

2009年11月30日

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検討会意見書

総務省顧問  
山崎 養世

## 公的年金積立金運用についての提言

### Executive Summary

- 年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）による積立金運用では、10年国債金利が3%という市場実勢とは大きく乖離した数値を前提に、名目期待収益率が3.37%と主張している。
- 市場実勢から大きく乖離した期待収益率、金利水準を主張し続けてきたことは、国民に対して十分な説明責任を果たしておらず、公的年金財政の健全性にも疑念を生じさせることとなった。
- GPIFのパフォーマンスも、過去5年間の平均収益率が1.08%（市場運用分）、0.77%（運用資産全体）と低迷。
- 7割を国内債券に配分するという現在の投資内容では、公的年金の積立金は日本経済の成長にほとんど寄与しておらず、重大な機会損失が発生。
- 主要資産への配分比率の決定（資産配分、アセットアロケーション）は、運用成績の90%を説明するとも言われており、非常に重要な投資意思決定。しかし、GPIFは昨年のリーマンショック以降も、投資環境の精査や基本ポートフォリオの見直しを行った形跡が見られない。
- 組織構成を見ても、資産運用経験の豊富な幹部は見当たらず、資産運用による収益追求を放棄したかのような布陣であり、運用委員会も形骸化されているものと思われる。
- 現在のGPIFに対する「中期目標」では、資産運用から得る収益を増加させるための努力すら求めている。このために失ってしまった投資収益機会は大きい。（例えば、インドや中国などへの投資をこれまで見送ってきた。また、7割を占める国内債券ポートフォリオについても収益改善の努力が見られない。）GPIFを、投資収益を追求する組織に改革することが急務。

- 一方で、リスクの制御や管理も重要であり、公的年金積立金によるリスク性資産への投資に対する懸念も大きい。
- GPIF の規模を考えると、100 兆円規模の基金に効率的な資産運用を求めることは非現実的。国債を中心とした低リスク運用を行う基本財産管理部分と、収益追求のための部分（SWF 型運用）とに分割することが現実的。
- 具体的には、現在の GPIF の国内債券（87 兆円）程度を安全運用と元本確保を目的とする基本財産管理部分とし、残り（30 兆円）を長期的な運用収益を達成することを目的とする SWF 型運用にする。これであれば、円滑な移行が実現可能。
- 上記案であれば、SWF 型運用部分の規模は海外の SWF の規模とも大差なく、収益追求のための積極運用を行う組織の規模としても妥当。
- ただし、SWF 型運用を行うにあたっては、高い運用能力と運用の独立性、が必要となる。収益性を高めるだけでなく、リスク管理も重要。さらに、先行する各国の SWF を参考にして、ファンドの独立性を確保し、プロフェッショナルによる運用と、プロフェッショナルによる監視を実現させることが不可欠。
- 現在の年金運用には国内の産業育成を通じて、今後の経済成長や雇用創設に結びつくような投資を行うという視点が欠如していることは大きな損失である。産業革新や技術の産業化、環境、食糧・水、などの将来の成長と国民生活に不可欠な技術や産業への投資など、有効な投資の開始を早急に検討するべき。SWF 運用を開始する場合であっても、この部分は不可欠となる。

以上

2009年11月30日

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検討会意見書

総務省顧問  
山崎 養世

公的年金積立金の運用についての提言

1.GPIFの運用の現状

GPIFの運用資産全体の資産構成状況と運用成績(平成21年3月末)

	時価総額(億円)	構成割合
国内債券	869,775	73.94%
市場運用分	618,887	52.61%
財投債(簿価)	250,888	21.33%
国内株式	113,986	9.69%
外国債券	100,135	8.51%
外国株式	90,781	7.72%
短期資産	1,608	0.14%
合計	1,176,286	100.00%

	平成16年度	17	18	19	20	5年間(年率)
市場運用分	4.60%	14.37%	4.75%	-6.41%	-10.03%	1.08%
運用資産全体	3.39%	9.88%	3.70%	-4.59%	-7.57%	0.77%

