

## GPIF2018（平成 30）年度業務概況書の読み方について

3 年連続して複合ベンチマークに負けた GPIF は、どうしてしまったのか

特任研究員 平井 一志<sup>1</sup>

### 《要旨》

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、去る 7 月 5 日に「2018（平成 30）年度業務概況書」を公表するとともに、記者会見を実施した。

2018（平成 30）年度の運用資産全体の収益率は、1.52%であり、収益額は、2 兆 3,795 億円であったが、複合ベンチマーク対比のパフォーマンスは、マイナスの 0.40%であり、基本ポートフォリオどおりの割合で運用をし、且つ各資産ごとベンチマークを確保していれば得られたはずの収益が、6,262 億円失われてしまった計算（筆者試算）になる。

超過収益率は、3 年度連続してのマイナスであり、得べかりし利益は、累計して、1 兆 6 千億円に上る計算になる。

3 年連続して複合ベンチマークに負けた GPIF は、どうしてしまったのか。

「2018（平成 30）年度業務概況書」は、「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債券が、基本ポートフォリオに対して平均的にアンダーウェイトとなったこと等がマイナスに寄与し」としているが、まるで他人事のようにであり、投資判断の根拠、あるいはその意思決定プロセスについては、一切言及していない。

よもや、GPIF は、ポートフォリオ運用と余資運用を取り違えてはいないだろうか。

2018 年度の GPIF の投資行動について論点を整理して見ることにする。

表 - 1 超過収益率と得べかりし利益

| 年度            | 超過収益率      | 得べかりし利益           |
|---------------|------------|-------------------|
| 2015（平成 27）年度 | 0.00%      | -                 |
| 2016（平成 28）年度 | マイナス 0.37% | マイナス 5,011 億円     |
| 2017（平成 29）年度 | マイナス 0.37% | マイナス 5,406 億円     |
| 2018（平成 30）年度 | マイナス 0.40% | マイナス 6,262 億円     |
|               |            |                   |
| 累計            |            | マイナス 1 兆 6,679 億円 |

<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の立ち上げ、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. 運用資産額・構成割合（年金積立金全体）
3. 複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析
  - (1) 2018（平成 30）年度の超過収益率の要因分析
  - (2) 要因分析は、何のために実施するのか
  - (3) 見逃してはならない得べかりし利益
4. 基本ポートフォリオの定期検証
5. 「平成 30 年度計画」の変更
6. マイナス金利の忌避
7. 投資タイミングの考慮
  - (1) 日本銀行の金融政策
  - (2) 米国連邦準備制度の金融政策
  - (3) 「Determinants of Portfolio Performance」
8. 記者会見における理事長の発言内容
9. まとめ
  - (1) 仮説を立てる
  - (2) 「年金積立金の運用の基本方針」
  - (3) 仮説を検証する
  - (4) いまなすべきこと

### 1. はじめに

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、去る 7 月 5 日「2018（平成 30）年度業務概況書」を公表するとともに、記者会見を実施した。

2018（平成 30）年度の運用実績は、第 3 四半期に四半期ベースとして過去最大の 14 兆円の運用損を計上したが、期末にかけて海外株式相場が回復したことが功を奏し、2 兆 3,795 億円の黒字となり、3 期連続で運用益を確保した。

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）における、おもな運用実績は、つぎのとおりである。

収益率（資産全体）

| 年度            | 収益率（資産全体）  |
|---------------|------------|
| 2015（平成 27）年度 | マイナス 3.81% |

|               |         |
|---------------|---------|
| 2016（平成 28）年度 | + 5.86% |
| 2017（平成 29）年度 | + 6.90% |
| 2018（平成 30）年度 | + 1.52% |

#### 収益額（資産全体）

| 年度            | 収益額（資産全体）         |
|---------------|-------------------|
| 2015（平成 27）年度 | マイナス 5 兆 3,098 億円 |
| 2016（平成 28）年度 | + 7 兆 9,363 億円    |
| 2017（平成 29）年度 | + 10 兆 810 億円     |
| 2018（平成 30）年度 | + 2 兆 3,795 億円    |

#### 累積収益額・運用資産額

| 年度                              | 累積収益額           |
|---------------------------------|-----------------|
| 2001(平成 13)年度から 2015(平成 27)年度まで | + 45 兆 4,239 億円 |
| 2001(平成 13)年度から 2016(平成 28)年度まで | + 53 兆 3,603 億円 |
| 2001(平成 13)年度から 2017(平成 29)年度まで | + 63 兆 4,413 億円 |
| 2001(平成 13)年度から 2018(平成 30)年度まで | + 65 兆 8,208 億円 |

| 年度             | GPIF の運用資産額    |
|----------------|----------------|
| 2015（平成 27）年度末 | 134 兆 7,475 億円 |
| 2016（平成 28）年度末 | 144 兆 9,034 億円 |
| 2017（平成 29）年度末 | 156 兆 3,832 億円 |
| 2018（平成 30）年度末 | 159 兆 2,154 億円 |

ところで、平成 2018（平成 30）年度のトピックスは、「平成 30 年度計画」の変更と会計検査院による検査であるが、その何れについても「2018（平成 30）年度業務概況書」には記載が無く、気になるところである。

以下に、「2018（平成 30）年度業務概況書」の読み方と留意点、とりわけ 2018 年度の GPIF の投資行動について、論点を整理することにする。

おって、本稿は、あくまでも独立行政法人制度の枠組みにおいて、執行機関としての GPIF の単年度の運用実績について論じるものであり、筆者の個人的な見解であって、属した組織あるいは属する組織の見解ではない。

## 2. 運用資産額・構成割合（年金積立金全体）

GPIFは、「2018（平成30）年度業務概況書」18頁に項番6「運用資産額・構成割合（年金積立金全体）」として、つぎの表-2を掲載している。

表-2 年金積立金全体の運用資産額・構成割合

|      | 資産額(億円)   | 構成割合<br>年金積立金全体 | 基本<br>ポートフォリオ | 乖離      |
|------|-----------|-----------------|---------------|---------|
| 国内債券 | 431,627   | 26.30%          | 35%(±10%)     | - 8.70% |
| 国内株式 | 386,556   | 23.55%          | 25%(±9%)      | - 1.45% |
| 外国債券 | 278,187   | 16.95%          | 15%(±4%)      | 1.95%   |
| 外国株式 | 418,975   | 25.53%          | 25%(±8%)      | 0.53%   |
| 短期資産 | 125,871   | 7.67%           | -             | -       |
| 合計   | 1,641,216 | 100.00%         | 100.00%       | -       |

（注）年金積立金全体には、2018年度末時点の特別会計で管理する積立金（約4.9兆円）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-3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、基本ポートフォリオの構成割合25%を達成し、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、さらに漸減し、乖離許容幅の下限に近付いている。

留意すべきは、短期資産の動きである。

GPIFは、平成26年10月31日に「中期計画」を変更のうえ、基本ポートフォリオを現行のものに変更したが、それまでの基本ポートフォリオにおいては、短期資産を5%とした上で、各資産の構成割合を計算してきた（4資産の合計が95%となる形で計算）のに対して、変更後の基本ポートフォリオにおいては、短期資産を設けることなく、4資産で100%となるように設定することになったが、平成28年9月末以降、短期資産が5%を大幅に上回る状況が長く続いている。

なお、GPIFは、2018（平成30）年度に、「平成30年度計画」を変更のうえ、当面の対応として、「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」とした経緯があるが、あくまでも年度計画の変更に止まり、「中期計画」を変更するには至っていない。

