

GPIF の PDCA サイクルは機能しているか（実施編）

乖離許容幅の弾力化はリスク、リターン特性の確保を危うくする恐れがある

特任研究員 平井 一志¹

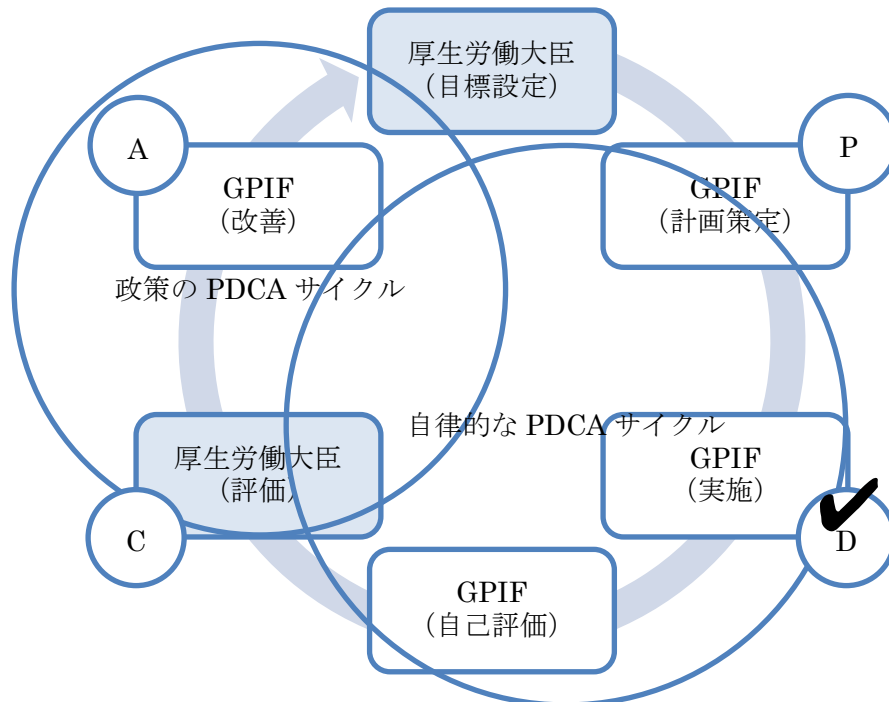
《要旨》

●GPIF は、平成 30 年 9 月 19 日付にて平成 30 年度計画を変更し、「当面の対応として、国内債券の資産構成割合の乖離許容幅について、弾力的に適用する」こととしたが、基本ポートフォリオに基づく管理の基本は、資産構成割合の維持によるリスク、リターン特性の確保であり、乖離許容幅の弾力化はその確保を危うくする恐れがある。

マイナス金利であったとしても、償還金は国内債券に再投資すべきものと思われる。

●そもそも、現行の国内債券の乖離許容幅は、基本ポートフォリオの見直しに伴う組み入れ比率の引き下げに正比例しておらず、PDCA サイクルの実施（D）フェーズを有効に機能させるためには、縮小を検討して然るべきものと思われる。

図-1 GPIF の自律的な PDCA サイクルと政策の PDCA サイクル



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. 平成 30 年度計画に係わる新旧対照表
3. 基本ポートフォリオの定期検証
4. 国内債券の組み入れ比率を一段と引き下げた場合の影響
5. 経営委員会審議から読み解く計画変更の趣旨
 - (1) 第 13 回経営委員会議事概要
 - (2) 第 14 回経営委員会議事概要
6. 年金積立金の運用の基本的な考え方
7. 乖離許容幅とは
 - (1) 乖離許容幅とは
 - (2) 実際の乖離許容幅
 - (3) 乖離許容幅の設定方法
8. 現行の乖離許容幅についての妥当性
9. 乖離許容幅（リバランス）に関する海外事例
 - (1) イェール大学基金（Yale Endowment）
 - (2) ノルウェーのGPIFG（Government Pension Fund Global）
10. まとめ
 - (1) 基本的な考え方
 - (2) 国内債券の乖離許容幅の弾力的適用の妥当性
 - (3) そもそも現行の国内債券の乖離許容幅の妥当性
 - (4) strong stomach と serious staying power

1. はじめに

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、平成 30 年 9 月 26 日平成 30 年度計画の変更に係わる理事長のコメントを、そのホームページに掲載し、「年金積立金管理運用独立行政法人は、平成 30 年度計画を変更し、当面の対応として、国内債券の資産構成割合の乖離許容幅について、弾力的に適用することとしました。当法人は、年金給付等のために年金特別会計に寄託金償還等を行う際、その都度保有する資産を市場で売却するのではなく、保有する国内債券の償還金等で充当できるようポートフォリオを設計しておりましたが、近年、厚生年金基金の代行返上等を背景に想定に反してキャッシュインが続いたことで、償還金等が短期資産として積み上がる一方、国内債券の資産構成割合が低下し乖離許容幅の下限に近づいてまいりました。こうした状況に加え、現在の市場環境を鑑みますと、償還金等を国内債券に機械的に再投資することは、必ずしも被保険者の利益にならない可能性があることから、経営委員会での

複数回の審議を経て年度計画の変更を議決し、厚生労働大臣に届出を行いました。ただし、変更後の年度計画においても、国内債券と短期資産を合算した資産構成割合は国内債券の乖離許容幅にとどめるとともに、市場環境を踏まえたリスク管理を徹底した上で、経営委員会に適切に状況報告を行い、市場環境等に変化があれば見直すこととしております。 当法人は、長期的な観点から運用を行っており、投資原則・行動規範を遵守し、次世代に必要な積立金を確保するためにしっかりと受託者責任を果たしてまいります。」とした。

平成30年度計画の変更に係る理事長コメント（GPIF ホームページより）



2018(平成30)年9月26日

年金積立金管理運用独立行政法人

平成30年度計画の変更に係る高橋理事長コメント

年金積立金管理運用独立行政法人（以下「当法人」という。）は、平成30年度計画を変更し、当面の対応として、国内債券の資産構成割合の乖離許容幅について、弾力的に適用することとしました。

当法人は、年金給付等のために年金特別会計に寄託金償還等を行う際、その都度保有する資産を市場で売却するのではなく、保有する国内債券の償還金等で充当できるようポートフォリオを設計しておりましたが、近年、厚生年金基金の代行返上等を背景に想定に反してキャッシュインが続いたことで、償還金等が短期資産として積み上がる一方、国内債券の資産構成割合が低下し乖離許容幅の下限に近づいてまいりました。

こうした状況に加え、現在の市場環境を鑑みますと、償還金等を国内債券に機械的に再投資することは、必ずしも被保険者の利益にならない可能性があることから、経営委員会での複数回の審議を経て年度計画の変更を議決し、厚生労働大臣に届出を行いました。

ただし、変更後の年度計画においても、国内債券と短期資産を合算した資産構成割合は国内債券の乖離許容幅にとどめるとともに、市場環境を踏まえたリスク管理を徹底した上で、経営委員会に適切に状況報告を行い、市場環境等に変化があれば見直すこととしております。

当法人は、長期的な観点から運用を行っており、投資原則・行動規範を遵守し、次世代に必要な積立金を確保するためにしっかりと受託者責任を果たしてまいります。

平成30年度計画全文はこちら https://www.gpif.go.jp/plan_h30.pdf

ところで、GPIFの現行の中期計画（第3期）は、その項番5の「基本ポートフォリオの見直し」において、「市場動向を踏まえた適切なリスク管理等を行い、定期的に基本ポートフォリオの検証を行うほか、策定時に想定した運用環境が現実から乖離している等必要があると認める場合には、中期目標期間中であっても、必要に応じて見直しの検討を行う。」としている。

今般理事長コメントは、年度計画の変更理由について、「現在の市場環境を鑑みますと、償還金等を国内債券に機械的に再投資することは、必ずしも被保険者の利益にならない可能性があることから、」としており、上記中期計画の記載からして、本来は基本ポートフォリオの見直しを実施して後に、年度計画を変更すべきものと思われる。

るが、今般は見直しを実施することなく、事を短兵急に進めている。

しかも、GPIFは、わずか5か月前の平成30年4月26日に開催の第9回経営委員会において市場環境を考慮した基本ポートフォリオの定期検証を実施し、10名の全委員の賛成により、見直す必要がないと結論付けたばかりである。

