

REPORT I

公的年金資産運用の論点

- より効率的な運用を目指して -

金融研究部門 臼杵 政治
usuki@nli-research.co.jp

1. はじめに

わが国の公的年金では、後世代の支払う保険料をそのまま先行世代の年金給付に充当する賦課方式の財政をとっている。同時に、制度発足時には積立方式をとっていた経緯もあり、厚生年金・国民年金だけで150兆円、各共済年金を合わせれば205兆円（いずれも2005年度末）の支払準備資産を持っている。最近になってこの資産運用のあり方が徐々に注目を集めている。その背景として、日本版SWF（ソブリン・ウェルス・ファンド）を創設すべきという主張にみられるように公的部門が保有する資産のリターンをもっと高められるはずだ、という考えがある。例えば、経済財政諮問会議（グローバル化改革専門調査会）の第一次報告（2007年）では、競争力ある金融・資本市場の条件の1つとして、「公的年金等における運用の自由度の拡大と受託者責任の強化」を強調している。他方で、昨年来のサブプライム問題と株式市場の低迷に端を発して、年金資産のリターンが低下する中で、果たしてリスクをとった運用が公的年金運用に相応しいかどうか疑問が呈されている。

以下、本稿では第1に公的年金の積立金をリ

スクをとって市場運用すべきか、第2に市場運用する場合にリターンを高めるためにどのような条件が必要か、という2つの課題について考える。

2. 国債か市場運用か

図表 - 1にあるようにスウェーデン、ノルウェー、カナダなどでは少子高齢化が進む中で後世代の保険料の上昇を抑えるために、人口動態の変化に対応した積立資産、デモグラフィックリザーブを持ち、株式等多様な市場に投資している。

一方、米国では給付の3.7年分に相当する資産を保有しているものの、その全額を非市場性国債に充てている。その理由は2点ある。第1に民間証券、特に株式に投資することにより、政府が民間企業の経営に介入する恐れがある。第2に政府が株式に投資することで高いリターンをあげることができたとしても、それは民間の投資家から収益機会を奪うだけで官民を統合した国民全体でみたらプラス・マイナスはない。投資した株式が値上がりすれば後世代の人々には年金制度上、保険料負担が軽減されるプラスがある。しかし、年金支払いのために国が資産

図表 - 1 諸外国の公的年金積立金とそのポートフォリオ

	カナダ CPPIB	スウェーデン					ノルウェー		
		AP1	AP2	AP3	AP4	合計	グローバル	ノルウェー	合計
運用資産額 (現地通貨)	1,213億 カナダドル 2007年9月	2,071	2,168	2,122	2,005	8,366	19,323	1,176	20,499
		億クローナ						億クローナ	
運用資産額(兆円)	13.0	2006年末	2006年末	2006年末	2006年末	2006年末	2007年9月	2007年6月	
同上対GDP比	8.4%	3.5	3.6	3.6	3.4	14.1	37.9	2.3	40.2
		7.3%	7.7%	7.5%	7.1%	29.5%	101.4%	6.2%	107.5%

アセットアロケーション(資産配分)

		28%	40%	36%	37%	37%	37.5%	60%	40%	58.9%
債券										
	国内債券	NA	10%	21%	6%	NA	NA	0%	40%	2.3%
	外国債券	NA	22%	14%	23%	NA	NA	60%	0%	56.6%
	インフレ連動債	3.3%	8%	NA	7.5%	NA	NA	NA	NA	NA
株式										
	国内株式	64.6%	57%	60%	54.5%	61%	58.1%	40%	60%	41.1%
	外国株式	25.2%	12%	20%	12%	19%	15.8%	0%	60%	3.4%
	外国株式	39.4%	45%	40%	42.5%	42%	42.4%	40%	0%	37.7%
オルタナティブ										
	不動産	7.2%	3%	5%	8%	2%	4.5%	NA	NA	NA
	その他	5.1%	NA	3%	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	その他	2.1%	NA	1%	NA	NA	NA	NA	NA	NA

