

# 日医総研ワーキングペーパー

## 公的年金の積立金運用動向に関する考察

—運用の見直しのリスクと影響、内在する問題点—

NO. 359

2016年2月23日

日本医師会総合政策研究機構

石尾 勝



# 公的年金の積立金運用動向に関する考察

## －運用の見直しのリスクと影響、内在する問題点－

日本医師会総合政策研究機構 石尾 勝

### キーワード

◆GPIF ◆年金財政 ◆運用リスク ◆対賃金スプレッド ◆少子高齢化 ◆アベノミクス  
◆所得代替率 ◆基本ポートフォリオ ◆安全かつ効率的な運用 ◆受託者責任・説明責任

### ポイント

◇公的年金の積立金の活用は、我が国の社会保障の確固たる財源として見込まれている。

◇積立金運用を担っている年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が管理する資産額は約137.5兆円(2015年度末)で、公的年金の運用ファンドでは世界一の規模である。

◇GPIFの過去の運用結果は、アベノミクスによる株高等もあり、良好なものになっているが、運用に内在するリスクを考えれば、今後もプラスの成果が確実に得られるとは限らない。リーマンショック並みの調整が起これば、損失は▲26.2兆円になる。これは消費税・所得税収や医療給付費等より大きく、今の運用が内在するリスクは大きい。

◇運用は制度的に年金財政が要求する目標利回り(賃金スプレッド)を上回る必要があり、リスクをとって積立金を運用しその収益で年金財政を維持する政策がとられている。

◇万一、運用が想定通りに成果があがらなかった場合、国民に約束した最低限の給付すら賄うことができず、保険料の引き上げか年金給付の削減という形で、国民がその代償を払わざるを得なくなる可能性がある。

◇運用は歴史的に財政投融资への預託から金融市場での自主運用へと移行してきた。

◇GPIFの現在の「基本ポートフォリオ」は2014年10月に変更され、リスクの高い株式割合が大幅に増えているが、これはアベノミクス・成長戦略の積立金活用政策による面が大きい。

◇公的年金の積立金運用が向っているリスクテイク方向への懸念は大きい。

公的年金の負担者であり受益者である一国民として、懸念と疑問を持たざるを得ない。

◇積立金の運用の原点は「長期的な観点からの安全かつ効率的な運用」であり、

少なくとも、現行以上のリスク運用への傾斜は控えるべきである。

◇積立金の目的は将来の年金給付を確保することにあるのであり、政府の時々の経済政策

や株式等の金融市場テコ入れのために用いるのは筋違いである。

◇政府は公的年金の制度運営の「受託者責任」を果たさなければならないにもかかわらず、

国民への十分な説明が不足している。

公的年金の積立金運用の舵取りは、国民に十分な説明責任を果たした上で、慎重に行われるべきである。

◇政治や政策に左右されない組織として専門性が高く信頼できる管理運用体制を築くことが

大事と言える。

## 目次

|                        |    |
|------------------------|----|
| 1. はじめに(本稿の目的・構成)      | 1  |
| 2. 運用実績の分析             | 3  |
| (1)2014年度(平成26年度)実績    | 3  |
| (2)過去実績(本格的な市場運用開始以降)  | 7  |
| (3)直近の運用状況             | 9  |
| 3. 現行の運用リスクの大きさ        | 11 |
| (1)運用における「リスク」の意味      | 11 |
| (2)現行運用で生じうる損失額の推計     | 13 |
| (3)税收等と大きさの比較          | 14 |
| 4. 積立金の運用目標と評価         | 16 |
| (1)年金積立金の運用評価の適切な考え方   | 16 |
| (2)年金積立金の運用目標          | 17 |
| (3)賃金上昇率をベンチマークとした運用評価 | 19 |
| (4)評価のまとめ              | 21 |
| 5. 積立金の目的と運用の効果        |    |
| (1)積立金の目的(存在意義)        | 22 |
| (2)積立金運用の効果(年金財政への貢献)  | 24 |
| (3)運用の効果にひそむ問題         | 29 |
| 6. 積立金運用の歴史的変遷         | 30 |
| (1)過去の変遷の大きな流れとポイント    | 30 |
| (2)過去の変遷の内容            | 32 |
| 7. 現在の年金積立金の管理・運用体制    | 37 |
| (1)GPIFにおける管理・運用       | 37 |
| (2)年金特別会計で管理する積立金      | 39 |

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 8. GPIF における運用のあり方 .....          | 40 |
| (1)GPIFでの運用実施の枠組み .....           | 40 |
| (2)GPIFにおける「基本ポートフォリオ」の位置づけ ..... | 43 |
| (3)「基本ポートフォリオ」の改定の流れと経緯 .....     | 45 |
| (4)現行の基本ポートフォリオ策定の考え方 .....       | 51 |
| 9. 終わりに .....                     | 53 |
| (1)政策的な意図による運用リスク拡大への疑問 .....     | 53 |
| (2)公的年金の運営受託者としての政府の説明責任 .....    | 56 |
| (3)組織・ガバナンス問題と今後の分析課題 .....       | 57 |

## 補論・参考文献等

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| (補論1)市場インデックス(ベンチマーク)リターンとの比較 .....       | 59 |
| (補論2)賦課方式と積立方式 .....                      | 60 |
| (補論3)財政投融资について .....                      | 61 |
| (補論4)「基本ポートフォリオ」の策定ステップ .....             | 62 |
| (補論5)GPIFの現行基本ポートフォリオの基礎データについて .....     | 63 |
| 【参考1】年金積立金管理運用独立行政法人の投資原則 .....           | 65 |
| 【参考2】年金積立金管理運用独立行政法人の投資原則についてのご説明 .....   | 66 |
| 【参考3】アベノミクスでの公的年金積立金の活用に関する政策指針(抜粋) ..... | 73 |
| 【参考4】用語解説 .....                           | 79 |
| 【参考文献】 .....                              | 86 |

## 1. はじめに(本レポートの目的と構成)

医療と並び、公的年金は我が国の社会保障の土台であり車の両輪である。

厳しい国家財政が続き、医療・年金等の社会保障分野の財源確保が政策的な最重要課題となる中、巨額な年金積立金（2014 年度末で約 146 兆円）の運用は政策や制度の各方面に多大な影響を与えるだけに、その運用実態がどのようなになっているのか、注目される。

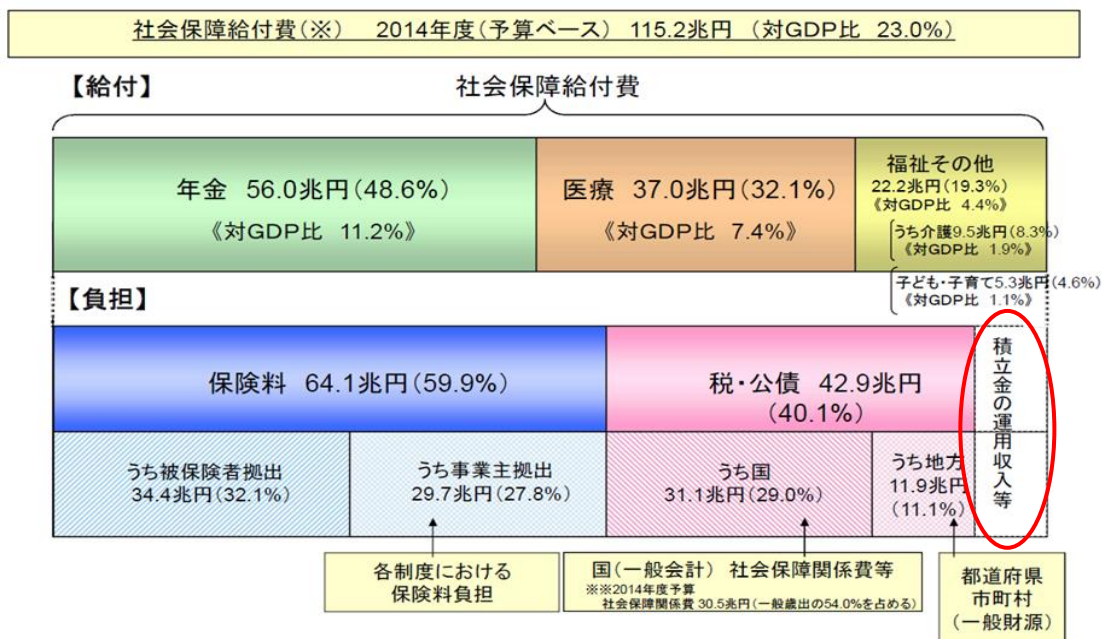
現在、厚生年金や国民年金の給付原資となる積立金の運用を担っているのは、年金積立金管理運用独立行政法人（略称 GPIF）という特別な法人組織である。

その運用について見ると、平成 26 年度の運用実績は、円安や内外の株式市場の上昇等の恩恵を受け、運用利回りは 2 桁の大幅なプラスとなった。

しかし、その後は今年度に入って、世界の株式・為替・原油市場等の大幅な下落・調整が続き、足元の運用は予断を許さない状況になっている。

一方、公的年金の積立金運用による収入は、我が国の社会保障予算の確固たる財源として見込まれており、その意味で国家財政にもビルトインされている。

図表1: 社会保障給付費の収支構造(給付・負担の内訳)



(出所) 厚生労働省資料に筆者加筆

本稿では、公的年金の積立金運用の実態に関して、GPIF での運用を中心に、運用実績や現在の運用に内在するリスク等について分析し、年金財政や医療を含む社会保障の政策運営等に及ぼす影響等を考察する。

さらに、現在に至るまでの運用体制や運用の仕組み・内容等について考察し、現行の運用の方向性が抱える問題点等に対する提言を述べる。

(注) 我が国で公的年金と言った場合、厚生年金・国民年金の他に国家公務員共済組合や地方公務員共済組合等の年金資金も含めて取り扱う場合もあるが、本稿では、本来の意味での公的年金である厚生年金・国民年金を対象とする。

ちなみに、国家公務員共済組合等は 2015 年 10 月に厚生年金と制度統合され、現在では一元化しているが、本稿でのデータに入っていない。

※本稿での意見に渡る部分は筆者の個人的見解であり、間違い等は全て筆者の責任である。



## 2. 運用実績の分析

公的年金の積立金（厚生年金と国民年金において、将来の給付原資として積み上げられた資金）は、制度運営上の事情から年金特別会計で数％管理されている以外は、GPIFによって内外の金融市場（株式や債券等）で運用されている。

そこで、本稿で考察を進めていく取っ掛かりとして、最初に積立金の運用がどのような成果をあげてきたのかについて、その実績を確認しておこう。

まず、直近で年度実績が確定している平成 26 年度について概観し、それから過去の実績を振り返る。

### (1) 2014 年度(平成 26 年度)実績

#### ① 積立金の資産額

2014 年度末で、GPIF における市場運用部分の資産額は約 132.5 兆円となった。これに財投債での運用（約 5 兆円）を加えると、GPIF で管理運用する積立金の資産額は約 137.5 兆円に達している（財投債については第 6 章・第 7 章を参照）。

なお、保険料収入と年金給付の入出金のずれによる一時的な資金不足等を回避するために特別会計で保有している資金（約 8.5 兆円、全体に占める割合は約 5.8％）があり、これを合わせた公的年金の積立金合計額は約 145.9 兆円で、前年度（約 132 兆円）に比べ約 14 兆円増加した。

図表2：公的年金積立金の平成 26 年度運用実績(その1)

|          |      | 資産額      | 収益額          |
|----------|------|----------|--------------|
| GPIF 管理分 | 市場運用 | 132.4 兆円 | 15 兆 1521 億円 |
|          | 財投債  | 5.0 兆円   | 1098 億円      |
|          | 計    | 137.5 兆円 | 15 兆 2619 億円 |
| 特別会計管理分  |      | 8.5 兆円   | 8 億円         |
| 積立金全体    |      | 145.9 兆円 | 15 兆 2627 億円 |

（出所）厚生労働省「平成 26 年度年金積立金運用報告書」

ちなみに、GPIF の資産額は公的年金の運用ファンドでは世界一の規模であり、その動向は世界の金融市場関係者が常にモニタリングしている。

図表3: 世界の公的年金ファンドの規模別ランキング

(単位：百万ドル、2013 年末時点)

| 順位  | 基金名                  | 国      | 運用残高        | 注   |
|-----|----------------------|--------|-------------|-----|
| ①   | 年金積立金管理運用独立行政法人 GPIF | 日本     | 1, 221, 501 |     |
| 2.  | 政府年金基金               | ノルウェー  | 858, 469    |     |
| 3.  | 公務員年金基金 (ABP)        | オランダ   | 415, 657    |     |
| 4.  | 国民年金公団               | 韓国     | 405, 521    |     |
| 5.  | 連邦公務員向け確定拠出型年金       | 米国     | 375, 088    |     |
| 6.  | カリフォルニア州職員退職年金基金     | 米国     | 273, 066    |     |
| 7.  | カナダ年金制度              | カナダ    | 206, 173    | 注 1 |
| 8.  | 全国社会保障基金             | 中国     | 205, 168    |     |
| 9.  | 中央積立基金               | シンガポール | 200, 376    |     |
| 10. | 厚生福祉年金基金 (PFZW)      | オランダ   | 196, 933    | 注 1 |
| 11. | 従業員積立基金              | マレーシア  | 182, 216    |     |
| ⑫   | 地方公務員共済組合連合会         | 日本     | 179, 820    | 注 1 |
| 13. | カリフォルニア州教職員退職年金基金    | 米国     | 172, 424    |     |
| 14. | ニューヨーク州職員退職年金基金      | 米国     | 164, 008    |     |
| 15. | フロリダ州管理理事会           | 米国     | 146, 266    |     |
| 16. | ニューヨーク市公務員年金基金       | 米国     | 143, 925    |     |
| 17. | オンタリオ州教職員年金基金        | カナダ    | 132, 445    |     |
| 18. | テキサス州教職員退職年金         | 米国     | 119, 706    |     |
| 19. | 政府職員年金基金 (GEPF)      | 南アフリカ  | 117, 681    | 注 2 |
| ⑳   | 企業年金連合会              | 日本     | 117, 636    |     |

(出所) 「P&I / Towers Watson global 300」 (2013 年) および Towers Watson Global Pension Asset Study に基づく推定値。国・政府が年金債務に備えて設立したされた基金。

(注 1) 2014 年 3 月 31 日時点、(注 2) 2013 年 4 月 31 日時点

## ②運用利回り

2014 年度の GPIF の市場運用分（株式や債券等で運用）の収益率は+12.88%の大幅なプラスであった。

財投債の保有分を含めた GPIF 全体の運用収益率でみても +12.27%を記録した。

これは、公的年金の積立金が現在のような市場での自主運用を本格的に開始した 2001 年度以降では、最も高い運用収益率である。

また、現在の運用とは運用の仕組みが大きく異なるが、厚生年金と国民年金の積立金の一部を自主運用していた「年金福祉事業団」の時代を合わせても、1986 年度に +17.07%を記録して以来の高い運用実績である。

なお、特別会計の管理分も含めた収益率は 11.62%であった。

(注) 本格的な自主運用を開始した当時の積立金の管理運用法人は、現在の GPIF ではなく、その前身の「年金資金運用基金」という特殊法人であった。

なお、公的年金の積立金運用体制等の変遷および特別会計の管理分については、第 7 章を参照。

図表4: 公的年金積立金の平成 26 年度の運用実績(その2)

|          |      | 収益率    | 全体に対する寄与度 |
|----------|------|--------|-----------|
| GPIF 管理分 | 市場運用 | 12.85% | 11.53%    |
|          | 財投債  | 1.63%  | 0.08%     |
|          | 計    | 12.24% | 11.61%    |
| 特別会計管理分  |      | 0.01%  | 0.001%    |
| 積立金全体    |      | 11.62% | —         |

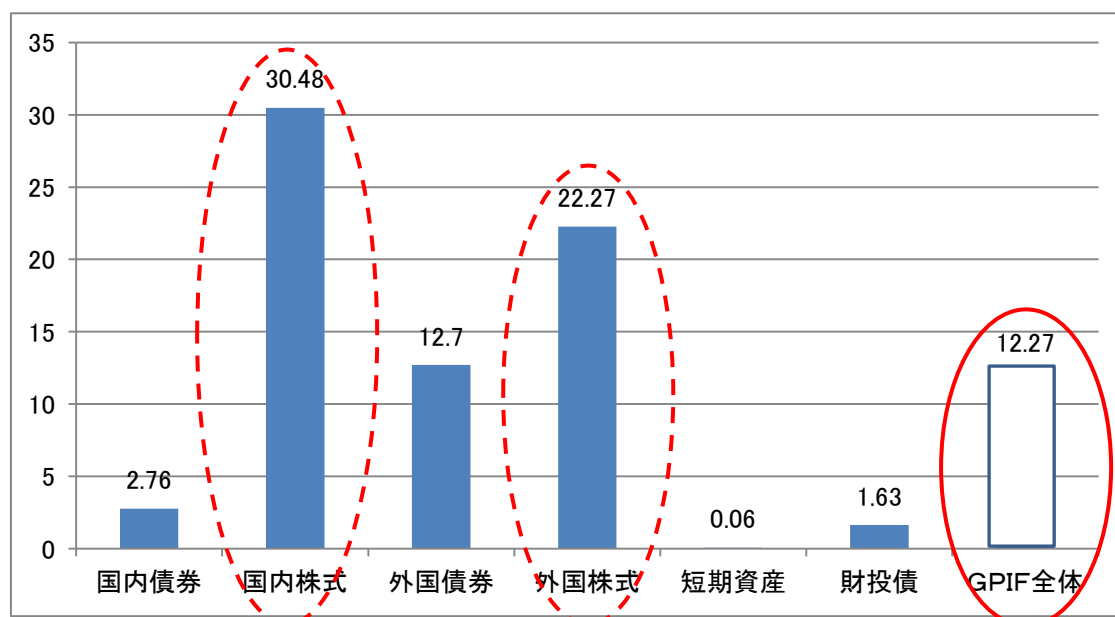
(出所) 厚生労働省「平成 26 年度年金積立金運用報告書」・GPIF「平成 26 年度業務報告書」より筆者作成

(注) 市場運用分は運用手数料等控除前の修正総合利回り

参考までに、運用資産別収益率を見ると、国内債券は+2.76%、国内株式は+30.48%、外国債券は+12.70%、外国株式は+22.27%と、どの資産も総じて好調な数字であった（時間加重収益率ベース）。

こうした高い収益率の要因は、主に国内株式の大きな上昇、海外株式の堅調な推移、為替の円安傾向等によるものである。

図表5: GPIF の平成 26 年度の運用資産別実績収益率



（出所）GPIF「平成 26 年度業務報告書」より筆者作成

（注）GPIF の「業務報告書」と厚生労働省の「年金積立金運用報告書」では資産評価基準が若干異なる。例えば、外貨建て投資信託受益証券ファンドで管理する受益証券については、GPIF の業務概況書は時価評価しているが、厚生労働省の年金積立金報告書は独立行政法人会計基準で評価している。そのため、平成 26 年度年金積立金報告書での GPIF の運用収益額は、業務概況書の 15 兆 1,824 億円よりも 6 億円大きい。

しかし、こうした差は全体に比べれば微小であることも踏まえ、本稿では GPIF を含めた積立金の運用実績について、原則として「年金積立金報告書」の数値を用い、必要な場合に GPIF の「業務報告書」で補足することとする。

## (2) 過去の実績(本格的な市場運用開始以降)

2014 年度(平成 26 年度)の運用は良好であったが、それはアベノミクス・日銀の超金融緩和継続の追い風を受けた、たまさかの結果であるとも言える。

資産運用、特に年金の運用はその資金の属性からも中長期で見るとべきである。そこで、過去に遡って運用実績を確認しておこう。

2001 年度(平成 13 年度)に現在のような管理・運用の仕組み(財政投融資に預託せず、内外の運用機関への運用委託による市場運用を実施)に移行し、積立金の本格的な自主運用を開始して以降、2014 年度(平成 26 年度)までの 14 年間の累積収益額は約 61.3 兆円、平均収益率は年率+3.32%となっている。(財政投融資制度と年金資金の関わり合いについては第 6 章を参照)。

また、GPIF が発足し、現在の体制となった 2006 年度(平成 18 年度)以降の 9 年間の累積収益額は約 38.1 兆円、平均収益率は年率+3.68%であった。

図表6: 年金積立金の過去の運用実績

|                                    | 平均収益率 (年率) | 累計収益額        |
|------------------------------------|------------|--------------|
| 本格的な市場運用開始以降<br>(2001～2014 年度)     | +3.32%     | 61 兆 824 億円  |
| 特別会計管理分を除いた<br>管理運用法人での運用分         | +3.18%     | 46 兆 694 億円  |
| GPIF による管理運用開始以降<br>(2006～2014 年度) | +3.68%     | 38 兆 1448 億円 |
| 特別会計管理分を除いた<br>GPIF での運用分 (注)      | +3.43%     | 36 兆 774 億円  |

(出所) 厚生労働省「平成 26 年度年金積立金運用報告書」を基に筆者作成。但し、最下段の GPIF での運用分に係る平均収益率は GPIF「平成 26 年度業務報告書」による。

