

(2009/08/21)

## 第23回「総選挙の隠れた争点—大きな政府の是非を考える」

米公的年金、高リスク投資を拡大、未公開株など——運用不振、利回り改善狙う

米国の公的年金基金が未公開株、社会資本関連投資ファンドなど「代替資産」への投資を拡大している。高齢化で退職者への年金支払いが膨らむ一方、運用成績が低迷しているため。米国など先進国の株式への資産配分を減らし代替投資の原資を確保する動きも相次いでおり、世界的なマネーの流れに影響しそうだ。

米調査会社グリニッジ・アソシエイツによると、米国の主な州や市の公務員年金の38%が直近1年間で米国株や米国債など伝統的な金融商品以外の「代替投資」を拡大した。同じ時期に代替投資を拡大した米大手企業の年金基金は17%前後。……(中略)……

米最大級の公的年金、カリフォルニア州職員退職年金基金(カルパース)の場合、2008年6月末までの1年間で総資産が23%目減りした。同基金が年金支払いに必要な原資を確保するには、今後15年で年平均7.67・6%程度の資産運用利回りを確保する必要がある。米国株や米国債など伝統的な資産に投資し続けると、このままでは目標を達成できない懸念が出てきた。

このためカルパースは未公開株への資産配分比率を中期的に14%と従来目標より4ポイント高めることを決めた。……(中略)……

イリノイ州教職員退職年金基金も未公開株式への投資を拡大している。直近では総資産の9%を未公開株で運用しておりさらに1ポイント上積みする方針だ。……(後略)

(8月15日付 日本経済新聞)

30日に衆議院選挙の投開票日を迎えます。「政権選択選挙」ともいわれ、各党は有権者にいかに政策をアピールするかを競っています。そこには将来の国民負担よりも、目先の国民還元が優先されるリスクが特に強く存在するように思われます。

まず日本の国富増大の観点から、PEファンドの運営者としての実感を基に、日本が解決すべき最も重要な問題点を洗い出します。その上でファンドの視点に限定し、各党のマニフェスト(政権公約)を考えます。ただし、筆者は現時点で特定の政党を支持していないことをお断りしておきます。

# 1 日本の根本的な問題点

## (1)日本の停滞—「大きすぎる政府」の帰結

日本の国富はこの10年、全く増えていません。1999年度の国内総生産(GDP)名目値は498兆円、2008年度は497兆円です。家計部門の金融資産の額は10年前が1401兆円、昨年度が1410兆円です(表1)。家計部門の金融資産がわずかに増えています。この家計部門の金融資産のかなりの部分を預かる公的年金の運用利回りの前提は年率4.1%です。仮に家計の金融資産が年4.1%で運用できていれば、現在の金融資産は2094兆円と、約50%増えていたはずですが、それは国民の金融資産が適切に運用されていれば、決して非現実的な数字ではなかったと考えられます。現に米国のGDPはこの10年で9兆3500億ドルから14兆4400ドルへと約54%伸びています。日本の国富がいかにも伸びていないか、一目瞭然(りょうぜん)といえるでしょう(表2)。