- 7割以上が国内債券で保有されている
- 5年間の平均収益率は1%に低迷

基本ポートフォリオと背景にあるロジック(平成20年度業務概況書より)

「安全かつ効率的な運用のためには分散投資が有効です」

「目標となる収益率実現のためのポートフォリオ全体のリスクが最小となる資産構成割合

(これを基本ポートと呼んでいます。)を導き出し、それに基づいた運用を行うことが有効であるとの考え方」

「リスク水準を国内債券による市場運用のリスクと同程度に抑えつつ、名目運用利回りの確保が期待できる期待収益率(目標収益率) 3.37%、リスク 5.55%の基本ポートフォリオを決定しました」

基本ポートフォリオ

国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
67%	11%	8%	9%	5%

基本ポートフォリオに対する疑問

現在のマーケット環境を考えれば、7割を国内債券に投資し、全体のリスクを国内債券なみのリスクにおさえつつ、3.37%のリターンを実現するなどというのは信じられない  
なぜこのようなことが起きているのか?

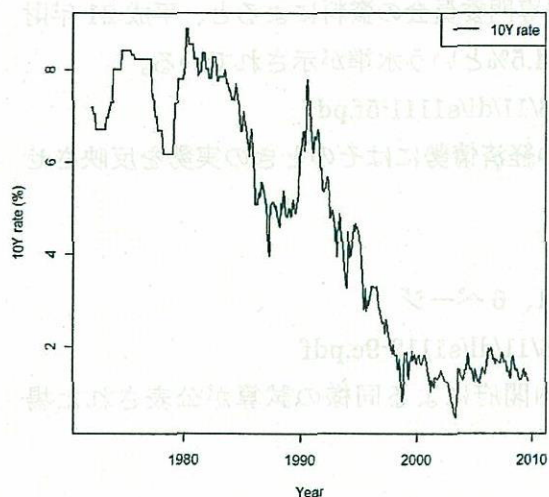
次のような原因が指摘できる。

- 10年金利が3%と想定されている
- 年金財政との整合性を理由に、マーケット環境を無視している
- 運用機関としての GPIF に対するインセンティブとガバナンスが適切ではない

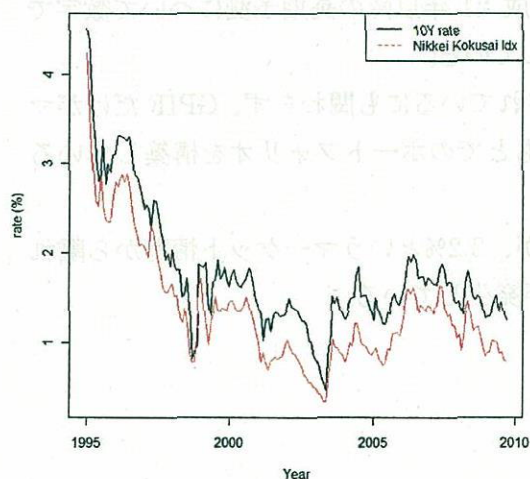
これらは、積立金運用における収益機会を損失してきたばかりでなく、「長期運用」という名の問題先送りにつながっている恐れがあり、深刻な問題である。

**10年金利が3%?**

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)



しかも、10年超の国債発行額は少ないため、実際の国内債券インデックスの利回りは10年金利よりも低いと考えられる(図…1995年以降の10年金利と日経国債インデックスの利回り)



運用機関であれば現状のマーケット環境の把握をまず行なうべき。ところが、GPIFが独立行政法人になって以来、市場実勢との乖離を一貫して無視してきた

### 年金財政上の諸前提との整合性

- 「中期目標」で、年金財政上の諸前提と整合的なものとなるようにポートフォリオを

策定することが求められている

- たしかに、社会保障審議会年金部会経済前提専門委員会の資料によると、平成 21 年財政再計算では、運用利回りとして 3.7%から 4.5%という水準が示されている。  
参考資料 <http://www.mhlw.go.jp/shingi/2008/11/dl/s1111-5f.pdf>
- しかし、実は年金財政上においても、足下の経済情勢にはそのときの実勢を反映させている。

