

公的年金の積立金の運用について

—直近の運用状況を中心にした考察—

NO. 417

2018年10月9日

日本医師会総合政策研究機構

石尾 勝

公的年金の積立金の運用について

— 直近の運用状況を中心にした考察 —

日本医師会総合政策研究機構 石尾 勝

キーワード

◆GPIF ◆財政検証 ◆マクロ経済スライド ◆実質的な利回り ◆運用リスク
◆期待リターン ◆基本ポートフォリオ ◆定期検証 ◆積立金未達確率 ◆説明責任

ポイント

◇公的年金は医療・介護とともに社会保障の両輪であり、公的年金の運営が危うくなれば、我が国の社会保障運営の土台を揺るがし、医療分野にも少なからぬ影響が生じる。

◇公的年金の積立金の運用は、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)により行われており、その運用の巧拙と成果は「公的年金」における重要なリスク変数の一つと言える。

◇2017年度は、国内債券はマイナス金利政策が続く中、ほぼゼロ利回りであったが、内外の株式市場の上昇等により、良好な運用実績となった。

GPIFの運用全体の収益率は+6.90%、収益額は+10兆810億円で、運用資産額は156兆3832億円(2018年3月末)となった(年金特別会計の管理分含めると161兆8755億円)。

◇市場運用開始(2001年度)からの年平均収益率は+3.12%、累積収益額は+63.4兆円となり、年金財政上必要とされる「実質的な利回り」を上回っている。

ただ、最近の良好な運用成果は、予想外の「トランプ・ラリー」という僥倖による面もある。

◇2017年度末の資産構成割合は、国内債券27.5%、国内株式25.14%、外国株式23.88%、外国債券14.77%で、「基本ポートフォリオ」に比べ、国内債券のアンダーウェイトが大きい。これは、アベノミクス+異次元金融緩和の弊害、さらには基本ポートフォリオ運用の行き詰まりを示していると言える。

◇また、オルタナティブ資産への投資を開始している。当面の対象はインフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産である。

未だ金額的にかなり小さく、収益面の効果を議論出来ないが、今後、本格的にオルタナティブ資産の運用を行うこととしており、留意が必要である。

- ◇「基本ポートフォリオの定期検証」の結果、現行ポートフォリオは、依然として効率的であり、概ね目標利回りを満たし、運用資産残高が年金財政に必要な予定積立金額を下回るリスクは小さくなっている。したがって、現行ポートフォリオは見直す必要はない、としている。
- ◇アベノミクス＋異次元金融緩和政策は今だ道半ばであり、評価は分かれる。そうした中で、公的年金の積立金運用は良好なパフォーマンスをあげてきた。やや皮相的に言えば、安倍政権の経済政策の恩恵を最も享受したのは、公的年金の運用であると言えるが、それで公的年金に内含する制度的な問題点や将来的なリスクが解消したわけではない。
- ◇良好な運用による財政上の「のりしろ」は、将来に向かって確定したわけではないので、「のりしろ」があるうちに、運用リスクを減らした運用を考えていくべきではないだろうか。政府・GPIF は、公的年金の積立金運用について、国民に十分な説明責任を果たした上で、慎重に行っていくべきである。
- ◇来年は、5年に一度の公的年金の「財政検証」の年である。
安倍首相は、「全世代型社会保障」制度の実現を掲げており、公的年金制度についても、働き方改革の内容と合わせて、どのような分析と展望になるのか、大いに注目される。
足元の運用の好調さに寄りかからず、制度運営や財政上の課題、問題点を丁寧に議論し、真の意味で「100年安心」な公的年金の実現に向けて、知恵を絞っていく必要がある。

目次

はじめに(本レポートの目的・構成)	1
第 I 部 我が国の公的年金の基本的仕組み	
1. 制度運営の基本	3
2. 平成 16 年(2004 年)改正での公的年金の財政運営の枠組み	5
3. マクロ経済スライドについて	8
4. 社会保障と税の一体改革関連法等による追加改正	11
5. 積立金の意義と目的	
5. 1. 積立金の意義	12
5. 2. 運用目標と評価	16
6. GPIF における運用の仕組み	
6. 1. 積立金運用の大きな枠組み	18
6. 2. 運用の「基本ポートフォリオ」	20
第 II 部 2017年度の年金積立金の運用実績	
7. GPIF による運用の全体概況	22
8. 運用資産別の運用実績	28
9. オルタナティブ資産の運用	
9. 1. 運用の目的と取組方針	32
9. 2. インフラストラクチャー投資	33
9. 3. プライベート・エクイティ投資	35
9. 4. 不動産投資	38
10. 基本ポートフォリオの「定期検証」の結果と考察	
10. 1. 基本ポートフォリオの「定期検証」とは	40
10. 2. 今回の「定期検証」の結論	40
10. 3. 今回の「定期検証」の主なポイント	41
おわりに	46

補論1. 年金積立金の運用利回りの考え方	52
補論2. 所得代替率とは	54
補論3. オルタナティブ投資とは	55
補論4. 平成30年度計画の変更	56

参考情報・参考文献

参考1. 過去の年金積立金の運用状況	58
参考2. 世界の公的年金ファンドの規模	59
参考3. 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の投資原則	60
参考4. 用語解説	61
参考文献	68

はじめに(本レポートの目的と構成)

公的年金は、医療・介護とともに社会保障の車の両輪である。

もし、公的年金の運営が危うくなれば、それは年金制度の中だけの問題ではなく、我が国の社会保障運営の土台を揺るがし、医療分野にも少なからぬ影響が生じるであろう。

今後、少子高齢化、生産年齢人口比率の低下等がさらに進んでいくと見込まれる中、保険料からの収入だけでは、将来において国民に約束した公的年金の給付水準を確保することは困難である。

そのため、我が国の公的年金の運営においては、約 162 兆円に達する、世界的に見ても巨額な積立金を保有しており（2018 年 3 月末時点）、この積立金からのキャッシュフロー（運用収益の確保、元本の取崩し）により、今後 100 年近くに渡って、年金給付を下支えしていく構造になっている。

従って、この巨額な積立金を、どのように運用して、年金財政面から目標とする運用利回りを確保し、将来世代への安定した給付を支えていくかが、公的年金の制度運営における重要課題の一つであり、このため、公的年金積立金の管理・運用に関する改革についても、継続的に進められてきた。

現在、公的年金の積立金の運用は、年金積立金管理運用独立行政法人（通常 GPIF と呼ばれている。以下、本論の中では、GPIF という。）という特別な機関に、政府が積立金を寄託する形により、行われている。

したがって、公的年金の積立金の管理運用問題は、具体的には、GPIF による運用と管理運営に係る問題である。

GPIF に関する問題は、大きく言って 2 つある。

一つは運用内容に関わるものである。

これについては、アベノミクス・成長戦略の一環として、より積極的でリスクを取った運用にシフトする大幅な見直しが、2014 年度から行われた。

具体的には、運用資産構成の大幅な変更（内外株式等のリスク資産の大幅増加）や投資手法の拡大（オルタナティブ投資やインフラ投資の開始）等である。

もう一つは、それを実行する組織体制・ガバナンス面での改革で、こちらも運用担当理事や投資委員会の設置等、徐々に進められてはいるが、未だ道半ばの状況と言える。

GPIF による運用の巧拙とその成果は、年金積立金の行末に少なからぬ影響を及ぼす可能性があり、その活動自体が「公的年金」の制度運営における重要なリスク変数の一つと言える。

また、巨額の資産運用は内外の金融市場の動向にも大きな影響を与えるため、その市場運用のあり方は社会保障の分野にとどまらず、重要度を増している。

以上を踏まえ、本稿では、GPIF の運用面に焦点をあてた分析と考察を行う。

- ① まず、前提となる公的年金制度について簡単に概観し、GPIF による運用の意義と仕組みを改めて確認する¹（第Ⅰ部）。
- ② それを踏まえた上で、先頃公表された 2017 年度事業報告書を基に、直近の運用実績や運用方針等を把握し、今後に向けて、幾つかの問題点や課題を指摘する（第Ⅱ部）。
- ③ 上記の分析考察を踏まえ、まとめとして、いくつかの指摘と提案を行う。

※本稿の意見に係る部分は筆者の個人見解であり、間違い等は全て筆者の責任である。

¹ ①は、日医総研 WP NO.327 『平成 26 年公的年金の「財政検証」に関する分析』、及び 同 WP NO.365 『公的年金の積立金運用に関する考察（追加分析）』、の一部をその後の制度改正や状況変化を踏まえ修正し、再構成したものである。

I. 我が国の公的年金の基本的仕組み

1. 制度運営の基本

「公的年金」は、平成16年（2004年）に、給付と負担の考え方を大きく転換した改正が行なわれ、現在は基本的にその枠組みで運営されている。

そこで、積立金運用の現状について考察する前に、まず、公的年金の基本的枠組みについて簡単に整理し、現行の制度運営のポイントを確認しておきたい。

我が国の「公的年金」は、いわゆる1階部分の国民年金（基礎年金）と2階部分の厚生年金（公務員等の共済年金は平成27年10月に旧厚生年金と一元化された）から成っている。

国民一般を対象とした公的年金の始まりは、戦時中の昭和17年に創設された労働者年金保険制度の流れを汲んだ被用者年金である厚生年金制度であるが、昭和36年に、自営業者を中心とした国民年金制度の創設により、「国民皆保険」と並ぶ「国民皆年金」が実現した。

当初これらは並立型の制度であったが、その後の産業構造や人口構成の変化等により、次第に国民年金の財政基盤が不安定になるという問題が生じた。

そのため、昭和60年改正において、全国民共通の定額の基礎年金を1階とし、被用者は報酬比例分の2階（厚生年金）を組み合わせる体系へ再編された。

さらに3階として、確定給付企業年金や確定拠出型年金等が設計されている。

制度運営は、「社会保険方式」（加入者が保険料を負担し、それにリンクして受給権を得て給付を受ける）を採用している。

財政的には、基本的に「賦課方式」（高齢者への年金給付に要する費用をその時の現役世代の負担によって賄う）による運営が行われている。

ただ、基礎年金の1/2等に国庫負担が入っていること、さらに、目下、巨額の積立金を保有しており、当分の間は、その運用収益や取崩しによって給付費用を補っていくことになっている点に留意が必要である。

図表1: 我が国の公的年金制度の全体系

(数値は平成27年3月末)

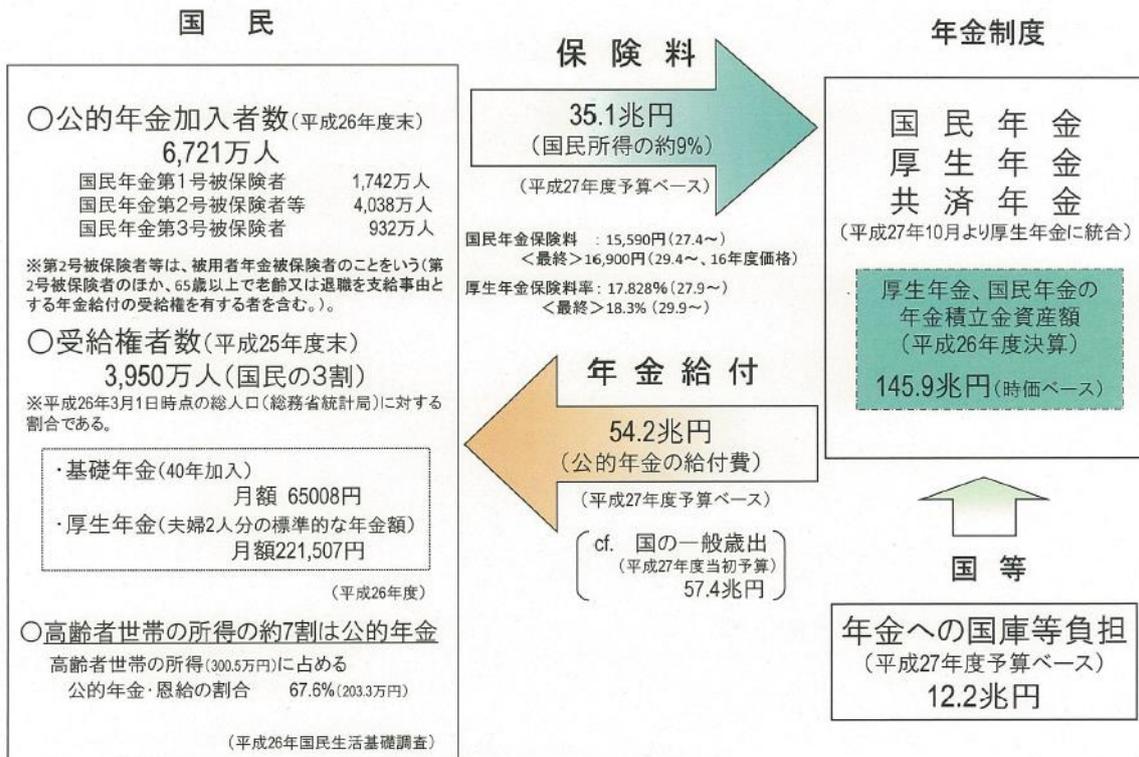


※1 被用者年金制度の一元化に伴い、平成27年10月1日から公務員および私学教職員も厚生年金に加入。また、共済年金の職域加算部分は廃止され、新たに年金払い退職給付が創設。ただし、平成27年9月30日までの共済年金に加入していた期間分については、平成27年10月以後においても、加入期間に応じた職域加算部分を支給。

※2 第2号被保険者等とは、被用者年金被保険者のことをいう（第2号被保険者のほか、65歳以上で老齢、または、退職を支給事由とする年金給付の受給権を有する者を含む。）。

(出所) 厚生労働省資料

図表2: 我が国の公的年金の給付と費用負担の大枠



(出所) 厚生労働省資料

2. 平成16年(2004年)改正での公的年金の財政運営の枠組み

(1)平成16年(2004年)改正による財政運営の枠組み

平成16年(2004年)改正では、概ね100年間で財政均衡を図るという考え方(有
限均衡方式)に立ち、次の仕組みを導入し、年金財政の新たな枠組みを構築した。

○保険料を固定

平成28年度まで段階的に引上げてきた後、平成29年度から、国民年金が定額16,900
円(ただし平成16年(2004年)(2004年)度価格)、厚生年金が保険料18.3%(事
業主と被保険者で折半)で固定されている。

○基礎年金国庫負担の2分の1への引上げ

平成26年度の消費税引上げ(5%→8%)を契機に、これは恒久化された。

○負担の範囲内で給付水準を調整する仕組み(マクロ経済スライド)の導入

マクロ的に負担の範囲内で給付水準を調整する仕組み(マクロ経済スライド)が
円滑に発動され機能すれば、現在の給付額の伸びが抑制され、財政計算上、その
分将来の給付水準を高く確保できる。

しかし、現実はその発動に制約があるため、ほとんど機能発揮できていない。

(この「マクロ経済スライド」の問題については後述する)

