

平成 29 年 8 月 30 日

## GPIF 年次報告書の読み方と留意点について（その 2）

注目すべきは、資産全体の「超過収益率」と資産ごとの「寄与度」である

特任研究員 平井 一志<sup>1</sup>

### 《要旨》

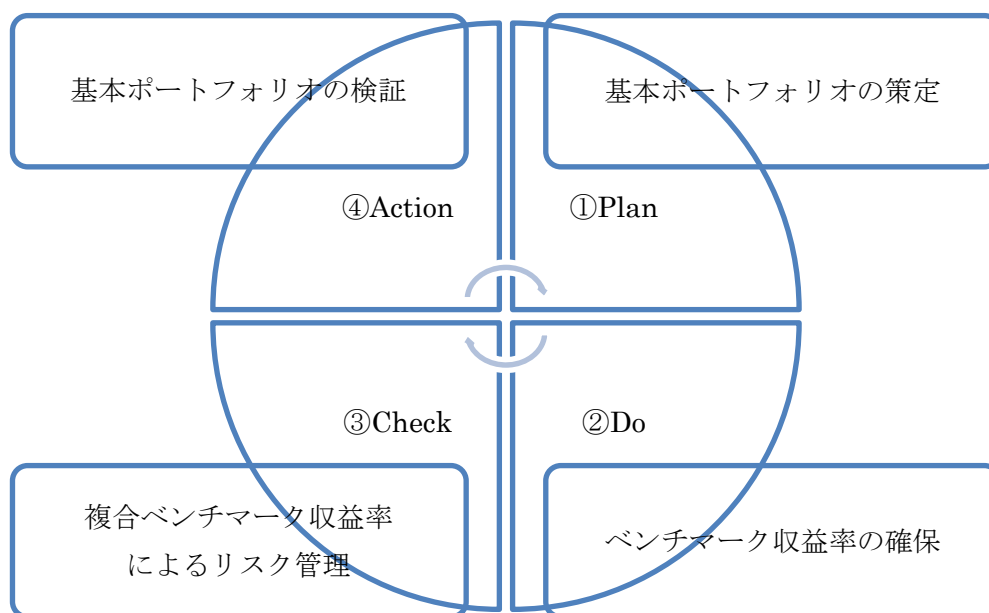
●本年 7 月 7 日、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、平成 28 年度の年次報告書である「平成 28 年度業務概況書」を公表した。

2 年ぶりの黒字を受け、内閣官房長官は当日午後の記者会見において、「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、こういうふうにあります。」と付言した。

●短期的な運用結果に一喜一憂することなく、GPIF の各年度における業務実績を評価するためには、業務概況書の、何処の、何を、見れば良いのか。

注目すべきは、年度ベースの収益率および収益額ではなく、資産全体の「超過収益率」と資産ごとの「寄与度」である。

GPIF の運用の目標達成のための自律的な PDCA サイクルは、つぎのとおり。



<sup>1</sup> 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議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。

## 《目次》

1. はじめに
2. 政府の主張
3. マスコミの報道ぶり
4. 独立行政法人の業務運営の流れ
5. 長期的な運用の目標と業務プロセス
6. 「品質は工程で造りこむ」
7. 複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析
8. 事態の重大性と認識の欠如
9. どうした、GPIF（平成 28 年度運用状況の記者会見）
10. どうした、GPIF（平成 28 年度業務実績報告および自己評価書）
11. まとめ

### 1. はじめに

先ごろ平成 29 年 7 月 7 日午後、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、平成 28 年度の年次報告書である「平成 28 年度業務概況書」を公表した。

表-1 資産全体の年度ベース収益率と収益額

	2012 年度 (平成 24)	2013 年度 (平成 25)	2014 年度 (平成 26)	2015 年度 (平成 27)	2016 年度 (平成 28)
収益率	10.23%	8.64%	12.27%	▲3.81%	5.86%
収益額(億円)	112,222	102,207	152,922	▲53,098	79,363

2 年ぶりの黒字を受け、菅内閣官房長官は 7 月 7 日午後の記者会見において、「これは年金財政で見込んでいた数字を大きく上回るものであり、国民の老後の生活を支える、年金の安定に大きく寄与するものであるというふうに思っています。」と述べるとともに「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。」と付言した。

### 平成 29 年 7 月 7 日午後内閣官房長官記者会見

まず、平成 28 年度の GPIF 運用益については、日経平均株価が 2 千円以上上昇するなど、内外株式が大幅に上昇したことを受けて、全体として、7 兆 9 千億円の運用益が生じてます。

収益率は 6 パーセント弱、という報告を受けております。

この結果、政権交代をして以降の、この 4 年間の運用益は、累計で 40 兆 9 千億円になります。

また平成 13 年度以降の自主運用開始以降の累積運用益は、約 53.4 兆円であります。収益率は年率で 3%弱。

これは年金財政で見込んでいた数字を大きく上回るものであり、国民の老後の生活を支える、年金の安定に大きく寄与するものであるというふうに思っています。

ま、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。」

(出典 [http://www.kantei.go.jp/jp/tyoukanpress/201707/7\\_p.html](http://www.kantei.go.jp/jp/tyoukanpress/201707/7_p.html))

ところが、政府は、かくのごとく「短期的な運用結果に一喜一憂することなく」と語るのみであり、また、GPIF は、年次報告書である業務概況書において、「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。」「できるだけ分かりやすく説明するよう工夫しております。」としているものの、各年度における実績評価のポイントを、明確にしてはいない。

短期的な運用結果に一喜一憂することなく、GPIF の各年度における業務実績を的確に評価するためには、業務概況書の、何処の、何を、見れば良いのか。

以下に、論点の整理を試みることにする。

## 2. 政府の主張

GPIF は、平成 26 年 10 月に、基本ポートフォリオを変更し、国内外の株式の割合を、それまでの各 12%、合計 24%から、2 倍以上に相当する各 25%、合計 50%に拡大した結果、短期的な収益の状況は、株価の変動の影響をより受け易くなった。

まさしく、資産全体についての四半期ベースの収益率および収益額は、つぎの表 2 のとおり、乱高下することになったのであり、政府は、これまで国会答弁あるいは記者会見において、「積立金の運用は、短期的な動向に過度にとらわれることなく、長期的な観点から評価すべきものである。」旨を、再三に亘り主張の経緯がある。

表-2 資産全体の四半期ベース収益率と収益額

	2014 年度(平成 26)				
	第 1 四半期	第 2 四半期	第 3 四半期	第 4 四半期	年度
	→ 基本ポートフォリオ見直し				
収益率	1.77%	2.87%	5.16%	2.14%	12.27%
収益額(億円)	22,222	36,223	66,233	28,245	152,922

	2015 年度(平成 27)				
	第 1 四半期	第 2 四半期	第 3 四半期	第 4 四半期	年度
収益率	1.92%	▲5.59%	3.56%	▲3.52%	▲3.81%

収益額(億円)	26,489	▲78,899	47,302	▲47,990	▲53,098
---------	--------	---------	--------	---------	---------

○平成 28 年 1 月 8 日第 190 回国会衆議院予算委員会  
 安倍内閣総理大臣答弁  
「積立金の運用は、  
 短期的な動向に過度にとらわれることなく、

	2016 年度(平成 28)				
	第 1 四半期	第 2 四半期	第 3 四半期	第 4 四半期	年度
収益率	▲3.88%	1.84%	7.98%	0.21%	5.86%
収益額(億円)	▲52,342	23,746	104,971	2,988	79,363

○平成 28 年 7 月 29 日塩崎厚生労働大臣記者会見  
「年金積立金の運用は、  
 長期的な観点から行うものであって、  
 短期的な変動に過度にとらわれるべきではない  
 というのが、世界の年金運用の常識でございます。」

○平成 28 年 7 月 29 日菅官房長官記者会見  
「年金というのは中長期のスパンに立って、  
 行うべきであるというふうに思いますし、  
 短期的な変動に過度にとらわれるべきじゃない…」

○平成 28 年 12 月 2 日第 192 回国会参議院本会議  
 安倍内閣総理大臣答弁  
 「基本ポートフォリオ見直し後の運用状況は  
 (略)  
短期間で見るとはならず長期に見るべきだ

### 3. マスコミの報道ぶり

かかる政府の主張は、マスコミ各社の報道ぶりに変化を与えたか。

#### (1) 平成 27 年度の運用結果についての報道ぶり

平成 27 年度の市場環境を特徴付けたものは、中国の景気減速懸念および原油価格急落であった。

ちなみに、GPIF の「平成 27 年度業務概況書」は、市場環境について、つぎのように記述している。

「平成 27 年度業務概況書」9、10 頁から抜粋（太字下線筆者）

□第 1 四半期（平成 27 年 4 月～平成 27 年 6 月）

2015（平成 27）年度当初は、日本企業の業績回復期待や中国の追加緩和を背景に、国内株式は上昇基調となりました。米国株式も早期利上げ観測の後退から上昇基調を維持しました。日本の 10 年国債利回りは日銀の国債買い入れによる需給の引き締めから低下（債券価格は上昇）して始まりましたが、米国やドイツの 10 年国債利回りが原油価格の持ち直しやユーロ圏のデフレ懸念の後退から上昇（債券価格は下落）基調で推移し、このため、日本の 10 年国債利回りも 5 月以降は上昇（債券価格は下落）に転じました。外国為替はドルやユーロに対して円安となりました。

□第 2 四半期（平成 27 年 7 月～平成 27 年 9 月）

8 月上旬にかけては、中国株式やギリシャ債務交渉の動向を受けてやや不安定な局面もありましたが、国内外の株式市場は概ね横ばいで推移しました。しかし、8 月中旬以降は、中国人民銀行による人民元切下げをきっかけに中国の景気減速懸念や米国の利上げタイミングの不透明感が高まったことから、国内外の株式市場は大きく下落し、米国やドイツの 10 年国債利回りは低下（債券価格は上昇）しました。外国為替はドルやユーロに対して円高となりました。日本の 10 年国債利回りは日銀の量的・質的金融緩和の継続を背景に低下（債券価格は上昇）基調を維持しました。

□第 3 四半期（平成 27 年 10 月～平成 27 年 12 月）

10 月から 11 月にかけては、米国の利上げ見通しの後退、欧州中央銀行（ECB）の追加金融緩和示唆、中国の追加金融緩和決定などを受けて、国内外の株式市場は大幅に上昇しました。12 月に入ると、欧州中央銀行（ECB）の追加金融緩和への失望感、米連邦準備理事会（FRB）による利上げ、原油価格の下落、新興国景気への懸念などから、国内外の株式市場は軟調となり、米国やドイツの 10 年国債利回りは上昇（債券価格は下落）しました。外国為替はユーロに対して円高となりました。日本の 10 年国債利回りは 12 月の日銀による金融緩和の補完的措置の決定により低下（債券価格は上昇）しました。

□第 4 四半期（平成 28 年 1 月～平成 28 年 3 月）

年明けから、原油価格急落や人民元安に伴う世界的な景気後退懸念から国内外の株式市場は大幅に下落しました。1 月下旬の日銀によるマイナス金利導入の決定の後、一時的に上昇したものの、その後急落、2 月半ば以降の原油価格の安定化、人民元安の一服などから、株価は期末にかけて持ち直しましたが、第 4 四半期は下落と