なぜ、今なのか。

俄かに国内債券について、その乖離許容幅の弾力化を実施しなければならない理由は何なのか。

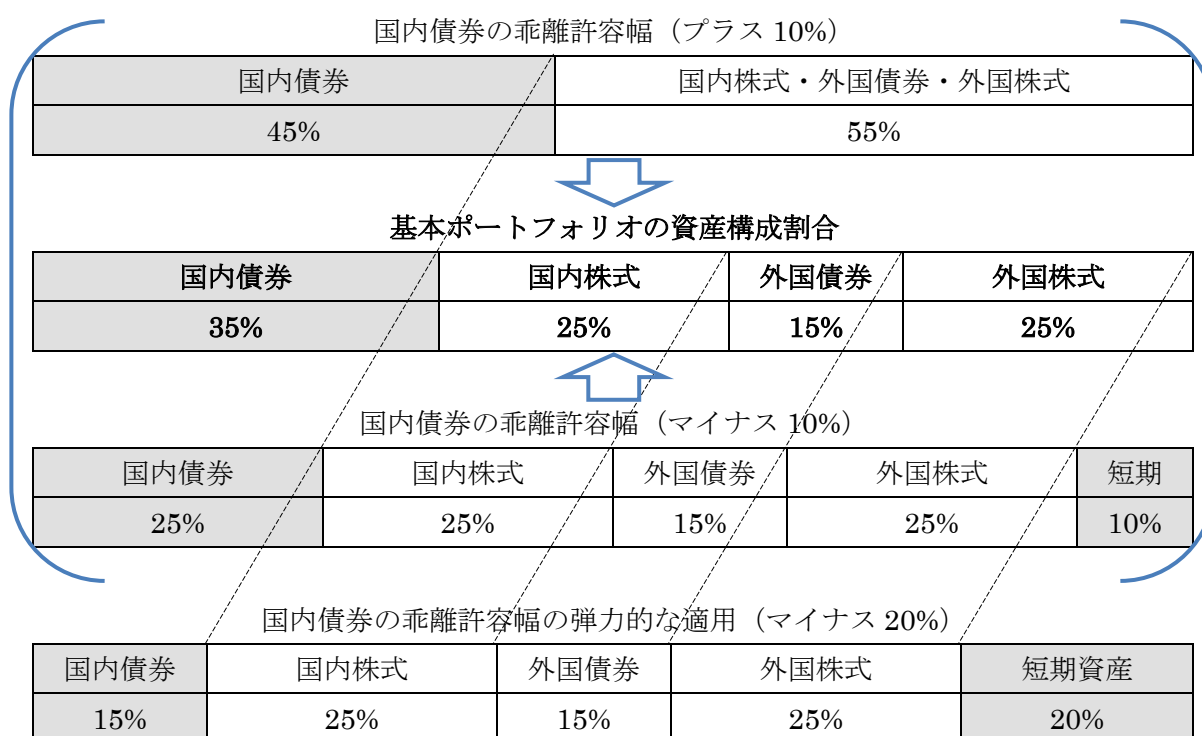
あるいは、そもそも4月の定期検証に、何らかの誤りがあったのか、否か。

何れにせよ、定められた手続きに則り、十分に審議を尽くしたうえで、納得性のある結論を導き出して然るべきである。

そして、透明性確保の観点から、当然に説明責任を果たさなければならない。

しかしながら、理事長コメントを公表後、今日に至るまで「当面の対応として、国内債券の資産構成割合の乖離許容幅について、弾力的に適用することとしました。」に至った判断の根拠あるいは材料について、一切の説明は施されておらず、説明責任は果たされていない。

図-2 国内債券の乖離許容幅の弾力的適用のイメージ



ちなみに、理事長コメントに「経営委員会での複数回の審議を経て年度計画の変更を議決し、厚生労働大臣に届出を行いました。」とあるが、GPIFのホームページに公表された経営委員会議事要旨を見るかぎり、国内債券について乖離許容幅の弾力化

を実施しなければならない理由、あるいは4月の定期検証に誤りがあったのか否かなどについて、審議された形跡は無い。

ましてや、基本ポートフォリオに基づく管理と乖離許容幅の管理との関係について論じられた形跡は無い。

そもそも、乖離許容幅を設定の目的は、何なのか。

どのように設定すべきものなのか。

乖離許容幅の問題は、延いてはリバランスの問題であり、GPIFのPDCAサイクルの実施(D)フェーズが抱える命題である。

したがって、GPIFのPDCAサイクルについて、その実施(D)フェーズを有効に機能させるためには、リバランス、延いては乖離許容幅の管理について、その目的、設定方法などルールを明確にし、ステークホルダーにおける共通の認識として置く必要がある。

そこで、本稿において、PDCAサイクルの実施(D)フェーズの有効性を確保する観点から、今般計画変更に係わる課題・問題点の洗い出しを試みるとともに、乖離許容幅の設定のあるべき姿について論点を整理のこととする。

2. 平成30年度計画に係わる新旧対照表

GPIFが、厚生労働大臣あて平成30年9月19日付けにて変更を届け出た「年金積立金管理運用独立行政法人平成30年度計画」に係わる新旧対照表は、つぎのとおり。
下線部分が、当初計画に加筆された。

表-1 「年金積立金管理運用独立行政法人平成30年度計画」新旧対照表

新
第1 国民に対して提供するサービスその他の業務の質の向上に関する目標を達成するためとるべき措置
1. ~4. (略)
5. 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の構成に関する事項
(1) 基本ポートフォリオ
モデルポートフォリオに即し、次の基本ポートフォリオに基づき、年金積立金の管理及び運用を行う。
<u>ただし、国内債券の償還金及び利金が積み上がる中、近時の市場環境において国内債券への機械的な再投資は必ずしも被保険者の利益にならない可能性があることを踏まえ、当面の対応として、国内債券の資産構成割合の乖離許容幅については、弾力的に適用する。</u>
<u>なお、弾力的に適用する場合であっても、国内債券と短期資産を合算した資産構成割合は国内債券の乖離許容幅の範囲内にとどめるとともに、市場環境を踏まえた</u>

リスク管理を徹底した上で、経営委員会に適切に状況報告を行い、市場環境等に変化があれば、本措置を見直すこととする。

旧

第1 国民に対して提供するサービスその他の業務の質の向上に関する目標を達成するためとるべき措置

1. ～4. (略)

5. 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の構成に関する事項

(1) 基本ポートフォリオ

モデルポートフォリオに即し、次の基本ポートフォリオに基づき、年金積立金の管理及び運用を行う。

3. 基本ポートフォリオの定期検証

ところで、GPIFは、すでに述べたとおり、平成30年4月26日に第9回経営委員会を開催し、基本ポートフォリオの定期検証について議決を行い、検証結果は、10名の全委員の賛成により承認された。

ただし、その議事概要に、質疑などの記載は無い。

そこで「平成29年度業務概況書」の資料編項番5「基本ポートフォリオの定期検証」に記載の内容から、定期検証の主旨を読み解くと、つぎのとおりとなる。

第一に、経済中位ケースにおける国内債券の期待リターンを、基本ポートフォリオの策定時（日銀マイナス金利導入以前）の名目リターン2.6%から、今回検証時、1.5%に引き下げるなど、各資産の期待リターンについて想定の見直しを実施したが、現行の基本ポートフォリオの実質的なリターンは、2.12%であり、目標利回りである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%を満たしている。

第二に、各資産を現行の基本ポートフォリオどおりの割合で運用したと仮定した場合の、想定運用期間の最終年度末（2039年度末）において予定積立金額を確保できない確率（リスク）は、経済中位ケースの場合、28%となり、前回検証時（平成29年4月）の31%より低下し、必要な積立金水準を確保できる見通しが高まった。

以上の点を確認し、現行の基本ポートフォリオは見直す必要がないとの結論に至ったものと思われる。

事ほど左様に、各資産を現行の基本ポートフォリオどおりの資産構成割合で運用した場合には、運用の目標である実質的な運用利回り1.77%を満たし、必要な積立金水準を確保できる見通しが高まったにもかかわらず、なぜ今、国内債券の乖離許容幅を拡大し、その組み入れ比率を引き下げる必要があるのか。

全く以て、理解に苦しむところである。

しかしながら、その判断に至った根拠や材料については、未だ何らの説明も施されていない。

表-2 基本ポートフォリオの定期検証（経済中位ケース）ポイント

	今回検証時 平成30年4月	前回検証時 平成29年4月	前々回検証時 平成28年5月	策定時 平成26年10月
各資産の期待リターン (名目リターン)				
国内債券	1.5%	2.0%	2.3%	2.6%
国内株式	5.5%	5.8%	5.9%	6.0%
外国債券	3.8%	4.1%	4.1%	3.7%
外国株式	7.8%	7.2%	6.7%	6.4%
短期資産	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%
賃金上昇率	2.3%	2.7%	2.7%	2.8%
基本ポートフォリオの 属性				
実質的なリターン	2.12%	1.87%	1.87%	1.77%
名目リターン①	4.42%	4.57%	4.57%	4.57%
標準偏差②	12.24%	12.23%	12.39%	12.75%
①/②	0.361	0.374	0.369	0.358
予定積立金額を確保で きない確率	28%	31%	25%	40%

