

保険・年金 フォーカス

海外年金基金レポート

第1回 = カリフォルニア州職員退職年金基金(CalPERS) =

取締役 金融研究部 部長 前田 俊之
(03)3512-1885 tmaeda@nli-research.co.jp

公的年金などの運用やリスク管理のあり方を議論する政府の有識者会議が、この7月から6回ほど開催されてきました。9月26日にはこれまでの議論内容に関する中間報告が公表されています。それによると、これまで開かれた会合で議論された内容は、運用の目的、運用目標・方針、運用対象、ガバナンス、リスク管理、エクイティ資産に係るリターンの最大化、と幅広いものになっています。

今、このような年金の運用をめぐる議論が行われる背景は何なのでしょう。簡単にまとめると二つの主張が大きく影響していると言うことができます。一つ目は国民から預かった貴重な資産である公的年金の積立金を、現在の方式より効率的に運用する術があるのではないかという主張です。この点については平成20年にも経済財政諮問会議で意見が交わされ、その考え方は今回の中間報告に踏襲されています。二つ目はデフレ経済から脱出する成長戦略の支援策として公的年金を活用すべきではないかという主張です。デフレ脱却を目指すアベノミクスが注目される中で、この点は今回の議論における特色です。

こうした二つの主張についてどのように考えたらよいのでしょうか。その答を探すための手がかりの一つとして海外の年金制度があります。今回の有識者会議の議論の中でもカナダのオンタリオ州公務員年金基金の現状が報告されました。また年金関係の色々な資料では、海外の年金基金の名前がしばしば引用されています。そこでこれから何回かに分けて、海外の年金基金の代表的な例をいくつか紹介してみたいと思います。第一回目の今回は、比較的よく耳にする機会の多いカルパース（CalPERS—カリフォルニア州職員退職年金基金）を取り上げます。

その名前の示す通り、カルパースは米国カリフォルニア州の公務員を対象とした年金基金です。加入者数は約168万人、その資産規模は連邦政府が運営する制度を除けば米国の公的年金基金として最大です。総資産は円換算で約25兆円（2013年6月）となっています。未公開株式や不動産への投資などを積極的に行っていることや、コーポレートガバナンスとの関係では「もの言う株主」としても有名です。

1. 制度の位置付け

(1) 公的年金制度としての役割

米国には政府が運営する OASDI（退職・遺族・障害保険制度）という仕組みがあり、一定の条件を満たす退職者に対して平均で月額\$1,200（単身）ほどの年金を支給しています。この財源は雇用主・被用者および自営者が負担する保険料で賄われています。日本の年金制度でいえば国民年金にあたるものです。その資産規模は200兆円を超え、全額非上場の国債で運用されています。これに対してカルパースが運営するのは、この OASDI に上乘せとなる部分（いわゆる二階部分。但し州職員の一部は OASDI への加入が免除されている）です。日本の年金制度でいえば厚生年金や共済年金にあたります¹。一階部分と二階部分が独立している米国に対して、日本の場合は国民年金と厚生年金を合わせた積立金の運用を GPIF が一括して行う点で米国とは異なります。

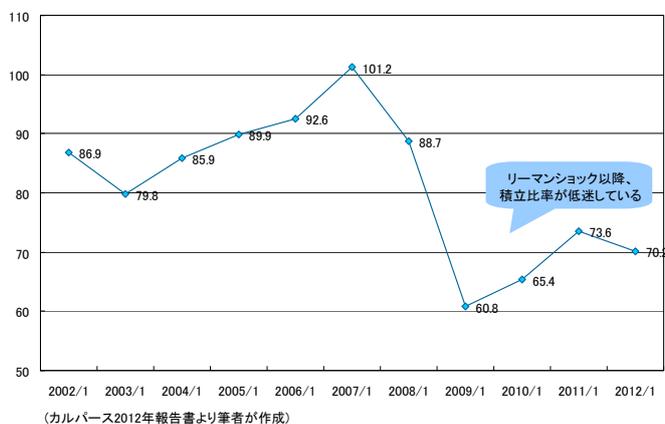
ところで、カルパースの加入者はどれくらいの年金を受け取ることができるのでしょうか。カルパースが公表している資料によると、2012 年から 2013 年にかけてリタイヤした人の平均勤務年数は約 21 年で、その人たちがカルパースから受け取る年金の平均額は月\$2,600 程度となっています²。また、平均年収が高いことから、OASDI の給付額も全国平均より高く、OASDI と合わせると\$4,000 前後の年金を毎月受け取っている計算になります³。米国の退職者世帯の平均月収\$2,600 と比べるとかなり高い水準と言えるのではないのでしょうか。