なりました。一方、国内外の10年国債利回りは下落（債券価格は上昇）しました。  
外国為替はドルやユーロに対して円高となりました。

かかる市場環境において GPIF の平成 27 年度の運用結果は、年度ベースの収益率が、5 年ぶりにマイナスとなり、運用損は、5 兆 3,098 億円に上った。

マスコミ各社の電子版は、GPIF が「平成 27 年度業務概況書」を公表した直後、つぎのような見出しを用いて、その運用結果を報道したが、当然のことながら、中心的なテーマは、年度ベースの収益率および収益額であった。

「GPIF：収益率マイナス 3.81%、金融危機以降で最悪—15 年度」 Bloomberg

「GPIF 運用損 5 兆 3098 億円…15 年度」 毎日新聞

「公的年金、15 年度運用損 5.3 兆円 赤字幅、過去 3 番目の大きさ」 日本経済新聞

「27 年度の運用損失は 5.3 兆円 GPIF、保有株・債券を初開示」 産経新聞

「GPIF、15 年度の運用損 5.3 兆円 5 年ぶり赤字」 ロイター

「15 年度の公的年金運用、5 兆 3098 億円赤字 GPIF が発表」 読売新聞

「年金積立金の運用損、昨年度は 5.3 兆円 GPIF 発表」 朝日新聞

## (2) 平成 28 年度業の運用結果についての報道ぶり

平成 28 年度の市場環境を特徴付けたものは、英国の EU 離脱という予想外の投票結果およびトランプ米大統領就任と政策期待であり、GPIF の「平成 28 年度業務概況書」は、市場環境について、つぎのように記述している。

「平成 28 年度業務概況書」9、10 頁から抜粋（太字下線筆者）

□第 1 四半期（平成 28 年 4 月～平成 28 年 6 月）

国内外の株式市場は、米国の雇用統計の悪化や英国の国民投票の結果などを受け 大幅な下落となりました。国内外の長期債利回りは、日銀の緩和的な金融政策や米国の雇用統計の悪化、英国の国民投票に対する不透明感やその結果を受けたリスク回避の動きにより大幅な下落（債券価格は上昇）となりました。為替は円高基調で推移しマイナス寄与となりました。

□第2四半期（平成28年7月～平成28年9月）

国内外の株式市場は日本の補正予算による景気対策への期待や英国の国民投票後の売り一巡感から反発しました。国内外の長期債利回りは、株価の上昇や景気の腰折れ懸念の後退による米国の利上げに対する不透明感もあり緩やかに上昇（債券価格は下落）しました。為替は円高基調で推移しマイナス寄与となりました。

□第3四半期（平成28年10月～平成28年12月）

国内外の株式市場は11月の米国大統領選挙後は経済対策への期待感と世界的な経済指標の改善もあり、期を通して大幅に上昇しました。国内外の長期債利回りは、米国大統領選挙後は米国の財政拡大への期待から上昇（債券価格は下落）しました。為替は円安基調で推移しプラス寄与となりました。

□第4四半期（平成29年1月～平成29年3月）

外国株式市場は、米国新政権による積極財政への期待感や内外の良好な経済環境等が支えとなり、米国の保護主義的な政策に対する警戒感が漂う中、期を通しては堅調展開となりました。一方、国内株式市場は、円高進行が重しとなり、ほぼ横ばいとなりました。国内外の長期債利回りは、新政権による積極財政見通し、内外の好調な景況感、12月の米連邦準備理事会（FRB）の政策金利引き上げ等から緩やかに上昇（債券価格は下落）しました。為替は円高基調で推移しマイナス寄与となりました。

かかる市場環境において GPIF の平成 28 年度の運用結果は、5 兆 3,098 億円の運用損を計上した前年度から一転して、7 兆 9,363 億円の運用益を確保するに至った。

かくのごとき運用結果の好転は、短期的な動向にとらわれることなく、長期的な観点から運用のあり方を問う絶好のチャンスであったが、残念ながらマスコミ各社電子版の報道ぶりに、変化は無かった。

つぎのとおり見出しにおいて、「運用損」が「運用益」に変わったのみであり、記事の内容は、およそこれまで同様、年度ベースの収益率および収益額の域を出ておらず、長期的な観点から運用のあり方を問うものにはなっていない。

独りロイターが、その洞察力を以て、収益率および収益額のみならず、大幅に積み上がった短期資産に着目したことは、特筆に値する。

加えて、ニュースの見出しではないが、GPIF の「平成 28 年度業務概況書」公表後の記者会見において、週刊年金実務の記者が、複合ベンチマーク収益率について質したことは、特筆に値する。

「GPIF：16年度は2年ぶり黒字、収益率5.86%—運用資産は過去最高」 Bloomberg

「GPIF、16年度運用益7.9兆円2年ぶり黒字、昨秋来の株高寄与」 日本経済新聞

「16年度の年金運用益、2年ぶり黒字 世界的な株高背景」朝日新聞

「GPIF年金運用 7.9兆円黒字 運用利回り 5.86%」毎日新聞

「GPIF、現金積み上げ過去最大に マイナス金利で「運用難」」ロイター

「株高で公的年金運用、2年ぶり黒字 7兆9千億円」読売新聞

「年金の運用益 7.9兆円 28年度実績、株高追い風に2年ぶり黒字」産経新聞

### (3) 年度ベースの収益率および収益額の域を出ない報道ぶり

事ほど左様に、政府が、再三に亘り、国会答弁あるいは記者会見において、「積立金の運用は、短期的な動向に過度にとらわれることなく、長期的な観点から評価すべきものである。」旨を主張にもかかわらず、上記のとおりマスコミ各社の報道ぶりは、相も変わらず年度ベースの収益率および収益額の域を出ておらず、結局のところ、読者延いては国民は、短期的な運用結果に一喜一憂することになる。

マスコミ各社が、かくのごとく短期的な動向にとらわれた報道に終始してしまう原因の一端は、マスコミ各社における洞察力不足、換言すると勉強不足であると思われるが、GPIFを所管する厚生労働省、あるいはGPIF自らが、その長期的な運用の目標、および各年度における実績評価のポイントについて、説明を尽くして来なかったことが、最大の原因であると思われる。

それ故に、改めてGPIFの業務運営の流れを明らかにし、その長期的な運用の目標、および各年度における業務実績を評価するためのポイントについて、再確認することと致したい。

### 4. 独立行政法人の業務運営の流れ

独立行政法人であるGPIFは、独立行政法人通則法第二条第二項に規定する中期目標管理法人である（年金積立金管理運用独立行政法人法第三条の二）。

そして、独立行政法人通則法は、第二十九条乃至第三十二条において、中期目標管理法人の業務運営について、「主務大臣は、三年以上五年以下の期間において中期目標管理法人が達成すべき業務運営に関する目標を定め、これを当該中期目標管理法人に指示するとともに、公表しなければならない。」「中期目標管理法人は、前条第一項の指示を受けたときは、中期目標に基づき、主務省令で定めるところにより、当該中期目標を達成するための計画を作成し、主務大臣の認可を受けなければならない。」「中期目標管理法人は、毎事業年度の開始前に、前条第一項の認可を受けた中期計画に基づき、



主務省令で定めるところにより、その事業年度の業務運営に関する計画を定め、これを主務大臣に届け出るとともに、公表しなければならない。」「中期目標管理法人は、毎事業年度の終了後、(中略)主務大臣の評価を受けなければならない。」と規定している。

ちなみに、行政改革推進会議が平成 25 年 12 月 20 日公表の「独立行政法人改革等に関する基本的な方針について」は、独立行政法人制度の趣旨および基本理念について、「独立行政法人制度は、平成 13 年 1 月の中央省庁等改革の一環として、行政における企画立案部門と実施部門を分離し、企画立案部門の能力を向上させる一方で、実施部門に法人格を与え、運営裁量を与えることにより、政策実施のパフォーマンスを向上させることを目的として導入された。(中略) 厳格な評価制度を導入することにより、事後チェックを的確に行い、PDCA サイクルを機能させることを目指した。」とし、これを受け同月 24 日付閣議決定の「独立行政法人改革等に関する基本的な方針」は、独立行政法人制度の見直しのための措置として、「PDCA サイクルが機能する目標・評価の仕組みの構築」を挙げ、「法人が政策実施機能を発揮する上で、主務大臣の下での政策の PDCA サイクルが十分に機能することが必要である。」とした。

(注) PDCA : P (Plan : 目標、計画) → D (Do : 実施) → C (Check : 評価) → A (Action : 改善)

すなわち、独立行政法人制度は、PDCA サイクルを業務運営の基本理念としており、中期目標管理法人の業務運営の流れおよび PDCA サイクルは、つぎのとおりである。

図-1 中期目標管理法人の業務運営の流れ

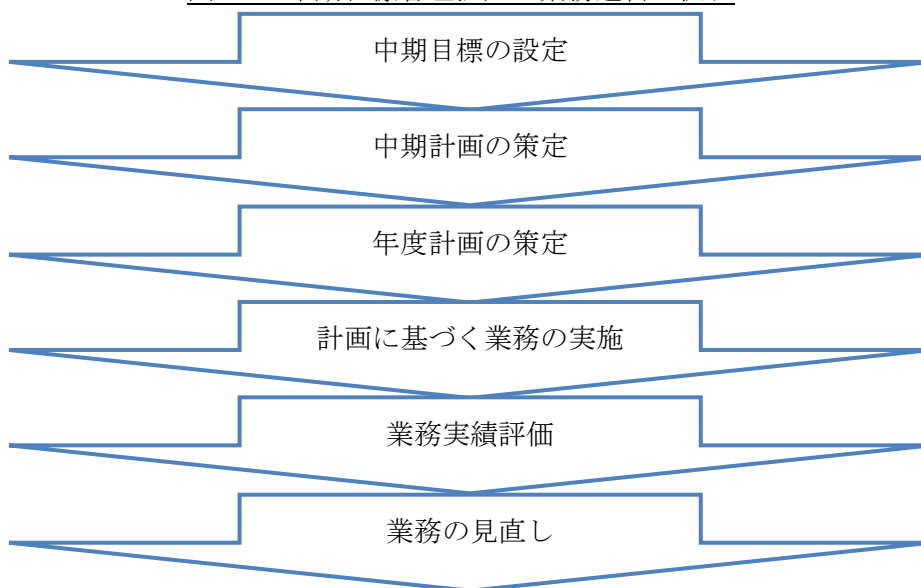
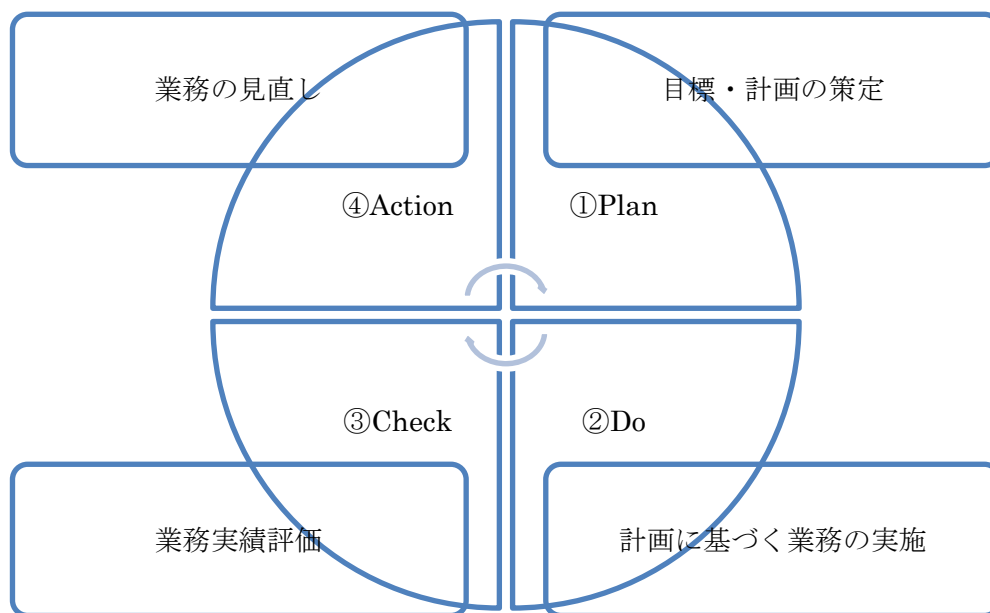


