

平成 30 年 7 月 25 日

GPIF 平成 29 年度業務概況書の読み方について

大幅な黒字に目を奪われて、不都合な真実を見逃してはならない

特任研究員 平井 一志¹

《要旨》

●年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、先ごろ 7 月 6 日「平成 29 年度業務概況書」を公表するとともに、平成 29 年度運用状況の記者会見を実施した。

●平成 29 年度の資産全体の収益率は、内外株式が大きく上昇したことから、プラス 6.90%となり、収益額は、プラス 10 兆 810 億円となった。

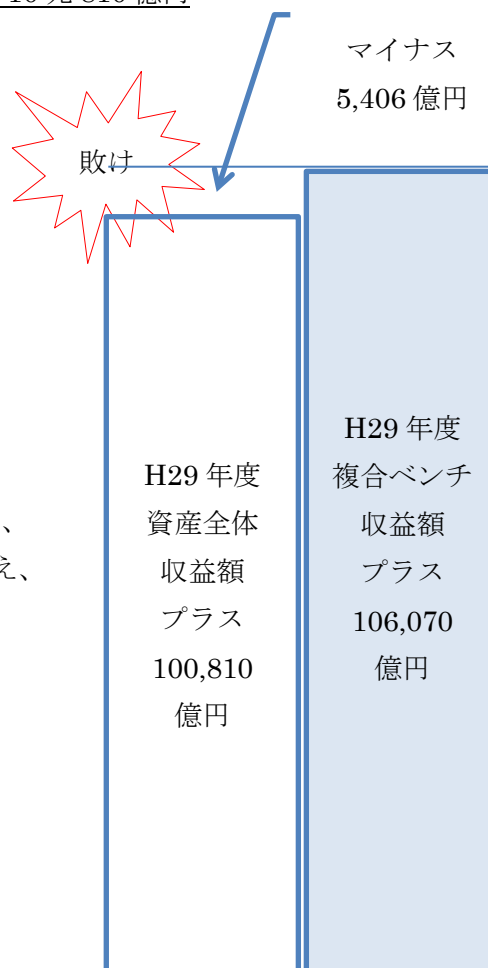
●ただし、各資産のベンチマーク収益率を基本ポートフォリオの割合で加重平均した複合ベンチマーク収益率は、プラス 7.26%であったことから、超過収益率は、マイナス 0.37%となり、本来得られるべき収益が、5,406 億円失われたことになる。

大幅な黒字に目を奪われて、不都合な真実を見逃してはならない。

さらに、超過収益率のマイナスは 2 年連続であり、得べかりし利益は平成 28 年度と併せて 1 兆円を超え、これまで培って来た超過収益の大半を失う結果となってしまった。

かかる事態を看過することは出来ないことから、その原因について論点整理を試みる。

（注）超過収益は、超過収益率を金額ベースに換算したものであり、資産全体および複合ベンチの収益額差額と一致せず。



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加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。

《目次》

1. はじめに
2. おもな運用実績
 - (1) 収益率
 - (2) 収益額
 - (3) 累積収益額・運用資産額
3. 運用資産額・構成割合（年金積立金全体）
4. 複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析
 - (1) 平成 29 年度の分析結果について
 - (2) 何のための分析か、根拠とその必要性
 - (3) 分析結果が示唆するもの
 - (4) 見逃してはならない得べかりし利益
5. 原因究明その 1（基本ポートフォリオの属性）
 - (1) 基本ポートフォリオの属性
 - (2) 平成 29 年度末時点のポートフォリオの属性
6. 原因究明その 2（平成 29 年度運用状況の記者会見）
 - (1) 債券についての見方、短期資産の効率的な有り様とか、考え方
 - (2) 待機資金として短期資産が積み上がっている
7. まとめ
 - (1) 不都合な真実
 - (2) 基本的なコンセプト、属性および構成割合
 - (3) 超過収益マイナスの真の原因
 - (4) 講ずべき是正措置

1. はじめに

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、先ごろ 7 月 6 日に「平成 29 年度業務概況書」を公表するとともに、平成 29 年度運用状況の記者会見を実施した。

以下に、「平成 29 年度業務概況書」の読み方と留意点について、論点を整理のこととする。

おって「平成 29 年度業務概況書」の年金積立金全体の運用資産額は、平成 29 年度末時点の特別会計で管理する積立金（約 5.5 兆円）を含むが、出納整理前の金額であり、決算額とは異なることから、年金特別会計の出納整理後、本レポートを改訂のことと致したい。

2. おもな運用実績

(1) 収益率

2017（平成 29）年度の資産全体についての収益率は、内外株式が大きく上昇したことから、プラス 6.90%となった。

第 3 期中期目標の期間（平成 27 年 4 月から平成 32 年 3 月までの 5 年間）当初 3 年間の実績は、つぎのとおりである（以下同様）。

年度	収益率
平成 29 年度	プラス 6.90%
平成 28 年度	プラス 5.86%
平成 27 年度	マイナス 3.81%

(2) 収益額

2017（平成 29）年度の資産全体についての収益額は、内外株式が大きく上昇したことから、プラス 10 兆 810 億円となった。

年度	収益額
平成 29 年度	プラス 10 兆 810 億円
平成 28 年度	プラス 7 兆 9,363 億円
平成 27 年度	マイナス 5 兆 3,098 億円

(3) 累積収益額・運用資産額

年金積立金の市場運用を開始した 2001（平成 13）年度から 2017（平成 29）年度までの資産全体の累積収益額は、プラス 63 兆 4,413 億円となり、2017（平成 29）年度末の管理運用法人の運用資産（特別会計で管理する積立金を含まず）は、156 兆 3,832 億円となっている。

年度	累積収益額
平成 29 年度まで	+63 兆 4,413 億円
平成 28 年度まで	+53 兆 3,603 億円
平成 27 年度まで	+45 兆 4,239 億円

年度	管理運用法人の運用資産額
平成 29 年度末	156 兆 3,832 億円
平成 28 年度末	144 兆 9,034 億円

平成 27 年度末	134 兆 7,475 億円
-----------	----------------

3. 運用資産額・構成割合（年金積立金全体）

ところで、GPIF が「平成 29 年度業務概況書」を公表した 2018（平成 30）年 7 月 6 日午後遅く日本経済新聞の電子版は、「市場のクジラ、おなかいっぱい GPIF「運用目安」超え」との見出しで「GPIF は 6 日、17 年度の運用成績を発表した。主に国内債、国内株、外国債、外国株の 4 つに分散して運用しており、国内株の比率は 25.14%。14 年に運用改革を始めてから、年度末時点で初めて基本ポートフォリオ（資産構成割合）の目安を超えた。」と報じた。