社会保障審議会年金部会（第 12 回）資料 1-1、6 ページ

参考資料 <http://www.mhlw.go.jp/shingi/2008/11/dl/s1112-9c.pdf>

「足下の経済前提は、平成 21(2009)年に内閣府による同様の試算が公表された場合、これに準拠するものとする。」

社会保障審議会年金部会（第 12 回）資料 1-2、17 ページ。「平成 16 年財政再計算における経済前提の設定について」

<http://www.mhlw.go.jp/shingi/2008/11/dl/s1112-9d.pdf>

これを見ると、平成 16 年再計算時には、平成 20 年までの実質賃金上昇率を 0.8%、名目賃金上昇率を 1.8%、実質長期金利を 0.9%、名目長期金利を 1.9%としている。名目運用利回りを 3.2%というのは、あくまでも平成 21 年以降の長期予測について数字であり、短期的にはもっと低い金利水準を想定している。

- つまり、年金財政上はマーケット実勢が反映されているにも関わらず、GPIF だけがマーケット実勢を反映させないで、長期前提のもとでのポートフォリオを構築していることになる。
- もっとも運用の現場に近いはずの GPIF だけが、3.2%というマーケット情勢から離れた数字を主張し続けてきたという奇妙な状況が発生している。

## GPIF に対する目標設定の与え方

なぜ、このような奇妙なことが起きているのだろうか？

中期目標にある GPIF の運用の目標は、次のようになっている。

### 1. 実質的な運用収益の確保

年金財政は、実質的な運用利回り（賃金上昇率を上回る運用利回り）が確保される限り基本的には影響を受けないことから、年金財政上の諸前提における実質的な運用利回りを確保するよう、長期的に維持すべき資産構成割合（以下「ポートフォリオ」という。）を定め、これに基づき管理を行うこと。

## 2. 市場平均収益率の確保

各年度において、各資産ごとに、各々のベンチマーク収益率を確保するよう努めるとともに、中期目標期間において、各々のベンチマーク収益率を確保すること。

## 3. ポートフォリオの見直し

ポートフォリオの策定時に想定した運用環境が現実から乖離していないかなどについての検証を行い、必要に応じて随時見直すこと。

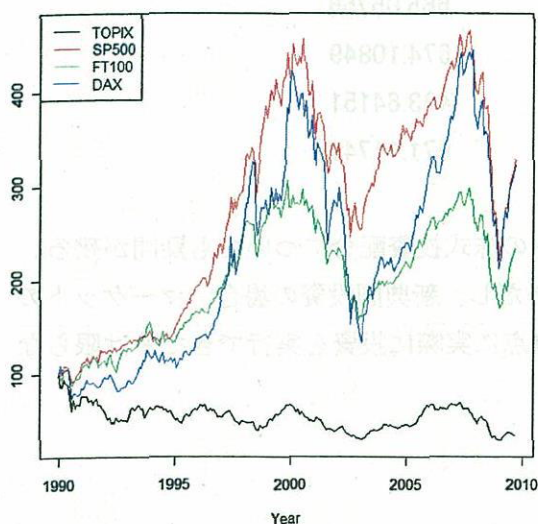
この目標設定は、収益の追求という観点からは、非常に問題が多い。つまり、中期目標において、GPIFは

- 基本ポートフォリオを定め、それを維持することだけが求められている。
- そして各資産クラスにおいて、ベンチマークのパッシブ運用をすることによってベンチマーク収益率を確保すれば良い。
- より良い運用をするための努力は求められていないに等しい。
- ポートフォリオの見直しが求められているものの、これでは見直す理由もないし、仮に見直して前提条件が変わっていることが分かったとしても、特段の行動をとる必要もない。