(注) 予定積立金額は、策定時および前々回策定時は厚生年金のみの積立金額であり、前回および今回検証時は厚生年金に国民年金を加えた積立金額である。

4. 国内債券の組み入れ比率を一段と引き下げた場合の影響

GPIFは、今般平成30年度計画を変更し、国内債券の資産構成割合について、その乖離許容幅を実質的に拡大し、現行の組み入れ比率の下限である25%を、一段と引き下げる可能性を示唆したのであり、かくのごとく国内債券の組み入れ比率を、一段と引き下げた場合の影響について、つぎのとおり試算を試みた。

〈ケース1〉は、各資産を現行の基本ポートフォリオどおりの資産構成割合で運用したと仮定した場合であり、〈ケース2〉以降、順次、国内債券の組み入れ比率を、5%削減し、すべて短期資産に振り替える前提により試算した。

表-3 国内債券の組み入れ比率を一段と引き下げた場合の影響 (試算)

	ケース1	ケース2	ケース3	ケース4	ケース5
基本ポートフォリオの 資産構成割合					
国内債券	35%	30%	25%	20%	15%
国内株式	25%	25%	25%	25%	25%
外国債券	15%	15%	15%	15%	15%
外国株式	25%	25%	25%	25%	25%
短期資産	0%	5%	10%	15%	20%
各資産の期待リターン (名目リターン)					
国内債券	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
国内株式	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
外国債券	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
外国株式	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
短期資産	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
各資産の標準偏差					
国内債券	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%
国内株式	24.86%	24.86%	24.86%	24.86%	24.86%
外国債券	11.46%	11.46%	11.46%	11.46%	11.46%
外国株式	25.70%	25.70%	25.70%	25.70%	25.70%
短期資産					
基本ポートフォリオの 属性					
実質的なリターン	2.12%	2.09%	2.06%	2.03%	2.00%
名目リターン①	4.42%	4.39%	4.36%	4.33%	4.30%
標準偏差②	12.24%	12.28%	12.33%	12.38%	12.43%
①/②	0.361	0.357	0.354	0.350	0.346

国内債券の償還金などを同じく国内債券に再投資することなく、また国内株式、外国債券、外国株式に投資することもせず、待機資金として短期資産に積み上げた場合には、表-3のとおり、ポートフォリオの期待リターンは、低下を続け、一方、標準偏差(リスク)は、拡大を続けることになる。

留意すべきは、今回平成30年4月検証時の各資産の相関係数である。

表-4 今回平成30年4月検証時の各資産の相関係数

相関係数	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
国内債券	1.00				
国内株式	-0.17	1.00			
外国債券	-0.26	0.12	1.00		
外国株式	-0.36	0.78	0.50	1.00	
短期資産					

今回検証時の国内債券に係わる相関係数は、国内株式、外国債券、および外国株式に対して逆相関となっており、国内債券の組み入れ比率を引き下げ、短期資産の組み入れ比率を引き上げるごとに分散効果が希薄化し、標準偏差（リスク）が拡大を続けることになる。

然は然りながら、国内債券の償還金などを短期資産ではなく、国内株式、外国債券、あるいは外国株式に再投資した場合には、今回検証時における基本ポートフォリオの属性よりもリスク（標準偏差）が高まることになる。

したがって、償還金などを国内債券に再投資することなく、専ら待機資金として短期資産に積み上げることは、期待リターンの低下に加えて、資産についての分散効果、さらには時間についての分散効果を損なう恐れがあることから、乖離許容幅の弾力的な適用を謳い、実質的に国内債券の組み入れ比率を一段と引き下げることは、妥当とは言い難く、中止すべきと思われる。

本年4月26日に実施した基本ポートフォリオの定期検証から今日まで、新たに構造的な環境変化と思しき事象は起きておらず、今回検証の結果として見直す必要がないとの結論に至った以上、現行の基本ポートフォリオの属性であるリスク、リターン特性（今回検証時の名目リターン4.42%、標準偏差12.24%）を維持するためには、たとえマイナス金利であったとしても、償還金などは国内債券に愚直に再投資すべきものと思われる。

巷間、マイナス金利下において、7年より短い債券は買い辛いと言われる。確かに国内債券の7年より短いゾーンはマイナス金利になっており、買い辛い心理が働くことは容易に理解できるが、基本ポートフォリオに基づく管理は、すなわち資産全体として所要のリスク、リターン特性を確保する全体最適化の枠組みであり、個別資産の属性を捉えて議論することは、“木を見て森を見ていない”ことになる。

一部の年金コンサルタントが、マイナス金利の債券購入は忠実義務に違反する恐れがあると指摘との情報を耳にするが、基本ポートフォリオに基づく管理が全体最適化のプロセスであることを理解していない素人の見解と言わざるを得ない。

すなわち、債券ポートフォリオ全体として、デュレーション（平均回収期間）を調整する、あるいは債券以外の資産クラスとの分散効果を確保する、といった観点から、たとえマイナス金利の債券であったとしても購入するのが、債券ポートフォリオ、延いては基本ポートフォリオを全体最適化するための当然の投資行動である。

5. 経営委員会審議から読み解く計画変更の趣旨

然らば、GPIFは、如何なる趣旨から、年度計画を変更したのか。

前掲理事長コメントには、「近年、厚生年金基金の代行返上等を 背景に想定に反してキャッシュインが続いたことで、償還金等が短期資産として積み上がる一方、国内債券の資産構成割合が低下し乖離許容幅の下限に近づいてまいりました。こうした状況に加え、現在の市場環境を鑑みますと、償還金等を国内債券に機械的に再投資することは、必ずしも被保険者の利益にならない可能性があることから、」とある。

とどのつまり、市場環境を理由として、国内債券の再投資を忌避する文脈であるが、具体性がなく、およそ説明責任を果たしているとは言い難い。

本稿執筆の現段階においては、理事長コメント以外に、計画変更の趣旨を読み解く術は、経営委員会での審議を措いて無い。

そこで、以下に、公表されている経営委員会議事概要から、計画変更の趣旨を読み解いて見ることにする。

(1) 第13回経営委員会議事概要

GPIFは、平成30年7月31日に第13回経営委員会を開催のうえ、「乖離許容幅管理について」を審議事項としたが、その議事概要は、質疑などについて、つぎのとおりとしている。

GPIF 第13回経営委員会議事概要から抜粋（下線太字筆者）

委員	いろいろな評価基準があると思うが、現場で対応されている方の意見を伺いたい。
理事長	国内債券の投資環境で、機械的に投資するののかについては、内部でも随分検討した。 基本ポートフォリオを変えるのか、ルールそのものを変えるのかについては、あと1年半経つと次の基本ポートフォリオの策定があるので、その議論に委ねる部分は委ねて、 <u>あと1年半をどうこらえるかということに集中する。通常の投資行動の中で乖離許容幅管理に少しアローワンスをいただくという方向で検討していただきたい。</u>
委員	理事長のご発言は非常に適切だと思う。
委員	私もそのとおりだと思う。専ら被保険者にとって利益にかなうのかという観点

からすると、特殊な状況下において一定の条件のもとで例外的な措置として認めることを中心に考えるべきだと思う。ただ、いつまでやるのかという期間については共通認識に立っておくべきだと思うし、仮に乖離許容幅の下限に達した場合には、透明性ということからも、社会保障審議会の関連部会に報告することが必要ではないかと思う。

委員 規範的な面から意見を言うと、結論は同じだが、説明ぶりはきちんと整理したほうが良いと思う。基本ポートフォリオが守るべきルールであるならば、それを簡単に変えるというのはおかしいし、例外が恒常的にあるのもおかしいと思う。したがって、特殊状況下での、緊急避難的な、あるいは時限的な対応なのであるという整理をすべきではないか。当然ながら特殊状況が解消されたときには原則に戻るという考え方に基づいて当面は対応するという事ではないかと思う。

執行部 規範的なところについては、本来であれば基本ポートフォリオを定めている中期計画を変更して、例外的な取り扱いをすべきではないかという意見もあったが、厚生労働省とも相談をして、今回は、各委員からご発言があったように、時限的あるいは一定の条件下で、例外的な取り扱いをするものである。