	アイルランド NPRF	ニューージーランド Superannuation	オランダ ABP	日本	
				GPIF	企業年金
運用資産額 (現地通貨)	213億 ユーロ 2007年末	137億 NZドル 2007年11月末	2,076億 ユーロ 2006年末	115兆円 2007年3月	100兆円 2007年3月
運用資産額(兆円)	3.41	1.1	32.9	115	100
同上対GDP比	3.3%	8.8%	38.9%	21.8%	19.0%

アセットアロケーション(資産配分)

		21.2%	17%	40%	80%*1	45.4%*2
債券						
	国内債券	NA	NA	NA	67%	21.8%
	外国債券	NA	NA	NA	8%	12.5%
	インフレ連動債	NA	NA	7%		
株式						
	国内株式	72.4%	48%	34%	20%	46.8%
	外国株式	NA	7.5%	NA	11%	28%
	外国株式	NA	40.5%	NA	9%	18.8%
オルタナティブ						
	不動産	6.4%	35%	26%	0%	7.7%
	その他	NA	10%	9%	0%	NA
	その他	NA	25%	17%	0%	NA

(注) 資産配分はAPファンド、ニューージーランド、ABP、GPIFは戦略的ポートフォリオ、その他は実績。

斜体は民間年金基金

- 1 財投債を含む
- 2 生命保険一般勘定を含む

(資料) 各国基金のアンニュアルレポートなど開示資料から作成。日本の企業年金の資産残高は日本銀行「資金循環勘定」、資産配分は企業年金連合会「資産運用実態調査」

を現金化する場合に、後世代の人々には株式を高い価格で買わざるを得ないマイナスが生じる。それでプラス・マイナスがほぼ相殺されてしまうという。

それでも、上述した国々で年金資産を株式などの市場に投資している理由としては、年金制度維持の必要性があげられる。公的年金の意義としては、長寿のリスクに対する保険、所得再分配、老後や障害への準備の強制(パターンリズム)がある。加えて、年金制度では

財源である保険料と年金給付の間に1対1での結びつきがある。保険料支払が給付を生み出すと人々が考えているなら、一般の税負担よりも労働インセンティブへの歪みが小さいという特徴を持つ。ところが、賦課方式の財政の下で今後人口が減少すると、後世代の保険料上昇あるいは給付の削減が避けられず、年金制度への不信や不満から制度の維持が政治的に困難になる。その問題を回避するための方策として、積立資産からのリターンを高め保険料の上昇や給

付水準の低下を抑制することが有効となる。

さらに日本では市場性資産への投資が意味を持つ、もう一つの理由がある。それは国民が保有する資産が必ずしも効率的に運用されていない点にある。投資のための情報を入手し、処理する能力が十分に備わっていない上、手数料など取引コストが高い、などの理由から一般国民の資産運用は、内外の機関投資家など平均的な市場参加者と比較して効率的でない（リスク対比でみた期待リターンが低い）と考えられる。わが国の家計が保有する1,500兆円の金融資産の内70%以上が預貯金や債券など低リスク資産に向けられている背景には、このように取引効率の面で劣位にある点が指摘できる。そうした状況にある中で、家計の資産の15%を占める公的年金積立金を、個人で運用する場合よりもずっと効率的に運用できたなら、そのメリットは大きい。

この他、株式などの市場を通じた資産運用の根拠としては、インフレ対応の可能性がある、

国債投資をすると、かえって国の財政規律が緩む、なども指摘されている。どのような理由をあげるにせよ、効率的な運用が公的年金資産を市場運用する重要な前提であることは言うを俟たない。

3. 効率的運用の条件は何か

では、効率的に運用されるための条件は何か。2008年に入って、世界銀行及び経済協力開発機構（OECD）から、2つのレポートが発表された。各国の実例を検討した結果、運用パフォーマンスを左右する要因としてそれらが共通して指摘しているのは、ガバナンス、政府の（政治的）干渉からの独立、透明性と説明責任（アカウンタビリティ）である。