図-2 中期目標管理法人の業務運営に係わる政策の PDCA サイクル



GPIF の第 3 期中期目標期間（平成 27 年 4 月から平成 32 年 3 月まで）における今日までの業務運営について、時系列に示すと、つぎのとおり。

表-3 GPIF の第 3 期中期目標期間における業務運営

年月日	業務運営
平成 27 年 4 月 1 日	第 3 期中期目標の設定（厚生労働省発年 0401 第 27 号指示）
平成 27 年 4 月 1 日	第 3 期中期計画の策定（厚生労働省発年 0401 第 27 号認可）
平成 27 年 4 月 1 日	平成 27 年度計画の策定（届出）
平成 27 年 11 月 16 日	第 3 期中期目標の変更（厚生労働省発年 1116 第 6 号指示）
平成 28 年 2 月 22 日	第 3 期中期計画の変更（厚生労働省発年 0222 第 50 号認可）
平成 28 年 2 月 22 日	平成 27 年度計画の変更（届出）
平成 28 年 3 月 31 日	平成 28 年度計画の策定（届出）
平成 29 年 3 月 31 日	平成 29 年度計画の策定（届出）

以下に、GPIF の「第 3 期中期目標」「第 3 期中期計画」および「平成 28 年度計画」から、「運用の目標、リスク管理および運用手法」、および基本ポートフォリオに関する項目を抜粋し、掲載のこととする。

(1) 第 3 期中期目標

厚生労働大臣が定め、GPIF に指示した、平成 27 年 4 月から平成 32 年 3 月までの 5 年間に於いて GPIF が達成すべき業務運営に関する目標は、つぎのとおり。

## 2. 運用の目標、リスク管理及び運用手法

### (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。

その際、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すること。

上記の事項は、年金事業の運営の安定のための主要な役割を果たすことから、重要度が高いものとする。

### (2) ベンチマーク収益率の確保

各年度において、各資産ごとに、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とともに、中期目標期間において、各々のベンチマーク収益率を確保すること。

ベンチマークについては、市場を反映した構成であること、投資可能な有価証券により構成されていること、その指標の詳細が開示されていること等を勘案しつつ適切な市場指標を用いること。

上記の事項は、効率的な運用を行うための主要な役割を果たすことから、重要度が高いものとする。

### (3) 年金積立金の管理及び運用におけるリスク管理

年金積立金については、分散投資による運用管理を行い、また、資産全体、各資産、各運用受託機関及び各資産管理機関等の各種リスク管理を行うこと。

適切かつ円滑なリバランスの実施に必要な機能の強化を図るとともに、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。

上記の事項は、年金事業の運営の安定のための主要な役割を果たすことから、重要度が高いものとする。

### (4) 運用手法について

運用手法については、運用委員会の審議を経るなど運用委員会による適切なモニタリングの下で、適切にリスク管理を行うこと。

キャッシュアウト対応等の場合を除き、原則としてパッシブ運用とアクティブ運用を併用すること。その上で、アクティブ運用に取り組むことにより超過収益の獲得を目指すものとすること。ただし、アクティブ運用については、過去の運用実績も勘

案し、超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ることを前提に行うこと。

ベンチマークについては、伝統的な時価総額型インデックスのみならず、運用収益向上の観点から検討するとともに、ベンチマークにより難しい非伝統的資産の評価については、資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見に基づき評価方法を明らかにすること。

収益確保のための運用手法の見直し及び運用受託機関等の選定・管理の強化のための取組を進めること。また、運用受託機関等については、定期的に評価を行い、資金配分の見直し等の必要な措置を採ること。

外部運用機関の優れたノウハウ等を活用するとともに、運用コストの低減や運用に関する知識・経験等の蓄積の観点から、法令で認められる範囲でインハウス運用の活用も検討すること。

#### (5) 運用対象の多様化

新たな運用対象についても、被保険者の利益に資することを前提に、運用委員会の審議を経るなど運用委員会による適切なモニタリングの下で、物価連動国債や REIT（不動産投資信託）等を始め、年金資金運用の観点から幅広く検討を行うこと。

また、具体的な運用対象資産の多様化については、資金運用について一般に認められている専門的な知見に基づき検討すること。その際、非伝統的資産は、市場性や収益性、個別性、取引コストや情報開示の状況など、従来の伝統的資産とはリスク等が異なる点も多く、運用側の能力向上等のみでは対応できないことから、各資産の確かな収益力の向上や流通市場の整備等、市場環境の整備を十分踏まえた検討を行うこと。

#### (6) 株式運用における考慮事項

株式運用において、財務的な要素に加えて、収益確保のため、非財務的要素である ESG（環境、社会、ガバナンス）を考慮することについて、検討すること。

（中略）

### 4. 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) モデルポートフォリオの策定（略）

#### (2) モデルポートフォリオの見直し（略）

#### (3) 基本ポートフォリオの策定

基本ポートフォリオは、モデルポートフォリオに即し、運用の目標に沿った資産構成とし、資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見並びに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。その際、名目賃金上昇率から下振れするリスクが全額国内債券運用の場合を超えないこととするとともに、株式等は想定よりも下振れ確率が大きい場合があることも十分に考慮すること。また、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。

(4) 基本ポートフォリオの見直し

市場動向を踏まえた適切なリスク管理等を行い、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ときは、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こと。なお、市場への影響等に鑑み必要があると認めるときは、ポートフォリオを見直し後の基本ポートフォリオに円滑に移行させるため、移行ポートフォリオ（基本ポートフォリオを実現するまでの経過的な資産の構成をいう。）を策定すること。

(2) 第3期中期計画

GPIFが、中期目標に基づき作成のうえ厚生労働大臣の認可を受けた、中期目標を達成するための計画は、つぎのとおり。

「第3期中期計画」（平成28年2月22日付変更後）から抜粋（太字、下線筆者）

2. 運用の目標、リスク管理及び運用手法

(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基本ポートフォリオを定め、これを適切に管理する。

その際、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する。

また、運用受託機関の選定、管理及び評価を適切に実施すること等により、各年度における各資産ごとのベンチマーク収益率を確保するよう努めるとともに、中期目標期間においても各資産ごとのベンチマーク収益率を確保する。

ベンチマークについては、市場を反映した構成であること、投資可能な有価証券により構成されていること、その指標の詳細が開示されていること等を勘案しつつ適切な市場指標を用いる。

(2) 年金積立金の管理及び運用におけるリスク管理

リターン・リスク等の特性が異なる複数の資産に分散投資することをリスク管理の基本とし、年金積立金の管理及び運用に伴う各種リスクの管理を適切に行う。

また、厚生労働大臣から寄託された年金積立金について、運用受託機関及び資産管理機関への委託並びに自家運用により管理及び運用を行うとともに、運用受託機関及び資産管理機関からの報告等に基づき、資産全体、各資産、各運用受託機関及び各資

産管理機関並びに自家運用について、以下の方法によりリスク管理を行う。

① 資産全体

基本ポートフォリオを適切に管理するため、年金積立金の資産構成割合と基本ポートフォリオとの乖離状況を少なくとも毎月 1 回把握するとともに、必要な措置を講じる。

また、適切かつ円滑なリバランスを実施するため、市場動向の把握・分析等必要な機能の強化を図る。

さらに、資産全体のリスクを確認し、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。

② 各資産

市場リスク、流動性リスク、信用リスク等を管理する。また、外国資産については、カントリーリスクも注視する。

③ 各運用受託機関

運用受託機関に対し運用ガイドライン及びベンチマークを示し、各社の運用状況及びリスク負担の状況を把握し、適切に管理する。

また、運用体制の変更等に注意する。

④ 各資産管理機関

資産管理機関に対し資産管理ガイドラインを示し、各機関の資産管理状況を把握し、適切に管理する。

また、資産管理機関の信用リスクを管理するほか、資産管理体制の変更等に注意する。

⑤ 自家運用

運用ガイドラインを定め、運用状況及びリスク負担の状況を把握し、適切に管理する。

(中略)

4. 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) モデルポートフォリオの策定 (略)

(2) モデルポートフォリオの見直し (略)

(3) 基本ポートフォリオの基本的考え方

基本ポートフォリオは、モデルポートフォリオに即し、運用の目標に沿った資産構成割合とし、資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見並びに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。その際、名目賃金上昇率から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とするとともに、株式等は想定よりも下振れ確率が大きい場合があることも十分に考慮する。また、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。

#### (4) 基本ポートフォリオ

基本ポートフォリオを構成する資産区分については、国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式とし、基本ポートフォリオ及び乖離許容幅を次のとおり定める。

なお、以下に定める基本ポートフォリオへ移行するまでの間、乖離許容幅を超過することについては許容するものとする。

	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%

(注) 運用体制の整備に伴い管理・運用されるオルタナティブ資産（インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産その他運用委員会の議を経て決定するもの）は、リスク・リターン特性に応じて国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式に区分し、資産全体の5%を上限とする。

また、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。

#### (5) 基本ポートフォリオの見直し

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。なお、市場への影響等に鑑み必要があると認めるときは、ポートフォリオを見直し後の基本ポートフォリオに円滑に移行させるため、移行ポートフォリオ（基本ポートフォリオを実現するまでの経過的な資産の構成をいう。）を策定する。

### (3) 平成28年度計画

#### GPIF「平成28年度計画」から抜粋（太字、下線筆者）

#### 2. 運用の目標、リスク管理及び運用手法

##### (1) 運用の目標

- ① **基本ポートフォリオに基づきリバランス等を行い、これを適切に管理する。**
- ② **運用受託機関の選定、管理及び評価を適切に実施すること等により、平成28年度における各資産ごとのベンチマーク収益率を確保するよう努めるとともに、中期目標期間においても各資産ごとのベンチマーク収益率を確保する。**