〈表1〉日本の国富—過去10年

	国内総生産 (名目 GDP)	家計部門 金融資産
1999年度	498兆円	1401兆円
2008年度	497兆円	1410兆円

出典：総務省統計局 HP「世界の統計」、日本銀行「資金循環統計」からニューホライズンキャピタル作成

〈表2〉日米のGDP—過去10年

	日本	米国
1999年度	4980	9354
2008年度	4970	14441

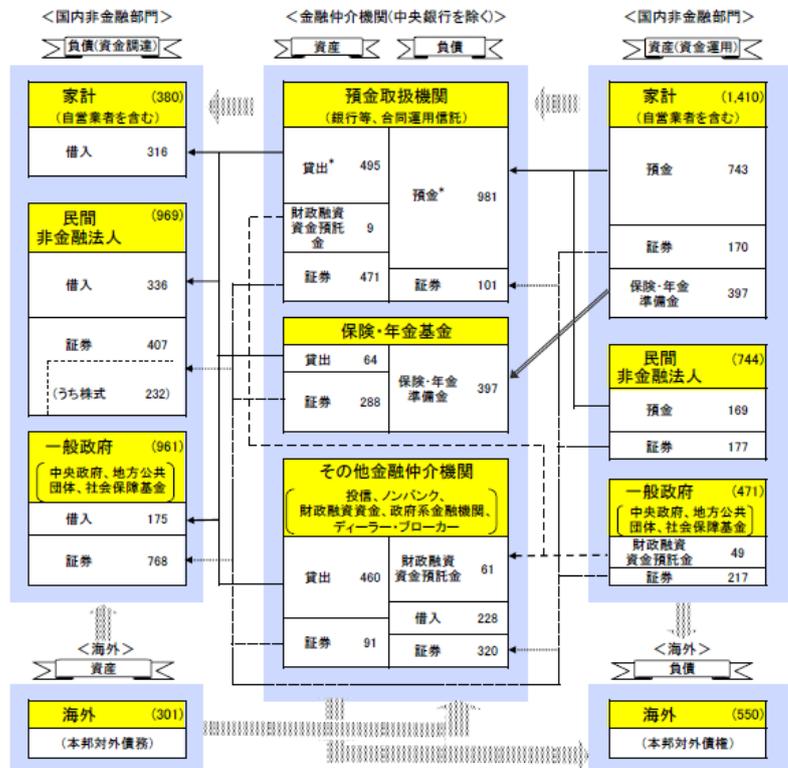
単位：十億ドル

出典："National Economic Accounts", Bureau of Economic Analysis, July 2009

では日本の国民の金融資産はどのように運用されているのでしょうか。それは下に示した日銀の資金循環統計を見れば明らかです。家計部門の金融資産は直接的には大半が預貯金と保険・年金に割り振られます。問題はその後です。預貯金・保険・年金は海外からの流入など各種資金と合わせて、一般政府部門に961兆円も吸い上げられてしまっていることが分かります。この金額は民間非金融法人(民間企業)が借り入れや証券で調達した額とほぼ同額なのです。

別の観点から見ると、家計部門の金融資産は1410兆円あるとはいえ、家計部門自体が抱える借り入れが380兆円あり、実質は約1000兆円です。将来、政府、ひいては日本国民が返さなければならぬ借り入れが約960兆円あるの

部門別の金融資産・負債残高(2009年3月末、兆円)



(注1) 各部門の内訳計数は主要項目のみ掲載。  
(注2) \*印を付したものは部門内資産・負債をネットアウトした金額。  
(注3) 貸出(借入)には、日銀貸出金、コール、買入手形・売渡手形、民間金融機関貸出、公的金融機関貸出金、非金融部門貸出金、割賦債権、現先・債券貸借取引が含まれる。  
(注4) 証券には、株式・出資金および株式以外の証券(国債・財債、金融債、事業債、投資信託受益証券、信託受益権等)が含まれる。

で、家計部門の実質的な金融資産は国に食い潰されてしまっているともいえるでしょう。

民間の上場企業ならば通常「ROE(自己資本利益率)10%」などといった、調達資金に対する利益率の目標があります。それがなければ、株主をはじめとするステークホルダー(利害関係者)からの目線に耐えられないからです。つまりは民間企業に国民の資金が回っているのであれば、結果はともかく、目標値としてはそれなりの利回りが得られる計算です。

しかし、国にはそういう目標値はありません。教育・警察といった、いわば公共財の分野で、しかも国民の税金負担と国民の受益が見合っているのであれば、政府支出が直接の利回り目標を持たないのはある意味で当然です。国民は国にしかできないサービスに対し代金を支払っているといえます。しかし、本来はこうした分野以外への支出に関しては、「国民の税金をいかにうまく使って国富を増やすか」という観点も併せ持つことが必要です。さらに、税収以上の支出を行なう場合には、国民の金融資産を必要以上に吸い上げて支出を行なうわけですから、その基準はさらに厳しくあらねばなりません。日本の年間予算の規模は納税額の約2倍です。すなわち国民からの借金で半分を賄っているのです。高福祉社会とはとてもいえない状況であるため、国民の実感はないのですが、実は日本という国は、経済活動の中で国の役割が極めて大きい、世界でも稀(まれ)にみる「大きな政府」になっているのです。

民間企業のように、株主などステークホルダーの厳しい視線に晒(さら)されていれば、調達した資金をより有効に活用しなければならないはずなのですが、国には格付け機関が国債を格下げするリスクくらいしか発想がありません。そして国民は、長期的に日本の借金事情が厳しいことは分かっているにもかかわらず、やはり自分たちのところに予算が下りれば喜びがちです。選挙の前ともなれば、どの政党も国民に利益を還元する政策を取りたくなるのは当然です。

