

平成 29 年 5 月 30 日

GPIF 改革成功のカギは、出口戦略にあり（その 3）

GPIF の業務の核心はリバランスである

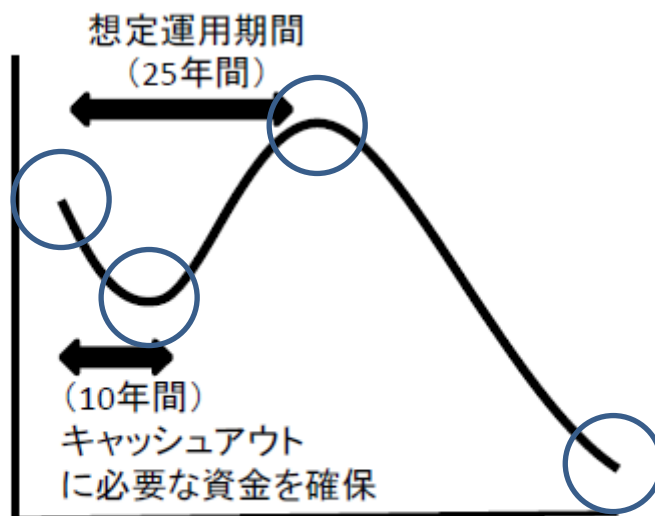
特任研究員 平井 一志¹

《要旨》

●GPIF は、そのホームページにおいて自らの役割を、「(1) 基本ポートフォリオに基づく運用」および「(2) 年金給付のための流動性の確保」の二つに大別しているが、これまでの GPIF 改革についての議論は、専ら (1) のみの観点に終始していたと言っても過言ではない。

キャッシュアウトと運用の効率性とはトレードオフの関係にあり、キャッシュアウトへの対応に伴うリバランスの必要性について、「(2) 年金給付のための流動性の確保」の観点から論点を整理し、説明責任を果たす必要があると思われる。

●平成 26 年の財政検証による予定積立金額の推移には、二つの「山」と、二つの「谷」があり、足元は、最初の「下り」に差し掛かっていることから、下り方を、言わば出口戦略



財政検証による予定積立金額の推移
(イメージ)

(出典) GPIF 平成 26 年 10 月 31 日付プレスリリース文

¹ 筆者は、信託銀行の公的年金運用部長、同システム子会社の役員を務めた後、平成 20 年 7 月から 26 年 3 月まで年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) の情報化統括責任者補佐官の任にあり、26 年 7 月から年金シニアプラン総合研究機構の特任研究員。平成 7 年から 7 年間に亘り日米包括経済協定の所産であるリミテッド・パートナーシップ (LPS) による内外投資顧問の年金福祉事業団資金運用事業参入スキームを立ち上げ、管理、清算のための国家プロジェクトに幹事信託銀行の責任者として参画。なお、本稿は、筆者の個人的な見解であり、属した組織あるいは属する組織の見解ではありません。

として、国民あるいは市場関係者に対し、丁寧に説明すべきであると思われる。

《目次》

1. はじめに	2 頁
2. 国内債券を中心とするポートフォリオの見直し	4 頁
(1) 基本ポートフォリオの変更について	4 頁
(2) 基本ポートフォリオ策定の前提条件	5 頁
(3) 積立金の想定運用期間と年金給付のための流動性の確保	7 頁
3. 平成 26 年財政検証における積立度合の見通し (2 つの山と谷)	8 頁
4. 資金計画における投資回収金収入の計上	13 頁
5. 平成 27 年度の計画と実績の差異	14 頁
6. キャッシュアウト (年金支払いに伴う積立金取り崩し) への対応	19 頁
(1) キャッシュアウト等対応ファンド	19 頁
(2) キャッシュアウトへの二つの対応方法	21 頁
(3) キャッシュアウトへの対応についての運用委員会における議論	22 頁
7. キャッシュアウトへの対応に係わる課題および問題点	23 頁
(1) 政策ベンチマークとのミスマッチ	23 頁
(2) リバランスの必要性	24 頁
(3) リバランスの規模	24 頁
(4) 有識者会議の基本的な考え方	26 頁
8. 各年度における資金の配分と資金の回収など	27 頁
9. 出口戦略についての参考事例	30 頁
10. まとめ	35 頁
(1) リバランスの実施についての対応方針 (出口戦略)	35 頁
(2) 出口戦略として明確にして置くべき事項	39 頁

1. はじめに

本年 2 月「公的年金、米インフラ投資」云々の一部報道から、衆議院の予算委員会において、政府が GPIF (年金積立金管理運用独立行政法人) に対して米インフラ投資を通じた経済協力を指示したのではないかとの疑念が審議の的になり、安倍首相が新聞も間違えると断じた経緯がある。

疑念の背景には、被保険者延いては国民の、年金積立金の管理や運用に対する、換言すると老後の生活に対する漠然とした不安があり、およそ不安は、説明不足が原因と思われることから、小職、平成 29 年 3 月 28 日付調査研究レポート「GPIF 改革成功のカギは、透明性の確保にあり」において、GPIF のインフラ投資についての説明不足について、論点の整理を試みた。

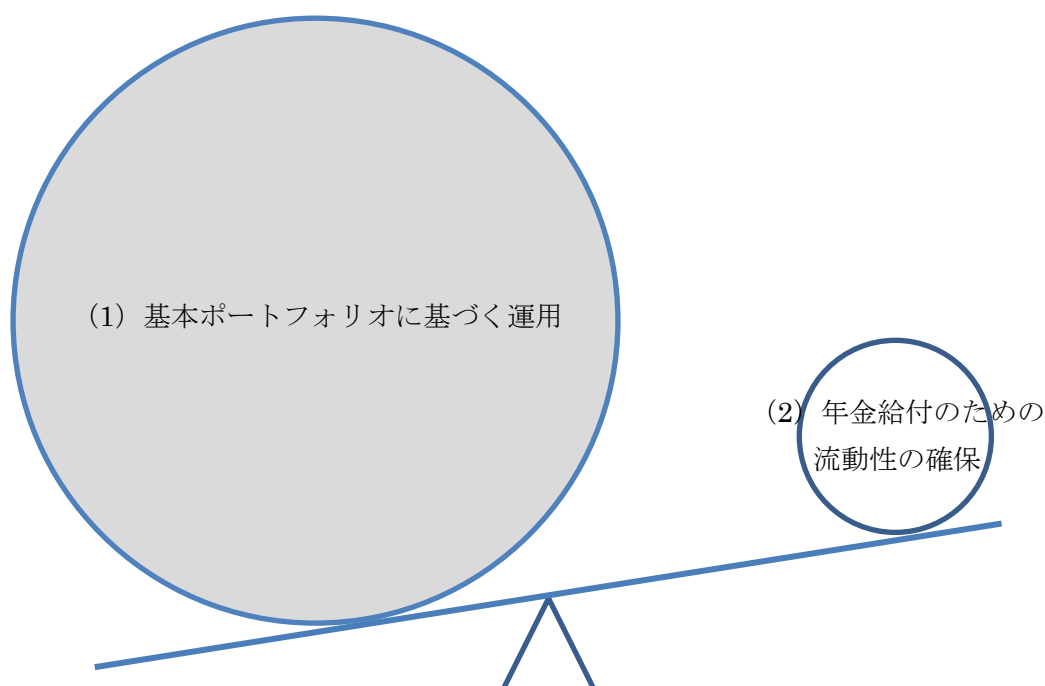
そして、本稿において、かかる漠然とした不安についての今一つの原因と考えられる「年金給付のための流動性の確保」に係わる説明不足について、論点の整理を試みることにする。

GPIF は、平成 26 年 10 月 31 日に第 2 期中期計画を変更し、その基本ポートフォリオにおける国内債券の組み入れ比率を、60%から 35%に引き下げ、国内株式および外国株式の組み入れ比率をともに、12%から 25%に引き上げた結果、運用資産額の短期的な変動は不可避となった。

おって、GPIF 理事長は、平成 27 年度の「業務概況書」に掲載のあいさつ文において「基本ポートフォリオの変更により、短期的な価格の変動は大きくなりましたが、長期的に必要な積立金を確保できないリスクは減少しています。私どもは、このことを国民の皆様にご理解いただけるよう説明し続けたいと思います。」としたが、いまだに「年金給付のための流動性の確保」について十分な説明は施されておらず、年金積立金の管理や運用に対する漠然とした不安は解消されていないと言わざるを得ないのではないだろうか。

GPIF は、そのホームページの「よくあるご質問」において、自らの役割を「(1) 基本ポートフォリオに基づく運用」および「(2) 年金給付のための流動性の確保」の二つに大別しているが、これまでの GPIF 改革についての議論は、専ら (1) のみの観点に終始していたと言っても過言ではない。

しかしながら、被保険者延いては国民に対して、どんなに「(1) 基本ポートフォリオに基づく運用」について説明を施したとしても、年金積立金の管理や運用に対する、換言すると老後の生活に対する漠然とした不安を解消することは出来ないことから、「(2) 年金給付のための流動性の確保」についても、説明を施す必要がある。



GPIF ホームページ「よくあるご質問」Q2 から抜粋（下線筆者）

1.当法人の役割

年金積立金管理運用独立行政法人（以下「当法人」という。）は、年金積立金管理運用独立行政法人法等の規定に基づき、厚生労働大臣から寄託を受けた年金積立金の管理及び運用を行います。そして、その収益を年金特別会計に納付することにより、厚生年金保険事業及び国民年金事業の運営の安定に資することを目的とし、次の役割を担っています。

(1) 基本ポートフォリオに基づく運用

当法人は、分散投資を基本として、長期的な観点からの債券・株式等による資産構成割合（ポートフォリオ）を定め、これを適切に管理します。

(2) 年金給付のための流動性の確保

年金財政の見通し及び収支状況を踏まえ、年金の支払い等に必要な流動性（現金等）を確保するとともに、効率的な現金管理を行います。

2. 国内債券を中心とするポートフォリオの見直し

平成 25 年 6 月 14 日に閣議決定された「日本再興戦略」に基づき、公的・準公的資金について、運用（分散投資の促進など）、リスク管理体制などのガバナンス、株式への長期投資におけるリターン向上のための方策などに係る横断的な課題について提言を得るために、経済再生担当大臣の下に設置された、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は、平成 25 年 11 月 20 日に取りまとめ公表した「報告書」において、デフレからの脱却を見据えた運用の見直しと題し「国内債券を中心とする現在の各資金のポートフォリオについては、デフレからの脱却を図り、適度なインフレ環境へと移行しつつある我が国経済の状況を踏まえれば、収益率を向上させ、金利リスクを抑制する観点から、見直しが必要である。」と、国内債券を中心とするポートフォリオの見直しを提言した。

その後「日本再興戦略」改訂 2014（平成 26 年 6 月 24 日閣議決定）が、「年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の基本ポートフォリオについて、財政検証結果を踏まえ、長期的な経済・運用環境の変化に即し、年金財政の長期的な健全性を確保するために、適切な見直しをできるだけ速やかに実施する。」と謳い、GPIF は、平成 26 年 10 月 31 日に至りプレスリリース文「年金積立金管理運用独立行政法人中期計画の変更について」を公表し、平成 27 年度から始まる第 3 期中期計画の策定を待つことなく、第 2 期中期計画における基本ポートフォリオを変更するとともに、同日から実施することとした。

(1) 基本ポートフォリオの変更について

厚生労働大臣は、独立行政法人通則法の規定に基づき GPIF が達成すべき業務運営に関する目標（中期目標）を定め、GPIF は、厚生労働大臣から指示があった目標を達成するための計画（中期計画）において、年金積立金の管理および運用における長期的な観点からの資産構成割合（基本ポートフォリオ）を策定しており、設立（平成 18 年 4 月）以来の変遷はつぎのとおりである。

おって、第 3 期中期計画（平成 27 年 4 月から平成 32 年 3 月まで）においては、平成 26 年 10 月 31 日から変更して実施の運びになった、第 2 期中期計画（平成 22 年 4 月から平成 27 年 3 月まで）における基本ポートフォリオと同じものを規定している。

第 1 期および第 2 期中期計画における基本ポートフォリオ（平成 25 年 6 月 6 日まで）

	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%	—

第 2 期中期計画における基本ポートフォリオ（平成 25 年 6 月 7 日から）

	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%	—

（注）平成 24 年 10 月の会計検査院報告書の所見において「暫定ポートフォリオが安全、効率的かつ確実かなどについて、中期目標期間中に定期的に検証することを検討する云々」との指摘されたことを受け、基本ポートフォリオの変更が必要との結論を得たもの。

第 2 期中期計画における基本ポートフォリオ（平成 26 年 10 月 31 日から）

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	
資産構成割合	35%	25%	15%	25%	
乖離許容幅	±10%	±9%	±4%	±8%	

（2）基本ポートフォリオ策定の前提条件

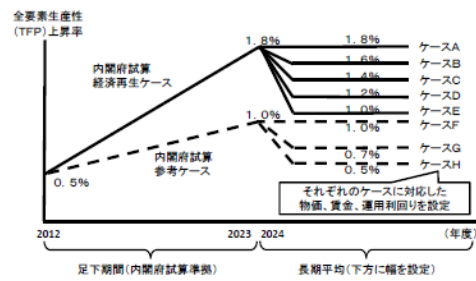
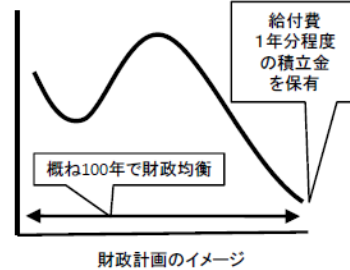
おって、GPIF は、基本ポートフォリオの変更について公表した、平成 26 年 10 月 31 日付プレスリリース文の中で、基本ポートフォリオ策定の前提条件について、つぎのように説明している。

留意すべきは「一定の積立金を保有しつつ概ね 100 年間で財政均衡を図る方式とし、財政均衡期間の終了時には給付費 1 年分程度の積立金を保有することとし、積立金を活用して後世代の給付に充てる云々」としている点である。

基本ポートフォリオ策定の前提条件(1)

(1) 財政検証

- 我が国の公的年金制度(厚生年金及び国民年金)は、現役世代の保険料負担で高齢者世代を支えるという世代間扶養の考え方を基本として運営されています。
- 一方、少子高齢化が進む中で、現役世代の保険料のみで年金給付を賄うこととすると、その負担が大きくなりすぎることから、一定の積立金を保有しつつ概ね100年間で財政均衡を図る方式とし、財政均衡期間の終了時には給付費1年分程度の積立金を保有することとし、積立金を活用して後世代の給付に充てるという財政計画が立てられています。
- 年金財政については、政府は少なくとも5年ごとに、財政の現況及び見通し(いわゆる「財政検証」)を作成し、その健全性を検証しなければならないこととされており、積立金の運用についても、基本ポートフォリオの策定に当たっては、この財政検証を勘案することとされています。
- 本年6月3日に公表された財政検証では、内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(平成26年1月)を参考にして、長期的な経済状況を見通す上で重要となる全要素生産性(TFP)上昇率(技術進歩等)を軸として幅広い複数のケースが設定されました。