○積立金の活用

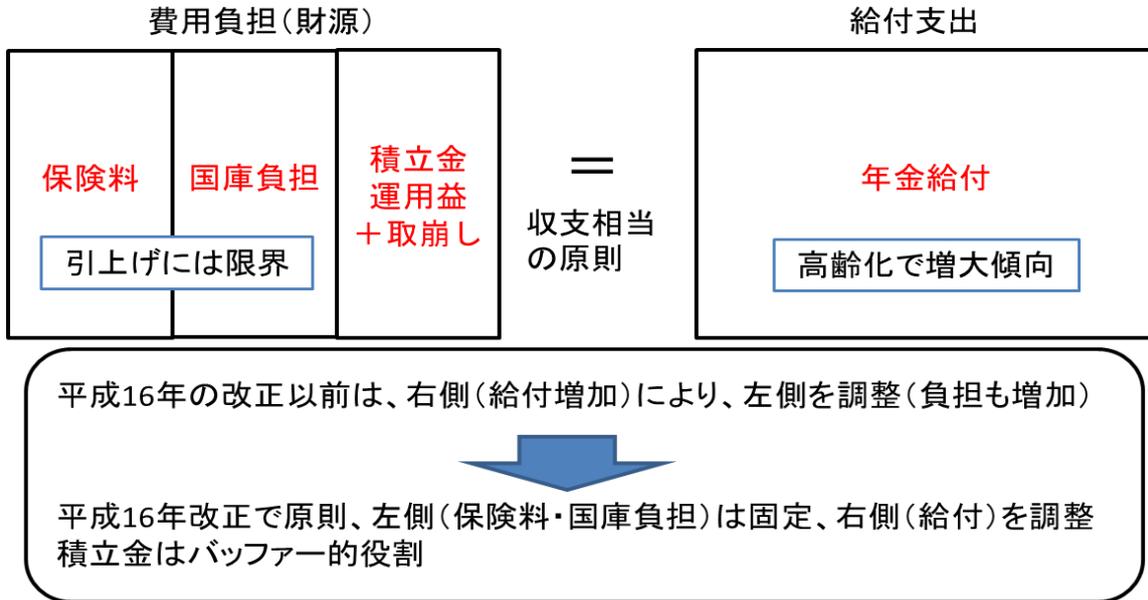
財政均衡期間の終了時には給付1年分程度の積立金を保有し、それまでの間、積
立金を活用し(運用収益と元本取崩)、給付に充てることとし、積立金の意義と積
極活用が明確にされた。

積立金の活用による将来の給付への寄与度は総じて1割程度とされているが、
現行の運営の枠組みにおいて、重要な役割を担っていることは間違いない。

○給付水準の下限を設定

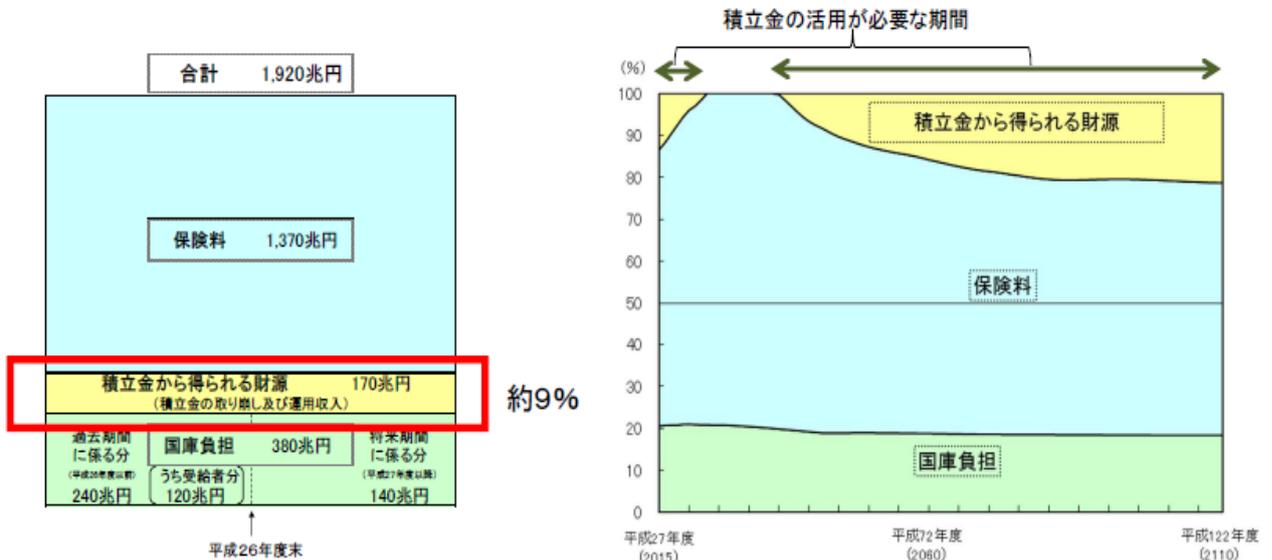
上記のような運営を行うことで、将来に渡り、サラリーマン標準世帯の所得代替
率は50%以上を確保することとしている。

図表3: 公的年金の費用負担(財源)と給付支出の関係(イメージ)



(出所) 筆者作成

図表4: 我が国の公的年金の財政運営と積立金の活用(イメージ)



[前提] 財政検証における人口: 出生中位、死亡中位 経済: ケースE
 物価上昇率: 1.2%、
 賃金上昇率(実質対物価): 1.3%、
 運用利回り(スプレッド対賃金): 1.7%

※おおむね25年後(2040年前後)に、積立金の水準はピークとなり、その後減少していく見込み。

(出典) 平成26年財政検証結果レポート

(出所) 厚生労働省資料

(2)平成26年(2014年)財政検証での将来積立度合(シミュレーション結果の確認)

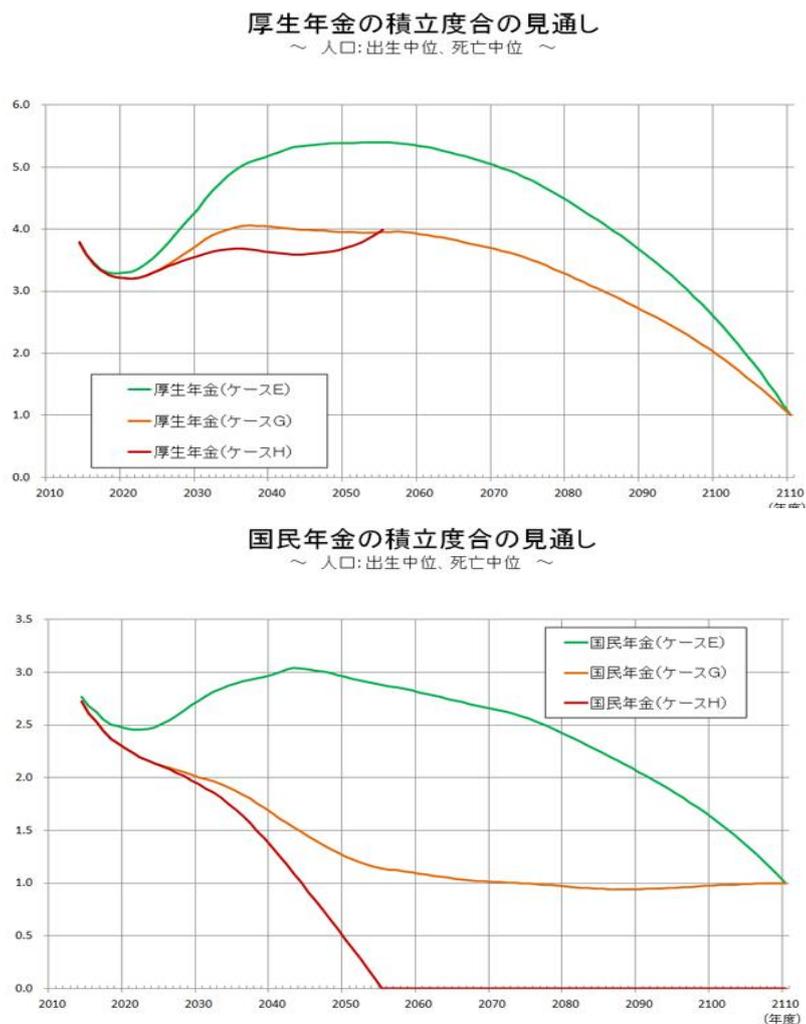
平成26年「財政検証」では、将来の経済シナリオ(前提)別に、公的年金の積立度合のシミュレーションを行っている。

経済が好調なケースEでは、2040年代頃まで積立度合が上昇し、その後、積立金を活用することによって、財政が持続可能となる1で安定する。

しかし、低成長のケースGやケースHでは、積立度合もほとんど上昇せず、ケースHでは、国民年金の積立金が途中で枯渇する(積立度合が0となる)。

また、「所得代替率」でみると、ケースEでは50%を上回るが、ケースHでは35~37%程度まで低下してしまう。

図表5: 公的年金積立度合の将来推移(年間必要給付額に対する比率の推移)



(出所) 厚生労働省資料

3. マクロ経済スライドについて

負担（財源）側の水準を固定して、その範囲で給付を行う運営に変えると、給付側での調整（金額の抑制）が必要となる。その方策として導入されたのが、「マクロ経済スライド」である。

「マクロ経済スライド」のコンセプトは、以下の通りである。

- ① 負担（現役世代の減少による保険料負担力の低下）、
給付（年金受給世代の平均寿命の伸長に伴う給付額の増加）、
の変動分に応じて、
- ② 年金額の改定率（物価や賃金上昇による改定）の引き下げを行い、
- ③ 年金財政の安定均衡を達成するまでの間、給付水準を抑制する。

具体的には、年金給付額の毎年の改定に際して、年金財政の均衡が図られるまでの一定期間の間（給付水準調整期間と呼ぶ）、

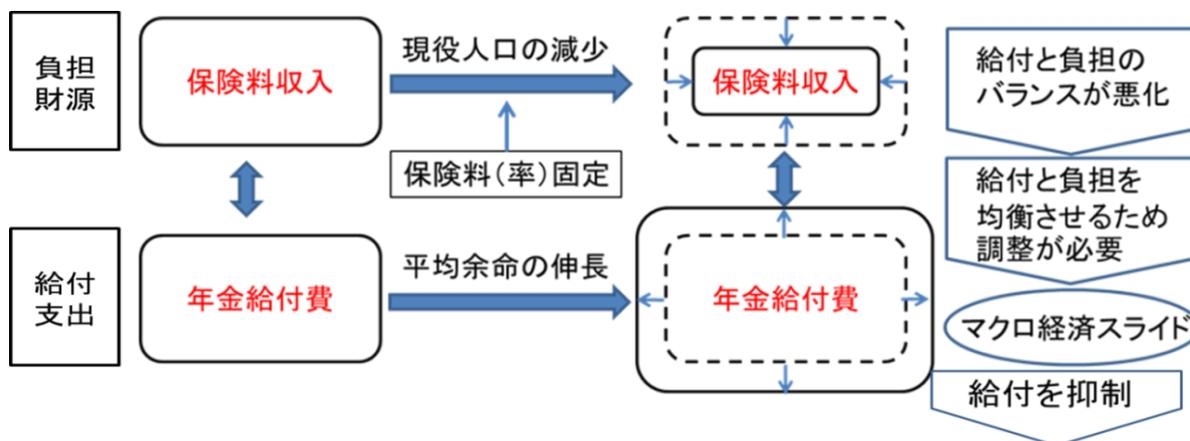
（ア）被保険者数の減少分

（イ）平均余命の伸びの分（今のところ、一定率（0.3%））

の2つを加えた率を元来の改定率から差し引き、給付水準を抑制する。

この結果、給付の絶対額は増えていくが、賃金や物価等の動きと比べた相対的な水準は下がっていく。

図表6：年金給付と保険料収入のバランス変化（イメージ）



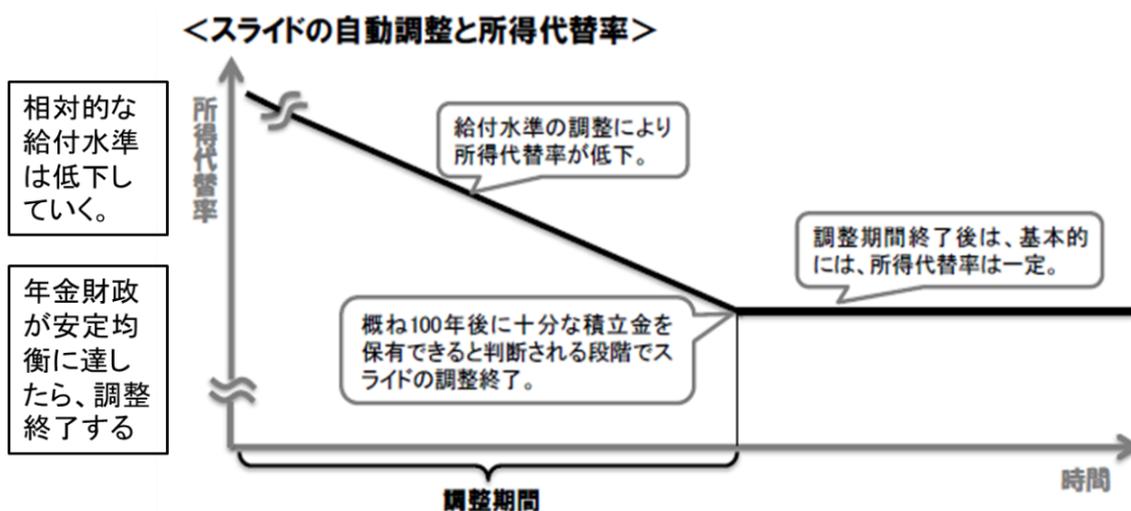
（出所）筆者作成

しかし、この仕組みは、経済のデフレ状態が続いたこと等から、これまで2015年度の一回しか発動されていない。

また、既に受給中の高齢者に配慮し、既存給付額を維持する「名目下限」制約が存在している。

2016年の改正で「キャリーオーバー制」が導入されたため、発動条件は当初より改善されているものの、その機能発揮は依然として不完全であり、年金財政の持続性確保の観点からは、実施ルールのさらなる改善が必要である。

図表7：マクロ経済スライドによる自動調整と所得代替率（イメージ）

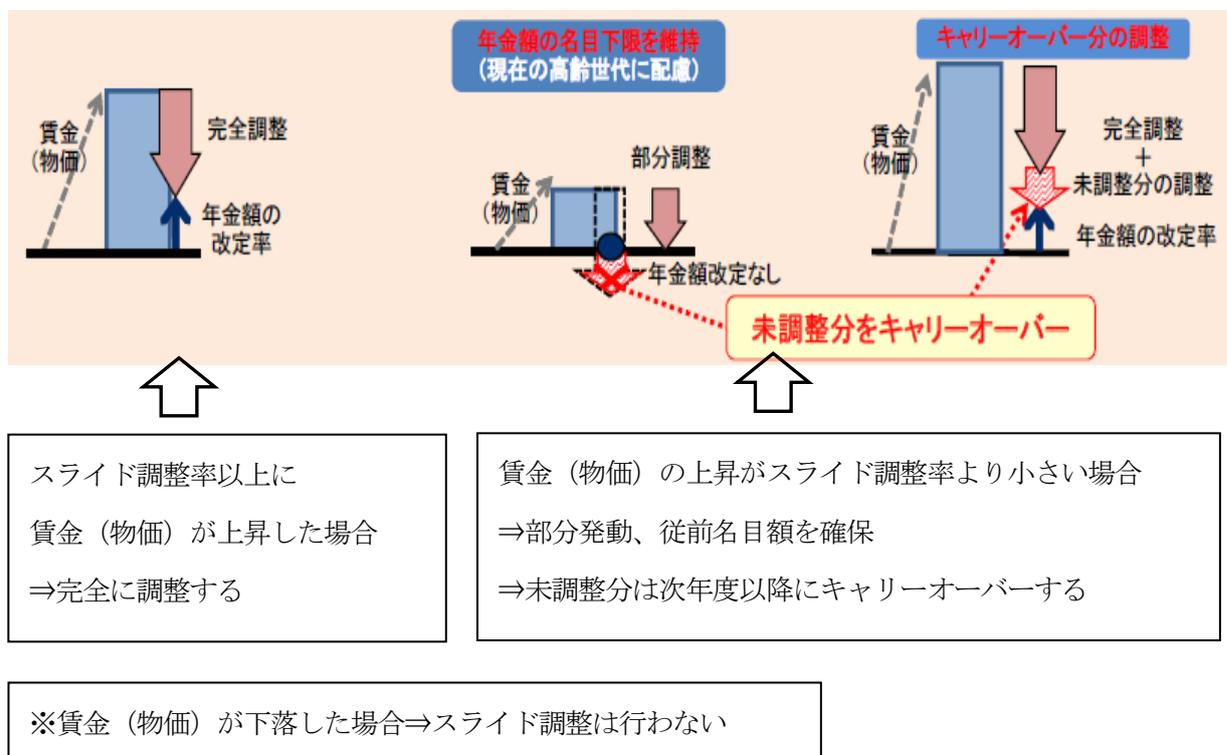


（出所）第3回社会保障審議会年金部会資料（平成23年9月29日）を基に筆者加筆作成

「マクロ経済スライド」の現在の発動ルールは以下の通りである。

- ① 物価や賃金の上昇率が大きくて、マクロ経済スライドによる減少率を上回る場合には、マクロ経済スライドによる給付額の調整改定を完全に行う。
- ② 物価や賃金の伸びが小さく、マクロ経済スライドを完全に行うと給付額が従前の給付額より低くなってしまう場合には、従前の名目額を下限とし、そこまでの減額にとどめ、給付水準を維持する。
- ③ 伸びがマイナスの場合には、物価（賃金）スライドによる給付額のマイナス改定を行うが、「マクロ経済スライド」は実施しない。
- ④ ②で積み残した分は次年度以降に持ち越し、物価や賃金の伸び率が十分に大きくて、上乗せ減額が可能な場合に、上乗せして減額する。

