

# 年金積立金運用のあり方についての 本専門委員会等の議論の整理について

## 本専門委員会における年金積立金運用についての議論について

- 年金積立金の運用については、平成21年11月から開催された「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」（以下「在り方検討会」）において、平成22年12月に報告がとりまとめられた。
- さらに、同報告書において、「年金積立金の運用は年金制度・財政と密接に関わるものであり、今後、運用目標について検討を行う場合には、年金財政の長期見通しに用いる経済前提を議論する早期段階から、例えば、かつて厚生労働省に設置されていた社会保障審議会年金資金運用分科会のようにも、年金制度・財政と運用を一体的に議論する場を国に設ける必要がある。」との指摘があり、平成26年財政検証に向け、平成23年10月に本専門委員会が設置され、年金財政における経済前提とあわせ、年金積立金の運用のあり方について、鋭意ご議論を頂いた。
- なお、この間、内閣官房の「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化に関する有識者会議」（以下「有識者会議」）においても、公的・準公的資金の運用等に関する横断的な課題について検討が行われ、平成25年11月に提言がまとめられている。
- 本専門委員会では出された主な意見を、「在り方検討会」の報告書及び「有識者会議」の提言と対照し、取りまとめに向けて整理を行った。
- なお、議論を踏まえ整理した項目は、以下の通りである。
  - ・ 運用利回りの示し方、リスクの示し方、ポートフォリオの設定期間等
  - ・ 運用手法の具体的な検討の在り方、全額国債運用・国内債券中心の運用、運用対象資産の多様化等、アクティブ運用等、成長分野投資、社会的投資（ESG投資を含む。）

## (参考) 年金積立金の運用に関する法律上の主な規定

### ◇ 厚生年金保険法及び国民年金法

- 積立金の運用は、次の方法により将来にわたった年金事業の運営の安定を目的として行う。
  - ① 専ら被保険者の利益のために運用（他事考慮の禁止等）
  - ② 長期的観点から運用
  - ③ 安全かつ効率的に運用
  - ④ 積立金が被保険者から徴収された保険料の一部であること、将来の給付の貴重な財源となるものであることに特に留意
- 厚生労働大臣が、この目的に沿った運用による納付金の納付を目的として年金積立金管理運用独立行政法人に寄託して実施

### ◇ 年金積立金管理運用独立行政法人法

- ① 資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見並びに内外の経済動向を考慮
- ② 年金積立金の運用が市場その他の民間活動に与える影響に留意
- ③ 安全かつ確実を基本とし、年金積立金の運用が特定の方法に集中しない。

## 運用利回りの示し方等に関する主な意見

### 在り方検討会(報告書)

- 名目運用利回り4.1%は高すぎるのではないか。
- 運用利回りの具体的な示し方としては、「年金財政の安定に必要な利回りとして賃金上昇率を一定程度上回る利回りの確保」のほか、市場の運用環境を考慮し、「長期金利を一定程度上回る利回りの確保」との示し方もあり得る。



### 【専門委員会での主な意見】

- ・ 運用目標4.1%は混乱を与えている。
- ・ マーケットは常に変動しているので、目標値を絶対値で予め定めておいて、結果を対比するのは難しい。
- ・ 年金財政からみると、年金の受給額が賃金上昇率と連動しているので賃金上昇率+ $\alpha$ という目標は自然。
- ・ 長期的には伝統的資産のリターンと賃金上昇率にはある程度の相関がみられることから、賃金上昇率+ $\alpha$ という運用利回りの目標と整合的な基本ポートフォリオの構築は可能。
- ・ 運用利回りの設定等に際しては、市場とかけ離れた運用となっていないか、金利水準が年金財政に影響しないかという点から、長期金利を見なくてよいとは言い切れない。
- ・ 年金財政上必要な利回りを考える上で、リスク許容度の範囲であることと資本市場の現実には則したものであることを必要がある。
- ・ 賃金上昇率+ $\alpha$ を目標とすると、名目賃金上昇率を基準としてリスクを計測する考えもある。
- ・ 国内債券並みのリスクを基本とすべきではないか(第18回年金部会)

### (参考) 有識者会議提言

- 一部の資金では、名目賃金上昇率や物価上昇率に連動して給付を行っていることから、これに合わせて、「名目賃金上昇率や物価上昇率をある一定比率上回る」という形で収益目標を定めることに合理性はあるものの、その結果、これまでのデフレ経済下では当該目標が著しく低い水準になっていた可能性がある。一方で、デフレ脱却を見据えれば、今後は、当該目標が現在より高い水準となる可能性もあり、こうした点を踏まえて、適切に収益目標を設定する必要がある。

収益目標については、資産と負債の関係を考慮して設定する必要がある、当該目標を達成するためのポートフォリオの構築が、「安全かつ効率的な運用」につながるようになる。こうした中、投資の期待収益率とリスクの関係を示す有効フロンティアを投資対象の分散等により上方シフトさせることを含め、収益を最大化する努力を十分に行うべきである。