表-3 年金積立金全体の構成割合（特別会計出納整理前の金額）

| 四半期末  | 国内債券   | 国内株式   | 外国債券  | 外国株式  | 短期資産    |
|-------|--------|--------|-------|-------|---------|
| 21年6月 | 67.79% | 10.81% | 8.01% | 8.40% | (5.00%) |

|        |          |          |        |        |         |
|--------|----------|----------|--------|--------|---------|
| 21年9月  | 67.25%   | 10.66%   | 7.83%  | 9.26%  | (5.00%) |
| 21年12月 | 66.32%   | 10.60%   | 8.02%  | 10.06% | (5.00%) |
| 22年3月  | 65.08%   | 11.57%   | 7.96%  | 10.39% | (5.00%) |
| 22年6月  | 68.14%   | 10.42%   | 7.70%  | 8.74%  | (5.00%) |
| 22年9月  | 67.44%   | 10.32%   | 7.86%  | 9.38%  | (5.00%) |
| 22年12月 | 66.10%   | 11.38%   | 7.49%  | 10.04% | (5.00%) |
| 23年3月  | 64.89%   | 11.24%   | 7.90%  | 10.97% | (5.00%) |
| 23年6月  | 64.63%   | 11.25%   | 8.15%  | 10.96% | (5.00%) |
| 23年9月  | 66.65%   | 11.15%   | 8.17%  | 9.03%  | (5.00%) |
| 23年12月 | 66.01%   | 10.86%   | 8.21%  | 9.92%  | (5.00%) |
| 24年3月  | 62.64%   | 12.37%   | 8.65%  | 11.34% | (5.00%) |
| 24年6月  | 63.75%   | 11.61%   | 8.70%  | 10.94% | (5.00%) |
| 24年9月  | 63.35%   | 11.28%   | 8.81%  | 11.55% | (5.00%) |
| 24年12月 | 59.65%   | 12.81%   | 9.74%  | 12.79% | (5.00%) |
| 25年3月  | 59.60%   | 14.05%   | 9.44%  | 11.91% | (5.00%) |
| 25年6月  | 57.72%   | 15.17%   | 9.67%  | 12.44% | (5.00%) |
| 25年9月  | 56.28%   | 15.80%   | 9.82%  | 13.09% | (5.00%) |
| 25年12月 | 53.40%   | 16.66%   | 10.26% | 14.68% | (5.00%) |
| 26年3月  | 53.43%   | 15.88%   | 10.66% | 15.03% | (5.00%) |
| 26年6月  | 51.91%   | 16.79%   | 10.76% | 15.54% | (5.00%) |
| 26年9月  | 48.39%   | 17.79%   | 11.84% | 16.98% | (5.00%) |
| 26年12月 | 43.13%   | 19.80%   | 13.14% | 19.64% | 4.30%   |
| 27年3月  | 39.39%   | 22.00%   | 12.63% | 20.89% | 5.08%   |
| 27年6月  | 37.95%   | 23.39%   | 13.08% | 22.32% | 3.27%   |
| 27年9月  | 38.95%   | 21.35%   | 13.60% | 21.64% | 4.46%   |
| 27年12月 | 37.76%   | 23.35%   | 13.50% | 22.82% | 2.57%   |
| 28年3月  | 37.55%   | 21.75%   | 13.47% | 22.09% | 5.14%   |
| 28年6月  | 39.16%   | 21.06%   | 12.95% | 21.31% | 5.51%   |
| 28年9月  | 36.15%   | 21.59%   | 12.51% | 21.00% | ✓ 8.75% |
| 28年12月 | ✓ 33.26% | 23.76%   | 13.37% | 23.16% | 6.46%   |
| 29年3月  | 31.68%   | 23.28%   | 13.03% | 23.12% | 8.89%   |
| 29年6月  | 30.48%   | 24.41%   | 13.53% | 23.91% | 7.67%   |
| 29年9月  | 28.50%   | 24.35%   | 14.02% | 24.03% | 9.10%   |
| 29年12月 | 27.67%   | ✓ 26.05% | 14.13% | 25.08% | 7.06%   |
| 30年3月  | 27.50%   | 25.14%   | 14.77% | 23.88% | 8.70%   |

|        |        |        |        |        |       |
|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 30年6月  | 27.14% | 25.55% | 15.34% | 25.32% | 6.65% |
| 30年9月  | 25.26% | 25.65% | 14.81% | 25.70% | 8.58% |
| 30年12月 | 28.20% | 23.72% | 17.41% | 24.29% | 6.38% |
| 31年3月  | 26.30% | 23.55% | 16.95% | 25.53% | 7.67% |
| 元年6月   | 26.93% | 23.50% | 18.05% | 26.43% | 5.09% |

(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。

### 3. 複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析

#### (1) 2018(平成30)年度の超過収益率の要因分析

GPIFは、「2018(平成30)年度業務概況書」の19頁に、項番8「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。

2018年度の運用資産全体の収益率は1.52%、複合ベンチマーク収益率は1.92%、超過収益率は-0.40%となり、GPIFが設立された2006年度以降の13年間の平均で、運用資産全体の収益率は3.10%、複合ベンチマーク収益率は3.13%、超過収益率は-0.03%となりました。

2018年度の資産配分要因において、特に第3四半期に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債券が、基本ポートフォリオに対して平均的にアンダーウェイトとなったこと等がマイナスに寄与し、資産全体で-0.38%となりました。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+0.02%となりました。

2018(平成30)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(各資産を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市場平均収益率)を控除した、超過収益率は、マイナス0.40%であった。

GPIFは、かかる不本意な結果に終わってしまった要因について、上記のとおり、「特に第3四半期に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債券が、基本ポートフォリオに対して平均的にアンダーウェイトとなったこと」との説明を施しているが、まるで他人事のように、投資判断の根拠、あるいはその意思決定プロセスについては、一切言及していない。

すでに述べたとおり、GPIFは、平成30年9月19日に「平成30年度計画」の変更を厚生労働大臣に届け出て、「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は、弾力的に適用する。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にとどめる云々」

とすることにより、国内債券のアンダーウェイトをオーソライズしたのであり、かかる経緯を踏まえれば当然に、GPIFは、主体的な行動、すなわち投資判断により不本意な結果を招いたとの説明を施して然るべきである。

ちなみに、GPIFは、「平成29年度業務概況書」においては、「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、マイナス要因は、投資判断である旨を明確に謳っているのである。

表 - 4 2018年度の超過収益率の要因分析

|      | 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 | + 1.52%  | + 1.92%   | - 0.40% |
| 国内債券 | + 1.44%  | + 1.39%   | + 0.05% |
| 国内株式 | - 5.09%  | - 5.04%   | - 0.05% |
| 外国債券 | + 2.70%  | + 2.46%   | + 0.24% |
| 外国株式 | + 8.12%  | + 8.21%   | - 0.09% |
| 短期資産 | + 0.02%  | + 0.02%   | 0.00%   |

|      | 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   |
| 資産全体 | - 0.38%         | + 0.02% | - 0.04% |
| 国内債券 | - 0.14%         | + 0.02% | - 0.00% |
| 国内株式 | - 0.09%         | - 0.02% | + 0.00% |
| 外国債券 | - 0.01%         | + 0.03% | + 0.00% |
| 外国株式 | - 0.06%         | - 0.02% | - 0.00% |
| 短期資産 | - 0.08%         | 0.00%   | 0.00%   |

ここで、GPIFが「2018(平成30)年度業務概況書」に掲載をした、上記表-4の見方について敷衍をして置くことにする。

上段は、ただ単に収益率を掲載したものであり、各資産クラスの収益率の合計は、資産全体の収益率とは一致しない。

横比較が可能なのは、ボリュームが等しい、資産全体についてのみである。

それ故に、各資産クラスについての運用実績と、ベンチマークとの、ボリュームの違いを考慮のうえ実施をした、資産全体の超過収益率の要因分析の結果が、下段である。

おって、GPIFは、月次ベースのデータをもとに年率換算をし、年度ベースの表を作成しており、月次ベースのデータに跛行性がある場合には、年度ベースの分析結果から、一概に、要因を語る事が出来ない場合がある。

2018（平成30）年度においては、GPIFが公表をしているつぎのベンチマーク収益率のとおり、第3四半期にこのほか市場が大きく動いたことから、その影響が分析結果に強く出たものと思われる。