### 失われた投資機会 --- 海外株式

- GPIFに対して、収益追求行動を要請してこなかったため、重要な投資機会が損失したと言える。

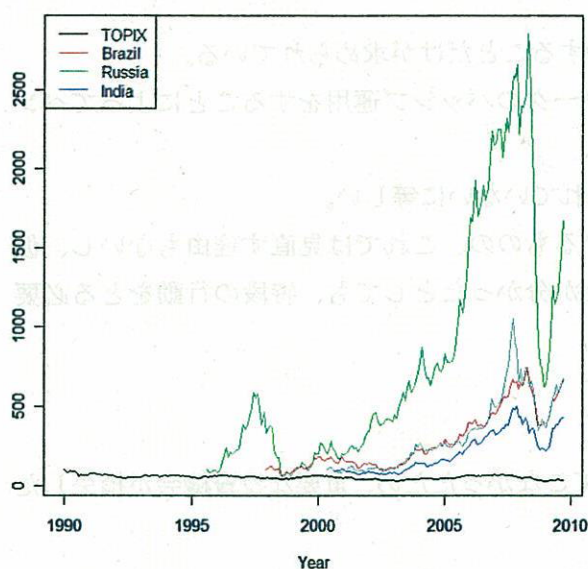
図 --- 1990年を100とした、日、米、英、独の株式指数の推移



1990年1月 2009年9月

日本(TOPIX)	100	34.86
米国(SP500)	100	329.03
英国(FT100)	100	233.05
ドイツ(DAX)	100	323.45

図 --- 1990 年以降、データ開始時点 を 100 として、日本と BRICs 各国の株式指数の推移



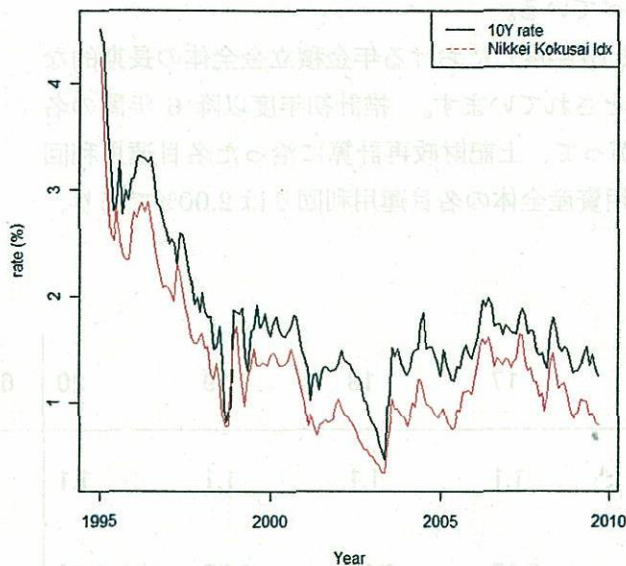
	データ開始時点	2009 年 9 月
日本(TOPIX)	1990/01	34.86
ブラジルボベスパ指数	1998/01	665.05756
ロシア RTS 指数	1995/09	1674.10849
ムンバイ SENSEX30 指数	2000/09	423.64151
ハンセン中国企業株(H株)指数	2000/06	671.11741

- 新興国投資では完全に出遅れたし、先進国への株式投資配分についても疑問が残る。機動的な投資判断の重要性が示唆される。(ただし、新興国投資の場合、マーケットの規模や制度上の制約のために、データ開始時点に実際に投資を実行できたとは限らないことに注意。)