## 運用利回りの示し方等についての議論を踏まえた整理

- 年金積立金の運用は、年金財政の安定化を目的としており、適合性原則等から、運用利回りについては、従前通り、名目賃金上昇率 +  $\alpha$  で設定してはどうか。
- 名目値による運用利回りがひとり歩きして運用目標に関する議論が混乱したとの指摘も受け、運用目標としては、名目賃金上昇率を上回る運用利回り（ $\alpha$ ）のみを数値で設定（名目賃金上昇率は数値を示さない）するよう運用利回りの示し方を変更してはどうか。
- 長期金利を基準として運用利回りをとらえる考え方については、従来から運用利回り算定（長期金利 + 分散投資効果）の際利用してきたが、経済見通しを踏まえた運用利回りの算定という要請から、今後とも維持すべきではないか。
- 拠出者代表を含む年金部会での「国内債券並みのリスクの維持」等の意見に鑑みれば、長期金利に、分散投資により得られる超過収益（分散投資効果）を加える現行の算定方式を維持すべきではないか。なお、収益最大化の努力が年金財政の強化に貢献するとの考え方に立てば、確たる根拠のある場合には、より高い収益を求めアクティブ運用を認めるという既存の方針を維持するとともに、そのためのたゆまぬ検討を明示的に求めてはどうか。
- 分散投資効果については、検討作業班では、従前の手法（名目値で算定）と賃金上昇率を基準として算定する手法で試算したが、賃金上昇率を基準とする方式に変更してはどうか（参考1）。

## リスクの示し方等についての主な意見

### 在り方検討会（報告書）

- ・ 運用利回りだけでなくリスクについての考え方も併せて示す必要がある。
- ・ 運用目標を下回った場合には、国民の負担増加に直結する重い課題であることを前提として運用に何を求めるかを考える必要がある。
- ・ 年金積立金の運用について議論する際の「リスク」については、運用目標を大幅に下回ったことによる損失という意味に限定せず、年金財政上予定された収益を下回ることにより将来の保険料の引上げや給付の引下げを招くという視点を踏まえて議論する必要がある。



### 【専門委員会等での主な意見】

- ・ 一定期間において、運用収益率が物価上昇率等を下回る確率を10%から20%にするといった下振れリスクの目安の提示もできるのではないか。
- ・ 賃金上昇率+ $\alpha$ を目標とすると、目標自体が賃金上昇率の変動に伴って動くので、名目賃金上昇率に対する実質的なリターンのばらつき等をリスクとする考えもある。ただし、各個別資産の市場リスクという観点からは、株式のリスクが過小評価されるおそれもある。
- ・ 国内債券並みのリスクを基本とすべきではないか（第18回年金部会）
- ・ キャッシュアウトの安定的な確保を含め今後の年金財政を踏まえた対応を求めることが必要。
- ・ デュレーションマッチングやキャッシュフローマッチングは、一つのALM的な手法であるが、将来のキャッシュフローが固定せず、インフレ率や賃金上昇率に複雑に依存する賦課方式では簡単ではないし、金利上昇も考慮すると他の方法を考えるべき。
- ・ 経済見通しに関してシナリオを立てて議論する必要があるのではないか。
- ・ 外れることも想定する必要がある、1本のシナリオで将来を描くことは難しい。

### （参考）有識者会議提言

- 適切に収益目標を設定する必要があるほか、収益目標と表裏の関係にあるリスク許容度（注1）の在り方についても検討すべきである。  
（注1）リスク許容度については、過去の損失データに基づくリターンの振れ幅をベースに設定した上で、一定のモデルを用いたリスク計測や、シナリオ分析などにより、フォワード・ルッキングな（先行きを見据えた）検証を実施することが望ましい。
- 公的年金では、ポートフォリオの構築に当たって、過去のデータに依存したリスク分析を行うだけでは不十分であり、今後の経済状況（金利・インフレ等のマクロ変数）の見通しを踏まえ、資産・負債の両面に係るフォワードルッキングな（先行きを見据えた）リスク分析を行う必要がある。



## リスクの示し方等についての議論を踏まえた整理

- 基本ポートフォリオの策定においては、従前より、候補となるポートフォリオにより長期間運用した場合をシミュレートし、予定された給付の減少につながる「予定積立金額を下まわる可能性の大きさ」を確率論的に評価しているが、専門的・技術的でわかりやすさに欠ける面がある。このため、運用目標等からの下振れリスクが一定程度超えないことを新たにポートフォリオ策定の際の「許容度」として採用してはどうか。
- その際、全額国内債券で運用しても年金給付の伸びである名目賃金上昇率を下まわるリスクが存在することから、「国内債券並みのリスク」というご意見にも照らし、全額国内債券運用において名目賃金上昇率から下振れするリスクを超えないことをリスク許容度として示してはどうか（参考2）。  
また、検証に当たっては、リスク当たりリターンの効率性のほか、株式等は想定よりも下振れ確率が多い場合があることも十分に考慮することとしてはどうか。
- また、年金積立金運用は、年金財政の安定化のために実施しており、ALMの観点からも、財政検証上予定されていた年金積立金額からの下振れリスクの検証は依然重要である。従来、GPIFにおいて、年金財政上の予定積立金を下回る確率や損失額（下回る額）の平均額について、シミュレーションALMによる検証を行ってきており、この検証の実施も、リスクに対する考え方として示してはどうか。
- フォワードルッキングなリスク分析に基づくポートフォリオの構築が求められており、従来からGPIFで実施しているリスクシナリオ等による検証について、より踏み込んだ複数のシナリオで実施するなど、一層の充実を求めている。