したがって、GPIFは、複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析の結果について、「特に第3四半期に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債券が、基本ポートフォリオに対して平均的にアンダーウェイトとなったこと等がマイナスに寄与し、資産全体で - 0.38%となりました。」としたものと思われる。

表 - 5 2018年度ベンチマーク収益率

|      | 第1四半期 | 第2四半期   | 第3四半期    | 第4四半期 | 2018年度  |
|------|-------|---------|----------|-------|---------|
| 国内債券 | 0.13% | - 0.80% | 1.02%    | 非公表   | 1.39%   |
| 国内株式 | 1.05% | 5.86%   | - 17.60% | ↓     | - 5.04% |
| 外国債券 | 0.76% | 1.40%   | - 2.49%  |       | 2.46%   |
| 外国株式 | 5.16% | 7.08%   | - 15.52% |       | 8.21%   |

（2）要因分析は、何のために実施するのか

ところで、複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析は、何のために実施するのか、その目的は何か。

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については、厚生労働大臣が、独立行政法人通則法の規定に基づき、GPIFが達成すべき業務運営に関する目標として定める「中期目標」に求めることができ、第3期（平成27年4月から平成32年3月まで）の「中期目標」は、「運用の目標、リスク管理及び運用手法」と題する項目において、「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。」を指示している。

そして、GPIFは、厚生労働大臣から指示があったかかる「中期目標」を達成するために定めた第3期の「中期計画」において、「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。」としたのである。

それでは、なぜ、各年度の複合ベンチマーク収益率との乖離要因の分析を行うことが、資産全体のリスクを認識することになるのか。

先ず以て、留意すべきは、第3期の「中期目標」が、つぎのとおり、「運用の目標」として、「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。」を指示してい

る点である。

### GPIF 中期目標（第 3 期）抜粋（下線筆者）

#### （ 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。

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。

ここに、基本ポートフォリオの重要性については、2001（平成 13）年 4 月の年金資金運用基金による公的年金の自主運用開始に先立ち、厚生省年金局が設置をした、「年金積立金の運用の基本方針に関する検討会」が、平成 12 年 12 月 22 日に公表した報告書において、つぎのとおり明解に述べている。

おって、かかる検討会報告書などを前提として、平成 13 年厚生労働省告示第百八十三号「積立金の運用に関する基本方針」が策定された経緯がある。

### 年金積立金の運用の基本方針に関する検討会報告書抜粋（下線太字筆者）

#### 1. 基本ポートフォリオの重要性

一般に、資産を安全・確実かつ効率的に運用するためには、リターン・リスク等の特性が異なる複数の資産クラスに分類し、それらの間に分散投資することが適切であるとされている。この経験的原則は、公的年金積立金の運用にも適用できる。

分散投資において重要なことは、資産クラスの分類をどのように行うかということとともに、どの資産クラスにどれだけの資金を配分するかを決定することである。

米国における研究によれば、資産運用の結果の 90%程度がポートフォリオの構成比率によって説明されると言われている。それとともに資産運用においては、短期的な市況により構成比率を変更するよりも、基本となる比率を定め、それを長期間維持していく方が、投資期間全体を通しては効率的な結果をもたらすことが知られている。

長期間安定的な積立規模が維持される年金積立金の運用においては、基本ポートフォリオを明示的に定め、年金財政や経済等の前提条件に著しい変化がない限り維持するこ

**とが望ましい。**

以上のことから、厚生年金保険法等においては、厚生労働大臣が基本ポートフォリオを含む「運用の基本方針」を定めることを求めている。

ここで「**運用の基本方針**」の中心をなすものは、**年金積立金が目標とするリターンとリスクの大きさとそれを実現するための基本ポートフォリオの資産構成割合である。**

ちなみに、「2018（平成30）年度業務概況書」19頁に掲載のある2006年度から2018年度までの資産全体の超過収益率の要因分析についての表に基づき、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、0.97605（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13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。

そして、「年金積立金の運用の基本方針に関する検討会」の報告書は、年金積立金の運用の評価における基金すなわち執行部門の運用状況の評価について、つぎのように述べている。

1．年金積立金の運用の評価

(2) 基金の運用状況の評価

厚生労働大臣は、年金積立金全体の運用評価の一環として、基金の運用状況进行评估する。

具体的には、基本ポートフォリオと各資産のベンチマーク収益率から計算される複合市場平均収益率により基金の運用パフォーマンスを評価することとなる。基金の運用パフォーマンスが複合市場平均収益率に劣後している場合は、その原因を究明し、基金の管理運用業務の見直し等必要な対応を指示する必要がある。

(略)

したがって、複合ベンチマーク対比のパフォーマンスは、GPIFの重要業績評価指標（KPI）であり、複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析は、パフォーマンスが劣後した場合に、その原因を究明し、GPIFの業務の見直しなど必要な是正措置を講ずるために実施するものである。

しかしながら、2018年度の超過収益率はマイナス0.40%と、複合ベンチマーク収益率から大幅に劣後したにもかかわらず、「2018（平成30）年度業務概況書」には、是正措置についての記載が一切無く、このままではGPIFの自律的なPDCAサイクルは有効に機能しないことになってしまう。

(3) 見逃してはならない得べかりし利益

およそパーセンテージでは見逃しがちな課題・問題点も、金額ベースに置き換えると露になって来る場合がある。

「2018(平成30)年度業務概況書」は、2018年度の運用資産全体の収益率を1.52%とし、収益額を2兆3,795億円としていることから、平残を求めると、156兆5,461億円になる。

したがって、2018年度の超過収益率であるマイナス0.40%を、金額ベースに換算すると、マイナス6,262億円になる(筆者試算)。

すなわち、2018年度においてGPIFは、基本ポートフォリオどおりの資産構成割合で運用しなかったために、基本ポートフォリオどおりの割合で運用をし、且つ各資産ごとベンチマーク収益率を確保していれば得られたであろう利益を、6,262億円失った計算(筆者試算)になるのである。

しかも、マイナスの超過収益率は、2016(平成28)年度、2017(平成29)年度に引き続いての3年度連続であり、各年度について上記同様に平残を求め、マイナスの収益率を金額ベースに換算すると、つぎの表-1(再掲)のとおりとなる。

表-1(再掲) 超過収益率と得べかりし利益

| 年度           | 超過収益率     | 得べかりし利益       |
|--------------|-----------|---------------|
| 2015(平成27)年度 | 0.00%     | -             |
| 2016(平成28)年度 | マイナス0.37% | マイナス5,011億円   |
| 2017(平成29)年度 | マイナス0.37% | マイナス5,406億円   |
| 2018(平成30)年度 | マイナス0.40% | マイナス6,262億円   |
|              |           |               |
| 累計           |           | マイナス1兆6,679億円 |

したがって、2015(平成27)年4月から2020(令和2)年3月まで5年間の第3期の中期目標の期間における、得べかりし利益の累計は、1兆6,679億円にも達する計算(筆者試算)になるのであり、到底見越えすることが出来る額ではなく、早急に是正措置を講ずる必要があると思われる。

3年連続して複合ベンチマークに負けた、GPIFは、どうしてしまったのか。

ちなみに、すでに述べたとおり、2018年度については、年度ベースの分析結果から、一概に、資産全体の超過収益率がマイナス0.40%になった要因を語ることは出来ないものの、国内債券に係わる資産配分要因マイナス0.14%と、短期資産に係わる資産配分要因マイナス0.08%の合計であるマイナス0.22%について、国内債券の償還金などを再投資することなく短期資産として積み上げた結果によるものと看做することができ、これを金額ベースに換算すると、3,444億円の計算(積み上げベースではなく資産全体から筆者試算)になる。

#### 4. 基本ポートフォリオの定期検証

GPIFは、第3期の「中期計画」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、基本ポートフォリオについては、定期的に検証することとしている。

それ故に、GPIFは、2017年度末の2018(平成30)年3月末時点を基準として、各資産の期待リターンと賃金上昇率の想定、および各資産の標準偏差と相関係数を、直近の経済・市場データで、つぎのとおり更新のうえ、2018(平成30)年4月26日に第9回の経営委員会を開催し、基本ポートフォリオの定期検証を実施したのである。

