

金融・資本市場の成長戦略： GPIF改革の進展と残された課題

コロンビア大学 教授
政策研究大学院大学 (GRIPS) 教授

伊藤 隆敏

1. はじめに

本日は、金融・資本市場の成長戦略の中で、特に年金積立金管理運用独立行政法人(以下、GPIF)改革に焦点を当てて、その進展と残された課題についてお話しします。

GPIFとは、「Government Pension Investment Fund」の略ですが、このファンドの現在の中身は、約130兆円に上る厚生年金と国民年

金の積立金です。

今回の改革の骨子の一つは、年金の積立金の運用方針についてです。

この約130兆円の積立金の大半を国債ばかり運用するのではなく、もっと積極的に運用してはどうかという話は、第一次安倍政権のときからすでにありました。当時も一度、諮問会議で提起しましたが、この時は厚生労働省が積極的ではなかったこともあり、改革は前に進みませんでした。

第二次安倍政権になり、もう一度改革を検討しようという機運が与党や官庁サイドに芽生えました。そこで2013年に厚生労働省を共同事務局として最初から巻き込んで、改革を考えるスタートラインに立ちました。

まず同年の産業競争力会議で提案され、6月の日本再興戦略に書き込まれたのが発端になり、公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化に関する有識者会議が発足しまし

〈目次〉

1. はじめに
2. 年金財政の課題とGPIF
3. GPIF改革の要点
4. 「有識者会議報告」への批判と反論
5. GPIFの問題点〈ポートフォリオ〉
6. GPIFの問題点〈ガバナンス改革〉
7. 残された課題

た。その後8月から11月にかけてかなり精力的に議論し、11月に報告書を出しました。この2013年の一連の動きが、今様々な動きが出ているGPIF改革の青写真作成の経緯です。

改革に反対をする人からは、産業競争力会議が発端だったということで、今回の改革は株価対策、すなわち株価を上げることがGPIF改革の目的なのではないかという指摘があります。

しかし、有識者会議が当初から目的としたのは、あくまで年金受給者のための改革です。とりわけ将来の年金受給者のために、現在ある積立金をいかに運用するかが重要です。そこはくれぐれも誤解されないように留意していく必要があります。

■ 2. 年金財政の課題とGPIF

最初に、現在の積立金の源泉は何かということに立ち返ると、これは国民年金と厚生年金保険料の過去の徴収保険料から、過去の給付を差し引いて残ったものです。これが営々と積み立てられ、現在の約130兆円となっています。

これは貯蓄を目的としたものではなく、将来の支出に備えたものです。今後、団塊の世代がどんどん退職していきます。今から10年くらいはGPIFから年金財政にお金を返す、つまりキャッシュアウトが発生します。こうした人口動態の変化によって起きうる現象を予測し、資金を積み立ててきたのです。

さらに今後は、少子高齢化によって人口動態が変わり、退職者の勤労世代の人口に対する比率（代替率）が悪化していきます。そういう意味では、GPIFという枠組みをいかにうまく使い、長く年金受給者のために積立金を戻し続けられるかが重要です。短期の株価対策のために方針を変えるということでは全くありません。

次に重要なものに財政検証があります。これは将来の人口動態、賃金上昇率、インフレ率等々を勘案し、これからの保険料をどう引き上げ、給付をどうしたらいいのかを検証すると同時に、GPIFにどのくらいのリターンを出してほしいのかを計算して出しています。

2014年の春に5年に一度の財政検証が行われ、そこでGPIFに対し名目賃金上昇率プラス1.7%を目標に運用するようといわれました。

年金財政とGPIFの運用は、表裏一体のものとして考える必要がありますが、GPIFの良い点は、これが運用の専門機関を作る重要性を認識して作られた機関だということです。GPIFの前身は年金福祉事業団ですが、そこではガバナンスが全く機能しておらず、リゾート施設などを作って、巨額な損失を出したこともありました。こうした経緯もあり、運用は運用のプロに任せるべきではないかというのが、GPIF創設の精神なのです。

ただし、現在のGPIFの組織にも若干心配

なところがあります。もう少し専門性の高いスタッフを登用して、それを適確に統括していかないと、将来の運用がうまくいなくなる危険性があるとみています。

年金財政そのものはどんどん厳しくなってきました。保険料はずっと引き上げが続いていて、あと2、3年もすれば、これ以上引き上げるのは難しいという上限に達します。そこから先は上げられません。

年金給付は、100年安心プランと掲げ、マクロ経済スライドを導入しています。これは退職者と勤労者の比率の変化、賃金上昇率の変化、これらを勘案して自動的に年金給付が変わっていくという制度です。2004年に導入しましたが、その後にデフレになり、デフレの中で本来は給付を減らさなければならないところ、政治的な理由で減らしませんでした。そういう意味では、マクロ経済スライドもうまく機能していません。