(注) 収益率は運用手数料及び借入金利息等控除前の数字である。

図表7:過去の年金積立金の運用状況

(単位:収益額は億円)

|         | 積立金全体   |        | 管理運用法人 (注1) |        | 年金特別会計  |       |
|---------|---------|--------|-------------|--------|---------|-------|
|         | 収益額     | 収益率    | 収益額         | 収益率    | 収益額     | 収益率   |
| 平成13年度  | 27,787  | 1.94%  | -13,084     | -1.80% | 40,870  | 2.99% |
| 14年度    | 2,360   | 0.17%  | -30,608     | -5.36% | 32,968  | 2.75% |
| 15年度    | 68,714  | 4.90%  | 44,306      | 8.40%  | 24,407  | 2.41% |
| 16年度    | 39,588  | 2.73%  | 22,419      | 3.39%  | 17,169  | 2.06% |
| 17年度    | 98,344  | 6.83%  | 86,811      | 9.88%  | 11,533  | 1.73% |
| 18年度    | 45,669  | 3.10%  | 37,608      | 3.70%  | 8,061   | 1.61% |
| 19年度    | -51,777 | -3.53% | -56,455     | -4.59% | 4,678   | 1.45% |
| 20年度    | -93,176 | -6.86% | -94,015     | -7.57% | 839     | 0.57% |
| 21年度    | 91,554  | 7.54%  | 91,500      | 7.91%  | 54      | 0.09% |
| 22年度    | -3,263  | -0.26% | -3,281      | -0.25% | 19      | 0.03% |
| 23年度    | 25,863  | 2.17%  | 25,843      | 2.32%  | 20      | 0.03% |
| 24年度    | 112,000 | 9.56%  | 111,983     | 10.23% | 17      | 0.03% |
| 25年度    | 101,951 | 8.23%  | 101,938     | 8.64%  | 13      | 0.02% |
| 26年度    | 152,627 | 11.62% | 152,619     | 12.27% | 8       | 0.01% |
| 合計 (注2) | 618,240 | 3.32%  | 477,584     | 3.18%  | 140,657 | 1.12% |

(出所) 厚生労働省「平成26年度年金積立金運用報告書」に加筆修正し筆者作成

(注1) 平成17年度以前は旧年金資金運用基金の数値、旧年金福祉事業団からの承継資産の損益を含む。収益率は運用手数料及び借入金利息等控除前の数値である。

(注2) 合計欄の収益率は14年間の平均値(年率)

### (3)直近の運用状況

上記でみたように、年金積立金のリスク運用の結果は、これまでのところ、全体を通して見れば、良好な結果になっている。

しかし、このことは、市場の変動リスク等を考えれば、必ずしもプラスの運用成果が確実に得られることを保証しない点に留意すべきである。

参考までに、2015 年度に入ってから直近までの GPIF の実績を見ておこう。

2015 年 4～6 月期の GPIF の運用実績は、収益額が 2 兆 6489 億円、収益率は +1.92%と、国内株式の上昇等の効果でまずまずの成績であった。

ところが、7～9 月期は、収益額がマイナス 7 兆 8899 億円、収益率はマイナス 5.59%と大きな赤字を記録し、四半期の赤字額としては過去最大となった。

これは、2015 年 8 月以降、中国経済の減速懸念等を背景に、国内外の株価が大幅に下落したこと、それに加えて、円高への揺り戻しで外国株式や外国債券の円換算額が減少したこと等が要因である。

この結果、2015 年 4 月～9 月の実績は▲3.78%、5 兆 2410 億円の損失となり、運用資産額は 6 月末の 141 兆 1209 億円から 135 兆 1087 億円に減少した。

(注) もちろん、このマイナスは時価ベースの含み損であり、資産を売却しない限り、実現損として確定するわけではない。運用成果は長期で見るべきものであるが、ここでは運用成果の変動リスクの大きさを認識するために取り上げた。

図表8: GPIF の直近の運用状況

|                 | 収益額(評価損益)    | 収益率    |
|-----------------|--------------|--------|
| 2015 年 4～6 月期   | 2 兆 6489 億円  | +1.92% |
| 2015 年 7～9 月期   | ▲7 兆 8899 億円 | ▲5.59% |
| 2015 年 10～12 月期 | 4 兆 7302 億円  | +3.56% |

(出所) GPIF 資料

ここで指摘できることは、このように大きなマイナスが生じた背景には、アベノミクス・成長戦略の方針に沿うかたちで、GPIF の運用方針が「リスク」をとる方向へ大きく変更されたということである。

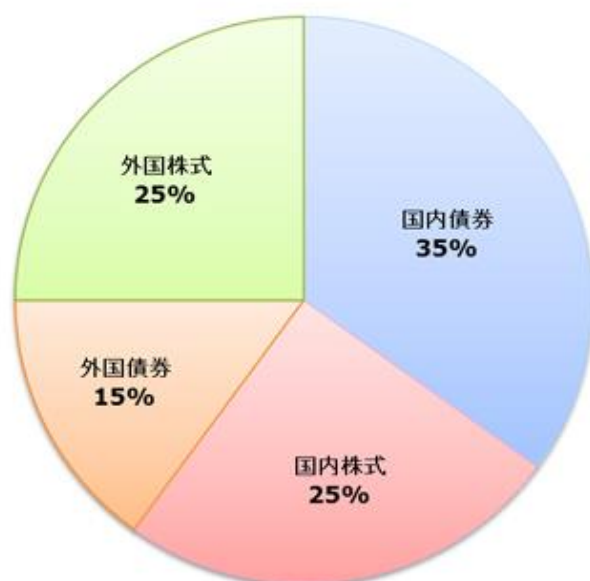
GPIF は、2014 年度に運用資産の「基本ポートフォリオ」の見直しを行ったが、その結果、現在行われている運用は、「リスク」の高い国内株式と外国株式の割合がそれぞれ従来の約 2 倍の 25%にまで一気に引き上げられた。

この変更の問題点等については、改めて後ほど詳しく論じることとするが、これが、2015 年 7～9 月期のような調整局面では、その「リスク」が顕在化し、マイナスが大きなものとなったことは否めない。  
(アベノミクスの成長戦略の公的資金の運用の見直し方針については【参考 3】、GPIF の運用の仕組み等については第 8 章を参照。)

その後、2015 年 10～12 月期は再びプラス収益となったものの、2016 年に入って以降、株式・為替・原油等の金融市場は大幅に下落、乱高下をしており、今後、大きなマイナスを抱える恐れも考えられる。

(注) 筆者の粗い推計では、2014 年度末と比べて 2016 年 2 月末時点では 10 兆円近い含み損が生じている可能性がある。

図表9: 現行の GPIF の基本ポートフォリオ



(注) 基本ポートフォリオとは、年金基金等が中長期で維持すべき基本的な運用資産（国内株式、国内債券、外国株式、外国債券等）の構成割合のことである。

(出所) GPIF の H P



### 3. 現行の運用リスクの大きさ

以上のような運用の状況を鑑みれば、現在実施されている積立金の運用が抱えている「リスク」の大きさについて、しっかり認識しておく必要がある。

そこで、運用における「リスク」の意味を簡単に確認した後、現在の運用において生じる恐れのある損失の大きさについて考えてみたい。

#### (1)運用における「リスク」の意味

「リスク」という言葉は、日常語的には(損害等を被る)「危険」を意味するが、運用の世界では、「危険」＝運用の失敗と言うよりも、予想される収益(リターン)の変動幅、つまりブレ、バラツキを意味する。

具体的には、リターン変化率の標準偏差により、確率論的に「リスク」を表す。

リスクが大きいとはリターンの振れが大きいということであり、リスクが小さいとはリターンの振れが小さいということである。

ちなみに、国内株式と国内債券の年次リターンの実績を見てみると、国内株式はリターンが大きいとそのブレも大きい。一方、国内債券は国内株式に比べリターン・リスクとも小さく、相対的に安定していることがわかる。

(注) 本稿では、「リスク」という言葉を、基本的には本文で述べたような「収益の変動の大きさ」の意味で用いている。

ただし、公的年金の積立金の目的や資金の属性等を鑑みれば、変動のうち、「下方リスク」(収益がマイナスに振れるリスク)をより重視すべきであろう。

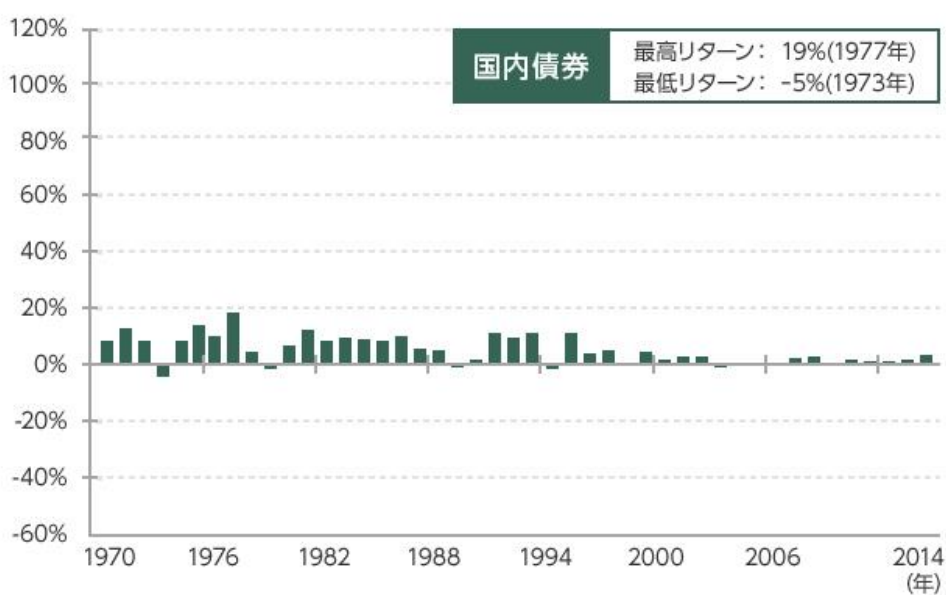
なぜなら、積立金は年金給付の大切な原資であり、年金財政上も必須の財源としてビルトインされていることから、運用の「下方リスク」(損失の可能性)によって、運用収入が計画通りに得られず、将来の年金給付のスケジュールが円滑に達成できなくなる恐れが考えられるからである。

要するに、積立金運用において、プラスのブレは国民にとって好ましいものであるが、マイナスのブレ(下方リスク)こそが「リスク」であると言える。

図表10：国内株式のリターン（収益率）の推移（1970年から2014年）



図表11：国内債券のリターン（収益率）の推移（1970年から2014年）



（出所）図表10、11ともに三井住友銀行H P

（注）図表 10 の国内株式は、東証一部上場株式全銘柄の時価総額加重平均

図表 11 の国内債券は、NOMURA-BP の年間収益率

## (2)現行運用で生じうる損失額の推計

現行の運用内容で生じうる損失額の大きさは、統計学的知見に基づいて考えれば、どの程度になると見積もられるであろうか。

GPIF の「平成 27 年度業務報告書」は、この点について過去データに基づくシミュレーションによる損失額の推計を行っている。

もし、リーマンショックと同程度の市場の調整(内外の株式市場の大幅下落、円高の急激な進行等) が起こり、2008 年度の各資産収益率が再び生じた場合、現在の基本ポートフォリオ(国内株式 25%、外国株式 25%、外国債券 15%、国内債券 35%) で生じうる損失は、収益率で▲21.2%、金額で▲26.2 兆円に達すると推計されている。

なお、実際にリーマンショックのあった 2008 年度は、基本ポートフォリオは国内債券中心 (67%) であり、株式の割合は低かったため(国内株式 11%、外国株式 9%)、評価損の額は上記の推計結果ほどは小さくなくて済んでおり、実際の運用損益額は▲9.3 兆円、収益率は▲7.6%にとどまっている。

しかし、このことは、運用において、ポートフォリオの構成内容 (リスク資産等の構成割合) が運用成果を左右する最も重要な要素であることを物語っている。

次に、この 26.2 兆円 という数字の大きさを、国民生活に関わる税金や政策費用等の金額と比較することで、潜在的な運用リスクの大きさを確認してみよう。

### (3) 税収等と大きさの比較

#### ① 消費税軽減税率による減収分との比較

今般、2017 年 4 月からの消費税の 10%への引上げに伴って、軽減税率の導入が合意されたが、それによる税の減収分は年間で 1 兆円とされている。

それに比べると、年金積立金の運用の収益変動の大きさがわかる。

(1) の推計損失額とは比べるまでもないが、例えば 2015 年 7～9 月期のように、1～2 ヶ月の運用で、その収益変動は消費税軽減税率導入による減収分の数倍に達する。

#### ② 所得税収等との比較

我々が納める 1 年間の所得税収（2015 年度で約 16.8 兆円）や消費税収総額（2016 年度予算ベースで約 17.1 兆円）と比べても、はるかに大きな値である。

#### ③ 公的年金の保険料収入との比較

公的年金の財政面でみると、社会保険として財源の中核をなす保険料の年間合計 27.9 兆円（2015 年度、厚生年金が約 26.3 兆円、国民年金が約 1.6 兆円）と比べても、それとほぼ匹敵する大きさである。

#### ④ 医療給付費との比較

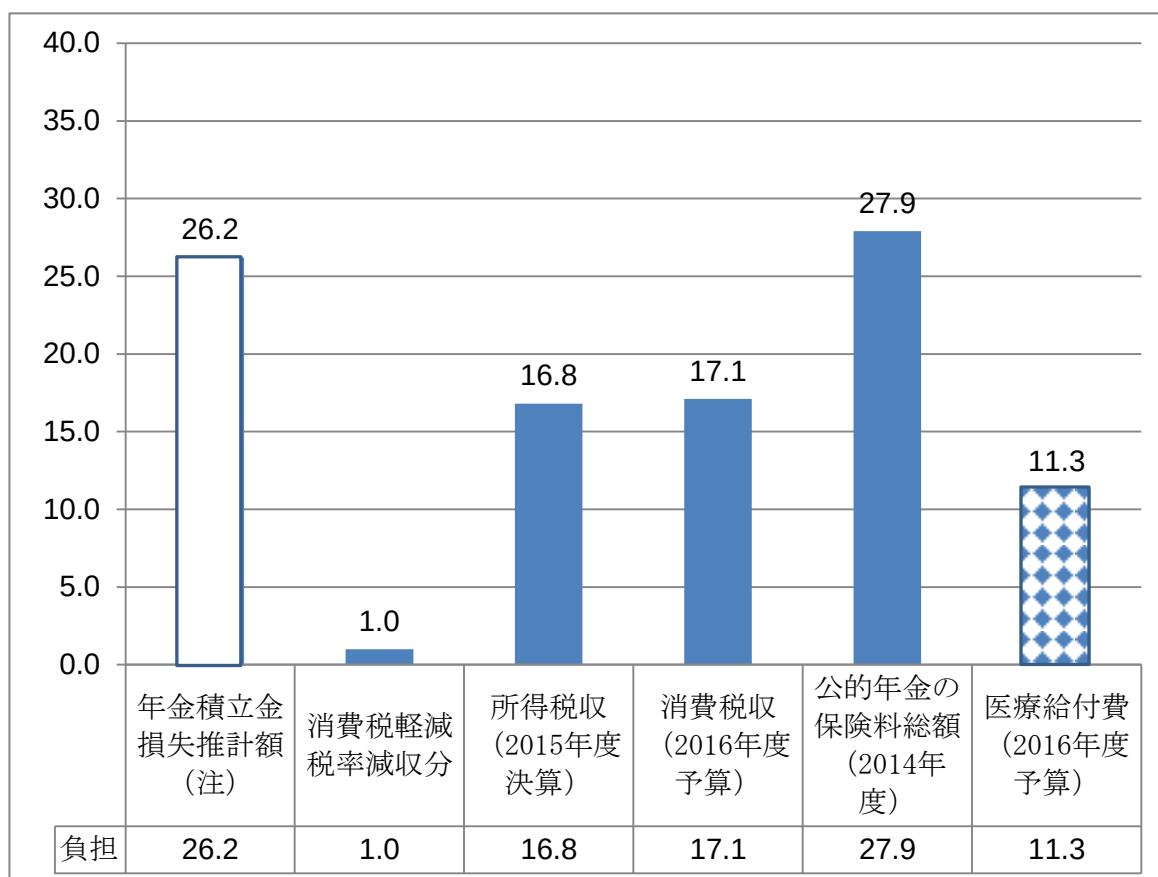
平成 28 年度の国家予算における医療給付費の総額は約 11.27 兆円である。現行運用での潜在的な損失額の大きさはそれよりも 2 倍以上も大きい。

ちなみに、国民の医療費全体（国民医療費）と比べてみても、国民医療費は約 40.1 兆円（2013 年度）なので、運用からの損失は、最悪の場合、国家財政上もかなりの規模の負担になる可能性があることがわかる。

上位の事例比較における税収や費用等の金額は全て異なる性質のものであり、また、運用損失は、あくまで想定上の数字である点を踏まえる必要があるが、現在の積立金運用に内在するリスクの大きさを認識することができる。

図表 12: 現行の年金積立金の運用リスク(潜在的損失額)の大きさ

(単位：兆円)



(出所) GPIF「平成 26 年度業務報告書」・厚生労働省資料その他を基に筆者作成

(注) リーマンショック並みの株式市場等の調整があった場合の積立金損失額の推計値

以上、本章まで、積立金運用の実績と内在するリスクの大きさを考察したが、次章以降では、視点を変えて、そもそも、公的年金における運用の成果を我々はどう評価すべきなのか、また、運用の体制や仕組みはどうなっているのか、等々、我が国の公的年金の積立金運用のあり方について、幾つかの角度から考察していきたい。

#### 4. 積立金の運用目標と評価

公的年金の積立金の運用成果を我々はどう評価すればよいのか。そもそも、運用を行うに当たって達成すべき条件や数値目標はあるのか。

まず、これらの点について明らかにしてみよう。

##### (1) 年金積立金の運用評価の適切な考え方

第2章で触れたように、運用の世界では、運用実績と投資対象の市場インデックス等（ベンチマーク）と比較することが基本であり、年金運用においても行われている。

しかし、実は、運用成果と市場インデックス等のベンチマークとの比較は、運用を委託した運用機関等を評価するには必要であるが、年金財政にとっての本質的意義はほとんど無い。

運用収益率が単にプラスだからといって、あるいは、市場インデックス等を上回っているからと言って、その制度が、運用に依って、財政的に健全に運営されているということにはならないからである。

公的年金制度の健全な運営にとって本質的に大切なことは、積立金の運用成果（資産側）が、将来に渡って給付を確実に実現するために必要とされる条件（債務側）を満たした結果となっているかどうか、という点にある。

例えば、積立方式の年金（企業年金等）であれば、資産の運用からの収益が年金数理上、債務として設定された予定利率を中長期的に上回る必要がある。

我が国の公的年金は、企業年金のような積立方式ではないものの、制度上、給付設計（債務側）から生じる目標的な数値がある。

積立金の運用（資産側）においては、この目標的な数値を中長期的に上回る運用成果を上げて初めて、制度運営や財政にプラスの貢献をすることになり、積立金の運用が意味を持つことになる。

## (2) 年金積立金の運用目標

我が国の公的年金における目標利回りの条件とは次のようなものである。

我が国の公的年金の制度運営の基本的な仕組みの一つとして、大きく言って、年金財政収支が「賃金」に連動する仕組みになっていることがある。

具体的には、支出面において、年金の新規受給の裁定時に過去に得た「賃金」の額を現在価値へ再評価することで、それに見合った給付額を算定している。また、収入面でも、厚生年金の保険料は「賃金」に料率をかけて算出する。

このため、最低限、賃金上昇率並みの実績利回りを確保することが、年金財政の運営上、必要な条件と言える。

しかし、我が国の公的年金の財政運営を維持していくためには、単にそれだけでは十分ではない。

公的年金は、長期に渡って年金財政を健全に維持していく観点から、少なくとも5年毎に財政検証を行い、必要に応じて見直しをすることとされている。

財政検証では、将来の加入、脱退、死亡、障害等の発生状況（人口学的要素）や運用利回り、賃金、物価状況等（経済的要素）について、一定の前提を置き、今後100年間にわたる年金給付額等を計算し、将来の年金財政の健全性を担保している。

