

年金制度の理念と構造 ～課題と将来像

第18回 年金積立金の運用

(株)日本総合研究所特任研究員

高橋 俊之

原則隔週の本連載では、制度の理念や根底の考え方に立ち戻りつつ、年金の制度論、財政構造、実務、社会経済システムの中での位置づけを踏まえながら、年金制度の抱える課題と段階的改革の方向について、できるだけ易しい言葉で、わかりやすく説明し、皆さんと一緒に考えていきたいと思えます。

第18回の今回は、「年金積立金の運用」です。

1. 年金積立金の役割と運用の仕組み

- ✓ 積立金を持つことで、完全な賦課方式と比べて高い所得代替率を確保できる
- ✓ 専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に運用を行う
- ✓ 他事考慮の禁止、投資一任契約、個別銘柄選択の禁止という制度上の枠組みがある
- ✓ GPIFには、経営委員会と監査委員会によるガバナンスの仕組みが設けられている

2. GPIFにおける積立金運用の基本的な考え方

- ✓ 長期・分散投資を基本として運用している
- ✓ 基本ポートフォリオに基づいて運用している
- ✓ 株式を適切に組み入れることで、経済成長の果実を取り込むことができる
- ✓ 国内だけでなく外国の様々な資産に投資している
- ✓ 長期的な収益を確保できるよう適切にリスクを管理している
- ✓ 基本ポートフォリオは、定期的に見直しを行っている

3. 積立金の運用状況

- ✓ 22年間の累積で、収益率は年率3.59%、収益額は108兆3824億円の好成績
- ✓ 投資一任契約・他事考慮の禁止の範囲で、スチュワードシップ活動やESG投資も実施
- ✓ リスクの特性に配慮しながら、オルタナティブ投資も取り入れている

4. 長期分散投資の視点に立った運用についての国民の理解

- ✓ バックテストにより、株式や外国資産を組み入れることの長期的効果が検証された
- ✓ 専門的知見による基本ポートフォリオの見直しと、国民の理解を高める取組み

1. 年金積立金の役割と運用の仕組み

① 積立金を持つことで、完全な賦課方式と比べて高い所得代替率を確保できる

日本の公的年金制度は、現役世代の保険料負担で高齢者世代を支える世代間扶養の考え方（賦課方式）を基本として運営されています。しかし、少子高齢化が急速に進む中で、**将来の現役世代の負担が過重にならないよう、一定の積立金を保有し、積立金とその運用収入を活用する財政運営**を行っています。積立金には、現役世代が納めた年金保険料のうち、年金給付に用いられなかったものが充てられています。

財政均衡期間として設定している概ね 100 年間にわたって、**給付費の1年以上の積立金を保有する財政運営**であり、その**運用収入は年金給付の重要な原資**となります。積立金を保有する現在の財政方式による所得代替率の見通しと、積立金を保有しない完全な賦課方式の場合の所得代替率の見通しを比較すると、**積立金を活用することによって、完全な賦課方式の場合よりも高い所得代替率を確保**できます。

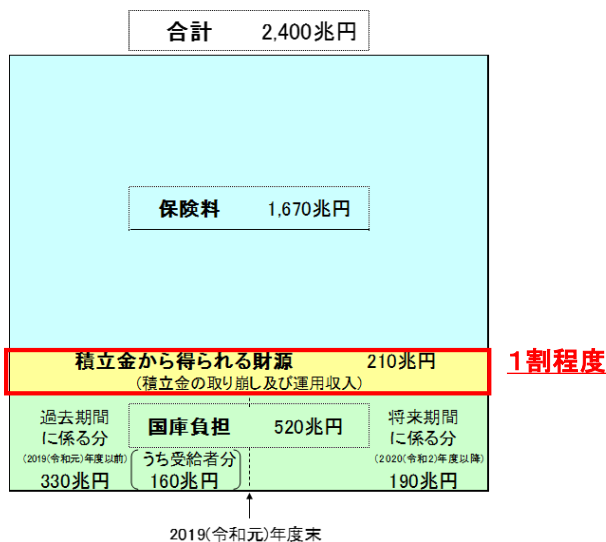
今後の概ね 100 年間の年金給付に充てる財源を、現時点の価格に換算して一時金で表わすと、図表 1 の左側の図のようになり、**給付総額のうち積立金から得られる財源で充てられるのは1割程度**です。また、今後 100 年間で積立金をいつ活用するかをみると、図表 1 の右側の図のように、**当面は積立金を増やし、少子高齢化の進展に応じて、活用していくイメージ**です。

図表1

年金財政における積立金の役割

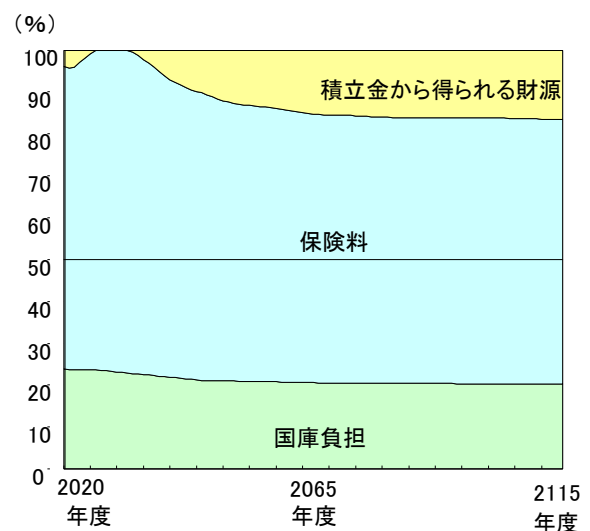
<概ね100年間の年金給付にあてる財源内訳>

金額は、概ね100年間の財源を現時点の価格に換算して一時金で表したもの



<各年度における積立金の活用イメージ>

今後100年間で積立金をいつ活用するかを表したもの



〔前提〕 財政検証における人口：出生中位、死亡中位 財政検証における経済：ケースⅢ 国民年金＋厚生年金の場合のイメージ

(出典) 2019(令和元)年財政検証関連資料

②専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に運用を行う

年金積立金の運用についての最も基本となる考え方は、国民年金法第 75 条と厚生年金保険法第 79 条の 2 に定められています。

この条文では、「積立金の運用は、**積立金が被保険者から徴収された保険料の一部**であり、かつ、**将来の保険給付の貴重な財源**となるものであることに特に留意し、**専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行う**」と規定されています。

この規定の前半では、「積立金が被保険者から徴収された保険料の一部であること」と「将来の保険給付の貴重な財源となるものであること」という 2 つの大切な留意点が、書かれています。そして、この規定の後半では、これを踏まえた積立金の運用の仕方について、3 つのことが規定されています。