恒久的な措置でないのであれば、例えば年度計画は毎年経営委員会の議決を経て厚生労働大臣に提出するので、年度計画の中で例外的な取り扱いを位置づけることもできる。今回はマイナス金利下である、あるいはキャッシュインが非常に大きく発生するという特殊状況下で生じている問題でもあり、キャッシュアウトの状況等を年度単位でモニターするので、年度計画で例外的な取り扱いをするというやり方があるのではないかと厚生労働省とも相談をしている。もしその方向性でよろしければ、次回以降に経営委員会で具体的な年度計画の変更案を議論いただきたい。

委員 とりあえず次のところまでのものは、基本を変えるのではなくて例外的にしたほうが良いのではないかと思う。合理的に考えれば、次の中期計画にあわせて、もう一回市場の方向感がきちんと定まったときに決めれば良いのではないかと思う。

委員 大きな方向感においては合意があったと思う。特殊な状況下において一定の条件のもとで例外的な措置として認める、具体的には執行部から発言があったように、年度計画の修正という対応をする。執行部に具体的な案をつくってもらい、次回の経営委員会で決めたいと思う。

以上の議事概要から、今般計画変更の趣旨が、マイナス金利の忌避にあることは読み取れるものの、手続き論に終始しており、先ごろ実施した基本ポートフォリオの定期検証についての評価、あるいは乖離許容幅の弾力的適用が基本ポートフォリオの属性に与える影響に関する記載は無く、なぜ、マイナス金利を忌避する必要があるのか、

その必然性について、議事概要から読み解くことは出来ない。

留意すべきは、質疑の冒頭において、理事長が、「通常の投資行動の中で乖離許容幅管理に少しアローワンスをいただくという方向で検討していただきたい。」と、基本ポートフォリオに基づく管理の視点ではなく、乖離許容幅管理という視点から、「少しアローワンスをいただく」と発言している点である。

GPIFが管理すべきは、乖離許容幅ではなく、基本ポートフォリオのはずである。

すなわち、GPIFの資産配分戦略は、平均分散アプローチによる政策アセットミックス（基本ポートフォリオ）に基づき年金積立金の管理および運用を行う政策的資産配分（Policy Asset Allocation = PAA）であり、たとえば、カナダの公的年金であるCPPIBなどが採用の機動的な資産配分（Tactical Asset Allocation = TAA、戦術的資産配分）ではない。

GPIFは、現行の中期計画において「長期的に積立金の実質的な運用利回り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、これを適切に管理する。**」とし、平成30年度計画において「**基本ポートフォリオに基づき、年金積立金の管理及び運用を行う。**」旨を明記している。

事ほど左様に、GPIFにおける資産配分戦略は、あくまでも基本ポートフォリオ（Policy Asset Allocation = PAA、政策的資産配分）が大前提なのである。

なお、平成30年度計画は、基本ポートフォリオに関する注記において、「経済環境や市場環境の変化が激しい昨今の傾向を踏まえ、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、機動的な運用ができる。」としているが、直ちに引き続いて「ただし、その際の見通しは、決して投機的なものであってはならず、確度が高いものとする。」と但し書きを付しており、あくまでもGPIFの資産配分戦略は、基本ポートフォリオに基づく管理が大前提である。

したがって、執行機関であるGPIFの責任者が、仮にも、年度計画の注記にある“機動的な運用ができる”との表現に基づき、「通常の投資行動の中で乖離許容幅管理に少しアローワンスをいただくという方向で検討していただきたい。」と発言したものとすれば、残念ながら、GPIFの資産配分戦略について錯誤があったものと見做さざるを得ない。

留意すべきは、政策的資産配分と機動的な戦術的資産配分とでは、リスク管理の方法が異なる点である。

政策的資産配分においては、専ら資産構成割合により基本ポートフォリオのリスク、リターン特性を管理するのに対して、機動的な戦術的資産配分においては、たとえばカナダの公的年金であるCPPIBが実施のように、リスクのコントロールとリターンの最大化をバランスさせるために、①機動的なリファレンス（参照）ポートフォリオのほかに、②戦略ポートフォリオ、および③目標ポートフォリオなどを構成要素とする

全体最適化の枠組み（Total Portfolio Investment Framework）を構築し、加えて一元的なリスク管理を可能にするリスクの定量化を実現する必要があるのである。

言うまでもなく完全にして無欠な方法論あるいは戦略などというものは存在するはずがなく、平均分散アプローチによる政策アセットミックス（基本ポートフォリオ）に基づく政策的資産配分については、予てより前提条件あるいは制約条件が最適解に与える影響の大きさが問題視されている。

それ故に、GPIFは、定期的に基本ポートフォリオの検証を実施することにより、継続的改善に努めているのである。

ところで、昨今の超低金利局面から政策的資産配分におけるアセットクラスとしての国内債券の位置付けが問題視されることがあるが、資産配分戦略そのものに変更を加えることの是非については、2020（平成32）年から始まる次期の中期目標および中期計画の策定に係わる議論、および合意形成を待たなければならない。

言うまでもなく、現行の中期目標および中期計画の拡大解釈による、なし崩しの戦略変更は、ガバナンスの観点から許されることではない。

GPIFは、平成26（2014）年10月に実施した基本ポートフォリオの見直しに伴い、新たな、すなわち現行の基本ポートフォリオを策定するに当たり、想定運用期間を2039（平成51）年度までの25年間としたが、かかる長期の運用期間における資産配分戦略において何より重要なことは、一貫性を保つことであり、目前の環境変化に右往左往することなく、継続的改善の視点と、“胆力”とを持って事に当たる必要がある。

（2）第14回経営委員会議事概要

GPIFは、平成30年9月18日に第14回経営委員会を開催のうえ、「乖離許容幅管理について」を報告事項としたが、その議事概要は、質疑などについて、つぎのとおりとしている。

GPIF 第14回経営委員会議事概要から抜粋（下線太字筆者）

委員	前回の経営委員会において短期資産の資産管理機関の選定についての報告があり、マイナス金利分を当法人で負担する形になったと理解しているが、事実関係は正しいか。また、実際にマイナス金利で当法人が負担しなければいけない金額はどのぐらいになるのか。
執行部	前回の経営委員会において、短期資産の資産管理機関の選定をご説明したが、公募の趣旨が2点ある。現状の金融環境、短期資産の運用環境が従来と大きく変わってきている中で、効率的な短期資産の運用方法の提案を広く求めて、公的年金の利益を最大限に維持しようという観点が1つ。もう一つが、資産管理機関が集中していることによるリスク、具体的には資産管理能力の低下による事務リスクや、経営状態の悪化などによる与信リスクを考慮して、それを軽減する観点で

公募を行った。マイナス金利下でも経営悪化を回避しながら、できるだけ公的年金の短期資産の運用でマイナスとならないような工夫がされている 2 社を選定した。先ほど御質問にあったような資産管理機関が負担していたマイナス金利分を GPIF が負担するという趣旨で行ったものではない。

なお、短期資産の運用状況は、選定された資産管理機関において、できるだけマイナスとならないように工夫されているが、足元ではごくわずかにマイナスの運用となっている。

委員 資料に国内債券を代替する資産または投資戦略を検討するとあるが、どのような検討をしているのか。

執行部 今すぐ具体的にできるものがあるわけではないが、常に検討していくことだと考えており、記載している。

ちなみに、平成 29 年 12 月 18 日付け日本経済新聞朝刊が「預金にかかるマイナス金利分、GPIF が負担、みずほ系信託が要請」と題する記事を掲載し、預金（短期資産）の預け先である信託銀行がマイナス金利分を負担しきれなくなったとした。

負担は年に数十億円程度とみられる。

そして記事は、GPIF はマイナス金利での短期資産運用を見直すため平成 29 年 12 月 18 日に運用者の公募を始め、コールローンなどを用いた短期運用を増やし、マイナス金利負担を少しでも減らす手法を募るとしたのである。

上記の第 14 回経営委員会における質疑は、まさしくかかる短期資産の資産管理機関の選定に関するものであり、質疑の内容から明らかなように、多寡の問題はさておき、GPIF は短期資産に係わるマイナス金利分を負担することになる。

したがって、マイナス金利を忌避する余りに、国内債券の乖離許容幅を実質的に拡大し、償還金などを国内債券に再投資することなく、待機資金として短期資金に積み上げた、挙句の果てに、短期資産に係わるマイナス金利分を負担することになるということは、元も子もないのではないだろうか。

6. 年金積立金の運用の基本的な考え方

ここで改めて、年金積立金の自主運用が開始された平成 13 年 4 月の当時にまで遡り、GPIF の事務・事業である年金積立金の運用の基本的な考え方について論点を整理して見ることにする。