従って、財政検証で設定した前提通りに、運用利回りやその他の条件が実現して初めて、国民に約束した給付水準を、将来に渡って安定的に確保することができる。

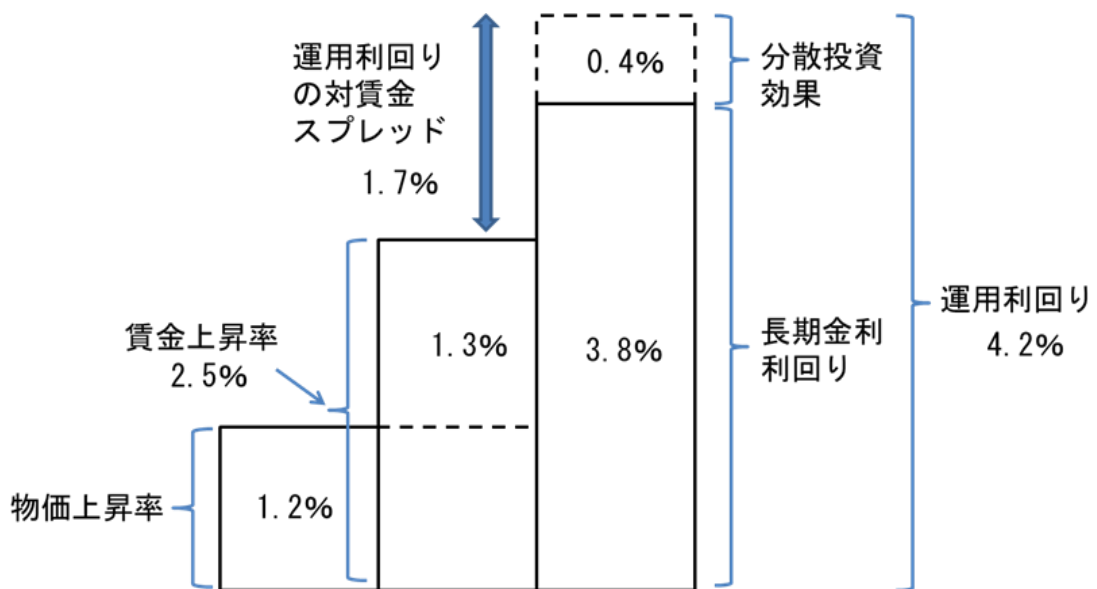
よりマクロ的に言えば、積立金運用が財政検証の求める成果を挙げることで、公的年金、更には医療・介護も含めた社会保障費を円滑に給付することが可能となる構造になっているのである。

以上をまとめると、年金積立金の運用では、制度設計により、賃金上昇率が「ベンチマーク」となっており、次のような利回り目標が設定されている。

- ・ 制度運営の前提として財政検証で設定された、財政上必要とされる「運用利回りの対賃金スプレッド」(厚生労働省の報告書では「実質的な利回り」)を上回るスプレッドを確保すること

そこで、この利回り目標を評価尺度にして、積立金の運用実績を改めて確認してみよう。

図表 13: 運用利回りと金利・賃金・物価の関係(イメージ)



(出所) 年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) 及び厚労省資料を基に筆者作成

(注) 平成 26 年財政検証のケース E における長期 (2024 年度以降) の数値に基づく。

将来の長期均衡での運用利回りの対賃金スプレッド (実質的な利回り) は +1.7% と想定されている。



### (3) 賃金上昇率をベンチマークとした運用評価

#### ・昨年度（2014 年度）

積立金の実績利回りは+11.62%、一方、名目賃金上昇率は+0.99%であった。  
実績利回りは名目賃金上昇率を+10.53%も大幅に上回っていた。

また、平成 26 年財政検証において想定された 2014 年度の「実質的な利回り」は+0.34%であり、実績は財政検証の要求する水準を 10%以上上回っていた。

#### ・本格的な市場運用開始以降の評価

2001 年度（平成 13 年度）から 2014 年度（平成 26 年度）までの 14 年間の運用の実績利回りは年率平均+3.32%であり、一方、名目賃金上昇率は同▲0.34%であった。

したがって、実績利回りは名目賃金上昇率を+3.67%上回っている。

さらに、過去の財政検証で設定された運用の実質的な利回り目標と比べると、やはり、目標水準を 3 %以上上回っていた。

図表 14: 過去の年金積立金の運用実績の評価

|              | 実績値          |              |            | 財政検証での設定<br>スプレッド(実質的な利回り)④ | ③－④     |
|--------------|--------------|--------------|------------|-----------------------------|---------|
|              | 名目運用<br>利回り① | 名目賃金<br>上昇率② | スプレッ<br>ド③ |                             |         |
| 2014 年度      | 11.62%       | 0.99%        | +10.53%    | 0.34%                       | +10.19% |
| 2001～2014 年度 | 3.32%        | －0.34%       | +3.67%     | 0.32%                       | +3.35%  |

(出所) 厚生労働省「平成 26 年度年金積立金運用報告書」

(注) 話がやや複雑になるが、財政検証の「実質的な利回り」の将来の長期均衡値は、  
2004 年（平成 16 年）財政検証では+1.1%、2009 年（平成 21 年）財政検証では  
+1.6%、2014 年（平成 26 年）財政検証では+1.7%、と想定されている。

以上からわかるように、過去の実績は、年金財政上の目標と比べても良好なパフォーマンスであった。

このように、「でき過ぎ」とも言える結果になった理由はかなり明白である。この間、デフレ経済が長らく続いてきた中で、ベンチマークとなる「賃金」がほとんど上昇してこなかったからである。

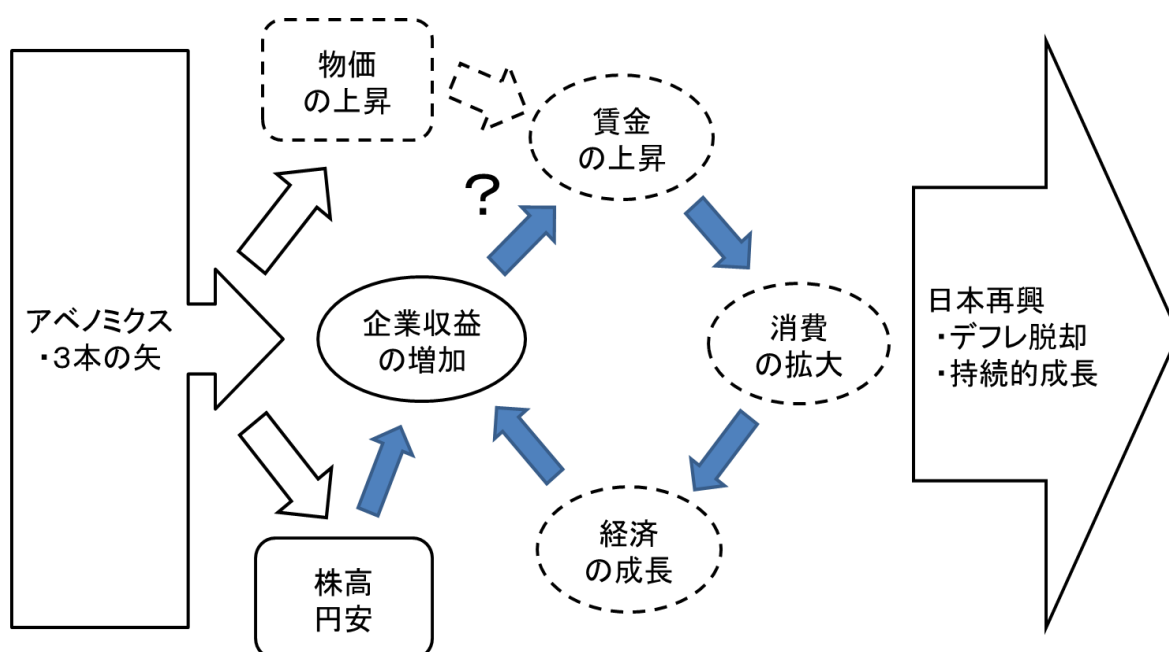
特に、ここ3年間ほどを見ると、アベノミクスで大幅な株高や円安が続き、運用環境が極めて好調で、その恩恵で運用収益は大幅なプラスになった。

ところがそれにもかかわらず、アベノミクスが想定した実体経済の好循環は未だ実現しておらず、肝心の賃金の上昇は経済全体としてはあまり見られない。

その意味でアベノミクスが奏功しているとはとても言い難い。

ちなみに、公的年金の給付抑制・財政維持のための「マクロ経済スライド」は賃金があがらず条件を満たさないため、来年度は発動しないことに決まった。

図表 15: アベノミクスの想定する経済の好循環・デフレからの脱却



(出所) 筆者作成

(注) アベノミクスと賃金に関する現状評価と将来展望については、例えば、日本経済新聞の経済教室「賃上げ3巡目の論点上・下」(2016年2月2日、2月3日)等を参照。

#### (4)評価のまとめ

上記で見たように、年金積立金の運用実績は、これまでのところ、財政検証で設定された運用で必要な「実質的な利回り」を全体として上回ってきた。

その意味では、少なくとも過去においては、積立金の運用は年金の財政運営にプラスの影響をもたらしていると言えよう。

しかしながら、第3章で見たように、現在、実施されている運用は、かなり高いリスクをその中に抱えたものになっている。

足元の金融市場の大きな動揺を見てもわかるように、今後も着実にプラスの成果がもたらされるとは、必ずしも限らない。

翻ってみると、そもそも、なぜこれほど巨額の年金積立金が保有され、積極的なリスク運用の方針が取られているのであろうか。

積立金の活用が我が国の公的年金制度においてどのような目的・意義を持ち、積立金の積極的な運用は年金の財政運営にどのような効果をもたらすのか。

次にこれらの点について明らかにしてみたい。

## 5. 積立金の目的と運用の効果

### (1) 積立金の目的(存在意義)

ここでは、そもそも、我が国の公的年金になぜ巨額の積立金が存在するのか、なぜリスクをとった運用が必要なのか、について整理する。

1961 年の国民皆年金の成立から今日まで、我が国の公的年金の制度運営は、社会構造や国民生活の変化等に応じた改正を適宜行ってきたが、端的に言えば、現在の制度運営は、現役世代の保険料負担で高齢者世代を支えるという世代間扶養の考え方（賦課方式という）を基本としている。

年金の財政方式の考え方には、「賦課方式」の他に、給付を行うために必要な原資をあらかじめ積み立てておくという考え方（**積立方式**という）があるが、現在の我が国の公的年金制度は「積立方式」では運営されていない。

従って、我が国の公的年金には、本来、賦課方式で運営されてきたならば、理論的には存在しないはずの巨額な積立金が存在していることになる。

これは、以下の様な要因によっている。

ひとつには、制度設計上の技術的要因になるが、厚生年金は制度発足当時、純粋な「賦課方式」ではなく、年金数理上、保険料率はその時の給付支出を賄うために必要な水準よりも高めに設定された（「段階保険料方式」という）。

そのため、制度が未だ若い時代には、受給者の人数が相対的に少ないので、設定した保険料の収納額に比べ、その時点で必要な給付支出額はかなり小さく、支出されない資金が積立金として内部に溜まっていくこととなった。

(注)「積立方式」は仕組み上、個人別に管理して運用することになるので、実務上も個人毎に収支勘定を設定し運営するのが基本である。一方、賦課方式は全体を一つの塊として捉え運営する。なお、賦課方式から積立方式への移行は理論的・実務的課題があり簡単ではない。

より積極的な要因としては、少子高齢化の急速な進行への政策的対応がある。

当初の想定以上に少子高齢化が進行していく中で、仮に、積立金の無い完全な賦課方式とし、現役世代の保険料のみで高齢者の年金給付を賄うことにすると、将来、保険料の大幅引上げや給付水準の急激な低下は避けられない。

そのため、これへの対策として、将来の給付支出拡大に備えて、保険料の段階的引上げとともに、相当程度の積立金を保有し、さらに、それを運用した収益を給付に充当することで、年金財政を確保しようとする政策が推進されることとなった。

そして、平成 16 年（2004 年）の制度改正において、積立金の活用が制度運営の柱の一つとして、明確に位置づけられた。

平成 16 年（2004 年）の改正では、次の 4 つの柱を組み合わせることにより、将来の保険料の際限ない上昇という不安を払拭しつつ、社会経済と調和した持続可能な制度の構築を目指した制度の見直しを行った。

財政は賦課方式を基本としつつ、概ね 100 年間で財政均衡を図ることとし、積立金はその財政均衡期間の終了時に給付費 1 年分程度を保有することとした。

ア．保険料水準固定方式の導入

イ．給付水準を自動調整する仕組み（マクロ経済スライド）の導入

ウ．基礎年金国庫負担割合の引上げ

エ．積立金の活用

この改正により、積立金は、概ね 100 年間にわたって、最大時で年間給付費の約 5 年分の巨額の残高を保有しつつ、これを運用して得られる収益によって、保険料等では足りない給付支出を補う役割を担うこととなった。

このようにして、我が国の公的年金制度は、積立金の活用（保有と運用）を  
もはや不可欠な要素として組み込んだ構造になっているのである。

## (2) 積立金運用の効果(年金財政への貢献)

### ① 財政収入における貢献度

我が国の公的年金の巨額の積立金の存在とその運用は、将来の年金財政にどの程度寄与していくと見積もられているのだろうか。

まず、積立金の運用収入の年金財政収入全体に対する貢献度について確認してみよう。

現行の公的年金制度の財政収支においては、支出（給付）を賄う収入（負担）面の財源としては、次の3つがある。

① 保険料収入

② 国庫負担（現在、基礎年金部分の2分の1は国庫負担となっている）

③ 積立金運用収入

財政検証の結果を基に、将来に渡る積立金運用収入の金額や収入全体に占める割合について確認し、年金財政における貢献度を評価してみたい。

具体的には、平成26年の公的年金財政検証における将来推計のケース中から、最も標準的と思われるケース（経済再生シナリオの中で最も控えめで蓋然性が高いと考えられるケースE）を代表として取り上げ、推計値を吟味する。

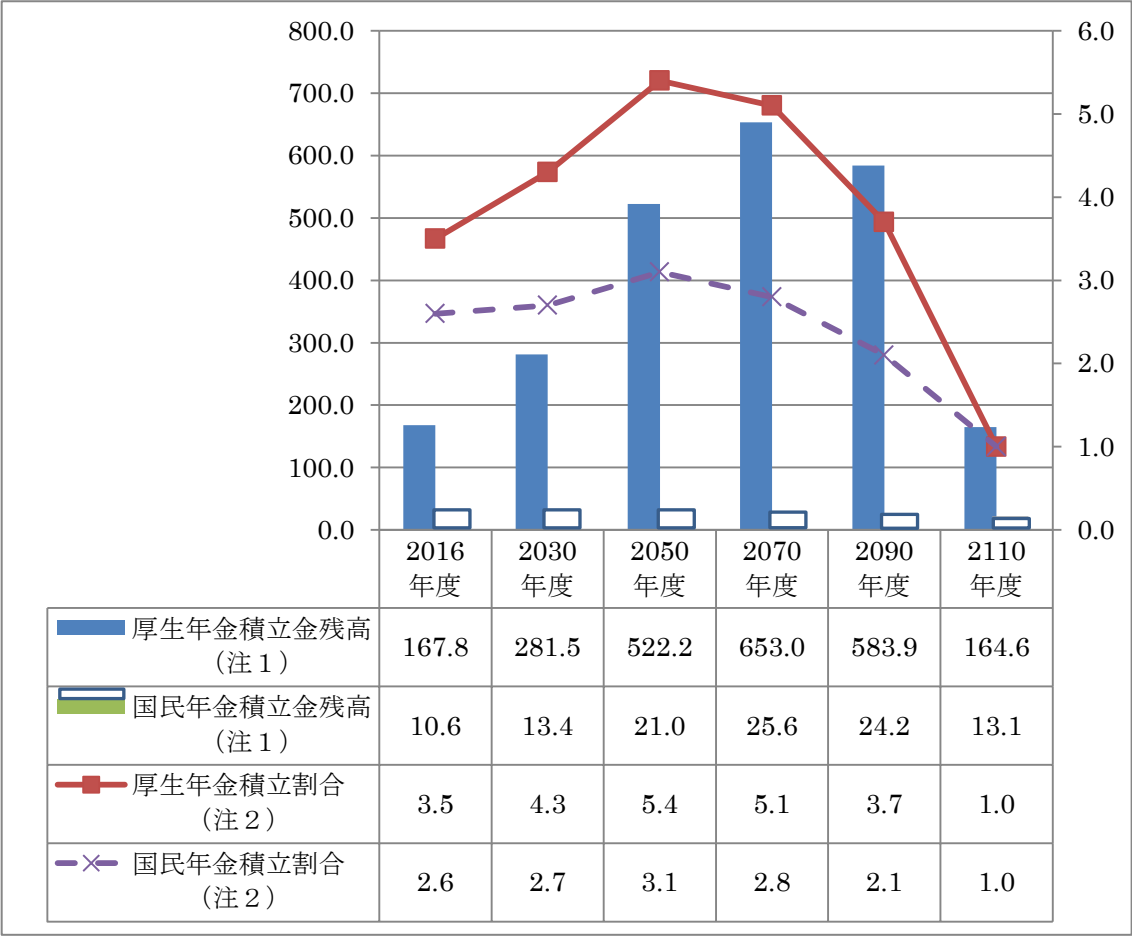
（注）平成26年の財政検証の将来推計の枠組みは主に以下のとおりである。

大きな方向性の区分として、女性や高齢者の労働市場への参加が進み経済が再生するシナリオと慎重なシナリオを想定し、人口的要素である死亡率や出生率に関しては高位・中位・低位の3パターン、経済的要素についても全要素生産性上昇率を軸に8つのシナリオを設定して、それらの整合性を保った適切な組み合わせにより、多数の様々なケースの将来推計を行っている。

最初に、運用資産の原資となる年金積立金の残高の推移について確認すると、今後、積立金残高は当分の間、増え続け、名目価格では2070年代に650兆円を超えてピークアウト(実質価格では2040年代に約220兆円でピークアウト)し、その後は給付のための元本取り崩しの増加により減少していく。

図表 16: 積立金の将来推移のイメージ

(単位：左目盛は積立金残高・兆円、右目盛は積立割合・年分)



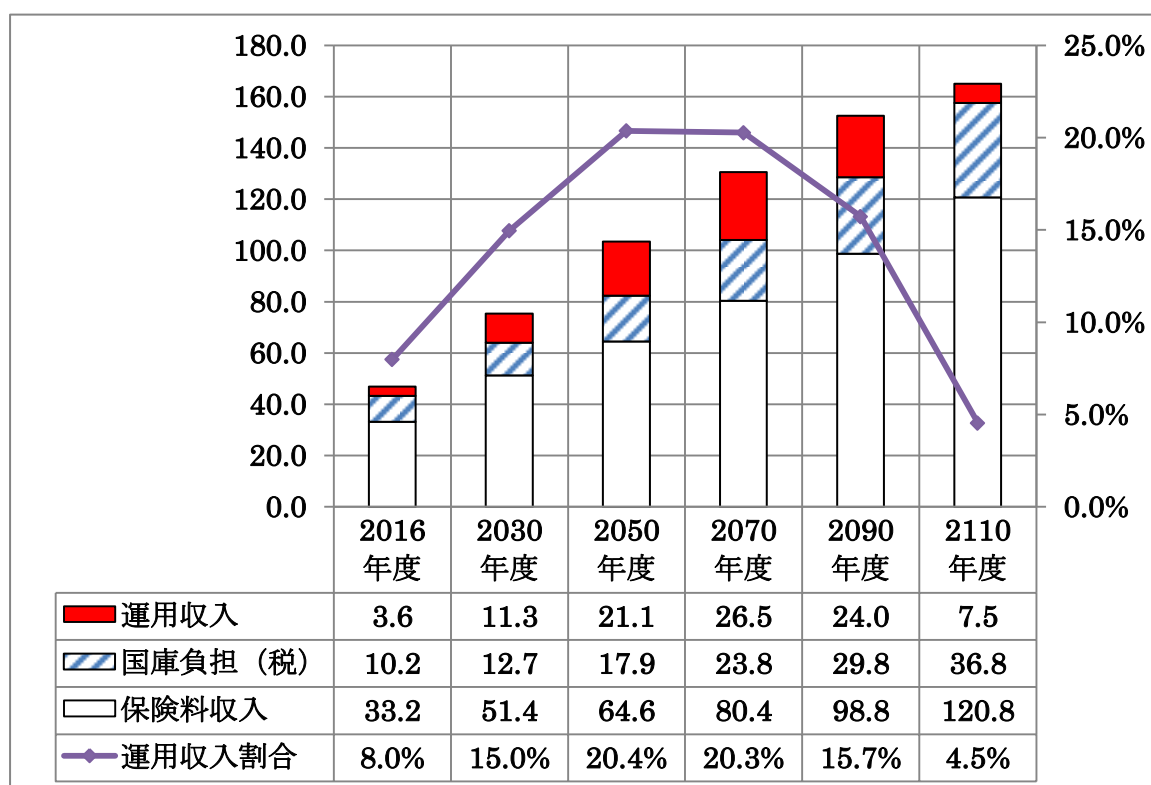
(出所) 厚生労働省「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し(平成26年6月)」  
 (財政検証結果) のケースE (出生率&死亡率：中位) より筆者作成  
 (注1) 前年度末積立金残高の当年度の支出合計に対する倍率

次に、公的年金の大宗を占める厚生年金の積立金の運用収入についてみると、当分の間、着実に増え続け、2070年代には運用によって1年間に20兆円台後半から30兆円前後の収入を確保することになっている。

収入全体に占める割合を見ると、2050年代～2070年代にかけて、運用収入の占める割合は2割を超え、国庫負担額（税金等）よりも大きな数字になる。

図表 17: 厚生年金の財源別収入額と運用収入の占める割合の将来推計

（単位：左目盛は収入額の兆円、右目盛は運用収入割合の％）



（出所）厚生労働省「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し（平成26年6月）」

（財政検証結果）のケースE（出生率&死亡率：中位）より筆者作成

（注）上記にはないが、国民年金部分における運用収入が収入合計に占める割合は全期間を通して概ね10%程度である。

以上から、積立金の運用は、将来に渡り、公的年金の財政収入面でかなり大きな貢献をしていくと想定されていることがわかる。

この数値は、先ほども指摘したように、あくまで財政検証の前提どおりに諸条件が進んだ場合に実現するものである点に十分留意する必要があるものの、積立金運用の影響の大きさを改めて強く認識させる。