ベンチマークについては、中期計画に基づく適切な市場指標を用いる。

(2) 年金積立金の管理及び運用におけるリスク管理

リターン・リスク等の特性が異なる複数の資産に分散投資することをリスク管理の基本とし、年金積立金の管理及び運用に伴う各種リスクの管理を適切に行う。

また、厚生労働大臣から寄託された年金積立金について、運用受託機関及び資産管理機関への委託並びに自家運用により管理及び運用を行うとともに、運用受託機関及び資産管理機関からの報告等に基づき、資産全体、各資産、各運用受託機関及び各資産管理機関並びに自家運用について、以下の方法によりリスク管理を行う。

① 資産全体

基本ポートフォリオを適切に管理するため、年金積立金の資産構成割合と基本ポートフォリオとの乖離状況を少なくとも毎月 1 回把握するとともに、必要な措置を講じる。

また、適切かつ円滑なリバランスを実施するため、市場動向の把握・分析等を行なう。

さらに、資産全体のリスクを確認し、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との乖離要因の分析等を行う。

また、フォワード・ルッキングな観点からリスクの変化について、ストレステスト等の充実を図る。

② 各資産

市場リスク、流動性リスク、信用リスク等を管理する。また、外国資産については、カントリーリスクも注視する。

③ 各運用受託機関

運用受託機関ごとに運用目標、運用手法、リスク指標及びベンチマーク等に関する運用ガイドラインを示す。

また、運用状況及びリスク負担の状況についての報告のほか、随時必要な資料の提出を求めるとともに、定期的に各運用受託機関とミーティングを行い、運用ガイドラインの遵守状況、運用状況及びリスク負担の状況を把握し、運用受託機関に対し適切に管理、評価を行う。

運用体制の変更等については、その都度報告を受け、必要に応じてミーティングを行い、問題点等の有無を確認する。

④ 各資産管理機関

資産管理機関ごとに資産管理の目標、管理手法及び体制等に関する資産管理ガイドラインを示す。

また、資産管理状況についての報告のほか、随時必要な資料の提出を求めるとともに、定期的にミーティングを行い、資産管理ガイドラインの遵守状況を把握し、資産管理機関に対し適切に管理、評価を行う。

さらに、信用リスクについては、随時管理するとともに、資産管理体制の変更等



については、その都度報告を受け、必要に応じてミーティングを行い、問題点等の有無を確認する。

⑤ 自家運用

自家運用に係る運用目標、運用手法、リスク指標及びベンチマーク等に関する運用ガイドラインを定め、随時遵守状況を適切に管理する。

(中略)

4. 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。

	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%

(注) 運用体制の整備に伴い管理・運用されるオルタナティブ資産（インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産その他運用委員会の議を経て決定するもの）は、リスク・リターン特性に応じて国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式に区分し、資産全体の5%を上限とする。

また、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。

(2) 基本ポートフォリオの見直し

基本ポートフォリオについて、策定時に想定した運用環境に変化がないかの検証を行う。

また、市場の急激な変動などが生じた場合、必要に応じて見直しの検討を行う。

これに併せ、モデルポートフォリオの検証が必要と判断されたときは、他の管理運用主体と共同して、モデルポートフォリオに検討を加え、必要に応じ、運用委員会の審議を経て、変更する。

5. 長期的な運用の目標と業務プロセス

(1) 厚生労働大臣が課した長期的な運用の目標と指定した業務プロセス

以上のとおり、GPIFの「第3期中期目標」および「第3期中期計画」は、ともに運用の目標と題して、「(略) 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。」と謳っている。

すなわち、運用寄託における寄託者である厚生労働大臣は、受寄者である GPIF に対し、「(積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いた) 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、長期的な運用の目標として課すとともに、「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、目標達成のための業務プロセスとして指定したのである。

長期的な運用の目標	実質的な運用利回り 1.7%を最低限のリスクで確保する
業務プロセス	基本ポートフォリオを定め、これに基づき管理を行う

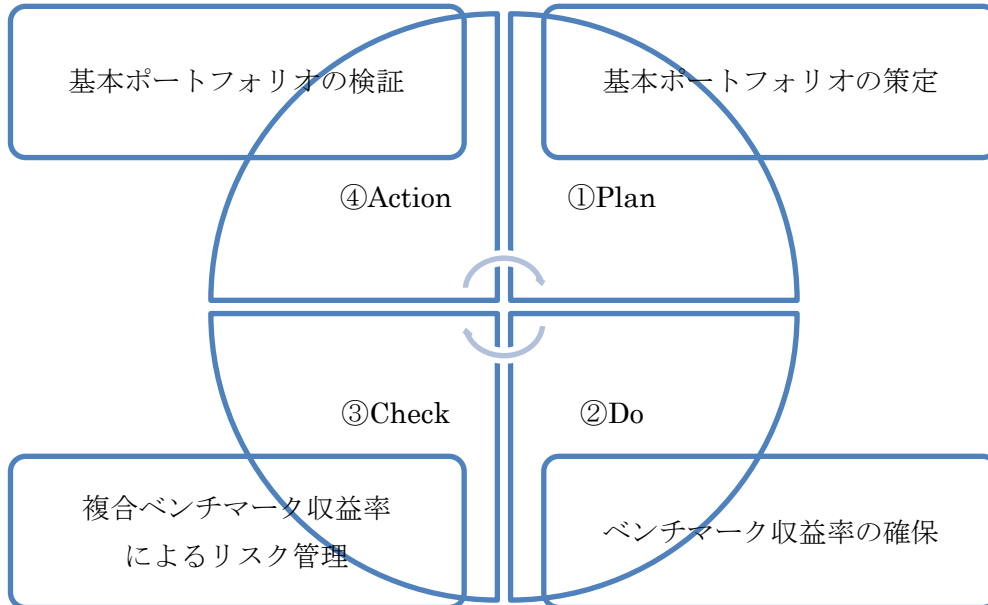
## (2) 業務プロセスの詳細化

おって、「第 3 期中期目標」「第 3 期中期計画」および「平成 28 年度計画」の記載内容から、「基本ポートフォリオを定め、これ（基本ポートフォリオ）に基づき管理を行うこと」とされた業務プロセスを、詳細化して見ると、つぎの表-4 のようになり、図-3 のような、自律的な PDCA サイクルを描くことが出来る。

表-4 基本ポートフォリオに基づく管理に係わる業務プロセスの詳細化

サイクル	業務プロセス
Plan	長期的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。
Do	各年度において、各資産ごとに、各々の <u>ベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保するように努めるとともに、中期目標期間において、各々の<u>ベンチマーク収益率を確保すること。</u></u>
Check	基本ポートフォリオを適切に管理するため、 <u>年金積立金の資産構成割合と基本ポートフォリオとの乖離状況を少なくとも毎月 1 回把握するとともに、必要な措置を講じる。</u>
Check	<u>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。</u> <u>各年度の複合ベンチマーク収益率との乖離要因の分析等を行う。</u>
Action	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、必要に応じて見直しの検討を行う。
Action	必要があると認めるときは、ポートフォリオを見直し後の基本ポートフォリオに円滑に移行させるため、移行ポートフォリオ（基本ポートフォリオを実現するまでの経過的な資産の構成をいう。）を策定する。

図-3 GPIF の運用の目標達成のための自律的な PDCA サイクル



6. 「品質は工程で造りこむ」

ところで、「良い「プロセス」が形成されていないと、良い結果を継続的に得ることはむずかしい。」（「TQM の基本」）とされている。

ISO（国際標準化機構）が、1987年に制定し、2015年には第5版となった、品質保証の国際規格として、ISO9000シリーズがある。

今日同規格は、製造業のみならず、サービス業においても一般的であり、金融機関が採用の例もある。

ISO9000は、品質マネジメントの原則として、7つの事項を掲げているが、そのうちの 하나가、「プロセスアプローチ」である。

そして、ISO9001は、「プロセスアプローチ」について、「システムとして相互に関連するプロセスを理解しマネジメントすること」と定義し、「組織が効果的かつ効率的に意図した結果を達成する上で役立つ。組織は、このアプローチによって、システムのプロセス間の相互関係及び相互依存性を管理することができ、それによって、組織の全体的なパフォーマンスを向上させることができる。」（日本規格協会編「対訳ISO9001:2015 品質マネジメントの国際規格」37頁）と、プロセス重視の必要性を謳っている。

はたまた、品質管理の代名詞であるトヨタは、1961年にTQC (Total Quality Control 総合的品質管理) を導入し、「検査を厳しくすれば品質が良くなる」という考え方が、「品質は検査の前でつくる」という考え方に变化し、「品質は工程で造りこむ」という

言葉が誕生したとしている（トヨタ企業サイト、トヨタ自動車 75 年史、TQM）。

さらに、今日のトヨタでは、TQC に、欧米的なマネジメントの要素を付加した TQM（Total Quality Management 総合的品質管理）の実践が図られているとのことであるが、中條武志・山田秀編著、日本品質管理学会標準委員会編「マネジメントシステムの審査・評価に携わる人のための TQM の基本」は、つぎのとおり「良い「プロセス」が形成されていないと、良い結果を継続的に得ることはむずかしい。」と解説している（14 頁）。

### 1.3.2 手段に関する TQM の原則

#### (1) プロセス重視

良い「プロセス」が形成されていないと、良い結果を継続的に得ることはむずかしい。

「プロセス重視（プロセスアプローチ）」とは、結果のみを追うのではなく、結果を生み出すプロセス（仕事のしくみ・やり方）に着目し、これを管理し、向上させる考え方である。  
(略)

事ほど左様に、単に「結果」を検査する“出荷判定”では、製品やサービスの品質を改善し、維持して行くことは不可能であり、品質について良い結果を安定的に生み出して行くためには、積極的に「工程」（プロセス）を管理して行く必要がある。

すなわち、「品質は工程で造りこむ」との姿勢が必要不可欠なのであり、品質を工程で造りこむためには、一連のプロセスを構成する要素および管理すべき項目を明らかにし、それらをコントロールしなければならない。

したがって、GPIF の積立金の運用について、「短期的な運用結果に一喜一憂することなく」「短期的な動向に過度にとらわれることなく、長期的な観点から評価」するためには、運用の「結果」のみを論ずるのではなく、一連の業務プロセスが、どのような要素から構成されているか、また、管理すべき項目は、何であるかを明確にして置く必要があるのである。

GPIF の積立金の運用に係わる一連の業務プロセスについては、前掲表-4 および図-3 のとおりであるが、長期的な運用の目標を確保するための自律的な PDCA サイクルを回す上で、取り分け注目すべき重要な要素は、言わば起動装置として、動機づけの役割を担う、それ故機能しないと継続的改善の障害になる、Check（評価）のプロセスである。

具体的には、「複合ベンチマーク収益率によるリスク管理」のプロセスであり、管理すべき項目は、「複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析」である。