## ポートフォリオの設定期間等に関する主な意見

### 在り方検討会（報告書）

- 基本ポートフォリオは長期的なものであり、短期的な市場の変動を受けて直ちに変更すべきものではないが、これが最適なものであるか否かについては、常に検証しつつ、経済が大きく変わるような場合には、これを見直す必要があるか検討するプロセスが必要である。
- 乖離許容幅の範囲内での資産構成割合の見直しについては、
  - ① 裁量的な積極見直し、② 市場環境の変動に伴う適切なリバランスの両論があった。

### 【専門委員会での主な意見】

- ・ 超長期運用という観点では、5年ごとに見直すのもマイナス。
- ・ 年金財政に即し100年の目標を立てるけれども、5年ごとに見直していくことに意味があるのではないか。
- ・ 国民のリスク許容度や、それほど長くないタイムホライズンを考えると、想定利回りを5年程度で見直すという現行の仕組みは適当なのではないか。
- ・ 世界経済が非常に停滞していると考えたときに長期のポートフォリオの想定と乖離した少し低めの運用を行うことにも合理性があるのではないか。
- ・ 経済変動が一時的なものであって、構造的なものでなければ、ポートフォリオを見直す必要はないのではないか。
- ・ 経済見通しに関してシナリオを立てて議論する必要があるのではないか（再掲）。
- ・ 外れることも想定する必要がある、1本のシナリオで将来を描くことは難しい（再掲）。

### （参考）有識者会議提言

- 各資金のポートフォリオについては、長期的な運用の実施により効率化が図られるほか、リバランスの実施により金融市場の過度な変動が抑えられる面もあるものの、経済環境や市場環境の変化が激しい最近の傾向を踏まえれば、適宜点検し、必要に応じて見直すことが重要である。このため、各資金の規模・性格を踏まえつつ、ヘッジ方針等を含めポートフォリオのより機動的な見直しについて検討すべきである。
- 国内債券を中心とする現在の各資金のポートフォリオについては、デフレからの脱却を図り、適度なインフレ環境へと移行しつつある我が国の経済の状況を踏まえれば、収益率を向上させ、金利リスクを抑制する観点から、見直しが必要である。その際、各資金の負債特性に応じ、積立金の取り崩しが当面見込まれる部分以外については、長期的な視点でポートフォリオを構築すべきものと考えられる。



## 基本ポートフォリオの設定期間等に関する議論を踏まえた整理

- 基本ポートフォリオに関しては、年金資金の性格や安定的なアセットアロケーションの維持を説く現代投資理論等に沿い、従前通り、長期的な観点から設定することとしてはどうか。  
その見直しについては、5年に一度の財政検証に伴い実施するとともに、市場の構造的な変化に対応するよう、会計検査院から求められている定期的な検証の際等機動的に行うこととしてはどうか。
- 経済環境や市場環境の変化が激しい最近の傾向を踏まえれば、基本ポートフォリオの乖離許容幅の中で、市場環境の適切な見通しを踏まえ、機動的な運用ができる旨明確にしてはどうか。また、その際のフォワードルッキングは、決して投機的なものであってはならず、確度の高いものであるべきことを明示したらどうか。
- ポートフォリオ管理において、経済環境や市場環境の的確な把握を重視するならば、経済情勢等の調査・分析等GPIFの調査能力を向上させるべきではないか（在り方検討会の指摘）。

## 運用手法等の具体的な検討の在り方についての主な意見

### 在り方検討会（報告書）

- ・ 年金積立金の運用は年金制度・財政と密接に関わるものであり、今後、運用目標について検討を行う場合には、年金制度・財政と運用を一体的に議論する場を国に設ける必要がある。
- ・ 基本ポートフォリオの内容については、運用環境の変化に応じた機動的な対応ができるよう、運用対象資産の内容や構成割合等について一定の弾力性を持たせた定め方にしてもよいのではないかとの意見がある一方、国民に納付が義務づけられた保険料を運用しているという観点からは、GPIFの裁量の幅を広げるべきではないとの意見があった。



### 【専門委員会等での主な意見】

- ・ 運用手法は、基本的に想定利回りや基本ポートフォリオを決めた先の問題で、GPIFに任せる問題であり、ポリシーとして与えることにはならないのではないか。
- ・ 公的年金は、国民や企業の負担する保険料をもとにして運用しており、被保険者の利益を重視して運用することが大前提（第18回年金部会）。
- ・ 現在のGPIFは情報開示が世界でもっとも行われている組織だと思うが、マーケット当事者は常に眺めていて、GPIFが次にどう動くかということが予想がついているということになるので、結果的に運用面でマイナスになることもあるので、工夫が必要。
- ・ GPIFは人員面、予算面で大きな制約があり、非伝統的資産に踏み出す場合に、現在、伝統的資産に対して行っているように細かく管理することは難しい。
- ・ GPIFは、外部委託が中心であり、運用の専門家ではなく、運用管理の専門家が重要なのではないか

