

平成 31 年 4 月 6 日

国際共生創成協会 熊野飛鳥むすびの里 第 2 回勉強会  
年金運用の実態

松尾雄治

1970 年代以降、金融市場に大きな変化が生じています。特に 2000 年代以降は、高頻度取引（HFT）を始めとする、異様としか言いようのない運用手法が生まれています。一連の変化によって、金融市場は、仮需が実需を遥かに上回る、歪んだ世界になっています。そして金融市場の変化は、否応なしに年金運用にも影響を与えています。

米国発のグローバル資本主義が浸透した結果、金融は、外側から見れば何とも巨大な、そして内側から見れば何とも無駄なシステムに変貌しました。

日本はこの動きに追随しています。特にアベノミクス以降、政府を始めとする公的機関は、グローバル資本主義の要求に従い、制度を変更することに躍起になっています。

本日説明したいことは以下の 5 点です。

1. 1971 年のニクソンショックにより、為替が変動相場制になりました。そこからデリバティブ取引が生まれました。
2. デリバティブ取引は投機的手段として使われるようになりました。そしてデリバティブの膨張は、一国の経済システムを揺るがすようになりました。
3. 国際金融市場の膨張により、各国は税制を変更するなど様々な圧力を受けるようになっていきます。企業も法人税の削減に躍起になっています。
4. リーマン・ショック以降、高頻度取引（HFT）が生まれ、仮需が実需を振り回すという、金融の目的とは乖離した現在の金融システムが生まれました。
5. アベノミクス以降、国内の公的機関は、米国発のグローバル資本主義の要請にマッチするよう、制度を変更しようとしています。

年金運用の伝統的な手法は、時間のリスクを積極的にとる（長期投資）ことにあります。株式運用の場合、将来性のある有望な企業の株式を買い付け、企業の成長が株価に織り込まれるまで（値上がりするまで）長期間保有します。また、債券運用の場合、デフォルト（破綻）リスクがない（と考えられる）国債などに投資して、満期が来るまで待ちます。

ファイナンス理論は、1952 年、ハリー・マーコウィッツ氏が書いた、「ポートフォリオ・セクション」という論文が始まりだと言われています。この論文は、分散投資の合理性をうまく説明しています。いくつかの資産を分散して保有することで、ある資産が値下がりしても、他の資産が値上がりして、全体では資産価値を維持できる、という

考え方です。保険の考え方に似ています。この考え方はポートフォリオ理論と呼ばれます。現在でも年金の運用は、長期的な視点に立ち、ポートフォリオで運用することが基本です。

しかし、①. 1971年のニクソンショックと、②. 1972年にCME（シカゴ・マーカントアイル取引所）のレオ・メラメド氏が始めた通貨先物取引、③. 1973年に発表されたブラック＝ショールズ・モデルの普及、の3つが契機となり、金融市場は大きく変わりました。この3つが、現在に至る「水膨れした金融システム」の原因です。金融市場の変化は、年金運用にも影響を与えています。

① ニクソンショックにより、それまで兌換（だかん）紙幣（金（きん）との交換比率が法律で定められた紙幣）であったドルが、不換（ふかん）紙幣になりました。そのため、基軸通貨であるはずのドルの価値が、一体いくらなのか、誰にも分からなくなりました。結果として、円、マルク、ポンドといった通貨とドルの交換比率（為替レート）も、一体いくらなのか、誰にも分からなくなりました。ここから為替の変動相場制が始まりました。

② 誰にも分からなくなった通貨の価値を、どうやってプライシング（値付け）するか、ということに着目したのが、レオ・メラメド氏です。氏は通貨先物取引をCMEで始めました。「一体いくらなのか、誰にも分らないならば、市場が（勝手に）決めてしまえ」ということです。

③ ブラック＝ショールズ・モデルは、複数の変数を使って、オプションの価値を算出するモデルです。このモデルが出現したことで、誰でも簡単にオプション価格が計算できるようになりました。そのために様々なデリバティブ取引が爆発的に増えました。

デリバティブの特徴は、証拠金取引で差金決済することです。満期まで保有せず、途中で含み益が生じたら反対売買を行い、利ざやを稼ぐことに使えます。そのため、投機のツールとして用いられるようになりました。これが問題です。

1970年代に起きた①～③の変化により、金融市場に新たに「ヘッジ」という考え方が生まれました。ヘッジとは、様々なリスクを時価評価して、取りたくないリスクは市場に吐き出してしまえ、という考え方です（参考資料1 ポートフォリオ運用とヘッジ参照）。