## ②所得代替率の引上げ効果

次に、積立金の活用（元本保有と運用収入）が、将来の年金給付に対して、どの程度寄与していくのかについてみてみよう。

これについては、厚生労働省が「平成 25 年度年金積立金運用報告書」で、

(A) 現行方式で積立金を保有していく場合

(B) 完全な賦課方式で積立金を保有しない場合

のそれぞれにおいて、

将来の所得代替率の推移を推計し、積立金が年金給付水準に与える効果を分析している。

（注）所得代替率とは、引退世代の年金給付額の水準を評価する指標で、通常、65 歳の新規受給開始時点における年金給付額の、現役世代の平均手取り収入額（ボーナス込み）に対する比率のことをいう。

将来の年金給付額における「所得代替率」50%の確保は、現行制度において、事実上「国民への公約」となっており、これを将来に渡って維持できるか否かが我が国の公的年金運営の大きなポイントの一つになっている。

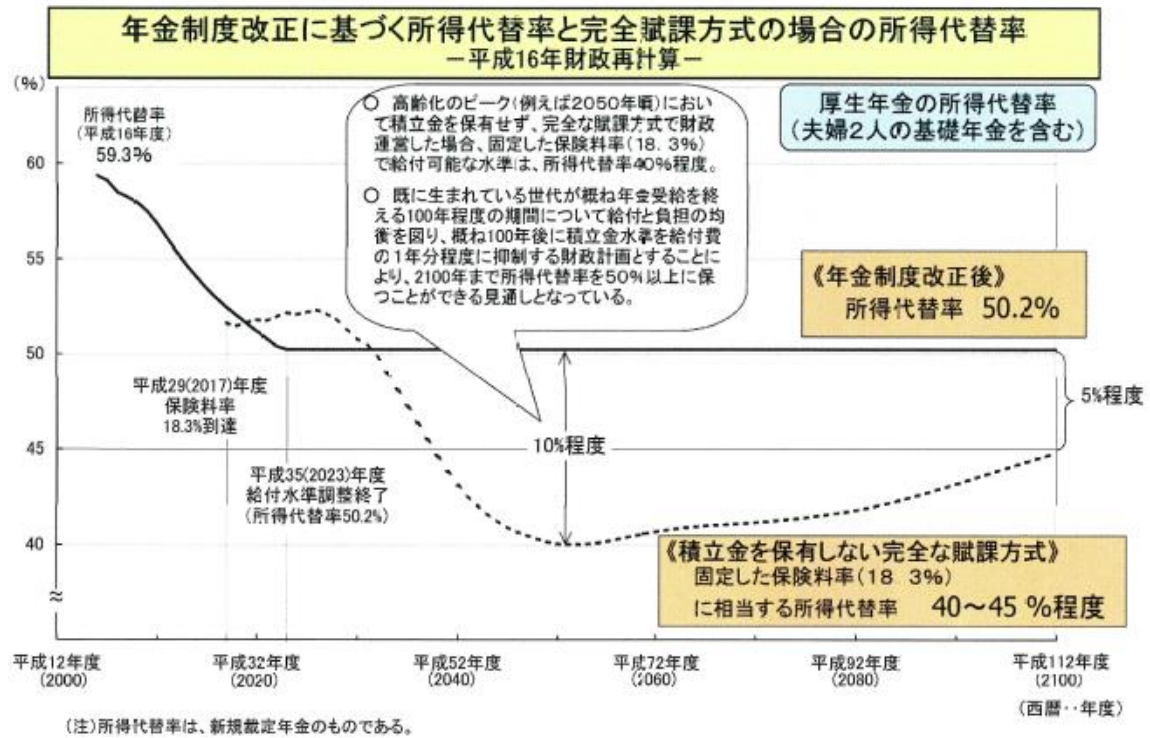
日医 W P : N O . 3 2 7 『平成 26 年公的年金の「財政検証」に関する分析』も参照。

その結果をみると、積立金を保有せず完全な賦課方式で運営した(A)の場合、給付可能な年金水準の「所得代替率」は、高齢化のピーク時（2050 年頃）には 40%程度まで低下し、国民への公約である「50%」を確保できない。

一方、現行方式（平成 16 年制度改正後の財政方式）で、積立金を保有・運用していく(B)の場合、2100 年まで公約の「50%」を確保することが可能になるとの結果が得られている。

ただし、これもやはり制度運営が前提通りに首尾よくいった場合に得られる結果であり、必ずしも確定したものではない点を認識しておく必要がある。

図表 18: 完全賦課方式(A)と現行財政方式(B)における所得代替率の比較



(出所) 厚生労働省「平成 25 年度年金積立金運用報告書」

### (3)運用の効果分析にひそむ問題

以上の2つの分析結果から、現在の積立金運用による年金財政運営への貢献の大きさが確認された。

これらの内容は、公的年金が積立金を保有し、積極的に活用することの意義と必要性を政府当局が唱えるための支援材料にもなっている。

しかし、逆に言えば、かなりのリスクをとってでも積極的に積立金を運用し必要な収益を確保しなければ、将来的に年金制度を維持し、国民に約束した最低限の給付すら賄うことができない可能性がある、ということを示唆している。

一歩踏み込んで言えば、我々の老後の年金原資の運用は、損失リスクの大きさとともに、公的年金の運営や社会保障政策に支障をきたす恐れも孕んでいる。

公的年金でリスクの高い運用を実施し、もし、その運用が上手くいかずに、大きな損失を抱えてしまい、その回復がままならない場合を考えてみよう。

(注) 実際のところ、リーマンショック後の日本の株式市場をみると、リーマンショック前の水準を回復するまでに、アベノミクスがあっても約8年かかっている。  
もし、アベノミクスが無ければ、未だに回復できていない可能性が高い。

その場合、年金財政があてにしていた積立金からの収入確保は困難になる。  
年金財政の帳尻をあわせるために、政策的にとれる対応は以下の2つである。

- ・保険料や税（どちらも国民負担）を引き上げ、給付を賄う。
- ・年金給付（国民の老後生活資金）を減額する。

公的年金の仕組み・理屈から言って、運用が失敗した場合には、最終的に、保険料の引き上げか年金給付の削減を、受益者でありリスク負担者である国民が余儀なくされる可能性がある、ということをしっかり認識する必要がある。

しかし、その認識が広く国民に行き渡っているようには見えないし、政府がきちんと国民にそのリスクを説明しているとは到底思えない。

これは公的年金の運用にひそむ根本的な問題であると言わざるをえない。

## 6. 積立金運用の歴史的変遷

第5章で確認したように、巨額の積立金の保有と市場での運用は、現在では、制度運営に不可欠な要素として、ビルトインされている。

翻って見ると、公的年金の積立金の管理と運用は、制度成立の当初から、国の重要な政策課題の一つであり、現在に至るまでに何度か大きな変更が行われてきた。

現行の GPIF の管理・運用についても、様々な問題点が指摘されており、その改革が進められつつあるが、それについてはまた稿を改めて考察することとし、ここでは、公的年金の原資が、過去、政府及び関係機関によって、どのように管理・運用されてきたのか、について振り返りたい。

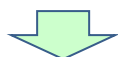
そうすることで、現在のような管理・運用の形態に至った経緯を確認し、積立金の位置付けや政策の方向性をより明確に把握することができると思われる。

### (1)過去の変遷の大きな流れとポイント

我が国の公的年金の管理・運用の歩みを大きく分けると以下のようなだろう。

#### ① 財政投融资への資金委託の時代

- ・昭和 26 年に預託開始、昭和 36 年に特殊法人・年金福祉事業団設立



#### ② 金融市場での自主運用の開始

- ・昭和 61 年に資金運用部からの借り入れで自主運用開始



#### ③ 財政投融资への預託廃止と自主運用への全面移行

- ・平成 13 年に年金福祉事業団廃止と年金資金運用基金創設



#### ④ 管理運用組織の独立行政法人化と全額自主運用の実現

- ・平成 18 年に年金資金運用基金廃止と GPIF 創設

過去における、積立金運用の変革のポイントは主に2つある。

一つは運用のやり方・実施方法に係るものであり、もう一つはそれを管理運営する組織体制・ガバナンスに係るものである。

一つ目の運用のやり方・実施方法については、簡単に言えば、財政投融资事業の原資として必ずしも効率的と言えない運用が長らく続いた時代から、徐々に金融市場での運用への移行が進められてきた（財政投融资についてはP33を参照）。

その結果、現在では、巨額の資金はほぼ全額が金融市場で運用されているが、さらにリスク（損失の可能性）をとった運用（リスクの高い資産や運用手法への拡大等）に傾斜する政策的方向性が見られる。

2つ目の積立金を管理・運用するための適切な組織・ガバナンスについては、簡単に言えば、制度成立当初の、年金特別会計が旧大蔵省・資金運用部へ原則全額を預託する管理形態から、独立した専門的な組織による自主的な管理運営体制へと移行してきた。

これは、積立金運用のあり方の変化、すなわち、財政投融资の資金としての利用から金融市場でのリスク運用へ、さらには、その運用の高度化・多様化等の進展に応じて、積立金の管理運営体制も専門化・高度化が求められるようになってきたためである。

以下では、1つ目のポイントを中心に、過去の積立金の運用体制および運用方法の変革を時系列的に整理する。

（注）積立金を管理運営するための組織体制・ガバナンスについては、稿を改めて分析・考察する。

## (2) 過去の変遷の内容

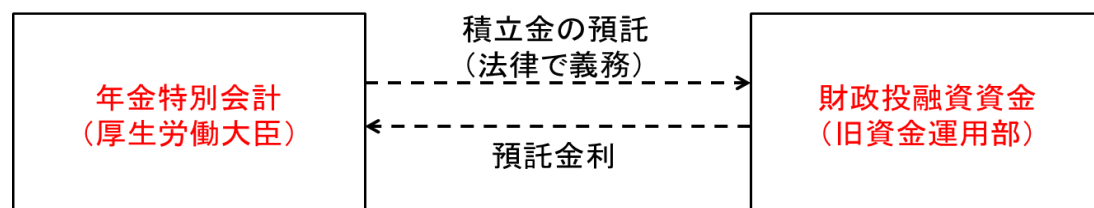
### ①財政投融资への資金委託の時代

#### ・年金資金の資金運用部への預託と財政投融资への投入

我が国の公的年金の積立金の運用の歴史は、昭和 26 年(1951 年)の資金運用部資金法の制定に始まると言ってよい。

同法によって、年金積立金は全額、旧大蔵省・資金運用部に預託されることとなり、国民の老後の生活の中核資金の原資は、その後長らく、財政投融资の資金に充当されることとなった。

図表 19: 公的年金の積立金運用スキームの変遷①



(出所) 厚生労働省資料をもとに筆者作成

#### ・年金福祉事業団の設立と還元融資事業の拡大

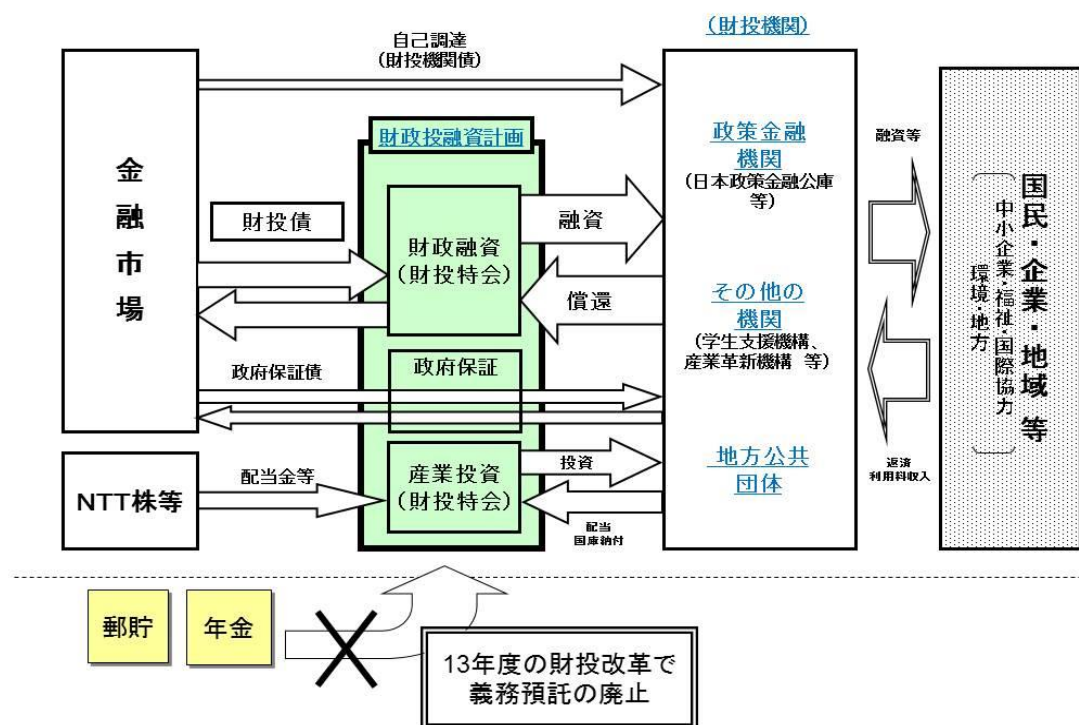
昭和 36 年(1961 年)に(旧)国民年金が創設され、「国民皆年金」が成立した。この時、年金積立金の一部を使って還元融資事業を行う特殊法人として、「年金福祉事業団」が設立されている(1961 年(昭和 36 年)11 月設立)。

還元融資事業とは、被保険者向けの住宅資金の貸付や被保険者の福祉の充実に資する厚生施設・社会福祉施設の整備に積立金の一部を用いるものであった。

事業枠は、当初は積立金増加額の 15%程度、年金福祉事業団が設立された 1961 年(昭和 36 年)に約 25%になり、1973 年(昭和 48 年)には 3 分の 1 にまで拡大され、大規模年金保養基地(グリーンピア)の建設・運営も行われた。

これらの事業は、後に、年金原資を民間と競合する分野で本来の目的外に用い、非効率な運用を行っているとして批判され、特に、グリーンピアの赤字経営は年金原資を毀損させているとして、大きな問題となった。

図表 20: 財政投融资のスキーム



(出所) 財務省HP

## ②金融市場での自主運用の開始

### ・基礎年金の導入と年金福祉事業団による運用の開始

昭和 61 年(1986 年)に、国民年金の財政悪化等の要因から公的年金制度が大幅に改正され、基礎年金が導入された。

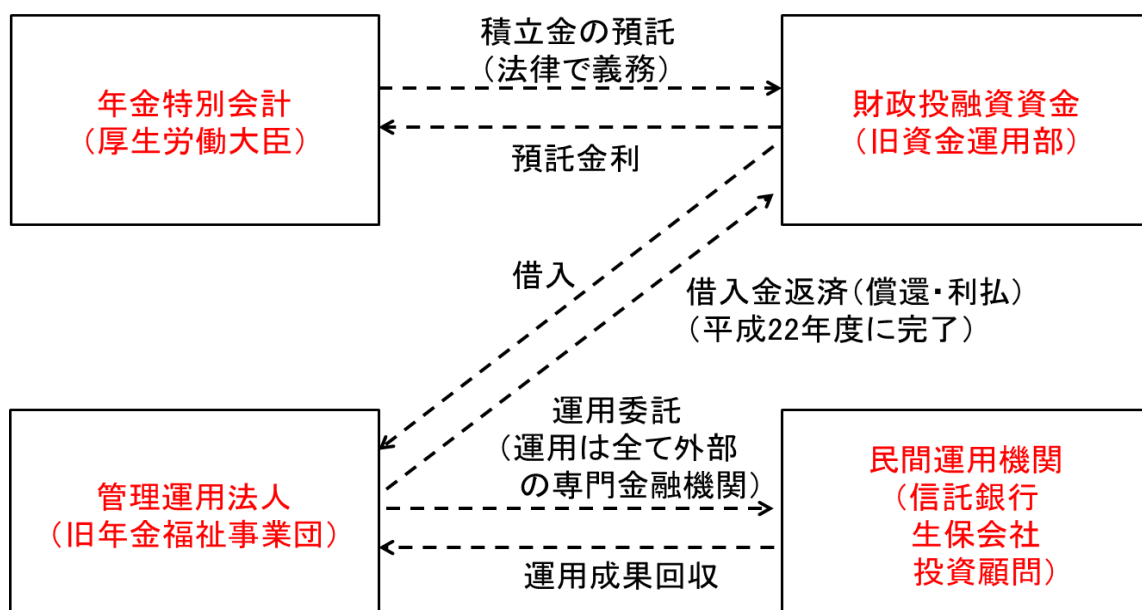
この時、同時に、年金福祉事業団による年金資金の自主運用が、資金運用部からの資金の借入れという形態をとり、資金運用部に預託した原資のうち一部を戻し入れることによって、認められた。

ここで初めて、年金資金が、資金運用部からの借入れという変則的な形ではあるが、金融市場での運用に投じられることになった。

なお、年金資金の運用は、わが国の場合、年金基金自身が直接、市場で運用（例えば、株式等への投資）を行うのではなく、外部の専門の運用機関に運用委託する形で行われることを基本としている。

上記の運用も、年金福祉事業団自身が直接、市場で運用するのではなく、選ばれた専門運用機関が運用する形であった。

図表 21: 公的年金の積立金運用スキームの変遷②



(出所) 厚生労働省資料をもとに筆者作成



### ③資金運用部への預託の廃止と自主運用への全面移行

#### ・年金福祉事業団の廃止と年金資金運用基金の創設

以上のように、年金積立金は、制度設立当初は全額、その後もそのほとんどが財政投融资に充当され、特殊法人を通じた公共事業等の資金源となっていた。

しかし、平成に入る頃から、財政投融资制度の肥大化・非効率性・民業圧迫等が問題視され、郵便貯金や年金資金等の資金運用部への預託廃止が決定され、2001年度（平成13年度）から漸次実施に移された。

公的年金の積立金は、2001年度（平成13年度）当時、約147兆円が資金運用部に預託されていたが、2008年度（平成20年度）までに全て償還され、2009年度（平成21年度）からは全額が自主運用されることとなった。

これに伴い、年金福祉事業団は2001年（平成13年）3月末で廃止され、本格的な自主運用を行うための組織として、同年4月に年金資金運用基金が設立され、公的年金積立金の市場運用が本格的に開始された。

この自主運用の仕組みは、年金福祉事業団時代とは異なり、資金運用部からの借入れではなく、厚生労働大臣が年金特別会計の資金を年金資金運用基金に直接寄託する形がとられた。

寄託された資金は、原則として、年金資金運用基金が選んで運用委託した民間の専門運用機関によって、金融市場で運用されることとなった。

なお、年金福祉事業団が旧資金運用部から資金を借り入れる形で行っていた運用は、借入金の返済が終了する平成22年度まで別途継続されることとなった。

一方、財政投融资制度を通じて資金調達をしてきた特殊法人等に対しては、財投機関債の発行、あるいは、財投機関債の発行が困難な場合に国が発行する財投債によって、市場から調達した資金を借り入れる仕組みが提供された。

なお、この仕組みが円滑に実行するために、年金資金運用基金による財投債の引受けが、2001年度（平成13年度）以降、7年間の当面の措置として、行われることが定められた。

#### ④運用組織の独立行政法人化と全額自主運用の実現

- ・ 平成 18 年に年金資金運用基金の廃止と GPIF の創設

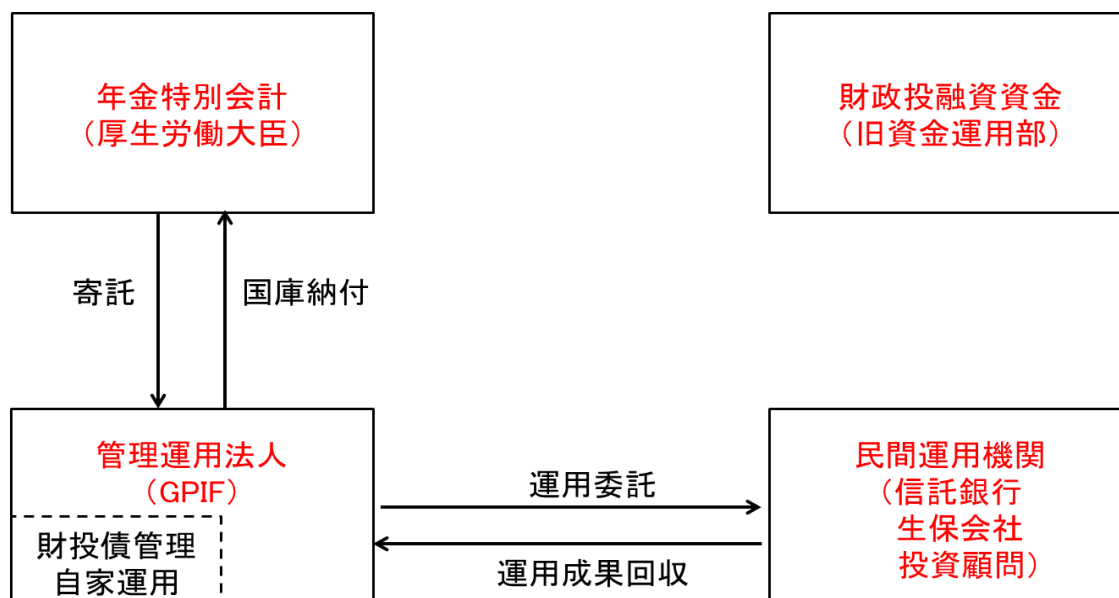
その後、特殊法人等整理合理化計画の中で、年金積立金の運用組織について、

- ・ 運用の専門性の向上
- ・ 組織の独立性の確保
- ・ 受託者責任の厳正な適用

という観点から強化が図られ、2004 年度（平成 16 年度）に積立金管理運用独立行政法人法が成立し、年金資金運用基金は 2005 年度（平成 17 年度）で廃止、2006 年度（平成 18 年度）から、年金積立金の管理・運用は年金積立金管理運用独立行政法人（すなわち GPIF）が行うこととなり、今日に至っている。