1 つ目は、「**長期的な観点から**」という規定です。年金制度は、概ね 100 年間の長期の財政検証を行いながら、制度を運営していますから、年金積立金の運用では、**短期的な資産価格の変動に、一喜一憂する必要はありません**。長期的観点から、**着実に運用成果**を上げていくことが重要です。

2 つ目に、「**安全かつ効率的に**」と規定されています。安全な運用だけではなく、効率的な運用で収益を確保することの両方が求められています。G P I F の中期目標では、「**年金財政上必要な利回りを最小限のリスクで確保すること**」を法人の役割として求めています。

③他事考慮の禁止、投資一任契約、個別銘柄選択の禁止という制度上の枠組みがある

また 3 つ目に、積立金の運用は、「**専ら被保険者の利益のため**」に行わなければならないと規定されています。「専ら被保険者の利益のため」という目的を離れて、**他の政策目的や施策実現のために積立金の運用を行うことはできない**ことが、法制度上の仕組みです。「**他事考慮の禁止**」の原則です。

例えば、特定の産業に投資して成長戦略や産業政策に活用したり、地域活性化のために特定の地域に投資したり、株価を上げるために株に投資したり、財政赤字を支えるために国債に投資したり、そういったことは、法律上、一切できない仕組みです。

また、公的性格を有するという特殊性から、**金融市場や企業経営に直接の影響を与えないよう、株式投資については、投資判断の全部を運用受託機関に一任すること**とされています。「**投資一任契約**」の原則です。G P I F の運用方法として、G P I F 法第 21 条に規定されています。

これにより、特定の企業を選んで投資対象としたり、あるいは逆に排除したりする個別の銘柄選択や指示をすることはできない仕組みです。「**個別銘柄選択の禁止**」の原則です。

仮に、G P I Fが株式の個別銘柄を選択して直接売買することができたならば、G P I Fは独立行政法人といえども、国の監督を受ける法人ですから、国が株式を通じて企業経営を支配することにつながってしまいます。この点は、極めて重要です。

このため、G P I Fの実際の市場運用は、民間の**運用受託機関（信託銀行及び投資顧問会社等）**に投資判断を一任し、市場運用を行っています。なお、債券運用については、一部を自ら行っています（自家運用）。

また、G P I Fは中期目標で、「公的性格を有する法人の特殊性に鑑みると、**公的運用機関としての投資行動が市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めることがないように**十分留意すること。」「法人は、**世界最大級の機関投資家**であり、**法人の投資行動が市場に与える影響が大きいこと**に十分留意すること。」という基本的な考え方も踏まえることとされています。

④国が制度運営責任を持ち、G P I Fが専門的見地から実施機関として運用する

公的年金制度は、国民年金法、厚生年金保険法において、「政府が管掌する」と規定されており、国民年金、厚生年金の実施主体は政府です。**保険料の徴収や年金給付の実施主体は、政府**であり、**年金積立金は、国の年金特別会計**に属します。このため、**年金積立金の運用の最終責任は、年金制度を所管する厚生労働大臣**にあります。

積立金は、2000年度までは、全額を旧大蔵省資金運用部に預託することによって運用されていましたが、財政投融资制度の抜本的な改革により、2001年度以降、厚生労働大臣から直接、特殊法人である「年金資金運用基金」に寄託され、管理・運用される仕組みとなりました。

その後、特殊法人等整理合理化計画により、専門性を徹底し、責任の明確化を図る観点から、積立金の運用組織の改革が行われ、2006年4月に年金資金運用基金が解散され、積立金の管理・運用は、新たに設立された「**年金積立金管理運用独立行政法人**」（G P I F）に寄託して行われることとなりました。G P I Fは、Government Pension Investment Fundの略です。

G P I Fにおける積立金の運用では、厚生労働大臣が、達成すべき業務運営の目標として「**中期目標**」を定めます。そして、G P I Fはこの目標を達成するための具体的な計画として、**大臣の認可**を受けて、「**中期計画**」を策定します。中期目標、中期計画の期間は5年です。

この中期計画の中で、①**運用の基本方針**、②**基本ポートフォリオ**（基本となる資産構成割合）の策定、③**遵守すべき事項**などを定め、この計画に従って、専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に運用を行う仕組みとなっています。

なお、かつては、公的年金制度は、民間企業のサラリーマンが加入する厚生年金制度と、国家公務員、地方公務員等が加入する共済組合制度に分かれていましたが、2015年から、被用者年金は厚生年金制度に一元化されています。

ただし、実施機関は、従来の厚生年金保険は、厚生労働大臣が実施機関で、日本年金機構に事務が委任・委託されています。従来の国家公務員共済組合、地方公務員共済組合、私立学校教職員共済組合から引き継がれた厚生年金は、それぞれ、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団等が、実施機関として運営されています。

このため、厚生年金の積立金も、それぞれの実施機関で管理しており、**GPIFは、国民年金の積立金と厚生労働大臣が実施機関となっている厚生年金の積立金の運用を寄託**されています。そのほかの部分には、**国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団が、それぞれ、GPIFと同様に、積立金の運用**を行っています。

⑤ GPIFには、経営委員会と監査委員会によるガバナンスの仕組みが設けられている

GPIFでは、2017年9月までは、経済・金融に関して高い識見を有する者などのうちから厚生労働大臣が任命した委員で組織する「運用委員会」を置き、中期計画等を審議するとともに、運用状況などを監視していました。しかし、独立行政法人ですから、意思決定と執行の責任は、理事長1人に帰属する仕組みであり、巨額の年金積立金の運用を行う仕組みとして、ガバナンスの観点から不十分でした。

そこで、2016年12月のGPIF法の改正により、**2017年10月に「経営委員会」と「監査委員会」が新たに設置**されました。国民から一層信頼される組織体制の確立を図り、積立金をより安全かつ効率的に運用する観点から設けられたもので、他の独立行政法人にはない特別な仕組みです。これにより、図表2のようなガバナンスの仕組みとなりました。

経営委員会は、**経営委員長、委員8人と理事長の合計10人**で組織し、**合議によって重要な意思決定**を行うとともに、その決定に沿った執行が執行部によって行われているかどうかを**監督**しています。

また、**監査委員会**は、**経営委員会の委員を兼ねる3名の監査委員**で組織されています。

理事長、委員長、委員は、**経済、金融、資産運用、経営管理等の学識経験又は実務経験を有する者から、厚生労働大臣が任命**します。委員の任命に当たっては、被保険者の利益を代表する者と事業主の利益を代表する者各1名を、関係団体の推薦に基づいて任命することとされています。（関係団体は、日本労働組合総連合会と日本経済団体連合会）