まさしく、原点回帰である。

旧厚生省年金局は、GPIF の前身組織である年金資金運用基金による自主運用の開始に先立ち、平成 10 年 1 月に「年金積立金の運用の基本方針に関する研究会」を、平成 12 年 9 月に「年金積立金の運用の基本方針に関する検討会および同専門部会」を設け、平成 12 年 12 月に検討会が報告書を取り纏め公表した経緯がある。

年月日	研究会・検討会
平成 10 年 1 月 23 日	第 1 回年金積立金の運用の基本方針に関する研究会
平成 10 年 6 月 12 日	「年金積立金の運用の基本方針に関する研究会報告」
平成 12 年 9 月 5 日	第 1 回年金積立金の運用の基本方針に関する検討会
平成 12 年 9 月 18 日	第 1 回年金積立金の運用の基本方針に関する検討会専門部会
平成 12 年 12 月 22 日	「年金積立金の運用の基本方針に関する検討会報告書」
平成 13 年 2 月 27 日	社会保障審議会「年金積立金の運用の基本方針」答申
平成 13 年 4 月 1 日	年金資金運用基金の設立
平成 13 年 4 月 1 日	厚生労働大臣から寄託された年金資金の運用を開始
平成 13 年 4 月 4 日	平成 13 年厚生労働省告示第 183 号「厚生保険特別会計の年金勘定に係る積立金及び国民年金特別会計の国民年金勘定に係る積立金の運用に関する基本方針」

そして、厚生労働大臣から諮問を受けた社会保障審議会は、かかる検討会報告書などにに基づき平成 13 年 2 月に「年金積立金の運用の基本方針」を答申し、厚生労働省は、平成 13 年 4 月 4 日付けにて平成 13 年厚生労働省告示第 183 号「厚生保険特別会計の年金勘定に係る積立金及び国民年金特別会計の国民年金勘定に係る積立金の運用に関する基本方針」を発出した。

告示第 183 号は、第一「積立金の運用の基本的な方向」の項番二「基本的考え方」の第 2 項として「より小さなリスクで必要なリターンの確保を図るため、特性の異なる資産による分散投資を行うとともに、長期的に維持すべき資産構成割合（以下「基本ポートフォリオ」という。）を策定し、運用を行う。」とした。

さらに、第二「積立金の運用に係る長期的な観点からの資産の構成に関する事項」の項番一「基本ポートフォリオの意義」において「年金財政や経済等その前提条件に著しい変化がない限り、資産ごとの構成比率を長期的に維持する」とするとともに、項番二「基本ポートフォリオ」の第 1 項「基本ポートフォリオ」において「資産の構成比率は長期的に維持するものであること、及びその適用は自主運用開始後一定期間を経たのちであることを前提に、基本ポートフォリオを策定する。」とした。

すなわち、告示第 183 号は、基本ポートフォリオの資産構成割合は長期的に維持するものであることを、念押ししたのである。

なお、告示第 183 号は、年金資金運用基金の廃止に伴い廃止されたが、その基本的な考え方は後継組織である GPIF に承継されており、当年金シニアプラン総合研究機構の研究論文誌「年金と経済」の平成 21 年 4 月 27 日発行 28 巻 1 号に、当時の GPIF 清水調査室長が、「年金積立金運用の基本的な考え方と基本ポートフォリオ」と題する論文を寄稿し、つぎのとおり「年金積立金運用のリスク管理は、基本ポートフォリオ

で定められた資産構成割合を維持することが基本となる。」と論じた経緯がある。

「年金と経済」平成21年4月27日発行28巻1号7頁（下線太字筆者）

年金積立金運用のリスク管理は、基本ポートフォリオで定められた資産構成割合を維持することが基本となる。現実の資産構成割合は、各資産クラスの時価変動によって基本ポートフォリオで定めた資産構成割合から多少の乖離が生じることになるので、実際のリスク管理は、その程度に応じて乖離が小さくなるようリバランス等を行うこととなる。

しかしながら、そのために頻繁な売買を行えば、取引コストがかさむことになる上、年金積立金の巨額性を踏まえると、マーケットインパクトを無視できないと考えられることから、現行のポートフォリオ管理においては、資産クラスごとに許容乖離幅を設定し、一定の乖離は許容するという考え方がとられている。

したがって、基本ポートフォリオに基づく管理の基本は、定めた資産構成割合を維持することにより所期のリスク、リターン特性を確保することであるが、この資産構成割合を維持するための売買について、取引コストやマーケットインパクトなどを考慮した場合、一定の時間的な猶予が必要であることから、乖離許容幅を設定することになっているのである。

リバランス、延いては乖離許容幅の管理は、基本ポートフォリオに基づく管理の手段であって、目的ではないことに留意の必要がある。

およそ手段の目的化は、ミスリードを招く。

GPIFのPDCAサイクルについて、その実施（D）フェーズを有効に機能させるためには、乖離許容幅管理の目的化を排除し、愚直にポートフォリオ管理の基本を貫く必要があるのである。

そもそも、GPIFは、今日只今そのホームページの「年金積立金の運用とは」の「法律上の要請」において、厚生労働大臣により定められた中期目標についての解説文の中で、つぎのとおり、基本ポートフォリオを維持していくことが、法律上の要請である旨を表明している。

GPIFホームページ「法律上の要請」から抜粋（下線太字筆者）

これを受けて、中期計画において「分散投資を基本とし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・運用を行っています。

このような年金制度からの要請に応える年金積立金運用のあり方ですが、まず、「長期的な観点からの安全かつ効率的な運用」という基本的な考え方については、安全性と効率性の両面を考慮することが求められます。仮に、安全性のみを重視し、現金の

まま保有するとすれば、名目額で積立額が減る心配はありませんが、長期的には、物価や賃金が上昇する分、実質的な価値が目減りしてしまうことは避けられないので、効率的な運用という要請に応えることにはなりません。

長期的に、実質的な価値を維持し、さらに実質的な価値を増大させていくためには、収益率の変動幅という意味での一定のリスクをとりつつ、リスクに見合った収益率が期待できる資産に投資を行っていくことが求められます。

この場合、「できる限り低いリスクで必要な収益を得る」ための最も基本的な考え方が、特性の異なる複数の資産に分散して投資を行うという「分散投資」と、長期的な観点から基本となる資産構成割合を決めて、これを維持していくという「基本ポートフォリオの策定・管理」という二つです。

さらに、同じくホームページの「年金積立金の運用とは」の「基本ポートフォリオの考え方」の項番 1 の「長期投資としての基本ポートフォリオの策定・管理」において、つぎのとおり、基本ポートフォリオを長期間維持していく方が、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、効率的であるとしている。

GPIF ホームページ「基本ポートフォリオの考え方」から抜粋（下線太字筆者）

長期的な運用においては、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ことが知られています。

にもかかわらず、GPIF は、平成 30 年度計画を変更し、「乖離許容幅について、弾力的に適用することとしました。」としたのであり、当然に、これら基本ポートフォリオの維持に関する公式見解との齟齬について、説明を施さなければならない。

しかしながら、未だ説明責任は果たされていない。

かてて加えて、今般理事長コメントは、その文末において、投資原則の遵守を謳っている。

償還金などを再投資することなく、待機資金として短期資産に積み上げた場合には、資産、さらには時間についての分散効果が希薄化し、標準偏差（リスク）が拡大することから、「資産、地域、時間等を分散して投資することを基本とし、」とする、投資原則との抵触についても、説明責任を果たす必要があるのである。

7. 乖離許容幅とは

そもそも、乖離許容幅を設定の目的は、何であり、どのように設定すべきものなのか。

(1) 乖離許容幅とは

GPIFは、そのホームページの用語集において、乖離許容幅について「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、資産の入替え等（リバランス）を行い、乖離を解消することとなります。しかし、時価の変動等により小規模な乖離が生じたばいに入替えを行うことは、売買コストの面等から非効率であるため、基本ポートフォリオからの乖離を許容する範囲を定めており、これを乖離許容幅といいます。」とする説明を施している。

まさしく GPIF は、そのホームページにおいて、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、乖離を解消することが、基本ポートフォリオに基づく管理の基本であることを明らかにした上で、乖離を解消するに当たっては、売買コストの面などを考慮した場足、一定の時間的な猶予が必要であることから、乖離許容幅を設定することにしているのである。

かかる定義からも、GPIFにおける資産配分戦略は、基本ポートフォリオに基づく政策的資産配分であり、リバランス、延いては乖離許容幅の管理は、基本ポートフォリオに基づく管理の手段であって、目的ではないことは明らかである。

(2) 実際の乖離許容幅

公的年金の自主運用が、年金資金運用基金によって開始された平成13年4月から今日までの基本ポートフォリオの変遷について見てみると、以下のとおり5期に区分することができる。