年金には世代間対立という観点の問題もあります。要するに、現在もらっている人はもらいすぎ、今の30代の人たちはもらえないという深刻な利害対立が起きつつあります。

端的に言えば、1970年代、現在の年金制度を作った頃には、勤労世代6人で退職世代1人を支えていました。6対1、1人が1カ月1万円払えば、退職した人は6万円もらえました。それがいまや1.7対1です。1万円出したところで、1.7万円しか年金はもらえません。

6対1の頃には、仮に徴収した年金保険料

をそのまま給付する、右から左にお金を流すだけの方式であっても、十分に成り立つ制度でした。

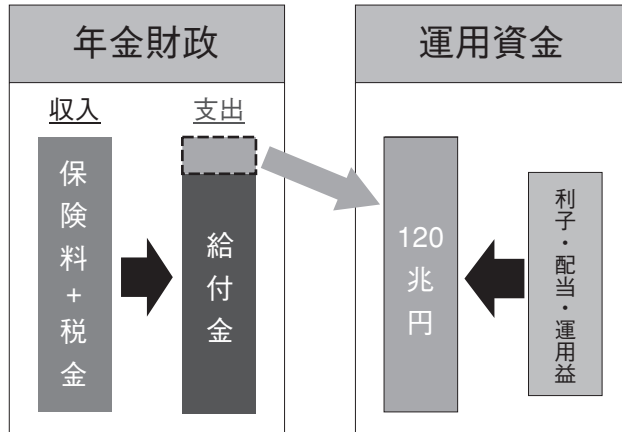
ところが現在すでに1.7対1ですから、仮に1万円を40年間支払って、1.7万円を20年間もらっても割に合いません。今の若い人たちがいう「自分たちはどうせ年金はもらえないよね」という言葉の裏には、結局支払った分すら取り戻せないのではないかという不安があるのです。

厚生労働省はそうならないといいますが、そう言い切るためには税金の投入が必要となります。実際に、国民年金はすでに半分を税金で払っていますので、保険料で給付を賄うという社会保険の概念は、少なくとも国民年金についてはすでに崩れています。

その意味でもはや年金制度自体が、少子高齢化によって支えにくいものになってきています。そこである程度、前述の世代間対立の緩衝材になり得るのがGPIFです。過去には勤労者世代6人が1万円ずつ払っても、受給者世代に実際は6万円を渡さず、そのうちの2万円くらいを手元に残して営々と積み立ててきたのがGPIFだと考えていいと思います。将来を見すえ、年金制度を長らえさせるために積立金を作ったのです。ここではイメージとしては図表1のように、年金財政の方の余った分を運用資金の方に貯めてきたということになります。

ところがすでにここ数年、この矢印は逆向きになっており、運用資金であるGPIFから

(図表1) 年金財政とGPIF運用資金の関係



(注) 給付金が保険料を上回る場合には、運用資金から「キャッシュアウト」して、年金財政に支払いが行われる (矢印の向きが逆になる)

年金財政に毎年5兆円くらい拠出しています。そしてしばらくこの状態は続くと考えられています。つまり、保険料だけでは給付金を賄いきれない状況が続くのです。

年金財政を改善する、少なくとも悪化を防ぐためには「年金保険料の引き上げ」「給付水準の切り下げ」「給付開始年齢の引き上げ」「税金投入の増加」「GPIFのリターン改善」といった選択肢があります。

「年金保険料引き上げ」は、2年後くらいにもうこれ以上引き上げるのは難しいだろうという上限の水準に達します。「給付水準引き下げ」は、マクロ経済スライドを導入して、自動的に実質ベースで下がっていく計画です。つまりこれからもらう人については、どんどん給付水準が下がっていきます。今ももらっている人も、実質ベースで下がっていくという計画がなされています。

「給付開始年齢引き上げ」についても、今は65歳が給付開始年齢ですが、これを67歳、最終的には70歳にしてはどうかという意見があります。根拠の一つはドイツが67歳であることです。今後は70歳に引き上げていくことも決まり、アメリカもその方向に向かっています。どうして一番の長寿国である日本が65歳のままなのでしょう。

昔は、40年間支払い、20年間給付を受ける制度設計でしたが、今ではさらに寿命は延びて、40年間支払って25年間受けるというイメージです。後ろが延びた分だけ、給付開始年齢を動かさないと比率として狂いが生じます。給付開始年齢引き上げは理に適った判断だと思うのですが、政治的には難しいようです。本当はこうした話を5年か10年、早く議論をして給付開始年齢を引き上げておけば、今、大量の退職者となっている62~67歳くら