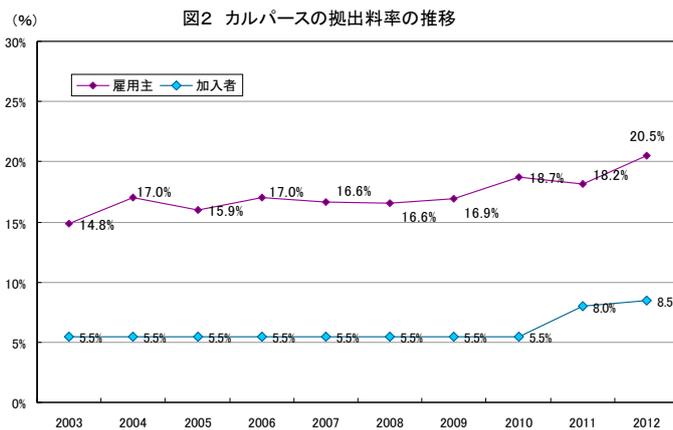
(2) 制度の現状

このように、カルパースは資産規模やその給付水準から見て屈指の年金制度ですが、ここ数年の間にそのカルパースを悩ませてきた問題があります。リーマンショックに襲われて以降、カルパースの運用資産は一時大きく減少しました。その結果、運用資産額が年金債務を下回る状態が続いています。今年の3月に公表された資料によれば、昨年6月末の積立比率は70.2%程度となっています。2011年6月が73.6%でしたから、

それよりも一段と低下しています(図1)。この積立比率の計算をする時には7.5%という利率を使って年金債務額を出しているのですが、これを実際の市場金利の水準に置き直して計算すると、積立比率はさらに50%台まで下がるという試算をスタンフォード経済政策研究所が公表しています⁴。

図1 カルパースの積立比率の推移





(カルパース2012年報告書のデータを基に筆者が作成)
 ※拠出料率はState Employee Miscellaneous & Industrial Tier Iを引用。レンジで表示されている場合はその中央値を使用。

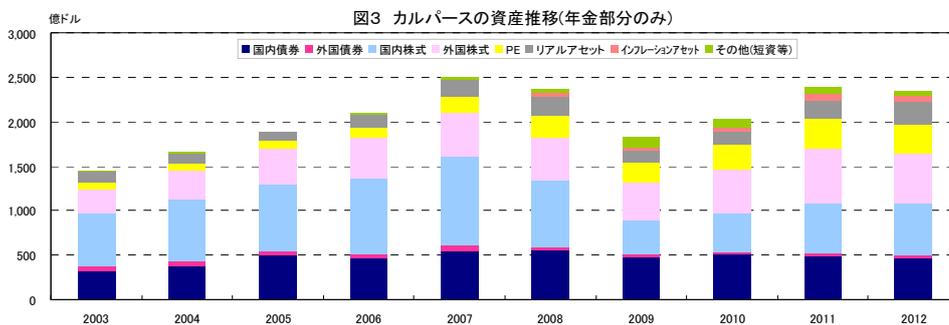
このような状況の下で、カルパースは根本的な解決策の検討を迫られています。その検討資料によれば、大幅に低下した積立比率の改善を図るためには、拠出金を現在の水準から相当程度引き上げる必要があるとのこと。しかし、既にカルパースの拠出負担（労使合計）は概算で30%程度となっていることを考えると事態は深刻です(図2)。特に、雇用主である自治体の負担は現状でも20%程度と大きく、根本的な解決を目指すことにな

る2015年以降には、雇用主の負担がさらに5割ほど増える見通しです⁵。このことはカルパースに加入している州内の自治体にとっても大きな負担となります。原因はそれぞれ異なりますが、昨年にはカルパースの加入団体であるストックトン市やサン・ベルナンディーノ市など3自治体が破産しました。一般債権者の訴えによって、カルパースの資産が差押えの対象となる可能性が出てくるといった事態も発生しているようです。制度が抱える問題を解決するには、資産運用への期待が自ずと高まるというのが現状です。ではその肝心のカルパースの資産運用は、現在どのような状況なのでしょうか。

2. 資産運用の特長

(1) リーマンショック前とその後

リーマンショック前の2007年6月時点でカルパースの年金資産は\$2,500億を超えていました。しかし、それがリーマンショック後の2009年6月には\$1,800億台まで減少しました。その後は株式市場などの回復もあり、今年の6月には\$2,500億を回復しています(図3)。しかし先ほど言及した積立比率で見ると、依然として80%を下回る水準にあると思われます⁶。



このような状況に至った原因は何でしょうか。カルパースが考えたのは運用資産の構成です。2009年6月に迎えた決算では、米国株式が26.0%、海外株式が32.4%、未公開株式が25.9%、不動産が47.9%と、ことごとく大幅なマイナスのリターンを記録しました。内外の債券がわずかにプラスでしたが、