GPIF における運用の仕組みは、年金資金運用基金時代と概ね同じである。その約 9 割は運用委託した運用機関による市場運用（+財投債管理）で、そのうち一部は GPIF 自身の直接運用（自家運用という）が債券運用で行われている。（GPIF の運用の仕組みやその変化の方向性については、第 8 章を参照。）

図表 22: 公的年金の積立金運用スキームの変遷③



（出所）厚生労働省資料をもとに筆者作成

## 7. 現在の年金積立金の管理・運用体制

ここまで考察してきたように、公的年金の積立金運用は制度的にビルトインされ、運用からの収入が年金財政に大きく貢献していくことが期待されている。一方で、現在行われている運用に内在するリスクは大きいものがある。

ここでは、こうした重大な役割を担っている積立金の管理・運用体制と方法について、改めて整理してみたい。

### (1) GPIF における管理・運用

厚生労働大臣は年金積立金を GPIF に寄託し、GPIF はそれを民間運用機関に運用委託する形で市場運用を行うほか、平成 13 年度から 19 年度まで財政融資資金特別会計から引き受けた財投債の管理・運用（満期保有）を行っている。

#### ①市場運用

厚生労働大臣から寄託された公的年金(厚生年金及び国民年金)の積立金は、厚生労働大臣が定めた中期目標を踏まえて、GPIF が策定した中期計画における運用の基本ポートフォリオに基き、国内外の債券や株式等を適切に組み合わせた分散投資を行っている。

実際の運用は、民間の運用機関（信託銀行及び金融商品取引業者（投資顧問会社））に委託して、その運用ノウハウ・スキルを活用する形で実施しており、これらの運用機関への委託額の調整等を通じて、運用資産の構成割合が基本ポートフォリオの許容範囲内に収まるよう、管理を行っている。

なお、寄託資金の一部は、国内債券を対象に GPIF が自家運用を行っている。

(注)自家運用とは、企業年金等の年金基金が積立金の運用を行う際に、外部の信託銀行や投資顧問会社等に運用委託するのではなく、年金基金自らが有価証券の売買等を行って積立金を運用すること。インハウス運用とも言う。

自家運用を行う場合は、法令で定められた管理運用体制を整備した上で、厚生労働大臣へ届出を行わねばならない。

## ②財投債の引受け

平成 13 年度から平成 19 年度までに財政融資資金特別会計から直接引き受けた財投債の管理・運用（満期償還まで保有するだけ）を行っている。

（注）財政投融资改革の結果、それまで旧資金運用部から資金供給を受けていた特殊法人等の中で、自ら財投機関債を発行して必要資金を市場から調達することが困難な法人等については、財政融資資金特別会計が国債の一種である財投債を発行し、市場から調達した資金をこれらに貸し付ける仕組みとなった。

この財投債の一部を、経過的に郵便貯金や年金積立金等が引き受けることとされたが、現在、新規引受はしておらず、過去の取得分を満期まで保有する管理を行っている。

## ③承継資金の管理・運用(2010 年度(平成 22 年度)で終了)

第 8 章の運用体制の変遷で述べているが、旧年金福祉事業団の時代に旧資金運用部（財政投融资）から借り入れた資金で、一部、自主運用を行っていたが、平成 22 年度に借入金の償還が完了し、終了した。

（注）旧年金福祉事業団時代の運用事業については、借入金の満期償還まで引き継ぐことになり、その運用方法は厚生労働大臣から寄託された資金と合同で、同一基本ポートフォリオに基づいて一体的な管理運用を行っていた。

なお、運用実績については、借入金の償還が完了した平成 22 年度末での累積損失が－2 兆 9907 億円になった。

当該運用で累積損失が生じた要因については、以下のことが指摘されている。

旧年金福祉事業団が実施した運用事業は、GPIF が年金積立金を直接、厚生労働大臣から寄託されて運用する現在の仕組みとは異なり、有利子で借り入れた資金で運用するもので、「逆ざや」の発生リスクがある仕組みであったこと、また、この間、国内株式市場等が低迷したこと、等による。

## (2)年金特別会計で管理する積立金

### ①年金給付等の資金繰り上必要な資金

年金特別会計において、保険料収入等の収納と年金給付費等の支払いの時点のずれによって一時的に資金が不足するため、管理運用法人とは別に、積立金の数%を年金特別会計で管理し、これに対応している。

また、資金繰り上、現金に余裕が生ずる場合などには財政融資資金に預託することができることとなっている。

(注)各特別会計において、支払上現金に余裕がある場合には、これを財政融資資金に預託することができる。(特別会計に関する法律第 11 条、財政融資資金法第 6 条第 2 項)

年金特別会計の積立金は、管理運用法人に寄託するまでの間、財政融資資金に預託することができる。(厚生年金保険法第 79 条の 3 第 2 項、国民年金法第 76 条第 2 項)

### ②財政投融资からの預託資金の償還(2008 年度(平成 20 年度)で終了)

先にも触れたが、2000 年度(平成 12 年度)まで、年金積立金は全額を旧資金運用部に預託することが義務づけられていたため、2000 年度(平成 12 年度)末時点で、約 147 兆円の年金積立金が旧資金運用部へ預託されていた。

この資金は、財政投融资改革によって、旧資金運用部への預託義務が廃止されたことに伴い、2001 年度(平成 13 年度)から 2008 年度(平成 20 年度)までの間に、毎年度約 20 兆円ずつに分けて、財政投融资資金から償還されることとなった。

従って、2008 年度(平成 20 年度)に全て償還されるまでの間は、経過的に、年金積立金の一部が財政融資資金に預託されている状態となり、その間は、この資金に対して財政融資資金から、総計で約 14 兆円の利子が支払われた。

## 8. GPIF における運用のあり方

前章まででわかるように、積立金運用のポイントは GPIF における運用にある。  
そこで、GPIF の運用のあり方に焦点を当て詳しく考察したい。

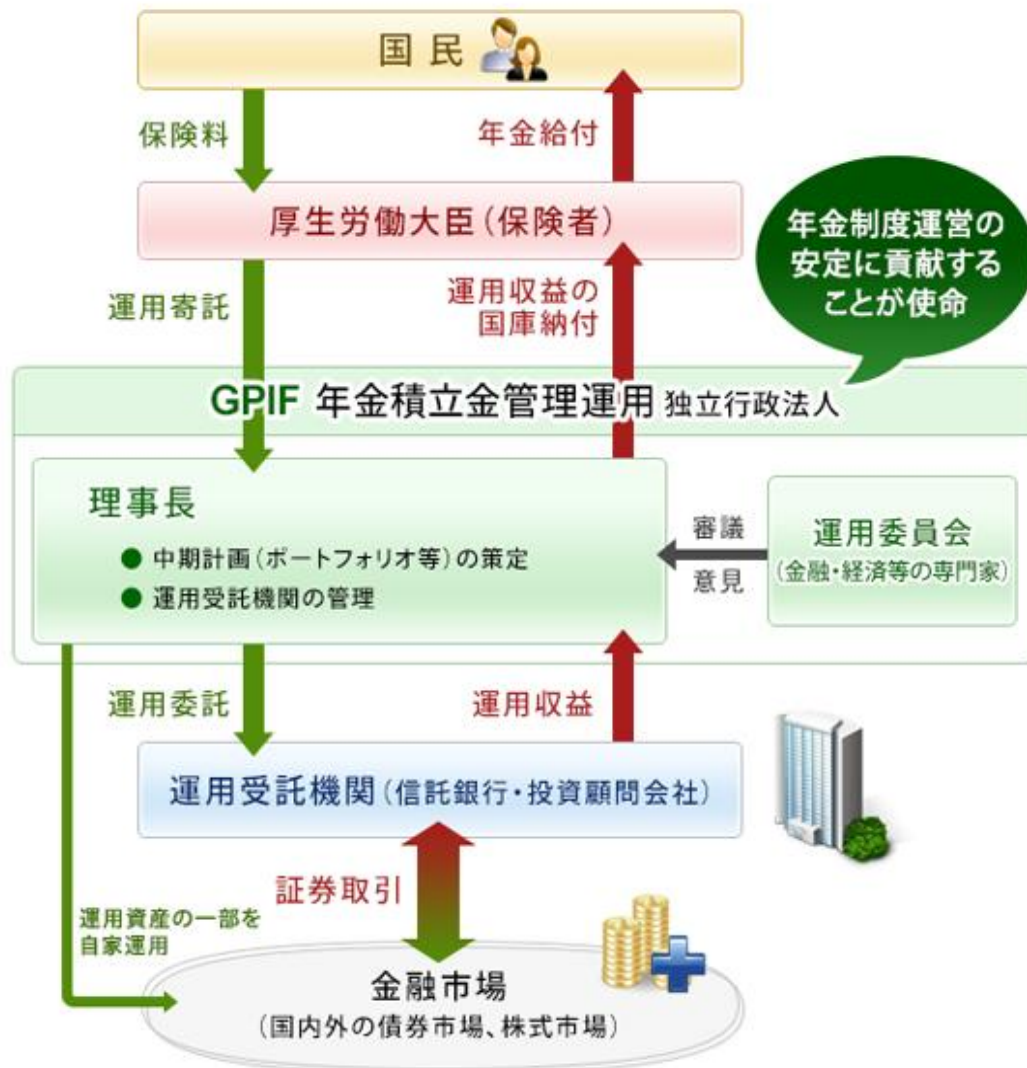
(本章は GPIF のHP 及び平成 26 年度業務報告書の内容を整理し、記述した。)

### (1) GPIF での運用実施の枠組み

GPIF における積立金の運用実施の全体の枠組みは以下の様になっている。

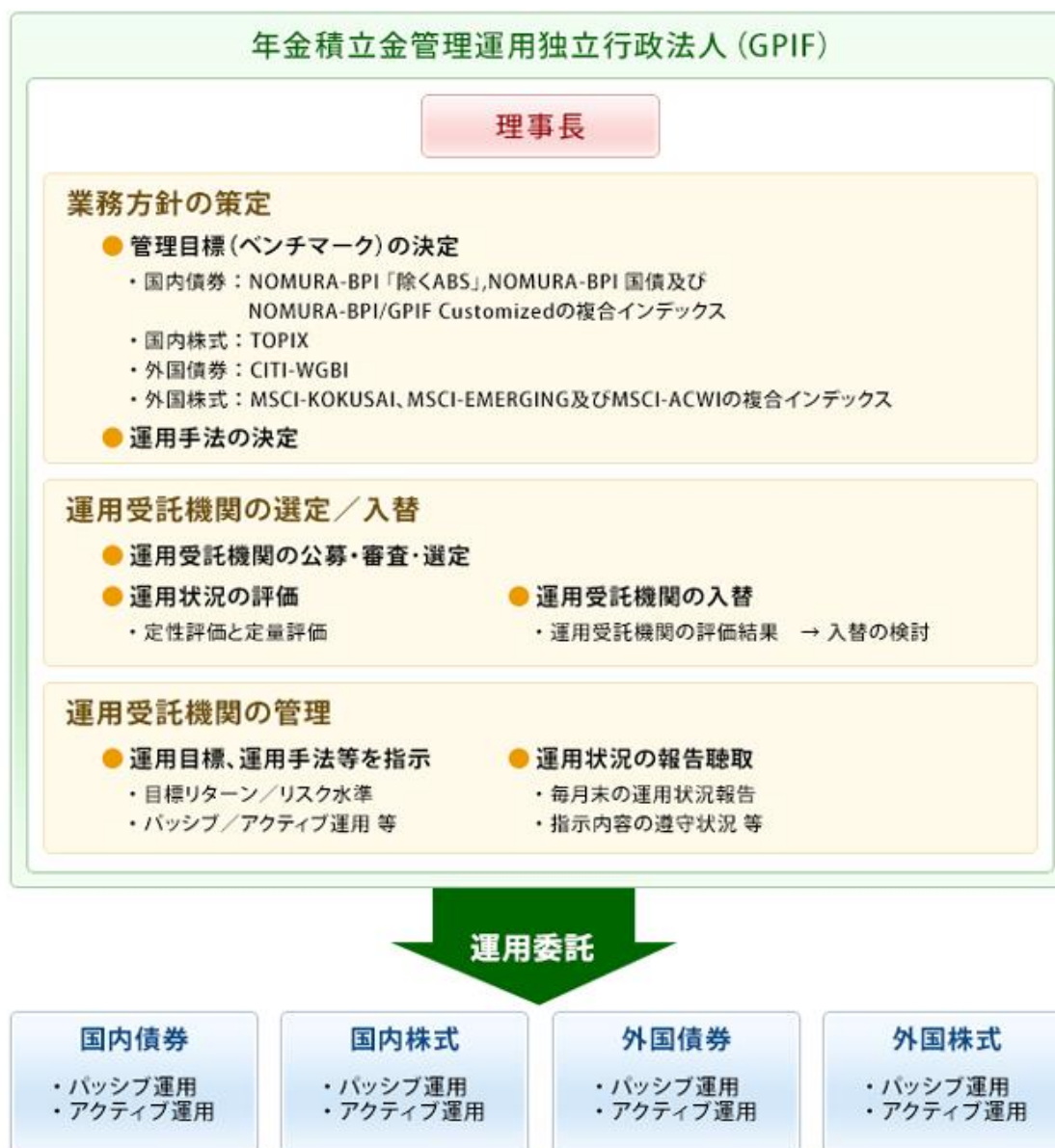
- ・厚生労働大臣が、GPIF が達成すべき業務運営の目標として、中期目標を定め、GPIF に年金積立金を寄託する。
  - ・GPIF は、中期目標に掲げられた目標を達成するための具体的な計画として、自ら中期計画を策定する。
- 
- ・中期計画の中では、(1) 運用の基本方針、(2) 長期的な観点からの資産構成割合 (基本ポートフォリオ) の策定、(3) 遵守すべき事項などを定める。
  - ・GPIF は、中期計画に従って、専ら被保険者のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に、基本ポートフォリオに基づいた管理運用業務を行う。
- 
- ・運用の実施は、自家運用分を除き、GPIF が内外の運用機関を評価して選んだ運用機関 (信託銀行及び投資顧問会社) に寄託資金を運用委託する。
  - ・GPIF は定期的にそれらの運用成果を評価し、委託運用機関の見直し等を行う。
- 
- ・GPIF には、経済・金融に関して高い識見を有する者などのうちから厚生労働大臣が任命した委員で組織する運用委員会を置かれている。
  - ・運用委員会は、中期計画等を審議するとともに、運用状況など管理運用業務の実施状況の監視を行う。
- 
- ・運用で得られた収益を国庫に納付することにより、厚生年金保険事業及び国民年金事業の運営の安定に資する。

図表 23: GPIF における運用の枠組み(その1)



(出所) GPIF のHP

図表 24: GPIF における運用の枠組み(その2)



【信託銀行・投資顧問会社】

※国内債券パッシブ運用等の一部を自家運用しています。

(出所) GPIF のHP

(注) GPIF が運用委託している運用受託機関・ファンド数等の状況は次の通りである(平成 27 年 3 月末時点)。

- ・ 信託銀行・投資顧問会社： 37 社 76 ファンド
- ・ 資産管理機関数： 信託銀行 4 社
- ・ 自家運用： 7 ファンド



## (2)GPIF における「基本ポートフォリオ」の位置づけ

運用においては、運用資産の構成割合（ポートフォリオ）が最も重要な要素であることは、第3章の考察でも触れた。

特に、年金資産のような長期的な運用においては、基本となる資産構成割合を決めて、これを維持することが望ましいと考えられている。

GPIF も「基本ポートフォリオ」を定め、それに沿った運用を行っているが、現在の「基本ポートフォリオ」は2014年10月に大幅に変更されたものである。

その変更は、比較的安全な運用からリスクを大幅にとった運用にシフトした内容で、国民の大切な年金原資の行末に大きな影響を与えるものであった。

しかし、それについて、政府が、受益者でありリスク負担者である国民に対して丁寧に説明したとは言い難く、その点で政府は説明責任をきちんと果たしていないと言わざるを得ない。

ここでは、そうした問題意識を踏まえて、運用の根本である「基本ポートフォリオ」の策定の考え方とその変遷を辿り、内在する政策的意図を確認したい。

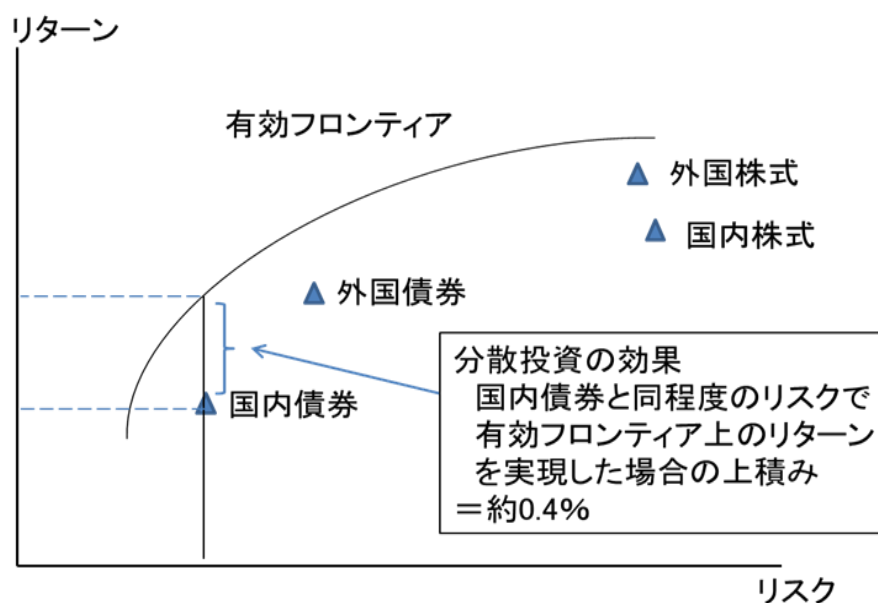
### （長期投資としての基本ポートフォリオの策定）

GPIF での「基本ポートフォリオ」の策定・管理に関しては、厚生労働大臣が定める中期目標の中で、年金積立金の運用目標の一つとして、「長期的な観点からの資産構成割合（ポートフォリオ）を定め、これに基づき管理を行うこと」が要請されており、これを踏まえて策定されている。

（注）「基本ポートフォリオ」は年金基金等の原資の属性や運用する資産市場の特性等を考慮して、適切な手順と方法で策定される。

その策定プロセスは、投資理論の基本である「分散投資」の考えに基づいて様々なリスク・リターン特性を持った運用資産を、「有効フロンティア」等の理論的知見を用いて、適切に組み合わせることで、年金基金が許容できるリスクやその他の条件に照らして最も効率的と考えられる資産構成を選択する。

図表25：積立金運用での「有効フロンティア」と分散投資効果



(出所) 年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) 及び厚労省資料を基に筆者作成

(注) 有効フロンティアは効率的フロンティアともいう。複数の資産を、同じリターンならリスクの最も小さいもの、同じリスクならリターンの最も高いものとなるように最も効率的に組み合わせたものを、X軸（横軸）にリスク、Y軸（縦軸）にリターンをとったグラフ上に描いた曲線のこと。

左上方にいくほどリスクが低く、リターンが高くなり、より効率的な投資ができることになる。

### (3)「基本ポートフォリオ」の改定の流れと経緯

#### ①当初の基本ポートフォリオ（2006 年度開始）

第 4 章で見たように、我が国の公的年金の積立金の運用では、年金財政が要請する「実質的な運用利回り（対賃金スプレッド）」以上の成果を長期的に確保する運用が求められている。

上記を踏まえ、2006 年度に GPIF が運用開始した時の基本ポートフォリオは、2006 年財政再計算で前提となった積立金の運用利回り目標に基づき、年金財政再計算との整合性や長期的な積立金の下方リスクの最小化等にも留意して、「実質的な運用利回り」目標（当時は+1.1%）を上回る利回りを確保するように策定された。

その結果、当初の GPIF の「基本ポートフォリオ」は、国内債券が 3 分の 2 を占める安定的で確実性の高いポートフォリオが選定されている。

この安定確実なポートフォリオのおかげで、リーマンショックの時も比較的小さなマイナスで乗り切ることができ、その時の年金財政運営に大きなダメージを与えずに済んだと言え、ここではそのことを指摘しておきたい。