然らば GPIF は、国内株のみならず、国内債、外国債、外国株についても、資産構成割合の目安を達成して、想定したリターンおよびリスクを確保するポートフォリオを構築出来たのであろうか。

GPIF は、「平成 29 年度業務概況書」の 16 頁に項番 6「運用資産額・構成割合（年金積立金全体）」として、平成 29 年度末時点の特別会計で管理する積立金を含む、年金積立金全体の運用資産額および構成割合について、つぎの表-1 を掲載している。

表-1 年金積立金全体の運用資産額および構成割合

	資産額 (億円)	構成割合 (年金積立金全体)
国内債券	445,178	27.50%
国内株式	406,995	25.14%
外国債券	239,109	14.77%
外国株式	386,629	23.88%
短期資産	140,844	8.70%
合計	1,618,755	100.00%

(注) 年金積立金全体には、平成 29 年度末時点の特別会計で管理する積立金（約 5.5 兆円）を含みますが、出納整理前の金額であり、決算額とは異なります。

ちなみに、過去の報告書に基づいて四半期ごと時系列に、年金積立金全体の構成割合を見てみると、つぎの表-2 のとおりである。

国内株式は、平成 29 年 12 月末時点においてすでに、基本ポートフォリオの構成割合 25%を上回っているが、それとは対照的に国内債券は、平成 28 年 12 月末以降、基本ポートフォリオの構成割合 35%を下回り、さらには漸減している。

留意すべきは、短期資産の動きである。

平成 26 年 10 月 31 日に変更する以前の基本ポートフォリオにおいては、短期資産を 5%として、各資産の構成比率を計算して来た経緯があるが、平成 28 年 9 月末以降、

5%を大幅に上回る状況が長く続いている。

表-2 年金積立金全体の構成割合（特別会計出納整理前の金額）

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
30年3月末	27.50%	25.14%	14.77%	23.88%	8.70%
29年12月末	27.67%	26.05%	14.13%	25.08%	7.06%
29年9月末	28.50%	24.35%	14.02%	24.03%	9.10%
29年6月末	30.48%	24.41%	13.53%	23.91%	7.67%
29年3月末	31.68%	23.28%	13.03%	23.12%	8.89%
28年12月末	33.26%	23.76%	13.37%	23.16%	6.46%
28年9月末	36.15%	21.59%	12.51%	21.00%	8.75%
28年6月末	39.16%	21.06%	12.95%	21.31%	5.51%
28年3月末	37.55%	21.75%	13.47%	22.09%	5.14%
27年12月末	37.76%	23.35%	13.50%	22.82%	2.57%
27年9月末	38.95%	21.35%	13.60%	21.64%	4.46%
27年6月末	37.95%	23.39%	13.08%	22.32%	3.27%
27年3月末	39.39%	22.00%	12.63%	20.89%	5.08%
26年12月末	43.13%	19.80%	13.14%	19.64%	4.30%
26年9月末	48.39%	17.79%	11.84%	16.98%	(5.00%)
26年6月末	51.91%	16.79%	10.76%	15.54%	(5.00%)
26年3月末	53.43%	15.88%	10.66%	15.03%	(5.00%)
25年12月末	53.40%	16.66%	10.26%	14.68%	(5.00%)
25年9月末	56.28%	15.80%	9.82%	13.09%	(5.00%)
25年6月末	57.72%	15.17%	9.67%	12.44%	(5.00%)
25年3月末	59.60%	14.05%	9.44%	11.91%	(5.00%)
24年12月末	59.65%	12.81%	9.74%	12.79%	(5.00%)
24年9月末	63.35%	11.28%	8.81%	11.55%	(5.00%)
24年6月末	63.75%	11.61%	8.70%	10.94%	(5.00%)
24年3月末	62.64%	12.37%	8.65%	11.34%	(5.00%)
23年12月末	66.01%	10.86%	8.21%	9.92%	(5.00%)
23年9月末	66.65%	11.15%	8.17%	9.03%	(5.00%)
23年6月末	64.63%	11.25%	8.15%	10.96%	(5.00%)
23年3月末	64.89%	11.24%	7.90%	10.97%	(5.00%)
22年12月末	66.10%	11.38%	7.49%	10.04%	(5.00%)

26年10月
変更現行
基本ポート

25年6月
変更後
基本ポート

第1期中
中期計画
基本ポート

22年9月末	67.44%	10.32%	7.86%	9.38%	(5.00%)
22年6月末	68.14%	10.42%	7.70%	8.74%	(5.00%)
22年3月末	65.08%	11.57%	7.96%	10.39%	(5.00%)
21年12月末	66.32%	10.60%	8.02%	10.06%	(5.00%)
21年9月末	67.25%	10.66%	7.83%	9.26%	(5.00%)
21年6月末	67.79%	10.81%	8.01%	8.40%	(5.00%)

(注) 平成20年度以前は、年金積立金全体の構成割合について非公表。

表-2を作成の原資料は、特別会計で管理する積立金を含むものの、出納整理前の金額であり、決算額とは異なることから、決算額により改訂すると、つぎの表-3のとおりであり、短期資産の組み入れ比率は、平成29年3月末時点において、10%を上回っている。

現時点において平成29年度の特別会計の決算額は未公表である。

表-3 年金積立金全体の構成割合 (特別会計決算額)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
30年3月末					
29年3月末	31.20%	22.93%	12.83%	22.76%	10.29%
28年3月末	36.99%	21.43%	13.27%	21.77%	6.54%
27年3月末	38.85%	21.70%	12.46%	20.61%	6.38%
26年3月末	53.12%	15.78%	10.60%	14.94%	5.56%
25年3月末	59.08%	13.93%	9.35%	11.80%	5.84%
24年3月末	60.22%	11.89%	8.32%	10.90%	8.67%
23年3月末	63.54%	11.01%	7.73%	10.74%	6.98%
22年3月末	64.60%	11.49%	7.90%	10.32%	5.70%
21年3月末	69.94%	9.17%	8.05%	7.30%	5.54%
20年3月末	66.73%	10.76%	7.54%	8.51%	6.46%
19年3月末	59.59%	15.41%	7.33%	10.21%	7.47%

26年10月
変更現行
基本ポート

4. 複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析

(1) 平成29年度の分析結果について

2017(平成29)年度の運用資産全体の収益率から複合ベンチマーク収益率を控除した超過収益率は、マイナス0.37%であった。

GPIFは、「平成29年度業務概況書」の17頁に項番7「複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析」と題し、分析結果について、つぎのとおり説明(太字下線筆者)