2023年時点の役員は、経営委員長は山口廣秀氏（元日本銀行副総裁）、理事長は宮園雅敬氏（元農林中央金庫副理事長）、理事（管理運用業務担当）兼CIOは、植田栄治氏（元ゴールドマンサックス証券株式会社取締役）などです。

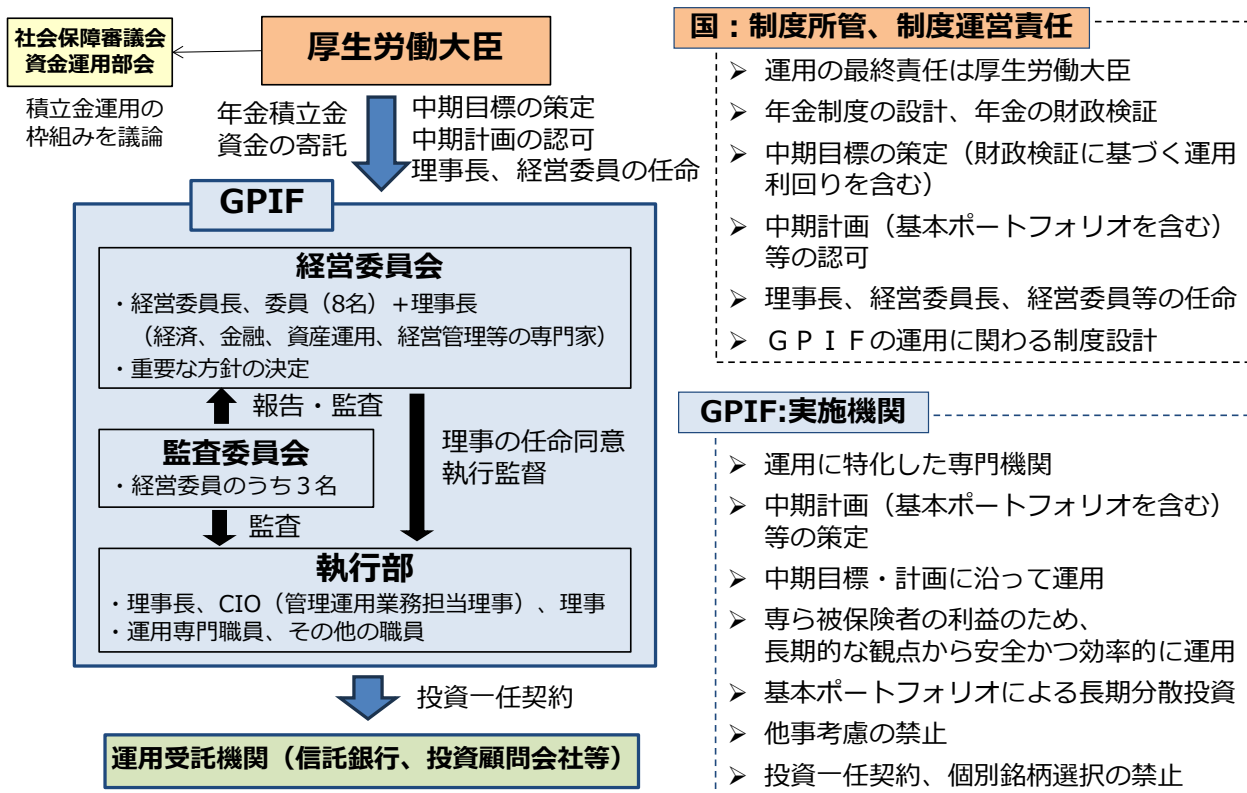
組織は、経営委員会事務室、監査委員会事務室、総務部、経理部、企画部、調査数理部、運用リスク管理部、情報管理部、投資運用部、ESG・スチュワードシップ推進部、オルタナティ

ブ投資部、運用管理部、法務室、監査室が設けられています。

GPIFの常勤職員は、令和4年度末時点で162人です。職員には、高度専門人材が多数採用され、証券アナリスト59名、MBAなど20名、弁護士3名、公認会計士3名、税理士1名、不動産鑑定士3名などとなっています。

図表2

年金積立金運用のガバナンス



2. GPIFにおける積立金運用の基本的な考え方

①長期・分散投資を基本として運用している

GPIFが運用する積立金は、概ね50年程度は取り崩す必要がない資金です。このため、市場の一時的な変動に過度にとらわれる必要はなく、**様々な資産を長期にわたって保有する「長期運用」**により、安定的な収益が獲得できます。

短い期間では、運用収益はプラスやマイナスに大きく振れる可能性があります。運用の期間が長くなるほど、プラスとマイナスが互いに打ち消し合うことで、年率平均の収益の振れ幅は、小さくなります。

年金給付に必要な積立金は十分に保有しており、短期的な市場変動は年金給付に影響を与えません。仮に、ある年度に大幅な評価損が発生したとしても、それが翌年度の年金給付額に影響を与えることはありません。

また、GPIFの積立金の運用は、**性質や値動きの異なる国内外の様々な資産に幅広く「分散投資」**をすることにより、**安定的な運用成果を確保**しています。

国内外の様々な種類の資産に分けて投資することで、**世界中の経済活動から収益を得る**と同時に、**資産分散の効果により、大きな損失が発生する可能性を抑える効果**が期待できます。

分散投資の意義を説く投資の格言として、図表3にあるように、「**1つのカゴにすべての卵を盛るな!**」というものがあります。英語では、Don't put all eggs in one basket と言います。すべてを一つのカゴに集中していると、何かあると、すべて割れてしまいます。複数のカゴに分散すれば、何かあっても、リスクを分散できます。

リスクという言葉は、普通の日本語では、「危険」とか「良くないことが起こる可能性」といった使われ方をしますが、資産運用の世界では、リスクとは、「**リターン（収益）の変動**」、すなわち**リターンのブレの大きさ（不確実性）**を指すことが一般的です。

その際、**リスクとリターンは、トレードオフ**の関係にあります。一般的に、リスクの小さな資産は得られるリターンが小さく、リスクの大きな資産は高いリターンが得られます。

資産によって、ブレが生じるタイミングや大きさは異なりますから、**様々な資産に幅広く分散して投資**することによって、**トータルでのリスクを抑えながら、必要なリターンが期待**できます。

