

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?

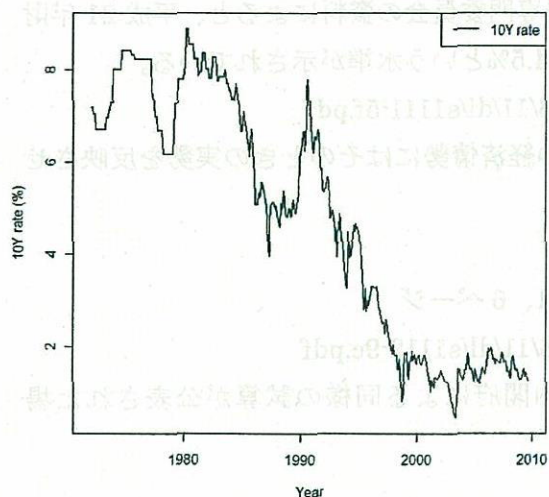
次のような原因が指摘できる。

- 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

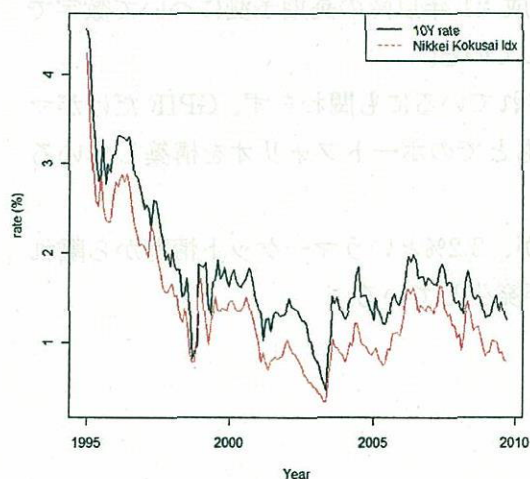
これらは、積立金運用における収益機会を損失してきたばかりでなく、「長期運用」という名の問題先送りにつながっている恐れがあり、深刻な問題である。

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。

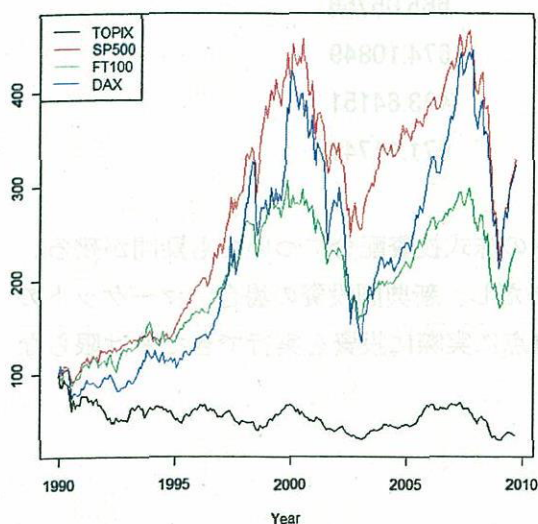
この目標設定は、収益の追求という観点からは、非常に問題が多い。つまり、中期目標において、GPIFは

- 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