

公的年金積立金の機能と GPIFの役割

大妻女子大学短期大学部

玉 木 伸 介

公的年金積立金の機能（1）

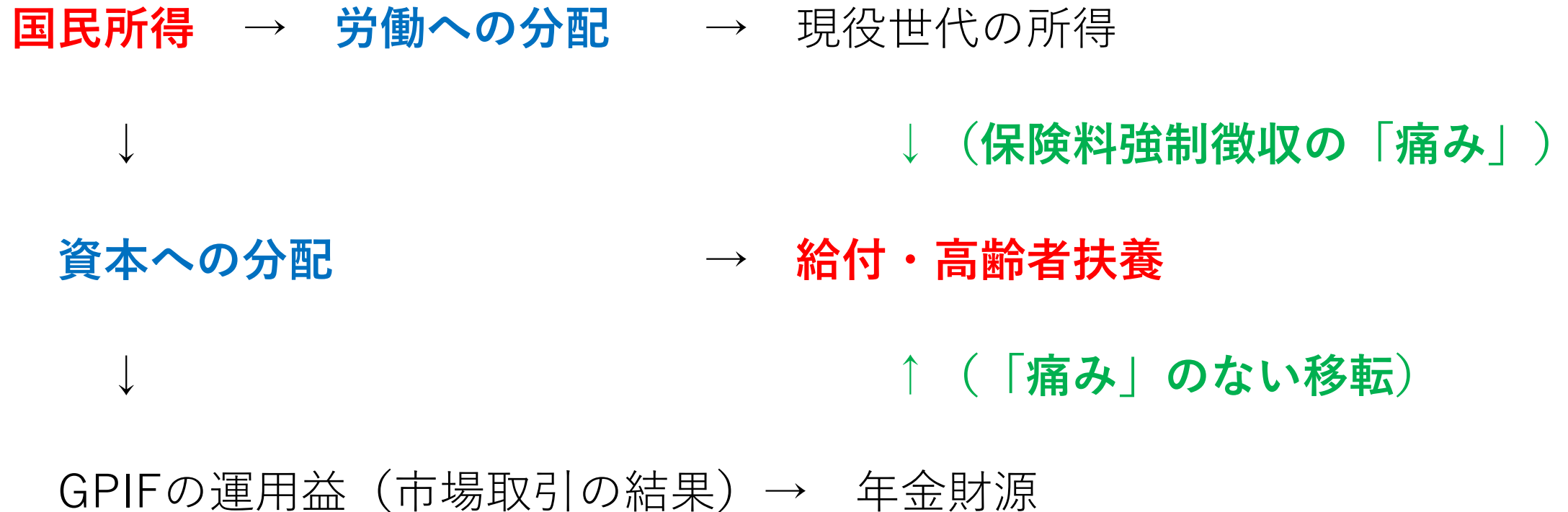
1）流動性機能

経済変動によって失業率が10%ポイント上がって、保険料収入が10%減っても、給付を減らす必要がない。

2）給付原資補完機能

運用益は、強制徴収の「痛み」のない給付原資。

公的年金積立金の機能（2）



公的年金積立金の機能（3）

- 現役世代が生み出した **Output (is central.)** の高齢者への移転のルートの一つが、積立金の運用益。
- **国民所得及び資本への分配率と離れた運用益は、あり得ない。**
- 長期的なリターンを高めるには、
 - ①日本経済の成長を促し、資本分配させる果実を増やす。
 - ②日本よりも利潤率の高い経済に投資する。

の2つが基本的なルート。

対賃金スプレッドの重要性（1）

- ・ 賦課方式の我が国公的年金においては、**年金財政は、両サイド（保険料、給付）とも、賃金との連動性が高い。**
 - ⇒ **積立金の運用目標は、対賃金スプレッドで設定**（中期目標として厚生労働大臣が決定。現在は、1.7%）。
 - ⇒ これを達成すべく、GPIFで基本ポートを設定。
- ・ 従来の実績は、**大幅な超過達成**（ただし、賃金停滞期）。
 - 市場運用開始の2001年度以降の平均：**3.01%**
 - GPIF設立の2006年度以降の平均：**3.39%**

対貸金スプレッドの重要性（2）

- ・「名目利回り」は、ほぼ無意味。
- ・ **経済前提・財政検証で用いられた対貸金スプレッドを、敢えて名目化し、それをその時点の名目長期金利と比較することは、賦課方式公的年金の原理の無理解を露呈するもの。**
- ・ **国民の間には、「金利が変動する」という常識は必ずしもなく、また、「スプレッド」という概念も浸透していない。ここが、国民への説明の一つのハードル。**

ただし、だからと言って、将来の長期的なりターンの名目値を、現在の短期的な市場金利と比較する愚は、決しておかしてはならない。

運用目標の国民への説明の難しさ

- ・ **対貸金スプレッドが確保されることは、年金財政上、非常に好都合。**
- ・ しかしながら、**経済学において、貸金上昇率と長期金利や運用利回りとの関係を解明した一般的な理論はないのでは。**

ファイナンス論においても、対貸金スプレッドを確保できるポートフォリオ策定の一般的な理論はないのでは。

- ・ **貸金停滞期の経験はあっても、貸金上昇期の経験はない。**

GPIFが直面する困難（1）

- ・ 対貸金スプレッドで与えられる**運用目標の意味が国民に伝わらない**ので、目標を達成しても、その意義を国民に分かってもらえない。
 - 近年、累積収益額を強調。
- ・ 誰もが近視眼的。**パフォーマンスの短期変動のマイナス部分のみがメディア等で強調**されて、国民の間には、「**運用が失敗した**」という記憶が**堆積**していく。
- ・ 長期的なリターンを、運用の「技術」や「努力」で有意に改善し得るという過大な期待がある。

GPIFが直面する困難（2）

- ・ **GPIFの持つ市場パワー**を利用しようとする力が加わりやすく、本来のゴール（被保険者の利益）を、責務に忠実な受託者として追求できる環境がいつもあるとは限らない。

—— 特に、**株式のインハウス運用**を行い、**株主として議決権**を使用することとなった場合には、**非常な困難**を伴う可能性がある。

韓国：NPSの事例

米国：グリーンスパン元議長の指摘

我が国最大の株式投資家として

- ・我が国企業と株主・投資家の間に、また、アセットオーナーとマネージャーの間に、「甘さ」があることは、否定し難い。
- ・コーポレートガバナンスコード、スチュワードシップコードに見られる環境変化の勢いは、まだまだ強まる。
- ・GPIFは、日銀とともに、大量の我が国企業の株式のリスクをテイク。これは、自由経済・民主主義国において未曾有の事態。
- ・公的年金制度の目的達成のために長期運用を行うアセットオーナーのあり方を、新たに開発し、国民の理解と共感を得ねばならない。

GPIFに期待される先導機能

- ・我が国の企業年金等のアセットオーナーにおいて、
 - ① 運用に関する専門性及び内外のトップクラスの運用機関との接触の密度、
 - ② 組織のガバナンス、
 - ③ ステークホルダーへの実効性ある説明（信認獲得）の能力、については、まだまだ改善の余地。
- ・各方面に対する影響力が強く、また、高度な人材を相対的に多く抱えるGPIFには、**プラスの「外部効果」を伴う先導機能の発揮**を期待したい。

ご清聴ありがとうございました。