ヘッジが普及することで、現物、実物の取引ではなく、先物、オプション、スワップといったデリバティブ取引が、金融市場の主流となっていきました。また、為替デリバティブ以外にも、株式、債券、商品など、様々な金融取引でデリバティブ取引が普及することになりました。

現在では、年金の運用は、ポートフォリオ運用とヘッジを併せて行うところが増えていきます。特に大手の運用会社ではヘッジをかけることが一般的になっています。ポートフォリオ・インシュアランスなどの運用手法が、1980年代以降、年金運用でも使われるようになりました。ただし、ポートフォリオ・インシュアランスは、1987年のいわゆるブラックマンデーの原因になったとされています。

デリバティブを使えば、レバレッジをいくらでも効かせることが可能になります。レバレッジとは、少ない原資を担保にして、その数十倍、数百倍の想定元本を取引することです。そのため、投機の道具としてデリバティブが使われるようになりました。例えば現在では、1日の為替取引の想定元本は7兆ドルといわれています。これは、実需の300倍ともいわれる仮需が為替取引の大多数を占めているからです。

1992年の英国通貨危機、1997年のアジア通貨危機などは、投機筋の「ホットマネー（過剰流動性）」によってもたらされた、とされています。変動相場制とデリバティブ取引の普及により、一部の運用会社が、一国の経済を揺るがすだけの資金力を持つようになりました。

金融市場の圧力を受けやすい国々、例えば資本蓄積が不完全な新興国では、自国民の福利厚生よりもホットマネーの攻撃を受けないような制度設計が優先されるようになっていきます。現在では、新興国だけでなく、先進国においても、このような動きが活発化しています。財政を削減して福利厚生のための資金を削り、資本に対する税金を軽減して外貨の導入を容易にし、足りない分は消費に対する税金を増加して、自国民から徴収する、といったことです。

中には、旧大英帝国の植民地諸国のように、タックスヘイブン（租税回避地）を設けて、機関投資家を誘致することに躍起になっている国々もあります。税制が資金の流入を左右することが分かってくると、「普通の」国々も様々な税制の優遇措置を採用するようになりました。また、「普通の」企業も、これらの動きを使い、税負担をできるだけ軽減するように動くようになりました（参考資料2 国際税務戦略入門参照）。

また、デリバティブ取引によってリスクをゼロにすることが可能になった、という思

い込みによって、1998年のLTCMの破綻や、2008年のリーマン・ショックが起きました。デリバティブを使って投機を行う運用会社や投資銀行そのものが、デリバティブの餌食になりました。

リーマン・ショック以降は、時間のリスクをいかにヘッジするか、が運用手法の最大の問題点となりました。そこで台頭してきたのが、コンピュータを使った高頻度取引（HFT）です（参考資料 3 高頻度取引と株式指数先物がもたらす「連鎖する大暴落」参照）。

HFT は百万分の一秒で取引を行います。一秒間に百万回の取引を、一セント刻みで行うことで、時間のリスクを極力減らそう、という考え方です。証券会社は、ダークプールと呼ばれる HFT 専用の市場を開設しており、HFT 取引を呼び込もうとしています。

デリバティブの普及、コンピュータの発達、証券会社や取引所の処理能力の向上、によって、取引所間の連動性は一段と高まりました。結果として、皮肉なことに、ポートフォリオ理論やヘッジの有効性が薄れています。現在では、土曜日の数時間を除き、ほぼ 24 時間 365 日、世界中で取引が続いています。このことは、どこかの取引所で起きた急変が、即座に他の市場、取引所に波及することをも意味します。その結果、近年、市場のボラティリティ（変動の幅）が、かつてないほど大きくなっています。フラッシュ・クラッシュと呼ばれる現象も、デリバティブ取引のグローバル化と HFT の普及が原因です（参考資料 4 HFT と金融工学参照）。

根本的には、ニクソンショックにより、金（きん）の裏付けがなくなったドルをすり散らかしたことが、様々な歪みをもたらしました。その結果、デリバティブ取引が普及し、実需を遥かに上回る金額の投機資金が世界中で利ザヤを求めて激しく流入、流出を繰り返すようになりました。現在では、投資銀行を始めとする各種金融機関の多くは、実需の取引よりも、この仮需の取引が収益源になっています。金融機関は、本当に必要な取引とは別に、その 300 倍の取引をすることで、余りにも巨大な影響力を持つようになりました。

日本は、小泉政権以降、グローバル資本主義に積極的に追随しています。特にアベノミクスが始まったとされる 2012 年末から、その動きが加速しています。一連の動きは、日本人の金融資産をアメリカ発のグローバル資本主義に差し出しているようにしか見えません（参考資料 5 アベノミクス以降参照）。