

# 公的年金制度の未来

マクロ経済(金融・資本市場・GPIF・成長戦略)との関係を  
を題材に考える

日本年金学会 年金研究会

日本年金数理人会 第73回研修会

2018年8月9日 17時～19時

於 慶應義塾大学三田キャンパス 南館ホール

香取照幸

# マクロ経済と年金資金運用の接点

- 金融・資本市場政策
- アベノミクス
- 成長戦略・日本再生戦略
- 公的年金の財政検証。

# 1:金融・資本市場政策

## —金融庁の問題意識—

- 「貯蓄から投資へ」
- 「資金運用の多様化・高度化」

そして

- 「成長分野への資金配分—投資促進」  
を実現するための
- 「日本全体の資産運用ポートフォリオの変更」

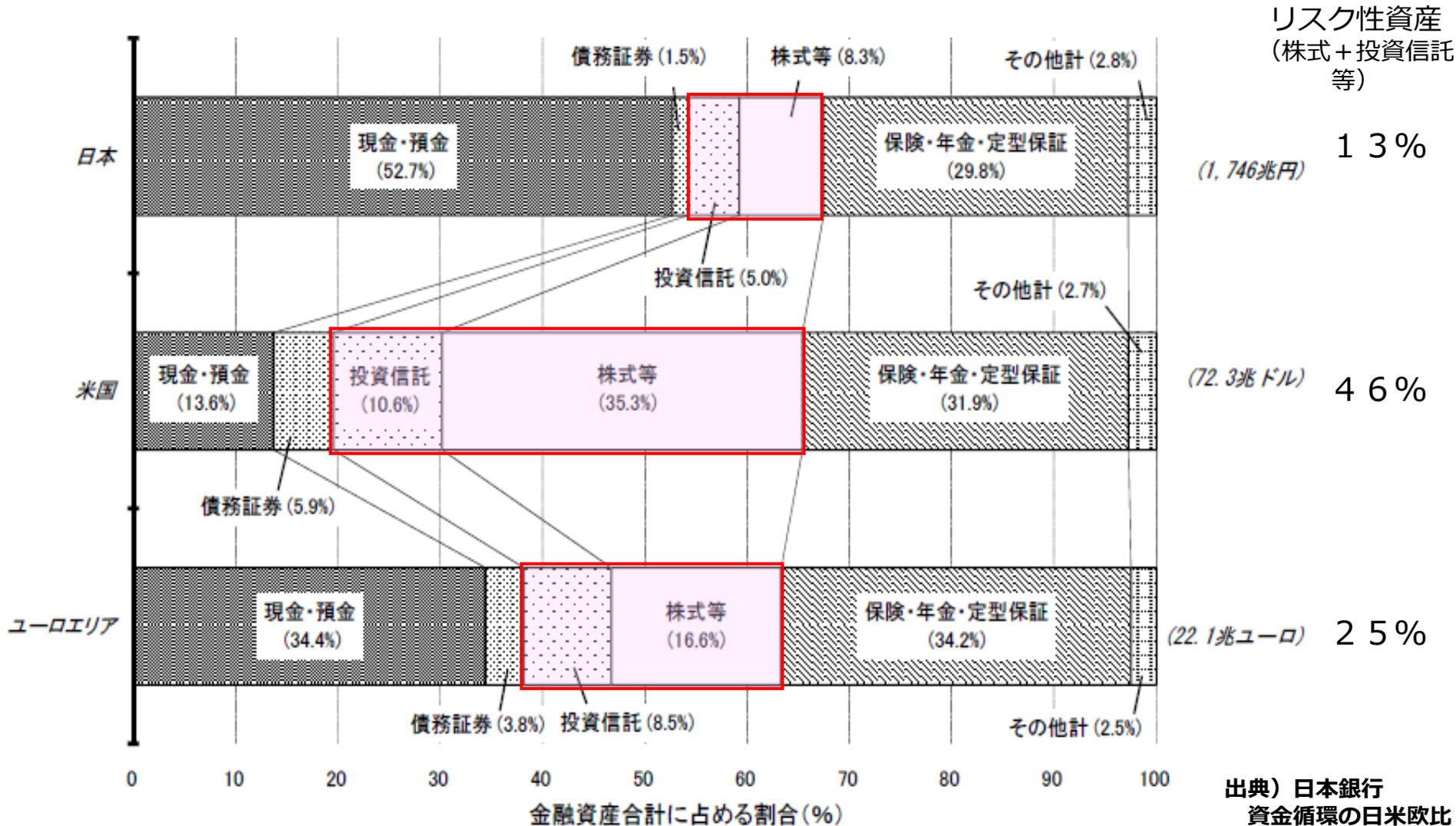
# 我が国の資産運用の現状

## ＜リスク性資産の構成割合の低さ＞

- 個人資産の運用配分の状況は、株式や投資信託などいわゆるリスク性資産の比率が大きい欧米と大きく異なり、現金・普通預貯金60%、定期預金20%、郵便定期10%で、リスク性資産の構成割合は10%に満たない。
- 鳴り物入りで大々的に導入したNISAもその時点で個人資産の運用構成を大きく変えるに至っていない。

# 家計の金融資産構成の日米欧比較

## 家計の金融資産構成

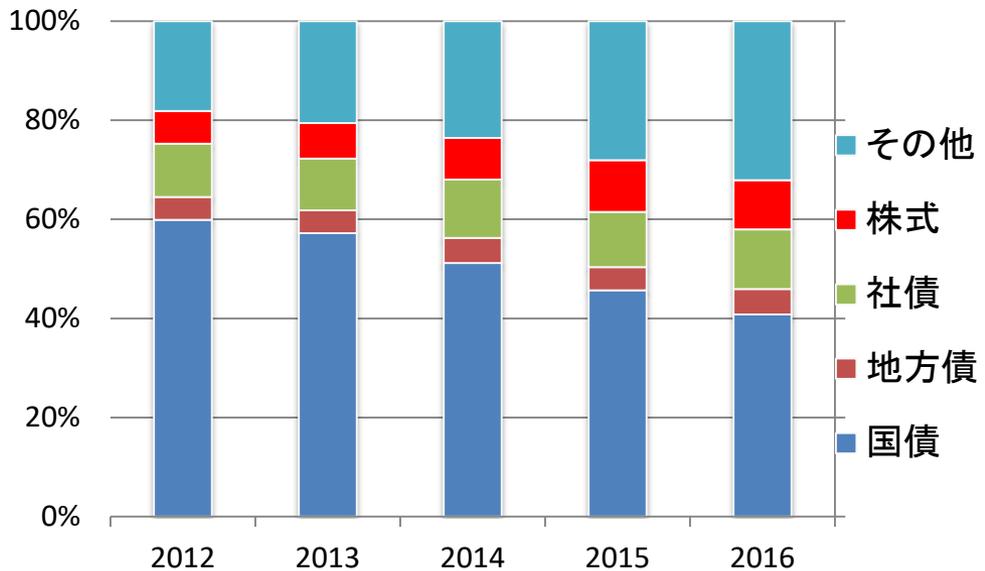


出典) 日本銀行  
資金循環の日米欧比較

\*「その他計」は、金融資産合計から、「現金・預金」、「債務証券」、「投資信託」、「株式等」、「保険・年金・定型保証」を控除した残差。

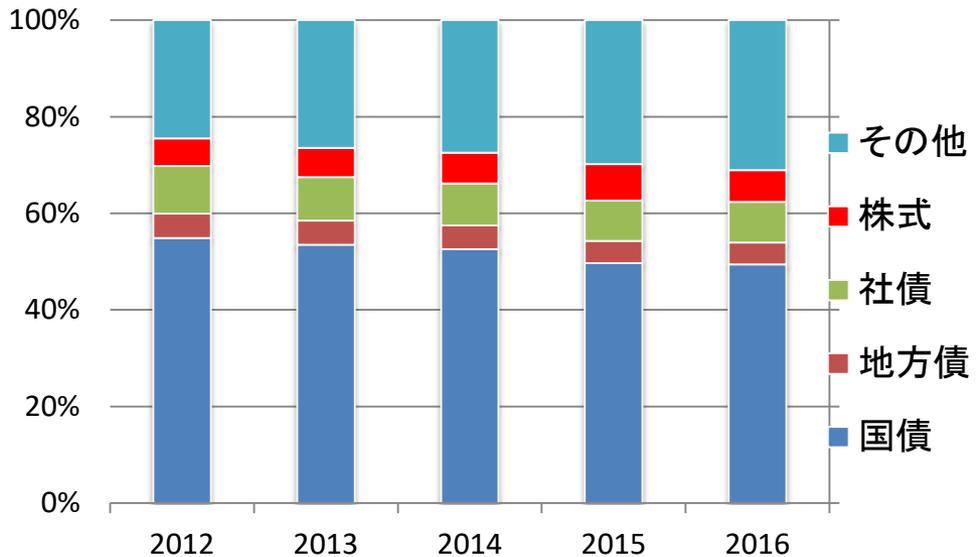
# 金融機関の資産構成

## <銀行>

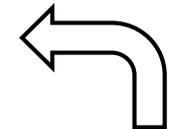


(出典) 全国銀行業協会「全国銀行財務諸表分析」

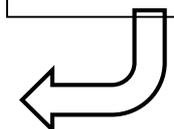
## <生命保険>



(出典) 生命保険協会



金融機関の資産構成  
に占める株式比率は、  
数%~10%程度



## 2: アベノミクスの登場

「三本の矢」

- ①金融政策(異次元緩和)
- ②財政政策(財政出動)
- ③経済構造改革(成長戦略)

# GPIF運用改革とアベノミクス

「公的年金はアベノミクスの受益者」

GPIF運用改革は

「アベノミクスの成果を国民に還元するための改革」

### 3: 日本経済再生戦略・成長戦略

いわゆるリフレ派の立場:

「経済構造改革—経済再生」の一環として、金融・資本市場政策においても「成長に資する」改革を行うべし。



GPIFをはじめとする公的・準公的資金の運用改革の目的は、単に「アベノミクスの成果を国民に還元する」ということにとどまらず、

「より積極的に成長に貢献する金融市場改革」即ち「より多くの資金を成長分野やベンチャーキャピタルに振り向けていくための改革(→エクイティファイナンス強化による民間主導の成長の実現)」を目指すべき。

## 2013.4 自民党日本経済再生本部

(本部長代行:塩崎政調会長代理)

- 「日銀が異次元緩和という大きな政策選択をして金融市場が大きく動いている、長期金利も動いている、上昇トレンドが続いてインフレになったら年金はどうするつもりか。  
運用利回りも運用目標も根本的に変えるべき」
- 「今のままでは低コスト低リスク低リターン。市場競争力のある処遇条件で人材を登用して積極的に運用すべき」
- 「自国の経済に資する運用をすべき、それがひいては年金受給者のためにもなる。債券中心の運用の方が今やリスクが高い、PE(プライベートエクイティ)やVC(ベンチャーキャピタル)にもっと投資すべき」

# 伊藤委員会

公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議

- 2013年秋に設置
- 内閣官房(再生本部)と厚労省が共同事務局。

☆再生本部の主要担当メンバーは金融庁出身者

# 公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等 に関する有識者会議について

- ◇ 「日本再興戦略(平成25年6月14日閣議決定)」に基づき、公的・準公的資金について、各資金の規模・性格を踏まえ、①運用(分散投資の促進等)、②リスク管理体制等のガバナンス、③株式への長期投資におけるリターン向上のための方策等に係る横断的な課題について、民間有識者の知見をいかしつつ提言を得ることを目的として、内閣官房で開催。