図表 26: 当初の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 |
|-------|------|------|------|------|------|
| 基本配分  | 67%  | 11%  | 8%   | 9%   | 5%   |
| 乖離許容幅 | ±8%  | ±6%  | ±5%  | ±5%  | －    |

（出所）GPIF「平成 26 年度業務報告書」

## ②基本ポートフォリオの微調整の実施（2013 年 6 月）

第 2 期（2010 年度から 2016 年度までが対象期間）における中期計画では、当初、運用は「安全・効率的かつ確実を旨とした資産構成割合を定め、これに基づき管理を行うこと。その際、市場に急激な影響を与えないこと」とされ、基本ポートフォリオについても、引き続き第 1 期の当初のもので運用を行うこととされた。

しかし、安倍政権が復活し、アベノミクスが開始されると、首相官邸主導の成長戦略の中で、公的年金の積立金の積極活用が日本再生のための投資マネーの原資として、事実上位付けられた。

また、別途議論されていた公的年金の積立金を管理運用する組織体制や運営のあり方についても、大幅な見直しの検討が一層推進されることになった。

（詳細は(C)アベノミクスにおける公的年金積立金の活用に関する政策を参照。）

上記に関する組織体制や運営のあり方等の見直しについては、有識者会議等において早急に検討されることになったが、GPIF の実際の運用においても、厚生労働省より「基本ポートフォリオについて定期的に検証を行い、必要に応じ見直すよう」指導が出され、基本ポートフォリオの変更が行われた。

この時の変更後の基本ポートフォリオは以下のとおりであるが、その変更はこの時点では未だ微修正の域にとどまっていた（変更日：2013 年（平成 25 年）6 月 7 日）。

図表 27: 第2期中期計画中に改定され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 |
|-------|------|------|------|------|------|
| 基本配分  | 60%  | 12%  | 11%  | 12%  | 5%   |
| 乖離許容幅 | ±8%  | ±6%  | ±5%  | ±5%  | －    |

（出所）GPIF「平成 26 年度業務報告書」

### ③現行の基本ポートフォリオへの変更（2014 年 10 月）

2013 年 6 月の微調整以降も、積立金の運用を取り巻く政策的な流れの中で、「基本ポートフォリオ」の見直しを検討する動きが続き、2014 年 10 月末に大幅な変更が行われ、現在に至っている。

繰り返しになるが、現行の基本ポートフォリオは、それ以前に比べるとリスクの高い内外株式の割合が大幅に増えている。

それだけではなく、オルタナティブ投資（ヘッジファンドやプライベート・エクイティ、インフラ不動産等）も全体の 5 %を上限に実施することになった。

図表 28: GPIF の現在の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 |
|-------|------|------|------|------|------|
| 基本配分  | 35%  | 25%  | 15%  | 25%  | 5%   |
| 乖離許容幅 | ±10% | ±9%  | ±4%  | ±8%  | －    |

（出所）GPIF「平成 26 年度業務報告書」

（注）オルタナティブ資産での運用については、リスク・リターン特性に応じて、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式に区分し、資産全体の 5 %を上限としている。

選ばれた基本ポートフォリオの期待リターンやリスク等は下表の通りであり、実質リターンの期待値は、平成 26 年財政検証で設定された「実質的な利回り」+1.7%を上回ることになっている。

図表 29: 基本ポートフォリオの属性(期待リターン・リスク等)

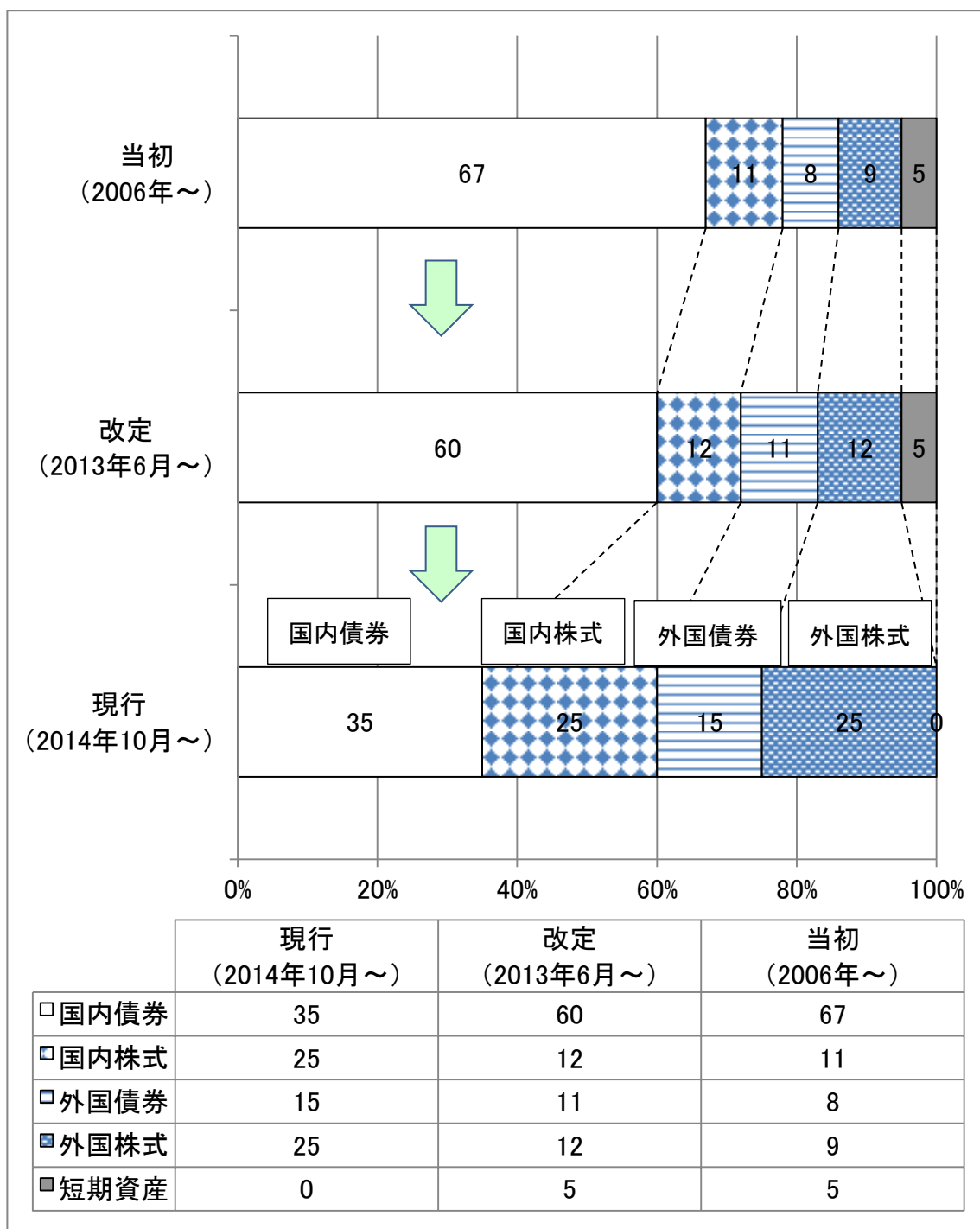
|      | 名目<br>リターン | 実質<br>リターン | 標準偏差<br>(リスク) | 賃金上昇率<br>下回る確率 | 条件付平均<br>不足率 (1) | 条件付平均<br>不足率 (2) |
|------|------------|------------|---------------|----------------|------------------|------------------|
| 経済中位 | +4.57%     | +1.77%     | 12.8%         | 44.4%          | 9.45%            | 11.2%            |
| 市場基準 | +4.08%     | +1.98%     | 12.8%         | 43.8%          | 9.38%            | 11.2%            |

（出所）GPIF「平成 26 年度業務報告書」

（注）条件付平均不足率とはリターンが賃金上昇率を下回る時の平均不足率。(1) は正規分布、(2) はテールリスクを考慮し過去 20 年のデータに一定の仮定を置いた推計値。

以上のような GPIF の基本ポートフォリオの変化を時系列で比較してみると、リスクを取る方向に大きく傾斜してきているのがわかる。

図表 30: GPIF の基本ポートフォリオの変遷



(出所) GPIF の H P 及び「平成 26 年業務報告書」

#### ④アベノミクスにおける公的年金積立金の活用に関する政策の方向

アベノミクス開始後の公的年金の積立金の活用に関する政策指針は、主に次のようなものであった。下線部（筆者加筆）の中に政策的意図が表れている。

##### 日本再興戦略（平成25年 6 月14日）

###### 第Ⅱ． 3つのアクションプラン

###### 一． 日本産業再興プラン

###### 5． 立地競争力の更なる強化

###### ⑥公的・準公的資金の運用等

公的年金、独立行政法人等が保有する金融資産（公的・準公的資金）の運用等の在り方について検討を行う。

###### ○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。

##### 産業競争力の強化に関する実行計画（平成26年 1 月24日）

###### 一． 産業競争力の強化に関する施策についての基本方針

###### （5）立地競争力の更なる強化

###### 公的・準公的資金の運用等の見直し

GPIFを始めとする公的・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等に係る有識者会議の提言を踏まえ、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。その際、GPIFについては、上記有識者会議の提言に盛り込まれた、今後一年を目途に財政検証の結果を踏まえた新たな基本ポートフォリオを決定するなどの内容を含む工程表も踏まえつつ、所要の積極的な対応を行う。

（出所）両方とも首相官邸HP等より筆者作成

## 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 (平成25年11月)

### I はじめに

我が国には、公的年金・独立行政法人等の公的・準公的資金の保有する金融資産が200兆円以上存在する。これまで、これらの法人（＝公的・準公的資金）に関しては、様々な視点から改革が行われてきたが、その資金運用に焦点を当てて総合的・横断的な検討が行われたことはなかった。

こうした中、平成24年12月に成立した安倍政権は、長引くデフレ不況からの脱却と日本経済の再生に向けて、①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略の「三本の矢」から構成される経済政策（アベノミクス）に取り組んでいる。

当有識者会議は、アベノミクスの「三本目の矢」である「民間投資を喚起する成長戦略」として策定された「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、各資金の規模や性格を踏まえつつ、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提言を得るために、経済再生担当大臣の下に設置された。

### II デフレからの脱却を見据えた運用の見直し

#### 2 運用目標・方針

##### ① 国内債券を中心とするポートフォリオの見直し

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、各資金の債務特性に応じ、積立金の取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。

（出所）両方とも首相官邸HP等より筆者作成



#### (4)現行の基本ポートフォリオ策定の考え方

このようにリスクテイクする内容への大幅な変更について、その策定の考え方はどのようなものだったのだろうか。

厚生労働省や GPIF の説明資料からまとめれば、概ね以下のとおりである。

##### ・ 基本的考え方

- ・ フォワードルッキングなリスク分析と長期的な観点で策定する。
- ・ 賃金上昇率からの下振れリスクが国内債券運用のみの場合を超えない。
- ・ 予定された積立額に不足する可能性の大きさを適切に評価する。
- ・ 想定よりも株式等の下振れ確率が大きくなる場合を考慮する。
- ・ 複数のシナリオでの分析・検証を行う。

##### ・ 運用目標（実質利回りの目標）

平成 26 年の財政検証は、積立金運用による「実質的な利回り（対賃金スプレッド）」を、様々なケースを総合的に勘案し、長期的に+1.7%と設定したが、GPIF の新しい（現行）基本ポートフォリオでは、この財政検証を踏まえて、設定された目標である「実質的な利回り（対賃金スプレッド）」の+1.7%を、最低限の運用リスクで確保することとしている。

##### ・ 運用環境の将来シナリオ

運用環境の将来シナリオについては、財政検証との整合性をとりながら、金利上昇シナリオを想定し、長期的に「経済中位ケース」（財政検証のケース E に相当）と「市場基準ケース」（財政検証のケース G に相当）を想定している。

##### ・ ポートフォリオの選択条件

平均的に運用目標を満たすポートフォリオ候補の中から、賃金上昇率を下回る確率が国内債券のみで運用した場合よりも低く、かつ、賃金上昇率を下回った時の平均不足率が最も小さいものが、シミュレーション分析等を経て、最終的に選択された。

今回の基本ポートフォリオは、以上のような考え方・手法による分析と検証を経て、「最適解」として選ばれたものであるが、その内容を改めて見てみると、政策的な方向付けに沿って、実に巧妙に作りあげられたように見える。

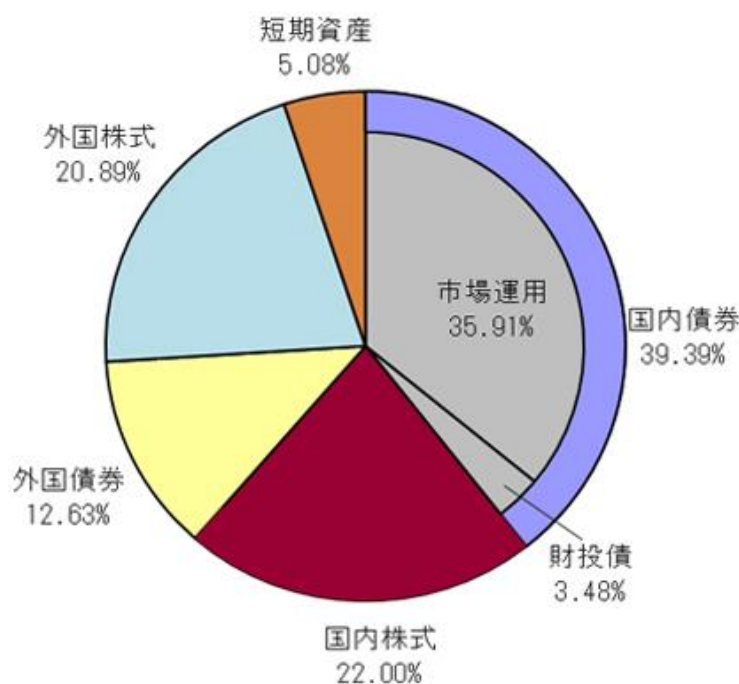
その策定が論理的で納得性のあるものだったとしても、そのできあがり、国民の老後の年金原資を高いリスクに晒すようなポートフォリオとなっていると言わざるをえない。

ちなみに、基本ポートフォリオ変更後の実際の運用資産構成を確認すると、2015 年 3 月末で、国内株式が約 22%、外国株式が約 21%に増えている一方、国内債券（市場運用分）は約 36%にまで減っている。

（注）新基本ポートフォリオの策定過程等における問題点については、例えば、「年金情報」（2015. 12. 21）の P 5～P 9を参照。

株式市場では、GPIF はその運用資産額および売買金額の巨大さから「(池の中の)クジラ」と呼ばれている。

図表 31: GPIF の実際の運用ポートフォリオ(2015 年(平成 26 年)3 月末時点)



（出所）GPIF のHP

（注）年金積立金全体における構成割合で、特別会計で管理する分を含む。

## 9. 終わりに

まとめとして、本稿で行った分析・考察を基にした幾つかの提言、残された今後の分析課題を述べたい。

### (1)政策的な意図による運用リスク拡大への疑問

本稿で繰り返し考察してきたように、国内債券中心の比較的安全な運用から、内外の株式等の割合を大幅に高めた現在の積立金の運用は、かなり高いリスクを内在したものである。

そして、今後の積立金運用に関する政策の方向性をみると、さらに、オルタナティブ投資等のより複雑で高いリスクを内在した運用へのシフトを進めていこうとしている。

(注) オルタナティブ投資（ヘッジファンドやプライベート・エクイティ、インフラ不動産等）では、既にインフラ投資に 700 億円超に急拡大している・さらに、海外のハイイールド債やエマージング国債へも行われつつある（新聞報道による）。  
公的年金の積立金運用に関する昨今の政策の方向については【参考 3】も参照。

なぜ、こうした方向に公的年金の積立金の運用が向っているのかについて、今一度整理すると、

- ① 少子高齢化が進む中、厳しさを増す年金財政を維持していくために、積立金の運用で大きな収入を確保することに頼らざるを得ないことに加え、
  - ② アベノミクスの中で、公的年金の積立金の積極活用が成長戦略の一つとして位置付けられ、積立金の管理・運用の大幅な見直しが推進されていること、
- の 2 つが要因としてあげられる。

このうち、②については、国民の年金原資を政策的・裁量的に使おうとするものであり、問題がある。

運用の世界では、『フリーランチは無い』（ローリスクでハイリターンの運用は基本的にありえない）ことから、ポートフォリオの期待リターンを高めるためには、おのずとリスクの高い資産構成にシフトせざるを得ない。

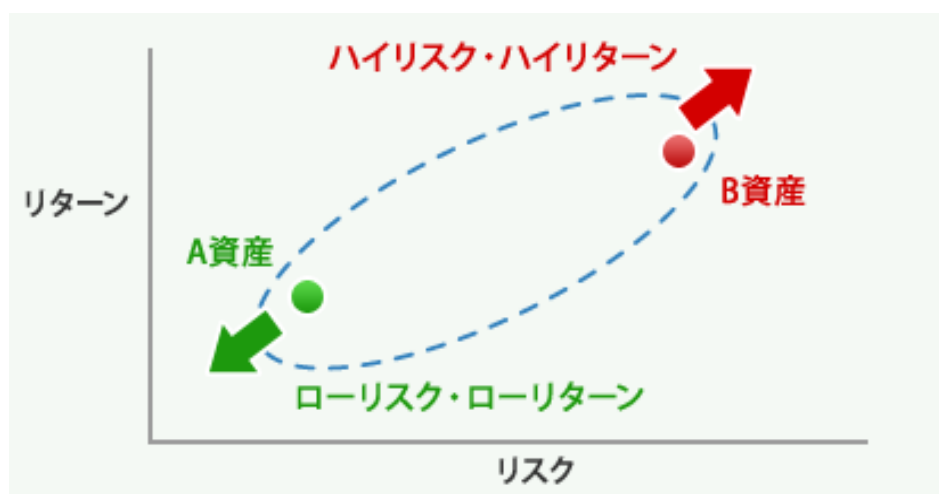
そして、さらにその方向へ傾斜して行けば行くほど、益々、リターンは高いがリスクも高い資産や投資手法での運用を増やしていくことになる。

そうなれば、事前に机上で描いた運用成果の絵柄とは逆に、大きな損失を被る可能性もより一層高くなる。

また、リスクの代償として期待されるリターンは、あくまで過去データ等に基づいて、統計学的に確率論等を用いて想定されたものであり、未来において、実現する値がどのようなものになるかは不確実であることも忘れてはならない。

（注）運用資産のリスクとリターンにはトレードオフの関係がある。一般的に、リスクの小さな資産はリターンも小さく、リスクの大きな資産はリターンも高い。  
リスク無しではリターンは得られないことを『フリーランチは無い』という。

図表 31: 運用における資産のリスクとリターンのトレードオフ



（出所） GPIF の H P

ここで一度、我が国の公的年金の積立金運用の原点に立ち返ってみたい。

そもそも、積立金の運用については、法律において、将来の年金給付を確保するため、「長期的な観点から安全かつ効率的な運用」が規定されている。

公的年金の積立金の運用について規定している法律の条文には、

- ・「積立金の運用は、専ら被保険者のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行う」（厚生年金保険法及び国民年金法）
- ・「運用は、安全かつ効率的に行わなければならない」（年金積立金管理運用独立行政法人法）

と定められており、「安全性」と「効率性」の要素が掲げられている。

翻って、現状の運用内容や昨今の見直しの方向性をみると、「安全性」よりも「効率性」の追求に傾斜しすぎているように思われる。

本稿での考察を踏まえれば、積立金の運用に関する現在の政策的な方向性に対して、公的年金の受益者でありリスク負担者でもある国民として、かなりの懸念と疑問を持たざるを得ない。

第5章で考察したように、万一、公的年金の積立金運用が想定通りに成果があらなかった場合、結局、我々国民が、保険料の引き上げか年金給付の削減という形で、その代償を払わざるを得なくなる可能性があることを考えると、少なくとも、現行以上のリスク運用への傾斜は控えるべきである。

積立金の目的は国民の将来の年金給付を確保することにあるのであり、政府の時々々の経済政策や株式等の金融市場底上げのために用いるのは筋違いである。

積立金運用における政府の社会的・経済的責任は極めて重いことを肝に銘じるべきである。

## (2)公的年金の運営受託者としての政府の説明責任

政府の社会的・経済的責任という点にも関連するが、積立金の運用に関する公的年金の運営受託者としての政府の説明責任の問題を指摘したい。

一昨年度から昨年度にかけての一連の基本ポートフォリオの変更に関して、例えば、積立金の運用をどこまでリスクに晒すことが許容されるか等について、行政当局に加えて一部の学者・専門家による検討が進められて決定されたが、そこでは必ずしも異なる立場か様々な議論が十分に尽くされたとは思えない。

さらに、より問題なのは、公的年金制度の受益者であり負担者である国民に対して、運用の変更について明確な説明がなされたとは言い難いことである。

公的年金制度について、喩えて言えば、国民は「委託者」であり、政府に制度の運営を委託しており、政府は「受託者」であり、制度の運営を国民から受託していると言える。

そこには、年金基金の理事や運用機関に課せられているのと同様な「受託者責任」が存在していると思われる。

政府が公的年金の制度運営の「受託者責任」を果たす上での基本的義務のひとつとして、国民への丁寧かつ十分な説明が行われなければならない。

繰り返しになるが、積立金の運用がどのように行われており、それが想定通りに首尾よく行くかどうかは、年金の領域だけにとどまらず、医療・介護も含めた社会保障の政策運営やひいては国家財政に多大な影響を及ぼす。

