である。しかし、外貨で行われる貿易活動が主流な為、外貨のコントロールが常に課題であった。この様な中で、外貨流入による自国通貨高を抑制し、外需依存による経済成長と経済の安定を両立するために為替介入をおこなってきた。それが、巨額の外貨準備を生み出したのである。また、国内のインフレ懸念の発生という、為替介入の負の側面も注目されている。

SWF 設立という政策は、このような課題に対し、国内での外貨の過剰な滞留をさげ、国内金融市場に資金を循環させ、比較的高い利回りをねらうことで国内経済や財政への負荷を抑える形で対応しようという試みである。

i. 外貨準備の適正規模

外貨準備は、通貨の急激な乱高下を防ぐ目的で外為市場に介入するための資金である。いつでも介入できるように、外貨準備はその定義上、流動性がある安全資産で運用する必要がある。こう考えると、米国債が最も適した運用資産ということになる。通貨安を防ぐため誤った水準で自国通貨買いを続けると、外貨準備が枯渇する。これが古典的な発展途上国の通貨危機である。

(比較)

-アジア通貨危機以前の途上国：外貨準備額を、輸入額の3カ月分保有すればよいとの「経験則」が使われていた。

-97年アジア通貨危機後の途上国：満期1年未満の短期債務以上の外貨準備を保有すべきだと述べる「新しい経験則」が用いられた。

以上のからわかるように、アジア通貨危機後は、外貨準備を潤沢に保有したいと考える発展途上国が増え、現在では、「新しい経験則」の2~3倍を目標とする国が増えている。

先進国である日本の場合、基本的に変動相場制に任せておく限り巨額外貨準備は必要ないとも考えられるため、適正な額の科学的な根拠の説明は難しい。

2.2.2 今後為替介入の可能性はあるのか

上の節で述べた通り、外貨準備をSWFで運用する事になれば、必要な時に為替介入（この場合は円安への対策としてのドル売り介入）ができなくなるという懸念がある。そこで、今後の為替介入の可能性について、過去のデータから考えてみる。

これまで政府は為替介入を繰り返してきた。政府による為替介入の詳細については、表に挙げたとおりである。過去のデータにもとづく政府による為替介入の特徴として挙げられるのは、以下のようなものである。まず、政府は主に円高局面において為替レートを円安・ドル高方向に誘導する目的で為替介入を行うということである。表をみると、ドル買い・円売り方向の為替介入は、介入日数、介入規模ともにドル売り、円買い方向の為替介入を大きく上回っている。また、為替介入の方向性の分岐点となるレートは、およそ 1 ドル 125 円である。(第 1 表)

次に、政府の介入方法については、以下のような変遷をたどっている。1995 年以前は、小規模な金額で頻繁に介入している。1995 年以降は金額が大規模になる一方で頻度は低下している。また、2005 年度以降、政府は為替介入を行っていないというものである。(第 2 表)

おおきな流れとしてみると、政府による継続的な円売り・ドル買い介入によって、とくに 2003 年、2004 年の数十兆円規模の介入によって、現在約 1 兆ドルの外貨準備が積みあがったといえることができるだろう。さて、このような性質をもつ政府の為替介入は、はたして実際に効果があるものなのであろうか？

伊藤隆敏氏の研究によれば、1991 年 4 月から 2000 年 3 月までの期間の場合、おおむねその効果はあったと結論づけられている。さらに、この介入による利益は、1991 年～2001 年の 10 年間にわたって、10 兆円にもものぼっているという。このようなことから、伊藤隆敏氏は、日本の通貨当局による介入を、おおむね肯定的にみている。

一方で谷内満氏は、「1980 年代～90 年代の実証分析の蓄積から得られる全体的な結論は、為替介入が為替レートに影響を与えるかどうかについてはっきりとした決着はついていないが、しかし、為替介入が金融政策の変更を伴うことなく為替レートに大きな影響があることを示す実証的な証拠はない」とし、現在のように過剰な外貨準備は大きな為替リスクを伴うため、現在の 5 分の 1 程度に縮小すべきであると主張している。というのも、「その国の経済規模や為替市場の規模を考慮した外貨準備の水準からみて、日本以外の主要先進国は日本よりも格段と低い外貨準備しか持たずに、特段の問題なく経済運営がなされている」からである。