## メンバー

- ◎ 伊藤 隆敏 東京大学大学院経済学研究科教授 兼 東京大学公共政策大学院院長
- 菅野 雅明 JPモルガン証券株式会社チーフエコノミスト
- 熊谷 亮丸 大和総研チーフエコノミスト
- 佐久間 総一郎 経団連経済法規委員会企画部会長(新日鐵住金株式会社常務取締役)
- 菅家 功 日本労働組合総連合会副事務局長
- 堀江 貞之 野村総合研究所上席研究員
- 米澤 康博 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授

- ◇ 平成25年11月20日に提言取りまとめ公表。
- ◇ 提言を受け、「好循環実現のための経済対策(平成25年12月5日)」を閣議決定。
  - ・ 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)をはじめとする公的・準公的資金の運用等の在り方について、デフレ脱却を見据えた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などに係る有識者会議の提言を踏まえ、厚生労働省等の関係省庁において、各資金の規模・性格に応じ、長期的な健全性の確保に留意しつつ、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。

# 伊藤委員会最終報告

長期にわたるデフレを脱却し、アベノミクスによる「緩やかなインフレ基調への経済の変動」を前提とした「フォワードルッキングな運用」を行うことを基本にすべき



「国債への過度の依存解消・分散投資促進(それを「高度化」といった)」

「ベンチャーキャピタル等リスク性資産への投資拡大」

「アクティブ運用の拡大、運用手数料引き上げ(←これにはちょっと笑った)

「資金の性格・規模に見合った運用体制の充実」

「それを可能にする(いうところの)「ガバナンス」強化、GPIF組織体制の見直し(合議制の導入など)」

等々を提言。

## 厚労省サイドの受け止め

- 政策としての金融・資本市場改革、成長戦略の基本的方向性・枠組みは理解し共有。
- 政府全体としての政策的な整合性を取って行く観点から、提言も踏まえて年金資金運用改革を推進。

「有識者会議の提言を踏まえ、厚生労働省等の関係省庁において、各資金の規模・性格に応じ、長期的な健全性の確保に留意しつつ、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。」(2013.11.20 閣議決定)

(参考)

## 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(2013年11月)最終報告(概要)

○市場環境の整備状況を踏まえつつ、リスク管理体制の構築を図った上で、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

○各資金の規模・性格に応じて、アクティブ運用比率を高めることについて検討を行うべき

○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

○「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経済の状況を踏まえれば、国内債券を中心とする現在のポートフォリオの見直しが必要

# 運用改革と組織改革

「組織改革(ガバナンス改革)」の射程は、「運用改革」をどのような視点からどこまで行うか、という議論に規定される。



より積極的な運用を求める立場(ex)再生本部)からすれば、

現行厚生年金保険法やGPIF法で定められている「専ら年金受給者の利益のため」「安全かつ確実な運用」「他事考慮の禁止」といった法規制やそれを前提とした現在の厚労省の運用方針からGPIFを解き放ち、

「より高度な運用を行える組織体制」「GPIFが自身の判断でその資金を経済再生に資する運用対象(=VC・PE・インフラ等々)に投入できるような組織体制」にする、

ということであり、

そのための体制強化=専門人材の登用、意思決定システムの変更(運用専門家の合議による意思決定)、そして「組織の独立」

という議論の流れになる。

## 4：公的年金財政検証

2013年議論開始、2014年6月に検証結果を公表。

- ・複数試算（いわゆる破綻シナリオも含めた複数試算）の実施
- ・一定の制度改革を前提としたオプション試算の実施  
など新機軸を導入。

年金資金運用についても整理を行い、新たな考え方を提示

# 社保審年金部会 年金財政における経済前提と積立金運用 のあり方に関する専門委員会(平成26年3月)

「年金財政における経済前提と積立金運用のあり方について検討結果の報告」(概要)

- ・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、具体的な運用手法等については、基本的には運用の専門組織であるGPIFに委ねるのが適当
- ・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わが国経済の環境において、あらかじめ国内債券中心を示す必要はなく、GPIFにおいてポートフォリオを検討すべき
- ・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、被保険者の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基本的にGPIFにおいて幅広く検討を行う。
- ・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
- ・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。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
- ・具体的なアクティブ運用の在り方についても、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。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
- ・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。

# 年金資金運用の基本スタンス

人口減少が進行している我が国にあっては、概ね2040年頃まで、高齢者の増（受給者の増）と現役世代の減少という人口動態上の問題に直面する。

これを乗り切るために2004年改正で導入された制度的仕組みが「マクロ経済スライド」と「年金積立金（元本＋運用益）の計画的な取り崩し」。

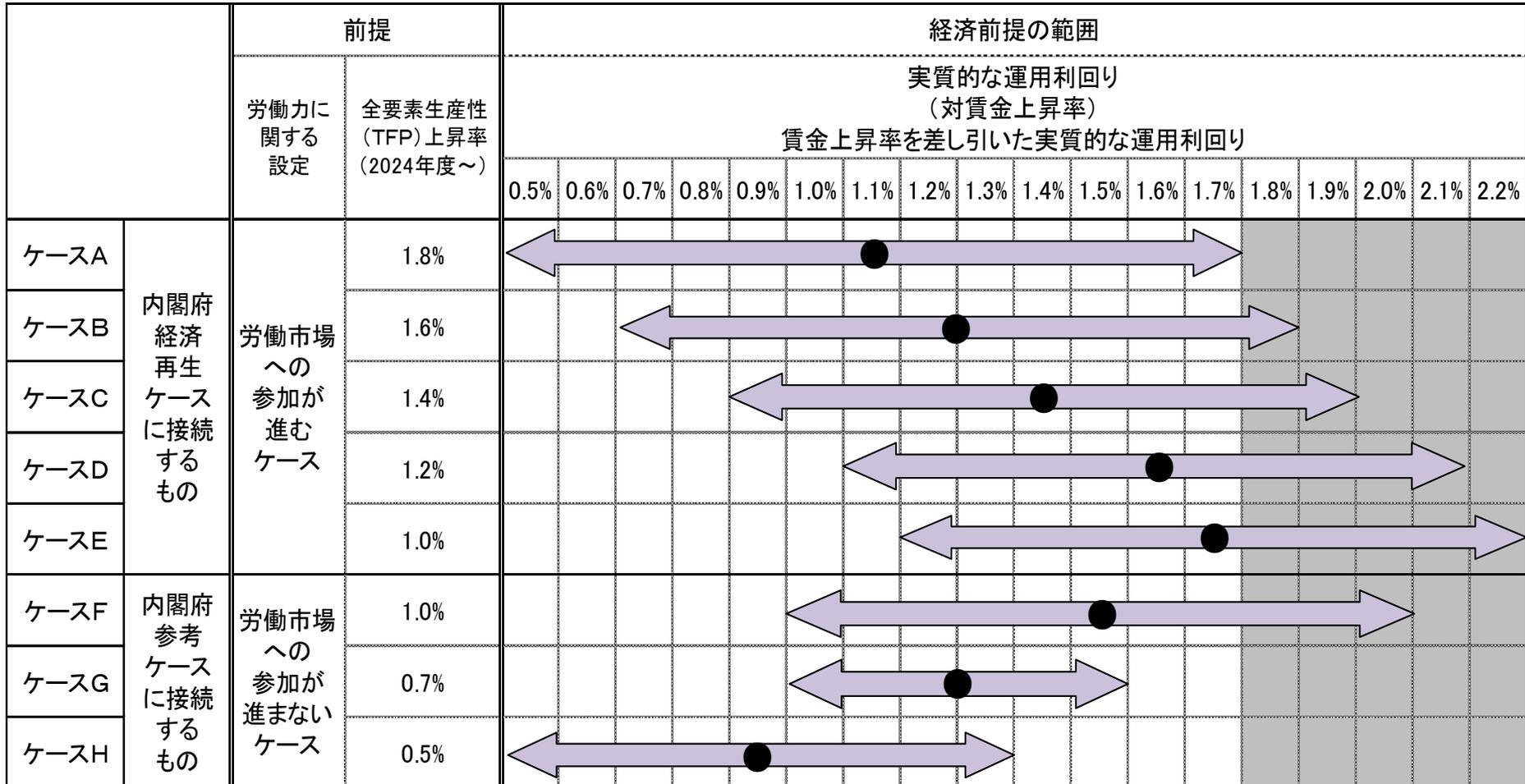
年金積立金の運用については、この人口動態の変動に対応した仕組みが機能するような運用益の確保＝運用利回りの設定が求められる。

- 具体的には、
- 名目運用利回り(前回は4.1%)のみを示して議論が混乱した前回の反省に立ち、運用利回りの示し方を「名目賃金上昇率+ $\alpha$ (スプレッド)」へと変更。

今回の財政検証で示された複数のケースにおいてそれぞれ必要とされる実質的な運用利回り( $\alpha$ )に十分対応する、という観点から、ケースE(経済再生ケースでTFP上昇率がもっとも低位のケース)の実質的な運用利回り( $\alpha$ )の中央値1.7%とするのが妥当、とした。

# GPIFに示す賃金上昇率を上回る実質的な運用利回り( $\alpha$ )

- 今回の財政検証に当たっては、幅広い複数のケースを設定。
- 経済前提のすべてのケースの実質的な運用利回り( $\alpha$ )の中央値に対応する値は1.7%となる。



※ ケースG及びHは、利潤率によらず、市場金利を勘案して実質長期金利を設定している。(ケースGは2012年12月の市場のイールドカーブ、ケースHは2012年12月「量的・質的金融緩和」(日本銀行)公表日の市場のイールドカーブにより、実質長期金利を設定)

- すなわち、
- 経済成長(賃金・物価の変動)に応じて保険料収入・給付水準が決まる公的年金にあっては、給付(負債)サイドもまたマクロ的には経済成長率(賃金上昇率)で決まる。
- 従って、基本的にはまず賃金上昇率に見合う運用利回りを確保した上でそこにどれだけの上積みを見込むか(見込めるか)が重要になる。
- この「名目賃金上昇率+ $\alpha$ (スプレッド)」という運用利回りの示し方は、そのような考え方を端的に示したものの。
- 同時に、公的・準公的資金運用改革の議論をどう織り込んで年金財政運営と整合性のある形で運用目標を設定する論理を提示する、という課題に対する回答。

## (若干の解説)

- そもそも年金資金は長期・超長期の運用。かつGPIFは株式発行時価総額の8%を保有する巨大な機関投資家。
- 長期・超長期で見れば運用実績はその国経済(運用している資本市場)のパフォーマンスによって決まる(長期金利が成長率に見合う→成長率に見合った水準の利回りになる)。
- ということから、長期資金である年金基金に関しては、年金資金の機能役割の観点から見ても資金の性格から見ても、

長期保有を前提とした安定的なポートフォリオで、市場の果実(経済成長の果実)を確実にゲットする運用を基本とし、その上で分散投資によるリスク最適化を図りつつ必要な運用利回りの確保を目指す、

というある意味で至極当たり前の結論に到達する。

# 田村厚生労働大臣の国会答弁

「アベノミクスによるデフレ脱却、緩やかなインフレ基調への移行を見据えて今後の年金財政を考えると、現在のような国債に過度に依存した運用では必要な運用利回りが確保されないので、分散投資によるリスク分散を図りつつ、運用の多様化高度化により必要な利回り(=名目成長率+1.7%)を確保すべくポートフォリオの見直しを行うこととする」