、 について述べると、公的部門の一部で

あることから、純粋な資産運用以外の、「外国ではなく国内の経済発展に役立つ投資をせよ」、あるいは「武器生産企業の株式をかうな」といった政治的な干渉が効率的な運用の妨げになる恐れがある。さらに国民世論が業務内容をチェックできるように、株式公開企業同様の徹底した情報開示と業務の説明が重要であることは言うまでもない。

～ の中ではガバナンスがもっとも重要であろう。株式会社では株主が取締役を選任し、取締役会が経営方針を承認しつつCEO以下の経営者（執行役員）を監視することで、株主、取締役、経営者というガバナンスの連鎖が成り立っている。取締役会に承認された経営方針の下で成果を上げられなかった経営者はその責任を問われ、取締役は経営者の選任に関して株主に対する責任を負う。

問題は公的年金の場合、利益（配当）を目的として投資する株主が存在しない以上、株主に選任される取締役の役割を誰が果たすのかも自明でないことである。ともすると目標が曖昧になり、経営者への監督・規律づけが十分でなくなる。

この問題を解決する方法として、上述の2つのレポートで推奨されているのが、投資に関する専門知識と経験を有する理事会（Board）による業務の監督、CEO（最高経営責任者）以下のマネジメントスタッフに可能なかぎり定量的で明確な目標及びそれを達成するために必要な権限を与える、の2点である。運用プロセス上でいうならば、運用目標と戦略的な資産配分（長期的資産配分）の決定を理事会の責任とし、その実行をマネジメントスタッフの責任とする。

戦略的資産配分を理事会の責任とするのは、十分に分散されたポートフォリオ（効率的フロ

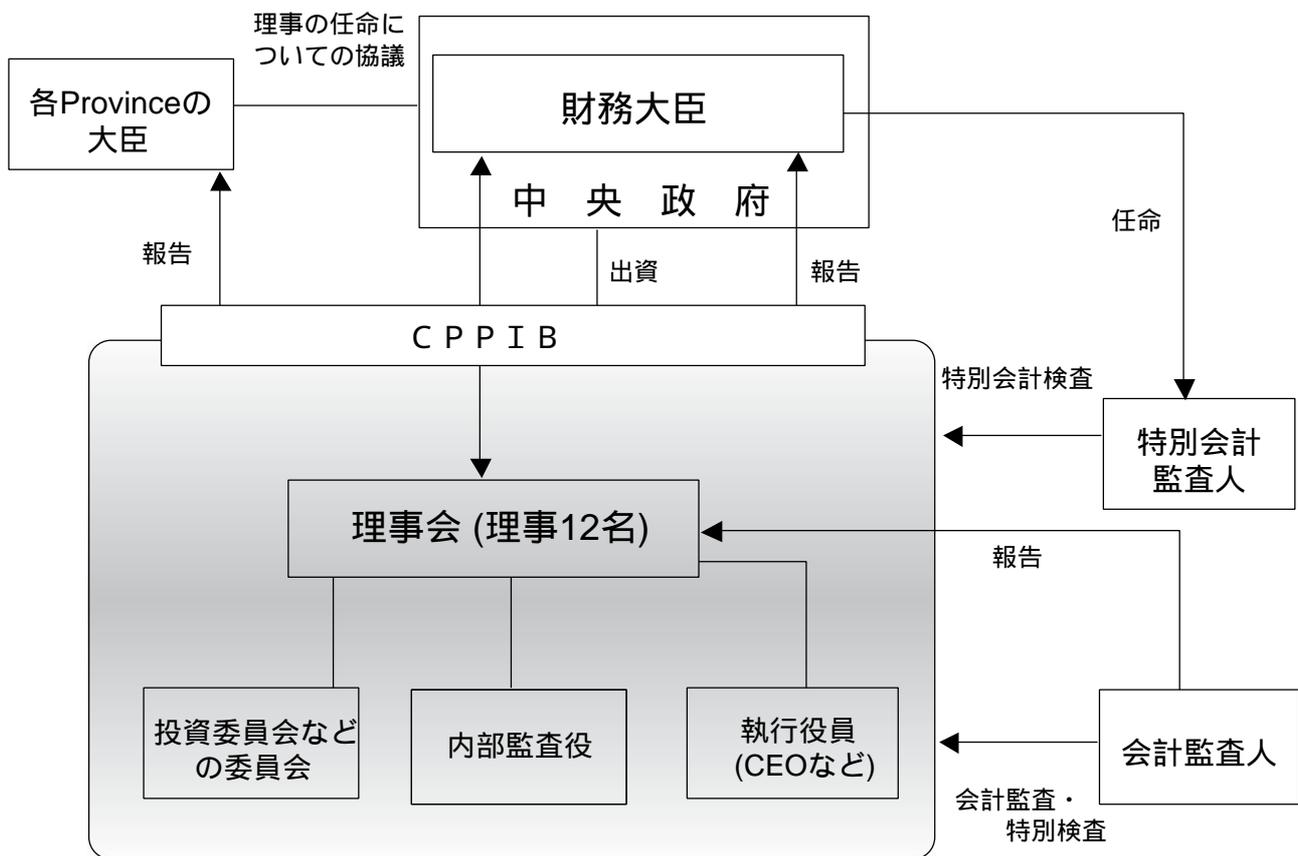
ンティア上のポートフォリオ)においてはリスク許容度を高めることで(期待)リターンを高めることができるからである。リスク許容度を高めるとリスクの高い資産の配分を増すことになる。効率的ポートフォリオかどうか、及びどの程度のリスク許容度が適当かは理事会がその専門性により判断する。特に後者の判断では短期的な流動性の確保と、後世代の負担を軽減するための積極的なリスク資産への投資の間のトレードオフを考慮する。