表 - 6 2017年度末基準の検証における期待リターン・標準偏差・相関係数の想定

|      | 国内債券  | 国内株式   | 外国債券   | 外国株式   |
|------|-------|--------|--------|--------|
| リターン | 1.5%  | 5.5%   | 3.8%   | 7.8%   |
| 標準偏差 | 4.10% | 24.86% | 11.46% | 25.70% |

| 相関係数 | 国内債券   | 国内株式 | 外国債券 | 外国株式 |
|------|--------|------|------|------|
| 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 |

(注)期待リターンは、想定する経済中位ケースにおける実質的なリターンに賃金上昇率を加えた名目リターン。

標準偏差と相関係数については、2017(平成29)年までの過去20年のデータなどを用いて更新。

ところで、現行の基本ポートフォリオの策定時(平成26年10月末)から、2017年度末(平成30年3月末)を基準とする基本ポートフォリオの定期検証時までの、各資産の期待リターンの想定について推移を見てみると、つぎの表-7のとおりであり、国内債券の期待リターンについては、足元での長期金利の低下、あるいは内閣府の「中長期の経済財政に関する試算」における長期金利の見通しなどを踏まえ、引き下げを織り込んでいるのである。

なお、現行の基本ポートフォリオの想定運用期間は、策定時から2039年度末までの25年間である。

表 - 7 基本ポートフォリオ策定時からの期待リターンの想定の変遷

| 基準       | 国内債券 | 国内株式 | 外国債券 | 外国株式 |
|----------|------|------|------|------|
| 策定時      | 2.6% | 6.0% | 3.7% | 6.4% |
| 2015 年度末 | 2.3% | 5.9% | 4.1% | 6.7% |
| 2016 年度末 | 2.0% | 5.8% | 4.1% | 7.2% |
| 2017 年度末 | 1.5% | 5.5% | 3.8% | 7.8% |

そして、経営会議は、以上のとおり期待リターンなどについて更新をし実施した検証の結果として、現行の基本ポートフォリオの資産構成割合は、依然として効率的であり、実質的なリターン（運用利回りから賃金上昇率を差し引いたもの）が、想定をする二つのシナリオにおいて、策定時の目標利回り（経済中位ケースで 1.77%、市場基準ケースで 1.98%）を満たしていることを確認し、基本ポートフォリオの定期検証について、10 名の全委員の賛成により、承認をしたのである。

表 - 8 2017 年度末基準の検証における基本ポートフォリオの属性

|         |                |                    |                    |
|---------|----------------|--------------------|--------------------|
| 経済中位ケース | 実質的なリターン       | 名目リターン             | 標準偏差<br>(正規分布)     |
|         | 2.12%          | 4.42%              | 12.24%             |
|         | 下方確率<br>(正規分布) | 条件付平均不足率<br>(正規分布) | 条件付平均不足率<br>(経験分布) |
|         | 43.08%         | 8.98%              | 10.28              |
| 市場基準ケース | 実質的なリターン       | 名目リターン             | 標準偏差<br>(正規分布)     |
|         | 2.30%          | 3.70%              | 12.24%             |
|         | 下方確率<br>(正規分布) | 条件付平均不足率<br>(正規分布) | 条件付平均不足率<br>(経験分布) |
|         | 42.52%         | 8.92%              | 10.27%             |

(注) 「条件付平均不足率（経験分布）」は、株式等は想定よりも下振れ確率が高い場合もあることを考慮し、正規分布に替えて、過去 20 年のデータから一定の仮定を置いて乱数を発生させ計算したもの。

にもかかわらず、GPIF は、基本ポートフォリオどおりの割合では、運用をしなかったものであり、2018 年度の 3 カ月ごと四半期末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見ると、つぎのとおりである。

表 - 9 基本ポートフォリオの資産構成割合とポートフォリオの属性

| 国内債券   | 国内株式 | 外国債券   | 外国株式 | 短期資産    | 計    |
|--------|------|--------|------|---------|------|
| 35%    | 25%  | 15%    | 25%  | -       | 100% |
| 名目リターン |      | 標準偏差   |      | 効率      |      |
| a      |      | b      |      | a ÷ b   |      |
| 4.42%  |      | 12.24% |      | 0.36105 |      |

表 - 10 2018 年度第 1 四半期期末の資産構成割合とポートフォリオの属性

| 国内債券       | 国内株式       | 外国債券       | 外国株式       | 短期資産       | 計       |
|------------|------------|------------|------------|------------|---------|
| 27.14%     | 25.55%     | 15.34%     | 25.32%     | 6.65%      | 100.00% |
| ( - 7.86%) | ( + 0.55%) | ( + 0.34%) | ( + 0.32%) | ( + 6.65%) |         |
| 名目リターン     |            | 標準偏差       |            | 効率         |         |
| A          |            | b          |            | a ÷ b      |         |
| 4.43%      |            | 12.53%     |            | 0.35358    |         |

表 - 11 2018 年度第 2 四半期期末の資産構成割合とポートフォリオの属性

| 国内債券       | 国内株式       | 外国債券       | 外国株式       | 短期資産       | 計       |
|------------|------------|------------|------------|------------|---------|
| 25.26%     | 25.65%     | 14.81%     | 25.70%     | 8.58%      | 100.00% |
| ( - 9.74%) | ( + 0.65%) | ( - 0.19%) | ( + 0.70%) | ( + 8.58%) |         |
| 名目リターン     |            | 標準偏差       |            | 効率         |         |
| A          |            | b          |            | a ÷ b      |         |
| 4.43%      |            | 12.64%     |            | 0.35093    |         |

表 - 12 2018 年度第 3 四半期期末の資産構成割合とポートフォリオの属性

| 国内債券       | 国内株式       | 外国債券       | 外国株式       | 短期資産       | 計       |
|------------|------------|------------|------------|------------|---------|
| 28.20%     | 23.72%     | 17.41%     | 24.29%     | 6.38%      | 100.00% |
| ( - 6.80%) | ( - 1.28%) | ( + 2.41%) | ( - 0.71%) | ( + 6.38%) |         |
| 名目リターン     |            | 標準偏差       |            | 効率         |         |
| a          |            | b          |            | a ÷ b      |         |
| 4.34%      |            | 11.96%     |            | 0.36297    |         |

表 - 13 2018 年度末の資産構成割合とポートフォリオの属性

| 国内債券       | 国内株式       | 外国債券       | 外国株式       | 短期資産       | 計       |
|------------|------------|------------|------------|------------|---------|
| 26.30%     | 23.55%     | 16.95%     | 25.53%     | 7.67%      | 100.00% |
| ( - 8.70%) | ( - 1.45%) | ( + 1.95%) | ( + 0.53%) | ( + 7.67%) |         |

| 名目リターン | 標準偏差   | 効率      |
|--------|--------|---------|
| a      | b      | a ÷ b   |
| 4.39%  | 12.22% | 0.35959 |

経済中位ケースにおける名目リターンについて見てみると、2018年度の上期においては、基本ポートフォリオどおりの資産構成割合で運用をした場合の、4.42%を上回る、4.43%であったが、下期においては、一転して下回る結果になっている。

つぎに、標準偏差で名目リターンを除した、リスク当たりのリターンである、「効率」について見てみることにする。

第3四半期末の資産構成割合に基づいて試算した名目リターンとリスク（標準偏差）の「効率」については、基本ポートフォリオどおりの割合で運用をした場合の、0.36105を上回る、0.36297であったが、第1四半期末、第2四半期末、および2018年度末の「効率」については、何れも基本ポートフォリオどおりの割合で運用をした場合の、0.36105を下回り、これらの資産構成割合では、十分な資産の分散効果を得られず、非効率であったことを意味する。

したがって、2018年度の3カ月ごと四半期末の資産構成割合は、所期の名目リターンを確保することができず、あるいは十分な資産の分散効果を得ることができず、何れも長期的に望ましい資産配分ではなかったことになる。