# 基本ポートフォリオの見直し

# 基本ポートフォリオ見直しを巡る論点

- ・伝統資産(債券・株式)構成比見直しという観点からの議論

- : 国債への過度の依存解消

- : 株式投資の拡大、

- : 国内/海外資産(外国債券・外国株式)の比率見直し など

- ・非伝統資産を巡る議論

- : 運用対象拡大の是非、運用上の位置づけ

- : 市場性のない資産(PEなど)、不動産投資、REIT、インフラ投資  
(個別の非伝統資産についての考え方)

- ・運用手法を巡る議論

- : アクティブ運用中心/パッシブ運用中心

- : インハウス運用

- ・CG(株主議決権行使、個別株式保有の是非)、ESG投資 などなど

# 基本ポートフォリオの見直し（平成26年10月）

## 【見直し時の考え方】

- ✓ デフレ脱却、適度なインフレ環境への移行など、長期的な経済・運用環境の変化に即し、国内債券に偏っていた基本ポートフォリオを見直し、株式等への分散投資を推進

### デフレ期

(経済) 物価・賃金低下  
長期金利の低下  
(運用) 保有債券価格は上昇するが利回りは低下  
株式の利回りは低下

### 脱デフレ～緩やかなインフレ

(経済) 物価・賃金上昇へ  
長期金利上昇へ  
(運用) 保有債券価格は下落  
利回りは上昇  
株式の利回りは上昇

金利1%上昇時の予想損失額

旧ポート △5.9兆円  
新ポート △3.6兆円 } 約1.6倍

## 【基本ポートフォリオの見直し】

(変更前)

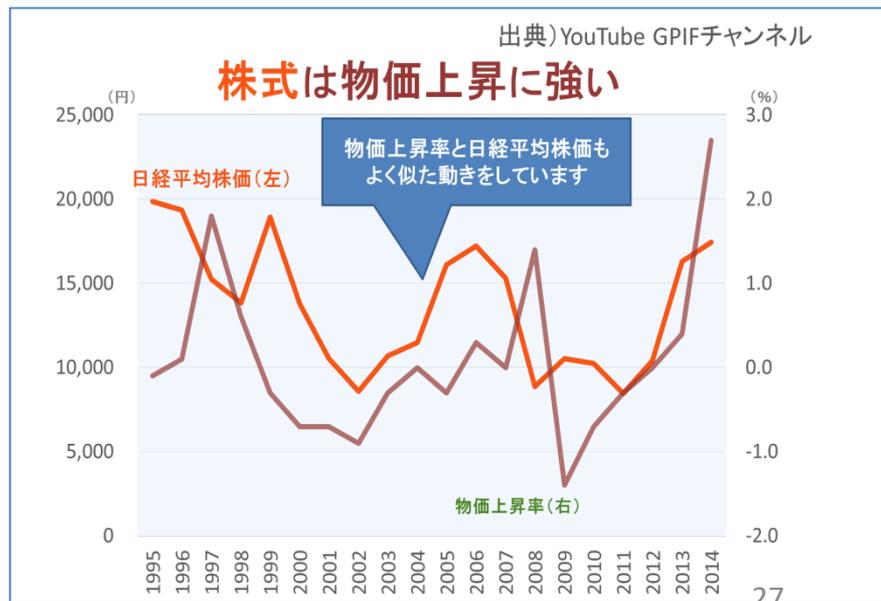
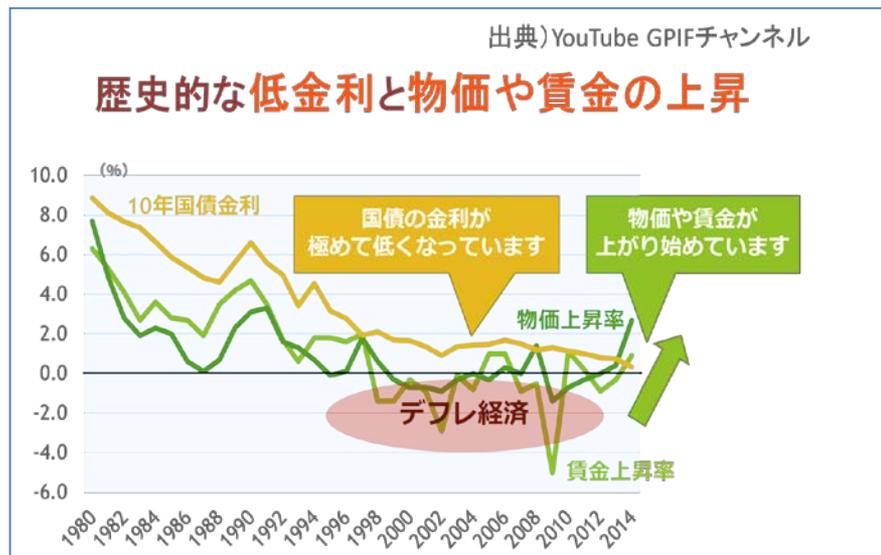
国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
60% ±8%	12% ±6%	11% ±5%	12% ±5%	5% -

平成26年10月31日に変更

(変更後)

国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
35% ±10%	25% ±9%	15% ±4%	25% ±8%	0% -

(参考) 見直しに関するGPIF説明資料(当時)



# GPIFの資産構成割合

	旧基本ポート フォリオ※	26年9月末	新基本ポート フォリオ※	30年3月末
国内債券	60%	48.39%	35%	27.50%
国内株式	12%	17.79%	25%	25.14%
外国債券	11%	11.84%	15%	14.77%
外国株式	12%	16.98%	25%	23.88%
短期資産	5%	5.00%	—	8.70%

※基本ポートフォリオは、平成26年10月に変更。

# 【基本ポートフォリオ見直し関連の年表】 ①

2013.4.4	日本銀行による「量的・質的金融緩和」の導入
2013.5.10	自民党日本経済再生本部 ー中間提言ー ～抜粋～ G) 公的・準公的資金 (GPIF等の公的年金、独立行政法人、国立大学法人、特殊法人及び公益法人等)の運用の見直し等 ・デフレ脱却の進展等を見据え、柔軟な運用ポートフォリオの見直し等を可能とする
2013.6.14	日本再興戦略(平成25年6月14日閣議決定) ～抜粋～ 一. 日本産業再興プラン ～ヒト、モノ、カネを活性化する～ 5. 立地競争力の更なる強化 ⑥公的・準公的資金の運用等 ○ 公的・準公的資金の運用等の在り方 ・ 公的・準公的資金について、各資金の規模や性格を踏まえ、運用(分散投資の促進等)、リスク管理体制等のガバナンス、株式への長期投資におけるリターン向上のための方策等に係る横断的な課題について、有識者会議において検討を進め、本年秋までに提言を得る。
2013.11.20	有識者会議報告書(2013.7.1から8回にわたり開催) 公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議 ～報告書抜粋～ 「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経済の状況を踏まえれば、国内債券を中心とする現在のポートフォリオの見直しが必要。」
2014.1.22	ダボスにおける世界経済フォーラム年次会議 「新しい日本から新しいビジョン」 安倍総理冒頭演説【GPIF部分抜粋】 「日本の資産運用も、大きく変わるでしょう。1兆2,000億ドルの運用資産をもつGPIFについては、そのポートフォリオの見直しを始め、フォワード・ルッキングな改革を行います。成長への投資に、貢献することとなるでしょう。」

GPIFでの基本ポートフォリオ見直し検討	
2013.9.17	第71回 運用委員会
2013.10.2 1	第72回 運用委員会
2013.11.1 8	第73回 運用委員会
	

# 【基本ポートフォリオ見直し関連の年表】 ②

2014.3.12

## 社会保障審議会年金部会

「年金財政における経済前提と年金積立金運用の在り方について」  
(検討結果の報告抜粋)  
○ 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ある。

2014.3.27

第77回 運用委員会

2014.4.24

第78回 運用委員会

2014.5.23

## 日本再生ビジョン(自民党日本経済再生本部)

～抜粋～

(1)年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)改革  
「財政検証の結果を踏まえ、国内債券を中心とする現在の基本ポートフォリオを見直すといったフォワード・ルッキングな運用改革を進めているところであり、これは総理のダボス会議演説にも盛り込まれた既定路線である。」

2014.6.3

## 平成26年財政検証結果の公表

2014.6.6

## 田村厚生労働大臣閣議後記者会見(ぶら下がり)

財政検証の公表を受けて、長期的な経済・運用環境の変化に即した見直し作業の前倒し要請に言及。

2014.6.20

第80回 運用委員会

2014.6.24

## 「日本再興戦略」改訂2014 -未来への挑戦-

② 公的・準公的資金の運用等の見直し  
・年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の基本ポートフォリオについて、財政検証結果を踏まえ、長期的な経済運用環境の変化に即し、年金財政の長期的な健全性を確保するために、適切な見直しをできるだけ速やかに実施する。

# 【基本ポートフォリオ見直し関連の年表】 ③

		<u>2014.7.10</u>	第81回 運用委員会
		<u>2014.7.24</u>	第82回 運用委員会
		<u>2014.8.5</u>	第83回 運用委員会
		<u>2014.9.19</u>	第84回 運用委員会
		<u>2014.10.3</u>	第85回 運用委員会
		<u>2014.10.2</u>	第86回 運用委員会
		<u>3</u>	
<u>2014.10.31</u>	<u>基本ポートフォリオの変更(第2期中期計画の変更認可)</u> GPIFから厚生労働大臣に認可申請、同日認可。中期目標も同日変更		2014.6以降、運用委員会の他に、検討作業班を6回開催。
<u>2014.10.31</u>	<u>日本銀行による「質的・量的金融緩和」の拡大</u>		

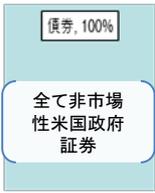
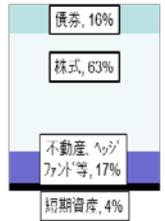
# GPIFの運用パフォーマンスを巡る議論

- ここ5年ほどの各国の年金基金の運用成績を見ると、株式投資やオルタナ投資、アクティブ運用を積極的に展開してきた諸外国の公的年金基金に比して、GPIFの運用成績が良くないのは事実。
- しかし他方で、GPIFは財政検証で与えられた運用目標を上回る運用実績をあげており、その限りでは公的年金財政に十分貢献している。

# (参考) 諸外国の年金資金運用等との比較

OECD (Pensions at a glance 2012)によれば、賦課方式の年金基金の資産構成割合の平均は、債券57%、株式24.7% (加重平均では、それぞれ、86.5%、9.8%)。ただし、全額債券運用の米国(連邦)から、株式運用に比重を置くカナダまで差があり、積立方式も含めればオルタナティブ運用の採用も含め多様。

我が国の年金積立金の株式運用比率は24%であるが、絶対額でいえば、33.4兆円の株式を運用しており、国際的にみて、1、2を争う額の株式、海外資産(29.3兆円)を運用している年金基金。