他方、与えられた戦略的資産配分の下でより高いリターン(アルファ)をあげるためには、資産配分の際の専門性と異なるスキルや経験が

求められる。リスクをとってもリターンがあがるとは限らないからである。そこで「標準偏差で計ったリスクを5%以内に抑え、その上で最大のリターンをあげる」など、明確なベンチマークを設定し、その達成をマネジメントスタッフの責任として、その成否にもとづいて評価しようというのである。達成のために必要な人材の採用や報酬などコスト支出については、マネジメントスタッフの裁量に委ねる。「公的機関であるために高額な報酬を払うべきでない」などの制約は設けない。

これらの点で1つのモデルとなりうるのがカナダのCPPIB(カナディアン・ペンション・ブ

図表 - 2 カナダCanadian Pension Plan Investment Boardの組織



(資料) 年金総合研究センター(2005)
「諸外国の年金運用組織の実態調査に関する研究」より作成

ラン・インベストメント・ボード)の組織である。この組織は株式会社に似たガバナンス構造を持っている(図表-2)。取締役会に当たる理事会がCEOに対して、ポートフォリオの構成やリスクの上限など、運用の基本方針を決める。CEO以下のマネジメントスタッフは、基本方針の範囲内でできる限り高いリターンをあげることに努めることになっている。

理事会メンバーは最終的に財務大臣によって任命されるものの、まず、財務大臣と各州の大臣が指名委員を決め、その指名委員の推薦により任命するので、財務大臣の実質的な関与は小さい。実際の理事会メンバーは、ほとんどが資産運用、企業経営、エコノミストなど民間人となっている。日本の審議会などにみられる、労

組や加入者の代表などは全く含まれていない。

理事会は戦略的資産配分(リスク許容度)を決定するにあたり、専門家としての注意を払うとともに、その理由を徹底的に説明する責任を負う。相当の注意を払った限りは、仮に理事会の決めた戦略の結果、損失が生じた場合でも、理事会は特に法律上の責任を問われない。戦略策定プロセスへの規律づけは、各州でのタウンミーティングやホームページを通じた徹底的な情報開示とそれに対する建設的な批判・議論に委ねられている。

このようにカナダのCPPIBは、株式会社に似たガバナンス構造を持つだけでなく、政治からの独立と専門家への委任、徹底した情報開示などの特徴を持つ。

図表 - 3 GPIFの運用実績

修正総合収益率(市場運用分、運用手数料等の控除前)の推移

(単位: %、年率)