表 - 14 名目リターンおよび効率の基本ポートフォリオとの比較

|              | 名目リターン | 効率      |
|--------------|--------|---------|
| 基本ポートフォリオ    | 4.42%  | 0.36105 |
| 2018年度第1四半期末 | 4.43%  | 0.35358 |
| 2018年度第2四半期末 | 4.43%  | 0.35093 |
| 2018年度第3四半期末 | 4.34%  | 0.36297 |
| 2018年度末      | 4.39%  | 0.35959 |

|              | 基本ポートフォリオとの比較 |                 |
|--------------|---------------|-----------------|
|              | 名目リターン        | 効率              |
| 2018年度第1四半期末 | ( + 0.01% )   | × ( - 0.00747 ) |
| 2018年度第2四半期末 | ( + 0.01% )   | × ( - 0.01012 ) |
| 2018年度第3四半期末 | × ( - 0.08% ) | ( + 0.00192 )   |
| 2018年度末      | × ( - 0.03% ) | × ( - 0.00146 ) |

## 5. 「平成 30 年度計画」の変更

上記のとおり、2018（平成 30）年度においては、一貫して、国内債券の資産構成割合が、乖離許容幅の下限近くに張り付いている。

では、なぜ、GPIF は、国内債券について、基本ポートフォリオどおりの割合で運用をしようとしなかったのか。

GPIF は、その理由を、「2018（平成 30）年度業務概況書」において、詳らかにしていない。

そのヒントは、「平成 30 年度計画」の変更にあるように思われる。

GPIF は、平成 30 年 9 月 19 日に「平成 30 年度計画」の変更を厚生労働大臣に届け出て、「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は、弾力的に適用する。」こととしたのである。

おって、「平成 30 年度計画」の変更に係わる新旧対照表については、別紙 - 1 に掲載をした。

また、GPIF は、9 月 26 日に至り、そのホームページに、「平成 30 年度計画の変更に係わる高橋理事長のコメント」と題する、つぎの一文を掲載した。

### 平成30年度計画の変更に係わる高橋理事長のコメント（下線筆者）

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り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。

上記のとおり理事長のコメントに、「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。」とあることから、「乖離許容幅管理について(2)」を審議事項として、平成30年7月31日に開催をされた、第13回経営委員会の議事概要を見てみると、質疑の内容は、つぎのとおりである。

第13回経営委員会議事概要抜粋(下線太線筆者)

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、あと1年半をど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。

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いいと思う。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いいのではないかなと思う。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いいのではないかなと思う。

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。

したがって、GPIFは、国内債券の償還金などを再投資することなく、その資産構成割合を、基本ポートフォリオの資産構成割合および乖離許容幅から許容される下限の25%よりも引き下げることが企図したものと思われる。

ただし、GPIFは、「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」とする論拠については一切詳らかにしておらず、しかも、経営委員会の審議において、かかる投資判断の妥当性について突き詰めた検証がなされた形跡はない。

とりわけ注目をすべきは、執行部の「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。」との発言であり、GPIFは、今般年度計画の変更に際して、厚生労働大臣の下の政策のPDCAサイクルにおける、社会保障審議会の妥当性チェックを受けていないのである。

年金改革法により改正された年金積立金管理運用独立行政法人法第二十九条は、厚生労働大臣は、基本ポートフォリオを含む「中期計画」の認可をしようとするときは、社会保障審議会に諮問しなければならないとしている。

したがって、GPIFが、金利上昇シナリオを描き中長期の投資戦略として国内債券

の圧縮を企図した場合には、先ず以てその自律的なPDCAサイクルにおける経営委員会の基本ポートフォリオの定期検証において妥当性のチェックを受け、経営委員会から妥当との結論を得た後、「中期計画」の変更に係わる厚生労働大臣の社会保障審議会への諮問を経て、政策のPDCAサイクルにおける社会保障審議会の妥当性チェックを受けて然るべきである。

当然に、独立行政法人としての一般的な評価期間とは別に、当該中長期の投資戦略に係わる評価期間を定める必要がある。

併せて、ロスカットルールも定めなければならない。

しかしながら、「平成30年度計画」の変更に際しては、かくのごときあるべき手順を一切踏むことなく、「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。」としているのであり、これまでGPIFが志向して来たガバナンス強化とは相容れない、まったく以て不可解な投資行動である。

ところで、仮にも、国内債券の償還金などを再投資することなく、その資産構成割合を、基本ポートフォリオの下限の25%よりも引き下げる投資判断の根拠について、仮説を立てるとすれば、マイナス金利の忌避、および投資タイミングの考慮を、想定することが出来るのではないだろうか。

つぎに、これらを仮説として立て、その合理性について検証して見ることにする。

## 6. マイナス金利の忌避

ちなみに、財務省が市場実勢に基づき算出し公表の、2018（平成30）年度における、国債の残存期間ごとの金利情報は、つぎのとおりである。

表 - 15 財務省公表国債金利情報

| 基準日 | H30.4.27 | H30.5.31 | H30.6.29 | H30.7.31 | H30.8.31 | H30.9.28 |
|-----|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 1年  | - 0.138% | - 0.145% | - 0.129% | - 0.120% | - 0.115% | - 0.128% |
| 2年  | - 0.137% | - 0.144% | - 0.129% | - 0.119% | - 0.119% | - 0.114% |
| 3年  | - 0.119% | - 0.136% | - 0.124% | - 0.114% | - 0.100% | - 0.094% |
| 4年  | - 0.112% | - 0.123% | - 0.113% | - 0.105% | - 0.085% | - 0.083% |
| 5年  | - 0.102% | - 0.119% | - 0.112% | - 0.097% | - 0.073% | - 0.065% |
| 6年  | - 0.066% | - 0.081% | - 0.085% | - 0.064% | - 0.036% | - 0.019% |
| 7年  | - 0.038% | - 0.061% | - 0.064% | - 0.046% | - 0.007% | 0.012%   |
| 8年  | - 0.010% | - 0.031% | - 0.039% | - 0.017% | 0.029%   | 0.052%   |
| 9年  | 0.022%   | 0.008%   | 0.001%   | 0.016%   | 0.069%   | 0.092%   |
| 10年 | 0.055%   | 0.039%   | 0.040%   | 0.050%   | 0.110%   | 0.134%   |
| 15年 | 0.287%   | 0.270%   | 0.269%   | 0.300%   | 0.370%   | 0.402%   |

|     |        |        |        |        |        |        |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 20年 | 0.533% | 0.513% | 0.505% | 0.533% | 0.620% | 0.656% |
| 25年 | 0.655% | 0.632% | 0.629% | 0.655% | 0.747% | 0.790% |
| 30年 | 0.747% | 0.720% | 0.718% | 0.742% | 0.834% | 0.890% |
| 40年 | 0.884% | 0.855% | 0.852% | 0.864% | 0.966% | 1.033% |

| 基準日 | H30.10.31 | H30.11.30 | H30.12.28 | H31.1.31 | H31.2.28 | H31.3.29 |
|-----|-----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|
| 1年  | - 0.150%  | - 0.145%  | - 0.148%  | - 0.180% | - 0.159% | - 0.178% |
| 2年  | - 0.125%  | - 0.135%  | - 0.139%  | - 0.169% | - 0.154% | - 0.183% |
| 3年  | - 0.117%  | - 0.129%  | - 0.155%  | - 0.170% | - 0.164% | - 0.195% |
| 4年  | - 0.106%  | - 0.124%  | - 0.158%  | - 0.170% | - 0.168% | - 0.211% |
| 5年  | - 0.080%  | - 0.102%  | - 0.152%  | - 0.164% | - 0.158% | - 0.202% |
| 6年  | - 0.048%  | - 0.082%  | - 0.151%  | - 0.162% | - 0.162% | - 0.207% |
| 7年  | - 0.021%  | - 0.058%  | - 0.145%  | - 0.158% | - 0.161% | - 0.213% |
| 8年  | 0.025%    | - 0.017%  | - 0.114%  | - 0.126% | - 0.133% | - 0.195% |
| 9年  | 0.071%    | 0.033%    | - 0.058%  | - 0.066% | - 0.078% | - 0.143% |
| 10年 | 0.127%    | 0.097%    | 0.013%    | 0.006%   | - 0.019% | - 0.082% |
| 15年 | 0.396%    | 0.349%    | 0.269%    | 0.239%   | 0.219%   | 0.143%   |
| 20年 | 0.653%    | 0.600%    | 0.507%    | 0.453%   | 0.428%   | 0.344%   |
| 25年 | 0.787%    | 0.727%    | 0.625%    | 0.562%   | 0.529%   | 0.439%   |
| 30年 | 0.875%    | 0.821%    | 0.724%    | 0.651%   | 0.610%   | 0.513%   |
| 40年 | 1.006%    | 0.953%    | 0.845%    | 0.750%   | 0.697%   | 0.582%   |