①（平成16年度まで）年金資金運用基金の基本ポートフォリオ

	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	68%	12%	7%	8%	5%
乖離許容幅	±8%	±6%	±5%	±5%	—

(注) 平成11年の財政再計算結果（予定運用利回り4.0%）に基づき、平成13年3月に策定したもの

②（平成17年度から）年金資金運用基金の基本ポートフォリオ

	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%	—

(注) 平成16年の財政再計算結果（予定運用利回り3.2%）に基づき、平成17年3月に策定したもの

③（平成 18 年 4 月から平成 25 年 6 月まで）GPIF の基本ポートフォリオ

	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%	—

④（平成 25 年 6 月から平成 26 年 10 月まで）GPIF の基本ポートフォリオ

	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%	—

⑤（平成 26 年 10 月から）GPIF の基本ポートフォリオ

	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	35%	25%	15%	25%	
乖離許容幅	±10%	±9%	±4%	±8%	

ただし、この間、資産構成割合が 5 期、5 パターンであるのに対して、乖離許容幅は 2 パターンに止まる。

すなわち、自主運用が開始された平成 13 年 4 月から平成 26 年 10 月までは、一貫して同一の乖離許容幅であったものを、平成 26 年 10 月 31 日付にて第 2 期中期計画を変更して実施した基本ポートフォリオの見直しに伴い、現行の乖離許容幅に変更したものである。

しかしながら、かかる乖離許容幅の変更について報告をした平成 26 年 10 月 31 日付けプレスリリース文「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」は、単に「経済環境や市場環境の変化が激しい昨今の傾向を踏まえ、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、機動的な運用ができる。ただし、その際の見通しは、決して投機的なものであってはならず、確度が高いものとする。」としたのみで、乖離許容幅変更に至った理由あるいは根拠については、一切言及していない。

そして、このように何ら根拠を示すことなく乖離許容幅を変更してしまったことが、今日乖離許容幅の管理が、基本ポートフォリオに基づく管理を離れ、独り目的化することになる原因の一端であると思われる。

(3) 乖離許容幅の設定方法

ところで、乖離許容幅は、どのように設定されるのか。

参考になるのは、公的年金の自主運用の開始に先立ち社会保障審議会が厚生労働大臣に対して答申した「年金積立金の運用の基本方針」であり、後の平成 13 年厚生労働

省告示第 183 号「厚生保険特別会計の年金勘定に係る積立金及び国民年金特別会計の国民年金勘定に係る積立金の運用に関する基本方針」である。

すなわち、
 各資産クラス固有の“収益率の変動の大きさ”、
 基本ポートフォリオにおける“組入比率の大きさ”、
“取引コスト”
 などを総合的に勘案し、乖離許容幅を設定している。

平成 13 年厚生労働省告示第 183 号抜粋（太字下線筆者）

二 基本ポートフォリオ

1 基本ポートフォリオ

資産の構成比率は長期的に維持するものであること、及びその適用は自主運用開始後一定期間を経たのちであることを前提に、基本ポートフォリオを策定する。

基本ポートフォリオは、年金財政安定化の視点から変動リスクを一定範囲に抑える資産構成とする。また、平成 11 年度の年金財政再計算は、物価上昇率 1.5%、賃金上昇率 2.5%という前提のもと、名目の予定運用利回りを 4.0%と設定している。このことを踏まえ、基本ポートフォリオは、実質的な運用収益を確保するため、名目の期待収益率と賃金上昇率等との差が一定以上確保されるような資産構成とする。さらに、給付に必要な現金収入を効率的に確保できるよう、インカム及び流動性に配慮したものとする。

このような視点から、基本ポートフォリオは、次のとおりとする

目標収益率	標準偏差	予定利率
4.50%	5.43%	4.00%

国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
68%	12%	7%	8%	5%

2 乖離許容幅

各資産クラス固有の収益率の変動の大きさ、基本ポートフォリオにおける組入比率の大きさ、取引コスト等を総合的に勘案し、次のとおり乖離許容幅を設定する。

(%)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
乖離許容幅	±8	±6	±5	±5
資産の変動幅	60%以上 76%以下	6%以上 18%以下	2%以上 12%以下	3%以上 13%以下

8. 現行の乖離許容幅についての妥当性

それでは、上記のとおり、乖離許容幅は、“収益率の変動の大きさ”、“組み入れ比率の大きさ”、“取引コスト”などを総合的に勘案し設定するとした場合、平成26年10月31日付けで変更された現行の乖離許容幅は、果たして妥当であろうか。

〈再掲〉④（平成25年6月から平成26年10月まで）GPIFの基本ポートフォリオ

	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%	—
（最大）	68%	18%	16%	17%	5%
（最小）	52%	6%	6%	7%	5%

〈再掲〉⑤（平成26年10月から）GPIFの基本ポートフォリオ

	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	35%	25%	15%	25%	
乖離許容幅	±10%	±9%	±4%	±8%	
（最大）	45%	34%	19%	33%	
（最小）	25%	16%	11%	17%	

上記のとおり、基本ポートフォリオの資産構成割合は、平成26年10月31日付けで〈再掲〉④から〈再掲〉⑤に変更されたが、その増減比率に応じた乖離許容幅のあるべき姿を試算して見ると、つぎのとおりになる。

表-5 資産構成割合の増減比率に応じた乖離許容幅（試算）

	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	35%	25%	15%	25%	
乖離許容幅	±4.7%	±12.5%	±6.8%	±10.4%	
（最大）	39.7%	37.5%	21.8%	35.4%	
（最小）	30.3%	12.5%	8.2%	14.6%	

したがって、平成26年10月31日付け基本ポートフォリオの見直しに伴い、国内債券の資産構成割合を60%から、35%に引き下げたにもかかわらず、乖離許容幅については反対に±8%から、±10%に引き上げたことは、明らかに不合理であると言わざるを得ない。

資産構成割合すなわち組み入れ比率を引き下げるのであれば、組み入れ比率の引き下げに正比例して、乖離許容幅も引き下げるべきであり、そもそもの現行の国内債券

の乖離許容幅は、妥当性を欠いていると言わざるを得ない。

加えて、国内債券の標準偏差は国内株式の 6 分の 1 以下であることから、国内債券の乖離許容幅が、国内株式の乖離許容幅である、±9%を上回る必然性はなく、国内債券の乖離許容幅を、±10%とすることは、これまた不合理であり、収益率の変動の大きさの観点からしても、現行の国内債券の乖離許容幅は、妥当性を欠いていると言わざるを得ない。

したがって、現行の国内債券の乖離許容幅については、縮小を検討して然るべきものと思われる。

ではなぜ、GPIF は、このように組み入れ比率の大きさ、および収益率の変動の大きさの観点から妥当性を欠いた、国内債券の乖離許容幅を採用するに至ったのか。

公式には、一切説明は施されていない。

もちろん、基本ポートフォリオの変更に伴うポートフォリオの移行に際し、市場関係者の先回り売買（フロント・ランニング）を防ぐ観点から、乖離許容幅を大きく取ることが必要であり、合理性がある。

しかしながら、基本ポートフォリオの移行後において、なおも大きく取った乖離許容幅を放置して置くことは、百害あって一利ない。

まして、放置された乖離許容幅を弾力的に適用することとし、実質的に拡大するに及んでは、基本ポートフォリオに基づく管理の基本である、定めた資産構成割合の維持によるリスク、リターン特性の確保を蔑ろにし、ポートフォリオ管理を台無しにしてしまう恐れがある。

あえて付け加えると、平成 26 年 10 月 31 日付けで第 2 期中期計画を変更し見直された現行の基本ポートフォリオについては、それまで、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式、および短期資産の 5 資産で構成していたポートフォリオを、短期資産を除く 4 資産で構成することとした理由についても、明解な説明は施されていない。

これらの平成 26 年 10 月 31 日付け基本ポートフォリオの見直しに係わる説明不足が、今日の混乱の一つの原因であり、本稿においては乖離許容幅についての論点整理に止めるが、別途に、短期資産の位置付けについても論点整理の必要があると思われる。

9. 乖離許容幅（リバランス）に関する海外事例

乖離許容幅（リバランス）に関する海外事例研究において、GPIF の理事を務めた大江雅弘²氏が執筆の論文「世界の公的年金運用 (5) および (8)」(社会保険旬報 No.2685 および No.2689) は、簡潔明瞭に論点を整理しており、大いに参考になる。

(1) イェール大学基金 (Yale Endowment)

² 1983 (昭和 58) 年厚生省入省。その後、年金局企画課課長補佐、社会保険庁経理課長、年金積立金管理運用独立行政法人理事等を歴任し、2016 (平成 28) 年 3 月末に厚生労働省を退職。

