

公的・準公的資金の資産構成見直しに関する評価と課題



ニッセイ基礎研究所 金融調査部 上席研究員

徳島 勝幸

1. はじめに

アベノミクスにおける第三の矢は、「民間投資を喚起する成長戦略」とされている。2013年6月に公表された「日本再興戦略」は、あまりにも内容が乏しく、特に、公表前に海外投資家が改革への強い期待を持っていたことから、株式市場での失望売りが相次いだ。アベノミクスは、第一の矢である金融政策と第二の矢である財政政策によって、長期にわたるデフレ経済から脱却し成長の好循環に向けた入口に立つところまで、人々の期待に働

きかけたことで成功したように見える。ところが、効果的な成長戦略が打ち出せない中で、第三の矢における拡大・発展には苦労が見られる。2014年6月に改訂された「日本再興戦略」を見ても、法人税率の引下げを書き込むことに成功したものの、具体的な議論は先送りしており、女性活用や雇用慣行の見直し等への取組みは鮮烈さに欠ける。TPP（環太平洋戦略的経済連携協定）への参加についても、米国との協議が不調に終わって交渉期限がなし崩し的に延長されており、それだけでなく国内に反対意見が少なくない中で、状況を高く評価できるものとはなっていない。

これまでのところ、力強い成長戦略の採用が見込まれない中で、結果的に第三の矢として世間から大きく注目されることになったのが、年金積立金管理運用独立行政法人（以下、GPIF）等公的・準公的資金の資産構成見直しである。そもそも、アベノミクスにおける第一の矢が、日銀による金融緩和の拡大を通

〈目 次〉

1. はじめに
2. GPIFによる年金資金の運用とポートフォリオ見直し
3. 本年度に入ってからGPIF動向
4. 公的資金の運用見直しが与える影響

じて市場の期待に働きかけ、円安・株高を実現することでデフレ経済から脱却する端緒を掴むことが主眼とされていた。そのため、経済問題を当面の課題として掲げる安倍政権の支持率は、株価による影響を強く受けることになる。かつて、小渕恵三第84代首相は「蕪（かぶ）あがれ～」と発言して、株価上昇とともに政権支持率の浮揚を期待したが、まさに公的資金等の資産構成見直しは同様の思惑に満ちているのかもしれない。

■ 2. GPIFによる年金資金の運用とポートフォリオ見直し

GPIFは、国民の年金給付のための資産を運用する目的で設立された組織である。歴史的には、年金資金を財政投融资に預託していたものが、1987年の年金福祉事業団の設立以降、市場において有価証券等による資産運用を積極的に行うようになったものである。当時の政権によって、相場下落を防止するためのいわゆる株価維持対策（PKO；Price Keeping Operation）に利用されたこともあり、その後、複数回の組織改正を経て、2006年4月から現在のGPIFによって運用される体制となっている。

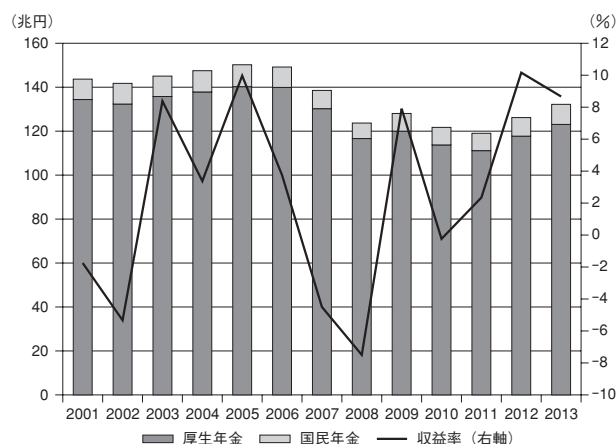
日本の公的年金は、高度経済成長を伴う人口増加から急速な高齢化・人口減少の進行という人口動態の変化に対応するため、純粋な賦課方式（Pay-as-you-go）は採用されず、また、将来に必要と見込まれる給付を前提に

した完全な積立方式も、財源を確保することが容易でないために採用されなかった。少子高齢化が進むと、年金受給者の比率が相対的に上昇するため、純粋な賦課方式では年金保険料の収入と年金給付のバランスが維持できなくなってしまう。結果として、現在のような積立金のある程度保有し、同時に、保険料収入に加えて一定の年金給付財源を一般会計から補填するという修正賦課方式のシステムとなっているのである。