### （参考）有識者会議提言等

- 各運用機関においては、担当大臣が資金運用の最終責任を負う形になっている場合があるが、そうした体制が運用機関の自主性や創意工夫を損なわないよう留意する必要がある。特に、公的年金においては、担当大臣が、運用機関の所管大臣としての立場に加えて、保険者としての立場にもある場合があるが、こうした場合であっても、大臣は理事長等の任命責任を負い、当該運用機関は大臣に受託者責任を負うという前提の下、自主性や創意工夫を十分に発揮し得る体制とすべきである。
- 公的年金については、保険料拠出者である労使の意思が働くガバナンス体制が求められるが、「被保険者」には様々な世代や立場の人たちが含まれるほか、社会保障としての年金制度を維持するための税金を含む国民負担の在り方に関わること等から、専任された者は、被保険者をはじめとする国民全体の利害を考慮して行動することが求められる。
- 新たな運用対象を追加する場合には、資金の性格を踏まえた上で、国民の理解を得るため、説明責任を果たすことが求められる。
- 今回の独立行政法人改革の目的は、独立行政法人制度を導入した本来の趣旨に則り、大臣から与えられた明確なミッションの下で、法人の長のリーダーシップに基づく自主的・戦略的な運営、適切なガバナンスにより、国民に対する説明責任を果たしつつ、法人の政策実施機能の最大化を図る（後略）。（独立行政法人改革等に関する基本的な方針（平成25年12月24日閣議決定））

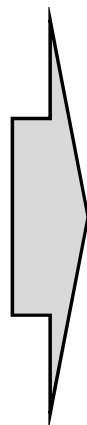
## 運用手法等の具体的な検討の在り方についての議論を踏まえた整理

- 現行の年金積立金運用独立行政法人については、運用の専門組織として設立されていること等を踏まえ、運用目的・目標等に沿った具体的な運用手法等については、資金運用について一般に認められた知見に基づき、基本的には、運用の専門家であるGPIFに委ねるのが、適當ではないか。
- なお、年金積立金は、被保険者から徴収された保険料の一部であり、その運用は、年金財政・制度と密接に関係することから、今後とも、財政検証の際等必要に応じ、本専門委員会や労使代表も参画する年金部会のような場で審議することが適當ではないか。
- また、国民に対する説明責任を果たすため、新たな運用対象を追加する場合を始め年金積立金の運用手法等については、運用に対する影響等も踏まえつつ、国民に対する説明を一層工夫・充実させるべきではないか。
- 新たな運用対象の追加等にも応じ、運用の専門組織としてふさわしく、高度な専門性を持った質の高い人材を確保・育成していくべきではないか。また、今後とも、年金積立金運用の信頼確保のため、コンプライアンス等の確保に努めるべきではないか。（在り方検討会の指摘）

## 全額国債運用・国内債券中心の運用について

### 在り方検討会（報告書）

- ・ 市場への政治の介入を排除するといった問題意識から年金積立金の運用は全額国債での運用とすべきである。年金積立金の運用に外債や株式などによる運用に伴う不確実性を挟むべきではない。
- ・ 年金制度は保険料と給付額が決まっており、リスクは取りにくい。安全運用の観点から、基本的には国債を中心とした運用に徹し、リスクを最小限にするべきである。
- ・ 全額国債で運用することは、短期国債で運用するのでない限りリスクが伴うものであり、国債運用だからと言って安全であるとは言えない。
- ・ 年金財政が期待する収益を国債だけで賄えない場合には、どこまで運用に期待し、どのようなリスクをどこまで取るかについて、合意形成が必要である。



### 【専門委員会での議論】

- ・ 国債のみの運用は、一般的にはリスクを抑えた運用と考えられているようであるが、一つの資産への集中というのは、リスク管理の大原則である分散投資ができていないという意味では、リスクが非常に大きい運用である。
- ・ 債券あるいは国債のみの投資については、将来にわたり本当に物価上昇率あるいは賃金上昇率を十分に確保できるのか疑問が残る。  
確かに過去を見れば、日本の大きな流れはデフレ・低金利であったので、債券あるいは国債を買っていれば問題なかったと言える。しかし、このようなデフレ・低金利がこの先ますます続くと考えすることは難しい。もし将来物価や賃金が増えれば、払う年金額はそれに連動して増えるが、金利の上昇は債券の価格下落をもたらすので、結果的に損失を被る可能性が高いと思う。

### （参考）有識者会議提言

- 国内債券を中心とするポートフォリオについては、デフレからの脱却を図り、適度なインフレ環境へと移行しつつある我が国の経済の状況を踏まえれば、収益率を向上させ、金利リスクを抑制する観点から、見直しが必要である。