以上のとおり、2018（平成30）年度上半期においては、おおむね残存期間が7年以下の国債の金利は、マイナスであったことから、理事長が計画の変更の際して、「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、」とコメントをした論拠の一つは、マイナス金利の忌避であると思われる。

しかしながら、ここで、厚生労働大臣の指示を思い起こす必要がある。

厚生労働大臣は、第3期中期目標において、運用の目標として、「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。」を指示したのである。

ところで、9頁で引用をした、「年金積立金の運用の基本方針に関する検討会報告書」は、基本ポートフォリオの策定の手順について、つぎのように述べている。

### 3. 策定の手順

基本ポートフォリオは、リスク・リターンの効率性という観点から、現代投資理論に基づき実務的に確立された標準的な手法に従い効率的フロンティア上の効率的ポートフォリオの中から選択することが望ましい。同時に、年金財政の安定性・健全性という観点から、負債サイドの諸条件を最も安定的に満たすことができるポートフォリオという条件にも適っていなければならない。資産の運用はまさに負債サイドから発生する支払いの原資を確保するために行われるものであるからである。要するに、基本ポートフォリオは、リスク・リターンに関する効率性の分析と年金財政についての資産と負債の総合分析とに基づいて決定される。

効率的フロンティアは、(1)各資産の期待収益率、リスク及び相関係数に関する予想、及び(2)各資産の保有割合に関する制約条件によって決定される。

負債・資産の総合的な分析は、効率的フロンティア上のポートフォリオのそれぞれについてシミュレーションを行い、将来において予定積立金を下回る確率、その場合に引き上げなければならない保険料率を計算することによって行われる。これら二つの分析から、年金財政の効率化と安定化に最も寄与する最適ポートフォリオを決定する（下図参照）。

一般的に、現代投資理論に基づき実務的に確立された標準的な手法にしたがい、基本ポートフォリオを定めこれに基づき管理を行うポートフォリオ管理（マネジメント）においては、同じリターンであれば最もリスクの小さいもの、同じリスクであれば最もリターンの高いものになるように、複数の資産を最も効率的に組み合わせた選択肢の集合である効率的フロンティアを導き出す必要があるが、効率的フロンティアは、期待収益率のみではなく、リスクおよび相関係数と相俟って決定される。

したがって、マイナス金利であることのみを以て、すなわち期待収益率のみに着目をして、国内債券への投資を忌避することは誤りであり、リスクおよび相関係数、換言すると資産の分散効果についても、併せて検証の必要があるのである。

そして、ただ単にマイナス金利を理由として、国内債券への投資を忌避することは、分散投資を謳った、GPIFの投資原則に抵触する可能性があることに、留意の必要がある。

ポートフォリオ管理、そして分散投資を旨とする、GPIFが、ただ単にマイナス金利を忌避して国内債券を圧縮することは、合理的でなく、ポートフォリオ全体としての資産の分散効果を損なう恐れがある。

よもや、GPIFは、フルインベストメントが前提のポートフォリオ運用と、余裕資金の運用としての、特定資産への投資とを取り違えてはいないだろうか。

疑心暗鬼に陥る。

もとより、現代投資理論に基づく標準的な手法にも限界はあり、リーマン・ショック後の資産間の相関が高まった時期には、分散効果を発揮できなかった。

しかしながら、資産間の相関が高まったのは一時のことであり、2018（平成30）年度に国内債券をアンダーウェイトとした失敗は、現代投資理論に基づくことの妥当性を実証する結果になったと思われる

ところで、GPIFの国内債券についてのベンチマークは、複合インデックスであるが、その基礎となる野村証券金融工学研究センターが算出し、公表のNOMURA-BPI総合と、国内株式についてのベンチマークである東京証券取引所が算出し、公表のTOPIX（配当込み）との分散効果を観測するために、各々の過去1年間の月次リターンに基づく相関係数について試算をして見ると、2018（平成30）年度はつぎのようになり、マイナスの相関、すなわち分散効果があったことになる。

したがって、2018年度、国内債券を圧縮したことは、分散効果を損なう結果となったのであり、超過収益率マイナスの要因の一つとして挙げる事が出来る。

表 - 16 NOMURA-BPIとTOPIXの月次リターンに基づく相関係数（筆者試算）

|          | 月次リターン  |           | 相関係数      |
|----------|---------|-----------|-----------|
|          | BPI     | TOPIX     |           |
| 2018年4月  | - 0.87% | 43.22%    | - 0.66934 |
| 2018年5月  | 2.65%   | - 19.67%  | - 0.68195 |
| 2018年6月  | 0.54%   | - 9.20%   | - 0.64233 |
| 2018年7月  | - 2.12% | 15.33%    | - 0.63495 |
| 2018年8月  | - 6.43% | - 11.72%  | - 0.41857 |
| 2018年9月  | - 2.90% | 67.51%    | - 0.40028 |
| 2018年10月 | 2.05%   | - 110.83% | - 0.44467 |
| 2018年11月 | 5.11%   | 15.83%    | - 0.39864 |
| 2018年12月 | 8.93%   | - 120.22% | - 0.61836 |
| 2019年1月  | 4.44%   | 57.95%    | - 0.46703 |
| 2019年2月  | 2.86%   | 33.85%    | - 0.40359 |
| 2019年3月  | 8.28%   | 1.05%     | - 0.35011 |

（注） - 0.7  $r$  - 0.4は、負の相関があり、 - 0.4  $r$  - 0.2は、弱い負の相関がある。

## 7. 投資タイミングの考慮

マイナス金利の忌避に加えて、GPIFが、「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、」とした論拠には、金利上昇シナリオを描き、投資のタイミン

グを計ること、すなわち 投資タイミングの考慮にあったと捉えることが出来るのではないだろうか。

#### ( 1 ) 日本銀行の金融政策

日本銀行は、2018（平成30）年7月30日および31日に、金融政策決定会合を開催し、強力な金融緩和を粘り強く続けていく観点から、政策金利のフォワードガイダンスを導入することにより、「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めるとともに、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化する措置について決定をした。

そして、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）に関して、長期金利の調節方針を、「10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入れを行う。その際、金利は、経済・物価情勢等に応じて上下にある程度変動しうるものとし、買入れ額については、保有残高の増加額年間約80兆円をめどとしつつ、弾力的な買入れを実施する。」とした。

おって、黒田日銀総裁は、同日の記者会見において、長期金利目標の柔軟化について問われ、「フォワードガイダンスは、現在の極めて低い長短金利の水準を維持するということを明確に約束しています。長短金利操作については、ゼロ%程度で長期金利が推移するように長期国債の買入れを行うということは全く変わっていません。その中で、ゼロ%程度というときに、これまで実際の金利の動きが $\pm 0.1\%$ と非常に狭い幅であったことから、国債の取引がかなり減り、売買が成立しないことが何度もあったことを踏まえ、 $\pm 0.1\%$ の倍くらいを念頭に置いて、若干その変動幅を拡大することが国債市場の機能を改善するうえで望ましいと思い、今回このように変えたわけでは、ゼロ%程度という10年物国債金利の操作目標を変えたものでは全くありません。」と回答している。