図表8：現在の「マクロ経済スライド」の発動ルール



(出所) 厚生労働省資料

4. 社会保障と税の一体改革関連法等による追加改正

平成16年（2004年）改正以降、社会保障と税の一体改革関連法等により、さらには次のような改正が加えられ、今日に至っている。

○被用者年金の一元化

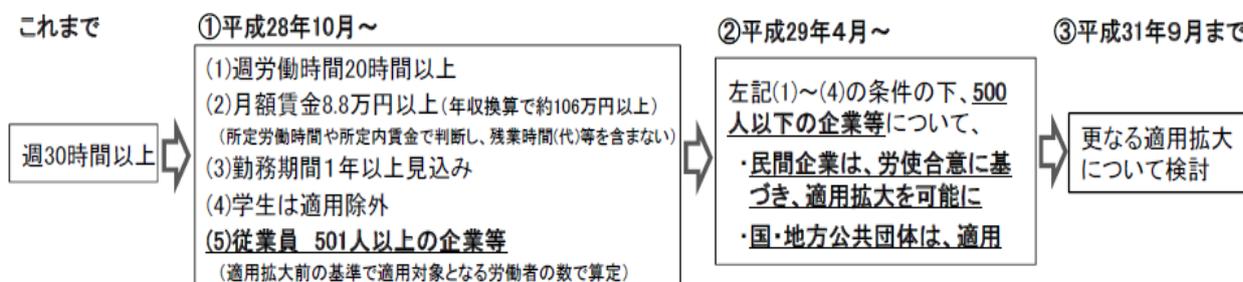
平成27年10月に、厚生年金と公務員等の共済年金の統合が行われ、それまでであった給付面等の格差も調整されることになった。

○短時間労働者への厚生年金の適用拡大

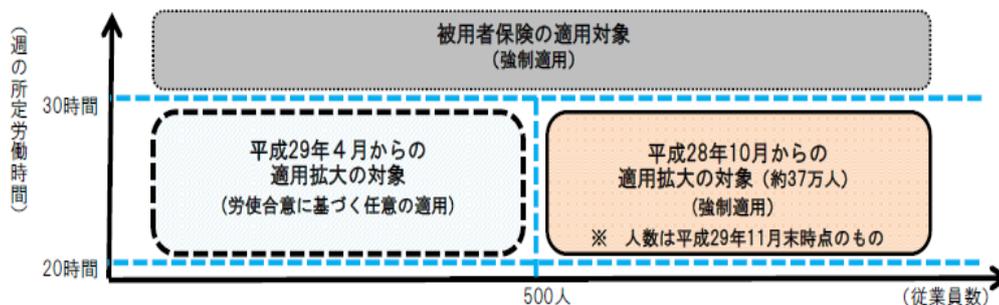
無年金者の拡大や国民年金制度の脆弱化を防ぎ、「国民皆年金」の基盤を強化する観点から、厚生年金の短時間労働者への適用拡大が順次行われている。

平成28年10月からの適用拡大で、約37万人が被保険者となり、その後もさらなる適用拡大が検討されている。

図表9：短時間労働者への被用者保険の適用拡大



<被用者保険の適用拡大のイメージ>



(出所) 財務省資料

5. 積立金の意義と目的

5. 1. 積立金の意義

公的年金の積立金の意義は、「年金事業の安定化」に資することであり、ある程度の規模の残高を確保し、また、それを運用することで、将来の給付支出を支えることである。

5年ごとの「財政検証」において、下記のような観点から、年金事業への貢献・効果を推計し、その意義を確認している。

(1)財政収入への貢献

ここでは、平成26年「財政検証」の将来推計から、積立金の活用が将来の年金収入や年金給付への貢献度を確認しておく。

改めて確認すると、公的年金において、給付を賄う収入面の財源として、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 積立金の運用収入・取り崩し

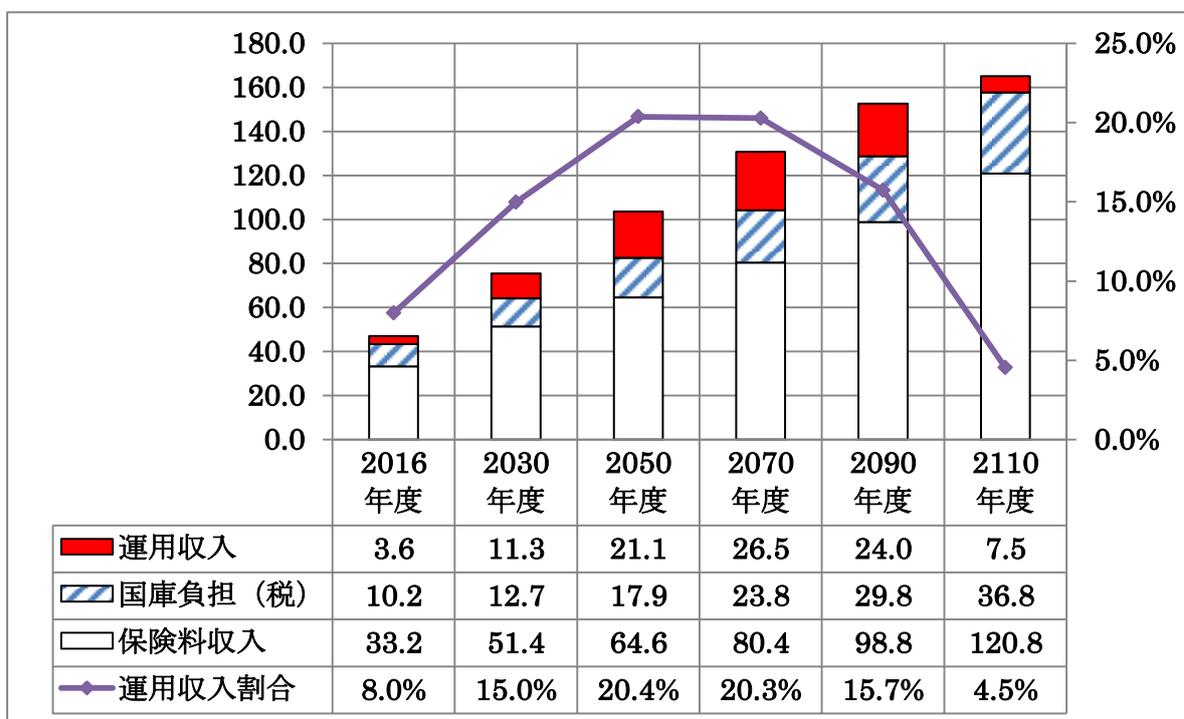
平成26年「財政検証」の将来推計において、公的年金の大宗を占める厚生年金の積立金からの財政収入状況についてみると、2070年（平成82年）頃には、運用で年20兆円台後半から30兆円を確保することになっている。

収入全体に占める割合は、2050年代～2070年代（≒平成60年代～80年代）にかけて2割を超え、国庫負担額（税金等）よりも大きな数字になる。

この数値は、将来推計の前提どおりに物事が進んだ場合に実現するものである点に留意が必要だが、積立金運用の貢献は少なからぬものがあると言えよう。

図表 10: 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

(2)所得代替率の下支え

平成 26 年「財政検証」の将来推計では、積立金を保有せず、完全な賦課方式で運営した場合、「所得代替率」は 2050 年（平成 62 年）頃には 40%程度に低下し、国民への公約である「50%」を確保できないこと示している。

一方、現行方式（平成 16 年改正後の財政方式）で、積立金を保有・運用していく場合には、2100 年度（平成 112 年度）まで、公約の「50%」を確保することが可能になる。

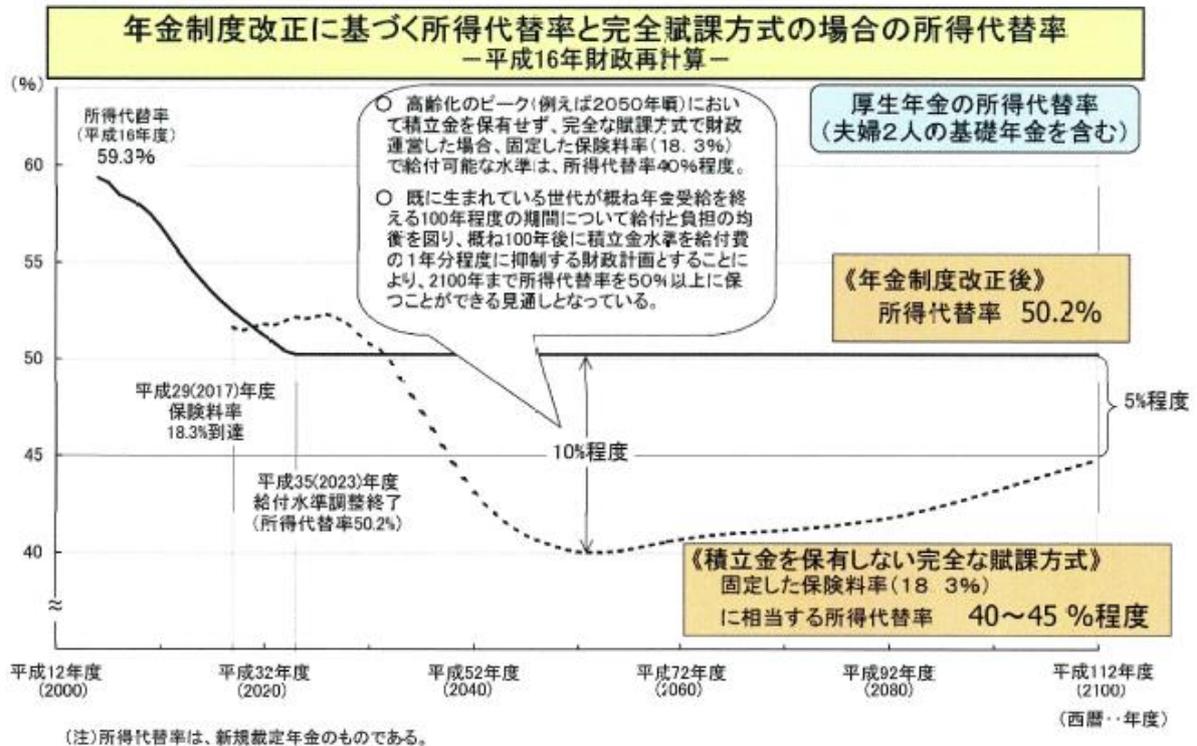
つまり、積立金はその運用によって、将来の国民の年金額を下支えし、公約を守る役割を果たすことになっている。

これは、単なる「希望」や「期待」ではなく、「実現」するものとして計算されているものである。

このことは、逆に言えば、積立金の運用において、もし、財政検証での想定以上の実績を確保できなければ、国民に約束した最低限の給付が賄えなくなる恐れがあるということである。

2014 年度に、アベノミクスのもとで、高いリターンが期待できる積極的な運用スタンスにシフトしたのは、上記のような将来に向かっての年金財政上の事情があるから、とも考えられる。

図表 11: 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」

5. 2. 運用目標と評価

年金積立金の意義と目的は、前節でみたように、「年金事業の安定化」に資することであり、その運用は、年金給付のために徴収された保険料を原資として、長期的な観点から、年金財政上、必要とされる利回りを最小限のリスクで確保すること、が基本となっている。

このため、積立金の運用においては、実質的な利回り目標が「財政検証」において、設定されている。

我が国の公的年金は、基本的に制度設計上、負担も給付も概ね「賃金」に連動する仕組みになっている。

例えば、負担面で、大きな部分を占める厚生年金の保険料は「賃金」に保険料率をかける。また、給付面では、新規受給裁定時に過去の「賃金」を現在価値へ再評価し、給付額を計算する。

さらに、詳細は割愛するが、既存の受給者の毎年の年金額改定においても「賃金」の変化が影響する。

このような仕組みから、積立金の運用では、その運用利回りが賃金上昇率を上回ることが求められる。

5年毎に行われる公的年金の「財政検証」において、将来推計の前提として、年金財政上必要とされる「運用利回りの賃金上昇率に対する超過分（対賃金上昇率スプレッド）」が想定されており、将来の公的年金の運用成果や給付状況は、この数値の実現を前提に推計されている。

従って、実際の積立金の運用実績における「対賃金上昇率スプレッド」が、財政検証で前提としている「対賃金上昇率スプレッド」を上回っているか否かが、GPIFの運用パフォーマンスを評価する基準となる。

なお、厚生労働省の報告書や GPIF の業務報告書では、この「運用利回りの対賃金上昇率スプレッド」を「実質的な利回り」と表現している。

ちなみに、後のページでまた改めて見るが、現在のような市場運用の形になって以降の運用実績は、通算でみて、上記の意味での利回り目標（実質的な利回り）を上回っている。

図表 12: 過去の GPIF の運用実績の評価

	実績値			財政検証での想定スプレッド(実質的な利回り)④	③-④
	名目運用利回り①	名目賃金上昇率②	スプレッド③		
平成 29 年度	6.86%	0.41%	+6.43%	-0.73%	+7.16%
平成 13~29 年度	2.78%	-0.22%	+3.01%	0.14%	+2.87%

(出所) GPIF 2017 年度業務報告書

(注) 財政検証での想定スプレッド(実質的な利回り)は、参考ケース E の数値

6. GPIF における運用の仕組み

6. 1. 積立金運用の大きな枠組み

年金積立金の運用を実際に実行しているのは、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）である。

年金財政に責任を持つ厚生労働大臣が、運用に特化した GPIF に、積立金を寄託して運用する仕組みになっている。

なお、GPIF の組織概要は、図表 13 のとおりである。

公的年金の運用プロセスの流れを簡単に確認すると、以下のようなものである。

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、厚生労働大臣が中期目標を定めて、GPIF に指示する。

GPIF は、その中期目標に従って、運用の「基本ポートフォリオ」を作成し、「基本ポートフォリオ」に基づいて、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、公募により選定された民間の運用機関（信託銀行及び金融商品取引業者（投資顧問会社））への委託を中心に行われている。

GPIF は、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運用管理を行い、委託先の運用機関についてのモニタリングやパフォーマンス評価を行っている²。