3

基本ポートフォリオ策定の前提条件(2)

(2) 中期目標の変更

- 厚生労働大臣から示された変更後の中期目標では、運用目標等について、次のことが定められました。
- ① 財政の現況及び見通し(いわゆる「財政検証」)を踏まえ、保険給付に必要な流動性を確保しつつ、必要となる実質的な運用利回り(運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの。以下「実質的な運用リターン」といいます。)1.7%を最低限のリスクで確保すること。
- ② 基本ポートフォリオは、資産運用に関し一般に認められている専門的な知見や内外の経済動向を考慮して、フォワードルッキングなリスク分析を踏まえて長期的な観点から設定すること。
- ③ 名目賃金上昇率からの下振れリスクが全額国内債券運用の場合を超えないこと。株式等は想定よりも下振れ確率が高い場合があることも十分に考慮すること。予定された積立金額を下回る可能性の大きさを適切に評価するとともに、リスクシナリオ等による検証について、より踏み込んだ複数のシナリオで実施するなど一層の充実を行うこと。

4

(3) 積立金の想定運用期間と年金給付のための流動性の確保

さらに、GPIFは、プレスリリース文の中で、積立金の想定運用期間と年金給付のための流動性の確保について、つぎのとおり説明している。

留意すべきは「当面、財政検証で想定されている第3期中期計画期間（平成27～31年度）のキャッシュアウト見込額（経済中位ケースで約20兆円）について、GPIFが自家運用している財投債及びキャッシュアウト等対応ファンドの満期償還金・利金により概ね賄えるよう、キャッシュアウト等対応ファンドを積み増します。」としている点である。

すなわち、変更後の基本ポートフォリオに係わる想定運用期間を、平成51年度までの25年間とする旨を明らかにするとともに、年金給付のための流動性を確実に確保することは、年金受給者の安心のために極めて重要であるとし、平成27年度から平成31年度までの5年間に、約20兆円ものキャッシュアウトが必要になる見込みであることから、財投債およびキャッシュアウト等対応ファンドの満期償還金・利金により概ね賄えるように、キャッシュアウト等対応ファンドを積み増すとしたのである。

平成26年10月31日付プレスリリース文抜粋

積立金の想定運用期間と年金給付のための流動性の確保

(1) 想定運用期間

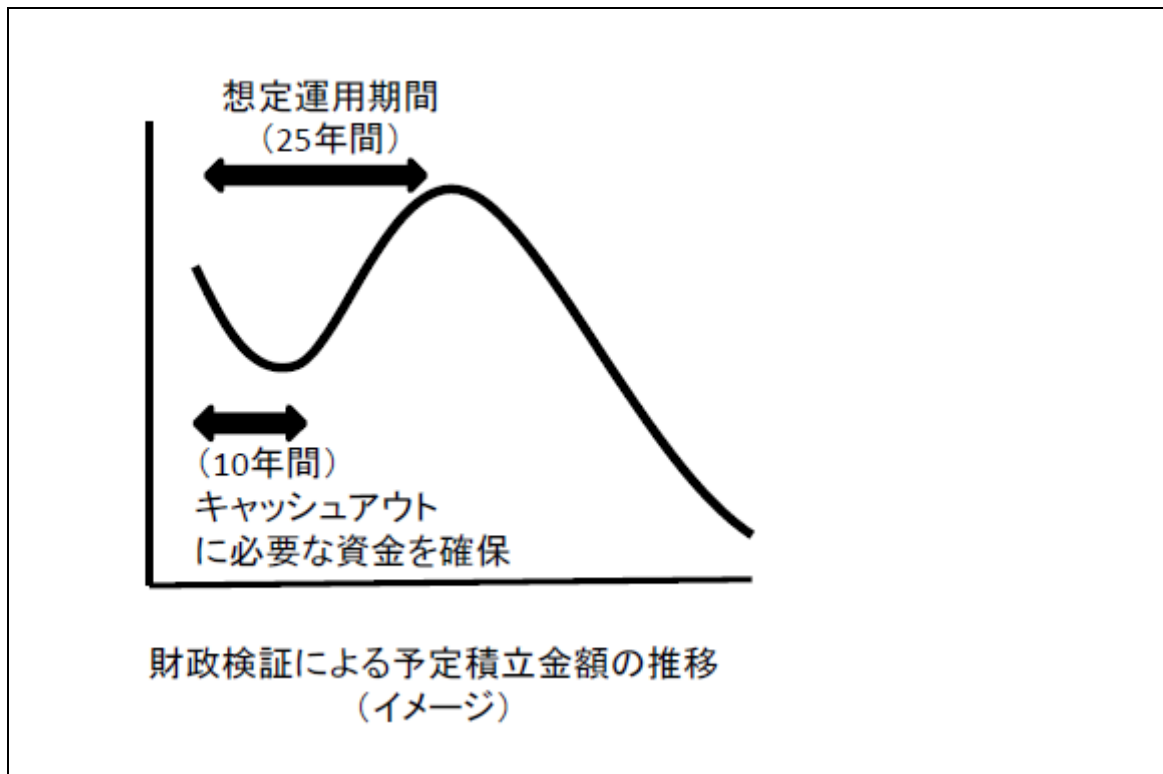
- 財政検証によれば、経済シナリオによって異なるものの、傾向的には、積立金の水準は、しばらく低下したのち、いったん上昇に転じ、概ね25年後に最も高くなった後、継続的に低下していきます。
- このため、想定運用期間については、継続的に積立金を取り崩していく局面では流動性の確保に重点を置く必要があるなど運用の条件が異なることから、積立金の水準が最も高くなり、継続的に低下が始まる前までの25年間としました。

(2) 年金給付のための流動性の確保

- 上記のとおり、今後10年程度は積立金を取り崩すこと（キャッシュアウト）が想定されています。この今後10年程度のキャッシュアウト局面において、確実にキャッシュアウト資金を確保することは、年金受給者の安心のために極めて重要です。
- このため、今回の基本ポートフォリオの見直しに合わせて、当面、財政検証で想定されている第3期中期計画期間（平成27～31年度）のキャッシュアウト見込額（経済中位ケースで約20兆円）について、GPIFが自家運用している財投債及びキャッシュアウト等対応ファンドの満期償還金・利金により概ね賄えるよう、キャッシュアウト等対応ファンドを積み増します。

6

財政検証による予定積立金額の推移（イメージ）を拡大すると、つぎのとおり。



3. 平成 26 年財政検証における積立度合の見通し（2つの山と谷）

公的年金制度は長期的な制度であるため、社会・経済の変化を踏まえ、財政の健全性を定期的に検証することが必要不可欠である。

厚生労働省は、法律の規定に基づき 5 年ごとに「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し」、いわゆる財政検証を実施しており、平成 26 年の財政検証については、平成 26 年 6 月 3 日開催の第 21 回社会保障審議会年金部会において、「平成 26 年財政検証結果」および「オプション試算結果」を発表するとともに、平成 27 年 9 月 28 日にその計算方法や結果の見方などについて詳しく解説した、「平成 26 年財政検証結果レポート」を公表した。

平成 26 年 6 月 3 日発表の「平成 26 年財政検証詳細結果（財政見通し等）」4 頁は、たとえば人口の出生および死亡が中位であり、経済がケース A（変動なし）である場合の、厚生年金の財政見通しとして、積立度合を、つぎの表－1 とおりとしている。

積立度合とは「前年度末の積立金が、当年度の基礎年金拠出金や給付費等の支出の何年分に相当するかを示しているもの」である（厚生労働省ホームページ「いっしょに検証！公的年金」用語集）。

おって、表－1 においては、平成 26 年財政検証における厚生年金の財政見通しと過去の見通しとの比較を試みたが、平成 26 年財政検証は、被用者年金一元化²を織り込

² 厚生年金と、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に分かれていた被用者の年金制度が、平成 27 年 10 月 1 日から厚生年金に統一された。

んでいる。

表ー1 厚生年金の財政見通し（出生中位、死亡中位、経済:ケース A）

年度	平成 26 年財政検証		平成 21 年財政検証		平成 16 年財政検証	
	積立金	積立度合	積立金	積立度合	積立金	積立度合
平成(西暦)	兆円		兆円		兆円	
17(2005)					163.9	5.2
18(2006)					161.1	5.0
19(2007)					157.8	4.8
20(2008)					153.1	4.5
21(2009)			144.4	4.1	149.2	4.3
22(2010)			141.1	3.9	145.3	4.2
23(2011)			141.7	3.8		
24(2012)			141.3	3.6		
25(2013)			138.3	3.5		
26(2014)	172.5	3.8	135.4	3.4		
	(145.9)	(3.7)				
27(2015)	168.7	3.6	132.5	3.3	137.3	3.9
	(142.8)	(3.6)				
28(2016)	162.8	3.5				
29(2017)	159.2	3.3				
30(2018)	157.1	3.3				
31(2019)	157.2	3.2				
32(2020)	157.3	3.2	140.6	3.6	141.8	4.2
37(2025)	163.4	3.5	158.5	4.3	153.1	4.7
42(2030)	183.8	4.2	181.0	5.2	164.9	5.2
52(2040)	212.6	5.1	207.5	6.0	165.8	5.2
62(2050)	208.4	5.4	197.3	6.0	136.7	4.5
72(2060)	188.2	5.3	170.8	5.7	104.2	3.8
82(2070)	156.8	4.9	133.1	5.0	76.6	3.2
92(9080)	120.3	4.3	93.1	4.1	52.1	2.4
102(2090)	83.6	3.5	58.8	3.1	31.7	1.7
112(2100)	49.3	2.4	28.0	1.8	16.6	1.0
117(2105)			13.2	1.0		
122(2110)	15.6	1.0				

(注) 平成 26 年財政検証の括弧内は旧厚生年金。

さらに、「平成 26 年財政検証結果レポート」は、第 3 章「国民年金・厚生年金の財政見通し」の第 7 節「平成 26 年財政検証結果」338 頁以降において、積立度合の見通しについて、つぎのように説明を施している。

さらに、積立金が支出の何年分に相当するかを表す積立度合の見通しを第 3-7-30 図で示している。

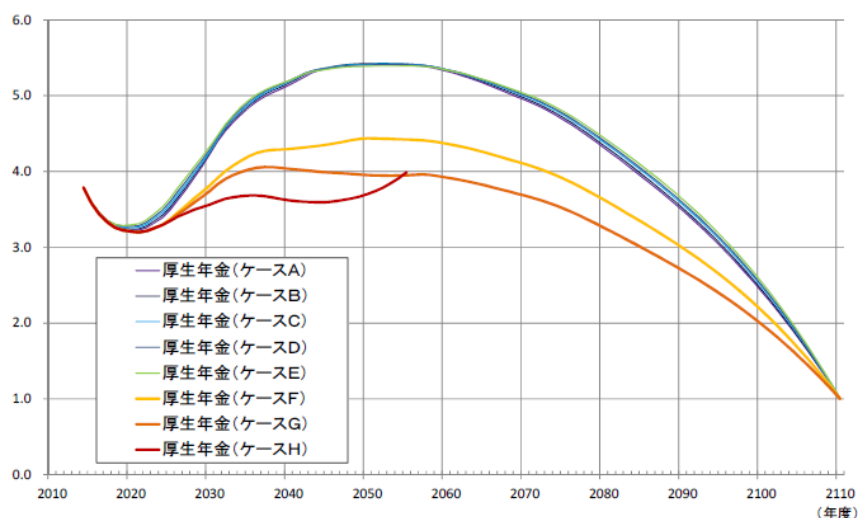
厚生年金、国民年金ともにケース A からケース E までの場合、ほぼ同様の推移となる見通しであり、足下の数年間程度は減少するものの、その後上昇に転じ、2040 年度から 2050 年度頃にかけて上昇を続けた後、最終年度に 1 となるように減少していく。

我が国は世界に先駆けて超高齢社会を迎えており、今後も 65 歳以上の高齢者数は 2040 年代まで増加が見込まれる一方、15～64 歳の生産年齢人口は減少し続ける見通しである。その結果、65 歳以上の高齢者が総人口に占める割合を示す高齢化率は上昇を続け、2050 年代以降は上昇のスピードは緩やかになるものの高止まりする見通しとなっている。

したがって、最も少子高齢化が進むと見込まれる 2050 年代以降、一定の給付水準を確保するため、それまでの間に積立金を積み増し、その後、その積立金を活用していくことを示している。

(略)

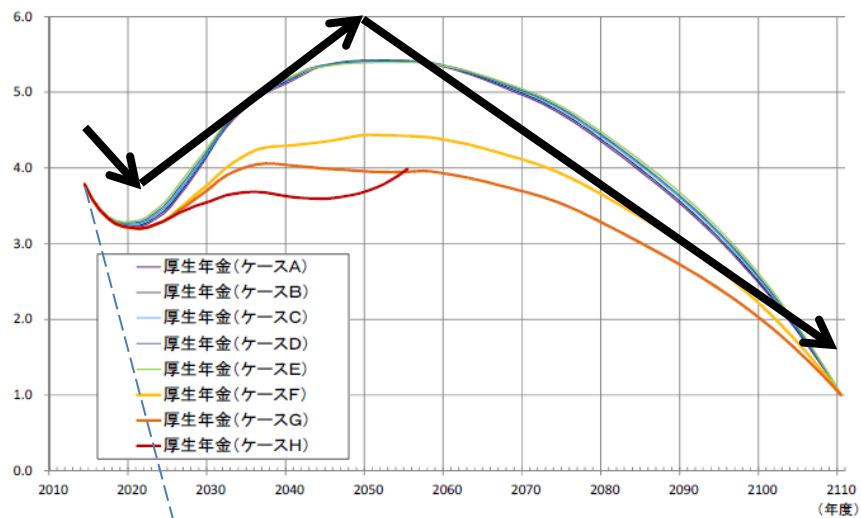
第 3-7-30 図 積立度合の見通し（人口：出生中位、死亡中位）
(1) 厚生年金



留意すべきは、上図に2つの「山」と2つの「谷」があり、足元が「下り」になっている点である。

GPIFは、かかる「平成26年財政検証結果レポート」の積立度合の見通し、すなわち上図足元の「下り」を踏まえ、第3期中期計画期間におけるキャッシュアウトの見込額を、約20兆円と推計したものと思われる。

第3-7-30図 積立度合の見通し（人口：出生中位、死亡中位）
(1) 厚生年金



3.8
(2014 年度)

3.2
(2020 年度)

(厚生労働省「平成26年財政検証結果レポート」筆者加工)