## 全額国債運用・国内債券中心の運用についての議論を踏まえた整理

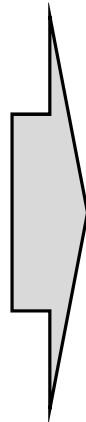
- 年金積立金の運用目的は、年金財政の安定化等であり、それに則した資産構成割合とすべきではないか。
- 安全かつ効率的な運用を行うためには、年金財政上必要な利回りを最小限のリスクで運用すべきであり、具体的な運用手法については、前述の通り、資金運用について一般に認められた知見に基づき、基本的にGPIFにおいて検討すべきではないか。
- 従前のデフレ下では「国内債券中心の運用」が安全かつ効率的な運用であったが、デフレ脱却を図り、適度なインフレ環境に移行しつつある我が国経済の環境においては、あらかじめ「国内債券中心」を示す必要はなく、GPIFにおいて、フォワードルッキングの視点も踏まえ、運用目的・運用目標に則したポートフォリオを検討すべきではないか。



## 運用対象資産の多様化等に関する主な意見

### 在り方検討会（報告書）

- 流動性の確保等に留意しつつ、ポートフォリオの効率化を図る観点から、リスク分散を図ることが重要
- 具体的な運用対象資産について
  - ・ 不動産投資、プライベート・エクイティ投資、インフラ投資などを含めるべき
  - ・ 年金積立金は国民から預かっている年金給付の財源であるので、安全資産を基本とすべき



### 【専門委員会での議論】

- ・ 日本債券、日本株式、外国債券、外国株式の4資産という構成は、GPIFのような大きな基金の投資対象として非常に順当な考え方であり、米国、カナダの例をみても債券と株式で国内外というのが一般的である。
- ・ 世界の株式市場の国別の時価総額を見ると、米国を中心にイギリス、日本、カナダ、オーストラリアといったところに続き、中国、韓国、ブラジル、台湾といった新興国も大きくなっている。こうした国の位置付けが上がっているということも考えながら、資産運用を考えることが必要。
- ・ 例えば、インフラやREIT・不動産の中で、安定したキャッシュフローが得られるミドルリスク・ミドルリターン資産を新たに運用するとの考え方に基づき、株式のみに限られているリスク資産運用の分散も図ることとすれば、広く理解が得られるのではないかと（第18回年金部会）。
- ・ GPIFがインフラ投資との報道があり、驚いている（第18回年金部会）。

### （参考）有識者会議提言

- GPIF等については、年金財政における給付と負担の長期的な見通しの下で、内外の先進的な公的年金資金運用機関を参考にして、市場環境の整備状況を踏まえつつ、後述するリスク管理体制の構築（Ⅲ2②参照）を図った上で、新たな運用対象（例えば、REIT・不動産投資、インフラ投資、ベンチャー・キャピタル投資、プライベート・エクイティ投資、コモディティ投資など）を追加することにより、運用対象の多様化を図り、分散投資を進めることを検討すべきである。  
なお、新たな運用対象を追加する場合には、資金の性格を踏まえた上で、国民の理解を得るため、説明責任を果たすことが求められる。
- 例えば、最近発行が再開された物価連動国債を運用対象とすることについても検討すべきものと考えられる。
- 運用の機動性・柔軟性を高めつつ、リスク管理を効率的に実施する観点から、運用対象の多様化の一環として、アクティブ運用の一部をベビーファンドとして特別に管理することも考えられる。
- 海外資産運用比率を高めることは、分散投資を進める効果があるほか、積立金の取崩し時に国内市場への影響が小さいというメリットがある反面、国内運用資産の減少が国内経済に影響を与える可能性があることから、各資金において適切に判断する必要がある。



## 運用対象資産の多様化等に関する議論を踏まえた整理

- 今後とも、市場性等が確保されたこれまでの運用対象資産が基本となると考えられるが、新たな運用対象についても、被保険者利益に資することを前提に、物価連動国債や安定的な事業収入が見込まれるREIT等を始め、年金資金運用の観点から幅広く検討を行ってはどうか。
- 具体的な運用対象資産の多様化については、前述の通り、資金運用について一般に認められた知見に基づき、基本的にGPIFにおいて検討すべきではないか。
- その際、非伝統的資産は、市場性や収益性、個別性、取引コストや情報開示の状況など、従来の伝統的資産とはリスク等が異なる点も多く、運用側の能力向上等のみでは対応できないことから、各資産の確かな収益力の向上や流通市場の整備等、市場環境の整備を十分踏まえた対応が必要ではないか。
- また、GPIFの体制強化が重要であることは言うまでもなく、それを補う上で、経験豊富で同じくスポンサーとして損失責任を負う他の運用機関等との共同投資等も考えられるのではないか。

## アクティブ運用等についての主な議論

### 在り方検討会（報告書）

- ・ パッシブ運用は費用が低廉で透明性も高く合理的であるという点について意見が一致した。
- ・ 一方、アクティブ運用の評価については、両論があった。
- ・ GPIFの規模からアクティブ運用の余地は限られること等から、アクティブ運用の比率を下げるべき
- ・ アクティブ運用は市場における資金配分を効率化するという観点から経済的に非常に意味がある。