いまでのベビーブーマー世代に、もう少し長く働いてもらうことができたかもしれません。タイミングとしては、絶好のチャンス逃してしまったといえます。この世代が今後完全にリタイアすると比率は大きく傾いてしまい、様々な改革が難しくなってくるということもあります。

「税金投入の増加」はさておき、ここで「GPIFのリターン」について今の財政検証では、将来の人口動態、賃金増加率、保険料、給付をすべて勘案したうえで、100年後にGPIFに給付積立金がちょうど1年分残っているという形で計画しています。実際のところ、100年先までの予測は困難で、現実的にはおそらく10年単位で確実性を高め、そこから先はまた5、6年経ったら改めて考えるという形のローリングで計画を改定することが必要になってきます。100年先まで考えて運用するのは困難です。有識者会議ではとりあえず10年は絶対安全に運用する部分と、10年を超えて長期運用する部分とを分けて考えた方がよいのではないかと議論してきました。これは重要な点です。

また、GPIFの資産を運用するに際しては、法律上は「安全かつ効率的」であることが求められています。それでは、「安全」や「効率」の定義は何なのでしょう。

まず厚生労働省のいう「安全」は、国内債券を基準に考えられています。国内債券並みのリスクというのが「安全」の定義であるらしいのです。

「効率的」とはおそらく効率的フロンティア、そのリスクとリターンの平面で考えて、達成可能な分散投資を進めることによって、達成可能なフロンティアに乗っていることだと思います。そういう意味では、「効率的」とはリスクを決めてリターンを最大化することなのかと思う一方、目標リターンとして名目賃金上昇率プラス1.7%という数字が与えられていますので、これはリターンが決まっていますリスクを最小化せよということなのかと思います。リスクを決めてリターンを最大化するのか、リターンを決めてリスクを最小化するのかということは、人によって解釈が違い、解決されていません。この点では、まだ少し混乱していると思います。

■ 3. GPIF改革の要点

2013年の有識者会議では、GPIFが内在する問題点と、それをいかに改革していくのかを考えました。

まず柱として取組みを検討したのは、ポートフォリオ改革です。さらにそれと並行して、ガバナンス改革について検討しました。この二つは表裏一体であると捉えました。

まずポートフォリオ改革ですが、2013年の時点でもベンチマークとなる基本ポートフォリオがありました。国内債、主に国債ですが、その比率を常に60%にすると決まっていたのです。それでもその前年は67%、つまり3分

の2だったものを6割にまで落としていました。これをこれ以上下げるべきかどうかについて議論したのです。有識者会議の考えは、国内債の比率は高すぎる、もっと下げるべきだというもので、これを提言として書き、参加した有識者全員の一致した意見としてまとめました。

その理由の1点目は、国内債を国債として考えると、当時で0.7%（今は0.45）という1%をはるかに下回る利回りしかありませんでした。これを大量に保有していても目標リターンは達成できません。

2点目は、分散投資を進めれば、リスクをそれほど上げずにリターンを高めることができます。これはファイナンスの基本中の基本です。どうして国内債だけを大きく持つのでしょうか。

3点目は、平常時であれば、国債をある程度持つのは理解できますが、今は国債を持つ時機ではないということです。今は利回りが0.5%を割りこんで非常に高い国債価格になっています。今後金利は上がる方向にいくでしょう。しかもアベノミクスでは、インフレ目標を2%とし、経済成長を高めるといっています。それが達成されれば、当然国債金利も3%ぐらいになると考えられます。2年後か、3年後か、4年後に達成するのかわかりませんが、少なくともアベノミクスの方向は、そちらに向いています。

公的年金の基金であるGPIFが、そうしたことを将来の経済の前提に置かないのはおか

しいともいえます。その意味からは3%や4%になれば、もう少し国債を買ってもいいのかもしれないが、少なくとも今は国債の比率をかなり落とすべきであるというのが有識者会議の考えでした。

海外の投資家からも随分指摘されました。アベノミクスで2%インフレと2%成長を達成すると掲げている折に、GPIFのポートフォリオは、それが達成されたときに大変な損をするポートフォリオを組んでいるのではないかとの指摘です。これはアベノミクスを覚悟を決めてやる気がないのか、GPIFのポートフォリオが間違っているのか、どちらかしかないだろうというものです。その指摘も相当なプレッシャーとなり、ポートフォリオ改革の方向性が見えました。

4点目ですが、GPIFの今のアセットクラス、つまり資産の分類は国内債、国内株式、外国債、外国株式の4分類となっています。しかし海外の年金基金は、不動産投資やインフラ投資、あるいはプライベートエクイティ投資など、様々な資産に投資をしています。いわゆるオルタナティブに積極的に投資をする年金基金が多いということがわかりました。