ところが、当時の金融市場においては、決定会合に先立って、日本銀行は長期金利の上昇を容認するとの観測から、市場金利が上昇していた。

かかる決定を受けて、マスコミ各社は、一斉に「長期金利上昇を容認」と報じたのであり、さらには米国の金融政策と相俟って、「世界の金利に上昇圧力、日銀政策変更が契機に」（2018年8月4日付日本経済新聞電子版）と題する記事までも出現したことから、GPIFが、日本銀行のかかる決定を受けて、この時期に、「平成30年度計画」の変更を想起したと考えることも出来なくはない。

しかしながら、日本銀行は、あくまでも強力な金融緩和を粘り強く続けていくという基本スタンスを変えたわけではなく、かかる決定を以て、直ちに金利上昇シナリオを描くことには無理があった。

#### ( 2 ) 米国連邦準備制度の金融政策

翻って、GPIFは、2018（平成30）年度に至り始めて、国内債券の圧縮に動いたわけではなく、表 - 3にあるとおり、国内債券の資産構成割合は、2016（平成28）年度の第3四半期以降一貫して、基本ポートフォリオの35%を割り込んでおり、奇しくも、米国連邦準備制度のフェデラルファンド金利（FF金利）のターゲット・レンジ引き上げと、軌を一にしている。

表 - 17 米国連邦準備制度の金融政策

| 年月              | 金融政策                         |
|-----------------|------------------------------|
| 2008年9月15日      | リーマン・ショック                    |
| 2008年12月        | 利下げ（1.00% 0.00%～0.25%）       |
| 2011年6月         | 出口戦略の原則の検討を開始                |
| 2014年9月         | 「政策正常化の原則と計画」公表              |
| 2015年12月        | 利上げ（0.00%～0.25% 0.25%～0.50%） |
| 2016年12月 ✓      | 利上げ（0.25%～0.50% 0.50%～0.75%） |
| 2016（平成28）12月   | （GPIF、国内債券の圧縮に動く）            |
| 2017年3月         | 利上げ（0.50%～0.75% 0.75%～1.00%） |
| 2017年6月         | 利上げ（0.75%～1.00% 1.00%～1.25%） |
| 2017年12月        | 利上げ（1.00%～1.25% 1.25%～1.50%） |
| 2018年3月         | 利上げ（1.25%～1.50% 1.50%～1.75%） |
| 2018年6月         | 利上げ（1.50%～1.75% 1.75%～2.00%） |
| 2018（平成30）7月31日 | （日銀、長期金利上昇を容認観測）             |
| 2018年9月         | 利上げ（1.75%～2.00% 2.00%～2.25%） |
| 2018（平成30）9月19日 | （GPIF、平成30年度計画変更）            |
| 2018年12月        | 利上げ（2.00%～2.25% 2.25%～2.50%） |
| 2019年7月         | 利下げ（2.25%～2.50% 2.00%～2.25%） |

したがって、GPIFは、米国連邦準備制度のリーマン・ショックの後の金融緩和政策からの「出口戦略」を契機とする、世界的な金利上昇シナリオにベットし、国内債券の圧縮に動いたとの仮説を立てることが出来るのではないだろうか。

ところが、物価上昇の状況に応じて、各国間で金融政策のスタンスに違いがみられ、直ちに世界的な金利上昇シナリオを描くことは困難であったのみならず、2018年後半から米中貿易摩擦問題が台頭し、世界経済の成長率が鈍化する懸念が生じてきたことから、様相が一変をした。

すなわち、2019年に入り、米国では、2015年末から続いてきた政策金利の引上げの動きが、据え置きの方針に転換されたのである。

2018年度における世界の金利動向について、内閣府が先ごろ公表をした「令和元年

度年次経済財政報告」は、「日米欧の2018年から2019年にかけてのターム別の金利動向（イールドカーブ）をみると、我が国においては、大きな変動はなく、この間に、最も上方にシフトした2018年10月には7年より長期の金利がプラスとなったが、2019年5月には下方にシフトし、10年金利もマイナスとなっている。ドイツでは2018年5月には7年より長期の金利がプラスであったが、2019年5月には日本同様、10年金利もマイナス金利となっている。アメリカでは、2018年12月のFOMC後には緩やかながらも長期金利の方が短期金利よりも高くなっていたが、2019年3月のFOMC後には、2019年中の政策金利引上げの停止が見込まれたこともあり、長期金利が大きく低下した。その後は、米中通商問題の長期化懸念などを背景にした利下げ期待の高まり等により、2019年5月以降、一段と長期金利は低下した。」としている。

そして、米国連邦準備制度は、この度、7月31日の米連邦公開市場委員会（FOMC）で、政策金利を0.25%引き下げ、10年半ぶりの利下げに踏み切ったのである。

これにより、当面の間、金利は世界的に低位で推移する可能性が大となり、世界的な金利上昇シナリオを描くことは、困難になったと思われる。

そもそも、金利上昇シナリオを描き中長期の投資戦略として国内債券を圧縮するのであれば、厚生労働大臣の社会保障審議会への諮問を経て、「中期計画」を変更すべきであるが、これまでも、そして今般年度計画の変更に際しても、かかる手順を踏んではない。

したがって、「平成30年度計画」の変更は、ただ単に、短期の金利見通しに基づき、投資のタイミングを計ったものと見做さざるを得ない。

これは、余りにも無謀である。

### （3）「Determinants of Portfolio Performance」

ここで改めて、先に紹介をした、平成12年12月22日公表の「年金積立金の運用の基本方針に関する検討会報告書」にある、「米国における研究によれば、資産運用の結果の90%程度がポートフォリオの構成比率によって説明されると言われている。それとともに資産運用においては、短期的な市況により構成比率を変更するよりも、基本となる比率を定め、それを長期間維持していく方が、投資期間全体を通しては効率的な結果をもたらすことが知られている。」との記載に着目の必要がある。

1986年に、プリンソン、フッド、ビーバウワーの3氏が、Financial Analysts Journal 誌に発表の「Determinants of Portfolio Performance」（ポートフォリオ・パフォーマンスの決定要因）と題する論文が参考になる。

米国の大型年金について調査、分析をした結果、investment policy（資産配分）が、market timing（市場タイミング）、およびsecurity selection（銘柄選択）よりも、ポートフォリオのパフォーマンスに貢献すると結論付けたのである。

そして、その後に発表された様々な研究、調査においても、同様の結果が報告されている。

であればこそ、GPIFは、第3期の「中期計画」において、また変更前後の「平成30年度計画」において、基本ポートフォリオに関し、「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。」としながら、「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いる。

2018（平成30）年度の運用実績からして、仮にもGPIFが、当面の見通しとして金利上昇シナリオを描き、投資のタイミングを計ったのであったとすれば、そのシナリオは確度が高くなかったのであり、GPIFは、投資判断の誤りを認める必要があることになる。

#### 8. 記者会見における理事長の発言内容

GPIFが、2019（令和元）年7月5日に実施をした2018年度運用状況の記者会見の様相について、You TubeのGPIF channelから書き起こしてみると、つぎのとおりである。

##### 2018年度運用状況の理事長記者会見から抜粋（下線太線筆者）

質問者

NHKの桜井と申します。

昨年度の収益率の1.52%とということなんですけれども、昨年度のベンチマークの収益率を下回っていると思うんですが、それについての理由を、お聞かせいただけますか。

理事長

有難うございます。

ご指摘いただきました、複合ベンチマークは、先ほどご説明いたしました、基本ポートフォリオ、国債が35、国内株が25という、ピッタリあのとおり運用すればその利回りになりますということでありまして、先ほどのご質問とも関連致しますが、非常にボラティリティの高い運用環境の中で、どうしても安全性を考えますと、直ちに投資をできる局面もなかなか少なかったので、結局それは、短期資産、キャッシュに積み上げます。