米国の名門大学は、集めた寄付金（endowment）を、基金として運用しており、その高い運用実績が注目を集めている。

イエール大学基金（Yale Endowment）の2018年6月末における運用資産額は、294億ドル（約3.2兆円）であり、2018年度（6月期末）の運用利回りは、12.3%、過去10年間の平均は、7.4%であり、米大学平均の5.5%を上回る。

デイビッド・スウェンセン氏（David Swensen）は、1985年からイエール大学のCIO（Chief Investment Officer）を務め、資産を20年で20倍以上に増やしたカリスマ的存在であって、その著書に著した投資哲学、取り分けリバランスについての心理学的洞察は示唆に富む。

そして、スウェンセン氏は、つぎの大江氏の論文にあるとおり、リバランスに関し、実際のポートフォリオが望ましいリターン・リスク特性となるようにするためには、「TAA等のマーケットタイミング戦略を避けて、基本ポートフォリオの資産構成割合を維持するよう「リバランス」を行うことが必要である。」としている。

大江雅弘「世界の公的年金運用（5）」（社会保険旬報 No.2685）抜粋（下線太字筆者）

《補論》

イエール大学基金（Yale Endowment）の資産運用責任者（CIO）であるデイビッド・スウェンセン氏（David Swensen）は、その著書「Pioneering Portfolio Management」の中で、資産構成割合の変更について以下のような考え方を明らかにしている。

- 基本ポートフォリオは、投資家のリターン・リスク選好を示すものである。従って、まじめな投資家は基本ポートフォリオからの乖離を最小限にしようとする。
 - 実際のポートフォリオが望ましいリターン・リスク特性となるようにするためには、TAA等のマーケットタイミング戦略を避けて、基本ポートフォリオの資産構成割合を維持するよう「リバランス」を行うことが必要である。
 - 「リバランス」の基本的な目的は、リスク管理にあるのであって、リターンの強化ではない。
 - しかしながら、株価が下落を続ける中で「リバランス」のために株式を買い続けることは、パフォーマンスの悪化を招くように思える。このため、きちんとリバランスを行うためには「strong stomach」（丈夫な胃）が必要である。
- また、コロンビア大学ビジネススクール元教授のアンドリュー・アング氏（Andrew Ang）は、リバランスは資産を安く買い、高く売る（価格が下がった時点で資産を買い、価格が上がった時点で資産を売る）という意味では、「反循環的戦略（逆張り）」（countercyclical strategy）であり、また、「割安投資戦略」（value investing strategy）でもある、と指摘している。

また、同氏は、このリバランスの効果のことを「リバランス・プレミアム」

(rebalancing premium) と呼び、資産価格が「平均回帰性」(mean reversion, 短期的に資産価格は上下に変動するものの長期的にはその均衡水準に戻っていくという性質) を有しているのであれば、リバランスを行うことは、これを行わない場合に比べて有利であり、他方、資産価格が永続的に青天井で上昇する場合や資産価格が永続的に下落してしまう場合には、リバランスを行うことは有利でない、と分析している(「Asset Management」)。

さらに、同氏は、リーマンショックが起きた 2008 年から 2009 年にかけて、株価は大きく下落した後に回復したが、カルパス (CalPERS, カリフォルニア州職員退職年金基金) は、「正循環的 (順張り)」(pro-cyclical) に株式を底値で売却してリバランスを行わなかったが、ノルウェーの GPFG はリバランスを行い、株価の低い時に株式の購入を続けた、と指摘しているのである。

(2) ノルウェーの GPFG (Government Pension Fund Global)

ノルウェーの政府年金基金グローバルである GPFG (Government Pension Fund Global) は、ノルウェーの石油収入の長期的運用を支えるための財政手段として 1990 年に設立され、ノルウェー国民のために財務省が所有し、財務省に代わりノルウェー中央銀行の投資管理部門である NBIM (Norges Bank Investment Management) が運用している。

ノルウェーの GPFG の 2018 年 3 月末における運用資産額は、110 兆円であり、わが国の GPIF に次ぐ資産規模であることから、両者は、投資行動が市場に与える影響のほか、共通する課題・問題点を抱えている。

したがって、つぎの大江氏の論文にあるとおり、**GPFGの運用を担当するNBIM自らが「基本ポートフォリオの資産構成割合をできるだけ維持するよう頻繁にリバランスを行う観点から」、株式および債券のともに±10%であった乖離許容幅を、±3%に狭める提案をし、最終的に財務省が、±4%とした事実は、大変に興味深くまた大いに参考になる。**

大江雅弘「世界の公的年金運用 (8)」(社会保険旬報 No.2689) 抜粋 (下線太字筆者)

(3) リバランス

GPFG においては、保有する資産の時価が変動すること等により実際のポートフォリオの資産構成割合が基本ポートフォリオの定める資産構成割合から乖離した場合には、基本ポートフォリオの資産構成割合に近づけるようなリバランスを行っている。

具体的には、基本ポートフォリオで定められた「乖離許容幅」を超える場合には、オーバーウェイトの資産を売却し、アンダーウェイトの資産を購入するというリバランスを行うことにしている。

では、このリバランスルールの背景には、どのような考え方があるのだろうか。ノル

ウェー財務省は以下のように説明している。

- GPFG の場合、その規模が極めて大きく、市場に大きなマーケットインパクトを与えずに資産構成割合を大きく変えることは困難である。
- このため、株式等の資産がいつ「割安」に、あるいは「割高」になるのか、予めそのタイミングを予測して資産構成割合の変更を行う手法は採らないこととしている。
- また、基本ポートフォリオから乖離しないようにリバランスすると、結果的には「反循環的（逆張り）」（counter-cyclical）となり、リターンを確保できる。

このように、GPFG のリバランスは、**積極的なリターンを獲得するためではなく、あくまで「リスク管理」として行っている、というわけである。**

また、「反循環的（逆張り）」というのは、例えば、株価が下がると株式を買い、逆に株価が上がると株式を売る、というものである。その反対が「正循環的（順張り）」（pro-cyclical）と言われるもので、株価が下がると株式を売り、逆に株価が上がると株式を買う、というものである。資産価格が、短期的には変動するものの長期的にはその均衡水準に戻っていくという「平均回帰」的な動きをする場合には、「反循環的（逆張り）」な投資戦略は、結果的にプラスのリターンをもたらす、というのである。

なお、この「乖離許容幅」は、かつては株式、債券ともに±10%であったが、2012年に±4%に狭められている。GPFG の運用を担当する NBIM からは、当初、基本ポートフォリオの資産構成割合をできるだけ維持するよう頻繁にリバランスを行う観点から、±3%に「乖離許容幅」を狭める提案が行われたが、最終的に財務省は「乖離許容幅」を±4%としたのである。

10. まとめ

本稿においては、複合ベンチマーク対比のパフォーマンスが 2 年連続してマイナスになった GPIF の平成 28 年度および平成 29 年度の運用実績を踏まえ、GPIF の PDCA サイクルは有効に機能しているかとの問題意識から、その実施（D）フェーズに係わる課題・問題点を洗い出すべく、二つの妥当性について検証を試みた（拙稿平成 30 年 7 月 25 日付け年金調査研究レポート「GPIF 平成 29 年度業務概況書の読み方について」ほか参照）。

一つには、平成 30 年度計画の変更による国内債券の資産構成割合の乖離許容幅の弾力的適用の妥当性についてであり、今一つには、そもそもの現行の国内債券の乖離許容幅の妥当性についてである。

（1）基本的な考え方

ところで、これら二つの妥当性について検証を試みるに際しては、先ず以て GPIF

の事務・事業である年金積立金の運用の基本的な考え方について再確認をして置く必要がある。

厚生労働省は、平成13年4月の年金積立金の自主運用開始に先立ち、研究会あるいは検討会を設け、年金積立金の運用の基本的な考え方について論点を整理し、平成13年4月4日日付けにて平成13年厚生労働省告示第183号「厚生保険特別会計の年金勘定に係る積立金及び国民年金特別会計の国民年金勘定に係る積立金の運用に関する基本方針」を発出し、基本ポートフォリオの資産構成割合は、長期的に維持するものであることを、念押しした。

それ故に、GPIFは、現行の中期計画において「長期的に積立金の実質的な運用利回り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、これを適切に管理する。」とし、平成30年度計画において「基本ポートフォリオに基づき、年金積立金の管理及び運用を行う。」旨を明記している。