年金資産全体の利回りは 24.0%のマイナスとなりました。この経験から得た教訓をカルパースでは次のようにまとめています。

- ◆ 株式で集中的に抱えていたリスクの過大さ
- ◆ 資産間の相関が変化することによる分散効果の減殺
- ◆ 債券投資の有効的活用方法の欠如
- ◆ 流動性の低下により発生する問題への対応力の重要性 (2010 ALM Workshop 資料より抜粋)

以前からカルパースは様々な資産に分散投資を行うことで高い運用利回りを実現してきました。しかしリーマンショックでは、その肝心の分散投資の効果がうまく機能しませんでした。また、利回り向上を狙って積極的に取り組んだ投資案件での資金繰り悪化なども経験しました。こうした教訓を踏まえてカルパースでは分散投資の方針を見直すことになり、2011年から新しい枠組みを導入しています。カルパースではその枠組を Risk based asset allocation と呼んでいます。

この Risk based asset allocation の考え方自体は以前からあり、カルパース以外の年金基金でも利用されています。しかしその具体的な使い方は必ずしも確立されたものではありません。特にそのネーミングから、運用資産の価格変動リスクを抑えることが主な目的のように見えますが、カルパースの置かれていた状況からすると少し違うかもしれません。即ち、カルパースとしては積立不足を着実に解消したいが、加入者や雇用主への負担増も極力避けたいという立場にあり、価格変動リスクを抑えた資産構成では肝心のこの二つの目的を同時に達成することができないからです。この制約の下で出てくる分散投資の選択肢はそれほど多くありません。そんな中でカルパースは 2011～2013 年に適用する分散投資の基本方針を作りました。その骨子はカルパースが対応すべき運用上の課題を 5 つに整理し、その課題ごとに必要な運用資産の種類と投資割合を決めてゆくというものでした。並んでいる数字だけを見ても、従来の方法との違いが良くわからないのですが、この考え方には多くの専門家が高い評価をしています⁷。

そして現在は、2014 年以降の基本方針についての議論が進められています。そこで新たに提唱されているのは、Risk factors framework という概念です。議論の詳細については更なる確認が必要ですが、公表された資料では「投資対象のリターンの源泉を 5 つの Risk factor に分解 (decomposition) する」ことにより、投資の意思決定プロセスの明確化とポートフォリオの持つ特性を把握できると述べています⁸。その特長をクラムチャウダーとトマトスープの例を使って説明しています。それによれば「現在の方法では、それぞれのスープがどれくらい必要かという点を議論しているにすぎない。それに対して、新しい方法ではそれぞれのスープが持つ栄養素に注目して、必要な栄養素を摂取するためにそれぞれのスープの量がどれくらいであれば体に良いかということを議論する」とのことです。なかなか上手い説明だと思います。

(2) 最近の新しい動き

カルパースは常に様々な課題に取り組んでいることから、新しい話題が豊富です。そうした中で、

カルパースが中心になって熱心に取り組んでいるテーマに地元のインフラ投資があります。2011年9月には最大\$8億(約800億円)の投資をカリフォルニアのインフラに対して行う方針を決定しています。さらにその具体的な投資機会を発掘するために、2012年3月から5月にかけて4回の研究会を開催するなど、その積極的な取り組み姿勢が目を見せます。

もともとカルパースには、投資対象としてインフラというカテゴリーが用意されています。2007年にインフレ対応資産というカテゴリーが創設され、その中にインフラ投資が位置付けられました。その後、2011年にはリアルアセット(実物資産)というカテゴリーに移されて、現在の計画では投資残高の目標が\$50億(約5,000億円)となっています。そのうち米国内案件が4~8割を占め、さらにその2割がカリフォルニアの案件が占めるというのがカルパースの計画です。

ここまでカルパースがカリフォルニアのインフラ投資に力を入れる理由は何なのでしょう。まず挙げることができるのは、インフラ投資が年金資産としてふさわしいと考えている点です。検討が進められているRisk Factors Frameworkの中でも、インフラ投資は一定の投資対象として認識されています。確実なリターン、インフレへの対応力、そして他の資産との相関の低さなどが評価されています。また、地方自治体の資金調達能力が低下する中で、投資対象としての魅力度がこれから徐々に上がると期待している点も見逃せません。特に輸送機関、港湾、上下水道、エネルギー、ガスといった分野への期待が大きいようです。

ただその一方で、直ちにカリフォルニアでの投資対象が山のように出てくるという状況でもなさそうです。その背景にあるのは自治体の資金調達方法の特殊性です。自治体が発行する非課税債券は投資家にとって魅力があるため、相対的に低い利率での発行が可能です。今の金利水準を考えると、直ちに資金調達源を非課税債券から年金資金に切り替えるというわけには行かないようです。また年金基金にしても、自らの投資ガイドラインとの関係で採算に合わない案件に対して軽々と投資をするわけには行きません。加えて、こうしたインフラ投資案件には規制が絡んでいることが多く、投資家にとっての不安要素の排除が容易ではないという実情が窺えます。それでもカルパースは『やるべきことをやるのだ』、そんなメッセージが伝わってくるような取り組みです。その成果に注目したいところです。