### 【専門委員会での議論】

- ・ アクティブ、パッシブは併用することに落ち着くと思う。ベンチマークを上回るマネジャーは希であるが、だからといってアクティブをやめたところはないというのが現実である。
- ・ アクティブ運用は、大勝ちしても大負けしても、差し引きで勝っていればいいという言われ方もするが、取ったリスクに対して運用結果を評価する方が妥当性が高いのではないか。
- ・ GPIFの規模では、運用の大部分はパッシブ運用が原則とならざるを得ないが、ベンチマークについては工夫の余地があるのではないか。

### （参考）有識者会議提言

- 各資金とも、現状では、ポートフォリオにおけるアクティブ運用の比率は総じて低くなっている（例えば、GPIFの国内株式運用で約2割）が、各資金の規模・性格に応じて、アクティブ運用の比率を高めることについて検討を行うべきである<sup>（注3）</sup>。なお、アクティブ運用においては、取引手数料、運用報酬等のコストが上昇し、パッシブ運用に比べてネットのリターンが必ずしも増加するかどうか明らかでない場合もある。ただし、規模の大きい運用機関であれば、必要な人員の確保や体制の整備に相応の時間を要するものの、自家運用により委託運用と比較してコストを抑えられる可能性がある。

（注3）アクティブ運用比率を高めることは、市場の効率性の向上にも資するものと考えられる。

（注4）運用方法については、アクティブかパッシブかという観点のほか、自家運用か委託運用かという観点もある。各資金とも、現状では、資金運用の大部分を外部機関に委託しているが、自家運用を通じ、運用に関する知識・経験や市場情報の蓄積も期待できる。

- ベンチマークについては、その選択に工夫を凝らすこと等によりリターンの向上を目指すことが望ましい。各運用機関は、株式のパッシブ運用のベンチマークについて、東証1部上場全銘柄を対象とするTOPIXを忠実にトラックしている場合が多いが、その対象先の中には、十分な収益性等が認められない先も含まれることから、インデックスからのかい離を許容したり、より効率的な運用が可能となる指数を利用したりするなどの改善策について検討すべきである

## アクティブ運用等についての議論を踏まえた整理

- 現代ポートフォリオ理論から見るとパッシブ運用は合理的だが、市場の歪みの存在等、現代ポートフォリオ理論が常に妥当するとは限らないのではないか。このため、収益最大化の努力が年金財政の強化に貢献するとの考え方に立てば、前述の通り、確たる根拠のある場合には、より高い収益を求めアクティブ運用を認めるという既存の方針を維持するとともに、そのためのたゆまぬ検討を明示的に求めているかどうか。
- 具体的なアクティブ運用の在り方については、前述の通り、資金運用について一般に認められた知見に基づき、基本的にGPIFにおいて検討すべきであり、あらかじめ「パッシブ運用中心」を示す必要はないのではないか。
- なお、アクティブ比率の向上のためには、運用資産の多様化の議論同様、超過収益率が獲得できる新たな手法や優れたアクティブマネージャーの輩出等運用環境の整備が図られることが重要ではないか。
- ベンチマークについては、運用収益向上の観点から、伝統的な時価総額型インデックスのみならず、企業収益等に着目したファンダメンタル・インデックスの活用等を検討してはどうか。
- GPIFは、外部運用機関の優れたノウハウ等を活用する委託運用を中心に行っており、運用受託機関の選定・管理・監督が重要な業務であるが、運用コストの低減や運用に関する知識・経験等の蓄積も期待できることから、インハウス運用の活用も検討すべきではないか。

## 成長分野投資、社会的投資(ESG投資を含む。)についての主な意見

### 在り方検討会(報告書)

○ 成長分野への投資については、次の両論があった。

- ・ 将来の経済成長、雇用創出、国民生活に不可欠な技術、産業の育成等に貢献しつつ収益確保を考えるべき
- ・ 市場はすでに将来の成長をある程度織り込んだ値付けをしているため、リターンを得るのが困難であることから、低リスクの資産による運用を第一に考えるべき

○ 社会的投資については、次のような意見があった。

- ・ 国民の将来の生活基盤である地球環境や社会・経済の在り方を考慮して、年金積立金の運用を考えるべきで、受託者責任との関係についても議論をすべき
- ・ 社会的責任投資は安全かつ効率的という運用の行動基準と対立する面があることから、公的年金の積立金運用においては対象としない方がよい、
- ・ 先進的に取り組む企業は長期的な持続性、成長性から見て、純粋な投資対象として魅力があるという観点から考える必要

### 【専門委員会での議論】

○ 成長分野への投資について

＜第9回に、デフレ脱却の可能性、アベノミクスの評価など今後の日本経済の今後の動向についてヒアリングを行った。＞

○ 社会的投資について

- ・ 調査機関のデータを直接使う場合はパフォーマンスがプラスになるが、データがいったんファンドマネージャーに渡し、ファンドマネージャーが自らの評価基準も入れて投資対象企業を選択した場合、パフォーマンスが良くない。ファンドマネージャーの選択が良くないのではないかと思う。
- ・ ESG指標の作り方も国によって違うし、ウェイトの使い方も違うと思う、そのような作り方も工夫しないといけないかと思う。