GPIFの総資産は、円安・株高の効果もあって、2014年3月末では126.5兆円となっている。運用対象の原資となる年金特別会計の積立金残高は、国民年金部分（約8兆円）と厚生年金部分（約123兆円）とからなる。実際のところ、運用の局面において両者は区分されておらず、米国の老齢・遺族・障害保険（OASDI；Old-Age, Survivors, and Disability Insurance）のように、無リスク運用に相応しいと考えられる部分を切り出すことは容易でない。また、厚生年金の運用資産の一部は、個別の企業等によって設立された厚生年金基金によって代行されており、GPIFがすべての厚生年金の資産を運用しているものではない。

GPIFの運用については、政府による約5年ごとの財政検証の際に中長期的な基本ポートフォリオが策定され、次の財政検証までは、各資産クラスへの配分は基本ポートフォリオの定める資産構成割合を維持することとされている。一方、株価や為替等時価変動の大き

(図表 1) 年金特別会計の積立金残高推移とGPIFの運用収益率



(注) 積立金残高は年度末時点の時価ベース、収益率は運用手数料等控除前
(出所) 厚生労働省及びGPIF公表資料を元に筆者作成

(図表 2) GPIFの基本ポートフォリオの推移

当初計画		国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
	資産構成割合	67%	11%	8%	9%	5%
	乖離許容幅	± 8%	± 6%	± 5%	± 5%	—
変更後		国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
	資産構成割合	60%	12%	11%	12%	5%
	乖離許容幅	± 8%	± 6%	± 5%	± 5%	—
資産 構成 割合		国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
	2013/6 末時価	57.7%	15.2%	9.7%	12.4%	(5.0%)
	2014/3 末時価	53.4%	15.8%	10.6%	15.3%	(5.0%)

(出所) GPIF公表資料を元に筆者作成

な資産を投資対象に含めていることから、資産構成割合には一定の乖離許容幅が設けられており、乖離許容幅を逸脱する事態となった場合に、売買を通じたりバランスが行われる。

ところが、2012年秋にアベノミクスがはじまり、円安・株高へと市場の流れが変化したために、2013年6月のタイミングでGPIFは基本ポートフォリオの見直しを行っている。本来的には、財政検証の行われない時点で基本ポートフォリオを変更するのは、従来の年

金運用の枠組みから逸脱しているものと批判されるが、運用環境の大きな変化により基本ポートフォリオの前提とされていた各資産クラスの期待利回り等が変ったため、見直しが必要になったと考えることも出来よう。

もっとも能天気な株式市場関係者は、この見直しをもってGPIFが日本株の積極的な購入に向かうと囁き立てたのであるが、その理解は誤りである。図表2に掲げたように、既に2013年春の時点で、国内債券等複数の資産

クラスで、資産構成割合が乖離許容幅を逸脱する水準に接近しており、この時の基本ポートフォリオ見直しは、時価増となっていた国内株式及び外国株式を売却せず、また、相対的に資産構成割合の低下していた国内債券を買い増さないというだけのものだったのである。しかしながら、本来ならばバランスによって売却すべき株式を売らなかったということだけでも、株式市場に対しては好材料であった。株価が政権支持率にリンクしているという構造を、改めて想起しておくべきである。

その後、2013年11月には公的・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報告が発表されている^(注1)。これは、GPIFに限らず、公的共済組合や公法人等の基本財産運用も含めて資産ポートフォリオの見直しを提言するものである。そこで掲げられた内容としては、国内債券を中心とするポートフォリオの見直しを中心に、REITや不動産、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、コモディティ等運用対象の多様化に加えて、アクティブ運用の比率上昇やパッシブ運用のベンチマーク見直し、GPIFにおけるベビーファンドの活用、更には、リスク管理体制等のガバナンスの見直し等多岐にわたる課題が提示されている。総じて従来対比では、より多くのリスクを取らせる方向の検討が要請されている。米国のカリフォルニア州公務員退職年金(CalPERS; California Public Employees'