年度	2002	2003	2004	2005	2006
修正総合収益率	-8.46	12.48	4.60	14.37	4.75

時間加重収益率(市場運用分)の推移

(単位: %、年率)

年度	2002	2003	2004	2005	2006	5年間
時間加重収益率	-8.63	13.01	4.43	14.37	4.56	5.22
複合ベンチマーク	-8.44	12.59	4.56	13.13	4.64	5.00
超過収益率	-0.19	0.42	-0.13	1.24	-0.08	0.22

(注)複合ベンチマーク収益率は、各資産のベンチマーク収益率を管理運用法人の移行ポートフォリオを基に計算された資産構成割合で加重して求めた値。

(出所)年金積立金管理運用独立行政法人ホームページ

4. 日本の公的年金資産運用の現状

では、日本の公的年金資産の運用は上述したレポートの2つの点からどのように評価できるのか。現在の国民年金・厚生年金の資産約130兆円を厚生労働大臣から寄託されて運用しているのが、2006年に発足した年金積立金管理運用独立行政法人（以下、GPIFとする）である。それ以前の資産運用は、厚生労働大臣の監督下にあった年金福祉事業団や年金資金運用基金に委ねられていた。ただ、専門家ではない厚生労働大臣が戦略的資産配分を決定している、グリーンピアや住宅等融資業務なども扱い資金運用に徹底していない、などの指摘があった。そこで政治からの独立を確保し、専門性を徹底する趣旨から、GPIFを設立し業務を引き継いだ。

現在のGPIFはグリーンピアや住宅等融資業務を切り離した。その上で、戦略的資産配分については厚生労働大臣ではなく、有識者からなる独立行政法人の運用委員会の議決を経て理事

長が決定することになった。また、情報開示についていえば、ホームページ上に基本ポートフォリオの策定プロセス・選択の理由、リスク管理手法、運用機関の採用基準を含む管理運営方針を示すなど充実させている。2006年度までの5年間の運用損益をみても、市場運用分で5.22%（全体では3.30%）のリターンを確保し、資産クラスごとのベンチマークを上回るリターンをあげている（図表 - 3）

しかし、ガバナンスなどについては上述した2つのレポートの趣旨と必ずしも一致しているわけではない。第1に戦略的資産配分（リスク許容度）の決定とその執行の両方が理事長の責任となっている。第2に独立行政法人であるために、業務執行にさまざまな制約がある。一例として毎年機械的に支出を一律カットしなくてはならないルールがあるため、スタッフの採用や処遇も自由にできない。さらに首都機能の分散のため、2008年度中に主たる事務所を神奈川県に移転するよう求められるなど運用効率化を阻害するような制約を受けている。

図表 - 4 ポートフォリオを変えることによる年金給付水準への影響

ポートフォリオ		A	B	C
期待リターン		3.4%	3.5%	3.7%
リスク（標準偏差）		5.6%	6.1%	7.3%
マクロ経済 スライド 給付調整 終了時 モデル 所得代替率	平均	52.5%	53.2%	54.2%
	標準偏差	2.9%	2.9%	3.0%
	1%タイル	48.2%	48.2%	48.4%
	5%タイル	48.9%	49.1%	49.3%
	25%タイル	49.9%	50.8%	52.2%
	75%タイル	54.4%	55.1%	56.0%
	95%タイル	57.6%	58.1%	59.2%

ポートフォリオA：現在の基本ポートフォリオ
 ポートフォリオB：Aよりもリスク資産への配分を高めたポートフォリオ
 ポートフォリオC：Bよりもリスク資産への配分を高めたポートフォリオ
 （資料）北村智紀・中嶋邦夫・白杵政治（2006）