### (参考) 有識者会議提言

- ・ 被保険者の利益を優先する運用は、結果的に、日本経済に貢献することとなり、また、各資金は、資金運用により経済成長の果実を享受する立場にもあることから、経済成長と資金運用との好循環が期待できる。
- ・ 各資金において、金融庁で行われている日本版スチュワードシップ・コードに係る検討の結果等を踏まえた方針の策定・公表を行い、運用受託機関に対して当該方針にのっとった対応を求めるべきであるが、その一方で、各運用機関本体による過度な経営への関与や、一律の方針設定に基づく形式的な議決権行使が行われないよう、留意が必要である。そうした観点から、必要に応じて、投資先企業との良好な関係に基づく対話により持続的な企業価値の向上を目指す運用受託機関への委託など<sup>(注5)</sup>も考えられる。なお、財務的な要素に加えて、非財務的要素である「ESG(環境、社会、ガバナンス)」を考慮すべきとの意見もあり、各資金において個別に検討すべきものと考えられる。

## 成長分野投資、社会的投資(ESG投資を含む。)についての議論を踏まえた整理

- 「専ら被保険者のため」との法規定や受託者責任原則に則し、他事考慮せず、専ら被保険者のために行う運用が、結果的に日本経済等に貢献するという「好循環」を目指すべきではないか。
- グロース運用として成長性に着目することは既にアクティブ運用の確立した一つの手法であるが、企業収益等に着目したファンダメンタル・インデックスの活用や、収益確保のためESG等を含めた非財務的情報に着目することの是非も、資金運用について一般に認められた知見に基づき、基本的にGPIFにおいて検討すべきではないか。
- 議決権行使のあり方については、「市場その他の民間活動に与える影響に留意しつつ」運用するとの法規定に則しつつ、機関投資家一般の行動原則として検討されている日本版スチュワードシップコードを踏まえた方針の策定・公表等を検討すべきではないか。  
また、この検討は、GPIFにおいて、労使推薦の委員を含め構成される運用委員会の意見に基づき、行われるべきではないか。



## (参考) GPIFの組織・ガバナンスの議論について

- 専門委員会では、「在り方検討会」に引き続き、GPIFの組織・ガバナンスに関してご議論もいただいた。
- 他方、政府の行政改革推進会議において、各方面で成果を上げている一方、様々な問題点が指摘されている独立行政法人改革の議論が並行して行われ、その中で、GPIFについては専門委員会等でのご議論も踏まえ議論。独立行政法人制度について、制度導入の本来の趣旨に則り、一律・硬直的な運用は見直し、多種多様な各法人の特性を踏まえた制度・運用とするなど、これまでの改革の集大成としての改革を検討。
- 公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化に関する有識者会議においても、資金運用の観点から、従前の硬直的な独立行政法人のままで、経費、職員数、給与水準の制約や運用組織における合議制の導入に支障があるとの指摘。
- 「独立行政法人改革等に関する基本的な方針」（12月24日）では、組織・運営における自主性・自律性やインセンティブを最大限機能させる等の観点から、独立行政法人制度を見直すとともに、GPIF関連では、以下の通り、閣議決定。

### 【年金積立金管理運用独立行政法人】

- 中期目標管理型の法人とする。
- 運用委員会について、複数の常勤委員を配置し、資金運用の重要な方針等について実質的に決定できる体制を整備する。
- 高度で専門的な人材確保ができるよう、職員数や給与水準の弾力化に加え、任期制・年俸制の導入を検討する。
- なお、資金運用の観点から行う公的・準公的資金の運用の見直しやリスク管理体制等のガバナンスの見直し等に係る有識者会議の提言については、それを踏まえ、今後厚生労働省において、当該資金の規模・性格に即して、長期的な健全性の確保に留意しつつ、主たる事務所の所在に関することも含め必要な施策を迅速かつ着実に実施すべく所要の対応を行う。



## (参考1) 分散投資効果の試算について

- 専門委員会においては、社会保障審議会年金部会における討議に資するため、年金財政における経済前提や積立金運用の積立金運用のあり方など、専門的・技術的な事項について検討を行っているが、経済前提の設定に用いる経済モデル等について定量的な議論を進めるために詰めが必要な点について、検討作業班を設置し議論を行った。
- 検討作業班では、運用利回りについて定量的な議論を行うにあたり、分散投資効果について内閣府の「中長期の経済財政に関する試算」(平成25年8月8日、経済財政諮問会議提出)を基に一定の前提をおいて試算した。
- 分散投資効果の試算は、平成21年財政検証と同じ手法の分散投資効果と、賃金上昇率を上回る実質的な運用利回りの分散投資効果について行った。
- 分散投資効果については、今後、経済前提に関する専門委員会での議論を踏まえ改めて算定することとなる。

# 1. 平成21年財政検証と同じ手法による分散投資効果の試算

○ 分散投資効果を、平成21年財政検証と同様の方法により、各資産の期待リターン、リスクと相関係数を算出、有効フロンティアを導出し、国内債券と同じリスク水準の有効フロンティアの期待リターンと国内債券の期待リターンの差として求めた。