名称	米国(連邦)	米国(カリフォルニア州職員退職制度)	カナダ(連邦)	ノルウェー	韓国	
概要	一般国民を対象とする連邦政府の社会保障年金制度(賦課方式)の積立金。	3,400を超える米国の州・地方公務員年金基金の中、最大(積立方式)	一般国民(ケベック州を除く)を対象とするカナダ年金プラン(2階建て部分に相当。賦課方式)の積立金	原資は石油収入等であり、年金等将来世代のための資金として管理・運用。	一般国民を対象とする年金(賦課方式)の積立金。	
資産残高	約236兆円 <small>(平成24年12月末)</small>	約24兆円 <small>(平成25年3月末)</small>	約17兆円 <small>(平成25年3月末)</small>	約67兆円 <small>(平成25年3月末)</small>	約32兆円 <small>(平成24年12月末)</small>	
基本(参照)ポートフォリオ						
※ 各基金のHPの数値を基に算出(25年3月末時点)。						
運用実績	平成24年度(名目)	4.1%	10.9%	10.1%	11.0%	7.0%
	平成24年度(実質)	2.1%	8.9%	8.6%	10.3%	4.8%
	直近5年平均(名目)	4.6%	2.8%	4.2%	6.3%	5.9%
	直近5年平均(実質)	2.6%	0.4%	2.4%	4.2%	2.5%

- 債券
- 株式
- 不動産、ヘッジファンド等
- 短期資産

# GPIFの運用実績は財政検証上の前提を上回っている

## 市場運用開始(2001(平成13)年度)からの実質的な運用利回り(累積)

※実質的な運用利回り=名目運用利回り-名目賃金上昇率

3.01%(年率)  
【2001(平成13)年度~2017(平成29)年度】

GPIFの  
運用実績

GPIFの運用実績は、  
財政検証上の前提を  
大きく上回っている。

財政計算上の前提

参考ケース : 0.14%(年率)  
経済再生ケース : 0.09%(年率)  
【2001(平成13)年度~2017(平成29)年度】

2001年度(平成13)    2003年度(平成15)    2005年度(平成17)    2007年度(平成19)    2009年度(平成21)    2011年度(平成23)    2013年度(平成25)    2015年度(平成27)    2017年度(平成29)

### <直近17年間の実質的な運用利回り(年率)>

※実質的な運用利回り=名目運用利回り-名目賃金上昇率

	実績	財政計算上の前提	
		経済再生ケース	参考ケース
名目運用利回り	2.78%	2.15%	2.09%
名目賃金上昇率	-0.22%	2.05%	1.95%
<b>実質的な運用利回り</b>	<b>3.01%</b>	<b>0.09%</b>	<b>0.14%</b>

- 「効率的な運用」という意味でも、GPIFの運用手数料は0.025%（直近でも0.03%）という超破格の低水準。
- 通常の機関投資家（主な海外公的年金基金等）が概ね0.1%～0.9%（各基金の投資方針—主としてアクティブ運用の比率—によって異なる）であるのに対して、文字通り「桁違い」の低さ。

# 伊藤委員会でのみずほ年金研究所レポートより

・各国の年金基金の長期的な運用成績は、その国の債券・株式市場のパフォーマンスに規定される。

日本のGPIFの運用成績が他国の年金基金（例えばCalPERS（カリフォルニア州職員退職年金基金）やCPPIB（カナダ年金基金投資委員会））に比して低い（低かった）のは、日本国内の債券・株式市場自体のパフォーマンスが極端に低い（低かった）ことが決定的な要因。

経済成長している国（市場）で運用している基金は好成績であり、デフレ20年の日本でのGPIFの成績は当然ながら芳しくない。

▪ アクティブ運用のパフォーマンスに関して、

「オルタナティブ投資比率の高い(36%~54%)年金基金の運用実績はそうでない(0%~9.9%)基金に比し、高い運用手数料に見合うリターンは得られていない」

: CalPERS(早くから運用多角化・多様な運用手法の採用に乗り出し、先端的な年金基金として有名)の過去20年の運用実績の分析として、

「米国債券と株式のインデックス運用を行ったとした場合の成果に比して追加的な効果はあまり獲得できていない」

: CPPIBについても「過去10年のパフォーマンスを見る限り単純にカナダ国内債券と株式で運用してきたとした場合に得られる成果を超えているようには見られない」

# 米国の公務員年金について(1)

米国の公務員年金は概して年8%程度の予定利率を想定しているが、州公務員年金等の管理者で構成される非営利団体のNASRA(National Association of State Retirement Administrators)によれば、過去10年間をみる限り、実際にはこれを大幅に下回る5.7%のリターンを確保できたにすぎない。

出所:遠山勲「苦境の続く米公務員年金」(みずほ年金レポート 2012年7-8月号)

10年間(2002-2011)の米国資本市場の平均リターン

債券市場 5.8%

株式市場 6.0%

なお、上記は算術平均(ドルベース)計算に用いた原指数は

債券: Citigroup US Gov. Bond Index

株式: MSCI US Investable Market Index

なお、この間の10年国債利回りの平均は 約3.9%

公務員年金全体の積立比率はピーク時の1999年の103%から2010年が76%、2011年には75%にまで低下 ※ポストン大学退職リサーチ・センターが集計している公務員年金データベースによる  
ただし、これらの年金債務の割引率には長期的な想定リターン(予定利率)と同一の約8%が用いられているが、仮に無リスク・レート(5%)を用いて計算した場合には、2011年の積立比率が50%にまで低下すると推定される。

米国の州・地方自治体職員退職年金基金(公務員年金)は、個別にみれば依然として多額の積立不足を記録しているところが多い。そのような中で、年金給付の削減を意図した改革、混合型プランへの変更、COLA(生計費調整)の抑制などの様々な対応に加え、最近では変動型年金基金(APP=Adjustable Pension Plan)と呼ばれるパフォーマンス次第で給付額が変動する年金制度も注目されてきている。

出所:遠山勲「米地方公務員年金の現状と改革への動き」  
(みずほ年金レポート 2013年夏季号)

# 米国の公務員年金について(2)

【図表】公務員年金によるオルタナティブ投資の比率と平均利回り(過去5年間)

オルタナティブ投資への運用比率が最も高い公務員年金	資産総額 (10億ドル)	2011年の 運用手数料 (百万ドル)	経費率	オルタナティブ 投資比率	5年間の リターン (年率)
ダラス市警察・消防職員退職年金基金	3.24	32.2	1.00	56.3%	4.3%
ミズーリ州職員退職年金基金	7.86	100.5	1.28	49.0%	6.2%
ペンシルバニア州職員退職年金基金	26.30	195.0	0.74	46.5%	3.6%
ペンシルバニア州教職員退職年金基金	51.40	514.0	0.83	46.4%	3.9%
オースチン市警察・消防職員退職年金基金	0.51	1.7	0.35	46.0%	2.5%
ミズーリ州交通局職員退職年金基金	1.54	17.6	1.14	43.9%	3.6%
ワシントン州職員退職年金基金	60.40	219.9	0.35	40.9%	4.9%
シカゴ市公園局職員退職年金基金	0.45	2.7	0.60	35.6%	4.3%
サンバーナーディーノ郡職員退職年金基金	6.14	55.0	0.89	34.4%	3.5%
マサチューセッツ州職員退職年金基金	50.20	248.0	0.50	34.0%	4.4%
上記10基金の運用リターン平均					4.1%

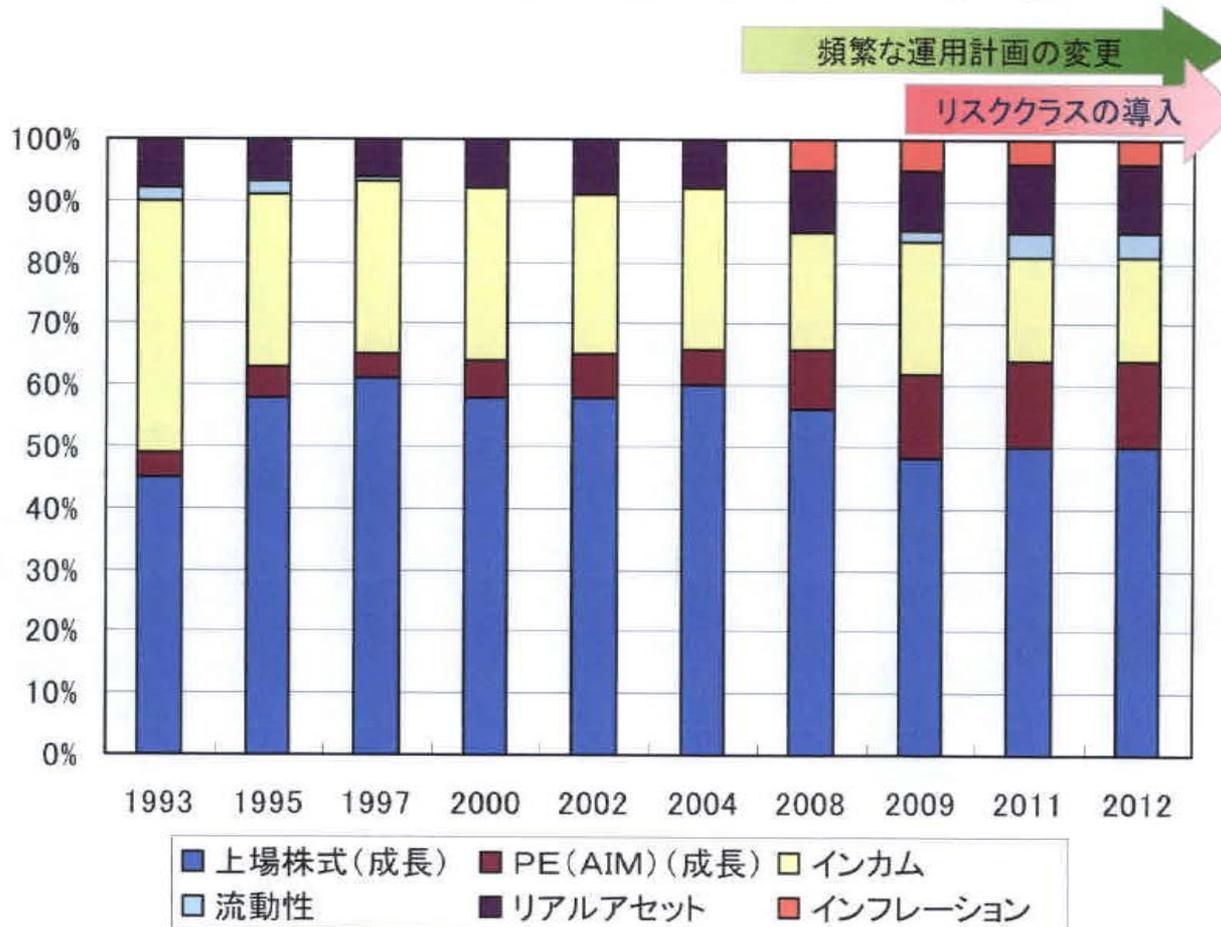
オルタナティブ投資への運用比率が最も低い公務員年金	資産総額 (10億ドル)	2011年の 運用手数料 (百万ドル)	経費率	オルタナティブ 投資比率	5年間の リターン (年率)
テキサス市町村職員退職年金基金	18.70	9.1	0.05	0.0%	7.6%
ジョージア州職員退職年金基金	14.40	9.8	0.07	0.0%	5.3%
ジョージア州教職員退職年金基金	54.10	25.0	0.05	0.0%	5.3%
オクラホマ州教職員退職年金基金	10.30	36.0	0.35	1.0%	5.5%
テネシー州職員退職年金基金	33.70	24.6	0.07	3.0%	4.5%
ニューヨーク市職員退職年金基金	2.56	7.7	0.30	4.5%	5.6%
ケンタッキー州教職員退職年金基金	15.50	22.2	0.14	6.7%	5.1%
ロサンゼルス郡水道・電力職員退職年金基金	7.30	21.2	0.29	8.0%	4.9%
ベンチュラ郡職員退職年金基金	3.44	7.4	0.22	8.5%	5.0%
メイン州職員退職年金基金	10.80	19.0	0.18	9.9%	4.4%
上記10基金の運用リターン平均					5.3%