その意味でも、公的年金の積立金運用の舵取りは、国民に十分な説明責任を果たした上で、慎重に行われるべきである。

### (3) 組織・ガバナンス問題と今後の分析課題

本稿では、積立金運用のリスクや年金財政への影響、運用のあり方等に考察の焦点をあてたため、リスク管理の側面についてはあまり考察できなかった。

また、積立金を適切に管理し、安全で効率的な運用を実施していくための組織・ガバナンスに係る論点は、本稿のテーマを超えるため、触れなかった。

しかし、運用とそれを実行する体制の問題は表裏一体であり、現在、政府によって進められつつある GPIF の改革問題でも、運用と並んで組織・ガバナンス面の抜本的な見直しが検討されている。

ちなみに、約 140 兆円を運用する最大の GPIF の人員は約 80 人にすぎない上、常勤の運用の専門家も多くない。

また、独立行政法人であることから、法制上、運用責任は理事長一人に集中しているという問題もある。

(注) 海外の公的年金基金は、例えば、カナダ年金制度投資委員は運用資産約 8 兆円で人員が 490 人（2009 年 3 月末時）、ノルウェー政府年金基金（GPF-G）は約 30 兆円で 217 人（2009 年 5 月末時点）である（厚生労働省資料による）。

以上のような問題点を鑑みると、運用の中身を変えることもさることながら、時の政治や政策に左右されない、組織として専門性が高く、信頼できる管理運用体制を築くことが大事と言えよう。

この積立金運用における組織・ガバナンスに関する諸問題の分析・考察は、本稿で残された今後の研究課題としたい。

(注) 公的年金の改革に関して、当初、厚生労働省が来年度からの実施を考えていた、GPIF 自身による株式の直接的な自主運用は、少なくとも 3 年間「待った」がかけられることになった（日本経済新聞の 2016 年 2 月 18 日報道等による）。  
政府による民間企業の支配や介入につながるのと当初からある反対意見に加え、株式変動リスクが大きくなり、市場の大幅な動揺が続く中、さらに運用リスクを高めるような規制緩和は好ましくないとの声が強まったためである。

## 補論・参考文献等



## (補論1)市場インデックス(ベンチマーク)リターンとの比較

市場運用するファンドの運用実績の評価は、そのファンドが投資対象とした市場や資産ごとの平均的リターンを示す指標（市場インデックス等）をベンチマークとして、それと比較し評価することを基本とする。

資産別に収益率をベンチマークと比較すると、外国債券はわずかにベンチマークを上回ったが、国内債券、国内株式、外国株式はいずれも下回っている。

このことは、GPIF から積立金運用を委託され、実際に運用する運用機関の運用成績が、おしなべて市場インデックス等よりも悪かったことを意味している。

ここで、運用のコストとパフォーマンスの問題点について指摘しておきたい。

資産運用の手法には、大きく分けてアクティブ運用とパッシブ運用があるが、アクティブ運用とは、運用機関が市場インデックス等のベンチマークを上回るパフォーマンスをあげることを目指し、ノウハウ・スキルを駆使して、運用する手法で、その対価として、運用委託者（資金の出し手）である年金基金等が、運用受託者（実際に運用する者）である運用機関（ファンドマネージャー）に支払う手数料（報酬）は高めとなる。

一方、パッシブ運用は、市場インデックス等の動きに追随し、それと同じパフォーマンスを確保する手法で、金融工学を活用したコンピューターによるオートマチックな運用が可能で、対価である手数料（報酬）は低めとなる。

市場インデックス等のベンチマークを上回る成果をあげるべきアクティブ運用が市場インデックス等を下回っているということは、相当程度の高い報酬を支払っているにもかかわらず、それに見合うだけの成果がその運用から得られていないことを意味している。

これはアクティブ運用に運用委託する上での問題点の一つである。

ちなみに、過去の実績データに基づく幾つかの実証分析の結果では、アクティブ運用ファンドのうちの半分以上は、市場インデックス等に運用結果で負けていることが報告されている。

## (補論2)賦課方式と積立方式

### (賦課方式)

- ①毎年、受給者（引退世代）の年金給付に必要な費用を、加入者（現役世代）からの保険料負担を財源にして賄っていく財政方式。
- ②保険料（率）は受給者と被保険者の人数比に依存する。従って、少子高齢化が進行すれば、人口構成の変化に伴い、保険料（率）は上昇することとなる。
- ③賃金や物価の変動に対しては、賃金や物価の変動に応じて年金額を改定する場合、保険料収入も賃金に従って変動するので、保険料（率）はあまり影響を受けない。
- ④制度の成熟化と人口構成の変化等によって、生涯を通じた平均的な給付額と保険料負担額の比率については、世代による差が生じる。
- ⑤積立金を保有しないので、保険料（率）への金融市場の影響を受けない。

### (積立方式)

- ①将来の年金給付に必要な原資を、加入者（現役世代）のときにあらかじめ保険料で積み立てていく財政方式。
- ②年金給付を保険料と積立金からの運用収入で賄う仕組みであり、将来、受給者や加入者の構成や利回り等が見通しどおりに推移する限り、少子高齢化が進んでも保険料（率）を変更する必要は生じない。
- ③予想した以上に賃金や物価が上昇し、年金額が改定された場合でも、その上昇に見合う積立金の運用利回りの上昇があれば、保険料（率）はあまり影響を受けない。しかし、利回りの上昇が賃金や物価の上昇に及ばない場合、積立不足が生じる。
- ④生涯を通じた平均的な給付額と保険料負担額の比率については、世代による差はあまり生じない。
- ⑤保険料（率）は積立金の運用を通じて金融市場の影響を受ける可能性がある。運用が期待どおりの成果をあげれば、最終的に積立金からの運用収入の分だけ保険料（率）は賦課方式よりも低くなる。

### (補論3)財政投融资について

財政投融资とは、民間からの資金供給にそぐわないが、公共性があり、採算が見込まれる事業等に対して、特別会計を通して国民からの資金等を投下し、事業等を推進し、事業等からの回収金等により資金を返済するという仕組みの、国レベルの投資及び融資活動のことで、裁量的な政策システムと言える。

行財政改革を経て、現在では、財政投融资特別会計国債（財投債）等の主に国の信用に基づいて調達した資金を財源に、国が特殊法人等の財投機関に対し、有償資金を供給し、財投機関はそれを原資として事業を行う仕組みである。

財政投融资の原型的仕組みが出来上がったのは、明治 11 年（1878 年）で、郵便貯金が当時の大蔵省預金部の運用資金として、地方債や特殊銀行の金融債などで運用され、それを通じて産業資金として活用された

戦後、1953 年からは、財政投融资計画として予算とともに策定されるようになり、郵便貯金、厚生年金、国民年金等から預託を受け、大蔵省資金運用部資金として、政府、地方公共団体、特殊法人への投融资が行われるようになった。

その後、その規模を拡大し、「第二の予算」と言われたが、問題も大きかった。

第一に、どんぶり勘定であったため、巨大な金利リスクが存在した。

例えば、高金利の郵便貯金からの資金を（入口）、低利で住宅金融公庫に融資し（出口）、それによって住宅金融公庫は市中より低い金利で国民に融資したが、そこで発生する利率の逆ざやについては、一般会計が金利を補填していた。

また、資金の大きな投入先である特殊法人について、経営が不透明で官僚の天下り先になっていることも問題であった。

財政投融资の原資は、郵便貯金・簡易保険・年金資金の三つであったが、第 2 次橋本内閣で預託廃止が打ち出され、2000 年度末で資金運用部が廃止された。また、年金積立金の関連事業を行っていた年金福祉事業団も廃止された。

それ以降、特殊法人は、財投機関債や国が発行する財投債で得た資金からの融資等により経営を行うこととなり、経営の健全性が求められることとなった。

なお、年金は、2006 年 4 月 1 日に年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が設立され、積立金の管理・運用を引き継ぎ、現在、市場運用を行っている。

#### (補論4)「基本ポートフォリオ」の策定ステップ

運用における「基本ポートフォリオ」策定ステップは概ね次のとおりである。

##### (a) 資金原資の属性の確認

年金基金の運用では、次のような要素を適切に把握する。

- ・ 運用に託す期間（投資期間）
- ・ 原資が制度的に必要とする利回り（予定利率）
- ・ 資金のキャッシュイン&アウト状況（キャッシュフロー・スケジュール）



##### (b) 運用での目標リターンとリスク許容度の設定

(a)を踏まえ、運用での目標リターンとリスク許容度を適切に設定する。

- ・ 目標リターンは予定利率やキャッシュフロー状況等を考慮する。
- ・ リスク許容度は投資家の許容できる損失リスクの程度のこと、運用における重要な制約条件となるが、適切な設定は難しい。



##### (c) 運用する資産市場の特性（リスク・（期待）リターン、相関係数）の設定

- ・ リスクは、過去の長期データから、リターンの標準偏差として算出する。
- ・ 各資産間の相関係数も過去の長期データから算出する。
- ・ （期待）リターンについては、通常、「ビルディングブロック方式」により算出する。これは、過去の実績データから、安全資産（通常、国債）の収益率に対する上乗せリターン（リスクプレミアム）を資産ごとに算出し、「安全資産の予想収益率＋上乗せリターン」として、設定するものである。



##### (d) 「有効フロンティア」の導出

リターン、リスク及び相関係数を使用し、様々な資産の組み合わせの中から、最も効率的な組み合わせを示す曲線「有効フロンティア」を導出



##### (e) 最適な資産構成（基本ポートフォリオ）の選択

目標リターン・リスク許容度を踏まえ、下方リスク等も考慮し、「有効フロンティア」上から、最適な資産構成を「基本ポートフォリオ」として選択する。

## (補論5) GPIF の現行基本ポートフォリオの基礎データについて

### (運用目標 (実質利回りの目標))

給付に必要な流動性を確保しつつ、必要な「実質的な利回り (対賃金スプレッド)」である+1.7%を、最低限の運用リスクで確保する。

### (想定積立期間)

積立金の水準が最も高くなり、その後継続的に低下が始まる前までの 25 年間で想定した。

### (運用環境の将来シナリオ)

フォーワードルッキングなリスク分析を踏まえて、財政検証との整合性をとって、金利上昇シナリオを想定し、長期的に「経済中位ケース」(財政検証のケースEに相当)と「市場基準ケース」(財政検証のケースGに相当)を想定した。

金利上昇後の長期的な実質長期金利は、経済中位ケースで 2.7%、市場基準ケースで 1.9%、物価上昇率は、経済中位ケースで 1.2%、市場基準ケースで 0.9%と想定した。

### (各資産の期待リターン)

国内債券は財政検証における長期金利推移シナリオに基づいた投資期間の平均収益率。

国内株式、外国債券、外国株式は、ビルディングブロック方式により、短期金利にリスクプレミアムを加えたものである。

図表a: 各資産の期待リターン

|      | 国内債券  | 国内株式  | 外国債券  | 外国株式  | 短期資産  | 賃金変化  |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 経済中位 | +2.6% | +6.0% | +3.7% | +6.4% | +1.1% | +2.8% |
| 市場基準 | +2.0% | +5.2% | +3.5% | +6.2% | +1.0% | +2.1% |

(各資産の標準偏差と相関係数)

各資産とも過去 20 年間のデータを用いて推計している。

図表b: 各資産の標準偏差と相関係数

|      | 国内債券 | 国内株式 | 外国債券  | 外国株式  | 短期資産  | 賃金変化  |
|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 標準偏差 | 4.7% | %    | +3.7% | +6.4% | +1.1% | +2.8% |

図表c: 各資産の標準偏差と相関係数

|      | 国内債券  | 国内株式  | 外国債券  | 外国株式  | 短期資産 | 賃金上昇 |
|------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| 国内債券 | 1.00  |       |       |       |      |      |
| 国内株式 | -0.16 | 1.00  |       |       |      |      |
| 外国債券 | 0.25  | 0.04  | 1.00  |       |      |      |
| 外国株式 | 0.09  | 0.64  | 0.57  | 1.00  |      |      |
| 短期資産 | 0.12  | -0.10 | -0.15 | -0.14 | 1.00 |      |
| 賃金上昇 | 0.18  | 0.12  | 0.07  | 0.10  | 0.35 | 1.00 |

(ポートフォリオの期待リターンおよびリスク)

基本ポートフォリオの属性（期待リターンおよびリスク等）は下表の通りである。

図表d: 基本ポートフォリオの属性

|      | 名目<br>リターン | 実質<br>リターン | 標準偏差<br>(リスク) | 賃金上昇率<br>下回る確率 | 条件付平均<br>不足率 (1) | 条件付平均<br>不足率 (2) |
|------|------------|------------|---------------|----------------|------------------|------------------|
| 経済中位 | +4.57%     | +1.77%     | 12.8%         | 44.4%          | 9.45%            | 11.2%            |
| 市場基準 | +4.08%     | +1.98%     | 12.8%         | 43.8%          | 9.38%            | 11.2%            |

(出所) GPIF「平成 26 年度業務報告書」

(注) 金利上昇後の長期的な実質長期金利は、経済中位ケース 2.7%、市場基準ケース 1.9%、物価上昇率は、経済中位ケース 1.2%、市場基準ケース 0.9%と想定している。  
条件付平均不足率とはリターンが賃金上昇率を下回る時の平均不足率で、(1) は統計的な正規分布による推計値、(2) はテールリスクを考慮し、過去 20 年間のデータに一定の仮定を置いて計算したもの。

## 【参考1】

平成27年 3 月26日

### 年金積立金管理運用独立行政法人の投資原則

年金積立金管理運用独立行政法人（以下「G P I F」といいます。）の運用委員会は、G P I Fの投資原則を定めました。

本原則を国民の皆様との約束とさせていただき、運用委員及び役職員は、高い職業倫理に基づき行動してまいります。そして、管理運用体制を強固なものとし、説明責任を果たしつつ、国民の皆様から更なる信頼を得ていきたいと考えています。

#### 投資原則

【1】 年金事業の運営の安定に資するよう、専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目指す。

【2】 資産、地域、時間等を分散して投資することを基本とし、短期的には市場価格の変動等はあるものの、長い投資期間を活かして、より安定的に、より効率的に収益を獲得し、併せて、年金給付に必要な流動性を確保する。

【3】 基本ポートフォリオを策定し、資産全体、各資産クラス、各運用受託機関等のそれぞれの段階でリスク管理を行うとともに、パッシブ運用とアクティブ運用を併用し、資産クラスごとにベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保しつつ、収益を生み出す投資機会の発掘に努める。

【4】 株式投資においては、スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動を通じて被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図る。

以上

（出所） GPIF のHP

## 【参考2】

### 年金積立金管理運用独立行政法人の投資原則についてのご説明

【1】年金事業の運営の安定に資するよう、専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標とする。

○我が国の公的年金制度（厚生年金及び国民年金）は、現役世代の保険料負担で高齢者世代を支えるという世代間扶養の考え方を基本として運営されています。

○一方、少子高齢化が進む中で、現役世代の保険料のみで年金給付を賄うこととすると、その負担が大きくなりすぎることから、一定の積立金を保有しつつ概ね100年間で財政均衡を図る方式とし、財政均衡期間の終了時には給付費の1年分程度の積立金を保有することとし、積立金を活用して後世代の給付に充てるという財政見通しが立てられています。

○この財政見通しで想定されている年金財政上必要な運用利回りを確保し、年金事業の運営の安定に資することが、GPIFの使命であると考えています。言い換えれば、年金財政上必要な運用利回りを確保できないことが、GPIFにおける最大のリスクです。

○しかし、収益を確保するため、むやみに高い収益を追求するような運用を行うわけではありません。あくまでも長期的観点から年金財政上必要な運用利回りを確保することとしています。

○GPIFは、資金規模が約137兆円（平成26年12月現在）に及ぶ世界最大規模の年金運用機関です。GPIFは、被保険者の利益を最優先とし、年金資産の価値保全を図りつつ、市場規模を考慮して投資行動を行います。

○また、株価対策や経済対策のために年金積立金を利用することは絶対にありません。GPIFは、専ら被保険者の利益のために運用することを誓います。



【2】資産、地域、時間等を分散して投資することを基本とし、短期的には市場価格の変動等はあるものの、長い投資期間を活かして、より安定的に、より効率的に収益を獲得し、併せて、年金給付に必要な流動性を確保する。

### 《分散投資》

○「一つの籠に卵を盛るな」という西洋のことわざがありますが、年金積立金の運用に限らず、一般に、大切な資金を安全かつ効率的に運用するためには、特性の異なる複数の資産に分散して投資を行うことが適切であり、効果的であることが国内外の経験則や投資理論から明らかにされています。

○債券や株式のように、収益率の動きが異なる複数の資産に適切に分散して投資を行うことにより、長期的には、同じ収益率を見込む場合でも、収益率の変動幅をより小さくすることができるということです。

○GPIFは、この分散投資を基本とします。

### 《各資産の投資の意義》

○債券投資では、一般に満期に額面で償還されることが期待できます。特に、国内債券は、年金給付に必要な自国通貨での現金収入をもたらす資産であるとともに流動性も高いことから年金積立金運用において重要な資産です。しかし、株式投資に比べれば安全とされている公社債などの債券投資であっても、金利が上昇すると市場価格が下落し、損失が発生します。また、物価や賃金の上昇を下回る金利での運用を続ければ、実質的な価値が目減りしていくことが避けられません。

○株式投資では、一般的に、東証株価指数など市場を幅広く反映する指数で見ると、その収益率は経済成長に連動し、長期的に保有していれば安定的に高い収益を得ることが期待されます。このように、株式投資では、長期に価値向上が期待されるものに投資することが基本となります。しかし、短期的には、様々な要因により「市場価格」と「価値」に大きな乖離が発生することがあります。

○このほか、海外資産への投資では、海外の成長の果実を享受できる一方、為替相場の変動やその国の政治情勢の変化等によっても市場価格が変化します。

○しかし、このような市場価格の変動などを受け入れながらも、長期的には、①変動する市場価格が本来の価値（ファンダメンタル・バリュー）に収れんと期待できること、②様々な資産を併せ持つことによる分散効果などが期待できることなどから、年金財政上必要な運用利回りを確保することにつながると考えています。

### 《長い投資期間を活かした運用》

○例えば、いつでも現金が引き出せる普通預金の金利に比べ、より長い期間運用する定期預金の金利のほうが高いように、一般的には、投資期間が長いほうがより高い収益を得ることができます。

○また、投資期間が長ければ、不利な市場価格での資産売却を避け、有利な市場価格がつくまで待つことができます。

○私たちの年金積立金は、年金制度の財政見通しにおいて、当面は、大きく取り崩す必要がないため、比較的長い期間の投資を行うことが可能です。この特徴を最大限に活かして、より安定的に、より効率的に収益を得てまいります。

### 年金積立金の長期資金としての性格

- ・年金財政については、政府は少なくとも5年ごとに、財政の現況及び見通し（いわゆる「財政検証」）を作成し、その健全性を検証しなければならないとされています。
- ・平成26年6月に公表された最新の財政検証によれば、経済シナリオによって異なるものの、傾向的には、積立金の水準は、しばらく低下したのち、いったん上昇に転じ、概ね25年後に最も高くなった後、100年後に向けて継続的に低下していきます。

- ・このため、積立金の水準が高く、継続的な取り崩しが始まる前まで（概ね25年間）はもとより、その後も取り崩しに支障の出ない範囲内の長い期間の投資が可能であると考えています。

### 《年金給付に必要な流動性の確保》

○GPIFが運用する年金積立金は、国の年金特別会計において、年金給付に必要な資金が不足する場合には、これに直ちに応じなければならないという重要な役割を担っています。

○このため、年金特別会計で必要とされる資金に対応すべく、財政見通しを踏まえ、国内債券の元利金償還金を予め手当てしておくことや、想定外の場合に備えて換金性の高い資産を十分確保しておくことが重要であると考えています。

**【3】基本ポートフォリオを策定し、資産全体、各資産クラス、各運用受託機関等のそれぞれの段階でリスク管理を行うとともに、パッシブ運用とアクティブ運用を併用し、資産クラスごとにベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保しつつ、収益を生み出す投資機会の発掘に努める。**

### 《基本ポートフォリオの策定》

○長期的に運用する場合には、短期的な市場の動向によって資産構成割合を頻繁に変更するよりも、基本ポートフォリオを決めて長期間維持していく方が、効率的で良い結果をもたらすことが知られています。

○このような意味で、基本ポートフォリオの決定は、GPIFにとって最重要の意思決定です。このため、GPIFでは理事長が基本ポートフォリオを含む中期計画を作成・変更するときは、あらかじめ運用委員会の議決を経た上で、厚生労働大臣の認可を得ることとなっています。