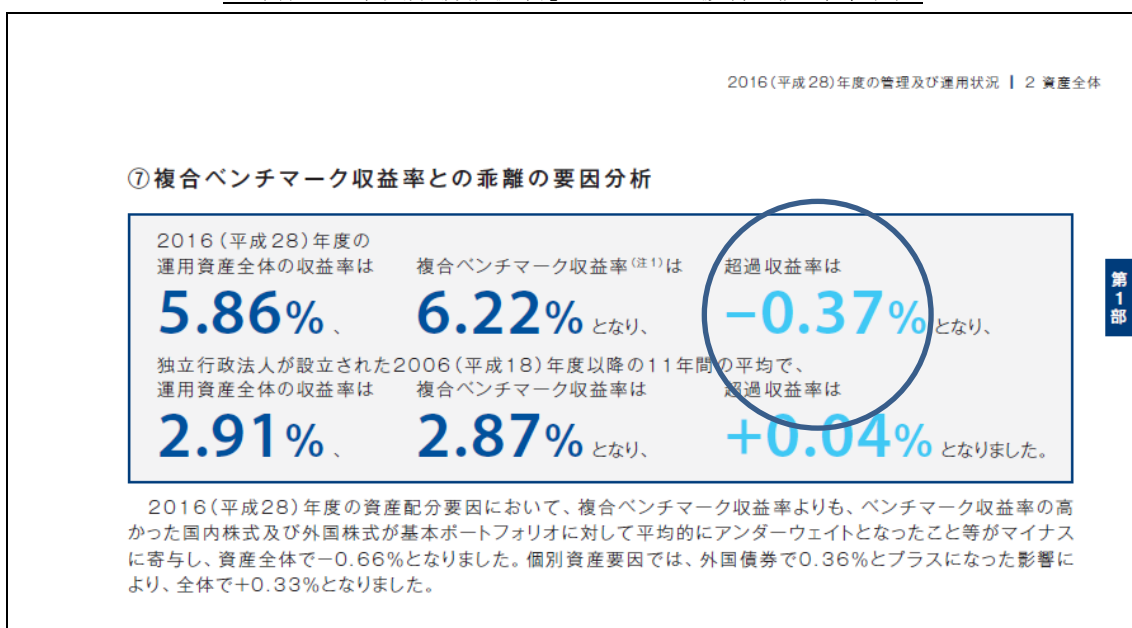
ちなみに、行政改革推進会議平成 25 年 12 月 20 日付報告書「独立行政法人改革等に関する基本的な方針について」は、現行の仕組みは必ずしも十分機能していない状況にあり、「具体的には、(略) 事後の適正な評価がなされておらず、(略) 評価結果が事

務・事業の改善に結びつかないなどの問題が挙げられる。」とし、PDCA サイクルが機能する、評価の仕組みの構築を訴えている。

## 7. 複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析

GPIF の「平成 28 年度業務概況書」の 18 頁には、項番 7「複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析」として、平成 28 年度の運用資産全体の収益率（5.86%）の、複合ベンチマーク収益率（6.22%）に対する、「超過収益率」が、マイナス 0.37%であった旨、つぎのように記載されている。

### 「平成 28 年度業務概況書」18 頁から抜粋（丸印筆者）



(注1)「複合ベンチマーク収益率」は、各資産のベンチマーク収益率（月次ベース）を基本ポートフォリオ（国内債券 35%、国内株式 25%、外国債券 15%、外国株式 25%）の割合で加重平均した「複合ベンチマーク収益率（月次ベース）」をもとに年率換算したものです。

(注2)「資産配分要因」とは、基本ポートフォリオと実際の資産構成割合との差による要因、「個別資産要因」とは、実際の各資産の収益率と当該資産に係るベンチマーク収益率との差による要因、「その他要因（誤差を含む）」とは、資産配分要因及び個別資産要因が交じり合ったものと計算上の誤差です。なお、計算上の誤差とは、運用資産全体の収益率と複合ベンチマーク収益率の計算方法の相違により生じるものです。

表-5の1 2016(平成28)年度の超過収益の要因分析 (表-5の2に続く)

		収益率		
		GPIFの収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
資産全体		5.86%	6.22%	-0.37%
	国内債券	-0.74%	-0.79%	+0.05%
	国内株式	14.89%	14.69%	+0.20%
	外国債券	-3.22%	-5.41%	+2.19%
	外国株式	14.20%	14.61%	-0.41%
	短期資産	0.00%	0.00%	0.00%

表-6の1 資産全体の超過収益率の要因分析 (表-6の2に続く)

		収益率		
		GPIFの収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率
2006年度(平成18)		4.56%	4.64%	-0.08%
2007年度(平成19)		-6.10%	-6.23%	+0.13%
2008年度(平成20)		-7.57%	-8.45%	+0.88%
2009年度(平成21)		7.91%	8.54%	-0.63%
2010年度(平成22)		-0.25%	-0.02%	-0.23%
2011年度(平成23)		2.32%	2.59%	-0.27%
2012年度(平成24)		10.23%	9.00%	+1.24%
2013年度(平成25)		8.64%	7.74%	+0.90%
基本ポートフォリオ変更 (平成25年6月7日)				
2014年10月まで		3.97%	3.50%	+0.46%
基本ポートフォリオ変更 (平成26年10月31日)				
(2014年10月以降)		(8.19%)	(9.98%)	(-1.78%)
2015年度(平成27)		-3.81%	-3.81%	+0.00%
2016年度(平成28)		5.86%	6.22%	-0.37%

(注1) 各年度の収益率を用いて幾何平均により算出しています。(年率換算値)

(注2) 2006(平成18)年度から2007(平成19)年度までは市場運用分の収益率(時間加重収  
の収益率(修正総合収益率)と複合ベンチマーク収益率の乖離の分析を行って

(注3) 管理運用法人の収益率(資産全体)は、2006(平成18)年度から2007(平成19)年度  
して、各年度の収益率の幾何平均により算出しています。

(注4) 2008(平成20)年度以降は、財投債の収益率を加味しています。

(表-5の1から続く) 表-5の2 2016(平成28)年度の超過収益の要因分析

資産全体の超過収益率の要因分析			
資産配分要因①	個別資産要因②	その他要因③	寄与度①+②+③
<b>-0.66%</b>	+0.33%	-0.04%	<b>-0.37%</b>
-0.15%	+0.02%	+0.00%	-0.13%
-0.20%	+0.05%	-0.00%	-0.16%
+0.16%	+0.36%	-0.04%	+0.49%
-0.21%	-0.10%	+0.01%	-0.30%
-0.25%	0.00%	0.00%	-0.25%

(表-6の1から続く) 表-6の2 資産全体の超過収益率の要因分析

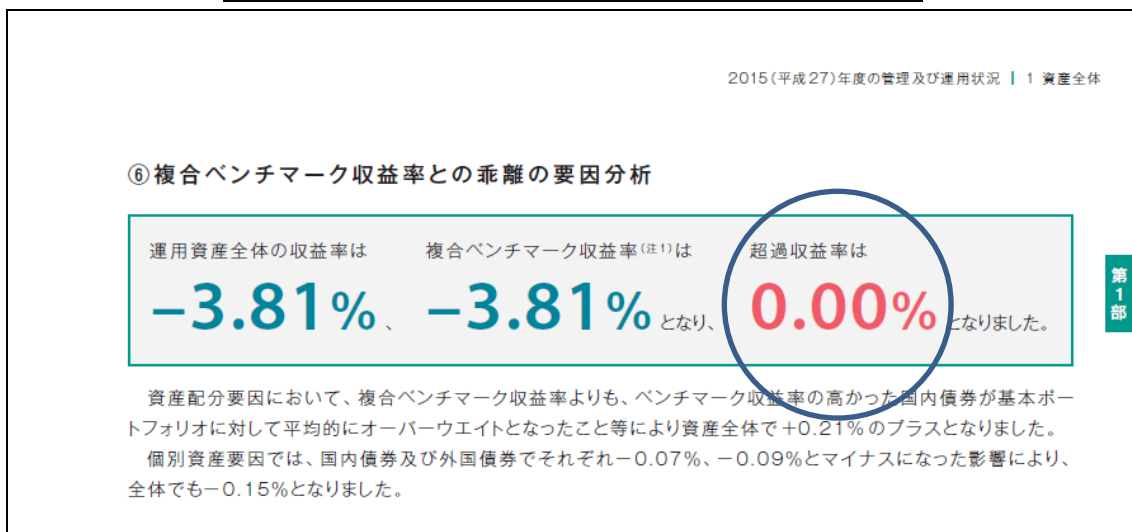
資産全体の超過収益率の要因分析			
資産配分要因①	個別資産要因②	その他要因③	寄与度①+②+③
<b>-0.06%</b>	-0.00%	-0.02%	<b>-0.08%</b>
+0.17%	-0.02%	-0.02%	+0.13%
+0.90%	-0.12%	+0.11%	+0.88%
<b>-0.70%</b>	+0.08%	-0.01%	<b>-0.63%</b>
<b>-0.26%</b>	+0.12%	-0.09%	<b>-0.23%</b>
-0.19%	-0.01%	-0.07%	-0.27%
+1.40%	+0.03%	-0.19%	+1.24%
+0.92%	-0.06%	+0.04%	+0.90%
基本ポートフォリオ変更 (平成25年6月7日)			
+0.47%	-0.03%	+0.02%	+0.46%
基本ポートフォリオ変更 (平成26年10月31日)			
(-1.99%)	(+0.01%)	(+0.19%)	(-1.78%)
+0.21%	-0.15%	-0.06%	+0.00%
<b>-0.66%</b>	+0.33%	-0.04%	<b>-0.37%</b>

益率)と複合ベンチマーク収益率の乖離の分析、2008(平成20)年度以降は、運用資産全体

までは市場運用分の収益率(時間加重収益率)、2008(平成20)年度以降は修正総合収益率と

ちなみに、「平成 27 年度業務概況書」には、平成 27 年度の複合ベンチマーク収益率に対する「超過収益率」は、ゼロ%であった旨、つぎのように記載されていた。

「平成 27 年度業務概況書」16 頁から抜粋（丸印筆者）



(注1)「複合ベンチマーク収益率」(「資産全体」の「ベンチマーク収益率」)は、各資産のベンチマーク収益率を基本ポートフォリオ(国内債券 35%、国内株式 25%、外国債券 15%、外国株式 25%)の割合で加重平均した収益率です。

おって、複合ベンチマーク収益率に対する「超過収益率」を時系列に見てみると、表-6の1のとおりであり、基本ポートフォリオの移行時期(平成26年10月以降)を除き、平成28年度の「超過収益率」のマイナス幅(0.37%)は、リーマンショックに端を発した世界的金融危機の翌年度の、株価の反騰を捕捉することが出来なかった、**平成21年度のマイナス0.63%に次ぐ、大敗であったことになる。**

さらには、表-6の2の資産全体の超過収益率の要因分析にあるとおり、平成28年度のマイナスの「超過収益率」に係わる「資産配分要因」は、マイナス0.66%であり、そのマイナス幅は、上記平成21年度のマイナスの「超過収益率」に係わる「資産配分要因」の、マイナス0.70%に匹敵することから、当然に GPIF は、説明責任を果たす必要がある。

しかしながら、GPIF は事態の重大性を認識していないのか、対応に緊張感が無い。

## 8. 事態の重大性と認識の欠如

今一度、GPIF の業務プロセスについて、確認のこととする。

**「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」が、GPIF における基**



本的な業務プロセスである。

そして、「品質はプロセス（工程）で造りこむ」必要がある。

GPIFが「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」ための継続的改善のPDCAサイクルは、図-3のとおり、Plan（計画）に該当する第1のステップは「基本ポートフォリオの策定」、Do（実施）に該当する第2のステップは「ベンチマーク収益率の確保」、Check（評価）に該当する第3のステップは「複合ベンチマーク収益率によるリスク管理」、Action（改善）に該当する第4のステップは「基本ポートフォリオの検証」である。