ニューヨーク・タイムズ紙は2012年4月2日に「公務員年金の高リスク運用、必ずしも奏功せず」という記事を左表とともに掲載。米国の公務員年金が積立不足の縮小を意図して、PE(プライベート・エクイティ)、不動産、ヘジファンドといった、よりリスクの高い投資に乗り出しているが、これまでのところは運用手数料だけは著しく上昇した一方、それに見合うだけのリターンは得られていないことを伝えた。

(注1) 上記の数値は2011年6月30日時点。(注2) 米公務員年金の5年間リターン(中央値年率)は4.9%。  
(出所) Preqin社。及びウィルシャー・トラスト・ユニバース・コンパリスン・サービス(TUCS)

新しい投資を否定するものではないが、成功のための条件やコスト等をよく吟味して行うことが必須 14

# CalPERSの資産配分の推移



出所: ALMワークショップ資料およびCalPERSホームページより作成  
 (注)2012年は2013年3月末の値

# CalPERSの運用実績について考える

前に1年ずらした10年間で平均収益率は6.2%

注) 平均値は単純算術平均

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	直近20年		直近10年	
	平均	標準偏差	平均	標準偏差																				
年金基金の運用利回り (12月末基準)	13.4%	-1.0%	25.3%	12.8%	19.0%	18.5%	16.0%	-1.4%	-6.2%	-9.5%	23.3%	13.4%	11.1%	15.7%	10.2%	-27.8%	12.1%	12.6%	1.1%	13.3%	8.6%	12.7%	8.5%	13.9%
市場インデックス: 米国 Local 国内債券(Citigroup US Gov. IDX)	10.7%	-3.4%	18.3%	2.7%	9.6%	10.0%	-2.5%	13.5%	6.7%	11.6%	2.3%	3.5%	2.8%	3.1%	9.0%	13.9%	-3.7%	5.8%	9.6%	2.0%	6.3%	6.0%	4.8%	4.9%
市場インデックス: 米国 Local 国内株式(MSCI US Investable Market IDX)	10.7%	0.0%	36.6%	22.1%	32.1%	24.9%	24.3%	-10.0%	-11.3%	-21.6%	31.2%	12.4%	6.4%	15.7%	5.8%	-37.0%	28.6%	17.2%	1.2%	16.4%	10.3%	19.1%	9.8%	19.0%
シミュレーション① 国内債券50% + 国内株式50%	10.7%	-1.7%	27.5%	12.4%	20.9%	17.5%	10.9%	1.7%	-2.3%	-5.0%	16.7%	7.9%	4.6%	9.4%	7.4%	-11.5%	12.5%	11.5%	5.4%	9.2%	8.3%	9.1%	7.3%	7.5%
シミュレーション② 国内債券40% + 国内株式60%	10.7%	-1.3%	29.3%	14.3%	23.1%	19.0%	13.6%	-0.6%	-4.1%	-8.3%	19.6%	8.8%	5.0%	10.7%	7.1%	-16.6%	15.7%	12.6%	4.5%	10.6%	8.7%	11.0%	7.8%	9.8%
市場インデックス: Local 世界株式(MSCI All Contry)	26.1%	1.6%	18.7%	16.7%	22.4%	18.9%	29.8%	-10.5%	-13.0%	-23.1%	26.4%	12.1%	17.5%	17.0%	7.7%	-39.2%	30.0%	11.1%	-6.0%	16.5%	9.0%	18.6%	9.3%	19.7%
シミュレーション③ 国内債券50% + 世界株式50%	18.4%	-0.9%	18.5%	9.7%	16.0%	14.4%	13.7%	1.5%	-3.1%	-5.7%	14.3%	7.8%	10.1%	10.1%	8.3%	-12.6%	13.1%	8.4%	1.8%	9.3%	7.7%	8.4%	7.1%	7.7%

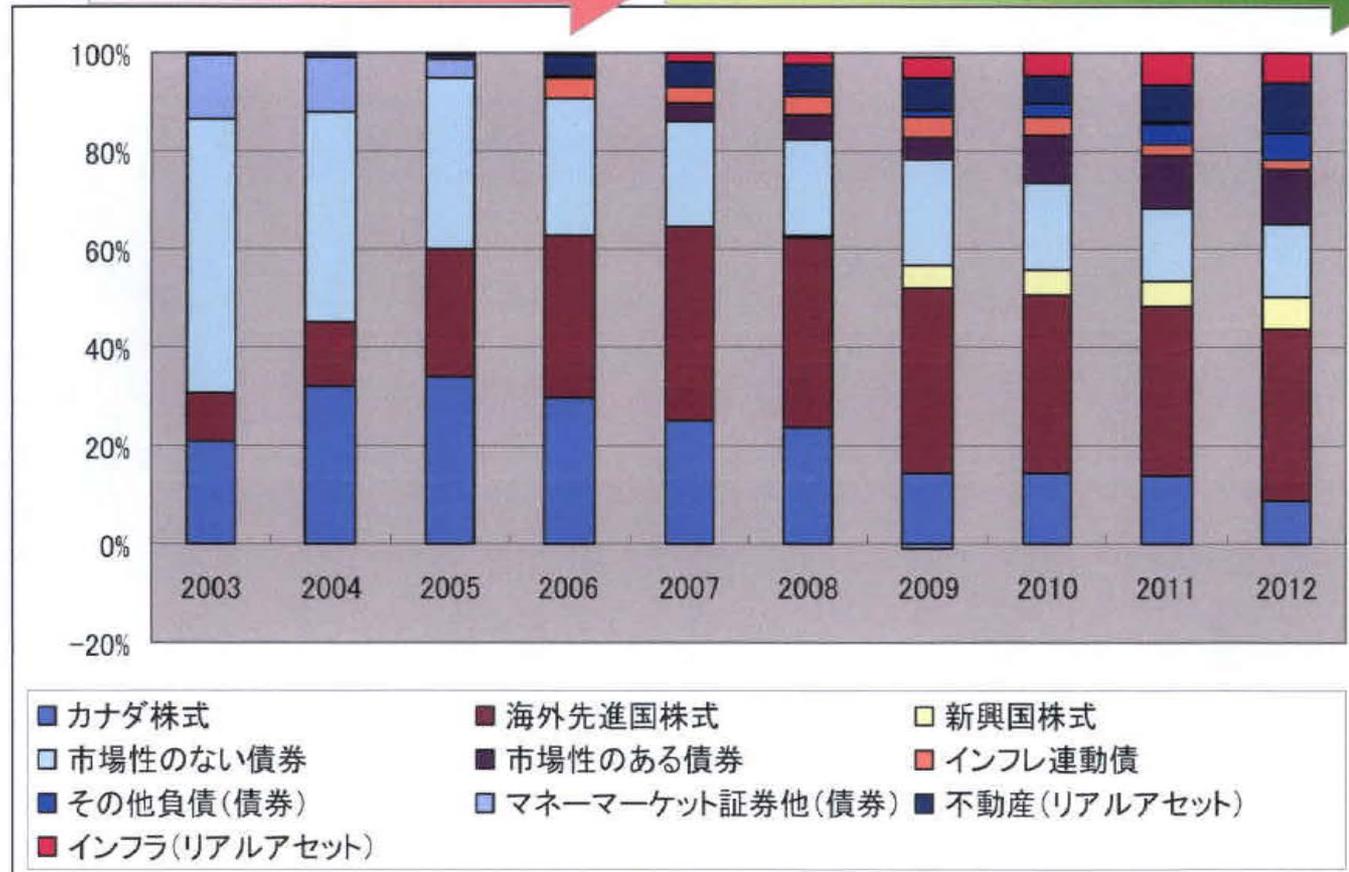
利回りデータ出所) CalPERSのホームページ

- CalPERSは「物言う株主」としてのコーポレート・ガバナンスへの取り組みのほか、早くから運用の多角化や多様な運用手法の採用に乗り出し、先端的な年金基金として注目を集めてきた
- しかし、様々なチャレンジにおいて失敗も数多く経験し、現在は積立不足に苦しんでいる
- 上表で20年間通算のパフォーマンスを見ると、米国内の債券と株式にインデックス運用を行って得られる成果に対して、追加的な効果はあまり獲得できていないようである

# CPPIBの資産配分の推移

債券中心の運用から株式中心の運用へ

国内&先進国株式の比率を下げ、運用対象多様化



出所: CPPIB2012アニュアルレポートより作成

# CPPIBの運用実績について考える

注) 平均値は単純算術平均  
標準偏差はご参考(データ数少ないため)

年	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	直近10年		直近5年	
											平均	標準偏差	平均	標準偏差
年金基金の運用利回り (前年4月1日から当年3月末まで)	17.6%	8.5%	15.5%	12.9%	-0.3%	-18.6%	14.9%	11.9%	6.6%	10.1%	7.9%	10.6%	5.0%	13.5%
市場インデックス: カナダ Local 国内債券 (Citigroup Gov. Bond IDX)	9.7%	4.9%	5.1%	5.1%	8.4%	8.2%	-1.3%	4.7%	9.4%	3.2%	5.7%	3.3%	4.8%	4.2%
市場インデックス: カナダ Local 国内株式 (MSCI Canada-IDX)	35.8%	14.0%	30.0%	11.4%	5.5%	-30.9%	39.5%	18.0%	-10.8%	5.9%	11.8%	21.4%	4.3%	26.9%
シミュレーション① 国内債券50% + 国内株式50%	22.8%	9.4%	17.5%	8.2%	6.9%	-11.4%	19.1%	11.4%	-0.7%	4.6%	8.8%	10.0%	4.6%	11.6%
市場インデックス: Local 世界株式 (MSCI All Contry)	37.8%	9.7%	24.1%	12.4%	-7.0%	-37.0%	48.4%	9.9%	1.3%	13.7%	11.3%	23.6%	7.3%	30.6%
シミュレーション② 国内債券50% + 世界株式50%	23.8%	7.3%	14.6%	8.7%	0.7%	-14.4%	23.5%	7.3%	5.3%	8.4%	8.5%	11.0%	6.0%	13.5%

利回りデータ出所) CPPIB2013アニュアルレポート

- 過去の10年と5年のリターンとリスクを見ると、CalPERSと同様に単純に国内(カナダ)の債券と株式にインデックス運用を行ってきた場合に得られる成果を超えているようには見られず、その点からすると評価することは難しい
- ただし、この5年間ぐらいの間で増やしてきた新しい対象もあり、またCPPIBも独自の評価基準を有しているようであり、評価の方法や期間についても様々な視点から検討していく必要はある

# GPIFの運用実績

注) 平均値は単純算術平均  
標準偏差をご参考  
(データ数少ないため)