以上のことから考えると、為替介入の効果や是非については、その判断は難しいといえる。また、2005 年度以降、過去のデータからみれば、為替介入が行われても不思議ではない円高が進行したときも、為替介入が行われていないということを見ると、今後、通貨当局が為替介入、それも外貨準備を大幅に積み上げてしまうような規模の介入することは考えにくい。仮に今後通貨当局が為替介入を行い外貨準備がさらにつみあがった場合、前述のように為替リスクを考慮して、その内容の多角化が求められる。

第1表 ドル・円介入日の中心値水準ごとの介入回数・総額

介入日の中心値				
以上	未満	介入の方向	介入日数	介入総額 (億円)
140	~145	ドル売り	3	2,736
135	~140	ドル売り	1	139
130	~135	ドル売り	8	30,581
125	~130	ドル売り	20	15,338
120	~125	ドル買い	2	17,109
115	~120	ドル買い	4	21,568
110	~115	ドル買い	17	13,815
105	~110	ドル買い	28	38,310
100	~105	ドル買い	50	63,977
95	~100	ドル買い	35	27,257
90	~95	ドル買い	9	5,406
85	~90	ドル買い	16	20,718
80	~85	ドル買い	7	3,680
		ドル売り累計	32	48,794
		ドル買い累計	168	211,860
		総合計	200	260,654
(注)これ以外に、ドル売り・マルク買い1回、マルク買い・円売り1回、ドル売り・ルピア買い5回、ユーロ買い・円売り5回、があった。				
ドル売り介入日の円・ドル中心値の最安値			126.50円	
ドル買い介入日の円・ドル中心値の最高値			122.65円	

21st Dec. 2008

第2表

年度(4月-翌3月)	介入回数	(億円)	
		総額	1回あたり平均
1991	8	1909	238.6
1992	18	5824	323.6
1993	61	31135	510.4
1994	69	32990	478.1
1995 前半	9	5621	624.6
1995 後半	13	42051	3234.7
1996	0	0	0
1997	3	10591	3530.3
1998	4	37033	9258.3
1999	14	79646	5689
2000	1	13854	13854

2.2.3 米国債の信用下落、ドルの下落の危険性

外貨準備を使った SWF を作るにあたって、問題視されているのが、ドル売りによって円高が引き起こされ、輸出業が深刻なダメージを受けてしまうということだ。

特に規模の大きい自動車産業についてその影響を考えてみる。例えば、日本の輸出産業の代表格であるトヨタは、1 円の円高が進めば年約 400 億円営業利益がマイナスになってしまう。ホンダの場合でも、対ドルで 1 円円高と考えたとき、営業利益は 200 億円、日産自動車なら同 145 億円¹、ソニーなら同 40 億円の減少につながる。総合して、日本企業全体でも、対ドル 1 円の円高が進めば、経常利益が 0.5%減少するという試算がある。

この問題に対してどのような処置をとるか、考慮してみよう。具体的には、

(1) 数回に分けて少しずつ米国債を売却することを明言する

(2) 外貨のまま運用する

という方法が考えられる。

(1)に関して、まず、円高が発生すれば、日本の輸出企業が損害をこうむることは否定できないが、しかし一方で政府が前述した目的のために米国債を売却することで必ずしも円高が発生するとは限らないだろう。米国債を売却することにより、円高が発生してしまうのではないかという不安を払拭する必要がある。

ここで、どのように米国債を売却すれば、為替レートの変動をできるだけ抑えられるだろうかということも、もう一度近年通貨当局が行ってきた為替介入の方法を参考にすることにより考えてみる。1991年～2000年までの期間を1995年の時点で区切り、その前後で前半と後半に分けると、全期間と後半の期間においては、為替介入の効果があり、前半の期間には効果がなかったと結論付けられている。この1995年を境にして、通貨当局は介入方法の変更をはかっている。つまり、前半の期間には、比較的頻繁に介入をおこない、かつ介入規模は小規模なものであった。一方、後半の期間には、比較的介入頻度は少ないにもかかわらず、介入規模はかなり大規模なものになっている。