3. 何を学ぶことができるか

今回の有識者会議で議論が行われる背景に二つの主張があるという整理をしました。一つは年金資金の効率的な運用に関するものであり、もう一つは成長戦略としての活用方法に関するものでした。この二つの視点について、カルパースの例から得られるものについて考えてみようと思います。

まずは効率的な運用とは何かについてです。資産運用の特長のところで述べたように、現在カルパースはRisk factor frameworkという新しい仕組みの導入を検討しています。カルパースが7.5%という運用目標利回りを維持するために、こうした仕組みは欠くことのできない理論的支柱です。これが

期待通りに機能するかどうか判断するには時間が必要です。但しスプーの例で示されたように、色々な資産に分散投資をするにあたって、その目的を確認する仕組みがこれまで以上に体系的に整備されることは間違いないと思います。良い成果を期待したいところです。

最後に成長戦略の手段としての年金資金の役割についてです。カルパースがカリフォルニアのインフラ投資に積極的に取り組む大きな理由には、既存のインフラを維持するだけでも膨らみ続ける資金需要を年金による投資機会にするとともに、自治体の財政負担の軽減を図るという狙いがあると思います。ただ、投入する資金に見合う案件がすぐに揃うというわけではなさそうです。あくまでも息の長い取り組みだと理解すべきでしょう。

今回はカナダのCPPIB という組織について考えてみます。

¹ 2011年時点の報告では、警察官などの一部職種でのOASDIへの加入率は3%と低いが、一般職員のOASDIへの加入率は74%となっている

² 「CalPERS FACTS AT A GLANCE」(2013.10)より

³ 「Comprehensive Annual Financial Report 2012」Actuarial Section Exhibit Eより。なお、カルパースの給付水準は高いという批判に対しては、一部の高級職経験者の年金額が全体の数値を歪めているとの反論もある

⁴ ここでいう積立比率は資産時価を年金債務現価で除したものである。2011年12月にスタンフォード経済政策研究所が公表した「Pension Math: How California Retirement Spending is Squeezing The State Budget」では、6.2%の利率を使って計算した結果、カルパースの2011年6月時点での積立比率は58.3%程度になると推定している

⁵ 2013年4月の理事会で、2015年から7年程度の時間をかけて雇用主の負担(拠出料率)を引き上げる方針を承認しているが、具体的な内容についての確認は取れていない。引き上げる最大の理由は積立不足の償却方針の変更によるもの。被用者が負担する拠出割合は、労使協定あるいは法令によって決めることになっており、加入者の拠出割合は比較的安定して推移してきた。一方、カルパースは必要な拠出額を雇用主である自治体やカリフォルニア州に請求できることになっているため、雇用主の負担割合が大きくなっている



(カルパース2012年報告書より筆者が作成)

⁶ 正確な数値は未発表だが「CalPERS Review of Funding Levels and Risks as of June 30, 2012」(2013.3)の中で70.2%を推定値として掲載している

⁷ Risk based asset allocation の概略

ステップ1

カルパースが長期的に対応しなければいけない課題(ここではこれをリスクと考える)を選び、その課題に役立つ資産を選ぶ(当然ながら同じ課題に対応する資産の相関は高い)

【資産に期待する役割】 【対応する資産の特性】 【具体的な資産の例】

- ① 積立不足の着実な解消 → 成長性資産 → 公開株式、未公開株式等
- ② インフレ対応 → インフレ連動資産 → コモディティ、インフレ連動債等
- ③ 給付原資の確保 → 金利、配当、賃料 → 長期国債、社債、不動産等
- ④ デフレ対応・流動性 → 他の資産との低相関 → 短期国債、現預金

ステップ2

この具体的な資産の組み合わせを複数作成し、平均的な経済情勢シナリオ及び低経済成長シナリオの下で、10年後の積立比率やその間の拠出金水準の変化を分析

ステップ3

ステップ2の結果をもとに理事会で以下の基本方針を決定

- ① 資産構成を5つの分類(Growth, Income, Real, Inflation, Liquidity)とする
- ② 各分類に属する資産は次の通り
Growth:公開株式・未公開株式、Income:債券、Real:不動産・インフラ・森林資源、Inflation:インフレ連動債・コモディティ、Liquidity:短期国債
- ③ 各資産の目標構成比率は次の通り(この比率は2011年の時点—毎年見直すこととなっている)
Growth: 63%、Income:16%、Real:13%、Inflation:4%、Liquidity:4%

⁸新しく設定するRisk factorはReal Interest Rate, Realized Inflation Rate, Expected Inflation Rate, Volatility, Growthの5つとなっている