年度	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	通算12年		直近7年	
	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差		
年金基金の運用利回り	-4.0%	-6.7%	7.6%	2.9%	9.6%	3.5%	-4.7%	-7.6%	7.9%	-0.3%	2.3%	10.2%	1.7%	6.4%	1.6%	6.4%
市場インデックス: 国内債券(NOMURA BPI 総合 IDX)	1.0%	4.3%	-1.7%	2.1%	-1.4%	2.2%	3.4%	1.3%	2.0%	1.8%	2.9%	3.7%	1.8%	1.8%	2.5%	0.9%
市場インデックス: 国内株式(TOPIX 配当込み IDX)	-16.2%	-24.8%	51.1%	1.4%	47.9%	0.3%	-28.1%	-34.8%	28.5%	-9.2%	0.6%	23.8%	3.4%	28.8%	-2.7%	23.8%
シミュレーション① 国内債券80% + 国内株式20%	-2.5%	-1.6%	8.8%	2.0%	8.5%	1.8%	-2.9%	-5.9%	7.3%	-0.4%	2.5%	7.7%	2.1%	5.0%	1.4%	5.0%
シミュレーション② 国内債券50% + 国内株式50%	-7.6%	-10.3%	24.7%	1.8%	23.2%	1.2%	-12.3%	-16.7%	15.3%	-3.7%	1.8%	13.8%	2.6%	13.8%	-0.1%	12.1%
市場インデックス: 外国株式(MSCI KOKUSAI) JPY	3.9%	-32.4%	24.7%	15.7%	28.5%	17.9%	-16.8%	-43.3%	46.8%	2.4%	0.5%	29.0%	6.4%	26.5%	5.2%	29.8%
シミュレーション③ 国内債券80% + 国内株式10% + 外国株式10%	-0.5%	-2.3%	6.2%	3.4%	6.5%	3.6%	-1.8%	-6.7%	9.2%	0.8%	2.5%	8.3%	2.4%	4.7%	2.2%	5.6%
シミュレーション④ 国内債券80% + 外国株式20%	1.5%	-3.1%	3.5%	4.8%	4.6%	5.3%	-0.7%	-7.6%	11.0%	1.9%	2.5%	8.8%	2.7%	5.0%	3.0%	6.2%

投資家がリスクを取っても報われない市場であった

利回りデータ出所) GPIF「平成24年度 業務概況書」

なお、「通算12年」は自主運用開始以来、「直近7年」は独立行政法人設立以来を示す

○ CalPERSやCPPIBと比較する前提として、国内の債券・株式市場自体のパフォーマンスが極端に低いことが決定的な要因として存在

(⇒独立行政法人設立後の7年間では株式市場が通算でマイナス)

# 過去の10年間の各国市場の収益率比較

(年率: %)

	市場リターン		株式市場と債券市場に 50%ずつ運用した場合
	株式市場	債券市場	
日本 ①	4.55	1.52	3.04
日本 ②	4.64	1.52	3.08
アメリカ	9.78	4.83	7.31
カナダ	10.95	5.64	8.30
イギリス	9.14	6.16	7.65
ドイツ	12.99	5.27	9.13
フランス	8.00	5.28	6.64
オランダ	8.61	5.34	6.98
スウェーデン	16.00	5.34	10.67
デンマーク	17.64	5.65	11.65
ノルウェー	19.44	5.44	12.44

資本市場のリターン自体に  
決定的な差がある

→株式市場: TOPIXに基づく

→株式市場: MSCI JAPANに基づく

注) 上記は1992年12月～2012年12月までの直近10年間の算術平均

日本の債券市場はNOMURA BPI総合

諸外国は株式: MSCI、債券: Citigroup Gov. Bond IDX のいずれも

各国のLOCALベースのデータ

# まとめ(1)

- 年々 ‘進化しているように見える’ 海外の公的年金等の運用は、参考にすべきところが数多くある

- 運用方針の背景となる考え方
- 多様な資産への分散投資
- 意思決定プロセス
- プロフェッショナルを擁した組織・体制
- 規律・ガバナンス
- 投資理論や手法の変遷と実践への適用事例
- 等々

MVアプローチの弱点を補い、進化させるアプローチ など

- ただし、現状の運用を断面的に見てそのまま真似てよい訳ではなく、基金ごとに現在に至っている背景や環境の違いをよく理解したうえで、何がわが国に適用(応用)できるかをよく考えていく必要がある

- 制度上要請される利回り水準
- 運用方針の変遷とその背景
- 等々

- また、重厚な人材を抱えて多様な資産への分散投資を行っている年金基金の投資が必ずしも成功している訳ではなく、良いものもあれば悪いものもあるという現実からも学ぶところは多くある

- 多様な資産運用を行うために必要な組織・人材
- 成功のための必要条件
- 等々

⇒ 現実的な成果を見ると、基本的にはメジャーな資本市場のリターンから全くかけ離れて良いパフォーマンスとなっているところはほとんど無い(共通点: 自国の資本市場の収益率の水準が大きな問題)

## まとめ(2)

- 「投下資本に対する収益性、あるいは投下資本がどのようなキャッシュフローを生むか、またそれに対するリスクはどのような種類および水準のものが想定されるか」ということに対する合理的な見積もりを事前に行うことができなければ、どのような投資対象分野であっても高度な運用・リスク管理を行うことはできない
  - (「漠然とした願望」で投資をすることは許されず、「根拠のある筋の通った期待」を前提に投資を行っていかなければならないことは、どのような投資分野でも変わることはない)
- 組織・体制や意思決定プロセスについては、投資の方法論や投資対象とする分野に左右されるため、まずは資金性格に鑑みた投資の基本方針、あるいはその方向性を固めたうえで、それを着実に実行するのに相応しい体制等はどのようなものかを考えていくのがよい
  - ⇒ 低コストで伝統資産・パッシブ中心の運用を行うか、高コストで多様な分野に様々な手法を駆使して投資を行うかは政策的な判断の問題。ただし、後者が結果として必ずしも高いパフォーマンスをもたらす訳でなく、そのことはリスクとして認識要。
  - ⇒ 後者においては、他の運用組織に対して比較優位のプロフェッショナルを擁した組織を構えていかないと運用のクオリティは保てず、受託者としての責任は果たせないため、政策的な選択と同時に必要条件としての体制等の検討が求められる。

# GPIF改革＝「株価対策」との批判

- 「Buy Abenomics」

2013年9月、NYSE(ニューヨーク証券取引所)での安倍総理講演

→安倍政権発足後半年で株価は大幅に上昇

・ 金融市場関係者からは、

「せっかく市況が動いているのに、図体のでかいGPIFが動かないこと自体、アベノミクスの遂行を妨げるし、それこそ経済構造改革の足かせになる」

「金融市場改革、成長分野への投資、とか言いながら、肝心の国自身が公の資金は相変わらず国債中心の安全運用、ということで、どうして個人資産や民間機関投資家の資金をリスク資産に振り向けさせることができるというのか」  
等々、厳しい意見が絶えなかったのは事実。

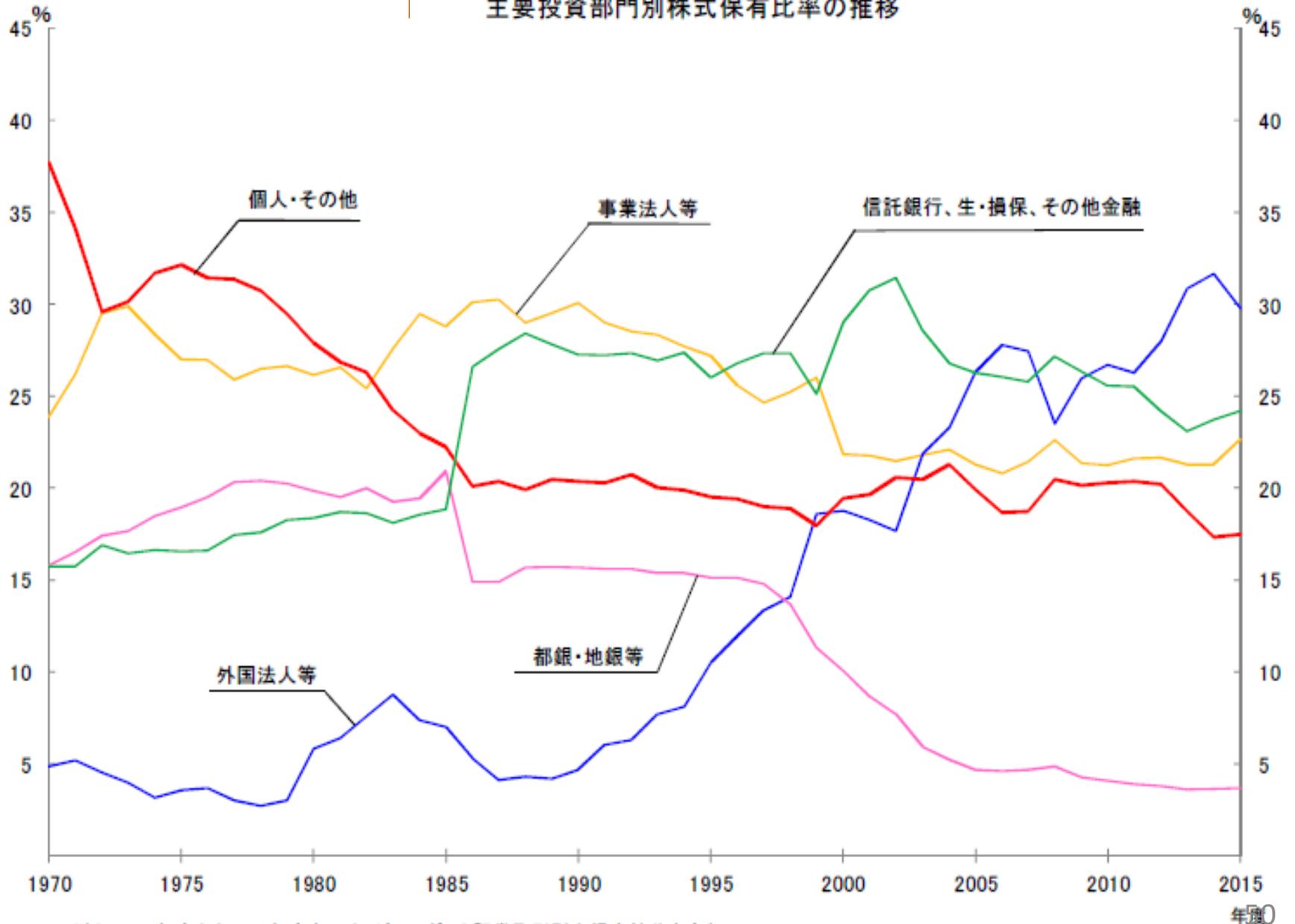
↓

・ 株価対策というよりは、アベノミクスの確実な前進、アベノミクスに対する国内市場の信認、という観点から、GPIFには明確で強いメッセージを出してもらわないと困る、そしてさっさと動いて(→ポートフォリオを見直して)もらわないと困る、ということだったのであろう。

# 外国人機関投資家の動向

- 1990年代以降、外国人機関投資家の日本株保有比率は大きく上昇。
- 安倍政権発足後さらにその傾向は強まり、2013年夏段階で外国投資家の日本株保有比率は30%。
- 加えて、売買出来高でも、アベノミクス発動後外国投資家による売買は急増しており、2013年夏にはその比率は50%超に達していた。