図表3

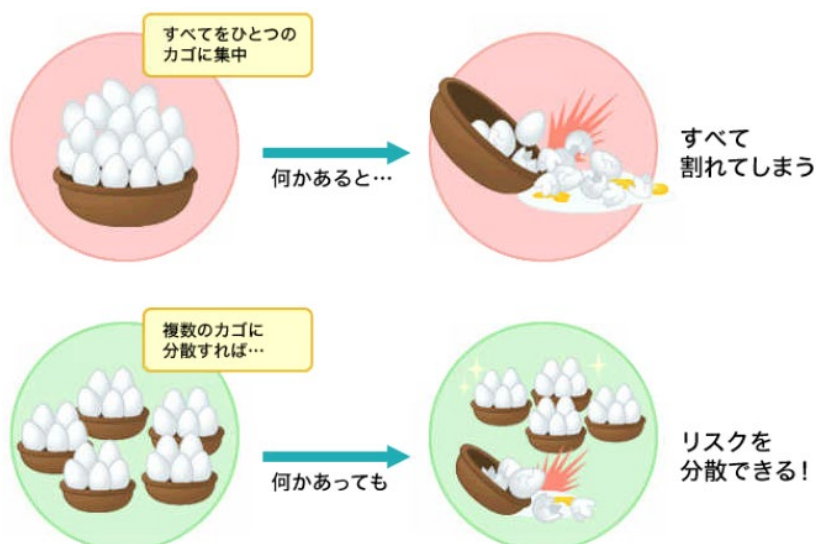
リスクとリターン、分散投資の意義

「リスク」と「リターン」はトレードオフ
→一般的に、リスクの小さな資産は得られるリターンが小さく、リスクの大きな資産は高いリターンが得られる。
投資における「リスク」とは、
→「危険」という意味ではなく、「リターン（収益）の変動」、すなわちリターンのブレの大きさ（不確実性）を指すことが一般的。

分散投資の意義

**1つのカゴに
すべての卵を
盛るな!**

Don't put all eggs in one basket



②基本ポートフォリオに基づいて運用している

長期的な運用では、短期的な市場の動向により資産構成割合を変更するよりも、**基本となる資産構成割合（基本ポートフォリオ）を決めて長期間維持していく方が、効率的で良い結果をもたらすとされています。**また、**長期の運用実績の大半は、基本ポートフォリオによって決まるとされています。**

基本ポートフォリオに基づく運用では、資産価格の変動に応じて、リバランスを行います。**リバランスとは、図表4にあるように、株式や債券などの資産価格の上下により、資産ごとの構成割合が基本ポートフォリオから乖離したものを、元の状態に戻すことです。**

リバランスの目的は、基本ポートフォリオに沿った適切なリスク量に調整することですが、**価格が高くなった資産を売り、安くなった資産を買うため、リターンが長期で高まります。**同じ資産に着目してみるならば、**その資産が値下がりしたときに買い、値上がりしたときに売る**ことになりますから、運用収益の増加が期待できます。

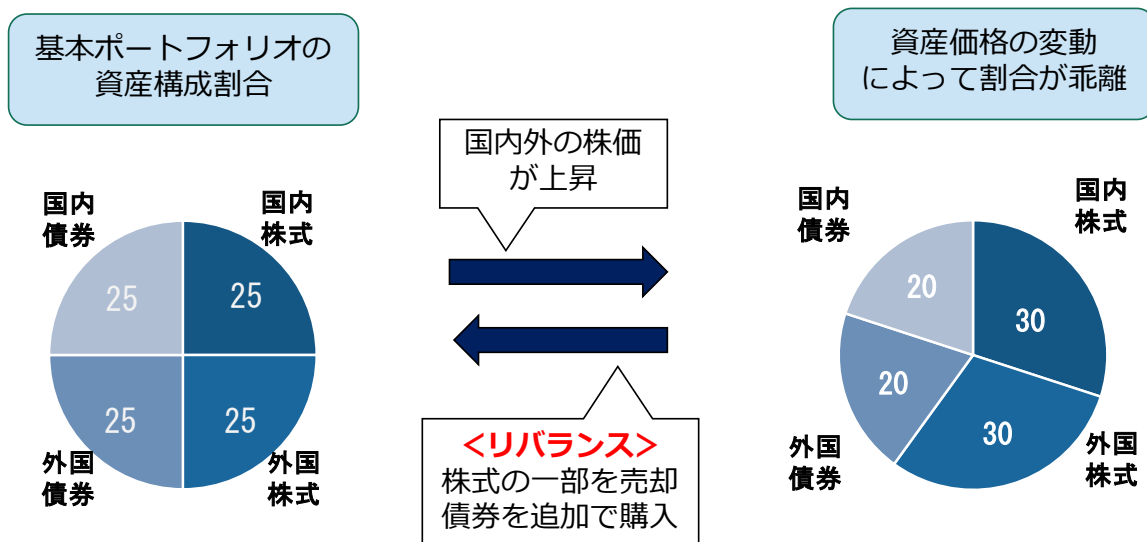
GPIFでは、長期的な観点から基本ポートフォリオに基づく運用を行いつつ、市場は常に変動するため、合理的に無理のない範囲で機動的な運用を可能とする仕組みとして、**基本ポートフォリオからの乖離許容幅**を定めています。

市場の変動により、実際の運用における資産構成割合が基本ポートフォリオから乖離した場合には、適時適切に「リバランス」を行い、乖離許容幅内に収まるよう管理しています。

図表4

基本ポートフォリオに基づくリバランス

リバランス →株式や債券などの資産価格の上下により、資産ごとの構成割合が基本ポートフォリオから乖離したものを、元の状態に戻すこと
リバランスの目的 →基本ポートフォリオに沿った適切なリスク量に調整することであるが、価格が高くなった資産を売り、安くなった資産を買うため、リターンが長期で高まる



③株式を適切に組み入れることで、経済成長の果実を取り込むことができる

株式は、短期的な価格変動リスク（ブレの大きさ）は債券よりも大きいですが、長期的に見た場合は、債券よりも高い収益が期待できます。

特に近年、日本の国債金利はゼロ%前後の低金利で推移しており、国内債券を中心とした運用では、年金財政上必要な利回りを確保することが困難です。

株式を長期保有する意味は、国内外の企業活動やその結果としての経済成長の果実を「配当」と保有株式の「評価益」という形で取り込むことにあります。企業の経済活動から得られる利益は、「配当」として投資家に分配されるため、経済が成熟し、成長率が低下する中であっても、収益が安定的に確保されます。さらに、企業が成長すれば、「配当」の増額に加え、株価が上昇することによる「評価益」という形で、より多くの成長の果実を獲得することができます。

GPIFは、直接に株式を売買したり保有したりするのではなく、民間の運用受託機関に投資一任契約をして運用しています。株式に投資するファンドに投資するという形式です。