を施し、表-4 を掲載している。

2017(平成 29)年度の運用資産全体の収益率は **6.90%**、複合ベンチマーク収益率は **7.26%**、超過収益率は-0.37%となり、管理運用法人が設立された 2006 (平成 18) 年度以降の 12 年間の平均で、運用資産全体の収益率は 3.24%、複合ベンチマーク収益率は 3.23%、超過収益率は+0.00%となりました。

2017 (平成 29) 年度の資産配分要因において、複合ベンチマーク収益率よりも収益率の低かった短期資産の保有等がマイナスに寄与し、資産全体で-0.36%となりました。短期資産の保有比率が高めとなった要因は、投資判断に加え、厚生年金基金の代行返上等の影響により、想定に反してキャッシュインが続いたことによるものです。また、個別資産要因は、資産ごとにプラスマイナスがありますが、全体で+0.00%となりました。

表-4 2017 (平成 29) 年度の超過収益率の要因分析

	収益率		
	管理運用法人収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
資産全体	+6.90%	+7.26%	-0.37%
国内債券	+0.83%	+0.77%	+0.06%
国内株式	+15.66%	+15.87%	-0.21%
外国債券	+3.71%	+4.23%	-0.52%
外国株式	+10.15%	+9.70%	+0.46%
短期資産	-0.00%	-0.00%	0.00%

※ 資産全体の超過収益率の要因分析の表は、収益率の表の右に位置するが、紙面の都合上上下に分割。

資産全体の超過収益率の要因分析			
資産配分要因	個別資産要因	その他要因	寄与度
-0.36%	+0.00%	-0.01%	-0.37%
+0.16%	+0.02%	-0.00%	+0.18%
-0.03%	-0.05%	+0.00%	-0.08%
+0.02%	-0.08%	+0.00%	-0.06%
-0.06%	+0.11%	-0.00%	+0.05%
-0.45%	0.00%	0.00%	-0.45%

上記のとおり短期資産の保有がマイナスに寄与したとした上で、短期資産の保有比率が高めとなった要因として、投資判断および代行返上に伴う想定外のキャッシュインを挙げてはいるものの、投資判断について、その根拠あるいは意思決定プロセスな

どを明らかにしておらず、超過収益率マイナスの原因究明にはほど遠い。

なお、代行返上に伴うキャッシュインについては、行政改革推進会議が、平成 28 年 11 月 28 日に取りまとめた報告書「特別会計に関する検討の結果の取りまとめ（案）」の中で「これまでの納付実績も踏まえつつ、解散を予定している厚生年金基金から責任準備金の納付に関する計画についてよりきめ細かな聞き取り調査を行う等によって、国庫納付額の見積もりの精度を向上させる必要がある。」と個別具体的に是正を求めた経緯があることから、この期に及んで想定外は論外である。

(2) 何のための分析か、根拠とその必要性

ところで、GPIF が、かかる複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析を実施の根拠となるものは、厚生労働大臣が第 3 期中期目標として「複合ベンチマーク収益率（各資産のベンチマーク収益率をポートフォリオで加重したもの）によるリスク管理を行うこと。」を指示し、GPIF が、資産全体について行うリスク管理として「資産全体のリスクを認識し、リスク負担の程度についての分析及び評価並びに各年度の複合ベンチマーク収益率（各資産のベンチマーク収益率をポートフォリオで加重したもの）との乖離要因の分析等を行う。」とした、第 3 期中期計画である。

では GPIF は、何のために、複合ベンチマーク収益率との乖離要因の分析を行う必要があるのか。

分析のための分析に終始してはならない。

厚生労働大臣は、第 3 期中期目標において、GPIF に対し運用の目標について、つぎのとおり指示した。

(1) 運用の目標

年金積立金の運用は、厚生年金保険法第 2 条の 4 第 1 項及び国民年金法第 4 条の 3 第 1 項に規定する財政の現況及び見通しを踏まえ、保険給付に必要な流動性を確保しつつ、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をいう。）1.7%を最低限のリスクで確保することを目標とし、この運用利回りを確保するよう、年金積立金の管理及び運用における長期的な観点からの資産構成割合（以下「基本ポートフォリオ」という。）を定め、これに基づき管理を行うこと。

指示を受けた GPIF は、第 3 期中期計画の策定において、運用の目標をつぎのとおりとした。

(1) 運用の目標

年金積立金の運用は、厚生年金保険法（昭和 29 年法律第 115 号）第 2 条の 4 第 1 項及び国民年金法（昭和 34 年法律第 141 号）第 4 条の 3 第 1 項に規定する財政の現況及び見通しを踏まえ、保険給付に必要な流動性を確保しつつ、**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をいう。）1.7%を最低限のリスクで確保することを目標とし、この運用利回りを確保するよう、年金積立金の管理及び運用における長期的な観点からの基本ポートフォリオを定め、これに適切に管理する。

すなわち、GPIFは、実質的な運用利回り 1.7%を最低限のリスクで確保する資産構成割合（基本ポートフォリオ）を定め、適切に管理すると表明したのである。

そして定めた基本ポートフォリオの属性は、経済シナリオが（財政検証で設定されたケース E に相当する）経済中位ケースの場合には、名目リターンが 4.57%、標準偏差が 12.8%である。

およそ基本ポートフォリオの属性であるリターンを確保するためには、各資産の収益率が市場の動きと一致をし、且つ資産配分が基本ポートフォリオと一致している必要がある。

留意すべきは、各資産の収益率が市場の動きと一致をしている場合にも、資産配分が基本ポートフォリオと異なる場合には、資産全体の収益率が市場の動きと一致せず、定めた基本ポートフォリオの属性であるリターンを確保できない点である。

したがって、各資産について、各々のベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保するよう努めるのみならず、資産全体の収益率について、各資産のベンチマーク収益率を基本ポートフォリオの割合で加重平均した複合ベンチマーク収益率との乖離の要因について分析し、前者が後者を下回ることがないように、運用資産の構成割合を基本ポートフォリオに一致させるべく是正措置を講ずる必要があるのである。

運用資産全体の収益率と複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析、すなわち超過収益率の要因分析は、資産全体についてのリスク管理において、リスク対応策を導き出すための分析手法であり、基本ポートフォリオに基づき管理を行う上で必要不可欠である。