ちなみに、厚生労働省公表の「公的年金各制度の財政収支状況」（平成 7 年度から平成 26 年度）および「厚生年金・国民年金の平成 27 年度収支決算の概要」「平成 27 年度年金積立金の運用状況について」に基づいて、厚生年金勘定に係わる積立度合（時価ベースの前年度末積立金の当年度支出合計に対する倍率）の実績値について試算してみると、つぎのようになる。

表－2 の 1 厚生年金勘定に係わる積立度合実績値（筆者試算）

	年度末積立金		当年度支出合計	積立度合
	簿価ベース	時価ベース		
	億円	億円	億円	
平成 7 年度	1,118,111		307,949	
平成 8 年度	1,184,579		326,766	
平成 9 年度	1,257,560		258,739	
平成 10 年度	1,308,446		270,253	
平成 11 年度	1,347,988		279,271	
平成 12 年度	1,368,804		286,210	
平成 13 年度	1,373,934	1,345,967	292,818	
平成 14 年度	1,377,023	1,320,717	305,878	4.400
平成 15 年度	1,374,110	1,359,151	314,401	4.201
平成 16 年度	1,376,619	1,382,468	326,118	4.168
平成 17 年度	1,324,020	1,403,465	376,068	3.676
平成 18 年度	1,300,980	1,397,509	343,975	4.080
平成 19 年度	1,270,568	1,301,810	351,451	3.976
平成 20 年度	1,240,188	1,166,496	361,078	3.605
平成 21 年度	1,195,052	1,207,568	387,813	3.008
平成 22 年度	1,134,604	1,141,532	401,151	3.010
平成 23 年度	1,085,263	1,114,990	397,473	2.872
平成 24 年度	1,050,354	1,178,823	387,650	2.876
平成 25 年度	1,031,737	1,236,139	389,197	3.029
平成 26 年度	1,049,500	1,366,656	395,497	3.126
平成 27 年度	1,072,240	1,339,310	429,008	3.186

おって、厚生年金勘定および国民年金勘定の合計に係わる積立度合の実績値についての試算結果は、つぎのとおり。

表－２の２ 厚生年金勘定および国民年金勘定合計に係わる積立度合実績値（筆者試算）

	年度末積立金		当年度支出合計	積立度合
	簿価ベース	時価ベース		
	億円	億円	億円	
平成 7 年度	1,187,627		367,889	
平成 8 年度	1,263,072		385,957	
平成 9 年度	1,342,243		317,760	
平成 10 年度	1,398,065		329,601	
平成 11 年度	1,442,605		337,595	
平成 12 年度	1,467,012		344,571	
平成 13 年度	1,473,424	1,443,315	352,023	
平成 14 年度	1,476,132	1,415,415	364,587	3.959
平成 15 年度	1,472,722	1,456,311	372,578	3.799
平成 16 年度	1,473,610	1,479,619	383,534	3.797
平成 17 年度	1,415,534	1,500,231	438,313	3.376
平成 18 年度	1,388,640	1,491,337	404,333	3.710
平成 19 年度	1,353,260	1,386,485	410,773	3.631
平成 20 年度	1,317,108	1,238,381	419,422	3.306
平成 21 年度	1,269,874	1,282,647	441,411	2.806
平成 22 年度	1,211,937	1,218,926	445,809	2.877
平成 23 年度	1,162,581	1,194,015	443,871	2.746
平成 24 年度	1,123,143	1,260,269	439,594	2.716
平成 25 年度	1,102,683	1,320,631	438,215	2.876
平成 26 年度	1,121,465	1,459,323	440,215	3.000
平成 27 年度	1,145,473	1,427,079	470,197	3.104

４．資金計画における投資回収金収入の計上

上記のとおり、GPIFは、平成 26 年 10 月 31 日付プレスリリース文において、第 3 期中期計画期間のキャッシュアウトを、約 20 兆円と見込んだが、その後平成 27 年 4 月 2 日に公表の運びとなった「第 3 期中期計画」においては、平成 27 年度から平成 31 年度までの資金計画における資金収入の内訳として、投資回収金収入に、17 兆 7,031 億 31 百万円を計上するとともに、資産支出の内訳として、寄託金償還による支出に、9 兆 2,456 億 19 百万円、国庫納付金による支出に、8 兆 4,575 億 13 百万円、合計 17 兆 7,031 億 32 百万円を計上した。

おって、各年度計画の資金計画における投資回収金収入ほかは、以下のとおり。

第3期中期計画（平成27年度から31年度）の資金計画から抜粋（単位:百万円）

資金収入	資金支出	
投資回収金収入	寄託金償還による支出	国庫納付金による支出
17,703,131	9,245,619	8,457,513
	17,703,132	

平成27年度計画の資金計画から抜粋（単位:百万円）

資金収入	資金支出	
投資回収金収入	寄託金償還による支出	国庫納付金による支出
3,166,881	1,886,662	1,280,219
	3,166,881	

平成28年度計画の資金計画から抜粋（単位:百万円）

資金収入	資金支出	
投資回収金収入	寄託金償還による支出	国庫納付金による支出
2,646,643	1,361,487	1,285,156
	2,646,643	

平成29年度年度の資金計画から抜粋（単位:百万円）

資金収入	資金支出	
投資回収金収入	寄託金償還による支出	国庫納付金による支出
2,742,877	1,427,532	1,315,345
	2,742,877	

5. 平成27年度の計画と実績の差異

ところで、以上の計画に対する、投資回収収入金の実績はどうであろうか。

GPIFの平成27事業年度財務諸表キャッシュ・フロー計算書（法人全体）（詳細別紙1《参考資料》を参照）に投資回収金収入として、2,750億円の計上があり、平成27年度については、計画比、2兆8,918億81百万円の大幅なマイナスであった。

平成27年度の投資回収金収入（百万円）		
計画	実績	差異
3,166,881	275,000	マイナス 2,891,881

平成 27 年度において、実績が計画をかくも大幅に下回る結果になったおもな要因は、厚生年金勘定における「解散厚生年金基金等徴収金」の増加である。

GPIF は、例年 2 月ごろに翌年度の資金計画を策定するが（平成 26 年 7 月 24 日開催第 82 回運用委員会議事要旨より）、策定した計画と実績とが食い違ってしまうおもな要因としては、つぎの平成 26 年 11 月 12 日開催第 87 回運用委員会議事要旨抜粋（下線筆者）にあるとおり、好不況に伴う保険料収入の変動、および厚生年金基金の代行返上による臨時の収入である「解散厚生年金基金等徴収金」などを挙げることが出来る。

4. 議事要旨

（2）「平成 26 年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通し」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 キャッシュアウトに季節要因はあるのか。

事務局 偶数月に年金が支払われるので、キャッシュアウトは偶数月のみである。

厚生労働省 保険料収入が十分あれば、その分給付に回せるので、好景気だとキャッシュアウトをする必要はないが、デフレ下で保険料収入が少ないと、資金繰りという意味で、積立金からのキャッシュアウトが必要になってくる。

事務局 また、厚生年金基金の代行返上により臨時で入ってくるものも影響する。

「解散厚生年金基金等徴収金」とは、厚生年金基金が確定給付企業年金へ移行する際の代行返上³に伴う責任準備金相当額の徴収金であり、予めその増加を資金計画の策定段階で見積もることは困難である。

つぎの表-3 は、厚生労働省が「厚生年金・国民年金の平成 27 年度収支決算の概要」に掲載の年金特別会計厚生年金勘定の平成 27 年度収支決算の抜粋であるが、平成 27 年度の「解散厚生年金基金等徴収金」は、4 兆 6,647 億円であり、平成 26 年度から倍増し、2 兆 5,544 億円も増加している。

表-3 の 1 厚生年金勘定の平成 27 年度収支決算（単位:億円）

科目	26 年度決算額	27 年度決算額	差引増減額
(歳入)			
保険料収入	263,196	278,361	15,165
一般会計より受入	87,690	92,263	4,573
労働保険特別会計より受入	91	88	△3
基礎年金勘定より受入	6,748	6,777	28

³ 厚生年金基金の老齢厚生年金に係わる代行給付について、国にその支払い義務を返上し、上乗せ部分を確定給付企業年金に移行すること。確定給付企業年金法の施行（平成 14 年 4 月）により可能になった。

存続厚生年金基金等徴収金	41	44	2
解散厚生年金基金等徴収金	21,102	46,647	25,544
拠出金収入	549	232	△316
実施機関拠出金収入	—	23,570	23,570
存続組合等納付金	1,392	1,192	△199
運用収入	7	3	△3
積立金より受入	—	—	—
年金積立金管理運用独立行政法人納付金	30,000	—	△30,000
独立行政法人福祉医療機構納付金	2,084	2,385	300
独立行政法人地域医療機能推進機構納付金	143	—	△143
雑収入	85	76	△8
歳入合計	413,134	451,644	38,509
(歳出)			
保険給付費	231,500	232,733	1,233
日本私立学校振興・共済事業団負担金	—	0	0
存続厚生年金基金等給付費等負担金	1,535	1,663	128
実施機関保険給付費等交付金	—	23,830	23,830
基礎年金給付費等基礎年金勘定へ繰入	161,290	169,495	8,205
年金相談事業費等業務勘定へ繰入	1,121	1,218	96
諸支出金	49	66	16
予備費	—	—	—
歳出合計	395,497	429,008	33,510
歳入・歳出差引	17,636	22,635	4,999

(注) GPIF の平成 27 年度の投資回収金収入 2,750 億円は、すべてが国民年金勘定の国庫納付金であり、厚生年金勘定該当なし。

おって、年金特別会計厚生年金勘定の平成 27 年度暫定予算、および当初予算における「解散厚生年金基金等徴収金」の計上額は、つぎのとおりであり、見積もりが困難な実態を見て取ることが出来る（厚生労働省ホームページより）。

表－3 の 2 厚生年金勘定の平成 27 年度暫定予算、当初予算、決算（単位:億円）

科目	暫定予算	当初予算	27 年度決算額
(歳入)			
保険料収入	12	274,334	278,361
一般会計より受入	15,844	92,356	92,263

労働保険特別会計より受入	15	88	88
基礎年金勘定より受入	1,357	6,784	6,777
存続厚生年金基金等徴収金	—	45	44
解散厚生年金基金等徴収金	—	13,477	46,647
拠出金収入	78	233	232
実施機関拠出金収入	—	23,593	23,570
存続組合等納付金	209	1,194	1,192
運用収入	0	3	3
積立金より受入	15,620	15,620	—
年金積立金管理運用独立行政法人納付金	—	11,843	—
独立行政法人福祉医療機構納付金	—	1,650	2,385
独立行政法人地域医療機能推進機構納付金			—
雑収入	—	124	76
歳入合計	33,135	441,345	451,644
(歳出)			
保険給付費	40,571	243,424	232,733
日本私立学校振興・共済事業団負担金	—		0
存続厚生年金基金等給付費等負担金	—	2,104	1,663
実施機関保険給付費等交付金	—	23,854	23,830
基礎年金給付費等基礎年金勘定へ繰入	29,381	169,642	169,495
年金相談事業費等業務勘定へ繰入	40	1,218	1,218
諸支出金	3	134	66
予備費	—	970	—
歳出合計	69,995	441,345	429,008
歳入・歳出差引			22,635

さらに、代行返上が可能になった平成 14 年度以降の「解散厚生年金基金等徴収金」の推移を見てみると、つぎのとおりである。

表－4 解散厚生年金基金等徴収金の推移（単位:億円）

14 年度末	15 年度末	16 年度末	17 年度末	18 年度末
—	34,965	53,854	34,568	6,800
19 年度末	20 年度末	21 年度末	22 年度末	23 年度末
5,552	3,486	1,905	93	919
24 年度末	25 年度末	26 年度末	27 年度末	

1,264	1,449	21,102	46,647	
-------	-------	--------	--------	--

改めて GPIF の財務諸表（キャッシュ・フロー計算書）と、年金特別会計の厚生年金勘定および国民年金勘定の収支決算との対応関係を整理して見るとつぎのとおり。

図－1 GPIF 財務諸表と年金特別会計収支決算との対応関係

GPIF 財務諸表	年金特別会計収支決算
I 業務活動によるキャッシュ・フロー	(歳入)
資金運用に係る投資支出	保険料収入
人件費支出	一般会計より受入
その他業務支出	労働保険特別会計より受入
年金特別会計寄託金受入	基礎年金勘定より受入
年金特別会計寄託金償還（支出）	存続厚生年金基金等徴収金
投資回収金収入（収入）	解散厚生年金基金等徴収金
運用事業収入	拠出金収入
その他業務収入	実施機関拠出金収入
小計	存続組合等納付金
利息の支払額	運用収入
国庫納付金の支払額（支出）	積立金より受入
業務活動によるキャッシュ・フロー	年金積立金管理運用独立行政法人納付金
(略)	独立行政法人福祉医療機構納付金
	独立行政法人地域医療機能推進機構納付金
	雑収入
	(略)

特別会計予算	特別会計決算
解散厚生年金基金等徴収金	解散厚生年金基金等徴収金
積立金より受入（寄託金償還）	積立金より受入（寄託金償還）減額
投資回収金収入	投資回収金収入減額
GPIF 計画	GPIF 実績

厚生年金勘定において「解散厚生年金基金等徴収金」が予想以上の額に上った場合には、特別会計は、歳入としての「積立金より受入」を減額ないし見送ることになり、寄託金償還を減額ないし見送ることから、GPIFは、「投資回収金収入」を減額ないし見送ることになる。

なお、GPIFは、平成27年度において投資回収金収入の実績が、計画を大幅に下回る結果になったものの、上記のとおり、平成28年度の資金計画においては、2兆6,466億43百万円、平成29年度の資金計画においては、2兆7,428億77百万円の投資回収金収入を想定している。

おって、改正年金機能強化法の成立により、本年8月から、消費税率10%への引き上げを待たず、年金受給資格が納付25年から10年に短縮されることになったが、年金特別会計に及ぼす影響については定かでない。

6. キャッシュアウト（年金支払いに伴う積立金取り崩し）への対応

再三述べて来たとおり GPIFは、平成26年10月31日付のプレスリリース文の中で、年金給付のための流動性の確保について「当面、財政検証で想定されている第3期中期計画期間のキャッシュアウト見込額について、GPIFが自家運用している財投債及びキャッシュアウト等対応ファンドの満期償還金・利金により概ね賄えるよう、キャッシュアウト等対応ファンドを積み増します。」としたが、改めてキャッシュアウトへの対応について、論点を整理して見ることにする。

（1）キャッシュアウト等対応ファンド

GPIFは、平成23年度の「業務概況書」において、キャッシュアウト等対応ファンドの設立経緯について、つぎのように説明している。

3. キャッシュアウトへの対応

キャッシュアウトについては、これまで市場で売却することが不要な財投債の満期償還金・利金等を有効に活用した上で、それでもなお不足する分は、市場で運用する資産を売却することにより資金を確保してきました。