また、GPIFの株式運用は、インデックス（指数）に連動する形で幅広い銘柄を保有するパッシブ運用を中心としています。インデックスよりも高い収益率の確保を目指すアクティブ運用も一部組み合わせています。2022年度末時点で、国内株式は93.1%、外国株式は93.6%がパッシブ運用です（GPIF 2022年度業務概況書）。

なお、巨額の株式を保有していると、年金積立金を取り崩して株式を売却する時に、株価を押し下げてしまうのでは？と心配する人もいるかもしれません。しかし、GPIFが運用している年金積立金は、概ね50年程度は取り崩す必要は生じません（運用収益の一部を年金給付に充てることはあります）。取り崩し局面が来た後も、巨額の資産を一度に取り崩すのではなく、数十年かけて少しずつ取り崩していくこととなります。その際、国内外の市場動向を慎重に見極めた上で、できる限り市場に影響を与えないよう、十分に留意して行うこととなります。

一方、債券（特に国債）は「安全資産」というイメージがありますが、実際には、債券にもリスクがあり、損失が生じることがあります。

債券に安全資産というイメージがあるのは、債券を途中で売却せず満期保有した場合、償還日まで利子を受け取り、償還日に額面金額を受け取ることが確実である資産特性によります。債券の利子収入（インカムゲイン）は、表面利率で発行時点に決定されており、額面金額（償還額）と合わせて、満期償還時まで受け取る金額が確定しています。

しかし、実際には、債券を購入する際には、その時々市場動向に応じた購入価格となりますから、償還額（額面）と実際の購入価格の差額に応じ、キャピタルゲインが生じることがある一方、キャピタルロスが生じることもあります。インカムゲインよりキャピタルロスが大きければ、損失が生じることとなります。債券にもリスクがあり、損失が生じることがあります。

例えば、2019年度の10年国債（表面利率0.1%、額面100円、10年間の利子収入1円）の入札平均価格は約102円でした。これを満期保有した場合、キャピタルロスが発生し、約▲1円の損失が発生します。

このように、債券運用では、表面利率のみではなく、市場動向によって決定される債券価格（購入価格）も重要ですから、**債券価格を「利回り」に換算**することが一般的です。「利回り」とは、「表面利率（額面金額に対して受け取る利子の割合）」とは異なり、**債券の購入価格に対する1年当たりの運用益の割合**（その債券がもたらす「年当たりの収益」の割合）です。

利回り（金利）は、債券価格と反対に動きます。**金利が上昇すると債券価格が下落し、金利が低下すると債券価格が上昇**します。例えば、市場の金利が上がると、新しく発行される高い金利の債券への需要が高まる一方で、既に発行された低い金利の債券の魅力が低下しますので、債券価格が下落します。

債券運用には**金利の上昇時の価格低下のリスク**が存在します。

④国内だけでなく外国の様々な資産に投資している

GPIFは、国内だけでなく、**外国の様々な種類の資産に分けて投資**することで、収益獲得の機会を増やし、**世界中の経済活動から収益を得る**と同時に、**資産分散の効果により、大きな損失が発生する可能性を抑える**運用を行っています。

図表5の左側のグラフにありますように、日米の10年国債の利回りの推移を比較すると、金利水準は大きな差があります。国内の債券は低金利が続いていますが、**米国など外国債券の金利は国内より継続的に高く推移**しています。

また、**株式の配当利回り**についても、図表5の右側のグラフのように、国内株の配当利回りとして「TOPIX配当利回り」と、外国株の配当利回りとして「MSCI-ACWI（除く日本）配当利回り」を比べると、**外国株式は、長期間にわたり国内株の利回りと比べて高くなっています**。

なお、このMSCI-ACWI（MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス）は、米国のモルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル社が算出・公表する世界の株式を対象とした株価指数で、世界の先進国（23カ国）と新興国（24カ国）の株式の総合投資収益を各市場の時価総額比率で加重平均して指数化したものです。

世界の債券と株式へ分散投資を行うことで、今後もインカムゲインによる安定的な収益が期待できます。

債券や株式などの金融資産は、**長期的にみると世界の経済成長に見合って収益性が向上**します。世界と日本の経済成長率を比較すると、**日本の成長率は近年1%程度まで低下**している一方で、**世界経済は、米国や新興国などを中心に、全体として3%程度の成長**となっています。

図表5

国内外の債券・株式のインカムゲイン



こうした日本の成長力の低さは、労働力、資本、生産性からなる日本経済の実力（潜在成長率）が近年では、低下していることが要因であり、日本の世界経済に占める割合は低下傾向にあります。

このような日本と世界の経済・金融情勢の違いを背景に、**一般的に海外資産は、国内資産よりも相対的に高い収益性が期待できると**されています。年金積立金の運用に外国資産を組み入れることは、**世界の中で経済成長している地域の経済成長の果実を取り込むこと**になります。

インカムゲイン等による**収益率の差は、長期間の累積効果により、大きな差**につながります。例えば、運用利回り 1%、2%、3%でそれぞれ長期運用した場合を比べると、30 年後には、1%の場合と比べて、2%の場合は約 1.3 倍、3%の場合は約 1.8 倍の運用資産額になります。

一方、外国資産への投資は、資産固有のリスクに加えて、**為替リスク**が含まれます。ただし、年金積立金の運用では、一時的な為替差損のリスクではなく、**長期的な観点から、為替の影響を含めた資産全体の収益率が下振れするリスク**を考慮することが重要です。

一般的に為替は、国内外の金利差、貿易収支、物価動向など様々な要因によって変動し、長期的な見通しを策定することは困難です。また、ドル、ユーロ、ポンドなど**様々な通貨の資産に対して分散投資**を行うことで、為替差損のリスクを軽減することができます。

⑤長期的な収益を確保できるよう適切にリスクを管理している

積立金の運用は、長期的な観点から安全かつ効率的に行うことが法律で定められています。また、厚生労働大臣が定めた中期目標は、「長期的に積立金の実質的な運用利回り（積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの）**1.7%**を最低限のリスクで確保すること」を要請しています。

GPIFが重視しているリスクは、「市場の一時的な変動による短期的なリターンの変動（ブレ幅）」ではなく、「**年金財政上必要とされている長期的な収益が得られないこと**」です。

GPIFでは、積立金の運用を長期的な観点から安全かつ効率的に行うため、様々な指標を専門的に分析し、市場の一時的な変動による短期的なリターンの変動にも配慮しながら、長期的な収益が得られないリスクを抑えることを重視した運用を行っています。