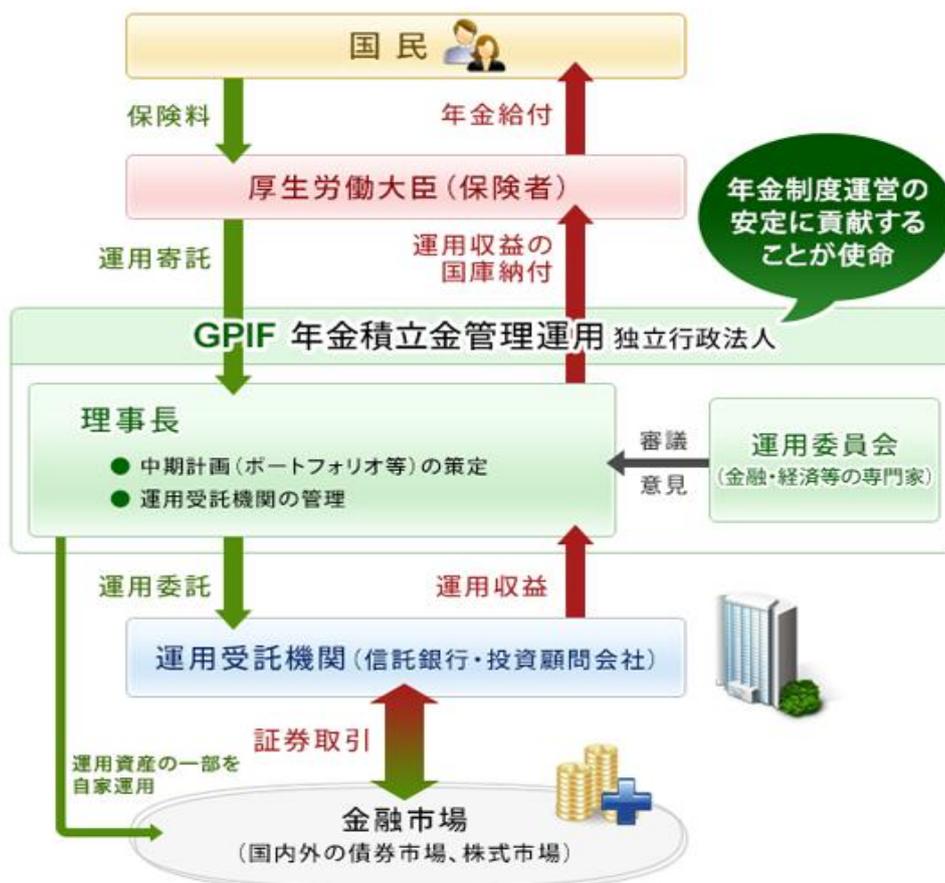
² 寄託資金の一部は、国内債券におけるインデックス運用がインハウス運用（GPIF 自身による直接的な運用）で行われている。

また、平成 13 年度から平成 19 年度まで、財政融資資金特別会計から直接財投債を引き受けており、その管理・運用（満期償還まで単純に保有するだけの運用）も行っている。

図表 13: 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の組織概要

- 役職員
 - 理事長 1 名、理事 2 名、監事 2 名
 - 職員 106 名（常勤職員 106 名（臨時職員を除く））（平成 29 年 4 月 1 日現在）
- 事業の概要
 - 厚生労働大臣から寄託を受けた年金積立金の管理・運用
- 運用委員会
 - ・ 中期計画及び業務方法書の審議、法人が行う年金積立金の管理運用業務の実施状況の監視等を任務とする
 - ・ 委員は、経済・金融の専門家等の学識経験者から厚生労働大臣が任命

図表 14: GPIF における運用の枠組み



(出所) GPIF のHP

6. 2. 運用の「基本ポートフォリオ」

年金運用では、運用資産の構成（ポートフォリオ）が最も重要な要素である。

そのため、年金資産を運用する基金や組織は、ほぼ例外なく、運用の「基本ポートフォリオ」を定めて、それに則って、運用を行っている。

2006年度に GPIF が運用開始して以来、2014年度半ばまで、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、国内債券が3分の2を占める安定的で確実性の高い「基本ポートフォリオ」で運営されてきた。

この安定的で確実なポートフォリオのおかげで、リーマンショックによる積立金への影響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、と言える。

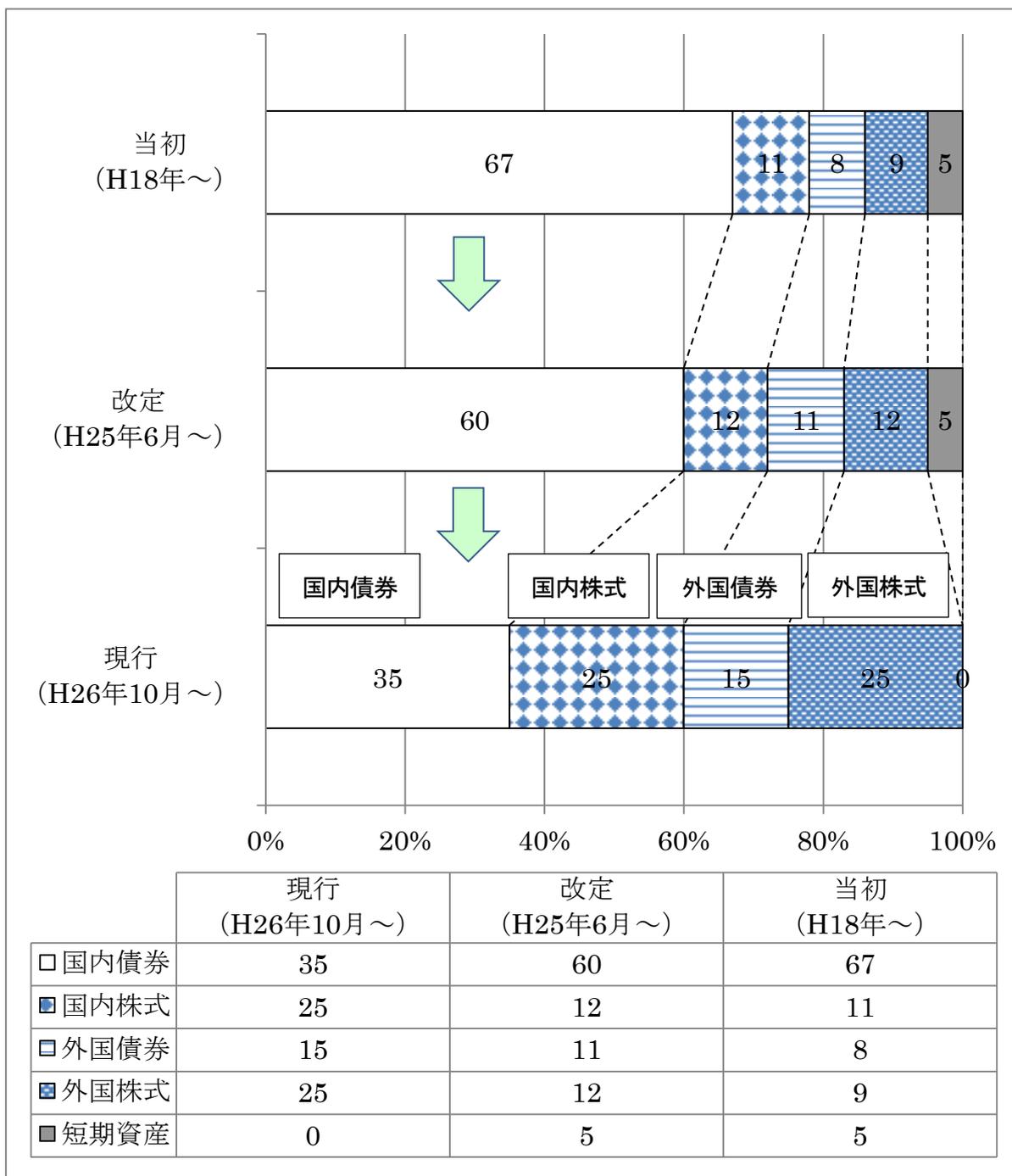
しかし、「はじめに」で述べたように、アベノミクスの中で、公的年金の積立金の積極活用が成長戦略の一環としても位置付けられ、公的年金の積立金の運用や管理運営する組織体制について、大幅な見直しが強く進められることになった。

現行の「基本ポートフォリオ」は、2014年10月に変更されたものである。

その内容を確認すると、それ以前に比べて、国内債券に比べてリスクの高い国内や海外の株式の割合が約2倍になり、合わせて50%になったことに加えて、後でも述べるように、オルタナティブ投資（ヘッジファンドやプライベート・エクイティ等）も全体の5%を上限まで実施可能になっている。

上記のような、運用面で大きなリスク増加をもたらす重要な変更について、政府が、受益者でありリスク負担者でもある国民に対して丁寧に説明したとは思えず、政府が説明責任を十分に果たしている、とは言い難い面がある。

図表 15: GPIF の基本ポートフォリオの変遷



(出所) GPIF のHP等 より筆者作成

Ⅱ. 2017 年度の年金積立金の運用実績

7. GPIF による運用の全体概況

(1) 運用資産の全体収益

GPIF は、先に見たように、厚生年金（旧厚生年金）・国民年金分について、厚生労働大臣から積立金の運用を寄託され、実際の運用業務を行っている³。

結論を先取りして言えば、2017 年度は、国内外の株式市場の上昇等、概ね運用環境がポートフォリオに追い風だったことから、良好な運用実績であった。

2017 年度の GPIF による運用資産全体の収益率は+6.90%であり、収益額は+10兆810億円であった。

この結果、2017 年度末（2018 年 3 月末）における運用資産額は、時価ベースで、156兆3832億円となった。

また、市場運用を開始して以降（2001 年度～）の年平均収益率は、+3.12%（年率）となり、累積収益額は+63.4兆円になった。

「Ⅰの 5. 2. 運用目標と評価」で見たように、年金財政上必要とされる「運用利回りの賃金上昇率に対する超過分（対賃金上昇率スプレッド）」を運用実績が上回っているか否かが、運用パフォーマンスを評価する基準となる。

この点について確認すると、2018 年度は必要な実質利回り（-0.73%）を7%余り超過達成し、また、現在のような市場運用の形になって以降（2001 年度～）の累計でも、+3.35%上回っている。

これは、財政検証で想定している積立金残高を、運用等の結果、現実の額が上回っているわけで、その分、年金財政に「のりしろ」ができていていると考えられる⁴。

³ 公務員等の共済組合金も、被用者年金として厚生年金に一元化されたが、積立金の運用業務に関しては、それまで別建てだった経緯や構成内容の差異等を踏まえ、引き続き別建てで行われており、GPIF は共済組合金部分の積立金に関する運用は行っていない。

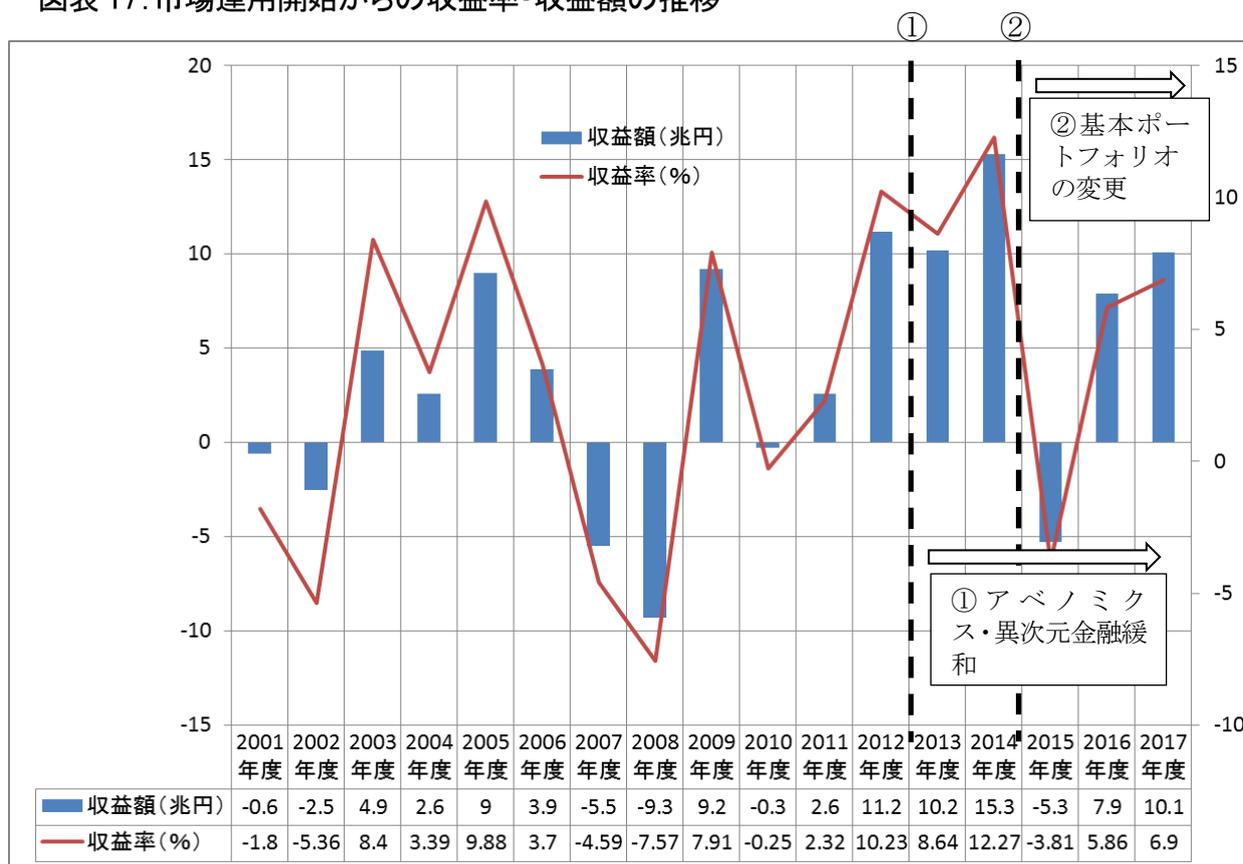
⁴ ラフな見積もりでは、運用による超過分に厚生年金基金の解散等による寄託資金追加流入も含めて、15兆円程度の「のりしろ」が生じていると思われる。

図表 16: 市場運用開始からの収益率・収益額の推移

	2001 年度	2002 年度	2003 年度	2004 年度	2005 年度	2006 年度
収益額：兆円	▲0.6	▲2.5	4.9	2.6	9	3.9
収益率：%	▲1.8	▲5.36	8.4	3.39	9.88	3.7
	2007 年度	2008 年度	2009 年度	2010 年度	2011 年度	2012 年度
収益額：兆円	▲5.5	▲9.3	9.2	▲0.3	2.6	11.2
収益率：%	▲4.59	▲7.57	7.91	▲0.25	2.32	10.23
	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	通期
収益額：兆円	10.2	15.3	▲5.3	7.9	10.1	63.4
収益率：%	8.64	12.27	▲3.81	5.86	6.9	3.12

(出所) GPIF 2017 年度業務報告書

図表 17: 市場運用開始からの収益率・収益額の推移



(出所) GPIF 2017 年度業務報告書

(2) アベノミクス・異次元金融緩和開始後の運用実績

アベノミクス・異次元緩和政策開始からの運用実績を確認する。

第二次安倍政権の発足は2012年12月末であるが、日銀の異次元金融緩和政策の開始は2013年3月以降、アベノミクスの本格的な稼働も2013年度からと考えられるので、ここでは、2013年度以後の実績値を確認することとする。

2013年度以降の運用収益率は累積で約+32.8%（年率約+5.9%）、収益額は累計で約+38.2兆円となっている。

アベノミクス・異次元金融緩和以降は、概ね良好なパフォーマンスと言える。

(3) 基本ポートフォリオ変更（2014年10月決定）後の運用実績

2015年度以降の収益率は、累積で約+8.85%（年率約+2.87%）、収益額は累計で約+12.7兆円である⁵。

この実績値は、「財政検証」上で求められている運用利回りを累計でクリアしているが、よく見ると、問題が無かったとは言い切れない面がある。

2015年度は、アベノミクスの停滞が指摘され、日銀のマイナス金利政策導入（2016年1月末）が失敗的状况になったこと等から、株安・円高が進み、収益率は▲3.81%、収益額は▲5.3兆円を計上している。

このため、リスクの高いポートフォリオへ変更したことへの懸念が高まった。

ところが、幸運なことに、トランプ氏が米国大統領に当選し、2016年11月以降、金融市場でいわゆる「トランプ・ラリー」が起り、為替は円安に戻り、内外の株価も上昇に転じ、運用状況は改善し、安堵したのである。

もし、トランプ氏の当選が無ければ、市場運用はその後どう展開したか、わからない。これほどまでの内外株式市場の着実な上昇や為替の円安への回帰が起らず、運用実績は苦戦したかもしれない。