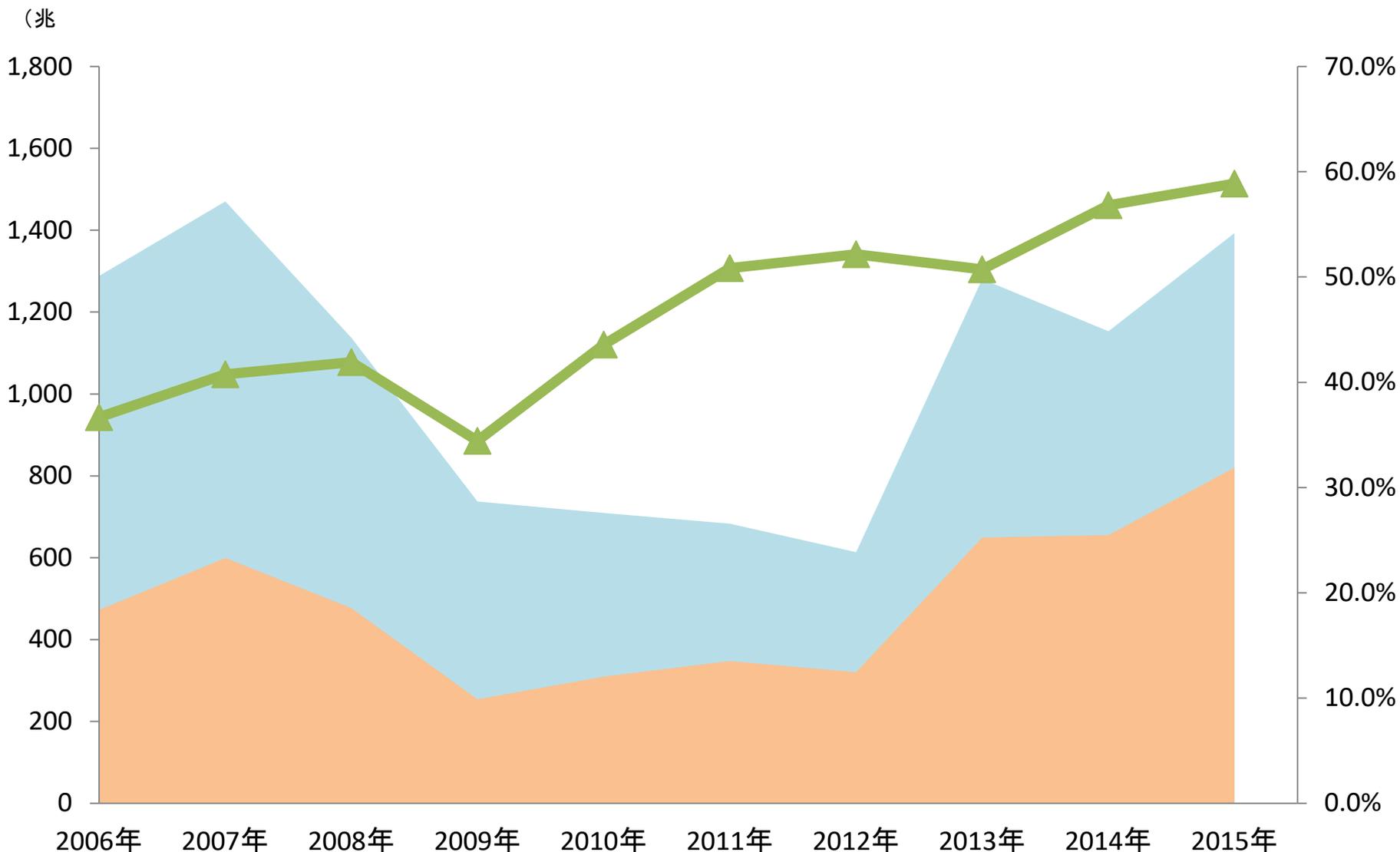
### 主要投資部門別株式保有比率の推移



(注) 2004年度から2009年度までは、ジャスダック証券取引所上場会社分を含む。

出典) 日本取引所グループ 株式分布状況調査2015

# 東証第一部株式売買に占める海外投資家の比率（金額ベース）



東証第一部総売買代金  
(売り買い合計)

海外投資家売買代金  
(売り買い合計)

海外投資家比率

出典) 日本取引所グループ 投資部門別売買状況

# 世界経済フォーラム年次会議（ダボス会議） での安倍総理発言 （2014年1月）

「日本の資産運用も、大きく変わるでしょう。  
1兆2000億ドルの運用資産をもつGPIFについては、  
そのポートフォリオの見直しを始め、  
フォワード・ルッキングな改革を行います。  
成長への投資に、貢献することとなるでしょう。」

# 総括

# 公的年金資金の運用のあり方について(まとめ)

(1) わが国の公的年金基金の資金規模(2017年時点で170兆)から見ても、資金の性格(長期資金)からみても、その運用成績は長期的、ないしは超長期的には一国の経済成長に見合ったものになるし、そうなるように安定的な運用を行えば本来の運用目的は達成できる、というのが基本。

(2) その意味で、利子・配当収入を通じて経済成長の果実を着実かつ安定的に確保することが重要。

資産は長期保有が基本。

基本ポートフォリオとはそのような考え方で組まれるべきもの。

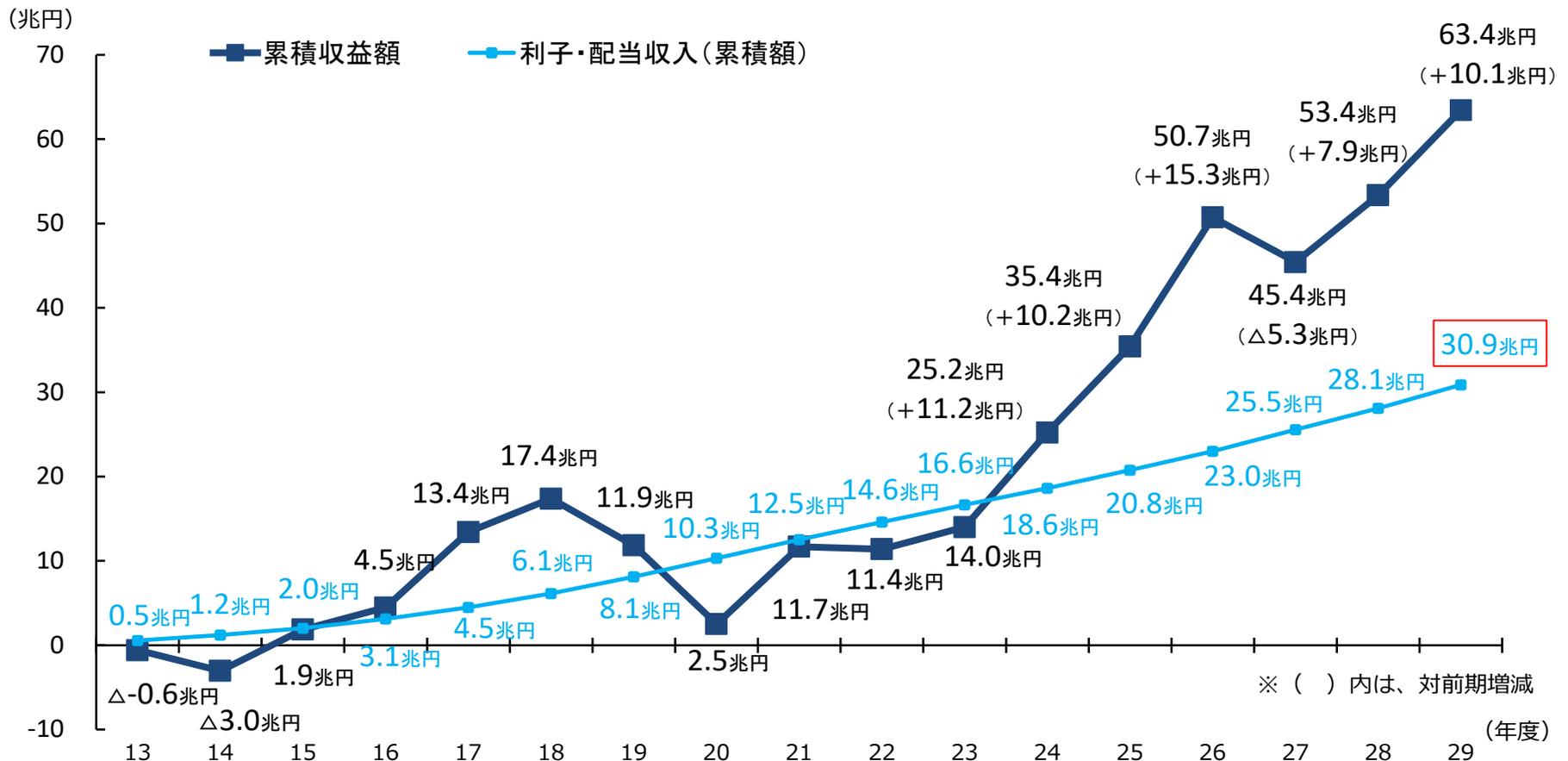
短期の収益を狙って頻繁に運用スタンスを変えることは意味がないし結果も出ない。

# 利子・配当収入と累積収益額

■ 長期的には世界経済は成長していることから、GPIFのような長期の運用を目的とした投資家は、資産を長期保有することで、利子や配当の形で、成長の果実を着実に獲得することが可能。

利子・配当収入は、市場変動の影響を受けにくく、運用収益の安定的な確保に貢献。

■ 平成13年度以降平成29年度末までに得た利子・配当収入は、**約30.9兆円**(この間の評価損益を含む累積収益額は約63.4兆円)  
このうち、平成29年度は、約2.8兆円の利子・配当収入を確保。



(3) 他国の年金基金と比較してポートフォリオの構成がちがう、運用成績がいい悪い、という議論はあまり生産的ではない。

運用成績はそもそも運用している資本市場(日本経済)の現状がどうか、ということに規定される。

市場の実勢に沿ったポートフォリオが組みられているかどうか問題。

(4) その大前提の上で、(ピケティではないが)、  
長期的には $r > g$ 、かつ人口減少下の日本で名目  
賃金上昇率＋スプレッド1.7%の運用目標を置いて  
運用する以上、長期的に名目賃金上昇率(≒経済  
成長率)を上回る部分1.7%をリスクを抑えて安定的  
にとれる資産構成をどうするか、ということは考え  
ないといけない。

この観点からすれば、巨額の財政赤字を抱え、政策的に長期金利を低めに誘導している（国債の金利は低く抑えられる）我が国の金融財政政策のもとでは、デフレ脱却後の運用を国債中心で行うのは不合理。

国債は最早リスクフリーではない。これは金融庁の言う通り。

(5)さらに言えば、人口減少下の我が国経済の長期的な期待成長率は、世界経済全体の期待成長率を下回る。

その意味では外国資産(外国債券・外国株式)への投資比率を高めることも合理的な選択のひとつ。

そう考えて行くと、例えばLPにしてもVCにしても、検討できる「規制緩和」はありうる。

リスクを最適化しながら長期的な収益を狙う「機動的な運用」というのはあるはず。

そこはまさに運用機関の能力・実力の問題。

# 巨大機関投資家としての自覚と責任

「巨大機関投資家」としての市場での圧倒的な存在感。

→この点は、基本ポートフォリオ見直し作業の過程で最も神経を使った点。

- GPIFがどのような投資行動を取るか、いつどのような見直しをするのか、しないのか、それを市場関係者がどう予測するかで市況は大きく変わる。
- 善くも悪くも、GPIFの一挙手一投足は市場にも、市場関係者の行動にも大きな影響を与える。
- 実際の運用判断・投資行動に際してはもちろんのこと、運用改革・ガバナンス改革を考える場合も、決してこのことを軽視してはいけない。