有識者会議ではそうした新しいアセットクラスに投資先を拡大するという議論をし、一気に大量ではなく、せいぜい5%程度の投資なら、分散投資の観点からも望ましいのではないかと考えました。年金基金という長期的な投資の性格から考えて、流動性はないがプ

(図表 2) 基本ポートフォリオの見直しについて

基本ポートフォリオの現状

- 会計検査院から基本ポートフォリオの定期的検証が求められたことから、平成25年6月に、GPIFの運用委員会で基本ポートフォリオの検証、見直しを実施（現行基本ポートフォリオ）。
- アベノミクスの効果により株高・円安基調は続き、国内株式の資産構成割合は基本ポートフォリオの乖離許容幅の上限付近まで増加、国内債券の資産構成割合は乖離許容幅の下限まで減少。

(基本ポートフォリオ)

(平成26年6月末時点) ※直近の公表数値

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

国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
52%	17%	11%	15%	5%

基本ポートフォリオの見直し

- 平成26年財政検証の結果を受け、総理の了解を得て、厚生労働大臣の指示のもと、GPIFにおいて次期基本ポートフォリオの検討作業を前倒しで開始。
- デフレ脱却を図り、適度なインフレ環境に移行しつつある我が国経済の環境を踏まえ、フォワードルッキングな視点から検討。
- オルタナティブ投資（インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産等）について運用体制の整備に伴い実施できることを明確化するとともに、上限を基本ポートフォリオ全体の5%に設定。
- 検討の結果、次期基本ポートフォリオは以下のとおり。

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

見直し手続

- 基本ポートフォリオは、GPIFの中期計画に定められていることから、見直しに当たっては、独法評価委員会の意見を聴きつつ、財務大臣との協議を経て、厚生労働大臣が認可。
- 10月31日（金）に独法評価委員会を開催、厚生労働大臣が認可し、同日17:00に次期基本ポートフォリオを公表。

レミアムが乗っている資産は、まさに年金に適したものです。オルタナティブ投資も加えるようにと、報告に盛り込みました。

こういった債券以外のリスク資産とされるものに投資を移していくということは、それなりに専門的知識、経験を持った資産運用者を雇わなくてはなりません。そのようなポートフォリオマネージャーや資産運用のプロを採用するのであれば、彼らを採用しマネージする人も採用する必要があります。

有識者会議としては、理事会をきちんと作り、理事にもしっかりとした見識のある人を

雇ったうえで、その執行部隊としてさらに運用のプロを集めるという形、いわば委員会等設置会社のような形のストラクチャーが適切ではないかと考えました。

しかし現在のGPIFの体制は、独立行政法人の分類に入っています。独立行政法人は理事長独任制です。これは理事長が全権限と全責任を持って決断する制度です。むろん投資に関しては運用委員会があり、そのアドバイスをもとに運用していますが、全事項において全責任を理事長が負っていることには変わりはありません。

有識者会議では、これは130兆円を運用する公的年金基金としては適切ではないと考えます。合議制の理事会を作り、そこで重要事項を決定するという提案をしました。海外の年金基金は、概ねこういう形になっています。

このような有識者会議報告を2013年11月に提言しました。その結果、ポートフォリオ改革については、ほぼ提言どおりに実現しつつあります。次に詳細を説明するガバナンス改革に関しては道半ばで、重い課題が残っています。これを今後取り組んでいかなければなりません。

GPIF改革の2本の柱の1本であるポートフォリオ改革ですが、基本ポートフォリオについては、直近2014年10月31日に新しい基本ポートフォリオが発表になりました(図表2)。

2013年に、有識者会議で提言を出したときには60%だった国内債の割合を35%にしました。そして国内株を12%から25%にしました。さらに外国債は11%だったものを15%にし、外国株については12%から25%にします。

分類を変えて債券と株式で括ると、債券が国内外で50%、株式が国内外で50%となります。債券と株が半々というのが新しい基本ポートフォリオです。

2本目の柱であるガバナンス改革については、今、議論の真っ最中です。内閣改造で塩崎厚生労働大臣の就任以降、ようやくガバナンスの議論が始まったというのが実際に、社会保障審議会の年金部会の下に作業班をつくりました。そこに年金部会のそもそものメン