この研究結果から推測できることは、今後日本が米国債を売却する場合には、頻度を増やして小規模に行っていけば、為替レートへの影響を比較的抑えられるのではないかということである。

さらに、これまで通貨当局が為替介入をする場合、明確に為替レートを誘導する意図を持って行っていた。しかし、今回 SWF として外貨準備を運用するための米国債売却は、為替レートを誘導する意思は持っていない。このことをあらかじめ、売却額とともに声明しておけば、さらに為替レートの変動幅は抑えられると予想される。

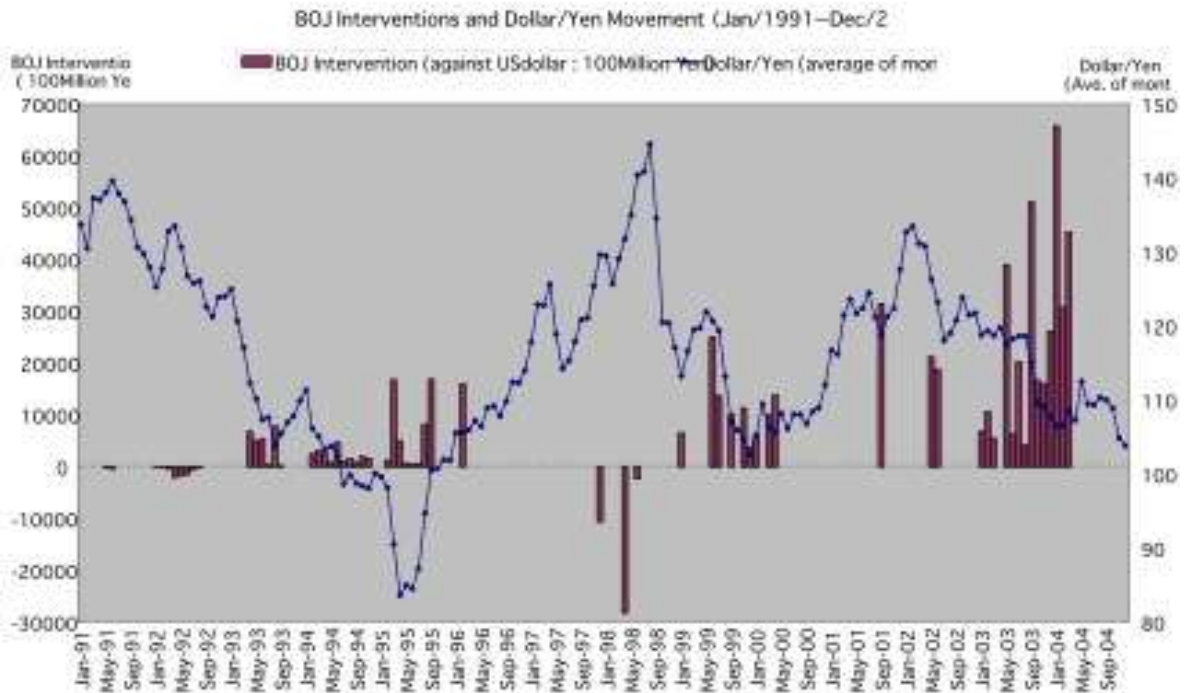
このことから、以上のような方法で行えば、SWFとして外貨準備を運用するために米国債を売却することによって円高が発生し、輸出企業が損失をこうむることということは、できるかぎり避けられるのではないかと考える。

余剰額を別基金に移管する際の具体的な方法として、余剰額を、SWFに外貨準備(資産)と為券(債務)の両建てで移管することが考えられる。双方とも外資(ドル建て)のまま運用すれば、市場にあるドルの比率は変動しないので、為替レートが動く事での負の影響の恐れはない。

次に(2)に関して述べる。運用にまわした外貨準備の利子受け取り分は、新設する SWF で正味資産として運用。その上、日本で常時必要とする外貨準備高が、最大どの程度かモデルで検証した上で、現状がそれを大幅に上回れば、その超過部分(外国証券)を債務つきの両建てでファンドに移管するべきであるといえる。