#### 失われた投資機会 --- 国内債券

図 --- 1995 年以降の 10 年金利と日経国債インデックスの利回り





- 国内債券については野村 BPI 総合へのインデックス運用が大部分。BPI 総合のデュレーションは 6 年程度。国内債券部分で 10 年金利が獲得できるというのは疑問である。
- 日経国債インデックスが図の赤線で、平均して 40bp 程度、10 年金利を下回る。つまり、実際に行われている国内債券インデックス投資では、10 年金利水準の利回りを得ることはできない。株式、海外資産への投資を行なうことによって 40bp 程度の分散投資効果を獲得すると言っている運用機関にとって、この差は大きな問題であるはずなのに、具体的に対応策がとられた形跡がない。
- 国内債券については野村 BPI 総合へのインデックス運用が大部分であるが、マーケットインパクトに考慮しつつ、より高い利回りを持つ国内債券ポートフォリオへの移行を検討する価値はあったはず
- 1 ベーシスポイントの利回り上昇であっても、投資総額が 100 兆円規模の GPIF にとっては、100 億円の収益増加である。ベーシスポイントレベルでの収益向上も貪欲に求める運用組織に生まれ変わるべき。

参考。日経国債インデックス … 上場長期国債の全銘柄を対象に算出した指数。95 年 10 月から公表されている。各銘柄の利回りを発行額や受け取り利息の大きさに加重平均して算出しており、市場全体の平均的な利回りを示している。

## 公的年金財政へのインパクト

もっとも重要なことは、GPIF が公的年金財政に貢献したかどうかである。

平成 20 年度業務概況書では、次のように述べている。

「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

- 確かに、賃金上昇率+1.1%という目標は達成したと言えるが、この間の公的年金財政は悪化しており、十分な貢献をしたとは言えないのではないか。
- また、賃金上昇率がマイナスの時期に、それにプラス 1.1%の運用を実現したというのは、立派な運用成績であったといえるのだろうか？

#### GPIF の問題点 --- まとめ

- 現実のマーケットに向き合った資産運用を行っていない
- 運用機関として、現実的、具体的な目標設定が行なわれていない
- 運用機関を監視するためのガバナンスも十分でない
- このため、収益機会の追求がまったく行なわれていないため、独立行政法人となって以来の過去 4 年間で失った投資機会は大きいと考えられる
- さらに、現実のマーケットでどのくらいの収益をあげることができるのかを明確にしていないため、公的年金財政にどの程度貢献できるのかも曖昧になっている。

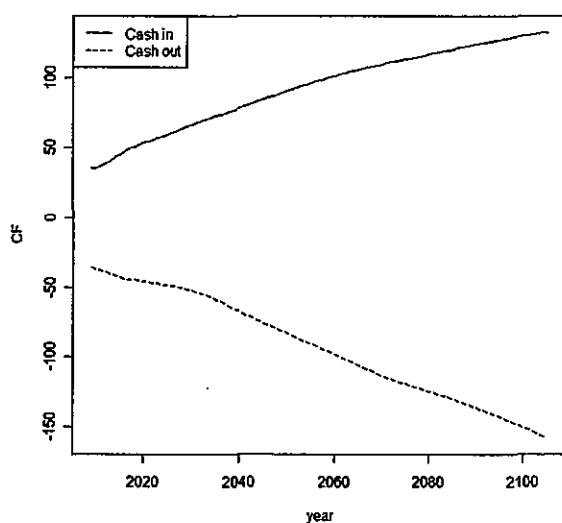
## 2. 積立金運用の意義と解決策

### 積立金運用の意義と解決策

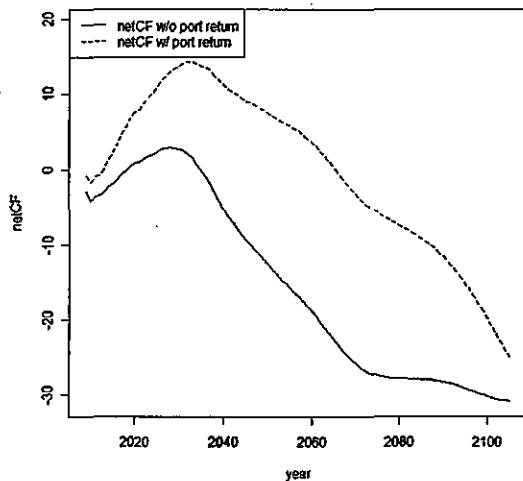
- 「年金積立金運用による運用収益と積立金の活用により、保険料水準を固定することと給付をできるだけ高い水準に保つという考え方の両立を図りながら、年金財政の安定化に寄与する」（平成 20 年度業務概況書）
- つまり、問題は積立金からどのように運用収益を上げて、積立金をどのように切り崩してゆくか。
- どのように積立金を切り崩してゆくのかという問題と、どのように収益機会を追求してゆくのかという問題を切り分けたほうが良い
- 実際に現在の GPIF の資産規模であると、運用して収益を追求するにしても、マーケットインパクト等の観点から、効率的な運用は期待できない