国が家計部門から吸い上げた資金を4%強の利回りで運用できていれば、この10年で家計の金融資産は700兆円も増えていたでしょうが、結果は表1の通りです。一般論として、民間の方が調達資金の効率的な運用を厳しくコントロールしているので、民間にできることは民間に任せて、国は公共財の提供など国にしかできないことを担う方が、国民の資金ははるかに有効に活用されるはずですが、日本がまず取り組むべき構造的な問題は、「大きな政府」を改めることなのです。

## (2) 公的年金の運用

連載第17回で書いたように、家計部門の金融資産の約10%を預かる公的年金は、運用資産のかなりの部分を財投債や国債で運用しています。利回りの前提は4.1%となっており、年率1%台半ばの国債で運用することは、それ自体が逆ザヤです。これを取り戻すためには、他のわずかな運用資産でかなりの利回りを稼がなければならないこととなりますが、昨年度は10兆円を超える赤字になったと報じられています。

冒頭の記事のように、米国の公的年金は伝統的資産への投資からPE投資へとポジションを移しつつあります。PE投資の大きなウエートを占めるPEファンドへの投資は、民間投資家の厳しい目線で企業に投資する有効な手段とみなされているためです。つまりマクロ経済的にいえば、米国民のお金は年金を経由して、

民間企業への投資に有効に振り向けられています。日本はこうした動きから周回遅れになりつつあることを認識すべきでしょう。

### (3)あるべき姿

「民間にできることは民間で」という路線は、昨今は「小泉改革」の象徴として各所で目のかたきにされている感があります。国民の貴重な資金を国が吸い上げて非効率な支出をするのではなく、そのお金を民間企業に流して、株主などの厳しい視線と民間同士の健全な競争の下で有効に活用してもらう観点では極めて正しい方向だと考えています。また、小泉改革の下で「所得格差」が拡大したという主張が多いのですが、民間同士による健全な競争は経済を活性化すると同時に、ある程度の格差を生むものであります。格差が全くない社会には活力は生じません。国がなすべきことは、格差が生じた際にセーフティーネットを用意することであり、政策的に必要なならば「公共財」的な支出を増やすことではあっても、格差そのものをなくすことが政策になるのは本末転倒といえるでしょう。

郵政民営化についても同様です。確かに郵政事業は地方にとって公共財的な側面があり、判断は難しいところなのです。ただ、巨額の郵便貯金が財政投融资の形で半ば自動的に国に吸い上げられていたことを考えると、それを民間への資金に変えていくという流れで見れば、極めて正しいといえます。したがって、今後どのように見直しが行なわれようと、その部分に関しては改革が後退しないように注意する必要があると思います。

本来、民間の活力を生かす「小さな政府」を目指すのであれば、国債に依存した財政を早急に改め、場合によっては税金さえも引き下げて政府支出を縮小するくらいの覚悟が必要です。「政府支出がなければ経済が縮小する」と短絡的に考えるのではなく、同じお金を使うにしても、より規律の効いた形で有効に使うことが重要なのです。例えば、郵便貯金や公的年金など国民の資産を預かっている機関が国に資金を提供するのではなく、PEファンドなどを經由して民間企業に資金を回すことが国民経済的に極めて重要です。もし公的年金が国債への投資を減らし、カルパースと同様に市場運用分の14%をPE投資に配分すれば、家計部門の13兆円程度のお金が民間企業に流れることとなります。中期的には年金運用の多様化と運用の改善にも資することになるでしょう。

## 2 各党の政策について

---

以上の問題意識の下、各党のマニフェストを一通り見ましたが、最大の問題点である「大きな政府」を改め、「民間にできることは民間で」と唱える政党は一つもありませんでした。年金の問題も取り上げられてはいますが、運用方針を変えて家計部門の資金を企業に流すとともに、運用成績も改善しようというような前向きな主張はまったく見当たりませんでした。

さすがに無駄な歳出を削減する意識は見られましたが、多くの場合、その分は別の歳出に充当するとしており、予算規模が大幅に減るとは思えません。それどころか、この予算規模をおおむね維持することを前提に、将来的な増税の可能性すら感じられます。目の前の選挙民へのメリット供与によって将来世代の負担を

増やそうともいえるし、これまで国債の形で国民から借りていたお金を、将来の国民への増税で相殺するというようにも見えます。

1400兆円という家計部門の金融資産を国が吸い上げるのではなく、この金融資産と日本の優れたものづくりの現場をスムーズに橋渡しする工夫こそが、今政治に求められているのではないかと思います。