Retirement System)に見られるような資産構成やリスクの取り方を推奨する考え方であるが、そのためには運用ノウハウの蓄積と十分な運用スタッフの確保が必要であり、組織体制の見直しも含め、一足飛びに有識者会議の報告内容がそのまま実現されるとは考え難い。

市場関係者の多くからは、引き続き、GPIFによる国内債券から内外株式への資金シフトに対する期待と注目が集まっている。しかし、より重要な意味を持っているのが、ガバナンスのあり方に対する見直しである。独立行政法人においては、すべての責任は理事長が一人で負うこととなっている。しかし、GPIF以外の準公的資金を運用している主体では、複数の特殊法人が統合されたために、資産運用以外の様々な業務も行っている例が少なくない。GPIFにおいても、運用担当理事・本部長レベルでの意思決定・責任を明確化すると同時に、民間の機関投資家で見られるようなリスク管理態勢の整備が必要になるものと考えられる。独立行政法人の場合には、主管官庁や会計検査院等から業務執行に対するチェックが行われているものの、必ずしも資産運用に特化した内容確認は行われていない。公的・準公的資金の運用組織に対するプロセス・ガバナンスのチェックに関しては、金融庁等による専門的な検査を導入することも考えられるのではなかろうか。

2013年3月には、厚生労働省年金局長が有識者を集めた「積立金基本指針に関する検討

会」(注2)による議論がまとめられている。特に、2015年秋に予定される被用者年金の一元化に向けてGPIFのみならず、公務員等の加入する共済組合の運用ポートフォリオにも見直しの影響が及ぶことから、金融市場全体への影響も小さくない可能性が高い。この報告書においては、特に、積立金の管理及び運用に関して、基本ポートフォリオを含む管理運用の方針を定めること、今後の経済状況の見通しを踏まえ、フォワード・ルッキングな(先行きを見据えた)リスク分析を行うこと、分散投資による運用管理を行うこと、市場規模を考慮し自ら過大なマーケットインパクトを蒙ることがないように努めること、長期的な株主等の利益の最大化を目指す観点から株主議決権の行使などの適切な対応を行うこと、日本版スチュワードシップ・コードを踏まえた方針の策定・公表についても検討を行うこと、給付等に必要な流動性を確保すること、運用手法の見直し及び運用受託機関等の選定・管理の強化のための取組みを進めること、株式運用において財務的な要素に加え非財務的要素である「ESG(環境、社会、ガバナンス)」を考慮すること等が指摘されている。

■ 3. 本年度入ったのGPIF動向

本年度に入っても、GPIFは、有識者会議報告で指摘された方向に向かったの具体的な見直しを継続している。既に2月下旬の段階で、カナダのオンタリオ州公務員年金基金及

び日本政策投資銀行と共同してインフラ投資に取り組むことを公表している。また、これからのGPIFの方向性を強く示したのが、GPIFの資産運用委員会を構成するメンバーの入替えであった。GPIFの資産運用委員は外部の学識経験者等からなっており、GPIFの運用に関して中期計画の作成または変更に当たっての審議、年金積立金の管理運用業務の実施状況の監視、諮問に応じて行う重要事項への意見、必要と認める事項の理事長への建議といった権限を有するものとされている。2014年春には複数の委員が任期満了となるタイミングであり、メンバーの変更が確実視されていた。これまでに、前任者の任期満了のタイミングによって複数回の交代が行われているが、本稿執筆時点では定員を完全には充足していない。

昨年の資産運用委員会メンバーと現在のメンバーを比較すると、ほとんどが入れ代わっていると考えて良いだろう。交代前後において大学に席を置く学識経験者の数が減ったように見えるが、新任者の所属だけでなく経歴を確認すると、運用の実務を知っている経験者が増えたように見える。同時に、有識者会議の議論に参加していた委員が新たに就任している。そういう意味では、有識者会議報告で示された方向性が、これからGPIFにおいてより具体的に進められるものと考えられる。

新しいGPIFの基本ポートフォリオについては、公的年金の財政検証結果が公表された

(図表3) GPIFの資産運用委員会メンバー (敬称略)