○今回の基本ポートフォリオの見直しでは長期的な観点から、年金財政上必要な運用利回りを最低限のリスクで確保することを目標として策定しました。

## 《リスク管理》

- G P I Fにおける最大のリスクは、年金財政上必要となる運用利回りを確保できないことです。一方、日常の運用業務において具体的に管理すべきリスク項目は、多岐にわたります。
- 例えば、投資資産の市場リスク、流動性リスク、信用リスク、カントリーリスクなどだけでなく、運用受託機関や資産管理機関に関するリスクや、G P I Fの運営に関するリスクなど投資プロセスやモニタリングの方法にも及びます。
- これらの管理すべきリスクを、資産全体、各資産クラス、各運用受託機関等について、あらかじめ洗い出し、その上で、その状況を定期的かつ必要に応じて監視します。
- 更に、長期的な投資家として、経済環境の変化や運用の多様化に合わせて新たに管理すべきリスク項目はないか等を常に検証し、柔軟かつ迅速に対処していきます。

## 《ベンチマーク収益率（市場平均収益率）の確保》

- 金融市場では、多様な投資家が、様々な情報を利用し、それぞれの動機に基づき、資産の取引を行っています。特に、情報が十分に行き渡り、多くの投資家によって膨大な量の取引が行われる、長い期間を想定すれば、先にも述べたとおり、その市場価格は割安でも割高でもない本来の価値に収れんすると考えられます。その意味で市場は概ね効率的だと言えます。
- これは、いわゆるパッシブ運用（市場全体の時価の変動を表す指数に連動する運用）を支持する考え方であり、特に、G P I Fのように資金規模が大きく、長期的に運用する場合には有用です。
- 一方、公表された情報であっても投資家に未だ十分に行き渡っていない場合や不確かな情報で市場が過剰反応している場合、あるいは、市場参加者が少ない場合などには、市場価格が割安・割高に放置されている場合があります。

○これは、いわゆるアクティブ運用（市場全体の時価の変動を表す指数から意図的に乖離することで超過収益を得る運用）や、オルタナティブ投資の有効性を支持する考え方です。

○G P I Fでは、パッシブ運用とアクティブ運用を併用し、資産クラスごとにベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保しつつ、投資収益の源泉を十分に検証した上で、収益を生み出す投資機会の発掘に努めます。

**【4】株式投資においては、スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動を通じて被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図る。**

○平成26年2月に金融庁の検討会から「日本版スチュワードシップ・コード」が示されました。スチュワードシップ責任とは、「機関投資家が、投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任」を意味するとされています。

○企業価値の向上や持続的成長を促すことで被保険者のために中長期的な投資リターンの拡大を図ることは、年金積立金の性格からも適切であり、特に国内株式を長期的に多く保有しているG P I Fとして重要です。そうした観点から、スチュワードシップ責任を果たしてまいります<sup>(1)</sup>。

○また、株主議決権の行使については、株式運用は運用受託機関で行っていることなどから運用受託機関の判断に委ねますが、その委託に際し、コーポレートガバナンスの重要性を認識し、議決権行使の目的が長期的な株主利益の最大化を目指すものであることを示すとともに、運用受託機関における議決権行使の方針や行使状況等について報告を求めます。

<sup>(1)</sup> 日本版スチュワードシップ・コード受入れに当たってのG P I F発表参照（平成26年5月30日）

以上の投資原則を実行するため、G P I Fは、その組織を更に整備し、国民の皆様  
の負託に全力でお応えしてまいります。

○投資原則に基づき投資方針を策定したとしても、それを実践する組織にその  
能力がなければ、単なる絵に描いた餅になってしまいます。

○G P I Fは、組織として、高い専門性を発揮し、使命を果たしていくことが  
重要であると考えています。このため、十分な人材を確保した上で、各  
人が自己研鑽に励み、組織の一体感を保ちつつ、一人ひとりの個性と能力  
が発揮されるよう努めます。

(出所) GPIF のHP

### 【参考3】

#### アベノミクスでの公的年金積立金の活用に関する政策指針(抜粋)

##### 日本再興戦略(平成25年6月14日)

##### 第Ⅱ．3つのアクションプラン

##### 一．日本産業再興プラン

##### 5．立地競争力の更なる強化

##### ⑥公的・準公的資金の運用等

公的年金、独立行政法人等が保有する金融資産（公的・準公的資金）の運用等の在り方について検討を行う。

##### ○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。

##### 産業競争力の強化に関する実行計画(平成26年1月24日)

##### 一．産業競争力の強化に関する施策についての基本方針

##### (5)立地競争力の更なる強化

##### 公的・準公的資金の運用等の見直し

GPIFを始めとする公的・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等に係る有識者会議の提言を踏まえ、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。その際、GPIFについては、上記有識者会議の提言に盛り込まれた、今後一年を目途に財政検証の結果を踏まえた新たな基本ポートフォリオを決定するなどの内容を含む工程表も踏まえつつ、所要の積極的な対応を行う。

## 日本再興戦略改訂2014(平成26年6月24日)

### 第二 3つのアクションプラン

#### 一. 日本産業再興プラン

##### 5－2 金融・資本市場の活性化、公的・準公的資金の運用等

##### (2) 施策の主な進捗状況

(公的・準公的資金の運用等について有識者会議の提言を取りまとめ、提言を踏まえた運用等の見直しを着実に実施)

- ・公的・準公的資金の運用等の在り方については、昨年6月に「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」を設置し、昨年11月に、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等に係る提言を取りまとめた。「産業競争力の強化に関する実行計画」(平成26年1月24日閣議決定)では、同有識者会議の提言を踏まえ、「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。」とされたところである。年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)においては、日本政策投資銀行及びカナダの公的年金基金と共同でのインフラ投資の開始や、パッシブ運用における新たな株式インデックスの採用、日本版スチュワードシップ・コードの受入れを決定するなど、提言を踏まえた対応を着実に実施している。

##### (3) 新たに講ずべき具体的施策

金融・資本市場の活性化、公的・準公的資金の運用等の見直しともに、今後の改革の方向性が示されたところであり、これらを踏まえ、改革を着実に進めていく。

##### ii) 公的・準公的資金の運用等の見直し

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は、引き続き、有識者会議の提言を踏まえ、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。



GPIFの基本ポートフォリオについては、本年6月に公表された「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し―平成26年財政検証結果―」を踏まえ、デフレからの脱却、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、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とともに、GPIFは、受入れを表明した日本版スチュワードシップ・コードを踏まえた対応を速やかに実施する(※)。また、基本ポートフォリオ見直しとあわせ、ガバナンス体制の強化を図る必要があり、まずはフォーワードルッキングな観点からリスク管理体制の再構築等を行うことで、より機動的な運用を目指す。さらに、「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）」に基づき、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の整備や、報酬の見直し等による高度で専門的な人材の確保等の取組を速やかに進めるとともに、資金運用の観点から行われた有識者会議の提言を踏まえ、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に加え、年金制度、法人の組織論等の観点から今後の法改正の必要性も含めた検討を行うなど必要な施策の取組を加速すべく所要の対応を行う。

※運用の改革は、専ら被保険者の利益のために行うものである。こうした運用が結果的に成長への投資、ひいては日本経済に貢献し、経済の好循環実現にもつながる。

## 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 (平成25年11月)

### I はじめに

我が国には、公的年金・独立行政法人等の公的・準公的資金の保有する金融資産が200兆円以上存在する。これまで、これらの法人（＝公的・準公的資金）に関しては、様々な視点から改革が行われてきたが、その資金運用に焦点を当てて総合的・横断的な検討が行われたことはなかった。

こうした中、平成24年12月に成立した安倍政権は、長引くデフレ不況からの脱却と日本経済の再生に向けて、①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略の「三本の矢」から構成される経済政策（アベノミクス）に取り組んでいる。

当有識者会議は、アベノミクスの「三本目の矢」である「民間投資を喚起する成長戦略」として策定された「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、各資金の規模や性格を踏まえつつ、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提言を得るために、経済再生担当大臣の下に設置された。

### II デフレからの脱却を見据えた運用の見直し

#### 1 運用目的

安倍政権においては、長期化しているデフレからの脱却を目指し、大胆な金融政策という第一の矢、機動的な財政政策という第二の矢に加え、第三の矢としての成長戦略への取組が進んでいる。当有識者会議は、こうした取組の一環として、各資金の運用に係る検討を行っていることに鑑みれば、日本経済にいかに貢献し得るかを考慮する考えもある一方で、各資金の受託者は、それぞれの根拠法に掲げられた目的（公的年金の場合は、専ら被保険者の利益）に沿って運用することとされている点に留意する必要がある。

こうした中、公的年金の運用については、年金財政・年金制度と密接に関わ

るものであり、国民が最も期待しているのは、現役世代の保険料負担を維持しつつ、将来の年金給付に支障が生じないように、年金財政の長期的な健全性の確保に資することである。被保険者の利益を優先する資金運用は、結果的に、日本経済に貢献することになり、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される。

## 2 運用目標・方針

### ①国内債券を中心とするポートフォリオの見直し

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、各資金の債務特性に応じ、積立金の取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。

### ②収益目標及びリスク許容度の設定

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。

収益目標については、資産と債務の関係を考慮して設定する必要があり、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」につながることになる。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。

(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、フォーワード・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（Ⅲ 2 ①も参照）。

(略)

### 3 ポートフォリオ（運用対象）

#### ①運用対象の多様化

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（Ⅲ 2 ②参照）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。

(注2) 運用の多様化により、ソブリン・ウェルス・ファンドとみなされる可能性もあるが、2008 年に国際的に合意された行動規範（サンティアゴ原則）に従っている限り問題は生じないとの指摘があった。

## 【参考4】

用語解説(企業年金連合会 HP等を基に一部修正して作成)

### アクティブ運用(積極運用)

アクティブ運用とは、市場には非効率な面が残されており、適切に情報を収集し分析すれば市場平均（日経平均株価・TOPIX 等）以上の運用パフォーマンスを実現することが可能であるとの信念のもと、市場平均を上回る超過収益の獲得を目指す運用スタイル。

### インデックス運用

TOPIX（東証株価指数）等の市場のインデックス（指数）の動きに連動する運用成果を目標とする運用手法。この運用手法は、市場が効率的であることを前提に、コストを支払って情報の収集・分析を行い機動的に運用しても、継続的に市場に勝ち続けることは困難であるという考え方に立っている。

インデックス（指数）には、例えば、東証一部上場の全銘柄を対象とする TOPIX や、その代表銘柄 225 種を対象とする日経平均株価（日経 225）等がある。東京証券取引所や幾つかの証券会社・総合研究所等が、国内株式や国内債券といった証券市場全体の収益率推移を表すインデックスを開発している。

### 運用報酬

年金基金等が運用機関に資産運用を委託することによって運用機関に支払う報酬。委託された資産の管理・運用にかかる費用で、その報酬率は、運用スタイルや運用対象資産により異なっている。

### エマージング・マーケット投資

新興成長市場や成長段階の初期に位置する国や地域へ投資を行う手法。現状では、中南米、東南アジア、東欧等がエマージング・マーケットにあたる。急速な経済成長に伴う高いリターンが期待される反面、政治的安定性や急激な資本移動等によるリスクも大きく、ハイリスク・ハイリターンと言える。

## オルタナティブ投資(代替投資)

国内株式、国内債券、外国株式、外国債券等、主として取引所に上場され流動性が高く、従来からの投資対象とされてきた伝統的資産以外の資産に投資すること。

ヘッジファンド、不動産、プライベート・エクイティが典型的な例である。伝統的資産の収益率との低い相関関係や市場の非効率性を利用して超過収益を得ることを目的に投資される。代替資産をポートフォリオに組み入れることにより、リスク分散効果が期待できるとされているが、リーマンショック時の経験から、実際は必ずしも理屈通りではないことが指摘されている。

## 期待収益率

資産運用を行う上で見込まれるリターン。期初の投資価格に対してどれくらいの収益が見込めるかを示したもの。ヒストリカルデータ方式・ビルディングブロック方式・シナリオアプローチ方式という3つの推計方法がある。

## 基本ポートフォリオ(政策的資産構成割合)

年金基金等が中長期で維持すべき基本的な全体の資産配分のことで、政策的資産構成割合とも呼ばれる。

所定の資産・債務の特性や課せられた制約のもとで、運用目標を達成するために、運用の基本方針を資産配分で具現化したものである。

具体的な策定プロセスは、ALMの結果などを踏まえ、各事業主等が効率的フロンティア近辺からリスク許容度の大小に応じ決めることになる。あくまでも中長期的な観点から策定されるものであり、直近の市場動向などに安易に左右されるべきものではない。

## クオンツ運用(システム運用)

企業業績やマクロ経済指標などのヒストリカルデータを計量分析することにより、投資価値や投資タイミングを判断し、ベンチマークを上回る超過収益の確保を狙った資産運用の手法のこと。コンピューターを駆使し回帰分析等の統計処理による計量モデルを用いることが通例である。

### 有効フロンティア(効率的フロンティア)

効率的フロンティアともいう。複数の資産を、同じリターンならリスクの最も小さいもの、同じリスクならリターンの最も高いものとなるように最も効率的に組み合わせたものを、X 軸（横軸）にリスク、Y 軸（縦軸）にリターンをとったグラフ上に描いた曲線。この曲線が左上方にあるほどリスクが低く、リターンが高くなり、より効率的な投資ができることになる。

### 財政方式

年金制度において、将来、支給することとなる年金や一時金などの財源をどのように準備するか、すなわち、掛金をどのように定め、どの程度の積立てを行っていくかを定める基本となる考え方を示したもの。

### インハウス運用(自家運用)

インハウス運用（自家運用）とは、年金資産運用を外部の信託銀行や投資顧問会社等に委託せずに年金基金が自ら行うこと。

インハウスを行う場合にはそれを行えるだけの高いレベルの体制・スキル等が必要である。

### 受託者責任

他者の信託を受けて管理運営にかかわる者（受託者）が裁量権を行使してその任務を遂行する上、当然果たすべきものとされている責任と義務のこと。

一般的に忠実義務・注意義務・自己執行義務・分別管理義務等があるとされているが、なかでも忠実義務と注意義務の2つが重要である。

「忠実義務」は加入者や受給者の利益のためだけに忠実に職務を遂行する義務で、年金の場合、いかなる場合においても、受託者は年金制度の加入者や年金受給者の利益に反する行動をしてはならない。

また、「注意義務」はそれぞれの立場にふさわしい専門家（年金基金の理事や運用機関）がその地位や職責にふさわしい一般的な知識にもとづいて払うべき善管注意義務（善良なる管理者の注意義務）のこと。

## 正規分布(標準偏差)

正規分布は、左右対称の釣鐘型をした確率分布で、山のピークである(平均)期待値と散らばりである標準偏差の2つの情報だけで分布の特定ができる。正規分布の特性は、期待値から左右1標準偏差の間の値となる確率が約68%、2標準偏差の間の値となる確率が約95%、3標準偏差の間の値となる確率が約97%となることである。

将来の投資結果の確率分布を仮定することにより、どのような値がどのような確率で発生するかを事前に想定することができる。投資理論では正規分布を仮定する。

## 相関関係

2つの資産の収益率相互の連動性の関係をいい、相関係数(マイナス1からプラス1の範囲で動く)によって表される。

2つの資産の収益率が同じような動きを示す時は正の相関関係といい、逆の動きを示す時は負の相関関係(逆相関ともいう)という。また、全く関係なくバラバラに動く場合は、無相関という。

相関係数が低い資産を組み合わせると互いにリスクが相殺されることから、単一の資産に比べて、同じ収益率をより低いリスクで狙うことが可能になる。

## デリバティブ(派生商品)

金利・為替・株価等の価格変動に基づいて行う取引やその商品をいう。

その価値が金利・為替・株価等の原資産取引の価格から派生して決まるため、派生商品(デリバティブ)と呼ばれる。取引形態としては、先物、オプション、スワップ等がある。

もともと原資産の価格変動リスクのヘッジ(回避)を主な目的としていたが、デリバティブ自体を対象とする投機や裁定を目的とした取引も行われている。デリバティブの要素を組み入れた運用商品も開発されており、その利用にあたっては、商品内容や仕組みに対する十分な理解やリスク管理が必要である。



## 投資一任契約

投資一任契約は、年金基金等が投資顧問会社に対して有価証券の価値の分析等に基づく投資判断を一任するとともに、当該投資判断に基づき年金基金等のために投資を行うのに必要な権限を委任する内容の契約である。

## 年金 ALM(=Asset Liability Management)

年金制度における資産と債務の総合管理。財政運営や資産運用にあたって、資産と債務の関係を予測・分析し、最適なアセットミックスの選択を行うための手段。

## バリュー・アット・リスク(VaR)

市場リスクの管理手法の一つで、一定の期間と信頼区間のもと、価格・金利や為替などが予想と反対の方向へ動いた場合に、確率・統計学的に予想できる範囲で計測した最大の損失額のこと。下方リスクを捉える指標といえる。

## 標準偏差(ボラティリティ)

散らばりの程度を表す尺度で、散らばりの程度を%表示された収益率のブレとして捉えて、投資リスクを測定する統計量である。

例えば過去の収益率から標準偏差が10%と求められれば、この投資におけるリスクは、過去において平均収益率から平均的に±10%のブレがあったことになる。

## ビルディングブロック方式

資産のリターンをいくつかの構成要素に分解し、個々の要素について予測値を置き、それらの積み上げを行って将来のリターンを予測する推計方式。

リターンを各資産に共通するベース部分（短期金利や国債金利、実質経済成長率等）と資産間の安定的な収益率格差（リスク・プレミアム）などに分解することでリターンの構造が明らかになり、意味付けがしやすい。

リスクプレミアム部分については、ヒストリカルデータ方式に基づき推定するのが一般的である。

## 分散投資

多くの金融資産に投資資金を振り分けることによりリスクを分散させること。資金を一つの手法でまとめて運用するより、株式と債券、国内資産と外国資産等様々な性質の金融商品に投資すれば、それぞれの資産の値動きが分散してリスクが低減され、安定したリターンが得られる。

## ヘッジファンド

主として富裕な個人や機関投資家向けに十分な絶対リターンを狙う目的で組成された法的規制を受けない私的な投資商品（私募形式）。

組織形態としてはパートナーシップであり、投資会社とはみなされないため、運用の際に法的規制を受けず、投資家保護に関する規定も適用されない。

情報開示が不十分で運用の実態は不透明な部分が多い。

株式、債券、為替等の資産に対し、伝統的な運用手法では用いられない手法（例：ロング／ショート手法、裁定取引等）を活用し、またデリバティブを活用して投資元本の何倍ものリスクをとる場合もある。

## ベンチマーク

パフォーマンス評価を行う際、実績収益率と対比すべき基準として用いられる指標で、市場インデックスがベンチマークとして使われることが多い。

ベンチマーク比較とは、市場平均に対して運用結果がどうであったか評価する方法。資産毎に行うこともでき、また、複数資産を運用している場合には、資産構成割合に応じてベンチマークを組み合わせた複合ベンチマークにより、ファンド全体の収益率を比較し評価することもできる。

## ポートフォリオ

ポートフォリオとは、本来「紙ばさみ、書類カバー」を意味するが、資産運用では所有する資産の全体あるいはその組み合わせのことをいう。

通常、リスク分散を考慮して、資産全体を単一資産のみで運用するのではなく、適切な割合で株式や債券など複数の資産を組合せることで、運用の効率性等を高める効果を持つ。

## リスク

「リスク」という言葉は、通常「危険」という意味だが、運用では「危険」＝運用の失敗と言うよりも、むしろ収益のブレ、バラツキを示す。

したがって、リスクが大きいとはリターンの振れが大きいということであり、リスクが小さいとは、リターンの振れが小さいということである。

## リスク許容度

投資家（リスク負担者）が投資を行う際に、最大どの程度までのリスクを取ることが出来るのかを表す尺度のことである。

例えば、5年から20年先などの投資期間の下、一定の確率の下で許容し得る損失額などをいう。

年金基金等のリスク許容度は、制度の成熟度、資産の積立水準、掛金負担能力やリスクテイクの意思等の要因により複合的に決まるので、ALM分析によるシミュレーション等を行いながら総合的に判断される。

## リスクプレミアム

リスクに対する見返りとして、各資産が潜在的に有すると考えられる収益率のこと。安全資産（通常、国債とされる）の収益率を上回るリターン部分を意味する。

## 【参考文献】

- 首相官邸 ホームページ(アベノミクス・成長戦略関係)  
[http://www.kantei.go.jp/jp/headline/seicho\\_senryaku2013.html](http://www.kantei.go.jp/jp/headline/seicho_senryaku2013.html)
- 首相官邸 日本再興戦略（平成25年6月14日）  
産業競争力の強化に関する実行計画（平成26年1月24日）  
日本再興戦略改訂2014（平成26年6月24日）
- 厚生労働省 ホームページ(年金関係)  
<http://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/index.html>
- 厚生労働省 「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し」（平成26年6月3日）
- 厚生労働省 「平成21年財政検証レポート」（平成22年3月）
- 厚生労働省 社会保障審議会年金部会資料「マクロ経済スライドについて」（平成23年9月29日）
- 厚生労働省 社会保障審議会年金部会資料「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」（平成26年3月12日）
- 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)  
ホームページ  
<http://www.gpif.go.jp/index.html>
- 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)  
「平成26年度業務報告書」
- 企業年金連合会 ホームページ  
<http://www.pfa.or.jp/index.html>