2.2.4 どのくらいの規模の外準を運用するのが適当か

¹ 日本自動車工業会 HP データ使用



最後に、どのくらいの額を運用にまわすべきかについて検討する。上に挙げたグラフは、日銀の為替介入の額と時期を表したものである。

近年最高額の為替介入は、2003年の20兆4250億円であった。(当時の円\$レートは1\$100-120円)

であれば、現在の運用収入の3兆6917億円を運用すると考える時、為替介入準備金として残るのは

$$922034 - 36917 = 88 \text{ 兆 } 5116 \text{ 億円}$$

となり、もしも運用に失敗して、3兆円なくなって、かつ介入が必要になったとしても、十分な外貨準備があるといえるだろう。よってひとまずは、3兆円規模での運用が望ましい。韓国 KIC も 2兆円規模からスタートしている事からも、妥当と言えるだろう。

2.3 conclusion

以上では IMF のガイドラインやシンガポールの GIC の運用状況、為替介入、為替レート変動の問題を検討し、外貨準備を原資とする SWF を設立すべきであるとの議論を進めてきた。外貨準備を原資とする SWF のポイントは以下の二つが挙げられる。

(i) 透明性

外貨準備の管理・運用をすべて SWF に任せることで透明性が向上すると考えられる。前述した通り、現在、外貨準備の管理は財務省が行っており、年次報告書公開の義務もなく、透明性はお世辞にも高いとは言えない。その一方で、外貨準備の管理・運用を SWF に任せれば、SWF がファンドの性格を持っている以上、定期的に業務内容を公開・報告する義務が発生する。これによって、外貨準備の透明性が高くなるのである。そうなれば、外貨準備に埋蔵金があるなどの不毛な議論や、為替介入時の不透明性が無くなるはずである。

(ii) 為替介入

日本の保有する外貨準備のすべてを SWF に管理させるということは、為替介入の役割が SWF に移るということである。今までは政府が財務省や日銀を通して為替介入をしていたが、外貨準備を原資とする SWF が実現すれば、その SWF が為替介入を担当するこ

とになる。しかし、これは為替介入という政策を SWF が自由に行えるということではない。ここで SWF は「政府系」ファンドという性格を生かすことになる。具体的にいえば、SWF の中に二つのセクションを設け、片方に外貨準備の運用を、もう片方に為替介入を担当させるのである。為替介入を担当するセクションは金融の専門家と政府から派遣された人員で構成され、為替レートの状況に応じて為替介入の有無や規模を決定するのである。為替介入セクションのイメージとしては日銀の政策委員会が最も適当であろう。

以上の二つをまとめれば、SWF は外貨準備の運用と為替介入の二つの役割を担うことになる。これは他国の外貨準備を運用する SWF にはない特徴であるが、外貨準備の透明性を得るためには有効な案だと考える。そもそも、外貨準備は政府が保有し、比較的自由に管理・運用できるという性格を持っているので、政府系ファンドである SWF の管理下に置かれるのは何ら問題ないと思われる。むしろ、透明性が以前より確保されるという意味では歓迎されるべきものである。

この SWF が日本の保有する外貨準備のすべてを管理・運用するという提案が実現すれば、外貨準備を原資とする SWF は政策と収益性を兼ね備えた機関となる。これは民間のファンドには実現できないことである。当然、民間セクターに為替介入という政策を任せることができないからである。SWF が民間と政府の間に存在する機関であることを考えれば、外貨準備を原資とする SWF に政策と収益性の二つの役割を付加することは理にかなっていると考えられる。

3. 結論

本論文を通して我々は、日本におけるソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）設立の実現性を考察してきた。日本における SWF 設立を考察するにあたり、問題となるのはその運用原資であるが、日本の現況を鑑みた際、現実的に原資として考えられるのは年金または外貨準備の二つである。