おって、複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析について関係式を示すと、つぎのとおり。

複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析についての関係式

$$\begin{aligned} \text{資産全体の超過収益率} &= \text{運用資産全体の収益率} - \text{複合ベンチマーク収益率} \\ &= \text{資産配分要因} + \text{個別資産要因} + \text{その他要因} \\ &\quad (\text{誤差含む}) \end{aligned}$$

(3) 分析結果が示唆するもの

GPIFは、「平成29年度業務概況書」の17頁に、上記に加えて、設立された平成18年度から平成29年度まで12年間の資産全体の超過収益率の要因分析の結果について取りまとめ、表-5を掲載している。

表-5 資産全体の超過収益率の要因分析（平成18年度～平成29年度）抜粋

	収益率	資産全体の超過収益率の要因分析	
	超過収益率	資産配分要因	個別資産要因
平成29年度	-0.37%	-0.36%	+0.00%
平成28年度	-0.37%	-0.66%	+0.33%
平成27年度	+0.00%	+0.21%	-0.15%
26.10.31以降	-1.78%	-1.99%	+0.01%
26.10.30まで	+0.46%	+0.47%	-0.03%
平成25年度	+0.90%	+0.92%	-0.06%
平成24年度	+1.24%	+1.40%	+0.03%
平成23年度	-0.27%	-0.19%	-0.01%
平成22年度	-0.23%	-0.26%	+0.12%
平成21年度	-0.63%	-0.70%	+0.08%
平成20年度	+0.88%	+0.90%	-0.12%
平成19年度	+0.13%	+0.17%	-0.02%
平成18年度	-0.08%	-0.06%	-0.00%

(注) 平成18年度から平成19年度までは市場運用分の収益率と複合ベンチマーク収益率の乖離の分析、平成20年度以降は、運用資産全体の収益率と複合ベンチマーク収益率の乖離の分析を行っている。

平成20年度以降は、財投債の収益率を加味している。

ところで、資産全体の超過収益率の要因についての、かかる時系列分析の結果が示唆するものは、資産配分の重要性である。

資産配分（アセットアロケーション）の重要性を説いた論文として、ブリンソンほか1986年に発表した「Determinants of Portfolio Performance」が有名であり、その後に発表された様々な研究、調査において、運用成果の大半は資産配分で決まるとの報告がなされている。

ちなみに、表-5に基づき、超過収益率に対する資産配分要因の説明力について、決定係数（＝相関係数の二乗、 R^2 ）を試算して見ると、0.97579（平成26年度については月数重み付け）であり、**GPIFの設立から12年間の運用成果は、その97%以上が資産配分要因で決まったことになる。**

同じく超過収益率に対する個別資産要因の説明力について、決定係数を試算してみると、0.15156（平成26年度については月数重み付け）である。

したがって、GPIFが、基本ポートフォリオの属性として想定するリターンを確保するためには、各年度における各資産のベンチマーク収益率を確保するように努めることが重要であるものの、それにも増して資産配分効果を反映する（運用資産全体の収益率から複合ベンチマーク収益率を控除した）超過収益率を確保するように努めることが重要であることは、実証データが示す、疑う余地のない事実である。

（4）見逃してはならない得べかりし利益

およそ比率では見逃しがちな問題点も、金額ベースに換算すると露わになる。

項番（1）に掲載した、2017（平成29）年度の超過収益率の要因分析についての表-4の収益率を、金額ベースに換算すると、つぎの表-4の2になる。

表-4の2 2017（平成29）年度の超過収益率の要因分析（金額ベース換算）

	収益率（金額ベース換算）		
	管理運用法人収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
資産全体	+10兆0,810億円	+10兆6,070億円	-5,406億円
国内債券			
国内株式			
外国債券			
外国株式			
短期資産			

※ 資産全体の超過収益率の要因分析の表は、収益率の表の右に位置するが、紙面の都合上上下に分割。

資産全体の超過収益率の要因分析（金額ベース換算）			
資産配分要因	個別資産要因	その他要因	寄与度
-5,260億円	+0億円	-146億円	-5,406億円
+2,338億円	+292億円	-0億円	+2,630億円
-438億円	-731億円	+0億円	-1,169億円
+292億円	-1,169億円	+0億円	-877億円
-877億円	+1,607億円	-0億円	+731億円
-6,575億円	+0億円	+0億円	-6,575億円

超過収益率マイナス0.37%は、金額ベースに換算すると、マイナス5,406億円である。

GPIFは、平成29年度にプラス10兆810億円にも上る大幅な収益額を確保した。

しかしながら、各資産のベンチマークを基本ポートフォリオの割合で加重平均した、複合ベンチマークの収益額は、プラス 10 兆 6,070 億円に達したのであり、資産全体の収益額を、5,406 億円も上回る。

大幅な黒字に目を奪われて、得べかりし利益が 5,406 億円に上る不都合な真実を見逃してはならず、その原因を究明し、可及的速やかに是正措置を講ずる必要がある。

ちなみに、「平成 28 年度業務概況書」の 18 頁に掲載された、2016（平成 28）年度の超過収益率の要因分析の表について、同様に収益率を金額ベースに換算すると、つぎの表-6 のようになる。

表-6 2016（平成 28）年度の超過収益率の要因分析〈金額ベース換算〉

	収益率〈金額ベース換算〉		
	管理運用法人収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
資産全体	+7 兆 9,363 億円	+8 兆 4,239 億円	-5,011 億円
国内債券			
国内株式			
外国債券			
外国株式			
短期資産			

※ 資産全体の超過収益率の要因分析の表は、収益率の表の右に位置するが、紙面の都合上上下に分割。

資産全体の超過収益率の要因分析〈金額ベース換算〉			
資産配分要因	個別資産要因	その他要因	寄与度
-8,938 億円	+4,469 億円	-542 億円	-5,011 億円
-2,031 億円	+271 億円	+0 億円	-1,761 億円
-2,709 億円	+677 億円	-0 億円	-2,167 億円
+2,167 億円	+4,876 億円	-542 億円	+6,636 億円
-2,844 億円	-1,354 億円	+135 億円	-4,063 億円
-3,386 億円	+0 億円	+0 億円	-3,386 億円

平成 28 年度の超過収益率は、平成 29 年度と同率のマイナス 0.37%であった。

金額ベースに換算すると、マイナス 5,011 億円である。

ところで、平成 27 年度の超過収益率は、零%であったことから、第 3 期中期目標期間（平成 27 年 4 月から平成 32 年 3 月までの 5 年間）当初 3 年間の超過収益は、累計 1 兆円を超えるマイナスということになる。

