

# 年金積立金管理運用独立行政法人 の運営の在り方に関する意見

平成22年1月22日

一橋大学

本多 俊毅

# 公的年金財政の維持可能性とGPIF

- 公的年金財政の悪化が心配されている。
  - － 1. マクロ経済スライド調整期間の延長
    - 平成16年検証では平成36年度終了(スライド調整期間17年)の見通し。
    - 平成21年検証では平成50年度終了(スライド調整期間27年)の見通し。
  - － 2. 積立金の運用利回りの上昇
    - 平成16年の3.2%から、平成21年には4.1%に。
  - － 3. 所得代替率50%の維持が困難に
- 目標である実質的運用利回り1.1%を十分に確保したというが、独法移行後は不調(参考資料1)であるし、その間、実際に公的年金財政も悪化。
- 現在のところ、GPIFの運用方針を決める際に、公的年金財政への影響(特にマクロ経済スライド調整の影響)については考慮されておらず、公的年金の制度側で検討すべきことと整理されている模様。
- しかし、国民からすれば、GPIFは公的年金の制度側の組織に他ならない。
- 厚生労働省とGPIFの関係、そしてGPIF内部のガバナンスについての再検討を。

# 中期目標においてGPIFが求められていることと運営の現状

- 年金財政上の諸前提との整合性  
→安定成長復帰後のシナリオを前提とすることになり、市場実勢と乖離
- 長期的に維持すべき資産構成割合(ポートフォリオ)を定め、これに基づき管理  
→非常に硬直的な運用方針に
- 実質的な運用利回り(賃金上昇率を上回る運用利回り)を長期的に確保  
→短期、中期のパフォーマンス評価が困難に
- 中期目標期間中、資産クラスごとにベンチマーク収益率を確保  
→全てパッシブ運用にすれば実現される。アクティブ運用を行っている理由も不明確

# 年金財政上の諸前提との整合性

- 年金財政上の前提は、5年程度で日本経済が安定成長に戻るというシナリオ
- 長期的に維持すべき資産構成割合を策定ときに、想定されている市場環境が、現在の市場環境から大きく乖離してしまう
- 特に、10年国債金利が3%や3.7%といった水準とされているが、実際には現在1.4%弱。ここ10年間以上にわたり、2%を切る水準で推移している。  
(参考資料2)

# 長期的に維持すべき資産構成割合を めぐる議論

- 金利変動があっても長期的に維持すべき資産構成割合は不変、というのがGPIFの基本的なスタンス。その理由としては、
  - 基本ポートフォリオは、金利が3%のときだけに有効という位置づけではなく、金利が変動しても賃金と金利の相対的な関係が変わらなければ、賃金プラス1.6%を基本的には達成できる。
  - 金利変動によるキャピタルゲインとロスは、長期間で見れば相殺される。
- しかし、金利水準には中期的(5年から10年超)なトレンドやスイングが観察されることが知られており、3%程度の平均値の周りで上がったたり下がったりを短期的に繰り返すようなものではない。
- 金利水準は経済状況や市場環境に密接に関係しており、ポートフォリオ策定にも金利水準が考慮されるのが自然。

# 中期目標期間中の目標設定

- 現在の中期目標では、長期的に実質的な運用利回り(賃金上昇率を上回る運用利回り)を確保することが求められている。
- 各年度や中期目標期間中の目標は存在しないのが現状。(資産クラスごとにベンチマーク収益率を確保するというのはパッシブ運用によって実現可能。リスク管理上は意味があるが、努力目標にはなっていない。)
- これまでのGPIF運用委員会の議論でも、与えられた目標はあくまでも長期的なものとし、5年間でどのように目標を達成すべきかという議論は行われてこなかった。
- 長期目標の他に、中期目標期間中の目標も明確に設定すべき。またその目標は賃金上昇率のように証券市場で実現できないものではなく、実現可能なものを基準にして設定すべき。
- 100兆円を超える巨額の資産規模であることを考慮すると、収益追求部分と安全運用部分を分離し、それぞれの目標設定を明確に提示すべきでは。

# まとめ

- 長期的な視点から積立金運用を行うこと、そして賃金上昇率を超過する収益を長期的に実現するという目標には全く異論なし。
- 一方で、長期的な運用を行うということを理由に、現実から大きく乖離した運用利回りを前提にポートフォリオが決められていることは問題。
- 中期目標期間中の目標設定とパフォーマンス評価の明確化が不可欠。
- 賃金上昇率の変動を複製することは難しく、運用パフォーマンスの評価基準とするにはノイズが大きすぎる。実行可能、観察可能なポートフォリオをベンチマークにした中期目標を明確化すべき。
  - 賃金上昇率をトラックすることはできない。
  - 物価上昇率は賃金上昇率との相関が高いが、日本の場合、物価連動債のマーケットが未成熟。
  - 債券利回り(10年金利水準)をトラックすることもできない。金利変化によるキャピタルゲインやロスが発生する。
  - 国内債券収益率、もしくは(現在の基本ポートフォリオのような)参照ポートフォリオを基準にして、運用パフォーマンスの評価や目標設定を行うべき。

## 参考資料 1.

### 平成 20 年度業務概況書

「平成 16 年財政再計算（推計初年度：平成 15 年度）における年金積立金全体の長期的な運用利回りは、名目賃金上昇率プラス 1.1%とされています。推計初年度以降 6 年間の名目賃金上昇率は-0.16%（年率）です。したがって、上記財政再計算に沿った名目運用利回りは 0.94%となりますが、管理運用法人の運用資産全体の名目運用利回りは 2.00%であり、これを上回る結果となっています。」

	平成 15 年度	16	17	18	19	20	6 年間
財政再計算上の実 質的な運用利回り	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
名目賃金上昇率(実 績)	-0.27	-0.2	-0.17	0.01	-0.07	-0.26	-0.16
財政再計算に沿っ た名目運用利回り	0.83	0.9	0.93	1.11	1.03	0.84	0.94
運用資産全体の名 目運用利回り	8.4	3.39	9.88	3.7	-4.59	-7.57	2

しかし、過去 4 年間については、名目運用利回りは平均 0.355%、賃金上昇率の実現値の平均は-0.1225%であり、実質的運用利回りの平均は 0.4775%に過ぎず苦戦。また、この間も公的年金財政は悪化。デフレからの脱却が危ぶまれる足下の経済環境において、マクロ経済スライド調整の開始が今後数年間にわたり延期され、その間、運用利回りも低迷してしまうと、公的年金財政にどのような影響を与えるのかが心配される。



## 参考資料 2 10年国債金利

10年国債金利が3%と想定されているが、実際には90年代後半以降、10年金利は2%を下回っている（図 --- 1972年以降の10年金利）