⁵ 現行の基本ポートフォリオへの変更は2014年10月に決定されているが、実際のポートフォリオ移行は、直ちに一挙に行われていないため、評価の起点を定めるのは難しい面がある。ここでは2014年度末までに移行が完了したとみて、2015年度以後の運用の実績値によって確認する。

図表 18: アベノミクス開始からの運用資産別の金額・構成割合の推移

	2012年度末 (2013年3月末)		2013年度末 (2014年3月末)		2014年度末 (2015年3月末)	
	資産額 (億円)	構成比	資産額 (億円)	構成比	資産額 (億円)	構成比
国内債券	744,586	61.81%	701,596	55.43%	567,037	41.25%
市場運用	637,830	52.95%	620,364	49.01%	516,915	37.60%
財投債						
簿価	106,757	8.86%	81,232	6.42%	50,122	3.65%
時価	(110,928)	-	(83,993)	-	(52,114)	-
国内株式	175,575	14.57%	208,466	16.47%	316,704	23.04%
外国債券	117,896	9.79%	139,961	11.06%	181,815	13.23%
外国株式	148,758	12.35%	197,326	15.59%	300,772	21.88%
短期資産	17,838	1.48%	18,422	1.46%	8,441	0.61%
合計	1,204,653	100.00%	1,265,771	100.00%	1,374,769	100.00%

	2015年度 (2016年3月末)		2016年度 (2017年3月末)		2017年度末 (2018年3月末)	
	資産額 (億円)	構成比	資産額 (億円)	構成比	資産額 (億円)	構成比
国内債券	528,010	39.19%	478,707	33.04%	445,178	27.50%
市場運用	493,588	36.63%	462,236	31.90%	436,214	26.95%
財投債						
簿価	34,422	2.55%	16,472	1.14%	8,964	0.55%
時価	(35,980)	-	(17,485)	-	(9,727)	-
国内株式	305,809	22.69%	351,784	24.28%	406,995	25.14%
外国債券	189,388	14.05%	196,817	13.58%	239,109	14.77%
外国株式	310,714	23.06%	349,262	24.10%	386,629	23.88%
短期資産	13,554	1.01%	72,463	5.00%	140,844	8.70%
合計	1,347,475	100.00%	1,449,034	100.00%	1,618,755	100.00%

(出所) GPIF 2017年度業務報告書

図表 19: 日本株式(TOPIX)の推移(GPIF 基本ポートフォリオ変更後)(単位:ポイント)



(出所) SBI 証券 HP (説明書きは筆者)

図表 20: 為替レート(円/ドル)の推移(GPIF 基本ポートフォリオ変更後)(単位:円)



(出所) SBI 証券 HP (説明書きは筆者)

図表 21: 米国株式(NY ダウ)の推移(GPIF 基本ポートフォリオ変更後)(単位:ポイント)



(出所) SBI 証券 HP (説明書きは筆者)

図表 22: 国内長期金利(10 年国債)の推移(GPIF 基本ポートフォリオ変更後)(単位:%)



(出所) SBI 証券 HP (説明書きは筆者)

8. 運用資産別の運用実績

(1) 運用資産別の収益率と収益額

主な資産別の運用実績（収益率・収益額）は、以下の通りである。

国内債券は、収益額が+3622億円、収益率は+0.80%であった。

マイナス金利政策が続く中、プラスの利回りを確保できているのは、過去に投資して保有する比較的利率の高い債券からの利息収入（インカムゲイン）を4984億円得ているためである。インカムゲイン利回りは1.12%であった⁶。

国内株式は、収益額が+5兆5076億、収益率は+15.66%、と好調であった。

これは、国内株式市場が上昇したことによるキャピタルゲインに加え、配当金等収入（インカムゲイン）で国内債券の利子収入を上回る7824億円を計上したことも寄与している。インカムゲイン利回りは1.92%であった。

外国株式は、収益額が+3兆5140億円、収益率は+10.15%と良好であった。

これは、海外株式市場が好調で、キャピタルゲインに加え、配当金等も堅調（8699億円）だったことによる。インカムゲイン利回りは2.25%であった。

外国債券は、収益額が+6740億円、収益率は+3.71%となった。

その内訳をみると、利子収入（インカムゲイン）で6282億円を確保したが、キャピタルゲインは+458億円で、辛うじてプラスに収まった。

これは、米国の金融引き締めによる債券金利の上昇（債券価格の下落）、及び為替変動面では、対ユーロは円安であったものの、対ドルが円高となったことから、キャピタルゲインがほとんど得られない結果になったと考えられる。

⁶ 短期資産がわずかではあるがマイナスリターンになっているのは、日本銀行のマイナス金利政策によって、短期金融市場の金利がマイナスになっているためと考えられる。

図表 23: 2017 年度の運用資産別の収益率と収益額

		収益率 (%)	収益額 (億円)	インカム ゲイン (億円)	キャピタル ゲイン (億円)
市場 運用分	国内債券	0.80	3,622	4,984	▲1,362
	国内株式	15.66	55,076	7,824	47,252
	外国株式	10.15	35,140	8,699	26,441
	外国債券	3.71	6,740	6,282	458
	短期資産	▲0.00	▲0		
	財投債	1.82	232		
	資産全体	6.90	100,810	27,789	73,021

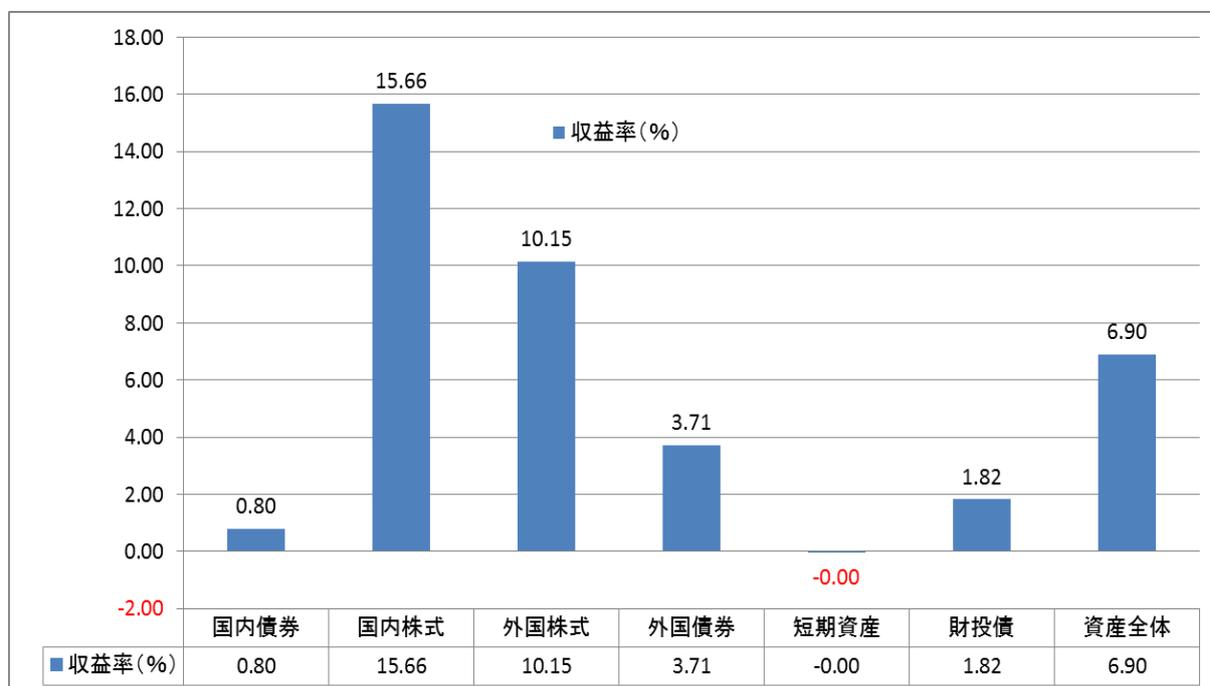
(注) 国内債券のインカムゲインには財投債のインカムゲインも含む。

合計のインカムゲインには短期資産の収益（インカムゲイン）も含む。

キャピタルゲインは収益額からインカムゲインを引いて算出した。

(出所) GPIF 2017 年度業務概況書

図表 24: 2017 年度の運用資産別の収益率



(出所) GPIF 2017 年度業務概況書

(2)運用資産の構成（年金積立金全体ベース）

2017年度末の公的年金の積立金の総額は、時価ベースで、161兆8755億円となった（この数値は年金特別会計で管理する積立金分の約5.5兆円を含んでいる）。

以下で、資産別の運用金額、資産全体に対する構成割合について、見ていく。

国内債券の運用金額は44兆5178億円、構成割合は27.50%となった。

2016年度から金額は約3.3兆円減り、構成割合も5%以上減少している。

これは、日銀のマイナス金利政策により、運用の大宗を占める長期国債金利が10年未満ではほぼマイナス化しているため、新規投資や保有銘柄の調整・入替え等の運用が困難となっていることが、要因として大きいと思われる。

国内株式の運用金額は40兆6995億円、構成割合は25.14%となった。

2016年度から金額は約5.5兆円余り増え、構成割合も拡大したが、これは市場の上昇による面が大きく、積極的な組入れを進めた結果ではないと思われる。

外国株式の運用金額は38兆6629億円、構成割合は23.88%となった。

2016年度から金額は約3.7兆円余り増えたが、国内株式同様、市場の上昇による面が大きく、積極的に組み入れた結果ではないと考えられる。

外国債券の運用金額は23兆9109億円、構成割合は14.77%となった。

2016年度から金額は約4.2兆円増え、構成割合も増加したが、これは市場環境（対ドルでの円高、米国の金利上昇等）を考えると、株式のように、時価の上昇による増加ではなく、積極的な新規投資を行った結果だと思われる。

「基本ポートフォリオ」と比べると、国内債券が大きくアンダーウェイトになっているのが目立つ。また、短期資産も多めである。

これは、主に日銀のマイナス金利政策（2015年2月導入）により、国内債券市場の期待リターンがほぼゼロからマイナスとなり、国内債券での運用、特に新規投資や満期償還分の再投資が困難になっていることによる。

GPIFは、この問題に対し、運用管理上、「基本ポートフォリオの弾力的適用」によって対応しようとしている（詳しくは「補論4：平成30年度計画の変更」参照）。

運用資産の構成を、資産のリスク/リターンの観点から、安全な資産（国内債券及び短期資産）とリスクの高い資産（内外株式、外国債券）に分けてみると、安全資産は約 1/3 で、リスク資産が約 2/3 を占めている。

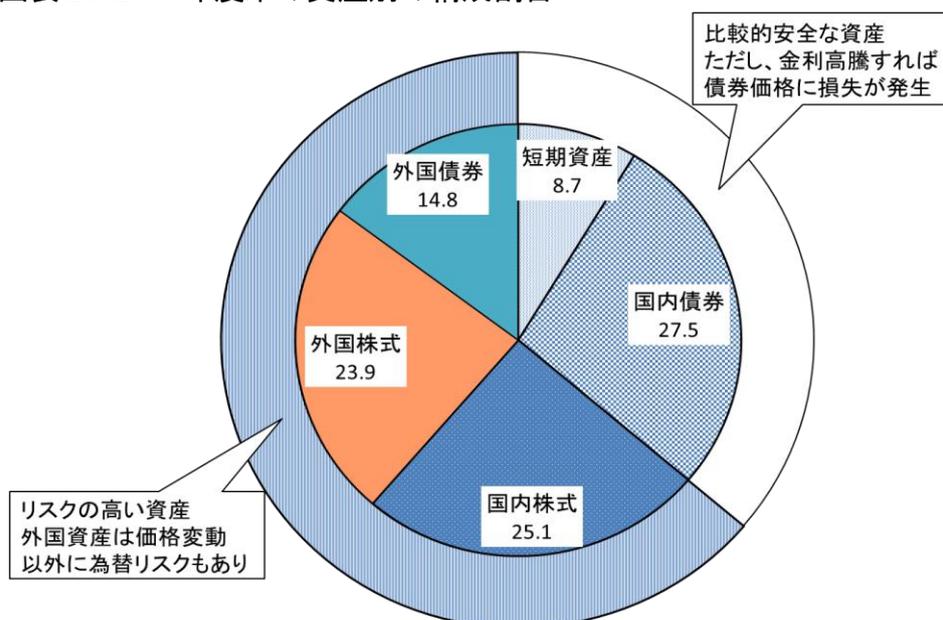
リスクに対するポートフォリオの頑健性・耐久力については、後ほど「基本ポートフォリオの定期検証」の考察を行って確認したい。

図表 25: 2017 年度末の資産別の運用資産額と構成割合

	2017 年度末		(参考) 2016 年度末		基本ポート フォリオの 構成割合 (%)
	運用資産額 (億円)	構成割合 (%)	運用資産額 (億円)	構成割合 (%)	
国内債券	445,178	27.50	478,707	33.04	35.0 (±10)
国内株式	406,995	25.14	351,784	24.28	25.0 (±9)
外国株式	386,629	23.88	349,262	24.10	25.0 (±8)
外国債券	239,109	14.77	196,817	13.58	15.0 (±4)
短期資産	140,844	8.70	72,463	5.00	—
合計	1,618,755	100	1,449,034	100	100

(出所) GPIF 2017 年度業務概況書

図表 26: 2017 年度末の資産別の構成割合



(出所) GPIF 2017 年度業務概況書より作

9. オルタナティブ資産の運用

9. 1. 運用の目的と取組方針

オルタナティブ資産は、一般に、伝統的な投資対象（上場株式や債券）とは異なるリスク・リターン特性を有している資産で、株式市場等の価格変動の影響を受けにくいことから、資産運用のポートフォリオに組み入れることにより、運用の効率性の向上に寄与する効果が期待されている（詳細は補論参照）。

オルタナティブ資産への投資（オルタナティブ投資）は、日本でも年金基金等の機関投資家や金融機関の資産運用において、2000年代以降、普及してきている。

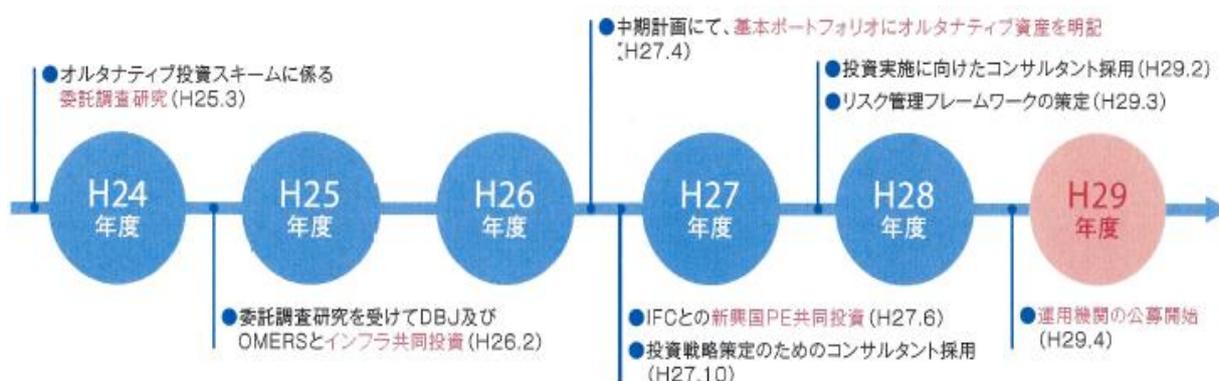
GPIFにおいても、2012年度から調査研究を進め、2013年度には先行的にインフラ共同投資を行っている。

さらに、2015年度からの中期計画（2015年度～2019年度）において、資産全体の5%を上限に、オルタナティブ資産への投資を行うことを明記した。

そして、2017年度は、オルタナティブ資産への投資を委託する運用機関の公募を行い、今後、本格的にオルタナティブ資産での運用を行うこととしている。

なお、投資対象として、現在のところ、インフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産の3領域を掲げている。