しかも、項番（1）の引用に「管理運用法人が設立された 2006（平成 18）年度以降の 12 年間の平均で、運用資産全体の収益率は 3.24%、複合ベンチマーク収益率は 3.23%、

超過収益率は+0.00%となりました。」とあるとおり、設立以降培って来た超過収益の大半を失う結果となってしまったのである。

以下に、超過収益マイナスの原因を究明のこととする。

5. 原因究明その1（基本ポートフォリオの属性）

（1）基本ポートフォリオの属性

第3期中期計画に定められた基本ポートフォリオは、つぎのとおりであり、平成26年10月31日に変更された第2期中期目標を踏まえ、実質的な運用利回り1.7%を最低限のリスクで確保するよう、同日付で変更の基本ポートフォリオと同一である。

	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%

ところで、GPIFは、現行の基本ポートフォリオに変更の平成26年10月31日に公表したプレスリリース文「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」の9頁において「必要な積立金を確保しつつ、下振れリスクを最小化する観点から、運用目標（名目賃金上昇率+1.7%）を満たし、かつ、最もリスクの小さいポートフォリオを選定しました。」とし、つぎの基本ポートフォリオの属性を掲載している。

基本ポートフォリオの属性

	実質的なリターン	名目リターン	標準偏差
経済中位ケース	1.77%	4.57%	12.8%
市場基準ケース	1.98%	4.08%	12.8%

（注）経済中位ケースは成長戦略の効果が着実に発現する財政検証のケースEに相当し、市場基準ケースは市場に織り込まれている将来の金利水準を前提とした財政検証のケースGに相当する。

ちなみに、経済中位ケースにおける1リスク単位当たりのリターン（名目リターンを標準偏差で除したものは、 $0.3570 (=4.57 \div 12.8)$ ）である

（2）平成29年度末時点のポートフォリオの属性

平成29年度末時点の特別会計で管理する積立金（但し出納整理前の金額）を含む年金積立金全体の資産構成割合に基づいてポートフォリオの属性を試算してみると、つぎのようになる（リターンの設定、リスク・相関係数の設定については平成26年10月31日に基本ポートフォリオを変更した当時のものを使用）。

リターン	標準偏差	リターン÷標準偏差
4.39%	12.44%	0.3531

平成 29 年度末時点のポートフォリオの属性は、国内株式の組み入れ比率が 25.14%と基本ポートフォリオの構成割合 25%に達したにもかかわらず、資産全体のリターンは 4.39%と、基本ポートフォリオの属性 4.57%に達せず、標準偏差は 12.44%と、やはり基本ポートフォリオの属性 12.8%に達せず、1 リスク単位当たりのリターンは 0.3531 (=4.39÷12.44) で、基本ポートフォリオの 0.3570 と対比し劣っている。

したがって、平成 29 年度末時点のポートフォリオは、効率的ではなく、当然に見直しが必要になる。

では GPIF は、基本ポートフォリオの属性であるリターンおよび標準偏差(リスク)がともに未達な、平成 29 年度末時点のポートフォリオについて、資産全体のリスクをどのように認識し、如何なる是正措置を講じようとしているのか。

あるいは、そもそもリスクを認識していないのか。

つぎに、平成 29 年度運用状況の記者会見における、理事長と記者との質疑応答から、GPIF の基本的な姿勢を探ってみることにする。

6. 原因究明その 2 (平成 29 年度運用状況の記者会見)

GPIF が、平成 30 年 7 月 6 日に実施した平成 29 年度運用状況の記者会見において、理事長は、運用状況について説明した後の質疑応答において、以下のとおり回答している。

(1) 債券についての見方、短期資産の効率的な有り様とか、考え方

記者から、債券についての見方、あるいは短期資産の効率的な有り様とか、考え方を問われた理事長は、つぎのように回答した (You Tube GPIF 公式チャンネルから筆者作成)。

○理事長 基本的には、与えられた基本ポートフォリオに従って運用するというところに、長期的な観点からは、尽きると思います。

国内債券の現在のアンダーウェイトの状況につきましては、過去の金利の情勢、つまり 10 年よりも身近いところは、すべてマイナスになるという状況の中で、そこに対してさらに投資を増やすかということについては、慎重に、その先ほど日本株式のところでも申し上げましたが、当然日本の債券についての単純な価格の割安、割高で投資を決めるのではなくて、他の資産との対比の中で運用を決めて来た結果が表れているということだと思います。そうなりますと、つぎの問いへのお答えですが、短期資産につきましても、先ほどボラテ

イリティのご質問ありましたが、ああいった中で、他の 3 資産は相対的には、割高だったのではないかという判断の中で、投資の待機資金として、短期資産が 8.7%存在しているというのもまた事実だろうと思っております。

ただ、今のこの切り口だけで判断して行くのではなくて、今後の市場運用の中で、割安、割高、あるいはどの程度の相関があるかということ判断しながら、長期的な利益を得られるような形で運用して行きたいと考えております。

(2) 待機資金として短期資産が積み上がっている

引き続き別の記者から、つぎの質問があった (You Tube GPIF 公式チャンネルから筆者作成)。

○記者 同じく、短期資産のところなんですけれども、理事長、去年の会見でも同じような質問が出て、同じようにお答えになってたというふうに記憶しているんですけれども、結局、この 1 年間で投資環境はなかなか変わらなかったという中で、待機資金として短期資産が積み上がっていると、いう説明をされていますけれども、結局、そもそもこういう投資環境が続く中では、この程度の短期資産の保有というのは、もう仕方がないとお考えなのか、それとも、やはりフルインベストメントが基本だと、いうふうにお考えなのか、その基本的な考え方、もう一度お教え頂けますか。

これに対し理事長は、つぎのように回答した (You Tube GPIF 公式チャンネルから筆者作成)。

○理事長 基本的に、長期の投資について基本ポートフォリオを尊重して運用するという事に尽きるというふうに思っております。
基本ポートフォリオの中では、それぞれかなり広い乖離許容幅と申しますか、アロワンスが許されている訳でありますので、そのアロワンスを最大限活かすということになると、さらに大きな短期資産を持つことも、理論的には可能だろうというふうには思っております。

基本ポートフォリオを定め、これに基づき管理を行う以上は、基本ポートフォリオの属性を確保するために、原則として、フルインベストメントに努めるべきものであるが、理事長は正面切った回答を避けたのである。

何より気になるのは、乖離許容幅に対する捉え方であり、「アロワンスが許されている訳でありますので、そのアロワンスを最大限活かす」とは、少々乱暴に過ぎるのではないだろうか。