○ 各資産の期待リターンを算出するに当たって、基になる数値を以下のとおり設定した。

## (1) 利潤率

- 【ケース①】 10.0% : 1983年から1993年(内閣府試算の経済再生ケースのTFP上昇率1.8%に対応する期間)の平均値
- 【ケース②】 8.5% : 1983年から2008年(内閣府試算の参考ケースのTFP上昇率1.0%に対応する期間)の平均値
- 【ケース③】 7.3% : 1994年以降の平均値

## (2) 物価上昇率

- 【ケース①】 2.0% : 内閣府試算の経済再生ケース相当
- 【ケース②】 1.0% : 内閣府試算の参考ケース相当
- 【ケース③】 0.0% : 極端なケース

(3) 上記(1)と(2)に加え、現在の市場予測に基づくパターンとして、物価上昇率1%、利潤率3.8%(実質長期金利1.0%から逆算)を設定した。

|                                  |      |       | 物価上昇率        |              |              |
|----------------------------------|------|-------|--------------|--------------|--------------|
|                                  |      |       | ケース①<br>2.0% | ケース②<br>1.0% | ケース③<br>0.0% |
| 利潤率                              | ケース① | 10.0% | パターン①        | パターン④        | パターン⑦        |
|                                  | ケース② | 8.5%  | パターン②        | パターン⑤        | パターン⑧        |
|                                  | ケース③ | 7.3%  | パターン③        | パターン⑥        | パターン⑨        |
| +                                |      |       |              |              |              |
| パターン⑩(市場予測: 物価上昇率1%、利潤率(逆算)3.8%) |      |       |              |              |              |

(注1) 上記の数値については仮に設定したもので、今回の財政検証の経済前提と整合しているものではない。アウトプットの分散投資効果の状況を確認するために仮にインプットしたものである。

(注2) パターン⑩(市場予測に基づくパターン)の利潤率(逆算)は以下により求めた。

$$\frac{[\text{過去の利潤率}] \times [\text{将来の実質長期金利(市場予測1\%)}]}{\div [\text{過去の実質長期金利}]}$$

○ 分散投資効果について、複数パターンによる試算結果をまとめると、おおむね0.3%~0.9%の範囲となる。

## 2. 賃金上昇率を上回る実質的な運用利回りの分散投資効果の試算

賃金上昇率を上回る実質的な運用利回りによる分散投資効果を求めるため、各資産の期待リターンを算出するに当たり、前述の利潤率、物価上昇率に加え、賃金上昇率を以下のとおり設定した。

- (1) 賃金上昇率として、現金給与総額(厚生労働省「毎月勤労統計(全国調査)」)の上昇率を用い、リスク、相関係数の実績値を算出した。
- (2) ケースの場合分けは、平成21年財政検証と同じ手法の場合と同様の利潤率を基にし、その際、各資産の賃金上昇率を上回る実質的な期待リターンを求めるための将来の実質賃金上昇率について、以下のとおり設定した。

- 【ケース①】 1.0% : 利潤率10.0%のケースに対応する1983年から1993年(内閣府試算の経済再生ケースのTFP上昇率1.8%の対応する期間)の平均値1.2%程度を基に設定
- 【ケース②】 0.5% : 利潤率8.5%のケースに対応する1983年から2008年(内閣府試算の参考ケースのTFP上昇率1.0%に対応する期間)の平均値0.5%程度を基に設定
- 【ケース③】 0.0% : 利潤率7.3%のケースに対応する1994年以降の平均値-0.4%程度を基に設定
- 【ケース④】 0.0% : 現在の市場予測に基づくパターンとして、物価上昇率1%、利潤率3.8%(実質長期金利1.0%から逆算)に対して実質賃金上昇率0.0%を設定

※ 各資産の賃金上昇率を上回る実質的な期待リターン算出の際には物価上昇率は不要であり、物価上昇率で場合分けしていない。

(注1) 上記の数値については仮に設定したもので、今回の財政検証の経済前提と整合しているものではない。アウトプットの分散投資効果の状況を確認するために仮にインプットしたものである。

(注2) ケース④(市場予測に基づくパターン)の利潤率(逆算)は以下により求めた。

$$[\text{過去の利潤率}] \times [\text{将来の実質長期金利(市場予測1\%)}] \div [\text{過去の実質長期金利}]$$

○ 賃金上昇率を上回る実質的な運用利回りの分散投資効果について、複数パターンによる試算結果をまとめると、おおむね0.4%前後となる。

## (参考2) 名目賃金上昇率を下回る確率と有効フロンティアの関係(イメージ)

- 全額国内債券で運用した場合でも、年金給付の伸びである名目賃金上昇率を下回るリスク(確率)は一定程度存在する。
- この確率を基準としてポートフォリオのリスクを抑制することを明確化。
- なお、名目賃金上昇率を上回る実質的な運用利回りの効率性が高い場合は、多少リターンが大きくても名目賃金上昇率を下回る確率が小さくなることもある。