ここに、基本ポートフォリオに基づく管理の基本は、定めた資産構成割合を維持することにより所期のリスク、リターン特性を確保することであるが、この資産構成割合を維持するための売買について、取引コストやマーケットインパクトなどを考慮した場合、一定の時間的な猶予が必要であることから、乖離許容幅を設定することにしている。

リバランス、延いては乖離許容幅の管理は、基本ポートフォリオに基づく管理の手段であって、目的ではないことに留意の必要がある。

およそ手段の目的化は、ミスリードを招く。

GPIFのPDCAサイクルについて、その実施(D)フェーズを有効に機能させるためには、乖離許容幅管理の目的化を排除し、愚直にポートフォリオ管理の基本を貫く必要がある。

(2) 国内債券の乖離許容幅の弾力的適用の妥当性

かかる基本的な考え方にもかかわらず、平成30年度計画を変更し、「現在の市場環境を鑑みますと、償還金等を国内債券に機械的に再投資することは、必ずしも被保険者の利益にならない可能性がある」からとして、「当面の対応として、国内債券の資産構成割合の乖離許容幅について、弾力的に適用する」ことは、すなわちマイナス金利を忌避する余りに、国内債券の資産構成割合の乖離許容幅を実質的に拡大することにより、国内債券の償還金などを国内債券に再投資することなく、待機資金として短期資産に積み上げることを意味するものと思われる。

しかしながら、マイナス金利を忌避して国内債券の乖離許容幅を拡大し、償還金などを待機資金として短期資産に積み上げることは、基本ポートフォリオに基づく管理の基本である資産構成割合の維持を蔑ろにし、延いては所期のリスク、リターン特性

(今回検証時の名目リターン 4.42%、標準偏差 12.24%) の確保を損なうことになる。

具体的には、期待リターンの低下に加えて、資産についての分散効果、さらには時間についての分散効果を損なう恐れがあるのである。

したがって、乖離許容幅の弾力的適用は、妥当とは言い難く、中止すべきと思われる。

巷間、マイナス金利下において、7年より短い債券は買い辛いと言われる。確かに国内債券の7年より短いゾーンはマイナス金利になっており、買い辛い心理が働くことは容易に理解できるが、基本ポートフォリオに基づく管理は、すなわち資産全体として所要のリスク、リターン特性を確保する全体最適化の枠組みであり、個別資産の属性を捉えて議論することは、“木を見て森を見ていない”ことになる。

かかる全体最適化の観点から、たとえマイナス金利であったとしても、償還金などは国内債券に愚直に再投資することこそが合理的であると思われる。

(3) そもそも現行の国内債券の乖離許容幅の妥当性

現行の基本ポートフォリオの資産構成割合についての乖離許容幅は、平成26年10月31日付にて第2期中期計画を変更のうえ実施した基本ポートフォリオの見直しに伴い変更されたものであるが、設定方法などの論点整理が不十分、かつ変更時の経緯が不明なことから、ミスリードを招く可能性が高い。

平成13年厚生労働省告示第183号は、「各資産クラス固有の収益率の変動の大きさ、基本ポートフォリオにおける組入比率の大きさ、取引コスト等を総合的に勘案し、」乖離許容幅を設定するとしている。

したがって、平成26年10月31日付け基本ポートフォリオの見直しに伴い、国内債券の資産構成割合を60%から、35%に引き下げたにもかかわらず、乖離許容幅については反対に±8%から、±10%に引き上げたことは、明らかに不合理であると言わざるを得ない。

資産構成割合すなわち組み入れ比率を引き下げるのであれば、組み入れ比率の引き下げに正比例して、乖離許容幅も引き下げるべきであり、そもそも現行の国内債券の乖離許容幅は、妥当性を欠いていると言わざるを得ない。

加えて、国内債券の標準偏差は国内株式の6分の1以下であることから、国内債券の乖離許容幅が、国内株式の乖離許容幅である、±9%を上回る必然性はなく、国内債券の乖離許容幅を、±10%とすることは、これまた不合理であり、収益率の変動の大きさの観点からしても、現行の国内債券の乖離許容幅は、妥当性を欠いていると言わざるを得ない。

したがって、現行の国内債券の乖離許容幅については、縮小を検討して然るべきものと思われる。

(4) strong stomach と serious staying power

かくのごとく妥当性を欠いた投資行動を見直し、GPIFのPDCAサイクルについて、その実施(D)フェーズを有効に機能させるためには、GPIFの役員および職員取り分け執行部は、短期的な市場の動向に右往左往することなく、基本となる資産構成割合を決めて長期間維持していく、strong stomach(丈夫な胃)と serious staying power(相当な耐久力)、言わば“胆力”を備えている必要があると思われる。

ちなみに、長らくイエール大学基金(Yale Endowment)の資産運用責任者(CIO)を務め、その高い運用実績から一目置かれる、デイビッド・スウェンセン氏(David Swensen)が、その著書「Pioneering portfolio management」(Free Press、2009)において述べたつぎの一節は、リバランスに関してしばしば引用されるが、まさしく至言である。

“The Fundamental purpose of rebalancing lies in controlling risk, not enhancing return. Rebalancing trades keep portfolios at long-term policy targets by reversing deviations resulting from asset class performance differentials. **Disciplined rebalancing activity requires a strong stomach and serious staying power.**”

ちなみに、意識すると、「リバランスの根本的な目的は、リターンを高めることではなく、リスクを管理することにある。リバランスの取引は、資産種類のパフォーマンスの違いによる基準からの逸脱を元に戻すことにより、ポートフォリオを長期的な政策目標に保ち続ける。**統制が取れたリバランスの活動には、“胆力”が必要である。**」となる。

すなわち、GPIFは、乖離許容幅の管理を目的化させることなく、基本ポートフォリオに基づく管理の基本に忠実であるべきであり、かかる基本動作の完遂には“胆力”が必要不可欠である。

そして、万が一にも例外措置を講ぜざるを得なくなった場合には、当然に説明責任を果たさなければならない。

(付記事項)

本稿シリーズは、独立行政法人制度の枠組みにおいて、執行機関であるGPIFの単年度の評価、あるいはPDCAサイクルの有効性について論じるものである。

おって、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。

以上

《参考文献》

- GPIF「平成30年度計画の変更に係る理事長コメント」
- GPIF中期目標(第3期)

- GPIF 中期計画（第 3 期）
- GPIF 平成 30 年度計画
- GPIF 第 9 回経営委員会議事概要
- GPIF 第 13 回経営委員会議事概要
- GPIF 第 14 回経営委員会議事概要
- GPIF 「平成 29 年度業務概況書」
- 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 ホームページ「法律上の要請」
- GPIF ホームページ「基本ポートフォリオの考え方」
- GPIF 「投資原則」
- GPIF ホームページ用語集
- GPIF その他公表資料
- 日本経済新聞（平成 29 年 12 月 18 日）
- 厚生省年金局「年金積立金の運用の基本方針に関する研究会報告」（平成 10 年 6 月 12 日）
- 厚生省年金局「年金積立金の運用の基本方針に関する検討会報告」（平成 12 年 12 月 22 日）
- 平成 13 年厚生労働省告示第 183 号「厚生保険特別会計の年金勘定に係る積立金及び国民年金特別会計の国民年金勘定に係る積立金の運用に関する基本方針」（平成 13 年 4 月 4 日）
- 社会保障審議会「厚生年金保険及び国民年金の積立金の運用に関する基本方針について（答申）」
- 社会保障審議会「年金積立金の運用の基本方針（案）」（第 2 回社会保障審議会年金資金運用分科会資料）
- 社会保障審議会「年金積立金の運用の基本方針」（第 6 回社会保障審議会年金資金運用分科会資料）
- 厚生労働省ホームページその他公表資料
- 清水時彦「年金積立金運用の基本的な考え方と基本ポートフォリオ」（年金と経済 Vol.28 No.1）
- 大江雅弘「世界の公的年金運用（5）一年金制度・財政・運用の一体的な理解に向けて」（社会保険旬報 No.2685）
- 大江雅弘「世界の公的年金運用（8）一年金制度・財政・運用の一体的な理解に向けて」（社会保険旬報 No.2689）
- David Swensen 「Pioneering Portfolio Management」（Free Press、2009）
- David Swensen 著、大輪秋彦監訳、次世代年金実務家ネットワーク訳「勝者のポートフォリオ運用」（金融財政事情研究会、2003.5）
- David Swensen 著、瑞穂のりこ訳「イエール大学 CFO に学ぶ投資哲学」（日経 BP 社、2006.8）
- Yale University ホームページ
- ノルウェー大使館ホームページ
- The Management of the Government Pension Fund ホームページ
- Norges Bank Investment Management ホームページ
- Norwegian Ministry of Finance ホームページ