### 厚生年金の財政見通し --- 資金の流列とその純額

平成 21 年財政再計算における財政検証バックデータのうち、厚生年金についての試算結果“厚生年金・出生中位・死亡中位・経済中位(基本ケース) .xls”の、「収入合計」と「支出合計」より作成。横軸は年、縦軸は兆円。直線が資金の流入、点線が資金の流出。



下図は資金流列の純額。直線は積立金の運用収入を含めなかった場合、点線は含めた場合。



- 受給者の増大にともなって給付が増大し、給付総額が増加している。一方で、少子高齢化が進むものの、保険料率の引き上げによって、収入も増加する見通しとなっている。
- 長期的な経済前提は、物価上昇率 1.0%、賃金上昇率 2.5%、運用利回り 4.1%
- 運用収入を差し引いた場合の純額は、2018 年までがキャッシュアウト、2034 年までキャッシュイン、2035 年以降は再び長期のキャッシュアウト期間を迎える
- 2018 年までのキャッシュアウトの現在価値は 20 兆円程度で、そのデュレーションは 3 年弱
- 2019 年から 2034 年までのキャッシュインについては、デュレーションが 20 年弱という長期になり、現在価値が 15 兆円強程度
- 2035 年以降のキャッシュアウトは、巨額で、かつデュレーションが 50 年超。
- 2018 年までのキャッシュインと、2034 年までのキャッシュアウトがおおよそ相殺するものとするれば、現在の積立金をどのようにして 2035 年以降のキャッシュアウトに対応させてゆくかべきかということになる。
- ただし、この平成 21 年財政再計算の数値はかなり楽観的なものであることが懸念される。実際、平成 16 年再計算では、2020 年頃までに 50 兆円程度の取り崩しを行い、その後 2030 年頃までに 5 兆円程度の積立の増加があり、その後 2030 年以降に 120 兆円ほどの取り崩しを行なうという予測になっていた。
- このように考えると、平成 16 年再計算の数字を念頭に、2030 年までにだいたい 50 兆円、ないし 60 兆円程度の取り崩しを想定しておく必要があると考えるのが現実的と思われる。つまり、少なくとも現在の積立金の半分くらいは、積立金の取り崩しのために確保しておくべきである。

### 3. 具体的な改革案

- 組織形態としては、今後 20 年間の積立金の取り崩しに対応する基本財産管理部分と、運用収益を追求する通常型 SWF 運用部分とに分割して考える。それぞれを別組織として運用させるか、もしくはひとつの組織の中で二つの系統に分けて運用を行う。