その際、市場への影響等を軽減するため、その時々々の市場動向を踏まえながら売却対象資産を選択するとともに、時期を分散して回収する等様々な工夫を行ってきました。

一方、財投債の残高が減少していく中、国内債券等を市場で売却して資金を確保する必要性が高まってきたことから、市場への影響等を考慮し、平成23年8月に、国内債券を満期まで保有するキャッシュアウト等対応ファンドを設置しました。これにより、キャッシュアウト等対応ファンドの満期償還金・利金をキャッシュアウト等に活用できることとなりました。

ただし、GPIF は、かかるキャッシュアウト等対応ファンドについては、財投債と同様の、金融商品に関する会計基準における、満期保有目的の債券ではなく、あくまでも売買目的有価証券として区分し、NOMURA- BPI⁴/ GPIF Customized をベンチマークとする、国内債券パッシブファンドの一環として位置付けている。

おって、財投債およびキャッシュアウト等対応ファンドの残高は、つぎのとおり推移している。

表ー5 財投債およびキャッシュアウト等対応ファンドの状況（単位:億円）

	18 年度末	19 年度末	20 年度末	21 年度末
財投債 a	295,525	285,794	250,888	205,756
2 年債	10,926	17,140	7,014	
5 年債	104,852	79,943	55,229	17,173
10 年債	170,774	179,740	179,674	179,613
20 年債	8,972	8,972	8,971	8,970
対応ファンド ^b				
計(a+b)	295,525	285,794	250,888	205,756
	22 年度末	23 年度末	24 年度末	25 年度末
財投債 a	182,067	134,342	106,757	81,232
2 年債				
5 年債	1,672			
10 年債	171,426	125,373	97,789	72,265
20 年債	8,969	8,969	8,968	8,967
対応ファンド ^b		100,107	199,295	162,231
計(a+b)	182,067	234,449	306,052	243,463
	26 年度末	27 年度末		
財投債 a	50,122	34,422		
2 年債				
5 年債				
10 年債	41,156	25,457		
20 年債	8,966	8,966		
対応ファンド ^b	259,828	213,870		
計(a+b)	309,950	248,292		

⁴ 野村証券金融工学研究センターが作成、発表している国内債券市場のベンチマーク。

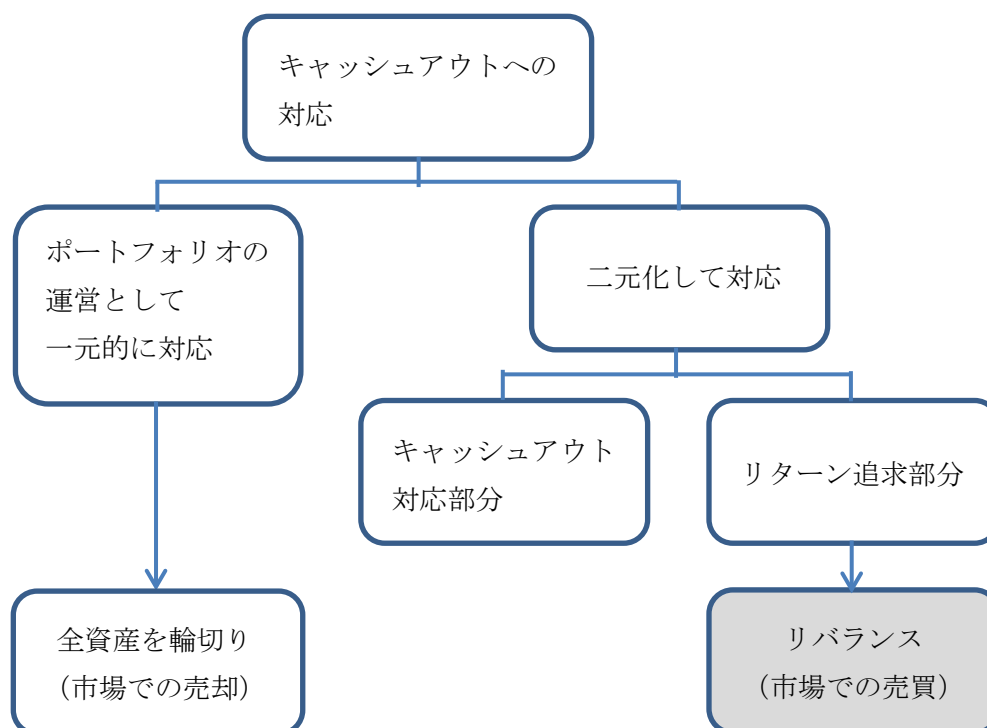
(2) キャッシュアウトへの二つの対応方法

たまたま、リバランス（資産構成割合からの乖離許容幅を超えたオーバーウェイトの資産について売却すること）で事足りる場合は別として、年金支払いに伴う積立金の取り崩し、すなわちキャッシュアウトへの対応としては、基本的につぎの二つの方法を想定することが出来る。

一つには、ポートフォリオの運営として一元的に対応する方法であり、全資産を輪切りにして、同時期に市場で売却する。

今一つは、ポートフォリオを、キャッシュアウト対応部分とリターン追求部分とに二元化して対応する方法である。

一元的に対応	二元化して対応	
全資産を輪切り	キャッシュアウト対応部分	リターン追求部分



言うまでもなく、一元的に対応した方が、投資効率は良いが、一元的に対応する場合には、当然ながら市場売却が前提であり、市場売却においては執行コストが発生し、売買委託手数料などの直接コストのほかに、マーケットインパクト（自分の売りが売り値の下落をもたらすこと）などが問題になる。

さらに、厚生労働大臣は、GPIFが達成すべき業務運営に関する目標（中期目標）の中で、つぎのとおり市場の価格形成などへの配慮を求めており、ポートフォリオの運営として一元的にキャッシュアウトに対応することは、容易でなく、非現実的である。

第3期中期目標（平成27年4月～平成32年3月）から抜粋

（3）年金給付のための流動性の確保

年金財政の見通し及び収支状況を踏まえ、年金給付等に必要な流動性（現金等）を確保すること。

その際、市場の価格形成等に配慮しつつ、円滑に資産の売却等を行い、不足なく確実に資金を確保するために必要な機能の強化を図ること。また、短期借入も活用できるようにすること。

したがって、GPIFは、執行コストの発生、あるいは市場の価格形成等に配慮しつつ、「当面、財政検証で想定されている第3期中期計画期間のキャッシュアウト見込額について、GPIFが自家運用している財投債及びキャッシュアウト等対応ファンドの満期償還金・利金により概ね賄えるよう、キャッシュアウト等対応ファンドを積み増します。」としたものと思われるが、これを以って、直ちに、GPIFが、言わば出口戦略として、意識的にポートフォリオを、キャッシュアウト対応部分とリターン追求部分とに二元化して対応することとしたと見做すことは早計である。

キャッシュアウトへの対応についてのこれまでの議論から推し量り、あくまでも実務ベースの苦肉の策であって、戦略と位置付けるには程遠い当面の措置と見做さざるを得ない。

（3）キャッシュアウトへの対応についての運用委員会における議論

平成21年1月26日に開催された第24回運用委員会において、事務局が、平成22年4月から平成27年3月までの第2期中期目標期間における基本ポートフォリオの構築に当たり、それまで使っていた平均分散法的な方法を大きく見直すかどうかについて検討するに際し、年金給付のためのキャッシュアウトの考慮として、ポートフォリオを、キャッシュアウト対応部分と、リターン追求部分とに二元化する対応について諮った経緯がある（詳細別紙3《参考資料》第24回運用委員会議事要旨抜粋を参照）。

結局のところ「運用の中で柔軟に対応していく方が現実的である」あるいは「実務的に運営していくことが適切ではないか」などの意見が大勢を占め「キャッシュアウト対応に関しては、当面は財投債の償還金を活用しながら時間をかけてというのが現実的である」との結論に至ったのである。

留意すべきは、平成21年当時の運用委員会の委員は、「ポートフォリオを二元的に組んだとしても、実際にはリターン追求部分でリバランスが生じるため、売却は常に避けられない」「実際にはリバランスが生じるため」と、キャッシュアウトへの対応に係わる課題や問題点の本質として、キャッシュアウトと運用の効率性とのトレードオフの関係を見抜き、一元的に対応する場合は固より、二元化して対応する場合におい

ても、リバランスの実施が必要であると認識していた点である。

7. キャッシュアウトへの対応に係わる課題および問題点

すでに述べてきたとおり、GPIFは、平成26年10月31日付プレスリリース文の中で「今回の基本ポートフォリオの見直しに合わせて、当面、財政検証で想定されている第3期中期計画期間（平成27～31年度）のキャッシュアウト見込額（経済中位ケースで約20兆円）について、GPIFが自家運用している財投債及びキャッシュアウト等対応ファンドの満期償還金・利金により概ね賄えるよう、キャッシュアウト等対応ファンドを積み増します。」としたが、キャッシュアウトへの対応には、つぎのような課題あるいは問題点がある。

（1）政策ベンチマークとのミスマッチ

GPIFが、キャッシュアウト等対応ファンドを創設した趣旨は、ポートフォリオの二元化、すなわち同ファンドを、キャッシュアウト対応部分とし、リターン追求部分から分離する趣旨ではなく、GPIFは、同ファンドを、あくまでも国内債券パッシブ運用の一環として位置付け、NOMURA・BPI/ GPIF Customized を評価ベンチマークとしている。

おつて、国内債券の評価ベンチマークが、NOMURA・BPI「除くABS」であるのに対し、キャッシュアウト等対応ファンドにおいてNOMURA・BPI/ GPIF Customizedを採用の所以は、NOMURA・BPI「除くABS」は、1年未満の債券を含まないことから、満期保有が前提であるキャッシュアウト等対応ファンドにはそぐわず、カスタマイズを余儀なくされたものである。

ここでの問題点は、政策ベンチマーク⁵と、かかるカスタマイズした評価ベンチマークとのミスマッチである。

キャッシュアウト等対応ファンドを創設した当時、平成23年6月20日に開催の第49回運用委員会の質疑応答において、GPIF事務局は「従来の国内債券のベンチマークとのデュレーション乖離やファンドの規模等から推計して、新たにファンドを作っても国内債券ポートフォリオに大きく影響するものではないものと考えている。」と回答の経緯があるが（詳細別紙3《参考資料》第49回運用委員会議事要旨抜粋を参照）、当時の基本ポートフォリオにおける国内債券の資産構成割合は67%であった。

しかしながら、GPIF改革として国内債券を中心とする基本ポートフォリオの見直しが実施され、国内債券の資産構成割合が、67%から35%にまで引き下げられた今日、改めて政策ベンチマークとカスタマイズした評価ベンチマークとのミスマッチの問題点について検証の必要があると思われる。

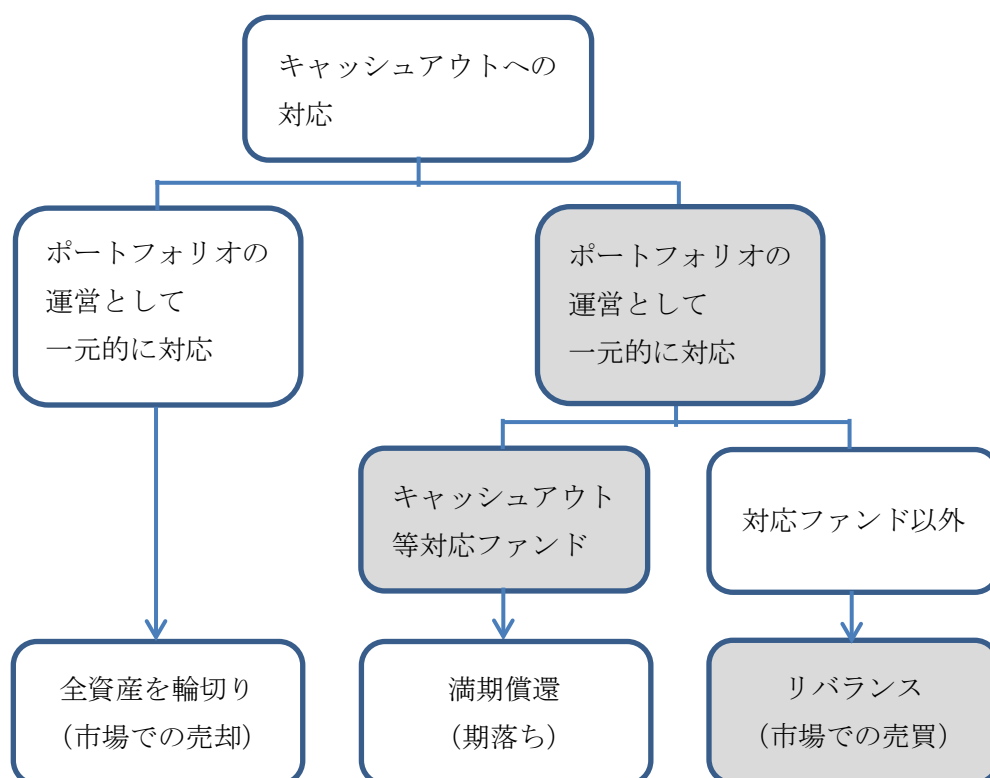
⁵ 基本ポートフォリオ策定時に使用した市場指標。

(2) リバランスの必要性

上記プレスリリース文の書き振りは、キャッシュアウト等対応ファンドに組み込んだ国内債券の満期償還、期落ちにより、あたかも事がすべて成就するがごとき誤解を招く恐れがある。

キャッシュアウト等対応ファンド満期償還によって事がすべて成就する訳ではなく、期落ちにより生ずることになる、ポートフォリオ全体としての資産構成割合の歪みの補正、すなわちキャッシュアウト等対応ファンド以外のリバランスの実施が、課題として残るのである。

ちなみに、平成 26 年 9 月 19 日に開催された第 84 回運用委員会における、第 3 期中期計画の基本ポートフォリオに関する質疑の中で、GPIF 事務局は、「キャッシュアウトが続いていけば、どんどん国内債券が減っていくのではないかということだと思うが、当然乖離許容幅も決まっているので、それに抵触するような場合には、他の資産から回収し、国内債券を増やす。」とリバランスの実施について言及している（詳細別紙 3《参考資料》第 84 回運用委員会議事要旨抜粋を参照）。