GPIF は、つぎの 3 点を想起の必要がある。

第1に、平成24年10月の会計検査院報告書「年金積立金（厚生年金及び国民年金）の管理運用に係る契約の状況等に関する会計検査の結果について」が、年金特別会計の国民年金勘定および厚生年金勘定における余裕金の運用について、「積立金を取り崩して多額の余裕金を保有するとその額の積立金を長期資金として運用する機会が失われることから、厚生労働省においては、今後とも、年金収支の見通しを的確に把握して積立金の取崩しを必要最小限の額にとどめ、多額の余裕金を保有することのないように努めることが重要である。」とし、フルインベストメントを促した事実を想起の必要がある。

第2に、GPIFは、現行基本ポートフォリオに変更の平成26年10月31日に公表したプレスリリース文「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」14頁において、つぎのとおり「基本ポートフォリオのリスク管理は、乖離許容幅に加え、ポートフォリオ全体のリスク量などにより複線的に行います。」とし、乖離許容幅単独ではなく、全体のリスク量などポートフォリオの属性を勘案し、複線的なリスク管理を行う旨を公言した事実を想起の必要がある。

第3に、同じくプレスリリース文14頁において、乖離許容幅の活用に係わる市場環境見通しは、確度の高いものとなるよう取り組む旨を公言した事実を想起の必要がある。

プレスリリース文（14頁）基本ポートフォリオの管理方法（太線下線筆者）

（1）機動的な運用

- 基本ポートフォリオの乖離許容幅の中で市場環境の適切な見通しを踏まえ、機動的な運用を行います。

ただし、その際の見通しは決して投機的なものとならず、確度の高いものとなるよう取り組みます。

（2）複線的なポートフォリオ管理

- 基本ポートフォリオのリスク管理は、乖離許容幅に加え、ポートフォリオ全体のリスク量などにより複線的に行います。

（3）移行時の乖離許容幅の取扱い

（略）

（4）短期資産の取扱い

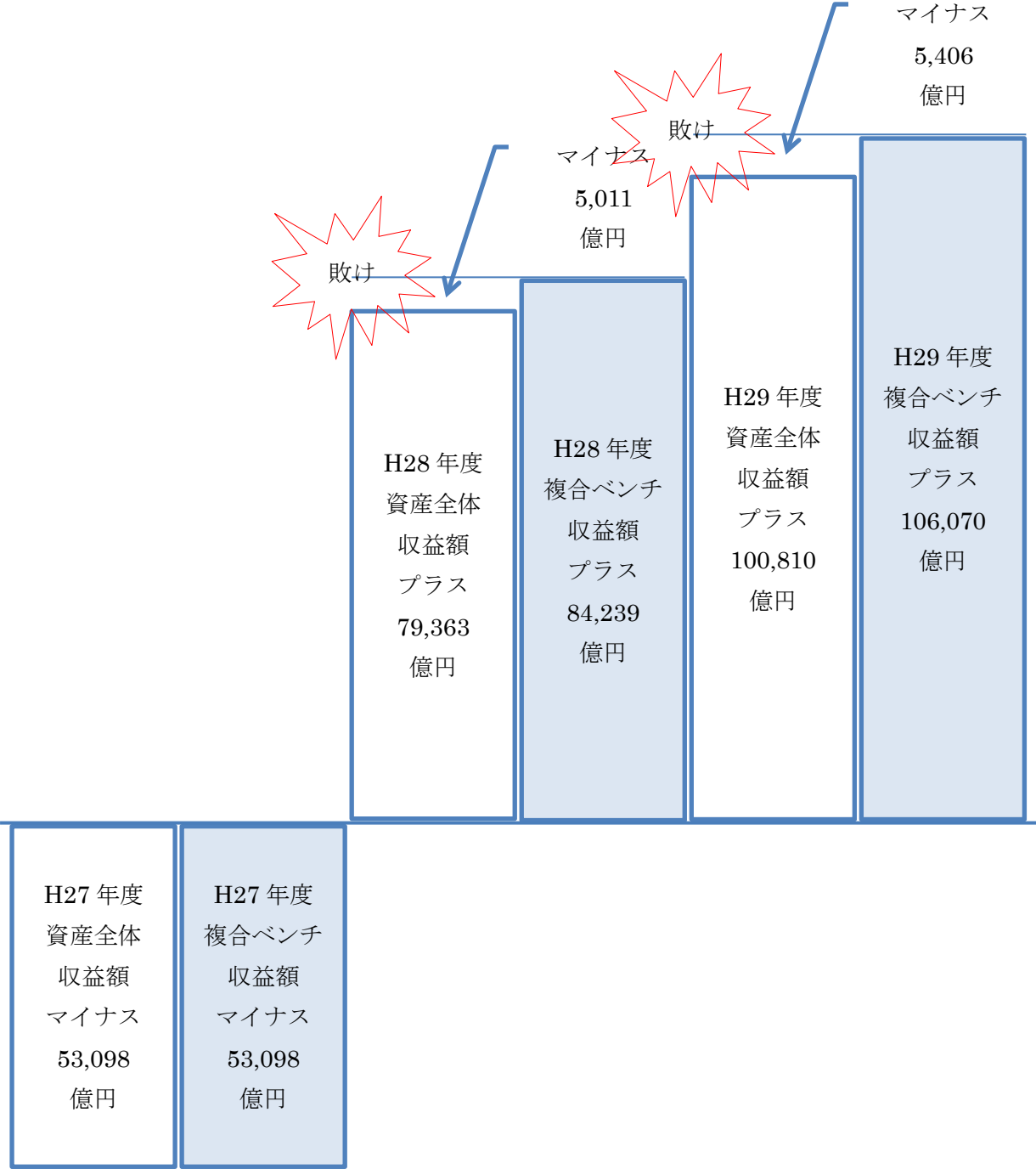
- これまでの基本ポートフォリオでは短期資産を5%として、各資産の構成比率を計算してきました（4資産の合計が95%となる形で計算）が、今後の基本ポートフォリオでは短期資産は設けず、4資産で100%となるように設定することとします。
- 実際の運用では、年金特別会計にある資金を含め年金積立金全体を100%として基本ポートフォリオを管理することとします。このため、短期資産を保有する分、他の4資産のウェイトが小さくなりますが、この分も含め、各資産の乖離許容幅の範囲で管理