基本財産管理：

- 今後 20 年程度の取り崩しに対応させるための部分とし、低リスクの運用を行う。

通常型 SWF 運用部分：

- 残りの資金はリスク運用として基本財産運用と分離して運用する。この部分の規模が 15 兆円～30 兆円の規模であれば、他国の SWF や大手財団、カルパースなどの公的年金と同程度の規模になるため、機動的な運用は可能と考えられる。
- 具体案 A. 現在の GPIF の国内債券 (87 兆円) を基本財産管理部分とする。この場合、基本財産管理部分は、大部分を国内債券のみによって運用する。国内債券のクーポン収入と満期償還を用いて、取り崩しのための流動化を円滑に行うことが主な目標。通常型 SWF 運用部分は、国内債券以外の資産クラス、つまり国内株式、海外債券、海外株式への運用を行う。
  - 具体案 B. 現在の GPIF のパッシブ運用部分 (100 兆円) を基本財産管理部分とし、アクティブ運用部分を通常型 SWF 運用部分とする。(現在の GPIF のアクティブ運用は国内債券 11 兆円、国内株式 2.8 兆円、外債 2.8 兆円、外株 1.3 兆円。合計 17.9 兆円。) この場合、基本財産管理部分は現在の GPIF の基本ポートとほぼ同じような (内株、内債、外株、外債による) 構成のポートフォリオを持ち、現在と同様に基本ポートフォリオを維持しつつ、取り崩しに必要な資産流動化を確実に行うことが目標。通常型 SWF 運用部分は 18 兆円ほどとなり、現在の基本ポートフォリオによる資産配分をベンチマークとしつつ、国内株式を含むすべての資産クラスへの投資を選択的に行い、追加的な収益を獲得することに専念する。
  - それぞれを二つの組織に分割して運営してゆく場合には、基本財産管理は政府内部で行うか、もしくは現在の GPIF に近い組織形態とする。通常型 SWF 運用部分は独立した運用組織を新たに作る。GIC (シンガポール投資庁) ないしハーバードやエール大学の財団運営会社がひとつのモデルとなりうる。
  - 基本財産管理部分の資金は巨額となるが、それほど活発な証券売買は想定されないため、運用資産が巨額であることも問題にならない。
  - 通常型 SWF 運用部分については、他国の SWF などを参考に新しい組織を作れば、現在の枠組みからの移行もスムーズに実現可能。基本財産管理部分で、公的年金財政に十分な配慮をしておけば、通常型 SWF 運用部分については収益の追求に集中させるこ

とができる。

- 新しい枠組みへの移行を機に国民への説明を十分に行うことにより、あらためて運用方針への理解を進めることができる。基本財産管理部分によって、どの程度の年金給付までを約束できるのかを明示すれば、国民の安心も高まる。
- 基本財産管理部分については、主に資産の現金化作業と、国内の金利やインフレーションのリスクを意識すれば良い。
- 二つの部分についての目的が明確化するため、ガバナンスの観点からも改善が見込まれる。現状の GPIF は公的年金全体の問題に関わりつつ、市場実勢も無視することができないため、その評価や管理も論点が不明確。基本財産の管理と収益の追求という役割を明確にすることにより、二つの組織に与えるべきインセンティブも明確化し、評価・管理する方法もおのずから明らかになる。

#### 4. 実現への課題

- リスク資産運用をする組織について、責任者やスタッフをどう選ぶか。適任者を見つけることができるか？
  - 独立行政法人という枠組みを利用すると、公務員並みの給与となるため、給与面での直接的な魅力は薄い。また、独立行政法人に対しては、一律の人件費削減の制約が課されている。
  - 我が国においては、資産運用業務に対する社会的評価は総じて低いのが現状。仮に市場の暴落が原因であったとしても、パフォーマンスが悪化したときには「魔女狩り」のような扱いを受けることも予想される。
- リスク資産運用をする組織をどのように監督するか？
  - 資産運用担当者が一流であることが求められるだけでなく、評価する側も一流の者が、相当の時間と労力を使って監督することが求められる。
- 基本財産部分とリスク資産部分の両方の統括管理を誰がどのように行うか。その際、公的年金財政への影響をどのような形で確認してゆくか。
- 現在の GPIF による運用から、マーケットインパクトを考慮しつつ、新しい形態への移行期間を設けることが必要。
- リスク資産運用部分を政策的なしがらみから独立させることはできるか？また、公的年金の投資先として、ヘッジファンドや未上場株式への投資を行った場合、国民の理解を得られるか。
- リーマンショック以降、証券市場全般に対する厳しい評価が多いなか、こういった運用組織改革に国民からの理解を得ることができるか。

以上