おって、当初基本ポートフォリオ策定後の、つぎのサイクルにおける第1のステップは、前のサイクルの第4ステップに該当する「基本ポートフォリオの検証」の結果を踏まえた「基本ポートフォリオの見直し」になる。

GPIFは、第3期中期計画において、「定期的に基本ポートフォリオの検証を行う」としており、平成28年に3回の運用委員会（3月10日、3月29日、4月15日）の検討を経て、平成28年5月31日に「基本ポートフォリオの定期検証について」を公表のうえ、「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なりました。」とした経緯がある。

同上「基本ポートフォリオの定期検証について」に記載のある、定期検証の内容は、つぎのとおり。

「基本ポートフォリオの定期検証について」から抜粋（太線下線筆者）

- 長期的に必要とされる年金積立金の水準については、厚生労働省の財政検証で、様々な経済前提に基づき、複数の見通しが示されています。厚生労働大臣が GPIF に示した中期目標では、年金積立金の運用は、財政検証結果を踏まえ、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）1.7%を、最低限のリスクで確保することとされています。
- 今回の検証作業では、成長戦略の効果が着実にあらわれる「経済中立ケース」と、市場に織り込まれた将来の金利水準を前提とした「市場基準ケース」のそれぞれの経済シナリオについて、主に以下の点を実施しました。
  - ・ 日本銀行のマイナス金利導入による金利低下の影響と、将来の長期金利上昇による評価損失の発生も考慮し、国内債券については期待リターンを引き下げました。
  - ・ 直近四半期末（平成 27（2015）年 12 月末）を起点に、現行の基本ポートフォリオが想定している運用期間の期末（平成 51（2039）年 3 月末）に、運用残高が必要な積立金水準を下回る確率を推計しました。
- 検証の結果、国内債券の期待リターン低下の影響は見られますが、現行の基本ポートフォリオは効率的で、概ね目標利回りを満たしていること、運用残高が年金財政で必

要とされる積立金水準を下回るリスクが、平成 26 (2014) 年 10 月に基本ポートフォリオを策定した時と比べて、いずれの経済シナリオにおいても低下することを確認しました。

- 以上から、総合的に見て、現行の基本ポートフォリオを変更する必要はないと判断しました。

したがって、定期検証の結果を踏まえ、つぎに GPIF は、Do (実施) に該当する第 2 のステップ「ベンチマーク収益率の確保」として、平成 28 年度計画のとおり「平成 28 年度における各資産ごとのベンチマーク収益率を確保するよう努める」ために、現行の「基本ポートフォリオを適切に管理するため、年金積立金の資産構成割合と基本ポートフォリオとの乖離状況を少なくとも毎月 1 回把握するとともに、必要な措置を講じる。」必要があった。

(注) 平成 26 年 10 月 31 日に変更の、現行の基本ポートフォリオは、短期資産を除外している。

しかしながら、GPIF は、つぎの表-4 にあるとおり、短期資産へのオーバーウエイトを放置し、換言すると未運用を放置し、複合ベンチマーク収益率よりもベンチマーク収益率の高かった国内株式および外国株式のアンダーウエイトを引き上げる措置を講じなかったことから、平成 28 年度の運用資産全体の収益率の複合ベンチマーク収益率に対する「超過収益率」が、マイナス 0.37% になる、大敗を喫したのである。

表-7 平成 28 年度末構成割合 (年金積立金全体)

	資産額(億円)	構成割合	基本ポート	乖離
国内債券	478,707	31.68%	35.00%	-3.32%
国内株式	351,784	23.28%	25.00%	-1.72%
外国債券	196,817	13.03%	15.00%	-1.97%
外国株式	349,262	23.12%	25.00%	-1.88%
<b>短期資産</b>	<b>134,365</b>	<b>8.89%</b>	—	<b>+8.89%</b>
合計	1,510,935	100.00%	100.00%	0.00%

ところが、GPIF は、つぎに示すとおり、「平成 28 年度業務概況書」17 頁において、短期資産の構成割合 (8.89%) と基本ポートフォリオとの乖離 (プラス 8.89%) を無視し、乖離についての合計を記さず、しかも何ら注記を施すこともなく、説明責任を果たしていない。

本来、乖離の合計はゼロでなければならず、かかる表記は、ミスで済まされるものではなく、不都合な事実を隠すものとの誹りを受けても致し方ないであろう。

「平成 28 年度業務概況書」17 頁から抜粋（丸印筆者）

	資産額(億円)	構成割合 (年金積立金全体)	基本ポートフォリオ	乖離
国内債券	478,707	31.68%	35% (±10%)	-3.32%
市場運用	462,236	30.59%	-	-
財投債 (簿価) (時価)	16,472	1.09%	-	-
	(17,485)	-	-	-
国内株式	351,784	23.28%	25% (±9%)	-1.72%
外国債券	196,817	13.03%	15% (±4%)	-1.97%
外国株式	349,262	23.12%	25% (±8%)	-1.88%
短期資産	134,365	8.89%	-	-
合計	1,510,935	100.00%	100.00%	-

加えて、「平成 28 年度業務概況書」18 頁の「複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析」に関する説明文においても、「2016（平成 28）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、ベンチマーク収益率の高かった国内株式及び外国株式が基本ポートフォリオに対して平均的にアンダーウエイトとなったこと等がマイナスに寄与し、資産全体で-0.66%となりました。」と記載したのみで、トレードオフの関係にある短期資産のオーバーウエイトについては、言及していない。

そもそも、GPIF の PDCA サイクルにおいては、Check に該当する第 3 のステップとして、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、複合ベンチマーク収益率によるリスク管理が期待されており、また、GPIF には、年金積立金の運用状況その他の管理運用業務の実施状況を監視する、運用委員会が設置されている。

短期資産へのオーバーウエイトについての議事は、平成 28 年 12 月 16 日開催の第 112 回運用委員会において、委員から「今のポートに移行するとき基本ポートから短期資産を除外した経緯について整理をしていただきたい。」との発言があり、議論の俎上に上りかかったが、「金利がプラスであれば、通常国内債券等に分散するのであるが、マイナス金利下では、短期資産を積み上げざるを得ないということである。」あるいは「今、積み上がった短期資産は、本来であれば国債の利回りがプラスであれば国債に行くべきものの一部が仕方なく積まれているという理解で議論したいと考えている。」とする、事務局の見解に、運用委員が納得してしまったのか、その後は、沙汰やみとなってしまった（第 112 回運用委員会議事要旨別紙 1 参考資料に掲載）。

留意すべきは、かかる GPIF 事務局の見解は、基本ポートフォリオの定期検証の結果

と、明らかに矛盾する点である。

すなわち、「マイナス金利下では、短期資産を積み上げざるを得ない」などとする事務局の見解は、「日本銀行のマイナス金利導入による金利低下の影響と、将来の長期金利上昇による評価損失の発生も考慮し、」行った検証の結果、(短期資産を除外の) 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とする定期検証の結果と、明らかに矛盾するのである。

かくのごとく PDCA サイクルが、機能不全に陥っていることは、重大である。そもそも、独立行政法人制度は、PDCA サイクルを業務運営の基本理念としており、かかる機能不全は、独立行政法人取り分け中期目標管理法の存在意義に係わる、由々しい事態である。

GPIF が平成 28 年 5 月 31 日に公表の「基本ポートフォリオの定期検証について」において、理事長は、「今後とも、長期的な観点から検証を行うとともに、直近の様々な市場環境の変化を注意深く観察しながら、認められた基本ポートフォリオの枠組みの中で適切に対応してまいります。」とコメントしているが、平成 28 年度における業務運営は、言行不一致の誹りを免れない。

#### 9. どうした、GPIF (平成 28 年度運用状況の記者会見)

GPIF が、平成 28 年 7 月 7 日「平成 28 年度業務概況書」を公表後実施した、平成 28 年度運用状況の記者会見において、耳を疑う質疑応答があった。

記者会見において、ただ一人、単年度の収益率や収益額ではなく、複合ベンチマーク収益率に着目し、「超過収益率」がマイナスになった理由を質した週刊年金実務の記者に対して、理事長は、つぎのように回答したのである。

#### 質疑応答議事録 (You Tube の GPIF 公式チャンネルから筆者作成)

記者	あの週刊年金実務の、オダと申します。 あの単年度の収益率と、収益額で見ると、プラスになっているんですけども、あの複合ベンチマーク収益率のところで見ると、あの単年度ですと、超過収益率がマイナスになっていまして、こちらの受けとめのほうをお聞かせ願いますでしょうか。  (間が空く)
理事長	えっと、具体的には業務方法書の何ページ。 18  (間が空く) で、具体的な数字は、マイナス 0.66 のことを、おっしゃてるのかな。  (間が空く) マイナス 0.37 パーセント。

資産全体の、あの、こういう理解で、いい、いいですかね。

そのベンチマークどおりにやっていたら、6.22 になったのに、ベンチマークから外したんで、マイナス 0.37 分だけ、収益率とすると、低かったことに対する考え方という、ですね。

あの、単にリスク資産を取れなかったということ、だけ、であります。

あの、多分、短期資産分の、あのこれ当然のことながらその短期資産 0 で（笑い）、0 で運用すると、6.22 ということですから、たぶん、短期を 0 で、リスク資産に思いっきりベットすると、6.22 できるんで、そこまで強気になれなかったという。

ま、執行人として、反省、しておりますが（笑い）。

有体に言いますと、ボラティリティが非常に高いんで、すこしキャッシュを持ちながら、つぎの投資をずっと考えていると、1 年締めてみたら、ベンチマークどおりやっているものよりも、0 点、37 ベーシス、ベンチマークでやっているものよりも、成績が悪かったということだろうと思っております。

あの、リスクを取り切れなかったということだと。

かくのごとき理事長の回答ぶりは、基本ポートフォリオの定期検証におけるコメント「認められた基本ポートフォリオの枠組みの中で適切に対応してまいります。」からは想像の出来ない緊張感の無いものであった。

残念の一言に尽きる。

#### 10. どうした、GPIF（平成 28 年度業務実績報告および自己評価書）

これまで述べてきたとおり、独立行政法人制度は、PACA サイクルを業務運営の基本理念としており、GPIF は、政策の PDCA サイクルにおける「業務実績評価」に先立ち、その自律的な PDCA サイクルにおいて自己評価を実施し、「平成 28 年度業務概況書」と相俟って、「平成 28 年度業務実績報告および自己評価書」を公表し、平成 28 年度の自己評価に係わる評価項目別の評定を、つぎのとおりとした。

おって、総務大臣決定の「独立行政法人の評価に関する指針」は、中期目標管理法人の評価に関する評定区分について、原則として、S、A、B、C、D の 5 段階の評語を付し、B を標準とするとしている（詳細別紙 2 参考資料参照）。