2013年春

氏名	所属
稲葉延雄	リコー (元日本銀行)
植田和男	東京大学
臼杵政治	名古屋市立大学
宇野淳	早稲田大学
大野弘道	味の素
小幡績	慶應義塾大学
薦田隆成	連合総合生活開発研究所
佐藤久恵	日産自動車
能見公一	産業革新機構
村上正人	みずほ年金研究所

2014年夏

氏名	所属	備考
大野弘道	味の素	(留任)
佐藤節也	東洋大学 (元日本銀行)	
清水順子	学習院大学	
菅家功	連合総合生活開発研究所	有識者会議
武田洋子	三菱総合研究所	
堀江貞之	野村総合研究所	有識者会議
水野弘道	コラーキャピタル	
米澤康博	早稲田大学	有識者会議

(出所) GPIF公表資料を元に筆者作成

ことを受け、早急に作成するよう求められている。しかし、約130兆円と巨大な資産を運用するポートフォリオの資産構成見直しに際しては、極力、市場への影響を抑えるだけでなく、フロントランニングの排除等細心の注意を基にした移行計画が必要になる。そのため、軽々に資産構成割合の数値だけが公表されることはないだろう。一部では、国内株式の比率を20%以上に引き上げるだろうとか、国内債券比率を40%以下に引き下げる等の発言・観測が散見されるものの、これらに惑わされた軽挙妄動は慎みたいものである。

なお、GPIFの平成26年度計画では、基本ポートフォリオの変更は財政検証の結果を受けて行うために見送られているが、乖離許容幅については、弾力的に適用する方針を明記している。つまり、よほどの乖離が見られない限り、リバランスを行わないことを明言しているのである。加えて、8月の資産運用委員会においては、新しいポートフォリオが策

定されるまで資産構成割合の上下限を撤廃するとしたことが報じられている。市場はこれも好材料と受取るかもしれないが、年度初に公表された乖離許容幅の弾力運営と基本的な実態は変わらないものである。

基本ポートフォリオの見直しに時間を要しているものの、GPIFが本年度に入ってから何も行っていないというものではない。4月4日に公表された「国内株式運用受託機関の選定及びマネジャー・ストラクチャーの見直しについて」では複数の新規ファンドを採用しており、パッシブ運用、アクティブ運用、報酬体系それぞれに新規に採用されたファンドには、画期的とも言える特徴がある。

まず、パッシブ運用においては、従来のTOPIX (配当込み) 以外のインデックスに基づくファンドを採用している。1つは、日本取引所グループと日本経済新聞社が共同開発したJPX日経400に基づくものである。JPX日経400は、上場の有無や浮動株比率、

時価総額基準のみならず、定性及び定量面での複数の基準を用いて業種ごとの代表銘柄を選定するものである。特に、定性評価においては、ガバナンスの要素を盛り込んでいる。次に、MSCI Japanに基づくインデックス運用も採用されている。MSCI Japanは、約300銘柄の大型及び中型株からなるインデックスであり、年金投資家から見れば、MSCI Developed MarketsからMSCI Japanを除いたものが、外国株式の一般的なベンチマークとして用いられるMSCI KOKUSAIになることで知られている。MSCI Japanの最大の特徴は組入れ対象にJ-REITを含むことであり、結果的に、GPIFは有識者会議で求められていたREITへの投資を開始したことになるのである。最後に、Russell Nomura Primeに基づくパッシブ運用も導入されている。Russell Nomura Primeは、東証第一部に限定されない全取引所への上場銘柄の中から浮動株調整時価総額上位1,000銘柄を対象としている。そのため、TOPIXのように約1,800もの銘柄を含む必要がなく、完全法による明確なトラックが容易になっている。

次に、アクティブ運用においては、スマートベータ型の運用が導入されている。スマートベータの考え方については、本誌では既に様々な論考が行われていることから繰返さないが、従来の時価加重平均型インデックスをベースとした運用とは異なる考え方に基づいて超過収益の獲得を目指すものである。今回採用された3つのファンドが採用するベンチ