バーと、2013年の有識者会議で報告を書いた私たちが作業班に入り、ガバナンス改革の青写真を今まさに描いているところです。

■ 4. 「有識者会議報告」への批判と反論

有識者会議報告を公にして以降、批判があったことを紹介します。

多くはポートフォリオについてですが、最もよく聞かれたのは、「債券は安全、株はリスク」だというものです。「なぜ年金生活者をリスクに晒すのか」という批判です。年金生活者は安定を望んでいるのだから、すべて債券で持つべきだという有識者会議と真逆の方向を主張する人々がいます。彼らの理想形としたのはアメリカで、アメリカですら年金基金はすべて国債で運用していると主張されました。

私はアメリカに行き、話を聞いたところ「そんなことはない、運用なんかしていない」との回答でした。アメリカには“Social Security Trust Fund”(社会保障信託基金)がありますが、実は会計上の操作、処理をしているだけだと彼らにいわれました。彼らは“Accounting gimmicks”という言葉を使ったのですが、平たくいえば、特別会計で入ってきたものは入ったと記録するが、そのお金はそこで使ってしまうということです。将来払うという約束の勘定を記入しているだけで、入ってきたお金を積み立てて運用はせず、その分

を使っています。言葉を換えれば、右から左にお金を流す“pay as you go”と何も変わりません。徴収した保険料を財務省に渡し、これが公共事業などに回っています。それでも約束されたリターンを得ているというのが、アメリカの形です。これは昔の日本の資金運用部委託と同じようなものです。

それでもアメリカならばまだ許されるかもしれません。アメリカは、日本ほど高齢化が進んでおらず、勤労者と受給者の間に4対1くらいの比率はあります。右から左の“pay as you go”でも若い世代が極端に損をするというシステムにはなっていません。しかし、これは現在の日本には最も適さない方法です。1.7対1である日本が同じようにやれば、若い世代には本当に払われなくなります。

国債だけを持つということは、将来それをキャッシュアウトするときには、そのときに働いている人が税金で払うことになるので、人口が減っている将来世代の負担をどんどん増やしていくこととなります。私はこれを「負のねずみ講」と呼んでいます。人口と経済成長が小さくなっていくときには将来世代がもらえるものが少なくなっていくので、100%国債で持つのは、日本の現状では非常に不適切なシステムであるということです。

さらにいうと、今約130兆円ある積立金が毎年5兆円キャッシュアウトされるとすると、20年で100兆円になります。もし利子を生まない資産、ゼロに近い金利の国債あるいはキャッシュで持っていたら、約130兆円の

積立金は25年くらいで枯渇します。

リスクのないもので運用してほしいと願うのが年金生活者かもしれませんが、それは今の年金生活者です。問題はその先の世代です。先の世代に資産を渡すためには、0%や0.5%で運用していたのでは、間に合いません。

したがって、名目で4%くらいのリターンが乗らないと、100年間安心にはなりません。ここにも実は世代間の対立が内在しています。将来世代の声に耳を傾ければ、絶対には100%国債で運用という要望は出てくるはずはないのです。それをわかっていたかと思いますが、この論争では私は繰り返し述べてきています。

■ 5. GPIFの問題点 〈ポートフォリオ〉

あらためて、ポートフォリオの話に戻ります。海外の年金基金はすでにポートフォリオの相当部分を株式に集中しています。国債の低金利は世界的な現象なので、ここ10年、15年で海外の年金のポートフォリオはがらっと変わりました。

海外だけではなく、国内でも企業年金連合会が扱っている年金は、GPIFよりもリターンが高い。国内でもやればできることを示しています。したがって、分散投資をして国内債の比率を下げ、成長戦略に伴う果実を取るようなアセットクラスに投資をすべきであるというのが有識者会議の提言の主軸です。

年金基金の特徴は、例えば1年間非常に運用成績が悪くても、取り付け騒ぎは起こりません。そこが運用成績次第で解約の嵐が待ち受けるヘッジファンドのような短期のファンドとの大きな違いです。そういう意味では1年単位の上がり下がりや、本来は気にしないでいい性格の基金といえます。

そのように考えれば、10年間持ち続けてリターンが高ければ、そうしたものに投資をすべきです。流動性が足りないといった心配をする必要はありません。先のヘッジファンドのような解約の心配をしなければいけない機関投資家が持てないような資産には、プレミアムが乗っているはずで、そういうものを年金基金は買うべきだろうと考えます。

リターンにイリクイディティプレミアム(illiquidity premium)が乗っているもの、これらを探して買うのが年金基金としては適切になってきます。これはいわゆるインフラ投資やベンチャー投資にもつながってきます。投資戦略、投資の基本から考えて、公的年金基金は普通のファンドや私的なファンド、ヘッジファンドなどとは性格が違うのだと考える必要があります。