表-8 平成 28 年度の自己評価に係わる評価項目別の評定総括表

評価項目	自己評価評定	
	28 年度	(27 年度)
I-1 管理運用の基本的な方針、運用の目標（重要度が高い）	B	(B)
I-2 リスク管理（重要度が高い）	B	(B)

I-3 運用手法、運用対象の多様化、株式運用における考慮事項	A	(A)
I-4 透明性の向上（重要度が高い）	A	(A)
I-5 基本ポートフォリオ等	B	(B)
I-6 管理及び運用に関し遵守すべき事項	A	(A)
I-7 管理及び運用能力の向上	B	(B)
I-8 調査研究業務	A	(B)
II-1 効率的な業務運営体制の確立	B	(B)
II-2 業務運営の効率化に伴う経費節減	B	(B)
III-1 財務内容の改善に関する事項	B	(B)
IV-1 その他の業務運営に関する重要事項	B	(A)

(1) I-1 管理運用の基本的な方針、運用の目標

GPIF は、「平成 28 年度業務実績報告および自己評価書」において、評価項目「I-1 管理運用の基本的な方針、運用の目標」の評定を標準である B とした根拠について、つぎのように記載しているが、「超過収益率」がマイナス 0.37%と、平成 21 年度に次ぐ大敗であったにもかかわらず、B（標準）とすることの合理性はまったく無い。

「超過収益率」が、ゼロ%に終わった、前年度平成 27 年度の評定を B（標準）としたことと比較し、今般評定のいい加減さは、明らかである。

かくのごとく前年度と不整合な評定を公表の事実は、GPIF の内部統制に不安を覚えるものである。

どうした、GPIF。

「平成 28 年度業務実績報告および自己評価書」1 頁から抜粋（下線筆者）

各資産ごとのベンチマーク収益率を確保するよう努めることとされているのに対し、ベンチマーク収益率に対する超過収益率については、4 資産中 3 資産（内外債券、国内株式）について、プラスの超過収益率を確保することができ、マネジャーやマネジャー・ベンチマークの選択効果を示す個別資産要因においても +0.33%となった。

なお、運用資産全体に係る収益率と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基本ポートフォリオで加重したもの）との比較では、個別資産要因は +0.33%となったものの、複合ベンチマーク収益率よりもベンチマーク収益率の高かった国内株式及び外国株式が基本ポートフォリオに対して平均的にアンダーウエイトとなったこと等がマイナスに寄与し、資産配分要因が -0.66%となった結果、全体では -0.37%となった。

4 資産中 3 資産について、プラスの超過収益率を確保し、マネジャーやマネジャー・ベンチマークの選択効果を示す個別資産要因においても +0.33%となったことから B と評価する。

「第3期中期目標」「第3期中期計画」および「平成28年度計画」は、短期資産を除く4資産（国内債券、国内株式、外国債券、外国株式）フルインベストメントを前提として、「各年度において、各資産ごとに、各々のベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保するように努める」と謳ったのであり、かかる前提においては、「個別資産要因」は限りなく「寄与度」と一致することになり、必然的に運用資産全体の収益率は、複合ベンチマーク収益率並みになる。

すなわち、各資産ごとにベンチマーク収益率を確保の趣旨は、超過収益率の要因分析のうち、「個別資産要因」のみを評価する趣旨ではなく、「資産配分要因」などを加味した「寄与度」を以て、評価の必要がある。

（注）「寄与度」とは、各構成要素のデータの増減が、全体の変化に対して、とれだけ寄与したかを表す指標であり、各寄与度の合計は全体の伸び率と一致する。

寄与度＝各構成要素データの増減÷前回の全体のデータ値×100

## （2）I-2 リスク管理

さらに、評価項目「I-2 リスク管理」の評定をB（標準）とした根拠について、つぎのように記載しているが、短期資産のオーバーウエイトを放置し、その影響を無視のことから、これまた論外である。

「平成28年度業務実績報告および自己評価書」11頁から抜粋（下線筆者）

- |   |
|---|
| <p>(1) 年金積立金全体と基本ポートフォリオとの乖離状況の把握等については、少なくとも毎月1回は<u>適切に実施している</u>。また、推定相対リスクのモニタリングを強化したが、年度を通じて大きな変動はなく安定的に推移しており、所期の目標を達成していると考ええる。</p> <p>(2) 運用専門職員による市場分析に加えて、法人内の運用関係部室、運用受託機関、経済環境コンサルタントによる経済・金融分析・市場見通し等も集約し、それらの見方の違いも含めて、多面的な分析を行ったうえで、資金配分・回収に活用しており、所期の目標を上回る成果が得られたと考ええる。</p> <p>(3) 資産全体のリスクの確認、分析及び評価については、毎月運用リスク管理委員会を開催し、<u>適切に行われており、</u>所期の目標を達成していると考ええる。</p> <p>(4) <u>適切に</u>各資産の収益率とベンチマーク収益率、資産全体の収益率と複合ベンチマーク収益率の乖離要因を分析しており、所期の目標を達成していると考ええる。</p> |
|---|

仮にも、リスク管理が適切であれば、「超過収益率」が、平成21年度に次ぐマイナスになるはずはなく、リスク管理において、個々のリスク管理手法の実施が目的化し、すなわち部分最適に終始して、全体最適化のための課題解決に取り組まなかったことが、大敗の原因であると思われる。

今日の GPIF のリスク管理における混乱は、基本ポートフォリオにおいて短期資産を除外したことがおもな原因であり、かかる原因を公にした上で、継続的改善のための PDCA サイクルを構築することこそが、平成 28 年度 GPIF が取り組むべき全体最適化のための課題解決であったが、GPIF は、全体最適化の視点を持つことなく、お茶を濁してしまった。

上記記載の内容は、単にリスク管理手法の列挙に止まり、全体最適化の視点あるいは PDCA サイクルの片鱗も無い。

したがって、リスク管理についての評価は、B（標準）に止まらず、当然に下回って然るべきものと思われる。

どうした、GPIF。

最大のリスク管理は、基本ポートフォリオを定め、粛々と、これに基づき管理を行うこと、ではないのか。

## 1 1. まとめ

### (1) 問題認識

GPIF の各年度の運用結果については、年次報告書である業務概況書が公表される都度「公的年金の運用益、最高の 15 兆円 14 年度、国内株 22%に上昇」（2015 年 7 月 11 日付日本経済新聞朝刊）「公的年金、15 年度運用損 5.3 兆円 赤字幅、過去 3 番目の大きさ」（2016 年 7 月 29 日日本経済新聞電子版）「GPIF、16 年度運用益 7.9 兆円 2 年ぶり黒字、昨秋来の株高寄与」（2017 年 7 月 7 日日本経済新聞電子版）など、専ら各年度の収益額あるいは収益率に着目した報道が繰り返される。

一方、これに対して、政府は、再三に亘り、「積立金の運用は、短期的な動向に過度にとらわれることなく、長期的な観点から評価すべきものである。」（平成 28 年 1 月 8 日衆議院予算委員会安倍内閣総理大臣答弁）「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。」（平成 29 年 7 月 7 日内閣官房長官記者会見）」などとして来たが、これまで主務官庁である厚生労働省も、GPIF も、各年度における実績評価のポイントを、明確にはしていない。

短期的な運用結果に一喜一憂することなく、GPIF の各年度における業務実績を的確に評価するためには、業務概況書の、何処の、何を、見れば良いのか。

### (2) 論点整理

独立行政法人である GPIF の設立根拠に立ち返り、論点を整理して見ると、独立行政法人制度の基本理念である PDCA サイクルに、答えを見出すことが出来る。

すなわち、行政改革推進会議が平成 25 年 12 月 20 日に公表の「独立行政法人改革等に関する基本的な方針について」は、「独立行政法人制度は、法人運営の細部にわたる

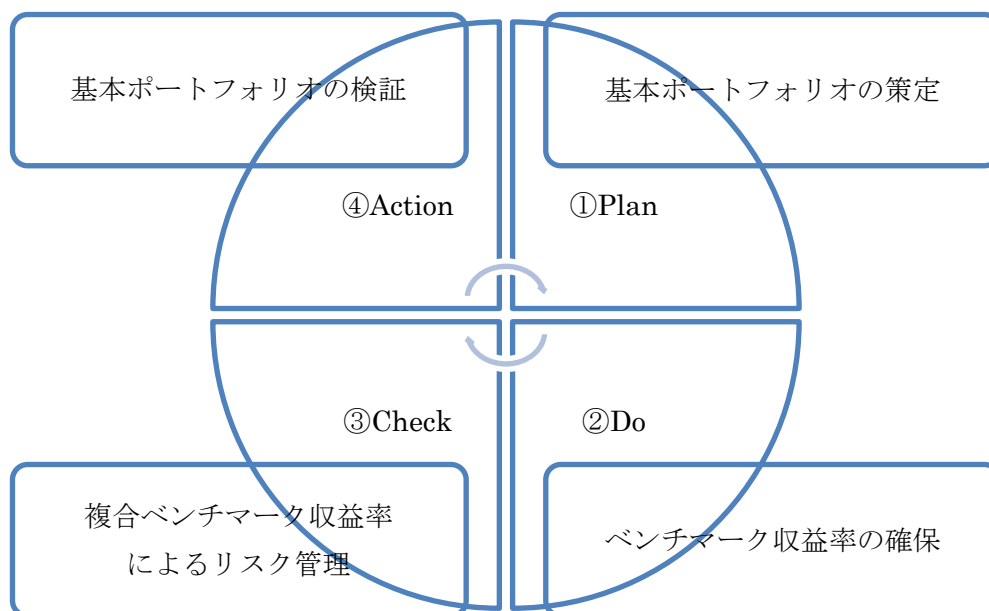


事前関与・統制を極力排し、組織運営上の裁量・自律性を可能な限り拡大する一方、事後チェック手段として第三者機関が主務大臣の設定した目標に基づいた事後評価を行うことにより、各法人内の自律的な PDCA サイクルと主務大臣の下の政策の PDCA サイクルが連携して有効に機能することを目指している。」としている。

GPIF に関する厚生労働大臣の下の政策の PDCA サイクルにおける P は、中期目標の設定であり、厚生労働大臣は、「第 3 期中期目標」において、GPIF に対し、「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、長期的な運用の目標として課すとともに、「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」を業務プロセス、換言すると自律的な PDCA サイクルとして指定している。

GPIF の自律的な PDCA サイクルは、つぎのとおりである。

図-3 GPIF の運用の目標達成のための自律的な PDCA サイクル (再掲)



したがって、GPIF の各年度における業務実績を的確に評価するためには、その自律的な PDCA サイクル図-3 の C (Check 評価) に該当する「複合ベンチマーク収益率によるリスク管理」に注目すれば良いことになる。

具体的には、「各年度の運用資産全体の収益率」と、「複合ベンチマーク収益率」との乖離である、「超過収益率」に注目し、その要因分析を見れば良いことになる。

短期的な運用結果に一喜一憂することなく、GPIF の平成 28 年度における業務実績を評価するためには、「平成 28 年度業務概況書」の 18 頁 (本稿 35 頁に写し掲載) を見れば良い。