図表 27: GPIF のオルタナティブ投資に対するこれまでの取り組みの経緯



(出所) GPIF 2017年度業務報告書

9. 2. インフラストラクチャー投資

(1) インフラストラクチャー投資の概要

インフラストラクチャー投資（以下、インフラ投資と呼ぶ）とは、電力発送電、パイプライン、鉄道等のインフラストラクチャーへの投資を言う。

基本的に長期に渡り、安定した利用料収入（インカムゲイン）が期待できるので、海外では年金基金等の有力な投資手法の一つとなっている。

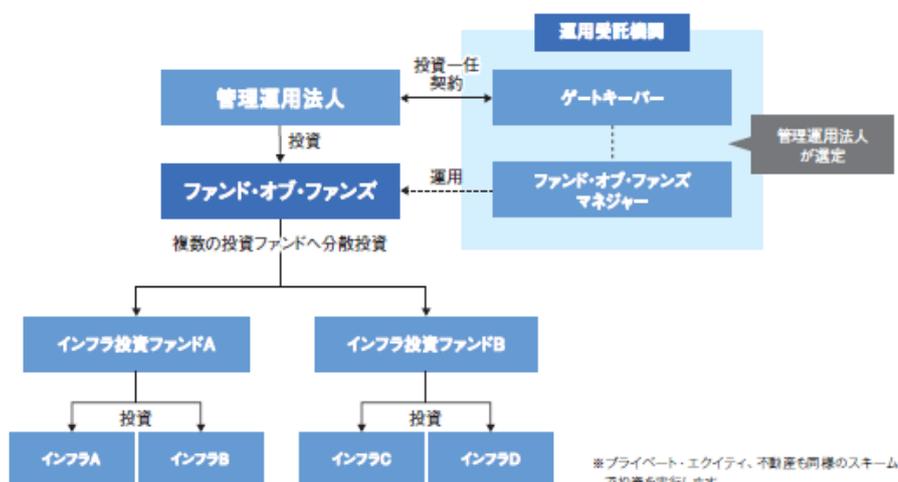
インフラ投資の中でも、特に社会・経済活動に不可欠で、当局による規制等が確固としており、長期契約に基づく安定した利用料収入等が見込まれるものを「コア型」と呼び、GPIFでは、この「コア型」を主な投資対象にしている。

(2) GPIF の投資内容

運用方針は、「コア型」のインフラ資産を中心とした分散投資を、市場環境を踏まえ、タイムリーかつ効率的に行うことにより、利用料収入等からのインカムゲインを中心とした安定的なリターンの獲得を目指す、となっている。

投資対象とスキームは、主に稼働中のインフラ資産のエクイティ（投資持分）及びその収入を裏付けとするデット（債権）への投資を行う、としている。

図表 28: インフラストラクチャー投資の運用スキーム(イメージ)



※プライベート・エクイティ、不動産も同様のスキームで投資を実施します。

(出所) 2017 年度 GPIF 業務概況書

具体的な投資実績は以下のとおりである。

① 自家運用での投資信託の購入

2014年2月から、インフラ投資の実績が豊富なカナダ・オンタリオ州公務員年金基金（OMERS）及び日本政策投資銀行（DBJ）との共同投資協定に基づき、先進国の稼働中のインフラ資産等に投資する投資信託受益証券を保有している。

具体的な投資対象には、ラムズ・ウォーター（英国のロンドン及び周辺部をカバーする英国最大の上下水道企業）やメルボルン港（豪州第二の都市であるメルボルン市街地に隣接するオーストラリア最大のコンテナ港）等がある。

②投資一任（ファンド・オブ・ファンズ形式）

2017年度より、インフラ投資の運用受託機関を選定し、投資一任契約方式により、運用委託を開始している。

運用受託機関（ゲートキーパー）は、三井住友アセットマネジメント（運用スタイルはグローバル・コア型）、野村アセットマネジメント（グローバル・コア型）、DBJアセットマネジメント（国内インフラを中心とした特化型運用）で、運用受託機関は、事前策定された投資ガイドラインに従い、投資を行う。

(3)運用状況

投資残高は、2018年3月末で、1968億円（時価総額）であり、安定した収入が期待できる「コア型」資産への分散投資を行っている。

国別では、英国が全体の57%を占め、スウェーデンが15%、スペインが10%等、インフラ・タイプ別では、港湾が27%、上下水道が24%、配電が18%等となっている。

収益面では、昨年度の配当金は33億円であった。これを利回りの的に見れば2%前後であり、決して高いリターンとは言えない。

今のところ、収益性は高くないが、投資を開始してから日も浅く、金額も全体から見れば小さいことから、本格的に評価するのは時期尚早と思われる。

9. 3. プライベート・エクイティ投資

(1) プライベート・エクイティ投資の概要

主に非上場企業の株式（プライベート・エクイティ（PE））を投資対象とするファンド（以下、PE ファンドと言う）への投資である。

PE ファンドは、その運用手法・内容によって、主に図表 29 のような種類があり、投資時期を分散しながら、様々なステージにある投資対象企業を発掘し、適切なタイミングと規模を選んで、投資を行っている。

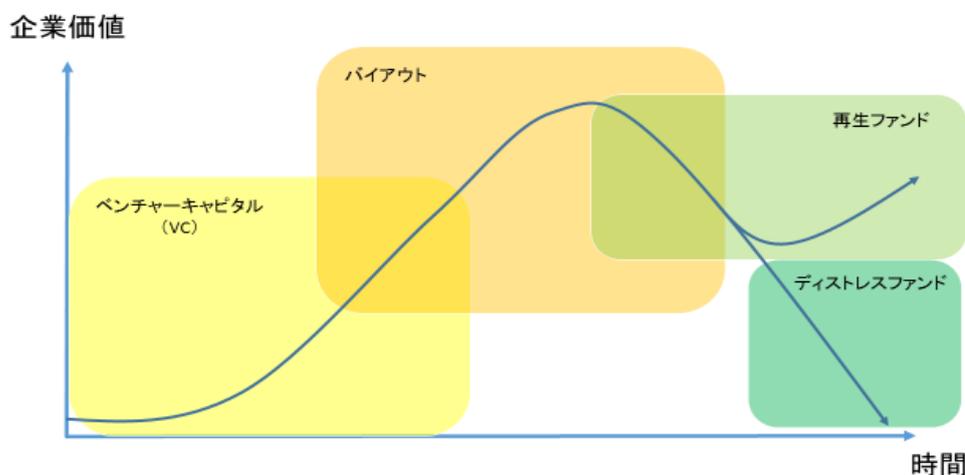
PE ファンドに投資するにあたっては、これらの異なる投資戦略のファンドに分散投資し、リスク分散することが重要となる。

一般に、プライベート・エクイティ投資は、資金投入から収益獲得や元本回収までの時間軸が長い。

また、投資収益に関して、Jカーブ効果（投資ポートフォリオの構築中は、投資のためのキャッシュアウトが先行するので、リターンはマイナスとなるが、時間が経つにつれ、成果が上がり、リターンプラスに転じる現象）がある。

このため、投資開始後、しばらくは収益率がマイナスとなるのが通常である。こうした特性から、年金資産のような時間軸が長い運用に向いているとされる。

図表 29: PE投資における投資先の企業価値増大と投資時間との関係(イメージ)



(出所) Goodfind Career HP : <https://career.goodfind.jp/insight/finance/830/>

(プライベート・エクイティ (PE) 投資の種類)

・ベンチャーキャピタル (VC)

成長が見込まれるスタートアップやアーリーステージの企業等を対象とし、成長資金を供給して、企業価値を高め、将来において企業が成長した暁に、投資に対する収益を回収する。投資期間は相対的に長くなる。

・グロースエクイティ

事業拡大期の企業に成長資金を供給し、企業価値を高め、将来において企業が成長した暁に、投資に対する収益を回収する。

・ターンアラウンド (企業再生)

経営不振企業の株式を取得し経営に参画し、デットエクイティスワップ (債務の株式化:DES) 等による債務のリストラクチャリング等を行って、企業価値を高め、投資に対する収益を回収する。

・ディストレス

経営破綻企業に対する債権や株式 (ディストレス証券) を買い取り、債権を転売するか、企業価値を高めて、購入した株式や債券から利益を得る。

・バイアウト

企業価値が実現していない企業に投資して経営権を取得し、経営改善やガバナンスの向上等を通じて、企業価値を高め、投資に対する収益を回収する。

金融機関から資金を借り入れ、少ない手元資金で買収を行い、レバレッジをかける場合を LBO (レバレッジド・バイアウト)、企業の経営者や責任者が株式を買い取る場合には MBO (マネジメント・バイアウト) と言う。

・プライベート・デット

非上場企業の債権に投資する。

(出所) 筆者作成

(2) GPIF の投資内容

運用方針は、創業、成長、発展、再生といった様々なステージにある非上場企業の株式等へ分散投資を行うことで、主に企業価値の増大による比較的高いリターンを確保し、投資ポートフォリオ全体のリターン向上に貢献すること、となっている。

投資対象とスキームは、非上場企業の株式（プライベート・エクイティ（PE））及び債権（プライベート・デット）等への投資、としている。

具体的な投資実績は以下のとおりである。

① 自家運用での投資信託の購入

2015年6月から、国際金融公社（IFC）及び日本政策投資銀行（DBJ）との共同投資協定に基づき、新興国の消費関連企業等のプライベート・エクイティ（PE）に投資する外貨建て投資信託受益証券を保有している。

② 投資一任（ファンド・オブ・ファンズ形式）

2017年度より運用受託機関の選定を行っているが、未だ投資実績はない。

運用は投資一任契約方式により行い、運用受託機関は、事前策定される投資ガイドラインに従って、投資を行う予定になっている。

(3) 運用状況

投資残高は、2018年3月末で、未だ82億円である。

収益面では、運用を開始した2015年6月以来のUSドル建ての内部収益率は、▲5.85%となっている。これは、Jカーブ効果があるためと説明されている。

国別では、中国、アフリカ、インドの順で大きく、3地域で8割強を占めている。業種別には、一般消費財やヘルスケア、IT、金融等に分散投資されている。

未だ本格的な投資には至っておらず、金額も全体から見れば極めて小さい。インフラ投資同様、その収益性を評価するのは時期尚早と思われる。

9. 4. 不動産投資

(1) 不動産投資の概要

不動産投資は、大きく言って、2つのやり方がある。

一つは、直接、実物不動産に投資する方法で、実物を購入し、保有することで家賃等の賃料（インカムゲイン）を得る、または、当該実物不動産を売却することでキャピタルゲインを得るものである。

もう一つは、実物不動産に投資を行っているファンドに投資する方法である。ファンドからの配当や分配金をインカムゲインとして得る、または、当該ファンドを売却することでキャピタルゲインを得るものである。

GPIFは、後者の手法によっている。

入居テナントから継続的・安定的な賃料収入が期待される投資戦略（「コア型」と呼ぶ）を採用し、オフィス、商業施設、賃貸住宅、物流施設等に投資している不動産ファンドを投資対象としている。

なお、不動産投資においては、不動産市場に特有の需給関係や金融情勢等による価格変動があること、1案件あたりの投資金額が比較的大きくなる場合が多いこと等から、投資のタイミング・対象種別等をリスク分散して、投資することが重要となる。

また、保有する不動産の資産価値を維持向上させていくことも大事であり、その観点で管理運営も重要なポイントになる。

当該不動産の管理運営を適切に行える専門家や組織（アセット・マネジャー、プロパティ・マネジャー等）を活用し、その資産価値を長期的に維持していくことが必要である。

(2) GPIF の投資内容

運用方針は、「コア型」の不動産ファンドを中心とした分散投資を、市場環境を踏まえ、タイムリーかつ効率的に行うことを通じて、インカムゲインを中心とした安定的なリターンの獲得を目指している、となっている。

投資対象とスキームは、主に稼働中の不動産のエクイティク（投資持ち分）及びその収入を裏付けとするデット（債権）への投資、としている。

具体的な投資実績は以下のとおりである。

①投資一任（ファンド・オブ・ファンズ）

2017年12月に、国内不動産の運用受託機関として、三菱UFJ信託銀行を採用している。

運用は投資一任契約方式により行い、運用受託機関は、事前策定される投資ガイドラインに従って、不動産ファンドに投資を行っている。

海外不動産については、運用受託機関の選定を進めている途上であり、選定が終了次第、開始することとしている。

(3) 運用状況

2018年1月から運用を開始したところであり、それ以降、私募リート8銘柄への投資を行っている。

投資残高は、2018年3月末時点で、81億円（時価総額）である。

アセットタイプ別には、オフィスがポートフォリオ全体の40%を占めており、物流施設23%、商業施設15%、賃貸住宅19%、となっている。

収益面での結果データは未だ無い。

10. 基本ポートフォリオの「定期検証」の結果と考察

10. 1. 基本ポートフォリオの「定期検証」とは

厚生労働大臣がGPIFに示した中期目標では、『年金積立金の運用は、財政検証結果を踏まえ、保険給付に必要な流動性を確保しつつ、長期的に積立金の実質的な運用利回り（積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの）1.7%を、最低限のリスクで確保すること』とされている。

GPIFは、上記の中期目標を達成するために定めた「基本ポートフォリオ」が、市場環境等が時間とともに変化していく中で、直近の時点でも適切かどうか、の検証を定期的に行うこととしている。

以下で、2017年度末を基準にした定期検証の結果について、簡単に考察する。

10. 2. 今回の「定期検証」の結論

今回、GPIFは、「基本ポートフォリオ」について、2017年度末時点を基準に、直近の経済・市場データを更新した上で、運用ポートフォリオとしての効率性、ダウンサイドリスクへ頑健性、年金財政の持続可能性への影響の観点からの積立金運用の有効性、等を検証している。

その検証内容を総括すると、以下の通りである。

- ・分析の結果、現行の基本ポートフォリオは、依然として効率的であり、概ね目標利回りを満たしている。
- ・運用資産残高が、年金財政上で必要な予定積立金額を下回るリスクは小さくなっている。
- ・現行の基本ポートフォリオは見直す必要はない。

10. 3. 今回の「定期検証」の主なポイント

(1) 検証の前提と主な留意点

今回の検証における経済シナリオや、各資産のリスク・リターンの前提等に関する主な留意点は、以下のとおりである。

- ・ 公的年金の2014年「財政検証」を踏まえた2つのシナリオを検証

内閣府「中長期の経済財政に関する試算」における経済の想定値を用いて、

- ・ 成長戦略の効果が着実に現れる「経済中位ケース」
- ・ 市場に織り込まれた将来の金利水準を前提とした「市場基準ケース」

の2つのシナリオについて、検討している。

- ・ 各資産の期待リターンと賃金上昇率の想定の変更

各資産の期待リターンや運用のパフォーマンス評価等に重要な役割を果たす賃金上昇率について、直近の経済情勢の推移を踏まえて、引き下げている。

国内長期金利の見通しについて、その水準を今回、引き下げている。

その結果、国内債券や短期金利のリターンがやや低下している。

その他の資産については、外国株式と外国債券のリスクプレミアムを引き上げている。

一方、国内株式に関しては、リスクプレミアムを変更していない。

- ・ 予定積立金額の確保の検証にキャッシュフロー推定を導入

今回から、検証シミュレーションにおいて、確率的に発生させる賃金・物価に応じて、将来のキャッシュフロー（厚生年金・国民年金における収入と支出の差）を推定するモデルを導入している。

(2) 「定期検証」の内容

① 各資産の期待リターン（今回再設定）

各資産の期待リターンの前提として、平成26年「財政検証」の内容を踏まえ、「経済中位」シナリオと「市場基準」シナリオの2つを設定し、内閣府「中長期の経済財政に関する試算」の経済前提を利用し、シミュレーションしている。