そう考えたときに、最も不適切な運用行動は、例えば2003年や2009年のように株が大きく下落したときに即座に価格の下がった株を売ることです。

実際、2008-09年にかけて年金ファンドのリターンは、日本のように株の保有比率が少なくても、-7%程度でした。株の比率が大きい

海外では、-20%という数字になっていました。

こういうときには「年金生活者をリスクに晒すのか。すぐに売ってしまえ」といい、売らせようとする圧力がかけられます。これが最大のリスクとなります。

株は下がるときもあれば、上がる時もあります。事実、2010年には軒並みV字回復をしました。例えば2008-09年のようにどんと下がったときに、年金基金は買いに入るべきときです。底値を見分けるのは難しいですが、原則として下がる時は年金基金にとっての買い場であり、そこで売るのは愚の骨頂といえます。逆に株価がピークのときに買うのは最悪です。

つまり近視眼的で感情的な議論に左右されない年金基金をつくるのがガバナンス改革なのです。

さて、最近発表になっているポートフォリオではどこまで分散投資が進行したのでしょうか。

図表3を見ると、2014年9月末の段階で、初めて国内債券の割合が半分を切りました。そして国内株式が18%まで上がってきています。同年10月31日に発表された新ポートフォリオによれば、国内債券は35%、±10という数字が出ていますので、それを基準に言えばまだ国内債券は相当に売らなくていけません。国内株式も新ポートフォリオは25%ですので、もう少し買い増していくことが予想されます。

ちなみに海外の状況を図表4に示します。

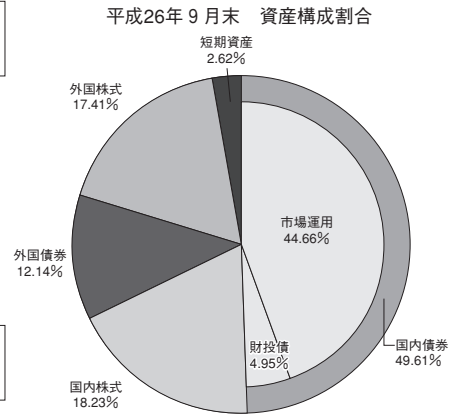
(図表3) 運用資産額・構成割合 (2014年9月末現在)

【資産構成状況】
平成26年9月末

	第2四半期末(平成26年9月末)		
	運用資産額(億円)	運用資産の 構成割合	(参考) 年金積立 金全体の構成割合
国内債券	649,282	49.61%	48.39%
市場運用	584,545	44.66%	43.57%
財投債(簿価)	64,737	4.95%	4.82%
(参考:時価)	67,068	—	—
国内株式	238,635	18.23%	17.79%
外国債券	158,863	12.14%	11.84%
外国株式	227,828	17.41%	16.98%
短期資産	34,237	2.62%	5.00%
合計	1,308,846	100.00%	100.00%

国内債券
ベンチマーク60%
下限52%
に対して49.61%

国内株式
ベンチマーク12%
乖離許容上限18%
に対して18.23%



(注1) 上記数値は四捨五入のため、各数値の合算は合計と必ずしも一致しません。

(注2) 運用資産額は時価総額です。財投債(簿価)は償却原価法による簿価に未収収益を含めた額です。

(注3) 上記の(参考)年金積立金全体の構成割合は、9月末の各資産の構成割合と基本ポートフォリオに定める資産構成割合の比較のため、短期資産を9月末時点の基本ポートフォリオにおける割合である5%として、当法人が管理運用している運用資産を基に算出しています。

(出典)「平成26年度第2四半期運用状況」(年金積立金管理運用独立行政法人)

カナダの年金プランで債券が35%、ノルウェーも35%、オランダが39%、スウェーデンが36%です。これは国内外債券です。日本は新ポートフォリオでも国内外債券で50%なので、海外に比べるとそれでもまだ高い数字になっています。例に挙げた各国は、それぞれ不動産やインフラに投資していますから、比較するとGPIFは、かなり保守的な運用をしています。

海外のファンドは、年平均収益率で軒並み2008年度に-20%で、2009年、2010年にV字回復しています。10年の単位で見れば、GPIFよりも平均収益率は高かったのが、海外の事例です。

これらの話を勘案して、有識者会議の基本的な考え方としては、これから比較的予測確

度の高い10年の間に予想されるキャッシュアウト、つまり年金財政に返却する資金は国債で持ってもいいとしています。これは1年で予想されるキャッシュアウトは1年債、2年目のものは2年債という形で、それぞれ年限の合った国債で持つという意味です。それが合計で30兆円として、残り100兆円は10年を超える運用、つまり、長期保有を前提としたポートフォリオを組んではどうかと思います。10年間持ち続けられれば、確実に債券よりも高い利回りを取れるものが存在します。そこに分散投資するのです。こうしたことを提起したわけで、おおよそ提言に沿った形に、新ポートフォリオはなっています。