します。

7. まとめ

(1) 不都合な真実

図-1 第3期中期目標期間における資産全体と複合ベンチマークの収益額



(注) 超過収益のマイナスは、超過収益率を金額ベースに換算したものであり、収益率の端数処理の影響から、資産全体および複合ベンチの収益額差額と一致せず。

GPIF は、平成 29 年度に運用資産全体の収益額として、プラス 10 兆 810 億円にも上る大幅な黒字を確保したものの、各資産のベンチマークを基本ポートフォリオの割合で加重平均した、複合ベンチマークの収益額は、それを上回るプラス 10 兆 6,070 億円であったことから、超過収益の額は、マイナス 5,406 億円（超過収益率を金額ベースに換算）の負けであった。

ところで、安倍内閣総理大臣は、平成 28 年 12 月 2 日に開催の第 192 回国会参議院本会議において、つぎのように答弁している。

「お尋ねの基本ポートフォリオ見直し後の運用状況は1 兆 962 億円のマイナスとの指摘がございましたが、本年 9 月までの間で 1.3 兆円のプラスとなっております。つまり、このように、短期間で見るとはなくて長期に見るべきだということは今申し上げているわけでございます。」

また、菅内閣官房長官が、平成 29 年 7 月 7 日午後の記者会見において、2 年ぶり黒字となった GPIF の「平成 28 年度業務概況書」公表に関連し、「今後とも短期的な運用結果に一喜一憂することなく、引き続き専門的視点に立って、年金積立金の運用を行って参りたいと、こういうふうに思います。」と回答の経緯がある

(http://www.kantei.go.jp/jp/tyoukanpress/201707/7_p.html)。

正しく、短期的な運用結果に一喜一憂すべきでない。

それ故、平成 29 年度の大幅な黒字を、手放しで喜ぶ訳には行かない。

図-1 に示すとおり、運用資産全体の収益額から複合ベンチマークの収益額を控除した平成 29 年度の超過収益の額、マイナス 5,406 億円（超過収益率を金額ベースに換算）は、平成 28 年度のマイナス 5,011 億円（超過収益率を金額ベースに換算）に続いての 2 年連続のマイナスであったのであり、GPIF 自らが「平成 29 年度業務概況書」の 17 頁に「管理運用法人が設立された 2006（平成 18）年度以降の 12 年間の平均で、運用資産全体の収益率は 3.24%、複合ベンチマーク収益率は 3.23%、超過収益率は+0.00% となりました。」と記しているとおおり、これまで培って来た超過収益の大半を失う結果となってしまったのである。

事態は深刻であると言わざるを得ない。

10 兆円規模の大幅な黒字に目を奪われて、かかる不都合な真実を見逃すことがあってはならない。

(2) 基本的なコンセプト、属性および構成割合

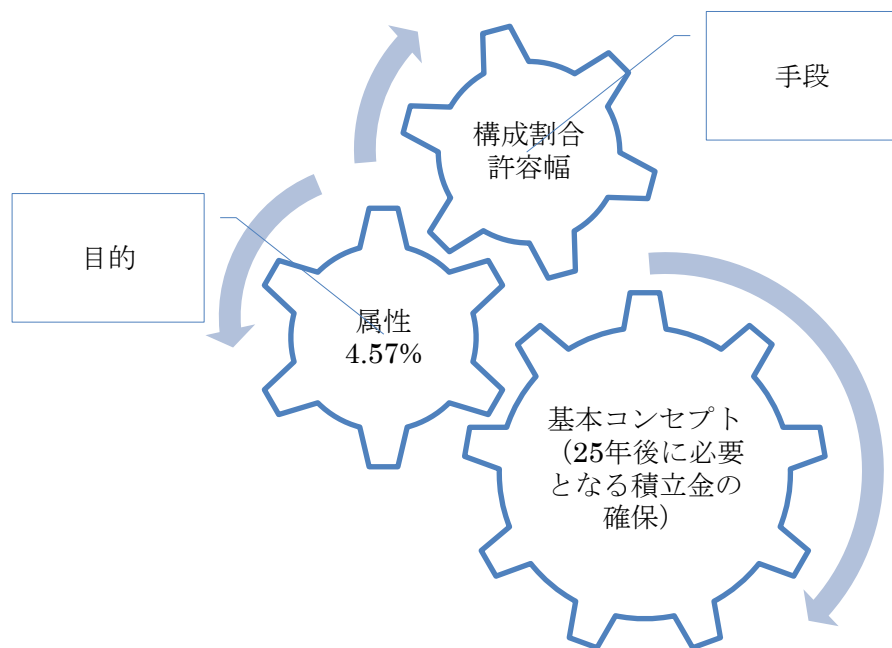
平成 26 年 10 月 31 日に第 2 期中期目標を変更のうえ、新たに「長期的に積立金の実質的な運用利回り（積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたものをいう。）

1.7%を最低限のリスクで確保すること」を運用の目標として掲げ、変更した、現行の基本ポートフォリオについて、その策定に係わる基本的なコンセプトを明らかにすると、(平成26年から)25年後の2039(平成51)年に必要となる、積立金を確保することであった。

そして、基本的なコンセプトを具体化するために導き出された基本ポートフォリオの属性は、名目リターン4.57%、標準偏差12.8%であった(経済シナリオが成長戦略の効果が着実に発現する「経済中位ケース」の場合)。

およそ、基本ポートフォリオのリスク管理は、ポートフォリオ全体のリスク量および資産構成割合などにより、複線的に実施することが常であることから、コンセプトの実現に向けたプロセスについて階層的に論ずることは、必ずしも実務と整合しない面があるが、論点整理のために敢えて解釈をするとすれば、基本ポートフォリオの属性であるリターンおよび標準偏差(リスク)を確保することを目的として、短期資産を除く、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式の4資産による最適化を実施して、得られた資産構成割合が、現行の基本ポートフォリオということになる。

したがって、GPIFの業務執行における目的は、基本ポートフォリオの属性として所要のリターンおよび所要の標準偏差(リスク)を確保することであり、資産構成割合の達成あるいは乖離許容幅の活用は、基本ポートフォリオの属性を確保するための手段に過ぎないことに留意の必要がある。



(3) 超過収益マイナスの真の原因

超過収益がマイナスになるという、不都合な真実の原因は何か。

本稿 6 頁に記載のとおり、「平成 29 年度業務概況書」は、その 17 頁に「2017（平成 29）年度の資産配分要因において、複合ベンチマーク収益率よりも収益率の低かった短期資産の保有等がマイナスに寄与し、資産全体で-0.36%となりました。短期資産の保有比率が高めとなった要因は、投資判断に加え、厚生年金基金の代行返上等の影響により、想定に反してキャッシュインが続いたことによるものです。」と説明を施している。