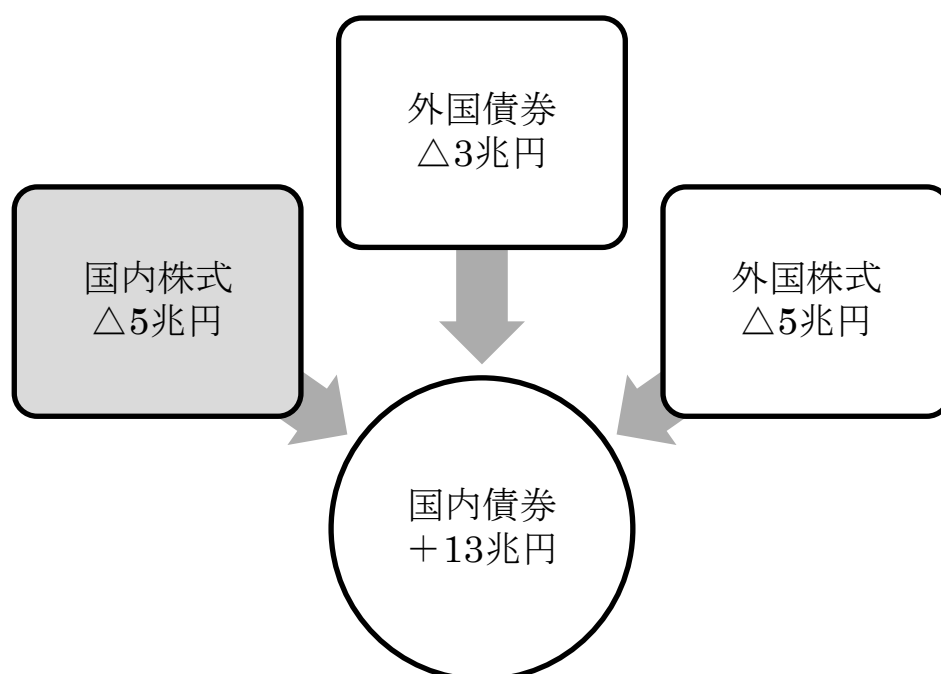


(3) リバランスの規模

ところで、資産構成割合の歪みを補正するためのリバランスの規模については、つぎの計算式によることになる。

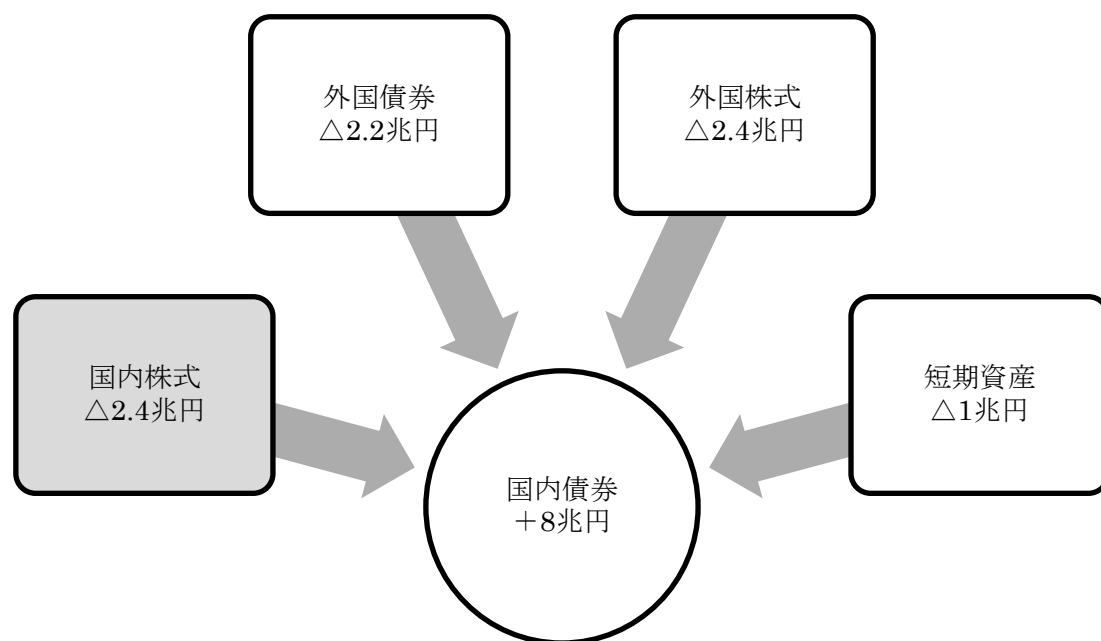
- 国内債券以外の3資産各々の売却額＝国内債券によるキャッシュアウトへの対応額
×国内債券以外の3資産各々の資産構成割合
- 国内債券の購入額＝国内債券によるキャッシュアウトへの対応額×（1－国内債券の
資産構成割合）

したがって、国内債券の満期償還金20兆円により年金給付のための流動性を確保し、かつ現行基本ポートフォリオの資産構成割合の“中心値”（国内債券35%、国内株式25%、外国債券15%、外国株式25%）を堅持するためには、国内株式および外国株式について各々5兆円を売却し、さらに外国債券を3兆円売却した上で、国内債券を13兆円購入する、リバランスを実施しなければならない計算になる。



固より基本ポートフォリオの資産構成割合には、一定の乖離許容幅があることから、その範囲内においてリバランスを回避することは可能ではあるが、リバランスを回避した場合には、ポートフォリオのリスク・リターン特性の変化から、運用の効率性が損なわれることになる。

ちなみに、平成26年10月31日の基本ポートフォリオが見直し以前の資産構成割合の“中心値”（国内債券60%、国内株式12%、外国債券11%、外国株式12%、短期資産5%）を用いた場合には、国内株式および外国株式について、各々2.4兆円を売却し、さらに外国債券を2.2兆円、短期資産を1兆円売却した上で、国内債券を8兆円購入する、リバランスを実施の計算になる。



すなわち、平成 26 年 10 月 31 日に基本ポートフォリオの資産構成割合を変更したことに伴い、たとえば国内株式についてのリバランスの規模は、2.4 兆円から 5 兆円に倍増したことになるのである。

したがって、GPIF は、被保険者延いては国民に対して、かかる基本ポートフォリオの見直しの影響について説明するとともに、リバランスを実施するのか、乖離許容幅を考慮しリバランスを回避するのか、実施するとした場合どのようにして実施するのかなど、然るべき対応方針を、あらかじめ出口戦略として明確にして置く必要があると思われる。

(4) 有識者会議の基本的な考え方

GPIF は、平成 26 年 10 月 31 日に、国内債券を中心とする基本ポートフォリオの見直しを実施したが、政府の公的・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の座長を務めた伊藤隆敏政策研究大学院大学教授は、かかる GPIF の見直し実施の前後に、有識者会議の基本的な考え方として、キャッシュアウトへの対応について発言の経緯がある。

たとえば、平成 26 年 10 月 21 日付日本経済新聞電子版は「伊藤隆敏氏、GPIF「90 兆円はリターンが国債より高いものに投資を」と題して、「伊藤隆敏・政策研究大学院大教授は 21 日午後、日本記者クラブで記者会見した。120 兆円を超す公的年金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）について「今後 10 年間で 32 兆円程度と予想されるキャッシュアウト（年金支払いに伴う積立金取り崩し）部分をいかに稼ぐかが腕の見せどころだ」と述べた。そのうえでキャッシュアウト部分へは保有す

る国債を充て、「残りの 90 兆円は 10 年超の運用を前提に、リターンが国債よりも高くなるものに投資するのが望ましいポートフォリオ」との見解を示した。」云々と、報じている。

また、公益財団法人資本市場研究会発行の「月刊資本市場」2015 年 1 月号 (No.353) は、つぎのとおり「金融・資本市場の成長戦略：GPIF 改革の進展と残された課題」と題する、伊藤教授の平成 26 年 12 月 3 日開催同研究会主催時事懇談会における講演の記録を掲載している（下線筆者）。

(36 頁)

これらの話を勘案して、有識者会議の基本的な考え方としては、これから比較的予測確度の高い 10 年の間に予想されるキャッシュアウト、つまり年金財政に返却する資金は国債でもっていいとしています。これは 1 年で予想されるキャッシュアウトは 1 年債、2 年目のものは 2 年債という形で、それぞれ年限の合った国債で持つという意味です。それが合計で 30 兆円として、残り 100 兆円は 10 年を超える運用、つまり、長期保有を前提としたポートフォリオを組んではどうかと思います。10 年間持ち続ければ、確実に債券よりも高い利回りを取れるものが存在します。そこに分散投資するのです。こうしたことを提起したわけで、おおよそ提言に沿った形に、新ポートフォリオはなっています。

(略)

さすがに政府の有識者会議は、「(1) 基本ポートフォリオに基づく運用」のみならず、「(2) 年金給付のための流動性の確保」についても議論を尽くし、キャッシュアウトへの対応として、キャッシュフロー・マッチング⁶を志向し、ポートフォリオの二元化について提言の趣旨かと思いきや、国債満期償還後のリバランスの必要性についてはまったく言及しておらず、国債中心の運用の見直しを主張したに止まる。

政治主導による事業展開においては、往々にして“いじりはするが、仕上げない”の無責任の連鎖が問題になるが、政府の公的・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における議論もまた、かかる轍を踏む恐れがある。

それ故に GPIF は、政治主導による事業展開の限界、取り分け“仕上げない”リスクを見極め「(2) 年金給付のための流動性の確保」についても議論を尽くし、被保険者延いては国民に対する説明責任を十二分に果たす必要があると思われる。

8. 各年度における資金の配分と資金の回収など

以下に、各年度における資産構成割合変更のための資金の配分と資金の回収、および寄託金償還などについて、概観して見る。

⁶ 資産と負債の将来のキャッシュフローを揃えること。

表－6 の 1 各年度における資金配分および資金回収（単位:億円）

	平成 18 年度			平成 19 年度		
	配分額	回収額	差額	配分額	回収額	差額
国内債券	84,054	0	+84,054	110,281	0	+110,281
市場運用						
財投債						
国内株式	0	0	0	570	0	+570
外国債券	7,180	0	+7,180	6,430	0	+6,430
外国株式	0	0	0	4,460	0	+4,460
短期資産	25,449	19,961	+5,488	9,777	5,762	+4,015
合計	116,683	19,961	+96,722	131,518	5,762	+125,756

	平成 18 年度	平成 19 年度
寄託金償還等		

	平成 20 年度			平成 21 年度		
	配分額	回収額	差額	配分額	回収額	差額
国内債券	40,744	0	+40,744	0	55,244	△55,244
市場運用				0	7,200	△7,200
財投債				—	48,044	△48,044
国内株式	26,716	0	+26,716	0	0	0
外国債券	9,707	0	+9,707	0	0	0
外国株式	30,336	0	+30,336	0	0	0
短期資産	10,553	5,266	+5,287			
合計	118,056	5,266	+112,790	0	55,244	△55,244

	平成 20 年度	平成 21 年度
寄託金償還等		39,467

（注 1）財投債の回収額は、満期償還金および利金。

（注 2）寄託金償還等は、寄託金の償還および財政融資資金借入金償還・利払いから、新規寄託金を差し引いた額。寄託金の受入れおよび償還などの明細については、別紙 2 《参考資料》に掲載。

表-6 の 2 各年度における資金配分および資金回収（単位:億円）

	平成 22 年度			平成 23 年度		
	配分額	回収額	差額	配分額	回収額	差額
国内債券	0	70,067	△70,067	0	74,637	△74,637
市場運用	0	43,685	△43,685	0	24,628	△24,628
キャッシュアウト対応ファンド*				0	1,264	△1,264
財投債	—	26,382	△26,382	—	50,009	△50,009
国内株式	0	0		0	0	0
外国債券	0	0		0	0	0
外国株式	0	4,050	△4,050	0	801	△801
合計	0	74,117	△74,117	0	75,438	△75,438

	平成 22 年度	平成 23 年度
寄託金償還等	61,983	52,901

	平成 24 年度			平成 25 年度		
	配分額	回収額	差額	配分額	回収額	差額
国内債券	13,354	70,123	△56,769	0	48,165	△48,165
市場運用	13,354	40,765	△27,411	0	21,118	△21,118
キャッシュアウト対応ファンド*	0	13,941	△13,941	0	21,118	△21,118
財投債	—	29,358	△29,358	—	27,047	△27,047
国内株式	477	191	+286	3,418	0	+3,418
外国債券	377	0	+377	2,246	0	+2,246
外国株式	492	307	+185	3,088	0	+3,088
合計	14,700	70,621	△55,921	8,752	48,165	△39,413

	平成 24 年度	平成 25 年度
寄託金償還等	43,438	40,842

（注 1）キャッシュアウト等対応ファンドの回収額は、満期償還金および利金など。

（注 2）財投債の回収額は、満期償還金および利金。

（注 3）寄託金償還等は、寄託金償還、年金特別会計への納付金および財政融資資金借入金償還・利払いから、新規寄託金を差し引いた額。

表－6 の 3 各年度における資金配分および資金回収（単位:億円）

	平成 26 年度			平成 27 年度		
	配分額	回収額	差額	配分額	回収額	差額
国内債券			Δ151,914			Δ59,869
市場運用						
キャッシュアウト対応ファンド*						
財投債	非公表			非公表		
国内株式			+39,185			+24,000
外国債券			+22,270			+14,213
外国株式			+55,598			+42,424
合計			Δ34,161			+20,768

	平成 26 年度	平成 27 年度
寄託金償還等	43,658	マイナス 26,155

（注 1）寄託金償還等は、寄託金償還、年金特別会計への納付金および財政融資資金借入金償還・利払いから、新規寄託金を差し引いた額（平成 27 年度の場合、寄託金償還が無く、年金特別会計への納付金が 2,750 億円、新規寄託金が約 2 兆 8,905 億円であったことから、マイナス約 2 兆 6,155 億円）。

GPIF が設立された平成 18 年度から平成 27 年度まで各年度における資産構成割合変更のための資金の配分と資金の回収（リバランス）、新規寄託金および寄託金償還などに係る資金移動については、以上のとおりであり、たとえば、国内株式からの資金の回収は、平成 24 年度の 1 度限りであって、しかもその額は、191 億円に止まる。

したがって、キャッシュアウトへの対応に伴うリバランスとして、仮にも、国内株式から 5 兆円もの規模の資金を回収することになった場合には、まったく経験がなく、その額は“未曾有”であることから、売却に伴う執行コスト、あるいは市場への影響などを推し量ることは到底できない。

かかる規模の売却が不可避の場合には、先ず以て売却についての基本方針を、言わば出口戦略として策定し、逸早く国民あるいは市場関係者などに指し示すことにより、無用な混乱を招くことが無いよう十二分に配慮の必要がある。

9. 出口戦略についての参考事例

先ごろ 3 月 15 日、米連邦準備制度理事会（FRB）が、政策金利を引き上げた。

2008 年末から続いたゼロ金利政策を、2015 年 12 月に 9 年半ぶりの利上げにより解除し、年 1 回のペースで 2016 年 12 月に追加の利上げを実施して後、3 カ月ぶりの利

上げであるが、FRB のイエレン議長は、記者会見において「不意打ちにはならなかったはずだ」と述べたと報道されている（2017 年 3 月 16 日付ウォールストリートジャーナル）。

事ほど左様に、米連邦準備制度理事会（FRB）は、国民あるいは市場関係者に対する説明責任、言わば“対話”に意を用いており、リーマンショック直後の 2008 年末以降実施して来た大規模な金融緩和政策について、その出口戦略を明らかにすべく、2014 年 9 月に「政策正常化の原則と計画（Policy Normalization Principles and Plans）」と題する、つぎのペーパーを公表し、今日の金融政策の基礎となる基本方針として、政策金利であるフェデラル・ファンド（FF）金利の誘導目標の引き上げ、および保有する証券の残高削減について明示した経緯がある。

Policy Normalization Principles and Plans 抜粋（意訳、下線筆者）

●The Committee will determine the timing and pace of policy normalization--meaning steps to raise the federal funds rate and other short-term interest rates to more normal levels and to reduce the Federal Reserve's securities holdings--so as to promote its statutory mandate of maximum employment and price stability.