2つのシナリオの違いについて、大まかに言えば、「経済中位」シナリオは、楽観的な経済見通しに基づいたシナリオと言える。

すなわち、経済が相対的に良好で、賃金や物価の上昇率は高くなっており、「市場基準」シナリオに比べ、各金融資産の期待リターンは高めとなっている。

一方、「市場基準」シナリオでは、賃金や物価の上昇率や各金融資産の期待リターンはやや低めとなっている。

どちらが、実際の経済の動きを踏まえた現実的なシナリオかと問われれば、「市場基準」シナリオの方だと言えるだろう。

2つのシナリオにおける各金融資産の期待リターンは、下表の通りである。

今回、賃金上昇率の想定を引き下げているが、それは財政検証の仕組み上、各資産の期待リターンの値に影響する。

そこで、引き下げた場合の期待リターン（更新）と基本ポートフォリオ策定時のまま（非更新）の2通りを算出している。

図表30:各資産の期待リターン(今回再設定)

	賃金 上昇率	国内 債券	国内 株式	外国 債券	外国 株式	短期 資産
経済中位 ケース%	2.3 (更新)	-0.8 (1.5)	3.2 (5.5)	1.5 (3.8)	5.5 (7.8)	-1.4 (0.9)
	3.0 (非更新)	-1.5 (1.5)	2.5 (5.5)	0.8 (3.8)	4.8 (7.8)	-2.1 (0.9)
市場基準 ケース%	1.4 (更新)	-0.4 (1.0)	2.7 (4.1)	1.9 (3.3)	5.9 (7.3)	-0.8 (0.6)
	1.8 (非更新)	-0.8 (1.0)	2.3 (4.1)	1.5 (3.3)	5.5 (7.3)	-1.2 (0.6)

(出所) 2017年度 GPIF 業務概況書

② 各資産の標準偏差（リスク）と相関係数

標準偏差と相関係数については、直近の2017年までの過去20年のデータ等を用いて、計算し直している。

再計算の結果を見ると、標準偏差にはあまり大きな変化はないと思われるが、相関係数については、国内債券の他の変数との逆相関がやや強まっていること、賃金上昇率と株式との正の相関がやや強まっていること、等が確認できる。

図表31: 標準偏差(リスク)と相関係数(今回再計算)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
標準偏差	4.10%	24.86%	11.46%	25.70%	1.77%

相関係数	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
国内債券	1.00				
国内株式	-0.17	1.00			
外国債券	-0.26	0.12	1.00		
外国株式	-0.36	0.78	0.50	1.00	
賃金上昇率	-0.08	0.23	-0.04	0.02	1.00

(注) 国内債券の標準偏差の計算では将来のデフレーションの長期化を考慮している。

図表 32: (参考) 昨年 の 検証 時 の 数 値

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
標準偏差	4.2%	25.23%	11.82%	26.78%	1.85%

相関係数	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	賃金上昇率
国内債券	1.00				
国内株式	-0.23	1.00			
外国債券	-0.04	0.06	1.00		
外国株式	-0.09	0.66	0.55	1.00	
賃金上昇率	0.20	0.10	0.09	0.11	1.00

(出所) 2017年 GPIF 業務概況書他

③ 基本ポートフォリオの属性

再計算した各資産の期待リターンや標準偏差（リスク）、相関係数に基づいて算出した、基本ポートフォリオの属性は、下表の通りである。

図表33: 基本ポートフォリオの属性(今回再計算)

	賃金上昇率	名目 リターン	実質 リターン	標準偏差 (リスク)	賃金上昇 率を下回 る確率	条件付 平均不 足率1	条件付 平均不 足率2
経済中位 ケース%	2.3 (更新)	4.40%	1.70%	12.39%	44.5%	9.19%	10.83%
	3.0 (非更新)	4.57%	1.87%		43.9%	9.13%	10.81%
市場基準 ケース%	1.4 (更新)	3.62%	1.72%		44.4%	9.19%	10.82%
	1.8 (非更新)	3.79%	1.89%		43.9%	9.13%	10.81%

(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。

実質的なリターンについては、運用目標は1.7%であるが、短期資産保有分によるリターンの減少分を勘案すると、経済中位ケースでは1.77%、市場基準ケースでは1.76%を確保することが必要となる。

図表34: (参考)基本ポートフォリオへの変更時の数値による属性

	名目 リターン	実質 リターン	標準偏差 (リスク)	賃金上昇 率を下回 る確率	条件付 平均 不足率1	条件付 平均 不足率2
経済中位 ケース%	4.57%	1.77%	12.75%	44.44%	9.45%	11.23%
市場基準 ケース%	4.08%	1.98%		43.78%	9.38%	11.19%

(出所) 2017年 GPIF 業務概況書他

④ 予定積立金額の確保に関する確率分析

年金財政上、将来的に予定している積立金を確保できないリスクについて、今回の定期検証では2017年12月末を起点とし、各資産の期待リターンとリスクを基に、「基本ポートフォリオ」で長期運用した場合の積立金の分布を調べるシミュレーション等を行い、その結果の分布から、将来、予定積立金額を確保できないリスクを確率的に推計して、現行の基本ポートフォリオの評価を行っている。

その結果、現行の基本ポートフォリオのまま運用したと仮定した場合に、想定運用期間の最終年度（2039年）において、将来的に必要な積立金額を確保できないリスク（未達確率）は、基本ポートフォリオへの変更時の結果に比べて、低下しているとしている。

確率的に状況が改善した主な要因は、2016年度から2017年度にかけて、トランプ・ラリー等による半ば僥倖的な運用環境の改善により、シミュレーションの起点（2017年12月末）において、積立金が当初の想定以上に増加したことによる部分が大きい、と思われる。

従って、足元の数値で将来の財政状況が確定したわけではなく、今後の運用成績次第では、現行の基本ポートフォリオでは将来的に必要な積立金額を確保できないリスク（未達確率）が上昇することもあり得る点に留意すべきである。

公的年金の運用において、安易な将来への楽観は控えるべきであろう。

図表35: 将来の予定積立金額を下回る確率

	今回のシミュレーション結果		(参考) 一昨年の変更時
	外貨建資産のリスクプレミアム		
	変更なし	引き上げ	
経済中位ケース	24%	21%	40%
市場基準ケース	18%	14%	25%

(出所) 2017年 GPIF 業務概況書他

おわりに

(1) 足元の運用成績の好調さでかき消される「リスク」

安倍政権は、アベノミクス＋異次元金融緩和政策を掲げて、次々と「3本の矢」を繰り出してきたが、その成果については、肝心の「成長戦略」に関する成果が今だ道半ばであり、全体への評価はやや分かれるところである。

そうした中で、「5. 2017年度の運用実績」で見たように、公的年金の積立金運用は、傾向的な株高・円安により、良好なパフォーマンスをあげている。

やや皮相的な見方だが、安倍政権のアベノミクス（＋異次元金融緩和）の恩恵を最大に享受してきたのは、実は、公的年金の積立金運用である、と言えよう。

しかしながら、足元の運用成績の好調さによって、公的年金に本来、内含する制度上の問題点や将来的なリスクが解消してしまったわけではない。

眼前の良好な運用数字が目眩ましとなって、その点を忘れてはならない。

また、市場運用自体、多大な運用リスクを内包している。そして、そのリスクは決して小さくない事も肝に銘じておくべきである。株式等のリスクの高い資産を多く組み入れれば、ポートフォリオ全体のリスクが高まることは言うまでもない。

さらに、各資産の金額ベースの構成割合の大きさは、各資産が内包するリスクベースの構成割合の大きさと同じではないことに留意すべきである。

リスクベースでみれば、内外の株式や外国債券のリスクは金額ベースの構成割合に比べて、かなり大きい。

例えば、資産全体に占める株式の割合が金額的に50%だからと言って、リスクの割合も50%ではないのである。資産の内容にもよるが、ポートフォリオのリスクの大半を占める可能性もある。

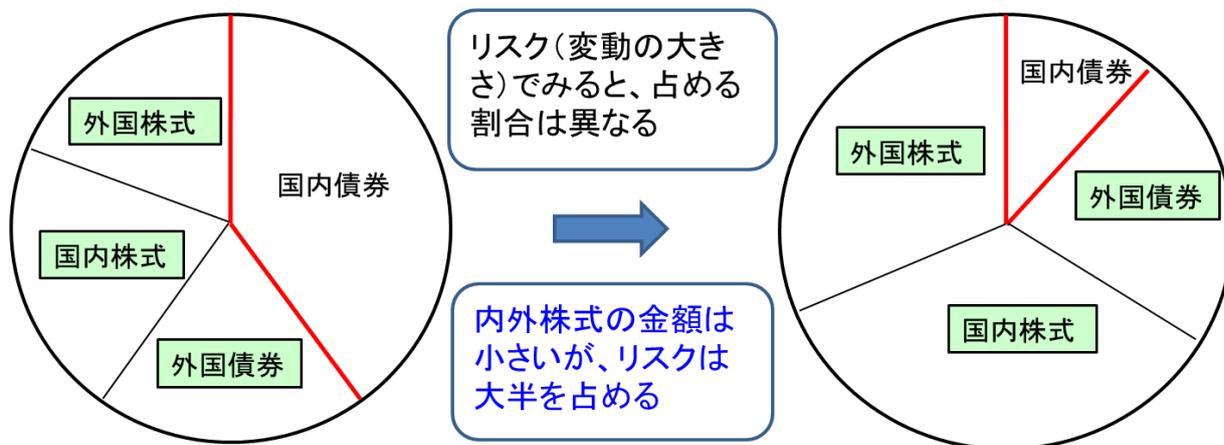
GPIFは、現行ポートフォリオで、国内外の株式や外国債券の割合を大きく引き上げたが、これは金額ベースの構成割合の上昇に比べて、リスクベースでは、大幅にリスクが増加していることに、留意しておく必要がある。

以上を踏まえ、最後に、若干の課題の指摘と提案を行いたい。

図表36:ポートフォリオにおける各資産の金額割合とリスク割合(イメージ)

各資産の金額の構成割合

各資産のリスクの構成割合



(出所) 筆者作成

(2) リスクを減らした運用の検討の必要性

足元での良好な運用成果で、平成26年「財政検証」での将来想定に比べて、必要な給付に向けて、積立金の余裕ができたことは確かであろう。

ただ、これは、トランプ政権誕生による「トランプ・ラリー」という半ば僥倖的な展開にかなりの部分、助けられていることを改めて指摘しておく。

良好な運用による財政運営上の「のりしろ」は、将来に向かって確定したわけではなく、今後の運用次第では消失してしまうこともありうる。

しかし、そもそも、積立金の運用に関しては、法律によって、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」を行うことが規定されている。

万一、公的年金の積立金運用が想定通りに収益をあげられなかった場合は、最終的に国民が『保険料の引き上げ』か『年金給付の削減』という形で、代償を払わざるを得なくなる可能性もあること考えると、公的年金の運用でいつまでも大きなリスクを取り続けることは好ましくないだろう。

そうした観点から考えると、少なくとも現行以上のリスク運用は控えるべきではないだろうか。

しかるに、直近の GPIF の運用に関する方向性を見ると、ここからさらに、より一層高度で多様なリスクの内在する運用へ向かおうとしているように見える。

例えば、オルタナティブ投資においては、不動産投資やヘッジファンドへの投資を拡大しようとしている。

運用の多様化や高度化を否定するものではない。

しかし、公的年金の使命である将来の確実な給付を考えた時、むしろ、良好な運用による「のりしろ」があるうちにこそ、運用リスクを減らした運用の方向を考えていくべきではないだろうか。

もちろん、年金財政上実質的な利回り目標がある中、運用のリスクを減らすと言っても、単純に国債中心の運用に戻ることは難しいし、マイナス金利政策が続く現在の経済・金融環境では適切ではない。

こうした問題を打破するために、例えば、一案として、積立金の運用向けに特別な国債を発行し、それに投資することが考えられる。

具体的には、満期までの保有を前提とした非市場性の賃金上昇率連動型の国債を設計し、公的年金積立金が購入するのである。

これには、以下の様な積立金運用の目的に適うメリットを有する。

第一に、非市場性であれば、市場に影響を及ぼさないし、満期まで保有することで価格下落リスクを考えなくても良い。

次に、我が国の年金制度は基本的に賃金連動の財政構造になっているので、賃金上昇率に連動して元本を調整する債券とすれば、その制度設計・財政リスクを概ね中立化できる。

これは言わば、物価連動国債の賃金版と言え、年に一度、年金改定にあわせて、賃金関連統計の実績値に基づいて決定し、元本調整を実施する。

もちろん、この運用アイデアには、制度的・技術的な障害や運営上の問題も多々あり、掘り下げた分析が必要だが、一考に値するのではないだろうか。

(3) 政府・GPIF の情報開示・説明責任への対応不足

改めての指摘になるが、政府や GPIF が、公的年金制度の受益者でありリスク負担者でもある国民に対し、運用方針の変更等の重要な事項について、これまで明確かつ丁寧な説明がしっかりととなされてきたとは言い難い面がある。

例えば、リスク運用に大きく舵を切った基本ポートフォリオへの変更（2014年10月）は、少数の学者・専門家による検討を経て決定されたものである。

この決定に関して、年金運用において最も重要な要素であるリスク管理、例えば、将来の給付原資となる積立金をどこまでリスクに晒すことが許容されるのか、等について、様々な異なった立場から、議論を尽したとは思えないし、結果の開示や説明も十分であったとは思えない。

また、先頃（2018年9月）は、現行の基本ポートフォリオでの運用において、当面の対応として、国内債券の資産構成割合の乖離許容幅について、弾力的に適用することを決定した。

運用の基本ルールの便宜的な変更は、アベノミクス・異次元金融緩和政策の中で現行基本ポートフォリオに基づく運用の限界を示しているとも言える。

これはポートフォリオ運用上の大きな決定であると言えるが、この決定についても、十分かつ丁寧な説明や情報開示があったとは言い難い。

公的年金制度では、国民は「委託者」であり、政府に制度の運営を委託し、政府は「受託者」で制度の運営を国民から受託している関係にあると言える。

したがって、政府は、公的年金の制度運営の「受託者責任」を果たす上での義務として、国民への十分な情報開示と丁寧な説明を行わなければならない。

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われるかどうかは、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全般や国家財政に多大な影響を及ぼす恐れがある。

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ことを、本稿でも改めて強調しておきたい。

(4) 来年の公的年金「財政検証」に注目

来年は、5年に一度の公的年金の「財政検証」の年である。

安倍首相は、新たに「全世代型社会保障」制度の実現を掲げている。

その中では、公的年金制度についても、働き方改革と絡めた合わせ技で、持続可能で健全な制度への再構築に向けた政策的対応を考えていくことになるだろう。

公的年金制度の持続可能性・年金財政の健全性を確保する観点から、厚生年金の適用対象者の拡大や繰り下げ受給の上限年齢の延長、さらに年金支給開始年齢の引上げ等について、議論が高まっている。