第一章では、SWF の年金積立金利用案と題し、現在自民党より出されている SWF 設立案の有効性と年金積立金運用独立法人（GPIF）の構造の検証を行なった。結論からいえば、自民党の提案する SWF 設立案は不完全なものであり、また GPIF はその構造を改革し、年金運用を民間に委託することによってより効率的な収益構造を築くべきである。その第一の理由として、現在自民党より出されている SWF 設立案では、修正積立方式という原則的に積立方式で年金を給付すると同時に、徴収された保険料の一部をその時点の高齢者の年金給付に当てる、いわば賦課方式に近い公的年金制度を用いた SWF 運営を想定しているが、今後超高齢社会に突入しようという日本の状況を鑑みると、この制度による SWF 運営は困難であるからだ。また第二の理由として、現在 GPIF は財投債（国債）を政府の都合に合わせて買い取っているという可能性があり、そのような状況を踏まえると自民党案により SWF 設立を行なっても SWF は政府の管理下に置かれるため、依然としてこの財投債引き受けの構造が残り、不透明性が残るからである。そこで我々は、SWF を年金によって運用する場合には、GPIF の抜本的な構造改革を行なうべきであると提言する。具体的には、積立金の中長期的な運用効率化のために、①収益第一への構造転換、②政府の政治的干渉からの独立、③透明性の確保と説明責任という三点を GPIF の構造改革のための柱として提言する。1 つ目の収益第一への構造転換とは、具体的には GPIF の長期的な年金給付原資と将来的な社会保障制度の資金源確保のために、GPIF を一定のリスクの下で収益を最大化することを第 1 の目的とする独立性の高い運用専門機関に改革する、ということである。2 つ目の政府の政治的干渉からの独立とは、GPIF 保有の資金全てを民間に委託することで不透明な財投債の受け入れを無くすことである。そうすれば民間は自己の判断によってポートフォリオを決定するので、不透明な財投債受け入れの問題は解消され、また同時に 3 点目の GPIF の透明性確保にも繋がるであろう。さらに、GPIF の運営は政府から独立するが、その制度設計や出資は政府によって行なわれるため、GPIF は運用を委託した民間に対してその運用成績のチェック等を行なう、いわば監視機関としての義務が付随する。さらに国民世論が業務内容をチェックできるように、株式公開企業同様の徹底した情報開示と業務の説明が重要であることは言うまでもない。これらを通して GPIF の透明性確保と説明責任は果たされる。上記 3 つのポイントに基づく GPIF の構造改革が実現すれば、日本が有する巨額の公的年金積立金の運用が効率化する。これにより長期的にみれば将来の年金受給額の向上や、保険料負担の軽減が可能となるだろう。これら我々が提案する GPIF の抜本的な構造改革を行うことによって達成される、より効率的な SWF 設立案により、自民党案は改善点が多く実現性の乏しい不完全なものとして棄却される。

第二章では、日本にとってもう一つの可能性として考えられる外貨準備を利用した SWF 設立案の考察を行なった。今年 10 月、IMF の協力の元で SWF の投資促進を目指した 24 項目の SWF 行動規範が発表されるなど、国際的な流れの中で外貨準備を運用する必要性が高まってきている。また、そのガイドラインの中で紹介されている日本に似た特徴を持つ同

アジアの韓国の SWF を例に見て、透明性の向上の面から考えても日本にも外貨準備を運用する財務省と民間ファンドの中間に位置する機関・組織が必要であると考えられる。そこで我々は、外貨準備を効率的に運用しているシンガポールの SWF を参考に日本版外貨準備運用型 SWF のあり方を探った。その行動規範や運用方針は現在の日本の外貨運用とは性質を大きく異とするものであり、そこから我々は 5～7% という高い収益性、多様なポートフォリオ、高い透明性を特徴とした日本版 SWF を想定し、それを提言した。しかし、SWF を外貨準備で運用する場合、年金運用の場合と異なり収益性のみの追求はできない。為替レート変動の問題や外貨準備の流動性を視野に入れた運用が求められると同時に、そのために実際どの程度の規模で運用を行なうべきかという制限の設定が必要であるからだ。そこで我々は、外貨準備の現状や必要性、米国債を売却したときの影響などの観点から外貨準備型 SWF の実現性を検証した結果、上述の仮想 SWF に移行させることは可能であるという結論に至った。

以上のことから、我々は外貨準備を用いた SWF の創設を提言する。その実現性・効率性の両面において、自民党が提案する年金積立金による運用よりも外貨準備による運用の方が勝っており、また国際化の流れの中で必要不可欠なのではないか、と考えることができるからである。