基本ポートフォリオを適切に管理するとともに、複数の資産への分散投資、資産全体・各資産クラス・各運用受託機関等のそれぞれの段階でのリスク管理を行いつつ、資産全体及び各資産ごとのベンチマーク収益率を確保できるよう、様々な指標を複眼的にモニタリングし、必要と認められる場合には、適切な措置を講じています。

⑥基本ポートフォリオは、定期的に見直しを行っている

GPIFの基本ポートフォリオは、**5年に1度行われる財政検証を踏まえて見直し**が行われるほか、策定時に想定した運用環境から大きな乖離がないか検証し、必要があれば、途中でも見直しの検討を行うこととされています。

GPIFの基本ポートフォリオの変遷は、図表6のとおりです。

2013年までは、国内債券67%、外国債券8%、国内株式11%、外国株式9%、短期資産5%で、**国内債券中心の運用**がされてきました。

しかし、その後、世界的な低金利の中で、特に**日本国債の金利が低下し**、国内債券中心では、必要な利回りを確保できなくなります。**2013年3月**に、日本銀行総裁に黒田東彦氏が就任し、「**異次元の金融緩和**」の政策が開始されました。また、**2016年1月**からは、**マイナス金利政策**へと強化されています。

そのような中で、**2014年10月**からは、**国内債券35%、外国債券15%、国内株式25%、外国株式25%の割合**とする見直しが行われました。なお、その際、短期資産の区分は廃止されています。これにより、**株式の比率は20%から50%に引き上げられ、外国資産の比率は17%から40%に引き上げられています。**

さらに、**2020年4月**から、**国内債券、外国債券、国内株式、外国株式を各25%**とする見直しが行われました。日本国債の低金利が続く中で、国内債券の比率を10%下げ、外国債券の比率を10%引き上げたものです。その結果、**外国資産の比率が50%に引き上げられています。**

現在のGPIFの中期目標では、**実質的な運用利回り 1.7%**が、**長期の運用目標**として設定されています。これは、2019年の財政検証では、高成長ケースから低成長ケースまで幅の広い6通りの経済前提のケースを設定して検証を行っている中で、実際にどのケースの経済前提の経済になったとしても、年金財政運営上必要な利回りが確保できるよう、各ケースの中で、実質的な運用利回りが最も大きな値が採用されたものです。(ケースⅢの経済前提の名目運用利回り 4%から、名目賃金上昇率 2.3%を差し引いて、実質的な運用利回り 1.7%)

「**実質的な運用利回り**」とは、**年金積立金全体の名目運用利回りから、名目賃金上昇率を差し引いた**ものです。公的年金の**年金給付費**は、長期的にみると**概ね名目賃金上昇率に連動**して増加する仕組みになっています。したがって、**年金積立金全体の運用収入のうち賃金上昇率を上回る分が、年金財政に対してプラス寄与**となるという意味で、実質的な収益となります。

長期的な運用目標(名目賃金上昇率を上回る実質的な運用利回り)は、2006年度から2009年度までは+1.1%、2010年度から2014年度までは+1.6%、2015年度以降は+1.7%です。なお、これは、長期的な運用目標として設定されており、単年度ごと、あるいは、中期計画の5年間などの目標達成を求めているものではありません。

この**実質的な運用利回り 1.7%**を**最小限のリスクで確保**することを基本として、GPIFの経営委員会において専門的な検討が行われ、現在の**基本ポートフォリオが策定**されています。

図表6 GPIFの基本ポートフォリオの変遷

| | | | | | | |
|------------------------|--------|------|------|------|------|------|
| 2006(平成18)年 4月1日～ | | 国内債券 | 外国債券 | 国内株式 | 外国株式 | 短期資産 |
| | 資産構成割合 | 67% | 8% | 11% | 9% | 5% |
| | 乖離許容幅 | ±8% | ±5% | ±6% | ±5% | - |
| 2013(平成25)年 6月7日～ | | 国内債券 | 外国債券 | 国内株式 | 外国株式 | 短期資産 |
| | 資産構成割合 | 60% | 11% | 12% | 12% | 5% |
| | 乖離許容幅 | ±8% | ±5% | ±6% | ±5% | - |
| 2014(平成26)年 10月31日～ | | 国内債券 | 外国債券 | 国内株式 | 外国株式 | |
| | 資産構成割合 | 35% | 15% | 25% | 25% | |
| | 乖離許容幅 | ±10% | ±4% | ±9% | ±8% | |
| 2020(令和2)年 4月1日～ | | 国内債券 | 外国債券 | 国内株式 | 外国株式 | |
| | 資産構成割合 | 25% | 25% | 25% | 25% | |
| | 乖離許容幅 | 各資産 | ±7% | ±6% | ±8% | ±7% |
| 債券・株式 | | ±11% | | ±11% | | |

3. 積立金の運用状況

①22年間の累積で、収益率は年率3.59%、収益額は108兆3824億円の好成績

GPIFでは、積立金の運用状況を、毎年度、業務概況書として、ホームページで詳細に公表しています。

2022年度の業務概況書によると、2022年度の運用状況は、**収益率+1.50%**（年率）、**収益額+2兆9,536億円**（年間）、**運用資産額200兆1328億円**（2022年度末時点）でした。