（委員会は、最大限の雇用と物価安定についての法定の付託を推進するために政策正常化の時期とペースを決定する。フェデラル・ファンド金利やその他の短期金利をより正常な水準に引き上げ、連邦準備制度の証券保有高を削減する措置を意味する。）

○ When economic conditions and the economic outlook warrant a less accommodative monetary policy, the Committee will raise its target range for the federal funds rate.

（経済状況や景気見通しから、緩和的な金融政策を弱めることが当然となった場合、委員会はフェデラル・ファンド金利の目標範囲を引き上げる。）

○During normalization, the Federal Reserve intends to move the federal funds rate into the target range set by the FOMC primarily by adjusting the interest rate it pays on excess reserve balances.

（正常化において、連邦準備制度は、おもに過剰な準備預金に支払う金利を調整することにより、フェデラル・ファンド金利を、FOMC が設定した目標範囲に誘導する。）

○During normalization, the Federal Reserve intends to use an overnight reverse repurchase agreement facility and other supplementary tools as needed to help control the federal funds rate. The Committee will use an overnight reverse repurchase agreement facility only to the extent necessary and will phase it out when it is no longer needed to help control the federal funds rate.

（正常化において、連邦準備制度は、フェデラル・ファンド金利をコントロールするために、必要に応じオーバーナイト・リバース・レポ契約とその他の補足的なツール

を利用する。委員会は、必要な範囲でのみ、オーバーナイト・リバース・レポ契約を行い、フェデラル・ファンド金利をコントロールするために必要がなくなったら段階的に廃止する。)

●The Committee intends to reduce the Federal Reserve's securities holdings in a gradual and predictable manner primarily by ceasing to reinvest repayments of principal on securities held in the SOMA.

(委員会は、おもに、制度公開市場勘定の保有証券の元本返済への再投資を中止することにより、連邦準備制度の保有証券を段階的かつ予測可能な形で削減する。)

○The Committee expects to cease or commence phasing out reinvestments after it begins increasing the target range for the federal funds rate; the timing will depend on how economic and financial conditions and the economic outlook evolve.

(委員会は、フェデラル・ファンド金利の目標範囲の引き上げを開始した後、再投資の中止または段階的な削減の開始を想定している。タイミングは、経済的および財政的状况と経済見通しがどのように展開するかによって決まる。)

○The Committee currently does not anticipate selling agency mortgage-backed securities as part of the normalization process, although limited sales might be warranted in the longer run to reduce or eliminate residual holdings. The timing and pace of any sales would be communicated to the public in advance.

(委員会は、現在は、正常化プロセスの一環として政府機関が保証・発行した不動産(モーゲージ)担保证券の売却を見込まないが、長期的には、残高を削減または削除するため限定された売却が是認される可能性がある。売却のタイミングとペースは、事前に一般に公表される。)

●The Committee intends that the Federal Reserve will, in the longer run, hold no more securities than necessary to implement monetary policy efficiently and effectively, and that it will hold primarily Treasury securities, thereby minimizing the effect of Federal Reserve holdings on the allocation of credit across sectors of the economy.

(委員会は、連邦準備制度が、長期的には金融政策を効率的かつ効果的に実施するために必要以上の有価証券を保有せず、しかもおもに財務省証券を保有し、それによって経済各部門にまたがる信用配分に対する連邦準備制度の保有高の影響を、最小限に抑える。)

●The Committee is prepared to adjust the details of its approach to policy normalization in light of economic and financial developments.

(委員会は、経済金融情勢を考慮して、政策の正常化への取り組みの詳細を調整する用意がある。)

ここで留意すべきは、かかる「政策正常化の原則と計画」は、FRB が、2011 年 6 月の FOMC において合意した、つぎの「出口戦略の原則 (Exit Strategy Principles)」

の修正版である点である。

FOMC Minutes, June 21-22, 2011 抜粋（意識、下線筆者）

●The Committee will determine the timing and pace of policy normalization to promote its statutory mandate of maximum employment and price stability.

●**To begin the process of policy normalization, the Committee will likely first cease reinvesting some or all payments of principal on the securities holdings in the SOMA.**

（政策正常化のプロセスを開始するために、委員会は、最初に、制度公開市場勘定の保有証券の一部あるいはすべての元本の支払いへの再投資を中止する可能性が高い。）

●At the same time or sometime thereafter, the Committee will modify its forward guidance on the path of the federal funds rate and will initiate temporary reserve-draining operations aimed at supporting the implementation of increases in the federal funds rate when appropriate.

●**When economic conditions warrant, the Committee's next step in the process of policy normalization will be to begin raising its target for the federal funds rate, and from that point on, changing the level or range of the federal funds rate target will be the primary means of adjusting the stance of monetary policy.** During the normalization process, adjustments to the interest rate on excess reserves and to the level of reserves in the banking system will be used to bring the funds rate toward its target.

（経済情勢が是認するならば、政策正常化のプロセスにおける、委員会のつぎのステップは、フェデラル・ファンド・レートの目標を引き上げ始めることであり、その時点から、フェデラル・ファンド・レートの目標のレベルまたは範囲を変更することが、金融政策のスタンスを調整するおもな手段となる。）

●Sales of agency securities from the SOMA will likely commence sometime after the first increase in the target for the federal funds rate. The timing and pace of sales will be communicated to the public in advance; that pace is anticipated to be relatively gradual and steady, but it could be adjusted up or down in response to material changes in the economic outlook or financial conditions.

（制度公開市場勘定からの政府機関証券の売却は、恐らくフェデラル・ファンド・レートの目標の最初の引き上げ後、いつか始まるだろう。）

●Once sales begin, the pace of sales is expected to be aimed at eliminating the SOMA's holdings of agency securities over a period of three to five years, thereby minimizing the extent to which the SOMA portfolio might affect the allocation of credit across sectors of the economy. Sales at this pace would be expected to normalize the size of the SOMA securities portfolio over a period of two to three years. In particular, the size of the securities portfolio and the associated quantity of bank reserves are expected to be

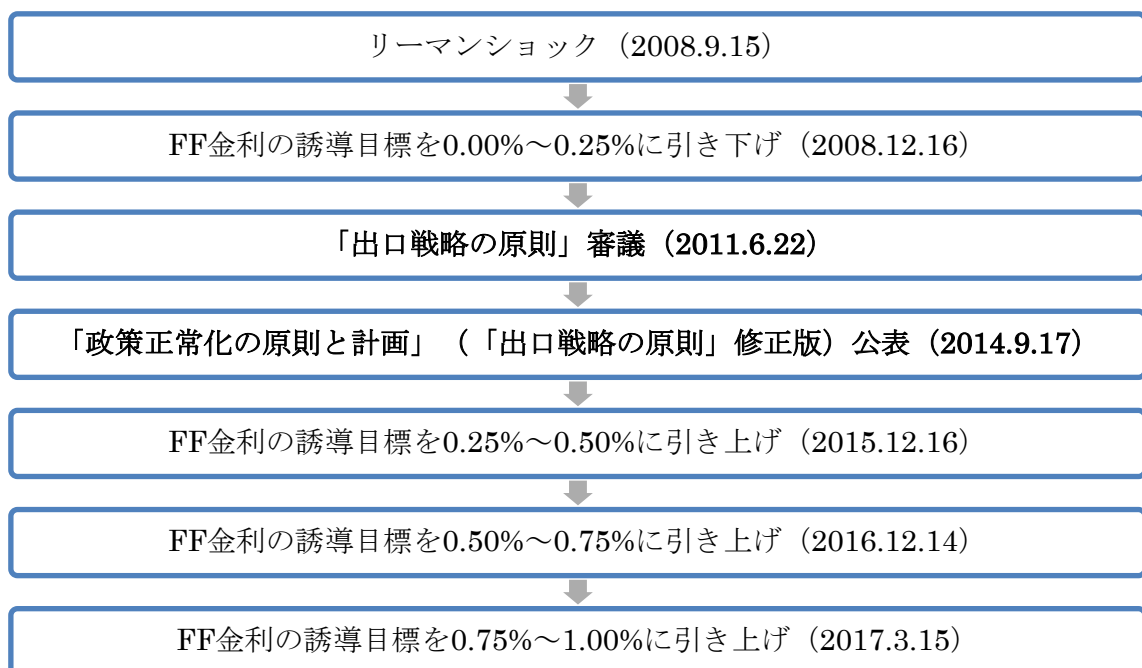
reduced to the smallest levels that would be consistent with the efficient implementation of monetary policy.

●The Committee is prepared to make adjustments to its exit strategy if necessary in light of economic and financial developments.

2011 年 6 月の「出口戦略の原則」から、2014 年 9 月の「政策正常化の原則と計画」への、おもな変更点は、つぎのとおりである。

2011 年版の出口戦略においては、保有証券の償還再投資中止を最優先課題としたが、2014 年版の出口戦略においては、金利目標範囲の引き上げ開始後、償還再投資中止の方針を変更したのであり、かかる大胆かつ臨機応変な方針の変更に、アメリカ社会が持つ“復元力”を垣間見る思いがする。

おもな変更点	2011 年版	2014 年版
最優先課題	保有証券の再投資中止	金利目標の引き上げ
政府機関証券	売却方針	売却見送り
リバース・レポ	想定外	必要に応じ利用



一方、わが国において日本銀行は、大規模な金融緩和政策からの出口戦略について、未だに明らかにしていない。

たとえば、平成 28 年 9 月 30 日に開催された衆議院予算委員会において、出口戦略

について問われた日本銀行の黒田総裁は、つぎのとおり「こういう出口があるとか言うことは、かえって市場を混乱させるという意味で時期尚早ではないかというふうに思っております」と答弁している。

衆議院会議録第 192 回国会予算委員会第 2 号 (平成 28 年 9 月 30 日) 抜粋 (下線太字筆者)

○黒田参考人 一つ御指摘の点につきまして申し述べさせていただきますと、確かに、量的緩和を拡大している過程で日本銀行の利益は拡大しますので、他方で、それがいずれ何らかの形でテーパリングなりなんなりになってくれば、当然利益は縮小するわけです。そういった日本銀行の利益が大きく変動するのを避けるために引き当てをするということを始めただけでございます。

そこで、出口の問題につきましては、委員御指摘の点は私どももよく認識しておりまして、部内ではいろいろな議論はもちろんしておりますけれども、御案内のとおり、FRB の場合も、かなり早くに出口のことを言ったところ、実際の今やろうとしている、あるいはやりつつある出口のやり方と全く違うことを言っていたんですね。

ですから、結果的に、本当に出口に差ししかかったときに出口の議論をするというのは当然なんですけれども、まだ出口まで行っていないときに、そのときに、実際に出口に出る時の経済とか物価とかあるいは金融情勢というものを踏まえて一番適切な出口政策をとるということでありまして、そういう状況になっていないときに時期尚早に、こういう出口があるとか言うことは、かえって市場を混乱させるという意味で時期尚早ではないかというふうに思っております。

何れが、正解か。

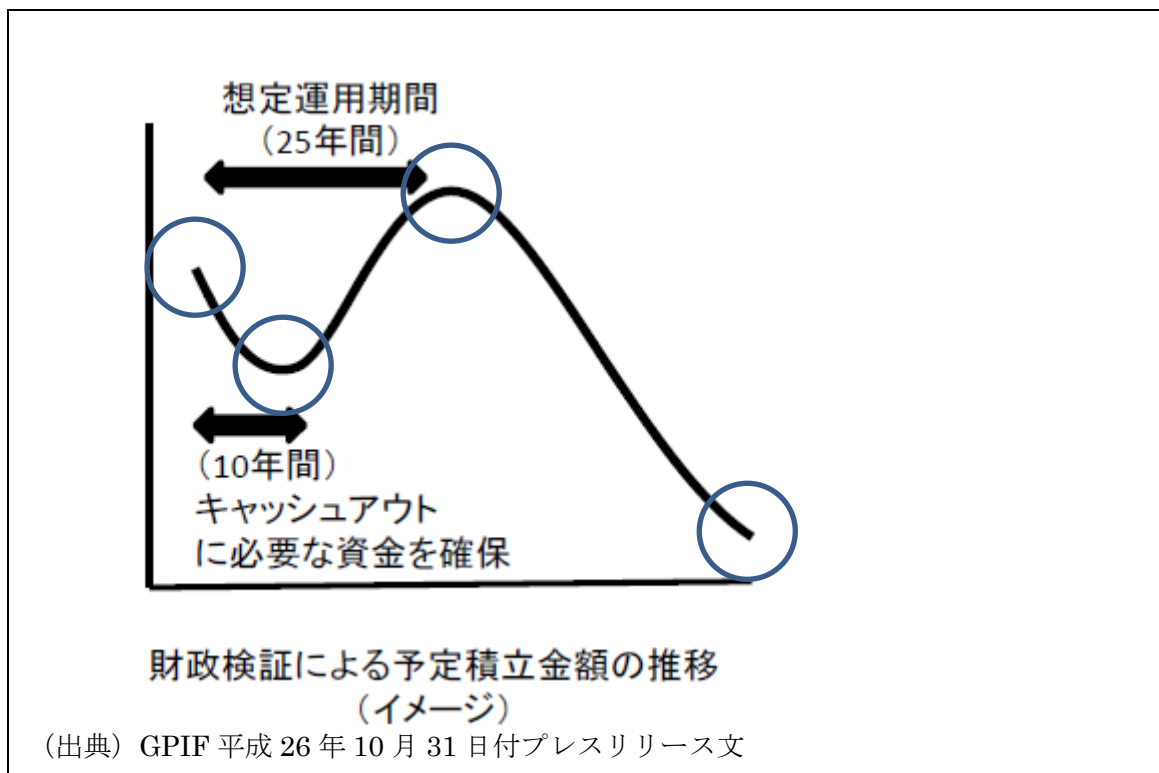
小職は、市場の混乱を回避するためには、何よりも国民あるいは市場関係者に対して説明責任を果たそうとする姿勢こそが重要であるとの認識から、専ら正確性を期することに拘り未だ以て出口戦略を明らかにしていない日本銀行よりも、FRB の対応の方が、ベターであるように思われる。