マークは、S&P GIVI Japan、MSCI Japan Small、野村RAFIである。S&P GIVI Japanは、銘柄の本源的株式価値に基づいて構成比率を決定し、低いボラティリティとパフォーマンスを実現できるように設計されたものである。MSCI Japan Smallは、パッシブ運用で触れたMSCI Japanの小型株を対象とするものであり、構成銘柄数は約860である。同様に、REITへの投資を含むものとなる。最後の野村RAFIは、時価総額加重の考え方を廃し、株主資本・キャッシュフロー・売上高・配当という4つの財務データに基づいて銘柄と構成比を決定するものである。必ずしも日本では米国におけるものほどの強い効果を実現できていないが、バリュエに寄った特性を有することで、時価変動による割高銘柄の買い増しや割安銘柄の売却を抑制することが期待できるものである。

パッシブ運用における新しいインデックスの採用も、アクティブ運用におけるスマートベータ型運用の採用も、運用の基本方針を策定する際等に用いられる全体としてのベンチマークを変更するものではない。しかし、TOPIXのような単一のインデックスのみを運用の基礎にすることの限界を認識し、新たな投資手法を組み合わせることでより積極的な運用対象の拡大を取り入れたものである。また、アクティブ運用の一部ファンドに実績連動報酬を採用しており、より運用者に高パフォーマンスを志向させる仕組みを導入している（なお、外国株式における一部のアクテ

イブ運用においても、2013年度に実績連動報酬制を導入している)。

続く4月9日には、新たな外国債券運用の委託先を公募している。本稿執筆時点では、受託会社が公表されていないものの、公募要綱に記されたコンセプトを見ると、外国債券アクティブ運用において、従来の一般的なシティ国債インデックス以外に、国債以外の公共債や社債、モーゲージ債等幅広い債券を含む総合型のインデックスであるシティ世界BIG債券インデックスを採用している。また、同時にエマージング債券やハイイールド債券、インフレ連動国債等を運用対象とするアクティブ運用も募集されており、従来の投資ユニバースを拡大し新たなリスクを取ることで、より高いリターンを求めるという有識者会議の方向性を貫かれていることが確認できる。このような投資対象の拡大による利回り向上に向けた取組みは、円債利回りが大きく低下している中では、適切なリスク管理とガバナンスの下でより積極的に取り組まれるべきものであろう。

本年度に入ってからGPIFの動きで、もう1つ注目しておきたいのが、5月に公表している日本版スチュワードシップ・コードの受入れである。今後の実際の運用局面で、どのように取り扱われるか注目されるが、同コードでは、責任ある投資家の行動として“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”とされている。基本的に、GPIFは国内債券向け投資の一部を除いて、外部の運用機関へ運用を委託しており、スチュワードシップ責任の実践を各受託機関に求めることとなる。公表されている「スチュワードシップ責任を果たすための方針」では、“できるものは自ら実施し”、“運用受託機関が行うものはその実施状況を把握”としている。巨大な機関投資家であるGPIFが株主として突出した行動を取るとは考え難いが、今後の運用市場の参加者の動向によっては、株主としての姿勢を明確にしてくるようになる可能性もあるだろう。

■ 4. 公的資金の運用見直しを与える影響

GPIFに代表される公的・準公的資金の運用資産構成の見直しは、基本的に人口減少の影響を受けて低利回りの継続が予想される国内債券への偏重から、他の資産へのシフトを促すものとなる。国内株式購入を増やすことで株価を下支えさせ、政権支持率の維持・向上を図るという思惑があるように感じられるものの、今後の運用環境に対する認識からは、ある程度のリスクを拡大して高利回りを目指す方針は否定できない。現在のような低金利で巨額の国内債券投資を維持しても、必要な利回りが確保できないどころか、資産運用を

行うことの意義すら疑われかねない。ただし、国内株式だけでなく、外国有価証券や他のリスク性資産も含め、分散と効率性の観点から比較・検討することが必要である。加えて、単なる資産構成割合の見直しに止まらず、リスク管理態勢の構築が必要条件であることを忘れてはならないだろう。

もっとも、国債を中心とする国内債券を大量に市場で売却することは、市場に大きなインパクトを与える可能性があり容易ではない。償還を迎えたものから再投資を見送る他、日本銀行による異次元の金融緩和での国債等買い入れも利用しつつ、GPIF等による国内債券売却が、却って、金利上昇をもたらすようなオペレーションを避けて行われることが期待される。また、国内株式や外国証券等への投資拡大に際しても、市場参加者によるフロントランニングが起きないよう、同時に、市場に大きな価格変動が起きないよう、慎重なオペレーションの実施が望まれる。PE投資等の従来の保有資産以外への取組みに関しては、GPIF内部での研究は相当程度進んでいるようであり、インフラ投資に続いて、これから様々な取組みが展開されるものと予想される。