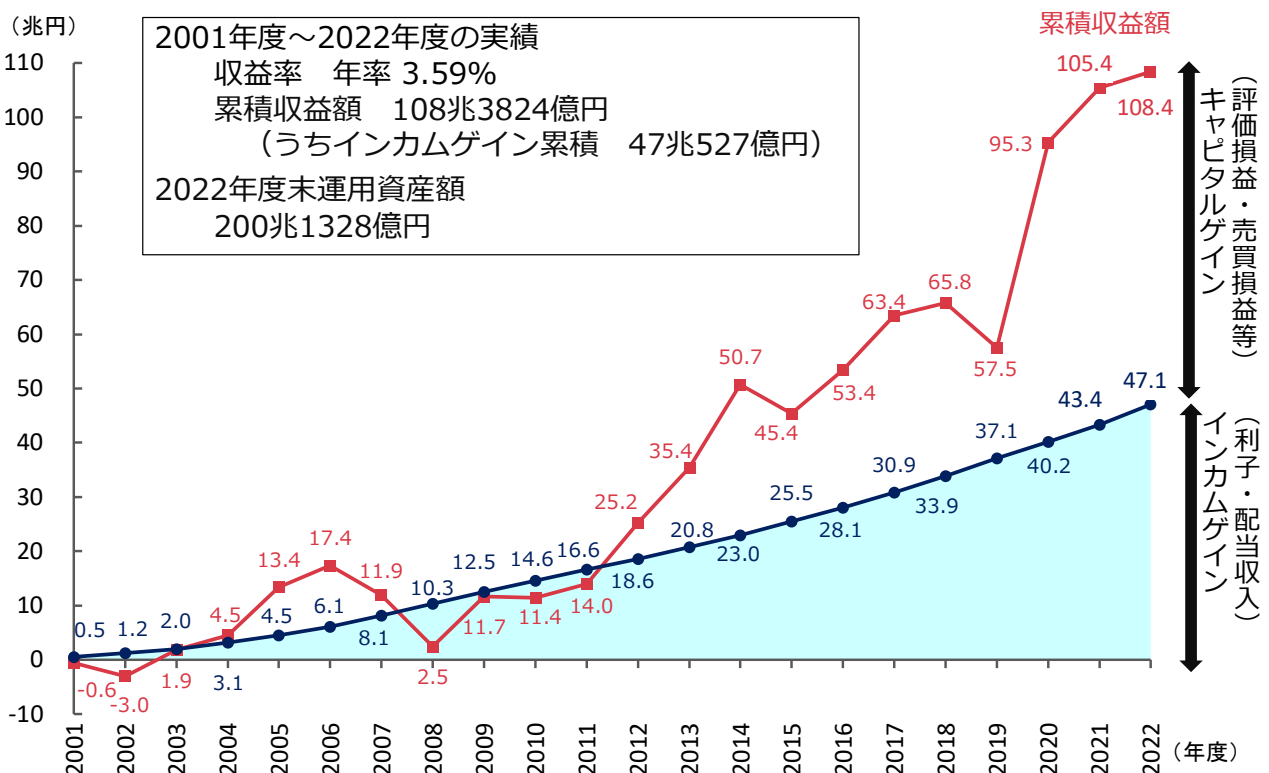
また、図表7のように、**自主運用を開始した2001年度から2022年度までの累積**では、**収益率+3.59%**（年率）、**収益額+108兆3824億円**となっています。

GPIFの収益は、インカムゲイン（利子・配当収入）とキャピタルゲイン（価格変動による損益（実現損益と評価損益））に分けられます。これまでの**累積収益額のうち、インカムゲインは47兆527億円**であり、全体の40%を超えています。インカムゲインは市場変動の影響を受けにくく、着実に収益として確保され、運用収益の安定的な確保に貢献しています。

また、名目の収益率から名目賃金上昇率を差し引いた積立金全体（年金特別会計で管理する部分を含む）の**実質的な運用利回り**は、2001年度以降の平均で**3.59%**となり、この間の名目賃金上昇率が0.01%と低かったこともあり、**実質的な運用利回り目標（1.7%）を大幅に上回**っています。

図表7

GPIF 運用実績



GPIFでは、基本ポートフォリオに基づく着実な運用に加え、超過収益の獲得を目指す努力を行っています。超過収益は、各資産の指標となるインデックスを上回る収益です。複合ベンチマーク収益率で表わされます。第4期中期目標期間の**2020年度以降の3年間累積での超過収益率は+0.18%**となっています。

また、2022年度末の約200兆円の運用資産について、国・地域別に分類した投資額は、日本96.3兆円、アメリカ55.7兆円、フランス6.3兆円、イギリス4.9兆円、イタリア4.3兆円、ドイツ4.1兆円、スペイン3.2兆円、カナダ2.6兆円、オーストラリア1.9兆円、オランダ1.7兆円などとなっています。

GPIFでは、信託銀行や投資顧問会社などの運用受託機関に委託して運用していますが、2022年度の管理運用委託手数料額は、302億円であり、年度の平均残高196.3兆円に対して、手数料率は0.02%です。GPIFの常勤職員数は、162人（2022年度末）です。運用委託手数料を除いた業務経費や一般管理費等は、77億円（2022年度）です。200兆円の運用資産額、2.9兆円の運用収益と比べて、極めて低コストでの運用を実現しています。

②投資一任契約・他事考慮の禁止の範囲で、スチュワードシップ活動やESG投資も実施

資金運用の世界では、近年、スチュワードシップ活動とESGが注目されています。

スチュワードシップ責任とは、**機関投資家**が、投資先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、**中長期的な投資リターン**の拡大を図る責任を意味します。

金融庁が、『「責任ある機関投資家」の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』を定めています。（2014年策定、2017年改定、2020年に再改定）

GPIFは、被保険者である国民に対して、受託者としての責任を適切に果たし、長期的な投資収益の拡大を果たすことを目的に、スチュワードシップ責任を果たすための活動を推進しています。ただし、GPIFは株式を直接保有せず、外部の運用会社を通じて投資していますから、GPIF自身は企業に対する直接的な対話を行わず、スチュワードシップ活動の一環として、**運用受託機関に、投資先企業との積極的な対話を行うよう求めています。**

また、企業経営等に直接影響を与えることを避ける趣旨から、GPIFは株主議決権の行使を直接行わず、運用受託機関の判断に委ねています。その際、GPIFとしてのスチュワードシップ活動を推進する観点から、毎年度、株主議決権の行使状況について確認をし、各運用受託機関の評価において考慮することとしています。

また、**E S G**とは、**環境(Environment)・社会(Social)・ガバナンス(Governance)**のことです。投資家が企業の株式などに投資する際に、投資先の価値を測る材料として、主に利益率などの定量的な財務情報が使われていますが、それに加え、**非財務情報であるE S Gの要素を考慮する投資を「E S G投資」と**いいます。

G P I Fのように**投資額が大きく、世界の資本市場全体に幅広く分散して運用する投資家は「ユニバーサル・オーナー」と**呼ばれています。また、積立金は、将来の年金給付の財源となるもので、「**超長期の機関投資家**」でもあります。このような特性を持つG P I Fが、長期にわたって安定した収益を獲得するためには、**投資先の個々の企業の価値が長期的に高まり、ひいては資本市場全体が持続的・安定的に成長することが重要**です。

こうした被保険者の利益のために長期的な利益確保を図る観点から、G P I Fではその運用プロセス全体を通じ、**E S G投資を考慮した投資**を推進しています。

G P I Fには、投資一任契約の原則、個別銘柄選択の禁止の原則がありますから、その範囲の中でE S Gを考慮した投資を行うため、**E S G指数に基づいた株式投資**を行っています。

E S G指数とは、企業が公開している非財務情報などをもとに、外部機関がE S Gへの取り組みを評価して構成する企業等を決定した株式の指数（市場の値動きを示す指標）のことです。G P I Fは2017年度からE S G指数に基づいた株式投資を行っており、2022年度末時点で、9つのE S G指数（E S G総合指数、女性活躍、気候変動のE S Gテーマ指数）を選定し、これらのE S G指数に連動する運用資産額は合計で約12.5兆円となっています。