こうした制度変更とその影響に関して、どのような形で、シミュレーションや分析の中に盛り込んでいくか、現実の政策対応への連関面でも重要である。

また、積立金の良好な運用で確保した上積み分（のりしろ）も含めて、どのような財政収支や給付状況になるのか、注目されるところである。

前回までの財政検証では、出生率等の社会動向の前提や全要素生産性や長期金利等の経済変数の想定が楽観的すぎるとの指摘が少なくなかった。

前提を現実的なものに置き換えて、マクロ経済スライドの発動が制約されたままの状態では推計を行うと、積立金はあと30数年で底をつくとの試算もある⁷。

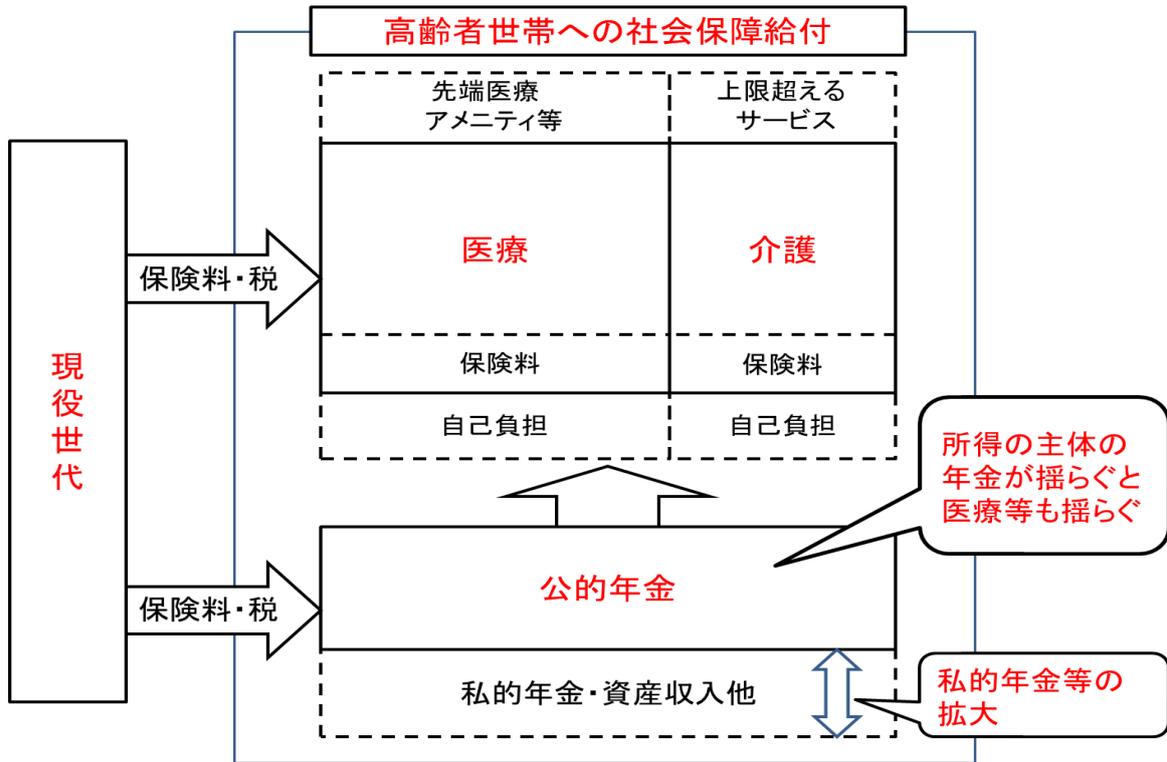
公的年金は、医療・介護とともに社会保障の車の両輪である。

もし、公的年金の運営が危うくなれば、それは年金制度の中だけの問題ではなく、我が国の社会保障運営の土台を揺るがし、医療分野にも少なからぬ影響が生じる。

足元の運用成績の好調さに安心して寄りかからず、制度運営や財政上の課題、問題点を丁寧に議論し、真の意味で「100年安心」な公的年金の実現に向けて各方面が知恵を絞っていかなければならない。

⁷ 日経新聞 経済教室 2018年8月17日「年金過剰給付の是正急げ」 西沢和彦・日本総合研究所調査部主席研究員、中田大悟・創価大学准教授。

図表 37: 年金と医療・介護の関係(高齢者世代の社会保障給付の在り方)



(出所) 筆者作成

補論1. 年金積立金の運用利回りの考え方

公的年金の積立金の運用は、「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」旨が法律で規定されている。

運用の成果は、その資金の性格（長期資金）から、結局のところ、国の長期的な経済成長に見合ったものになると考えられるため、積立金の運用利回りは、長期金利を土台に、以下の様な考え方で設定されている。

- ①長期金利をマクロの経済成長率等と整合的に推計した上で、
- ②運用における『分散投資による $+\alpha$ 』を上乗せする（+0.4%と想定）。

運用利回りとして上乗せする『分散投資による $+\alpha$ 』は、国内債券以外の資産への分散投資によって得られるリターンである。

それはポートフォリオ運用理論の考え方に基づいた実証的分析によって、概ね0.4%と見積もられ、国内債券の利回り（長期金利）に上乗せされている。

理論的な運用利回りを計算式で表すと、次の通りである。

$$\cdot \text{運用利回り} = \text{物価上昇率} + \text{実質長期金利} + \text{『分散投資による} + \alpha \text{』}$$

積立金の運用利回りについては、賃金上昇率を上回ること（以下、対賃金スプレッドと言う）が、年金財政の健全性を維持する上で重要になる。

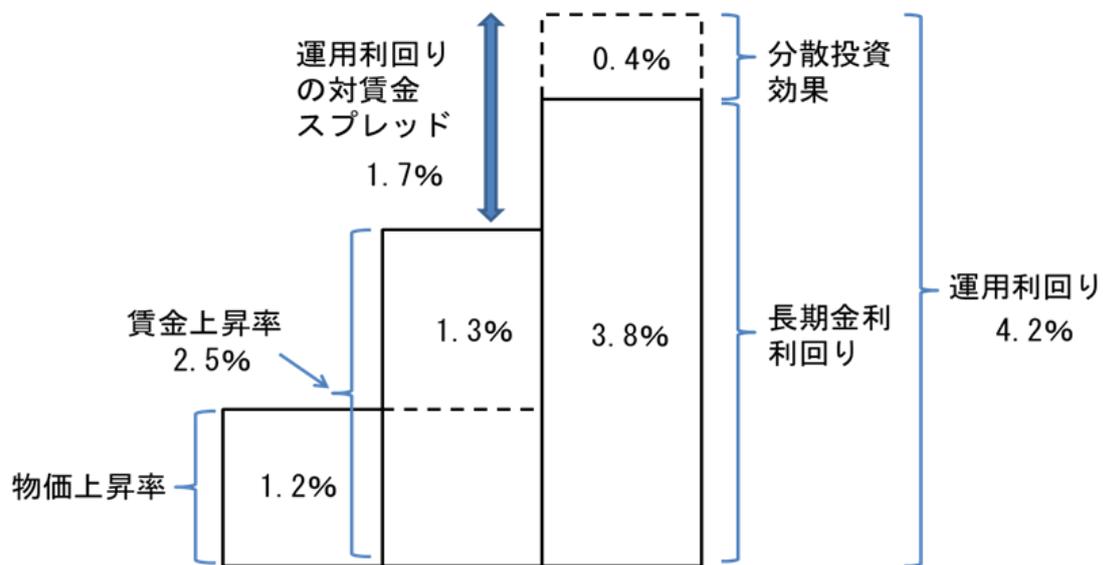
なぜなら、我が国の「公的年金」は、基本的に負担も給付も、大きな部分が「賃金」に連動する仕組みになっているからである。

例えば、負担面では、厚生年金の保険料は賃金に保険料率をかけ、給付面では、新規受給裁定時に過去の賃金を現在価値へ再評価し、給付額を計算する。

従って、実際の積立金の運用においても、運用利回りが、目標として設定した対賃金スプレッドを上回るかどうか、パフォーマンスを図る基準となる。

ちなみに、今回の検証を受けて、積立金の運用利回りの基準には対賃金スプレッドの「賃金上昇率+1.7%」を用いることとされた。

図表 38: 積立金運用での分散投資効果の考え方



(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

補論2. 所得代替率とは

前述したように、年金財政を安定均衡させるため、「マクロ経済スライド」による給付水準調整の仕組みを組み込むとともに、将来的に給付水準が大きく低下してしまう状況を回避するため、将来の年金給付の下限が平成16年（2004年）改正時に盛り込まれた。

この枠組では、給付額の相対的水準を「所得代替率」という指標で評価する。

「所得代替率」とは、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。

$$\text{所得代替率} = \frac{\text{年金受給開始時(65歳)の標準的な名目年金受取額}}{\text{現役世代(男子)の平均手取り収入額(可処分所得)}} \quad (\geq 50\% \text{が法定})$$

具体的には、約100年後においても、「厚生年金の標準的な世帯」で、65歳新規受給時の「所得代替率」が50%以上となることとしている。

ここで、「厚生年金の標準的な世帯」とは、夫が平均賃金レベルで40年間働いたサラリーマン、妻が40年間専業主婦、であった場合の世帯のことを言う。

2014年（平成26年財政検証）時点の年金月額は、「標準的な世帯」モデルで21.8万円、現役世代の手取り賃金が月額34.8万円であり、「所得代替率」は62.7%であった。

将来の年金給付額における「所得代替率」50%の確保は、事実上、「国民への公約」となっており、この「公約」を将来に渡って維持できるのかどうか、「公的年金」運営の大きなポイントの一つとなっている。

なお、世帯構成、賃金水準等によって、「所得代替率」は異なってくる点に留意が必要である。例えば、財政検証の結果で「標準的な世帯」の所得代替率が50%を上回っていても、高所得単身者は50%に届いていないケースがある。

働き方や世帯が多様化しつつある現在、サラリーマン（正規雇用の被用者）の標準世帯が必ずしも全体の基準にはならないことを指摘しておく。

補論3. オルタナティブ投資とは

『株式（上場銘柄）や国債等の伝統的資産への伝統的手法による投資』とは異なる投資形態を言い、以下のように、2つの軸で整理できる。

① 運用資産を代替する：未公開株式、不動産、天然資源、等

② 運用手法を代替する：ヘッジファンド、証券化商品、等

上記①と②の組み合わせによって、具体的な投資形態は多岐に渡る。例えば、天然資源のデリバティブ運用、不動産の証券化商品、等である。

主な特徴は、以下の通りである。

① 伝統的資産との相関（価格連動性）が低い（と言われている）。

② オルタナティブへの分散投資により、リスク/リターンの向上を図れる。

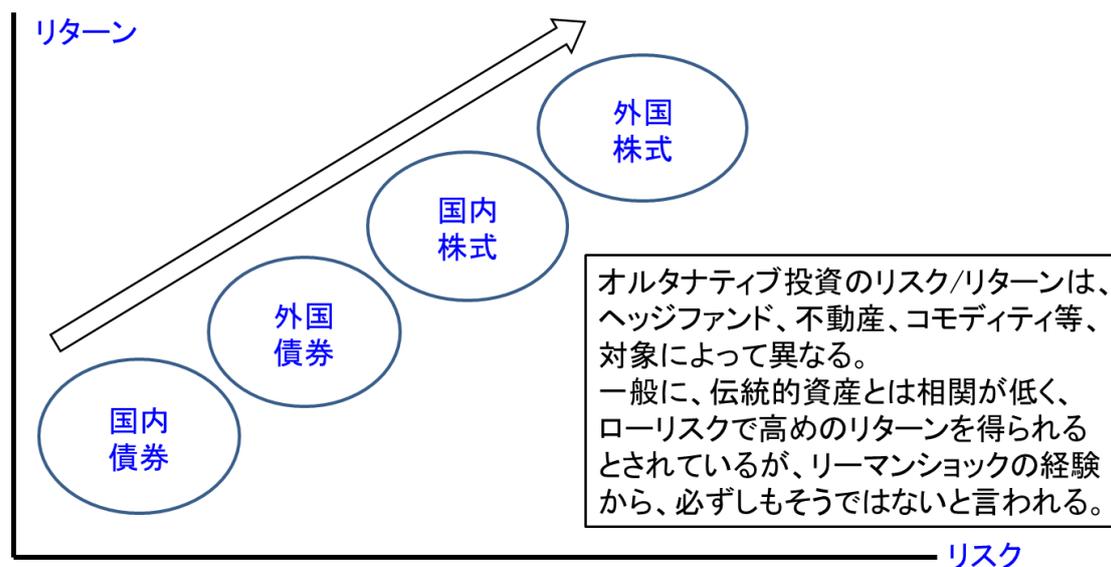
③ 解約や売却が制限され、流動性（換金性）に乏しいものが多い。

④ 手法や資産管理が複雑なものが多く、リスクの所在がわかりにくい。

オルタナティブ投資は、伝統的な投資対象である株式や債券とは相関しない絶対的なリターンあるいは値上がり益の追求を目的とする。

このため、固有のリスクはあるものの、年金資産等の運用ポートフォリオに組み込まれる。ただし、投資する上では、十分なリスク管理が必要である。

図表 39: 金融市場の代表的な資産のリスクとリターン(イメージ)



(出所) 筆者作成

補論4. 平成30年度計画の変更

GPIFは、先頃（2018年9月）、現行の基本ポートフォリオでの運用において、当面の対応として、国内債券の資産構成割合の乖離許容幅について、弾力的に適用することを決定した。

具体的には、国内債券と短期資産を合算した資産構成割合を国内債券の構成割合とみなして、実際の運用内容を把握し、運用管理を行っていく、というものである。

この変更の背景としては、以下のことがあげられる。

国内債券は、日銀のマイナス金利政策の導入以降、投資し難い市場環境になっており、国内債券の償還金等を機械的に国内債券に再投資することはできなくなっている。

そのため、国内債券の資産構成割合は低下し、基本ポートフォリオの乖離許容幅の下限に近づいていた。

一方、年金給付等のための資金支出の一部として、GPIFから年金特別会計に寄託金償還等を行う際、その都度、運用資産を市場で売却して資金を捻出するのではなく、保有する国内債券の償還金等を管理充当する運用を行っている。

しかし、近年、厚生年金基金の代行返上等を背景に、想定以上にキャッシュインが続いたことで、短期資産が積み上がっていた。

こうしたことから、今回、国内債券については、資産構成割合の把握・管理対象を、国内債券と短期資産を合算した値とし、弾力的な適用をすることにしたものである。

このような運用における基本ルールの便宜的な変更は、ある意味では、アベノミクス・異次元金融緩和政策の中での現行基本ポートフォリオに基づく運用の限界を示しているとも言える。

すなわち、アベノミクス・異次元金融緩和政策の下で、GPIFによる年金積立金の予想以上の運用改善をもたらしたと言えるが、今の状況では、それが、逆にポートフォリオ運用において、資産構成割合の調整に関する身動きがとれない状態になりつつあるのである。

参考情報・参考文献

参考1. 過去の年金積立金の運用状況

市場運用移行後の年金積立金の運用状況は下表のとおりである。

図表 40: 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%
27年度	-53,498	-3.64%	-53,502	-3.81%	4	0.00%
28年度	78,930	5.48%	78,925	5.86%	5	0.01%
合計(注2)	643,672	3.00%	503,007	2.89%	140,665	0.98%

(出所) 厚労省「平成29年度 年金積立金の運用状況について」を基に筆者作成

(注1) 平成17年度以前は年金資金運用基金、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。合計欄の収益率は16年平均(年率)

参考2. 世界の公的年金ファンドの規模

GPIF は公的年金の運用ファンドでは世界一の規模であり、その動向を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 41: 世界の公的年金ファンド規模別ランキング(単位: 百万ドル、2013 年末時点)

	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された基金。

(注 1) 2014 年 3 月 31 日時点、(注 2) 2013 年 4 月 30 日時点

参考 3. 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の投資原則

年金積立金管理運用独立行政法人の投資原則(平成27年3月26日公表)

年金積立金管理運用独立行政法人(以下「GPIF」といいます。)の運用委員会は、GPIF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標とする。

【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 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で、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

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み合わせることで、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、各リスク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】

日医総研W P : NO. 327 『平成26年公的年金の「財政検証」に関する分析』
(2014年10月)

日医総研W P : NO. 359 『公的年金の積立金運用動向に関する考察』
(2016年2月)

日医総研W P : NO. 365 『公的年金の積立金運用に関する考察（追加分析）』
(2016年8月)

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29年度業務概況書」(平成30年7月)

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 「平成21年財政検証レポート(平成22年3月)

「国民年金及び厚生年金に係る 財政の現況及び見通しー平成26年財政検証結果 (平成26年6月)

平成29年度「厚生年金・国民年金の収支決算の概要」

(平成30年8月)

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)

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

首相官邸　　にほんさいこうせんりやく05（平成25年6月）
産業競争力の強化に関する実行計画（平成26年1月）
日本再興戦略改訂2014（平成26年6月）

企業年金連合会 ホームページ

<http://www.pfa.or.jp/index.html>

西沢和彦・日本総合研究所調査部主席研究員、中田大悟・創価大学准教授
「年金過剰給付の是正急げ」（日経新聞 経済教室 2018年8月17日）