すなわち、GPIF の各年度における業務実績を的確に評価するために、注目すべきは、

乱高下を余儀なくされる、年度ベースの収益率あるいは収益額ではなく、資産全体の「超過収益率」と資産ごとの「寄与度」である。

**GPIF の各年度における業務実績評価のポイント**

資産全体	「超過収益率」
資産ごと	「寄与度」

(3) 留意事項

GPIF の「第 3 期中期目標」「第 3 期中期計画」および「平成 28 年度計画」は、何れも「各年度において、各資産ごとに、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」と謳ったが、その前提は、短期資産を除く 4 資産（国内債券、国内株式、外国債券、外国株式）フルインベストメントであり、かかる前提においては、超過収益率の要因分析における「個別資産要因」は、限りなく「寄与度」と一致することになり、必然的に運用資産全体の収益率は、複合ベンチマーク収益率並みになる。

すなわち、各資産ごとにベンチマーク収益率を確保云々は、各資産ごとの「超過収益率」あるいは「個別資産要因」を評価することにより、すべて事が足りるとしているわけではなく、資産全体の「超過収益率」確保の本旨からして、「資産配分要因」などを加味した「寄与度」を以て、評価するのが妥当であり、かかる観点について十分に留意の必要がある。

ところが、GPIF は、「平成 28 年度業務概況書」と相俟って公表の「平成 28 年度業務実績報告および自己評価書」において、「4 資産中 3 資産について、プラスの超過収益率を確保し、マネジャーやマネジャー・ベンチマークの選択効果を示す個別資産要因においても+0.33%となったことから B と評価する。」としており、ミスリードを招く我田引水である。

たとえプラスの「超過収益率」を確保し、あるいは「個別資産要因」で頑張っていたとしても、未運用（短期資産を除外した現行の基本ポートフォリオにおける短期資産のオーバーウエイト）から、当該資産の額が基本ポートフォリオにおける所期の水準に達していない状況においては、当然のことながら、評価は下がる。

さもなければ、縮小均衡の部分最適に陥ってしまい、全体最適は望むべくもないからである。

おって、かくのごとく基本ポートフォリオから短期資産を除外することは、我田引水などのモラルハザードを招く恐れがあり、再検討の必要があると思われる。

以上

## 《参考文献》

- 第 190 回国会衆議院予算委員会 | 会議録第 2 号 (平成 28 年 1 月 8 日)
- 第 192 回国会参議院本会議 | 会議録第 15 号 (平成 28 年 12 月 2 日)
- 厚生労働省ホームページ | 大臣記者会見 | 塩崎大臣会見概要 (平成 28 年 7 月 29 日午前省内会見室)
- 首相官邸ホームページ | 内閣官房長官記者会見 (平成 28 年 7 月 29 日午後)
- 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)
- Bloomberg 電子版 (2016 年 7 月 29 日 15:30)、同 (2017 年 7 月 7 日 15:31)
- 毎日新聞電子版 (2016 年 7 月 29 日 15:32)、同 (2017 年 7 月 7 日 18:49)
- 日本経済新聞電子版 (2016 年 7 月 29 日 15:35)、同 (2017 年 7 月 7 日 15:35)
- 日本経済新聞 (2015 年 7 月 11 日付朝刊)
- 産経新聞電子版 (2016 年 7 月 29 日 16:30)、同 (2017 年 7 月 7 日 20:54)
- ロイター電子版 (2016 年 7 月 29 日 18:45)、同 (2017 年 7 月 7 日 19:38)
- 読売新聞電子版 (2016 年 7 月 29 日 19:15)、同 (2017 年 7 月 7 日 19:45)
- 朝日新聞電子版 (2016 年 7 月 30 日 01:43)、同 (2017 年 7 月 7 日 15:43)
- 行政改革推進会議「独立行政法人改革等に関する基本的な方針について」(平成 25 年 12 月 20 日)
- 閣議決定「独立行政法人改革等に関する基本的な方針」(平成 25 年 12 月 24 日)
- 総務省ホームページ | 独立行政法人評価
- 総務大臣決定「独立行政法人の評価に関する指針」(平成 26 年 9 月 2 日策定)
- GPIF ホームページその他公表資料
- GPIF「平成 27 年度業務概況書」
- GPIF「平成 28 年度業務概況書」
- 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 3 期)
- 年金積立金管理運用独立行政法人平成 28 年度計画
- GPIF「基本ポートフォリオの定期検証について」
- GPIF「平成 27 年度業務実績報告及び自己評価書」
- GPIF「平成 28 年度業務実績報告及び自己評価書」
- GPIF 第 112 回運用委員会議事要旨
- 中條武志・山田秀編著、日本品質管理学会標準委員会編「マネジメントシステムの審査・評価に携わる人のための TQM の基本」(日科技連出版社、2006 年 12 月 16 日)
- 山田秀著日経文庫 1090「TQM 品質管理入門」(日本経済新聞出版社、2006 年 1 月 13 日)
- 日本規格協会編「対訳 ISO9001:2015 品質マネジメントの国際規格」
- トヨタ企業サイト | トヨタ自動車 75 年史 | TQM
- 大江雅弘「世界の公的年金運用 (3)」(社会保険旬報 No.2680/2017.7.1)
- 大江雅弘「世界の公的年金運用 (4)」(社会保険旬報 No.2682/2017.7.21)

《参考資料》

平成 28 年 12 月 16 日開催第 112 回運用委員会議事要旨抜粋 (太線下線筆者)

(4)「基本ポートフォリオに基づく運用の現況と対応」について  
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 今のポートに移行するときに基本ポートから短期資産を除外した経緯について整理をしていただきたい。

事務局 現在、2つ当初想定していなかったことが起きていることは補足したい。1つは、我々が想定していたキャッシュイン・アウトと実際の金額が兆円単位でぶれるので、運用が難しい状況にあるということ。2つ目は、金利がプラスであれば、通常国内債券等に分散するのであるが、マイナス金利下では、短期資産を積み上げざるを得ないと言うことである。

委員 短期資産の役割は、中期計画にも書いてあるとおり流動性の確保、キャッシュアウトに対応するためである。ただし、この市場環境ではどうするのか非常に悩ましいので、当面こういう対応をしたが、本来の姿からするとおかしいということを確認しておけばよいのではないかと思う。

委員 このような状況において短期資産の割合が高くなって、リスクが下がっているというのは合理性があるのではないか。

マイナス金利がどこまで続くかわからないが、現金で持っているのが一番安全という状況が続くのであれば、短期資産を持つということも含めたポートフォリオを考えてもいいのではないか。

基本ポートフォリオの乖離許容幅を考えたときには、為替や株価の変動などでウェイトが変わってしまうことを想定していて、短期資産のウェイトが伸びることについては全然考えていなかったが、これはすぐ使えるアイデアではないかと思う。

委員 厚生年金の代行返上は読めないこともあり、短期資産が積み上がったけれど、間違いではないと思う。アメリカでは金利が上がってきており、ヨーロッパも出口を探って少し行動を起こしているという中で、日本のマイナス金利は日銀の国債購入にかかっているわけで、少し潮目が変わってきているという観点で見ていく必要があると思う。今後の検討課題については、どのぐらいのタイムスパンで論議し、決めていくのか。

事務局 今後の検討課題については、ゆっくり時間をかけなければいけないものと、割と早目にいけるものがあるのかなと思っている。そのうち、我々から提案できるものについては、次回以降運用委員会で議論していただくという形で進めたい。

委員 喫緊にやらなければいけないことと、環境を見ながら時間をかけることを分け

ながら、喫緊のものはここで議論する。年金改正法が通って、経営委員会もできるので、中長期のことは例えばそこで議論するなど分けながらやっていくのがよいと思う。

委員 アセットアロケーションを決めたときに想定しなかったような事態がさまざま起こり得るということもあり、適切な市場環境の見通しを前提とした機動的対応が認められるが、裁量の余地についてはしかるべき制約が必要だろう。十分な定性的、数量的な検討を踏まえて適切に乖離幅について決めていくことが重要だと思う。

委員 キャッシュフローのインアウトの流動性を確保するためにキャッシュを持つということ、安全資産としてキャッシュを持つことはおのずと意味が違ってくると思うので、そこは明確に分けて検討してほしい。

また、基本ポートフォリオとのずれという GPIF の機動的なアクションに関してどのように評価を行うべきかという点について明確にする必要がある。

事務局 流動性については、キャッシュアウト対応ファンドによって、各年度、国債の償還が来るようにポートフォリオを組んであるので、心配していない。今、積み上がった短期資産は、本来であれば国債の利回りがプラスであれば国債に行くべきものの一部が仕方なく積まれているという理解で議論したいと考えている。

委員 先日の新聞で理事長が寄稿されていたが、懸念する中身があった。年金積立金の意義と言うのは、財政検証を踏まえて、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 1.7%を最低限のリスクで確保することであり、厚労大臣から示される中期目標において明確にされている。理事長は、寄稿のなかで、利子配当の安定収入を目指した運用を重視したいといったニュアンスのことを半分ぐらい使って書かれ、15年度の運用実績がマイナスだったという局面で、この損失は評価損であって実現損失ではないとおっしゃっている。目標とされる運用利回りと利子配当の問題については整合的に説明しなければいけないと思うし、積立金の運用についての誤ったメッセージを与えてしまっているのではないかと懸念している。

事務局 我々自身はかなり大きな元本を持った投資家なので、利子配当金を目指して保有し続け、売買損益を当てにしないというのは基本だと思う。7月の記者会見では、これだけ利子配当金があるが、元本はこれだけ下がっていて、トータルで5兆円損失が出たという説明をしたが、足元で記者会見したとしても、たまたまこれだけ利益があるが、このうち利子配当はこれだけしかなく、これは評価益であって、いつなくなるかわからないという説明を愚直に繰り返していくことで、これだけキャッシュが入ってきたかということを主体にこれからも説明していきたい。

《参考資料》

「独立行政法人の評価に関する指針」8頁から抜粋（太字筆者）

7 項目別評価及び総合評価の方法、評価区分

(1) 年度評価

① 項目別評価

i 評価区分

ア 原則として、S、A、B、C、Dの5段階の評語を付すことにより行うものとする。

イ 「B」を標準とする。

- ・ 各評価項目の業務実績と評価区分の関係は以下のとおりとする。

**S**：法人の活動により、中期計画における所期の目標を量的及び質的に上回る顕著な成果が得られていると認められる（定量的指標においては対中期計画値（又は対年度計画値）の120%以上で、かつ質的に顕著な成果が得られていると認められる場合）。

**A**：法人の活動により、中期計画における所期の目標を上回る成果が得られていると認められる（定量的指標においては対中期計画値（又は対年度計画値）の120%以上とする。）。

**B**：中期計画における所期の目標を達成していると認められる（定量的指標においては対中期計画値（又は対年度計画値）の100%以上120%未満）。

**C**：中期計画における所期の目標を下回っており、改善を要する（定量的指標においては対中期計画値（又は対年度計画値）の80%以上100%未満）。

**D**：中期計画における所期の目標を下回っており、業務の廃止を含めた抜本的な改善を求める（定量的指標においては対中期計画値（又は対年度計画値）の80%未満、又は主務大臣が業務運営の改善その他の必要な措置を講ずることを命ずる必要があると認めた場合。）

(以下省略)