③ リスクの特性に配慮しながら、オルタナティブ投資も取り入れている

オルタナティブ資産とは、**伝統的な投資対象資産**である上場株式、債券に対する「**代替的(オルタナティブ)**」な**投資資産**の総称です。

オルタナティブ資産には、多種多様な資産が含まれますが、G P I Fでは、**インフラストラクチャー**（発電、送電、再生可能エネルギー、鉄道、通信など）、**プライベート・エクイティ**（非上場企業の株式）、**不動産**（物流施設、オフィスビル、賃貸住宅、商業施設など）の3種類を対象としています。

これらの資産は、伝統的資産である上場株式、債券とは異なるリスク・リターン特性を有しており、ポートフォリオに組み入れることにより**分散投資効果**が期待できます。

また、一般的にオルタナティブ資産は、伝統的資産に比べて**機動的な売買ができない(流動性が低い)**が、**その分利回りが高い**とされています。海外の年金基金では、このような特性・効果をもつオルタナティブ資産の運用を行うことによる分散投資を推進しています。

G P I Fは長期の投資家であり、豊富な流動性資産を有していることから、流動性の低いオルタナティブ資産をポートフォリオに組み入れることで、投資ポートフォリオの効率性を向上

しつつ超過プレミアムを獲得することを目指しています。

オルタナティブ資産についても、**GPIFが直接に投資するのではなく、オルタナティブ資産に投資するファンドへ投資する形式**をとっています。

2020年度から始まったGPIFの**第4期中期計画**の基本ポートフォリオでは、オルタナティブ資産は、リスク・リターン特性に応じて国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式のいずれかに区分しつつ、合計して**資産全体の5%を上限**とするとされています。GPIFでは、近年、運用体制の整備を進めつつ、資産残高を着実に積み上げており、**2022年度末時点の時価総額は、2兆8345億円**、積立金全体に占める割合は**1.38%**となっています。

4. 長期分散投資の視点に立った運用についての国民の理解

①バックテストにより、株式や外国資産の組み入れることの長期的効果が検証された

社会保障審議会年金部会の下「年金財政における経済前提に関する専門委員会」の2023（令和5）年6月30日の会議の資料3として、年金局から「**運用開始時から現行の基本ポートフォリオにより運用していた場合の運用利回り実績との比較（バックテスト）**」が公表されています。

ここでは、国内債券、外国債券、国内株式、外国株式の4資産について、ベンチマークインデックスによる各資産別の収益率を用いて、仮に2001年の運用開始時から現行の基本ポートフォリオを採用していたとした場合の収益率を計算しています。

これによると、実質運用利回り（対物価）の平均収益率（四半期の年率換算）は、**全期間の実績値では3.3%ですが、バックテストでは4.2%となり、仮に、2001年の運用開始時から現行の基本ポートフォリオを採用していれば、より高い運用収益が確保されていた**ということが検証されました。

これは、図表6にありますように、従来の国内債券中心の運用から、株式や外国資産を含めて分散投資する運用に改めたことの長期的な効果を示しています。

②専門的知見による基本ポートフォリオの見直しと、国民の理解を高める取組み

かつては、年金積立金の運用をめぐっては、株価の一時的な下落により、巨額の損失が生じたときは、大きなニュースになる一方で、株価の上昇により、巨額の収益が生じたときは、ニュースにもなりにくい、と言われてきました。しかし、**近年では、長期分散投資への理解が浸透し、マスコミの反応も、冷静な姿勢**に変ってきたと感じます。

例えば、近年では、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大による市場環境の悪化により、

2019 年度の第 4 四半期は、マイナス 17.7 兆円の巨額の損失が生じ、収益率はマイナス 10.71%を記録しました。その際のマスコミの受け止めは、比較的冷静でした。その後、市場環境の回復により、2020 年度は、1 年間でプラス 37.8 兆円もの巨額の収益が生じ、収益率はプラス 25.15%にもなっています。

普通の人感覚では、大切な資金を、株式や外国資産を大幅に組み入れて運用することには、漠然とした不安感があります。市場の変動で大きな損失が生じたときは、強い不安を感じます。

しかし、通常の家計での資産運用と異なり、年金積立金の運用は、**超長期で巨額な資金を運用するものです。長期分散投資を基本として、一時的な変動に一喜一憂しないことが重要です。**

GPIFからは、毎年度、**業務概況書**において、**運用の状況が公表**されています。積立金運用の考え方や実績を分かりやすく説明する一方で、運用状況についての詳細な情報開示も行われています。このような努力の積み重ねは、国民の理解を深める元となります。

次の年金の財政検証は 2024 年夏です。今後これを踏まえて、**2025 年 4 月からの GPIF の次の中期目標、中期計画**に向けて、**基本ポートフォリオの見直し**等が検討されます。**GPIF の経営委員会で専門的見地から検討して中期計画として策定し、厚生労働大臣が認可**します。

現行の基本ポートフォリオは、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式が各 4 分の 1 の構成ですが、外国資産は 5 割を超えないとか、株式資産は 5 割を超えないとかいった制約があるわけではありません。

国内債券は引き続き外国債券に比べて低金利が続いています。**国内の株式市場での GPIF の占める割合が大きくなっている**ことをどう考えるか、という課題もあります。また、市場規模は国内より国外の方がはるかに大きいわけですから、分散投資の観点からは、**市場規模に照らすと、日本国内の資産ウエイトは妥当なのか**、という論点もあります。

本稿では、特定の方向性についてコメントするものではありません。**専門的見地から検討し、適時適切な見直し**を行うとともに、**国民の理解を高める取組み**を進めていくことが重要です。

※本稿は、「週刊 年金実務」(社会保険実務研究所)の 2023 (令和 5) 年 9 月 25 日発行号に掲載されたものです。

※本稿における意見に係る部分は、筆者の見解を示したものであり、筆者が過去及び現在において属する組織の見解を代表するものではありません。

【筆者プロフィール】高橋俊之 (たかはし としゆき)

1962 年東京都生まれ。1987 年東京大学法学部卒。厚生省入省。2004 年から 2008 年まで社会保険庁で総務課企画官・企画室長。2015 年から内閣府で大臣官房審議官 (経済財政運営・経済社会システム担当)。2017 年から厚生労働省で年金管理審議官、2019 年から年金局長。2019 年の財政検証、2020 年の年金制度改正法案等を担当。2022 年 6 月退官。10 月より三井住友銀行顧問、株式会社日本総合研究所特任研究員。日本年金学会会員。