「マクロ経済スライド下における積立金運用のリスク」『経済分析』178号

5. 中長期的な運用効率化のために

今後、国民年金・厚生年金については公務員らの共済年金との一元化が予定されており、実現するならおよそ200兆円の資産が運用されることになる。また、筆者らの試算（図表 - 4）によると、2004年の制度改革により導入されたマクロ経済スライドの下では、期待リターンが現在のポートフォリオよりも0.3%高くなる（ポートフォリオAからC）だけで、マクロ経済スライドによる給付調整終了時のモデル所得代替率が1.7%ポイント（52.5%から54.2%）高まる。積立資産のリターンが高まるなら、年金の資産と債務がバランスして給付のカットが終わるタイミングが早くなるからである。このように資産運用は年金財政や将来の給付水準に影響を与える。そこで、中長期的な運用効率化のための課題を指摘しておきたい。

第1に戦略的資産配分の決定権限を専門家に委ねる仕組みとすることである。現在のGPIFの基本的な資産構成割合では国内債券が67%を占め、以下、国内株式11%、外国債券8%、外国株式9%、短期資産5%となっている。図表 - 1の諸外国の例と比較しても、国内債券の割合が高い他、内外株式でも国内株式の割合が高い上、多くの企業年金だけでなく、海外の公的年金運用にも採用されている不動産、プライベートエクイティ、ヘッジファンドなどオルタナティブへの配分がない。十分にリスク分散された、効率的なポートフォリオかどうかについては議論の余地がある。

また、こうした戦略的資産配分の決定について厚生労働大臣が主体的に関与する仕組みをとっているような印象があると、決定した方針が国会議員による政治的批判の対象となってしまう。しかも、政治家の間に、リスクをとること

により期待リターンが高まること、分散投資することでリスク当たりのリターンを改善できること、それらの結果年金財政が改善されること、についての理解が行き渡っていない。言い換えると運用哲学が共有できていない。そうなると、政治的議論の中で損失回避が優先されがちになる。

資産配分は専門家の決定に委ね、本来、政治的な議論に馴染まないことがはっきり分かる仕組みを作ることが望ましいだろう。

第2にCEO（GPIFの理事長）以下のスタッフには、戦略的資産配分（リスク許容度）を与えた上で達成したリターンによってその業績を評価する。評価の基準の1つとしては、内外の年金基金のリスク・リターンの実績をもとにすることが考えられる。実績をあげるために必要な予算や人員管理に関してはスタッフに裁量を与える。

これらに加え、公的年金資産の運用を効率化する上での日本独自の課題をもう1つあげておく。運用規模の見直しである。現在のGPIFの運用資産は100兆円を超えている。これだけの規模の資金を価格形成へのインパクトを抑えながら運用できる対象は国内債券を中心とした市場にならざるを得ない。オルタナティブへの配分がないのは、GPIFの運用資産に比べて市場規模が小さいことが理由の1つである。

図表 - 1にあるようにノルウェー政府年金ファンドの運用資産はおよそ40兆円である。企業年金（職域年金）をみるとオランダのABPやアメリカのカリフォルニア州職員年金（CALPERS）など30兆円前後を、リスク資産を含めたポートフォリオに積極的に配分・運用し実績をあげている例がある。ガバナンスと運用体制の整備を大前提とした上で、グローバルな市場で効率的なポートフォリオ運用を手がける基金の規模と

しては30～40兆円が上限の1つの目安になるの
かもしれない。

1つの運用機関あたり30兆円くらいの運用規模を実現する方法としては、スウェーデンのように200兆円を5つか6つのファンドに分割し、ファンド間で競争させることが一案である。あるいは、現在以上にリスクをとることについて十分に国民のコンセンサスができていないとすれば、7割程度は国債や財投債など満期まで保有する国内債券に投資し、残りの市場運用部分をいくつかの運用機関に分割する案も考えられる。

(本稿の意見にわたる部分は個人的見解であり、筆者が関与するいかなる組織の意見を代表するものではない。)

<参考文献>

北村智紀・中嶋邦夫・臼杵政治(2006)「マクロ経済スライド下における積立金運用のリスク」『経済分析』178号、内閣府

Yermo, Juan (2008), “ Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries ”, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No.15,

Vittas, Dimitri, Gregorio Impavido and Ronan O’ Connor (2008), “ Upgrading Investment Policy Framework of Public Pension Funds ”, Policy Research Working Paper 4499, The World Bank Financial Systems Department Financial Policy Division