# 公的年金運用機関が母国市場に占める株式保有割合等について

	(円ベース:兆円)			
	運用資産残高	国内株式 資産額(比率)	国内市場規模	市場に占める 保有割合
	(A)	(B)	(C)	(B/C)
OASDI(米国) <sup>(注1)</sup>	334.4	0.0 (0.0%)	2,689.4	—
カルパース(米国) <sup>(注2)</sup>	35.9	10.0 (27.7%)	2,705.1	0.4%
CPPIB(カナダ)	25.1	1.6 (6.2%)	171.9	0.9%
NPS(韓国) <sup>(注3)</sup>	53.6	10.2 (19.1%)	81.9	12.5%
ABP(オランダ) <sup>(注4)</sup>	48.1	0.4 (0.9%)	46.2	0.9%
GPIF(日本)	137.5	31.7 (23.0%)	414.8	7.6%

※下記に記載のある場合を除き、データは平成27年3月31日基準のものを使用

(注1) OASDI(米国)の資産残高/国内株式比率とも2014年12月末のデータを利用(全額が非市場性の財務省証券)。

(注2) カルパースの国内株式比率は2015年6月末時点のデータを利用(資産額は2015年3月末時点)。

(注3) NPS(韓国)は資産残高/国内株式比率とも2015年10月末時点のデータを利用(四半期毎のデータ開示なし)。

(注4) ABP(オランダ)の国内株式比率は2014年12月末時点のデータを利用(資産額は2015年3月末時点)。

## 【市場規模に関する留意事項】

・市場規模はMSCI IMI Index(大型、中型、小型で構成)の各国の時価総額を使用(同指数は各国の浮動株調整後株式市場の時価総額の99%をカバー)。

・国内市場規模はMSCIのデータを元にラッセル・インベストメント株式会社が作成。

・MSCIインデックスに関する著作権及びその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属しており、その許諾なしにコピーを含め電子的、機械的な一切の手段その他、あらゆる形態を用い、インデックスの全部または一部を複製、配付、使用することは禁じられています。またこれらの情報は信頼のおける情報源から得たものでありますが、その確実性および完結性をMSCI Inc.は何ら保証するものではありません。

・インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。

- このことは、インハウス運用・株主議決権行使を考える際にもよくよく考えなければならない。

- 巨大な力を持つGPIFにふさわしい厳格なチェック体制が求められる。

果たしてそれが構築できるのか。

- この問題はGPIF自身のガバナンス問題にとどまらない。

資本市場・株式市場全体の透明性や監視体制がどこまで整っているのか、ということも考える必要がある。

## (参考) 韓国国民年金基金を巡る事件

韓国の国民年金基金(NPS)は国内市場でインハウス運用を積極的に行っていることで有名。

2016年、同基金がサムスン子会社の株主議決権行使を巡って「政府の意向に沿って動いた」ことが発覚し、大問題となった。

この事件では、基金の運用本部長と当時の韓国政府保険福祉部長官が逮捕・起訴され、翌2017年にそれぞれ業務上背任・職権乱用で有罪判決を受けた。

<http://japan.hani.co.kr/arti/politics/27584.html>

# いわゆる「ガバナンス問題」について

「専門家による運用判断の尊重」

(資金運用はプロの仕事。個別の投資判断・運用判断はプロに任せるべき)



「運用機関は独立して業務遂行ができるようにすべき」



その運用を監視する、という意味での「ガバナンス」

# 「政策目的達成」のための投資

クリントン政権下、グリーンズパンがFRB議長時代、アメリカの公的年金資金(社会保障信託基金)を株式市場で運用しようとしたクリントン大統領の政策にグリーンズパン議長は反対し、「公的資金による政策的意図を持った投資が株式市場で行われることは、(その政策意図の善し悪しにかかわらず)株式市場の自立性、最適の資金配分機能を阻害する」と述べた。

## アラン・グリーンズパンFRB議長(当時)の米国下院通商委員会Finance and Hazardous Materials小委員会における議会証言(抄)

- 政府は、社会保障信託基金の一部を、米国債のみならず株式に振り向けることも提案している。…(略)社会保障信託基金を米国債から株式に振り向けることは、それ自体では、国の貯蓄に影響を与えない。経済全体の資本に変化がない以上、所得の額にも影響がない。社会保障信託基金における収益の増加は、必ず、私的貯蓄(大部分は引退期に備えて貯蓄されたもの)の収益の減少で相殺される。社会保障信託基金による株式への投資は、概して、ゼロサムゲームである。公的社会保障と私的貯蓄から得られる合計の引退期の資源は概ね変わらない。…(略)
- 将来を見据えると、現役世代の消費に悪影響を与えることなく、引退したベビーブーマーが利用できる資源を増やすためには、資本の価値を最大化する分野に振り向けることがますます重要になってくる。ここ数十年、効率的な市場メカニズムのおかげで貯蓄を望ましい投資に振り向けることができた。社会保障基金における巨額の株式投資は、このメカニズムを損なう可能性がある。…(略)
- 社会保障信託基金を長期にわたって政治的圧力から守るような制度的な仕組みを作ることが可能か、疑問である。こうした圧力は、直接にせよ間接にせよ、資本市場のパフォーマンスを低下させ、経済的効率性を悪化させ、全体的な生活水準を引き下げる。
- 政治的介入を防ぐような仕組みを作るとは可能かもしれない。しかし、社会保障信託基金を株式市場に投資しても、次の世紀の引退世代の需要を賄うためにアメリカ経済全体の供給能力を向上させることはほぼ不可能である。明らかなメリットがない以上、なぜ憲法改正なしには防げないような政治的介入のリスクを冒す必要があるのか、私には分からない。…(略)

“On investing the social security trust fund in equities” (March 3, 1999) から一部抜粋  
(厚生労働省年金局において仮訳) 下線部筆者

大事なことは「誰に対して責任を負うか」ということ

「運用判断を誰がどこまでするか」ということと同時に  
「その責任(結果責任)を誰に対して誰が取るか」という  
ことこそが重要。

ガバナンスにしろいわゆる「組織の独立」にしろ、この  
ことと切り離して考えることはできない。

この二つは表裏一体の関係。

「判断する(した)者が責任を負う」。あるいは  
「(ある人、ある組織に)判断を任せた者が(その人、  
その組織のした判断の)責任を負う。

政府(政府管掌の公的年金制度)が強制的に国民から集めた資金である以上、その資金の管理・運用の責任は資金を集めた政府にある、というのが大原則。

GPIFは政府から年金資金運用を任されている。

→GPIFは運用の責任を政府に対して負っている。

政府は国民から強制的に資金を集めている

+公的年金制度全体の運営責任を負っている

→政府はGPIFの運用を含め、およそ公的年金制度の安定的な運営について国民に対して責任を負っている。

# 証言 2014年のGPIF改革 自民党、金融庁、外国人投資家、 リスク運用へ厚労省包囲網

**E** S G投資の拡大に邁進する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）。今後、さらなる運用改革も必要となりそうだが、忘れてはならないのは、制度改革には政治が絡むことだ。

2014年のGPIF改革では、国債での運用比率が下げられた。

方、国内外株式の比率が24%から50%へ引き上げられた。このことにに対し、安倍晋三首相が進めるアベノミクスの株高を演出するためではとの批判が絶えなかった。

今回、本誌はGPIF改革に深くかかわった当時の厚生労働省幹部から歴史的証言を得た。そこで浮き彫りとなったのは、年金積立金という巨額資金を自分たちの思

惑のために活用しようとする政官民の面々だった。今後の運用改革の教訓とするために、証言を基に前回のGPIF改革を振り返る。

「GPIF改革は、一言で言えば、アベノミクスを背景にした金融・資本市場政策と社会保障政策との交差点上で展開された改革議論。金融庁の政策、アベノミクス成長戦略、そして公的年金の財政検証が複雑に絡み合っている」と元厚生労働省幹部は証言する。

金融庁はかねて日本全体の資金運用改革が必要だと考えていた。

## ベンチャー投資へ回せ 自民党が後押し

他方で、GPIF改革の目的は、より多くの資金を成長分野やベンチャーキャピタルに振り分けていくことだ、と主張する金融市場関係者が少なくなかった。

この考え方は「自民党日本経済再生本部でも強く主張されていた」と元厚生労働省幹部は明かす。塩崎恭久政府調査会長代理（当時）の下、同本部では、GPIFのポートフォリオを変更し、運用資産の1%を再生ファンドやベンチャー投資に回すべきとの議論が展開された。

—2014年GPIF改革の関係図—

## 過去のGPIF改革はさまざまな思惑で実行された



(出所)取材を基に本誌作成

運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議（伊藤隆敏座長）が設置され、いよいよGPIF改革は具現化していく。「その時点で、金融庁の目指すところとアベノミクスの方向、ベンチャーキャピタル周辺の市場関係者、さらには株式市場関係者の思惑が結論において一致した。内閣官房の日本経済再生本部と厚生労働省が共同事務局になったが、再生本部の主要担当メンバーは金融庁出身者で、実質的にシナリオを描いていたのは金融庁だった」と元厚生労働省幹部は指摘する。

有識者会議では、「アベノミク

スによる緩やかなインフレ基調への経済の変動を前提とした運用を行うべき」として、ベンチャーキャピタルなどリスク資産への投資拡大、運用体制の充実、それを可能とする組織体制の見直しなどが提言された。

「厚生労働省としては可能なかぎり年金改革の中でこの運用改革を進めていくというのが基本スタンスだった。とはいえ、公的・準公的資金と言いつつ報告の身分は実質的にGPIF資金しかないから、政府の管理下にあるカネであるため動かしやすいからなのか、とい

う当初からの疑問は氷解しなかった」（元厚生労働省幹部）

有識者会議では、GPIFの厚生労働省からの独立も議論された。これは、「もっぱら年金受給者の利益のため」「安全かつ確実な運用」という厚生労働省の方針からGPIFを解放するという意味。某議員は「頭の固い厚生労働省事務方のくびきから解き放つ」と言っていた」（元厚生労働省幹部）。

もともと、年金の原資は政府が国民から強制徴収した保険料であり、その運用に政府が責任を持たないことはありえないとの議論が自民党内でも強くあり、運用の独立はあっても組織の独立という結論にはならなかった。

当時、GPIFの運用成績はよくないとの批判もあったが、これも実態は違つくと元厚生労働省幹部は言う。「株式投資などを積極的に展開していた海外の公的年金基金に比べてGPIFの運用成績がよくないのは事実だが、一方で年金財政検証で与えられた運用目標を上回っている。有識者会議でも、「各国の年金基金の運用成績はその国の債券・株式市場のパフォーマンスに規定され、GPIFの場合、日本の債券・株式市場のそれが極端に低かったことが原因」と指摘さ

## 最後は、批判が多かつた安倍政権の株高政策という面はどうだったか。

「第2次安倍政権発足後、株式市場が大きく動く中で、金融市場関係者の間からは「GPIFが動くことにはアベノミクスへの否定的メッセージになる」という厳しい意見が出ていた。つまり、株価対策というよりも、アベノミクス推進のためにGPIFには明確で強いメッセージを出してもらわないと困る、というところだったのだろう」（元厚生労働省幹部）。

「もう一つ留意すべきは、外国人投資家の動向だ」と元厚生労働省幹部は指摘する。「アベノミクス初期の株価上昇に外国人投資家が大きく寄与していたことは明らか。彼らはGPIFを含む国内機関投資家が株式市場に積極的に資金を投入しないことに対して不満を持っていた。アベノミクスに対する疑念を払拭する意味でも、外国人投資家の意向を無視する政策は取れなかつただろう」（元厚生労働省幹部）。

GPIFが市場に与える影響は絶大だ。今後の改革議論でも、GPIFを利用しようとする勢力の動きには注意していく必要がある。