

## 公的資金の有識者会議の提言で 年金運用はどう変わるのか

公的年金ファンドの運用等に関する有識者会議が、提言をとりまとめた。公的年金ファンド等に対して具体的な運用改革の工程表を提示しており、この工程表に沿った運用改革が行われるかどうか、政府の実行力が問われる。

「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<sup>1)</sup>」が2013年11月20日に最終報告書を甘利経済再生担当大臣に提出した。この有識者会議は、アベノミクスの第三の矢である成長戦略として策定された「日本再興戦略<sup>2)</sup>」に基づき、公的・準公的資金<sup>3)</sup>について、運用（分散投資の促進等）、リスク管理体制等のガバナンス、株式への長期投資におけるリターン向上のための方策等に係る横断的な課題について提言を得るために、甘利経済再生担当大臣の下に設置された。

対象とする資金が総額で200兆円を超え、今後の投資方針に大きな影響を及ぼすため、その提言内容が内外から注目を集めた。本稿では、提言の内容が意味すること、またその提言によって年金運用がどう変化していくのか（どう変化してほしいか）について私見を述べてみたい。

### 決められたリスク政策の下での リターン向上が重要

この会議は、成長戦略の一環として設置されたもので、現在の資産構成に比べよりリスクを取った積極的なポートフォリオにすることが目的ではないかと誤解されているようだが、そうではない。各資金にはそれぞれの投資目的があり、その目的に沿ったリスク政策により投資がなされるべきというスタンスである。ポイントとなるのは、現在の投資環境に即して、決められた投資目的を果たす上で現在の投資方法が最適であるか、という点である。

有識者会議は、各資金の投資目的を果たすため、現在の体制を改めるべき点をいくつか提言している。その中で、分散投資の推進は最も重要である<sup>4)</sup>。本来、長期投資家として、流動性リスクなど短期投資家では取ることが難しいリスクを取ることで、ある程度確実にリターン

を上乗せすることができる。分散効果をうまく捉えれば、現在からそれほどリスク量を高めることなく、より高いリターンを獲得できる機会を得られると考えられる。

既に投資済みの上場株式にも投資戦略の見直しを求めている。日本株式のベンチマーク見直しはその一例である。会議では、公的資金は、上場企業の企業経営者に対して資本生産性を意識した経営を行うよう促す責務があると考えた。長期の株式リターンは資本生産性の高低に比例するため、資本生産性向上は株式投資から獲得できる収益を高めることにつながり、年金給付の安定化に寄与すると思われるからである。TOPIXのような資本生産性が低い企業まで含んだベンチマークを採用したままでは、企業経営者に資本生産性向上を含めた経営規律を働かせることは難しい。新たなベンチマーク<sup>5)</sup>が現在のものよりリターンが高いかどうかは（短期的には重要だが）長期的にはあまり重要な論点ではないのである。

もう1点、運用の高度化にはそれを実行するリスク管理体制や意思決定を行うファンドのガバナンスの整備が不可欠であることも提言した。例えば低流動性資産への投資には、投資先の選定、価格評価を含むリスク管理体制の整備など、これまでとは異なるスキルセットを持った人材が必要となる。給与等の処遇を含め、コストの上昇も予想される。リターン向上のために行う施策は、外部に説明責任を明確に果たした上で実行しなければならず、そのためには専門性を備えた理事会等の組織整備が鍵になる。

### GPIF改革が日本の年金投資全体の 変革を後押しする

会議が対象とする公的・準公的資金には数多くのファ

NOTE

- 1) 筆者は伊藤隆敏東大教授(座長)を含む7名の委員の1人として報告書のとりまとめに当たった。
- 2) 2013年6月14日に閣議決定された。
- 3) 当有識者会議で対象とした公的・準公的資金は、公的年金(GPIF、国家公務員共済、地方公務員共済、私立学校教職員共済)、独立行政法人等(GPIFを除く独立行政法人、国立大学法人等)である。
- 4) 報告書の中では、REIT・不動産、インフラ、ベンチャー・キャピタル、プライベート株式、コモディティなどを列举している。
- 5) 報告書で新たなベンチマークの候補として、JPX日経400指数が示されている。しかし、この指数をベンチマークとしてすぐに利用するのは困難との意見が幾つかの有力な年金ファンドから出されている。先物取引が整備されていない状況で移行するにはリスクが大きすぎるといった意見である。
- 6) 直ちに取り組むべき課題(数ヶ月間以内)、今後1年を目途に取り組むべき課題(1年以内)、目指すべき姿(法律改正を踏まえ約2年以内に実施)に区分。
- 7) 独立行政法人は、一律のコスト制約が課されており、この制約条件を取り除くには、閣議決定が必要である。
- 8) 有識者会議のヒアリングでは、GPIFが国内債券並みの