GPIFの動きが他の公務員共済組合等の年金運用に影響するのは、被用者年金一元化を2015年10月に予定している以上、必然のこととなる。GPIFと同様に、国債中心の資産構成から株式等でよりリスクを取ってリターンを高める運用にシフトすることになるだろ

う。既に、公的共済組合の1つである国家公務員共済組合連合会は、今後に予定される動きを先取りするかのように、諸条件の著しい変化があったとして2013年12月より基本ポートフォリオの構成比率を変更している^(注3)。具体的には、国内債券への配分割合を80%から74%に引下げ、国内株式への配分割合を5%から8%に、外国債券への配分割合を0%から2%に、外国株式への配分割合を5%から8%に引上げとしている。元々の資産配分では国内債券が80%と大きかったことの見直しであり、引下げ後もGPIFの60%という資産構成割合より高水準にある。その他にも、ベンチマークの多様化や非時価総額加重インデックスによるスマートベータ戦略等を意識して国内株式運用マネージャーを採用している。また、地方公務員共済組合連合会は、2013年12月より基本ポートフォリオの資産構成割合そのものは変更せずに、国内債券の許容乖離幅を±5%から±10%に拡大している。時価変動等の影響を考慮して見直したものであり、リバランスの抑制に繋がるものである^(注4)。その他に、新たな国内株アクティブ運用マネージャーの採用、TOPIX以外の国内株式インデックスをベンチマークとするプロダクトの募集等内外株式を中心に、有識者会議報告の方向性に沿った取組みが実施されている

ただし、有識者会議報告の対象は、これらの年金性資金だけでなく、様々な独立行政法人や財団法人等の手元資金運用にまで及んで

いる。実際のところ、運用の専門家を雇用できない多くの法人では、国債等を中心とした安全運用としているところが少なくない。GPIFの基本ポートフォリオ見直しを受けて、これらの運用スタンスに変化が出てくるものか注目したい。GPIF改革でも必要とされているのは、運用に必要な経験やノウハウの習熟であり、同時に、リスク管理の高度化である。単純にリスクを積極的に取ることを勧める姿勢変更ではない。よりリスクを取るものの裏返しとして、そのための態勢整備が必要となるのである。直接の雇用が難しいのであれば、外部から投資助言を受ける等の工夫が必要になるだろう。

こうしたGPIF等公的・準公的資金の運用構成見直しは、直接には、民間の企業年金の運用には影響しない。いわゆる5：3：3：2規制の撤廃以降、民間の企業年金においては、必ずしもすべてが国内債券等安全資産中心の運用を採用しているとは限らない。リーマンショック等で安全資産への回帰も見られるが、株式や外国有価証券、更には、ヘッジファンド等のオルタナティブ資産への投資へ積極的に取り組んで来ている。そういう意味では、有識者会議で打ち出された方向性に、既に沿ったものとなっているのである。ただし、インフラ投資やPE投資といった領域には、一部の企業年金しか取り組んでおらず、GPIFによる投資の開始を受けて積極的に取り組む企業年金も出て来るだろう。

ただし、既に指摘したように、GPIFによ

る運用資産構成の見直しはリスクの高い資産の比率を高めて利回りを確保することだけにあるのではなく、より多くのリスクを抱えるために必要な態勢整備を求めているのである。民間の企業年金においても、改めてリスク管理やガバナンスの整備を行い、リスク性資産への投資による利回りの向上について考える機会としたいものである。

(注1) 平成25年11月20日 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 報告書

(注2) 積立金基本指針に規定すべき事項を検討するため、厚生労働省年金局長が有識者の参集を求め、開催するものである(積立金基本指針に関する検討会 開催要綱)。

(注3) 平成25年12月26日改正 積立金等の運用の基本方針 国家公務員共済組合連合会

(注4) 長期給付積立金に関する基本運用方針 平成25年12月25日最終変更 地方公務員共済組合連合会