そして、かかる金融緩和政策からの出口戦略についての議論は、延いては年金給付のための流動性の確保すなわちキャッシュアウトへの対応に係わる、年金積立金の出口戦略についても、当てはまるものと考える。

10. まとめ

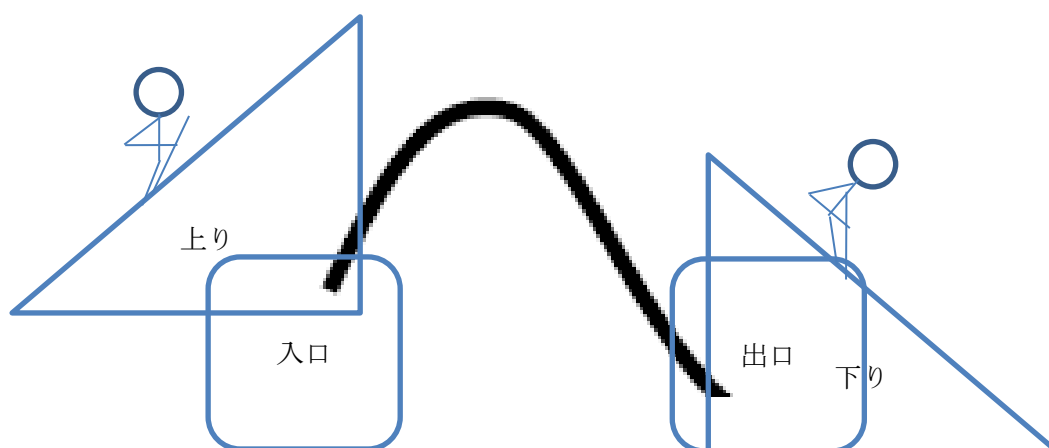
(1) リバランスの実施についての対応方針 (出口戦略)

厚生労働省は、「平成 26 年財政計算結果レポート」の第 3 章「国民年金・厚生年金の財政見通し」において、二つの「山」と、二つ「谷」を示しており、足元は、最初の「下り」に差し掛かっている。



(1) 基本ポートフォリオに基づく運用

(2) 年金給付のための流動性の確保



そして GPIF は、ホームページにおいて自らの役割を「(1) 基本ポートフォリオに基づく運用」および「(2) 年金給付のための流動性の確保」の二つに大別しているが、前者は、言わば「山」への「上り」「入口」に係わる取り組み、後者は、「谷」への「下り」「出口」に係わる取り組みと見做すことが出来る。

ところで、GPIF 改革についてのこれまでの議論は、基本ポートフォリオの見直しな

ど専ら「上り」についての議論に終始し、「下り」についての議論が疎かになっていったのではないのではないだろうか。

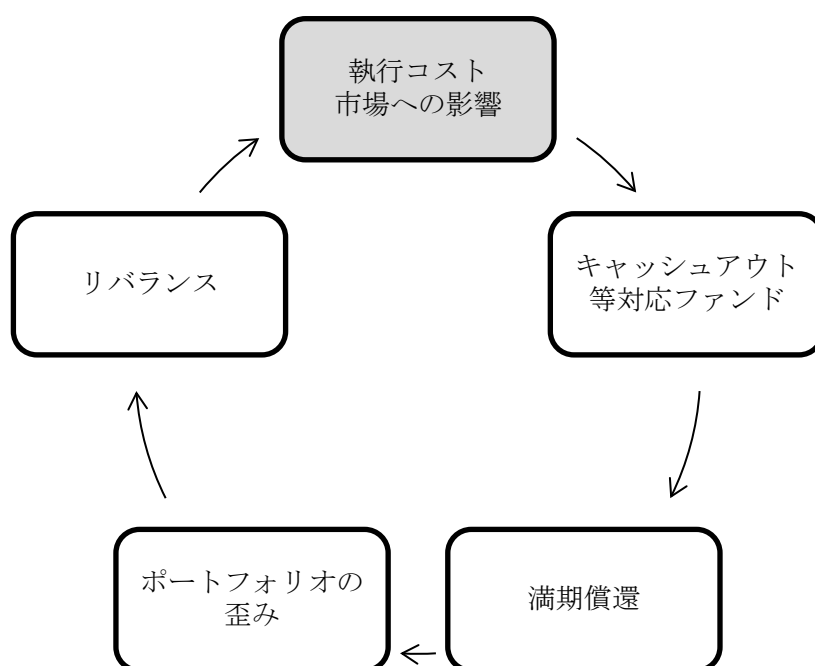
かかる状況において懸念されるのは、例えば、十分な訓練を積むことなく、十分な装備を持つことなく険しい山を登り、漸くに頂きに立っては見たものの、はたと気が付けば、下りる術が無く途方に暮れてしまうことである。

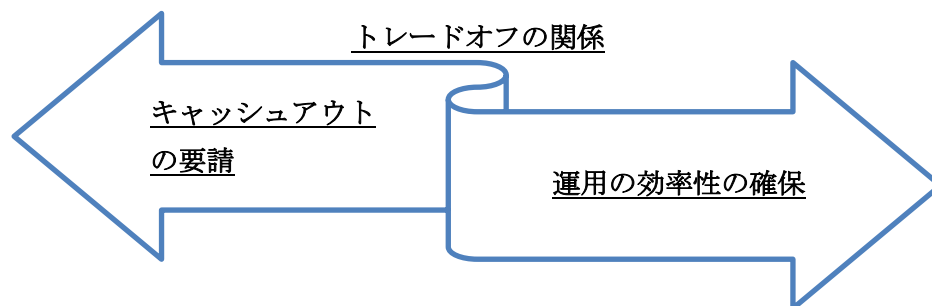
被保険者延いては国民に対して、どんなに「(1) 基本ポートフォリオに基づく運用」すなわち「山」への上り方について説明を施したとしても、年金積立金の管理や運用に対する、換言すると老後の生活すなわち「谷」への下り方に対する漠然とした不安を解消することは出来ず、GPIF は、「(2) 年金給付のための流動性の確保」についても、論点を整理し説明責任を果たす必要がある。

「(2) 年金給付のための流動性の確保」、すなわちキャッシュアウトへの対応としては、市場売却に伴う売買委託手数料などの直接的なコスト、あるいは自分の売りが売り値の下落をもたらすマーケットインパクトなどの執行コスト、および市場への影響を回避する観点から、年金給付に見合う満期保有目的の国内債券を手当し、その満期償還金を給付に充てることが発想されるが、満期償還後、ポートフォリオには歪みが生じることになる。

生じてしまったポートフォリオの歪みは、リバランスにより補正することを余儀なくされるが、ここで再び、執行コストや市場への影響が問題になる。

執行コストや市場への影響を考慮し、乖離許容幅の範囲内であるかぎり、リバランスを実施しない、あるいは限定的な実施に止めた場合には、ポートフォリオのリスク・リターン特性の変化から、運用の効率性が損なわれることになる。





事ほど左様に、年金給付のための流動性の確保すなわちキャッシュアウトの要請と、運用の効率性の確保とは、トレードオフ（二律背反）の関係にあるのである。

かかるトレードオフの問題を緩和するためには、リバランスの実施に際して時間分散を図るなどの一定の工夫を施すことは固より、リバランスの実施についての対応方針を、言わば出口戦略として、逸早く国民あるいは市場関係者に対して指し示し、丁寧な説明に努めることにより、無用な混乱を回避することが出来るはずである。

GPIF は、たとえば平成 29 年度計画において「年金積立金の運用に当たっては、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とともに、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めないよう配慮し、特に、資金の投入及び回収に当たって、特定の時期への集中を回避するように努める。」と謳っており、市場の価格形成や民間の投資行動などを歪めないよう配慮し、取り分け議論の正確性あるいは完全性に意を用い、リバランスの実施についての対応方針、言わば出口戦略について、敢えて公の議論を避けているとすれば、杞憂である。

ちなみに、平成 20 年 12 月 19 日開催の第 23 回運用委員会において、事務局は「我々が売るという情報がマーケットに知られるということが大変なことではないかという意見があるが、我々が売るという情報が市場関係者にある程度周知されていて、かつ競争がきちんと働いている下では、基本的にはマーケットプライスに大体収斂するといった面もあるのではないかと。知られることに凄く神経質になるというよりは、むしろ過度の不透明感やサプライズを与えないといったことを考えていくことも大切かと思っている。」と回答の経緯がある。

正しく、市場の価格形成や民間の投資行動などを歪めないようにするためには、国民あるいは市場関係者との“対話”こそが、重要なものであって、無用な混乱を回避するためには、出口戦略についての議論の正確性よりも、継続的改善の PDCA サイクルを構築し、変更管理システムを機能させることの方が、より効果的である。

米国の中央銀行である連邦準備制度理事会（FRB）が、リーマンショック直後からの大規模な金融緩和政策について、逸早く政策正常化のための出口戦略を明らかにし、国民あるいは市場関係者に対する説明責任、言わば“対話”に意を用いて来た様は、見事であり、出口戦略の正確性あるいは完全性に囚われることなく変更管理システム

を有効に機能させ、そして三次に亘る利上げを実現の事実、ベストプラクティスとして注目するに値する。

(2) 出口戦略として明確にして置くべき事項

おって、リバランスの実施についての対応方針、換言すると出口戦略として、明確にして置くべき事項は、つぎのとおりである。

○リバランスを実施する旨の宣言

GPIFの業務の核心は、リバランスであると言っても、過言ではない。

執行コストや市場への影響を考慮し、リバランスを実施しない、あるいは限定的な実施に止めるなど、リバランスの実施に二の足を踏むことなく、運用の効率性確保を第一義としてリバランスを実施する旨を、先ず以て国民あるいは市場関係者に対し宣言する必要がある。

GPIFは、期待収益率を確保するために基本ポートフォリオの資産構成割合を決めたのであり、そこから外れたら“中心値”に戻るのが、原則である。

GPIFは、リバランスを回避するための理由付けにではなく、リバランスを実施するための創意工夫にこそ腐心しなければならず、かかる創意工夫こそが課された命題である。

キャッシュアウトに応ずる以上、何かを売却することは必須であり、そのコストが生じるのは致し方ない。

本来は執行コストと、リバランスにより確保が可能な効率性とを、比較考量すべきであるが、事前的にマーケットインパクトを含む執行コストを推計することは非常に難しく、事後的に良く検証するという一定の割り切りを持って対応すべきものと思われる。

○時間分散を図るなどの創意工夫を施す旨の方針

リバランスの実施に当たっては、一挙にではなく、時間分散を図り、段階的に組み入れ比率を変更するなどの創意工夫を施す旨の方針を明確にする。

リバランスの実施においては、どの位のスピードで資産構成割合を“中心値”に戻すかが問題になるが、執行コストや市場への影響を考慮し、ゆっくりでもやむを得ないとの判断があり得るのであり、相当の時間に分散しリバランスを実施すれば、大きな執行コストを支払うことなく、また市場への影響を極力抑えることが可能と思われる。

○市場動向を踏まえ慎重に対応する旨の方針

リバランスの実施に当たっては、機械的に対応するのではなく、市場の価格形成や民間の投資行動などを歪めないように、市場動向を踏まえ慎重に対応する旨の方針を明確にする。

○資金計画を策定し公表する旨の方針

これまでの年度単位の資金計画に加え、四半期ごと、且つ資産別の資金計画を策定し、公表する旨の方針。

市場の価格形成や民間の投資行動などを歪めないためには、米連邦準備制度理事会（FRB）の大規模な金融緩和政策からの出口戦略を範として、投資行動を知られることに神経質になるより、むしろ過度の不透明感やサプライズを与えないことこそが重要である点に、十分思いを致す必要がある。

○資金計画について予実差異分析を実施し報告する旨の方針

○リバランスの進捗について四半期ごとに報告する旨の方針

○マーケットインパクト分析を実施し報告する旨の方針

○基本ポートフォリオの定期検証結果を踏まえて資金計画の見直しを実施し報告する旨の方針など

以上

《参考文献》

○年金積立金管理運用独立行政法人「平成 23 年度業務概況書」

○年金積立金管理運用独立行政法人「平成 27 年度業務概況書」ほか各年度の業務概況書

○年金積立金管理運用独立行政法人ホームページ「よくあるご質問」Q2

○年金積立金管理運用独立行政法人プレスリリース文「年金積立金管理運用独立行政法人中期計画の変更について」（平成 26 年 10 月 31 日）

○年金積立金管理運用独立行政法人「中期目標（第 1 期）」

○年金積立金管理運用独立行政法人「中期目標（第 2 期）」

○年金積立金管理運用独立行政法人「中期目標（第 3 期）」

○年金積立金管理運用独立行政法人「中期計画（第 1 期）」

○年金積立金管理運用独立行政法人「中期計画（第 2 期）」

○年金積立金管理運用独立行政法人「中期計画（第 3 期）」

○年金積立金管理運用独立行政法人「平成 27 年度計画の資金計画」

○年金積立金管理運用独立行政法人「平成 28 年度計画の資金計画」

○年金積立金管理運用独立行政法人「平成 29 年度計画の資金計画」

○年金積立金管理運用独立行政法人「平成 27 事業年度財務諸表（法人全体）」ほか各事業年度の財務諸表

○年金積立金管理運用独立行政法人「運用委員会議事要旨」

○年金積立金管理運用独立行政法人その他公表資料

○厚生労働省「平成 26 年財政検証詳細結果（財政見通し等）」（平成 26 年 6 月 3 日）

○厚生労働省「平成 26 年財政検証結果レポート」（平成 27 年 9 月 28 日）

○厚生労働省ホームページ「いっしょに検証！公的年金」

○厚生労働省「公的年金各制度の財政収支状況」（平成 7 年度から平成 26 年度）

- 厚生労働省「厚生年金・国民年金の平成 27 年度収支決算の概要」
- 厚生労働省「平成 27 年度年金積立金の運用状況について」
- 厚生労働省その他公表資料
- 「日本再興戦略」（平成 25 年 6 月 14 日閣議決定）
- 「日本再興戦略」改訂 2014（平成 26 年 6 月 24 日閣議決定）
- 日本経済再生本部その他公表資料
- 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」（平成 25 年 11 月 20 日公表）
- 2014 年 10 月 21 日付日本経済新聞電子版「伊藤隆敏氏、GPIF「90 兆円はリターンが国債より高いものに投資を」
- 伊藤隆敏コロンビア大学教授講演録「金融・資本市場の成長戦略：GPIF 改革の進展と残された課題」（月刊資本市場 2015 年 1 月号 No.353）
- 2017 年 3 月 16 日付ウォールストリートジャーナル「米利上げ、不意打ちではない＝FRB 議長」
- FRB: FOMC Minutes, June 21-22, 2011
<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20110622.htm>
- Policy Normalization Principles and Plans
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20140917c.htm>
- ブルームバーグ「米 FOMC: 「政策正常化の原則と計画」に関する声明全文」（2014.9.18）
- ロイター「情報 BOX: FRB の新出口戦略の概要」（2014.9.18）
- 高山武士「9 月米 FOMC 修正版「出口戦略の原則」を公表」（ニッセイ基礎研究所/経済・金融フラッシュ No.14-123/2014.9.18）
- 河村小百合「米連邦準備制度の正常化戦略と今後の金融政策運営の考え方」（JRI レビュー2016 Vo1.5, No.35）
- 河村小百合「中央銀行は持ちこたえられるか」（2016.11.22 集英社新書 0858A）
- 衆議院会議録第 192 回国会予算委員会第 2 号（平成 28 年 9 月 30 日）
- 根岸隆史「GPIF—年金積立金の運用体制の見直し—」（立法と調査 2015.10 No.369 参議院事務局企画調整室編集・発行）