- リスクでリターンを最大化しようとしているのに対し、他の共済では、目標リターンを先に決め、最もリスクの低いポートフォリオを選択する方法が採用されるなど、ポートフォリオ構築方法はバラバラであった。
- 9) 2013年12月5日閣議において決定された「好循環実現のための経済対策」の中に、「有識者会議の提言を踏まえ、厚生労働省等の関係省庁において、各資金の規模・性格に応じ、長期的な健全性の確保に留意しつつ、必要な施策を迅速かつ着実に実施すべく所要の対応を行う。」との文言が盛り込まれ、所轄官庁へ提言内容を具体化する指示が出された。

図表 GPIFの運用・管理等の見直しに係る工程表

	直ちに取り組むべき課題	1年を目途に取り組むべき課題	目指すべき姿
運用の見直し (分散投資の促進等)	<ul style="list-style-type: none"> <li>現在の基本ポートフォリオの枠内での運用の見直し(かい離許容幅を利用した柔軟な運用や、アクティブ運用の見直しなど)</li> <li>収益目標・リスク許容度のあり方の検討</li> <li>パッシブ運用における新たなベンチマークの検討</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>財政検証の結果を踏まえた新たな基本ポートフォリオの決定</li> <li>新たな運用対象(流動性の高いものや資産評価の容易なものを中心)の追加</li> <li>ベビーファンドの設置</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>新たな運用対象(流動性の低いものや時価評価を常時行うことが困難なものも含む)の追加</li> </ul>

運用の見直しとリスク管理を含むガバナンス体制の見直しはセットで行う必要

リスク管理の見直し	<ul style="list-style-type: none"> <li>物価や金利の上昇に備えたリスク管理策の検討・実施(物価連動国債への投資やリスクヘッジのためのデリバティブの利用など)</li> <li>フォワード・ルッキングなリスク分析の検討</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>財政検証の結果を踏まえたフォワード・ルッキングなリスク分析に基づくポートフォリオの構築</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>新たな運用対象(流動性の低いものや時価評価を常時行うことが困難なものも含む)の追加に伴うリスク管理策の実施</li> </ul>
ガバナンス体制の見直し	<ul style="list-style-type: none"> <li>中長期的な運用成績に連動した受託機関報酬の導入</li> <li>専門性の高い人材の確保策について検討を開始</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>人員数、給与水準及び経費等に係る制約の緩和を受けた運用委員会委員の常勤化、及び専門性の高い人材の採用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>法人形態の変更による理事会の設置及び専門性の高い運用体制の整備</li> </ul>

(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」(2013年11月20日)

ンドが含まれるが、その中で120兆円を超えるGPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)は存在感が圧倒的で他のファンドに与える影響も大きい。そのため、提言の中で運用見直しやガバナンス体制等に関する改革の工程表を他のファンドとは別にして盛り込んだ(図表参照)。

工程表では、時間軸を3つに区分<sup>6)</sup>、運用内容、リスク管理、ガバナンス体制の見直しについて具体的な提言を行った。これらの施策を実行していく上で不可欠の条件が、コスト制約の緩和である。GPIFを含む公的資金は独立行政法人であり、厳しいコスト制約の下に置かれている。公的・準公的資金の運営目的はコストの最小化ではなく、定められたリスク政策の下で、「コスト控除後の」リターンを最大化することである。リターン向上にはある程度のコストを掛けることが必要であり、そのための必要コストを手当てするには、早い段階で資金運営に係わるコスト制約を緩和する閣議決定<sup>7)</sup>が必要である。

提言に盛り込まれた分散投資を推進する上で、もう一つ重要な点は、運用リスクの定義を明確にすることである。例えば、現在の公的年金は、「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

的に行う」と法律で定められているが、各資金のリスクの取り方は一様ではない<sup>8)</sup>。一つの考え方として、ポートフォリオを2つに区分し、安全かつ効率的の条件を満たすことが考えられる。例えば、「安全」を「定められた給付を確実に行うこと」と考えて債券を中心としたキャッシュフロー対応ファンドとし、「効率的」は「長期的な視点に立ち、定められたリスク水準の下でリターンを最大化するポートフォリオ」と考えれば、現在よりもはるかに多様な分散投資が実行でき、様々なリターン獲得機会を得ることができるはずである。

今後は、この提案がどの程度、実行に移されるかが焦点となる<sup>9)</sup>。提案をベースとして、所轄省庁から案が各ファンドに提示されると考えられるが、その内容が提案に即したものになっているかの確認を含め、提案の実現には政府の実行力が問われるところである。

Writer's Profile



堀江 貞之 Sadayuki Horie

金融ITイノベーション研究部  
上席研究員  
専門は資産運用関連の先端動向調査・研究  
focus@nri.co.jp