基本ポートフォリオの見直しについては、図表2の中のを参照してください。国内債

(図表4) 諸外国における市場運用を行っている年金積立金等について

名称	米国 (州・地方公務員年金)	カナダ	ノルウェー	オランダ	スウェーデン	日本 (企業年金)
	カリフォルニア州 職員退職制度 (CalPERS)	カナダ年金プラン 投資理事会 (CPPIB)	政府年金基金 グローバル (GPF)	オランダ公務員 総合年金基金 (ABP)	国民年金 (AP1~4)	企業年金連合会
資金規模	約25兆円 (2013年6月末)	約17兆円 (2013年3月末)	約67兆円 (2013年3月末)	約34兆円 (2013年3月末)	約11兆円 (2012年12月末)	10.7兆円 (2013年3月末)
基本 (参照) ポート フェリオ	国内債券	17%	30%	外国債券 35~40%	39%	積立水準が改善する毎に株式 水準を低下させる「動的管理」 積立水準100%未満 内外債券 57% 内外株式 43% ↓ 積立水準115%以上 内外債券 80% 内外株式 20%
	外国債券		5%			
	国内株式	64%	10%	外国株式 60%	31%	
	外国株式		55%			
その他	不動産等 15% 流動性資産 4%	—	不動産 ~5%	不動産、インフラ、 PE、オルタナ等 30%	不動産、PE等 11~17%	
職員数	2,626名	906名	336名	4,143名	248名	153名

(注1) カナダは、理事会が提示する参照ポートフェリオ（実際の運用では不動産、インフラにも投資）。

(注2) スウェーデンAP1~4のポートフェリオは、2012年末時点の実際の資産構成比率。資金規模、職員数はAP1~4の合計。

(注3) 企業年金連合会の積立金には、厚生年金基金から移換された代行部分（厚生年金基金が公的年金の一部を代行している部分）が含まれている。

(注4) 職員数には、運用スタッフ以外の職員や理事会の理事数を含む機関もある。

(備考) 資金規模は、1ドル=98円、1ユーロ=118円、1カナダドル=90円、1ノルウェー・クローネ=16.02円、スウェーデン・クローネ=12円で換算。なお、端数は四捨五入。

◆年平均収益率

(%/年)	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
CalPERS	23.3	13.4	11.1	15.7	10.2	▲27.8	12.1	12.6	1.1	13.3
CPPIB	17.6	8.5	15.5	12.9	▲0.3	▲18.6	14.9	11.9	6.6	10.1
GPF	12.6	8.9	11.1	7.9	4.3	▲23.3	25.6	9.6	▲2.5	13.4
ABP	11.0	11.5	12.8	9.5	3.8	▲20.2	20.2	13.5	3.3	13.7
AP1	16.5	11.4	17.5	9.8	4.8	▲21.7	20.4	10.3	▲1.7	11.4
企年連	21.2	5.8	22.7	5.6	▲9.9	▲18.3	17.9	▲0.5	2.1	15.4

(注) CPPIB・企年連の年度は4月~翌年3月末、それ以外は1月~12月末。なお、スウェーデンの収益率はAP1の値。(出所) 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

券が35%±10。現在は上限よりも上になっているので、もう少し国債を売っていくでしょう。国内株式が25%±9ですので、下限よりは上にすでにきています。外国債券が15%±4、外国株式が25%±8です。

こうしたことから、これからも国債の保有はどんどん減っていくだろうと予想されますが、積極的に売ると、満期がきたものをキ

ャッシュに替えるのかということについて、GPIFはまだ悩んでいるようです。おそらくこれまでは後者が多かったと思います。つまり満期がきたものをロールオーバーしないで、キャッシュでもらっているようです。そこを積極的に早く売るかどうかを、今GPIFの中で検討しているようです。

2014年10月31日に、黒田東彦日本銀行総裁

が追加緩和を実施し、追加で国債を年間ベースで約30兆円買うと発表しました。GPIFがこれから売らなくてはならない国債の額とちょうど見合っているのです、事前に相談したのではないかとわれていますが、実際は相談していないようです。たまたま同じ日に発表があったので、マーケットには影響を及ぼさずに済んで、良かったと思います。

■ 6. GPIFの問題点 〈ガバナンス改革〉

次にガバナンス改革の話をもとめます。

これまで主にポートフォリオの話をしてきましたが、運用の方針を転換し、これまで買っていないものにも投資をする、株式の割合を増やす、あるいは国外の比率を増やすということを考えると、今の体制ではとても間に合いません。