すなわち、投資判断および想定外のキャッシュインによって、複合ベンチマーク収益率よりも収益率の低かった短期資産の保有が高めになったことが、超過収益マイナスの直接的な原因であると説いている。

では、なぜ投資判断を間違えたのか。

超過収益マイナスを招いた真の原因は、何なのか。

ヒントは、平成 29 年度運用状況の記者会見における質疑応答にある。

記者から、短期資産の効率的な有り様とか、などについて問われた理事長は、「**投資の待機資金として、短期資産が 8.7%存在している**」と回答。

また、別の記者が、去年の会見においても、待機資金として短期資産が積み上がっている旨の説明がなされた事実を取り上げて、短期資産の保有は致し方ないと考えるのか、それともフルインベストメントが基本と考えるのかと問い質したのに対して理事長は、正面切って答えることなく「**さらに大きな短期資産を持つことも、理論的には可能だろうというふうに思っております。**」と応じた。

かかる質疑応答から、つぎの 3 点を推し量ることが出来る。

第 1 に、GPIF は、前年から待機資金として、短期資産を積み上げて来たこと。

第 2 に、GPIF は、基本ポートフォリオの属性であるリターン、標準偏差（リスク）の確保を第一義とはしていないこと。

第 3 に、基本ポートフォリオの乖離許容幅を、言わば既得権のように捉えていること。

それ故に、GPIF は、リターンあるいは標準偏差（リスク）の確保について意を用いることなく、基本ポートフォリオの乖離許容幅を言わば既得権のように捉え、相場観とも言うべき見通しのままに、前年から待機資金として短期資産を積み上げて来たのであり、かかる業務執行が超過収益マイナスの直接的な原因である。

そして、超過収益マイナスを招いた真の原因はというと、基本ポートフォリオの属性であるリターンあるいは標準偏差（リスク）を確保するための手段に過ぎない、資産構成割合の達成、あるいは乖離許容幅の活用を、業務執行の目的と勘違いしたこと、すなわち手段の目的化であると思われる。

本来は基本ポートフォリオの属性を確保するための手段であるべき乖離許容幅の活

用について、それ自体を目的化させてしまい、2年に亘り待機資金として短期資産を積み上げ、現行基本ポートフォリオの属性として所要のリターン（名目リターン 4.57%）および所要のリスク（標準偏差 12.8%）の何れもが未達となる、リターンが 4.39%、標準偏差が 12.44%（何れも平成 29 年度末時点の資産構成割合に基づき筆者試算）の歪なポートフォリオを構築してしまったことが、今日の敗因である。

（4）講ずべき是正措置

先ず以て GPIF は、ポートフォリオの属性について検証の必要がある。

検証の結果に基づいて講ずべき是正措置としては、基本ポートフォリオの属性として所要のリスク（標準偏差）を取っておらず、所要のリターンを確保出来ていない場合には、フルインベストメントに努めなければならない。

厚生労働大臣は、第 3 期中期目標において「長期的な観点からの資産構成割合（基本ポートフォリオ）を定め、これに基づき管理を行うこと。」を GPIF に対して指示し、GPIF は、策定した第 3 期中期計画において「長期的な観点からの基本ポートフォリオ定め、これを適切に管理する。」としたが、およそ基本ポートフォリオ定め、これを適切に管理する上での原則は、フルインベストメントである。

万一、市場環境の変化などから、所要のリスクを取り得ない場合には、GPIF は、その理由を明らかにしなければならない。

当然に、基本ポートフォリオの見直しが必要になる。

何ら合理的な理由が無く、ただ単に市場環境についての弱気の見通し、相場観から、待機資金として短期資産を積み上げ、挙句の果てには、これまで培って来た超過収益の大半を失ってしまったとすれば、執行機関たる GPIF は、当然にその責任の所在を明らかにしなければならない。

本稿 10 頁の実証データが示すとおり、運用成果の 97%以上が、資産配分で決まることから、待機資金として短期資産を積み上げることは、未運用の拡大に他ならず、市場環境の見通しを誤ると、致命的な結果を招く恐れがあることに、十二分に留意の必要がある。

ちなみに、第 1 次安倍内閣の経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会が、福田康夫内閣の平成 20 年 5 月 23 日に公表した第二次報告「公的年金基金運用の改革に向けて」は、改革の必要性について、つぎのとおり謳った経緯がある。

公的年金の積立金は国民から預かった貴重な資産であり、制約の多い運用により本来得られるべき利益が失われているのは、加入者・受給者に対する受託者責任の観点から問題である。このことにより、国民の機会利益が大きく損なわれるようなことがあってはならない。資産運用の基本は、その資金の性格に応じた運用である。国内債券中心の運用は、インフレ・リスクへの対応という観点から弱点もある。適切なリス

クと収益の組合せのなかで、効率的な運用を目指し、真の受託者責任を果たすべきである。

事ほど左様に、報道機関を含む公的年金の積立金に係わるすべての利害関係者は、10兆円規模の大幅な黒字に目を奪われて、超過収益マイナスという不都合な真実を見逃すことがあってはならず、GPIFは「本来得られるべき利益が失われているのは、加入者・受給者に対する受託者責任の観点から問題である」との認識に立ち、業務執行の在り方について自らを厳しく律して行く必要があるのではないだろうか。

さもなければ、GPIF改革、取り分けガバナンス改革は、有名無実化してしまうことになると思われる。

以上

《参考文献》

- GPIF「平成29年度業務概況書」
- GPIF「平成28年度業務概況書」ほか、平成18年度から平成27年度までの業務概況書
- GPIFホームページ「基本ポートフォリオの考え方」
- GPIF「年金積立金管理運用独立行政法人中期目標」（第3期）
- GPIF「年金積立金管理運用独立行政法人中期計画」（第3期）
- GPIF プレスリリース「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）
- GPIF「基本ポートフォリオの定期検証について」（平成28年5月30日）
- GPIF You Tube 公式チャンネル
- GPIFのその他公表資料
- 日本経済新聞電子版「市場のクジラ、おなかいっぱい GPIF「運用目安」超え」（2018年7月6日午後10時）
- 「Determinants of Portfolio Performance」（プリンソンほか1986年）
- 会計検査院「年金積立金（厚生年金及び国民年金）の管理運用に係る契約の状況等に関する会計検査の結果について」（平成24年10月）
- 第192回国会参議院会議録第15号（平成28年12月2日）
- 首相官邸ホームページ内閣官房長官記者会見（平成29年7月7日午後）
- 経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会第二次報告「公的年金基金運用の改革に向けて」