(別紙 1)

《参考資料》

GPIF 平成 27 事業年度キャッシュ・フロー計算書 (法人全体) (単位:百万円)

科目	26 年度決算額	27 年度決算額	差引増減額
I 業務活動によるキャッシュ・フロー			
資金運用に係る投資支出	Δ531,816	Δ2,894,316	Δ2,362,500
人件費支出	Δ823	Δ945	Δ122
その他業務支出	Δ26,088	Δ34,103	Δ8,015
年金特別会計寄託金受入	455,239	2,890,452	2,435,213
年金特別会計寄託金償還	Δ1,550,000	—	1,550,000
投資回収金収入	4,820,959	275,000	Δ4,545,959
運用事業収入	103,263	38,945	Δ64,318
その他業務収入	268	418	150
小計	3,271,001	275,451	Δ2,995,550
利息の支払額	Δ2	Δ2	0
国庫納付金の支払額	Δ3,270,959	Δ275,000	2,995,959
業務活動によるキャッシュ・フロー	40	450	410
II 投資活動によるキャッシュ・フロー			
有形固定資産の取得による支出	Δ4	Δ456	Δ452
無形固定資産の取得による支出	Δ0	Δ4	Δ4
敷金・保証金の回収による収入	4	59	55
投資活動によるキャッシュ・フロー	Δ0	Δ402	Δ402
III 財務活動によるキャッシュ・フロー			
リース債務の返済による支出	Δ38	Δ46	Δ8
財務活動によるキャッシュ・フロー	Δ38	Δ46	Δ8
IV 資金に係る換算差額	—	—	—
V 資金増加額	1	2	1
VI 資金期首残高	5	6	1
VII 資金期末残高	6	8	2

(注) GPIF 平成 27 事業年度および平成 26 事業年度財務諸表から筆者作成。

(別紙 2)

《参考資料》

GPIF 寄託金の受入れおよび寄託金の償還など (単位:億円)

	18 年度末	19 年度末	20 年度末	21 年度末
運用資産額(前年度末)	1,028,707	1,145,278	1,198,868	1,176,286
寄託金の受入れ	136,312	161,156	125,478	4,389
収益額	39,445	△55,178	△93,481	91,850
借入金償還・利払い	△39,218	△39,066	△32,983	△3,639
年金特別会計への納付	△19,611	△13,017	△17,936	
寄託金の償還			△3,183	△40,217
運用手数料など	△327	△352	△307	△277
未払費用など調整額	△29	47	△170	33
運用資産額(当年度末)	1,145,278	1,198,868	1,176,286	1,228,425
	22 年度末	23 年度末	24 年度末	25 年度末
運用資産額(前年度末)	1,228,425	1,163,170	1,136,112	1,204,653
寄託金の受入れ	6,563	5,494	22,014	5,023
収益額	△2,999	26,092	112,222	102,207
借入金償還・利払い	△1,538			
年金特別会計への納付	△2,503	△1,398	△6,291	△21,116
寄託金の償還	△64,505	△56,996	△59,161	△24,749
運用手数料など	△266	△249	△240	△268
未払費用など調整額	△6	△2	△4	22
運用資産額(当年度末)	1,163,170	1,136,112	1,204,653	1,265,771
	26 年度末	27 年度末		
運用資産額(前年度末)	1,265,771	1,374,769		
寄託金の受入れ	4,552	28,905		
収益額	152,922	△53,098		
借入金償還・利払い				
年金特別会計への納付	△32,710	△2,750		
寄託金の償還	△15,500			
運用手数料など	△310	△405		
未払費用など調整額	43	54		
運用資産額(当年度末)	1,374,769	1,347,475		

(注) GPIF 各年度の業務概況書から筆者作成。

《参考資料》

第 24 回運用委員会議事要旨（平成 21 年 1 月 26 日）抜粋（下線、太線筆者）

4. 議事録（○は委員、●は事務局（オブザーバーを含む））

議事（1）次期基本ポートフォリオについて

《事務局より説明。以下、質疑等》

—質疑等—

●次期基本ポートフォリオの構築に当たって、これまで使っている平均分散法的な方法を今回大きく見直すかどうかについて、二つの点について検討してきた。

第一は、年金給付のためのキャッシュアウトの考慮である。具体的にはポートフォリオをキャッシュアウト対応部分とリターン追求部分とに二元化する対応が考えられる。平成 21 年度は基本ポートフォリオからオーバーウエートになっている資産を売却することを考えており、現状では国内債券の売却となるが、その際は財投債の満期償還金の活用を考えている。今後も 21 年度のようにポートフォリオの運営として対応していくのか、二元化するかという点である。（略）

○年金給付のためのキャッシュアウトへの対応をどう扱うかという点については、来年度からキャッシュアウトが始まるという新しいフェーズに入るため、これに対しては強い認識を持って構築を考える必要があると思われる。ただし、今回の構築作業の中でこれを具体化していくのは時期尚早と考えられる。キャッシュアウト額については、今年度中に財政検証が行われ、見直されるのでその結果にもよるが、当面 10 年、20 年のキャッシュフローを見たときにキャッシュアウトの時期とキャッシュインの時期があり、今回これに合わせていきなり二元化ポートフォリオを作るにはかなりコストがかかってしまい、売却コストをセーブしようという発想に反するということがある。さらに、当面 10 年程度は財投債の償還金があり、これをキャッシュアウトに活用できることから、運用の中で柔軟に対応していく方が現実的である。売却をして年金給付に充当することは新しい経験であり、この際に売却コストがどのぐらいの大きさであるのかといった情報や様々なノウハウを蓄積して、2030 年度以降に迎える大規模なキャッシュアウトの時期に対してポートフォリオどのように構築していくべきかの議論を深めていくことか現実的な対応ではないか。（略）

○キャッシュアウトの考慮という考え方は極めて魅力的であるが、もう少し後の段階でも良いのではないか。（略）

（略）

○キャッシュアウトの考慮というのは魅力的なアイディアだと思う。年金積立金の役割を考えると、一つは年金給付のための資金として充当すること、すなわちキャッシュアウトへの対応が一つの役割である。もう一つの役割はきちんと運用実績を上げることである。ただし、これら 2 つの役割がトレードオフの関係になることはあり得る。このため、満期保有の債券を持ち、その償還で対応する等、なるべくトレードオフの関係に陥らないように市場との関係を遮断することを十分考えるべきではないか。ただし、一方で、今の枠組みの下ではポートフォリオ全体の運用利回り目標が与えられており、キャッシュアウトへの対応

と与えられた目標の達成との関係がなかなか折り合いが付かないという問題をなかなかクリアできない。

○私は方向性としては冒頭の整理でよいと思う。ポートフォリオを二元的に組んだとしても、実際にはリターン追求部分でリバランスが生じるため、売却は常に避けられない。この問題は実務的に考える必要があり、実際には財投債の償還金があり、またポートフォリオ全体としては常にリバランスという売却可能性もあることから考えると、この二元論だけでは貫徹できず、実務的には冒頭の整理と方向性が非常にリーズナブルではないか。(略)

○私も実務を経験している立場から、冒頭の方方向性でよいと思う。一つは、実際にはリバランスが生じるため、そことの兼ね合いでやるというのが現実的である。またキャッシュアウトを予測することは、閉鎖年金でもない限り難しい。恐らく今回の財政検証の結果が出れば景色が変わっているであろうし、5年後にやったとしても、またかなり変わってしまい、苦労してポートフォリオを作っても、前提が違っていたということがかなりの確率として起こる。財政検証の結果を見て、トータル資産と比べて許容範囲ということであれば、実務的に運営していくことが適切ではないか。(略)

○いずれにしても 2040 年とか先になってキャッシュアウトがかなり大きなウェートを占めてくるのは間違いなく、そういった意味ではキャッシュアウトを前提に置いた考え方をしておくべきというのは全くその通りだと思う。キャッシュアウトと運用収益にはトレードオフの関係がかなり出てくる可能性があるが、受給者がどのようにそれを見ているかを一番考えて説明責任を果たす必要があるのではないか。受給者から見ると、キャッシュアウトするからその分だけ収益が減るとするのは、説明しても理解しにくい部分があると思われる。

○キャッシュアウトのための二元化については、実際には難しいところがある。GPIF のファンドに関して言うと、これまでリバランスはニューマネーを活用して行っており、オーバーウェイト資産の売却は積極的にやってきていない。そういった意味では売却のコストがどのぐらいかかるかについて、十分な内部的な資料も整っていないのではないか。売却コストや償還にマッチングしたファンドを別建てで作った場合に犠牲になる得べかりしリターンとの関係等、きちんと情報を集めて決定したほうが良いのではないか。

○私個人としては、キャッシュアウト対応のための二元化という議論に対しては、分析する上でのステップとして非常に高く評価している。ただ、実際に二元化ポートフォリオにすることで様々な問題があるという議論はよくわかるのだが、二元化ポートフォリオをしないからといって、キャッシュアウトであるとか、負債側の構造を見ないという議論にはすべきではない。これでやめたということではなく、今の段階で 5 年前と比べて年金財政がどうなっているのかをまず運用サイドとしてきちんと把握することから始める必要があり、二元化ポートフォリオに持っていくかどうかという議論と負債側をきちんと見ておくという議論は、一緒にして捨てて欲しくはない。

○(略) キャッシュアウト対応に関しては、当面は財投債の償還金を活用しながら時間をかけてというのが現実的である。企業年金の場合には給付専用ファンドというのがあり、例えばインハウスなり、それに近い特定の信託銀行が一定のキャッシュマネジメントをやりながらリバランスも行うのが一般的である。もちろん規模などが違うが、将来的には GPIF においてもインハウスがある種の給付専用ファンドとして効率的なバランスを取っていくといったことも一つの目標になってくるのではないか。

〇二元化については、ポートフォリオ構築時に結構リバランスしなくてはいけないという問題もあり、先程のご意見にもあったように給付がそれ程確たるものではないとなると、コストも大きいということであり、今回は平均分散法に依存しながら、将来の負債対応に向けていろいろ準備していくということによいか。

第 49 回運用委員会議事要旨（平成 23 年 6 月 20 日）抜粋（下線、太線筆者）

4. 議事要旨

（3）「国内債券運用の見直し」について

「国内債券運用の見直し」について事務局より説明が行われた後に、ベンチマークやアクティブ運用に関する質疑等が行われた。質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 キャッシュアウトに活用するために満期まで保有するファンドについては、現在あるファンドから一定ずつ引き抜いてくるのだとすると、今、運用している規模がその分減るという理解でいいのか。

事務局 具体的には、まだ内部で整理が必要であるが、基本はそうように考えている。

委 員 国内債券のベンチマークについてだが、NOMURA・BPI「除く ABS」と新ファンドのカスタマイズド・ベンチマークに、さらに NOMURA・BPI 国債も入れた複合ベンチマークとする旨事務局から説明があったが、どういう理由か。

事務局 国債パッシブファンドについても、NOMURA・BPI 総合「除く ABS」を評価ベンチマークとしていたが、長期的には問題がないと考えられるものの、単年度ではデュレーションやクレジットリスク等により乖離が見られた。今回の新たなファンドの創設に伴うベンチマークの見直しに際して、単年度の評価も厳密にできるようにする方がいいのではないかということで、三つのベンチマークの複合化について提案させて頂いた。

委 員 評価ベンチマークはより厳密なものになると思うが、そもそも基本ポートフォリオを決める際に想定していたベンチマークは NOMURA・BPI 総合である。これと評価ベンチマークとの整合性はどうなっているのか。

事務局 現段階で想定しているファンドの規模であれば、NOMURA・BPI 総合のデュレーションとの乖離は僅かなものであると考えている。そういった意味ではポートフォリオにはほとんど影響がない状態である。

委 員 基本的には既存のファンドから輪切りで機械的に新たなファンドに移すということだと思うが、例えば既存のファンドの中に特に流動性が低いものがあった場合、そうしたものを移管することとしてもよいのではないか。

事務局 今回は、パッシブ運用のファンドからまず移管することを考えているので、そのような問題になることはないと思う。今後、アクティブ運用のファンドの見直しをしていく中で、場合によっては、そうした点についていろいろご相談しながら進めてまいりたいと考えている。

委 員 新たなファンドを設立しても、債券全体の運用としては目的が大きく歪むものではないという

	<u>ことの論理付け、確認がどういう形で行われたかが重要になる。</u>デュレーションについての幅など、その目安を逸脱しないことが大事ではないか。 事務局 従来の国内債券のベンチマークとのデュレーション乖離やファンドの規模等から推計して、新たにファンドを作っても国内債券ポートフォリオに大きく影響するものではないものと考えている。 (略)
--	--

第 84 回運用委員会議事要旨（平成 26 年 9 月 19 日）抜粋（下線、太線筆者）

4. 議事要旨 (1) 「基本ポートフォリオについて」について 質疑等の概要は以下のとおりである。 (略)		
委 員	キャッシュアウトが最優先で、それと基本ポートフォリオの関係についてはどのように考えているのか。例えば、<u>財政検証のケース E や G では今後 5 年で 20 兆円前後のキャッシュアウトが必要とされている。</u>また、<u>ケース F・G・H だとずっとキャッシュアウトしていくシナリオがある。</u>その対応は、基本的にキャッシュアウト等対応ファンドにより、国内債券で対応することだと思うが、そのこととの関係で基本ポートフォリオをどういうふうに変えなければならいいのかということについてお考えを伺いたい。	
事務局	キャッシュアウトが続いていけば、<u>どんどん国内債券が減っていくのではないかと</u>いうことだと思うが、<u>当然乖離許容幅も決まっているので、それに抵触するような場合には、他の資産から回収し、国内債券を増やす。</u>乖離許容幅に抵触しないときでも、市場の状況いかんでは、もう少し国内債券を復元しておいた方がよいということであれば、それはまた他の資産を売って国内債券を復元すればいい。	
事務局	<u>キャッシュアウトと運用の効率性というのはトレードオフの関係であって、キャッシュアウトを優先すれば、効率性は減る。</u>それを全体としてどう考えるかという問題で、ある程度はキャッシュアウトを前提として、そこについてはきちんと手当てをしておくということと考えている。 (略)	