GPIFの職員数は、すべて合わせて70人余りです。ほとんどの運用は、外部の機関に運用委託をしています。例えばTOPIXインデックスをなぞるように運用してくださいという形で、お金を預けます。債券については野村BPIをなぞるようにと依頼します。そうすると、7年債を中心としたポートフォリオを組んでしまう状態にあります。そこにあまり工夫はありません。

今後、新ポートフォリオに沿った債券、株式の割合にしていき、例えば株式に関してはTOPIXがいいのか、日経JPX 400がいいのか、

日経平均がいいのか、スマートベータなのかと選択肢を考えると、今のままの体制では難しいのです。こういったものをどれくらい、誰に預けるのか、いっそ一部自主運用をしようということになると、職員数は圧倒的に足りません。これを増やして、さらに運用責任者を置くとなると、職員数は非常に多くならざるを得ないのです。

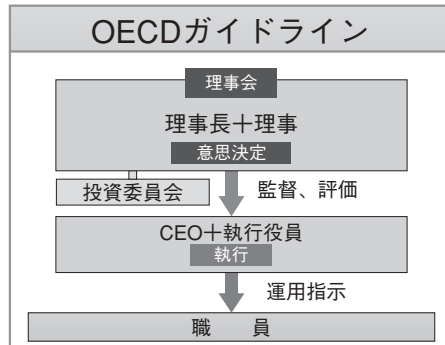
もう一つ、先にも説明した理事長が1人ですべてを決めているのかという課題もあります。このように広い範囲のアセットクラスを見ながら、さらには海外の動向も視野に入れて運用していくとなると、1人ではとても無理です。やはり海外の年金ファンドにあるような理事会をつくり、重要なことは理事会の合議制で決め、執行部隊に対して運用方針を指示する体制にすることが適切ではないかと議論しています。

これについては塩崎大臣の肝入りで作られた年金部会の下にある作業班で、2014年10月末から5回にわたって議論しましたが、なかなか議論が煮詰まりません。まだまだ決めなければならないことが数多くありますが、合議制の理事会をつくるという段階まではほぼ合意できていると考えています。

今は理事会と執行部隊の関係、理事会の決定事項と大臣との関係といった議論が続いています。

具体的な形は、経済協力開発機構（OECD）ガイドライン（5）に沿って検討しています。理事長と理事が5人から10人のイメージを持

(図表5) 目指すべきガバナンス



っています。その下に委員会、図には投資委員会しかありませんが、それ以外にコンプライアンスやシステムなど様々な委員会がぶら下がり、委員会で意思決定したものを執行部隊（CEO、CIO、COOなど）に指示を出します。さらにそこで執行役員たちが考えた運用の指示を職員に出します。おおよそ、そんな組織をイメージし、作業班の結論はその方向に向かっています。

■ 7. 残された課題

以上を総括すると、ポートフォリオ改革とガバナンス改革は並行して進める必要があるということになります。

しかし、今の状況は基本ポートフォリオや新しいポートフォリオが出て、ポートフォリオの改革の方が先行しています。ガバナンスの改革が頑張っ追いつくような議論をしなければならないと考えています。

結局のところ、何が紛糾して進んでいない

のかというと、一例としてGPIFというのは運用の専門機関ですから、与えられたマニデート（委任された権限）があります。賃金上昇率プラス1.7%というマニデートを達成するためには、なるべく独立して決定していくべきだと考えているのですが、これに関しては保守的な考えを持つ方々もおられます。年金というのは、大臣が最終的に国民に対して責任を負っているのだから、大臣からの独立はあり得ないという意見です。したがって、理事会の決定は大臣に持っていき、承認をとるようにという人がいます。

最終的には、理事会が決定して大臣へは報告で済む部分と、理事会が決定して大臣の承認を得る事項とを分けなければならないというところまでできています。ただ、今後もなかなか日銀の独立性のようなどころまでは担保されないのではないかと感じています。

政治とGPIFとの関係、大臣とGPIFの関係では、運用についての不適切な圧力を受けないためにどうしたらいいかという点が非常に

重要です。そこが担保されるガバナンスにできるかどうかは、現時点では不確実であると報告しなければなりません。

今後、ガバナンス改革の作業班は、2014年内に報告書をまとめ、2015年にそれを持ち国会に行き、新GPIF法を国会に通すことが最重要課題です。そこまでもっていけば、2013年11月に示した有識者会議の報告がすべて実行されるという段階にまでできます。ただ万が一、このガバナンス改革でつまづくようなことがあると、そこが懸案材料となりそうです。

本日の話は以上です。ご清聴、ありがとうございました。

(本稿は当研究会主催による時事懇談会における講演の要旨である。構成：桜木 康雄)