そうすると、その後でパフォーマンスを計測すると、ピッタリ運用したものに対して、現実の運用が、若干劣後していることということだろうと思ひまして、その部分はわたくしどもが、安全性を配慮して、運用した結果だというふうな受け止めております。

質問者

つまり、その成績から言うと、GPIF の投資判断が、その下げの要因だったということ  
でよろしいのでしょうか。

理事長

GPIF 自身は、きちんきちんと判断をしておりますが、基本的に、どの程度の安全性を  
見るか、たとえば、さらに株が下がりそうだという時に、機械的に投資をするのではなく、  
じゃあ後 1 カ月待ちましょうといった時に、その判断と、おっしゃるとおりのパフ  
ォーマンスのバランスで考える問題だと思います。

まことに遺憾なことではあるが、かかる理事長の発言内容は、厚生労働大臣が、第 3  
期の「中期目標」において運用の目標として指示をした、「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。」からほど遠く、違和感を禁じ得ない。

すなわち、基本ポートフォリオを定め、これに基づき管理を行う、ポートフォリオ管  
理（マネジメント）においては、資産分散効果を最大限に発揮したフルインベストメン  
トが大前提であって、資金を一旦キャッシュとして待機させ、タイミングを計って投資  
をする、いわゆる余裕資金の運用の発想はないのである。

とりわけ、「非常にボラティリティの高い運用環境の中で、どうしても安全性を考え  
ますと、直ちに投資をできる局面もなかなか少なかったので、」との発言内容は、どこ  
かに、勘違いがあるように思えてならない。

およそ、リスクと、リターンのトレードオフから、ボラティリティの高さは収益の源  
泉であり、ボラティリティが高いからと言って運用を忌避することは、年金積立金の管  
理運用のための執行機関として、その専門性を問われることになる。

安全性については、各資産クラスではなく、基本ポートフォリオを策定のうえ資産  
全体として考慮をすべき問題であり、資産全体としてボラティリティをコントロール  
するための方策が、まさしく分散投資である。

そして、分散投資は、GPIF が標榜する投資原則の根幹である。

したがって、かかる理事長の発言内容は、投資原則に似つかわしくなく、違和感を禁  
じ得ない。

何よりも、得べかりし利益が 6,262 億円に上っているにもかかわらず、「ピツタリ運  
用したのに対して、現実の運用が、若干劣後していることということだろうと思いまし  
て、」との認識には、驚くばかりである。

すでに、20 頁で引用したとおり、公的年金の自主運用開始に先立って、平成 12 年 12

月 22 日に公表された「年金積立金の運用の基本方針に関する検討会報告書」は、基本ポートフォリオの策定の手順について、「基本ポートフォリオは、リスク・リターン効率性という観点から、現代投資理論に基づき実務的に確立された標準的な手法に従い効率的フロンティア上の効率的ポートフォリオの中から選択することが望ましい。」としたが、GPIF の執行部は、今一度かかる「年金積立金の運用の基本方針」に立ち返り、現状の課題と問題点について、整理の必要があるように思われる。

加えて、会計検査院は、2018 年度に、2012（平成 24）年 10 月に報告の「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」のフォローアップとして検査を実施し、2019（平成 31）年 4 月 24 日に報告書「年金特別会計及び年金積立金管理運用独立行政法人で管理する年金積立金の状況等について」を取りまとめ、公表したが、その中で、「多額の短期資産を保有する状況となっていることについて国民に丁寧に説明すること。」との所見を述べており、GPIF の執行部は、国内債券のアンダーウェイト、延いては短期資産の積み上げについて説明責任を果たす必要がある。

## 9. まとめ

### (1) 仮説を立てる

GPIF の 2018（平成 30）年度の運用資産全体の収益率は、1.52%であり、収益額は、2 兆 3,795 億円であったが、複合ベンチマーク対比のパフォーマンスは、マイナスの 0.40%であり、基本ポートフォリオどおりの資産構成割合で運用をし、且つ各資産ごとベンチマーク収益率を確保していれば得られたはずの収益が、6,262 億円失われた計算（筆者試算）になる。

しかも、3 年度連続してのマイナスであり、得べかりし利益は、累計 1 兆 6 千億円に上る計算になる。

**3 年連続して複合ベンチマークに負けた、GPIF は、どうしてしまったのか。**

GPIF は、「2018（平成 30）年度業務概況書」において、「複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析」として、「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債券が、基本ポートフォリオに対して平均的にアンダーウェイトとなったこと等がマイナスに寄与し」としているが、まるで他人事のように、国内債券をアンダーウェイトにした投資判断の根拠あるいはその意思決定プロセスについては、一切言及していない。

**仮にも、国内債券を基本ポートフォリオに対してアンダーウェイトにした投資判断の根拠について、仮説を立てるとすれば、現在の市場環境から推し量り、マイナス金利の忌避、あるいは投資タイミングの考慮を、想定することが出来る。**

(2) 「年金積立金の運用の基本方針」

ところで、留意すべきは、今や20年前になるが、公的年金の自主運用開始に先立ち、当時の厚生省年金局がとりまとめた、「年金積立金の運用の基本方針」である。

平成13年の厚生労働省告示第百八十三号「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」の前提となった、平成12年12月22日公表の「年金積立金の運用の基本方針に関する検討会報告書」は、基本ポートフォリオの重要性について論点を整理し、「分散投資することが適切である」、および「短期的な市況により構成比率を変更するよりも、基本となる比率を定め、それを長期間維持していく方が、投資期間全体を通しては効率的な結果をもたらす」とするとともに、基本ポートフォリオの策定の手順については、「現代投資理論に基づき実務的に確立された標準的な手法に従い」とした。

(3) 仮説を検証する

マイナス金利の忌避

一般的に、現代投資理論に基づき実務的に確立された標準的な手法にしたがい、基本ポートフォリオを定めこれに基づき管理を行うポートフォリオ管理（マネジメント）においては、同じリターンであれば最もリスクの小さいもの、同じリスクであれば最もリターンの高いものになるように、複数の資産を最も効率的に組み合わせた選択肢の集合である効率的フロンティアを導き出す必要があるが、効率的フロンティアは、期待収益率のみではなく、リスクおよび相関係数と相俟って決定される。

したがって、マイナス金利であることのみを以て、すなわち期待収益率のみに着目をして、国内債券への投資を忌避することは誤りであり、リスクおよび相関係数、換言すると資産の分散効果についても、併せて検証の必要がある。

ポートフォリオ管理、そして分散投資を旨とする、GPIFが、ただ単にマイナス金利を忌避して国内債券を圧縮することは、合理的でなく、ポートフォリオ全体としての資産の分散効果を損なう恐れがある。

よもや、GPIFは、フルインベストメントが前提のポートフォリオ運用と、余裕資金の運用としての、特定資産への投資とを取り違えてはいないだろうか。

疑心暗鬼に陥る。

投資タイミングの考慮

投資タイミングを計ることが非効率であることは、周知の経験的な原則であったことから、上記のとおり公的年金の自主運用開始に際して、「短期的な市況により構成比率を変更するよりも、基本となる比率を定め、それを長期間維持していく方が、投資期間全体を通しては効率的な結果をもたらす」と結論付けたはずである。

それ故に、平成13年の厚生労働省告示第百八十三号は、「年金積立金の運用は、基本ポートフォリオに基づき行う。すなわち、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。」としたのである。

その上で、GPIFの第3期の「中期計画」は、「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。」としたが、「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いる。

2018（平成30）年度の運用実績からして、仮にもGPIFが、当面の見通しとして金利上昇シナリオを描き、投資のタイミングを計ったのであったとすれば、そのシナリオは確度が高くなかったのであり、GPIFは、投資判断の誤りを認める必要があることになる。

#### （4）いまなすべきこと

GPIFの執行部が、経営委員会における基本ポートフォリオの定期検証において効率的であるとして組織決定された、資産構成割合を遵守することなく、その投資判断によって、特定の資産を圧縮するためには、ガバナンスの観点から、独立行政法人制度が定めるPDCAサイクルを有効に機能させるとともに、広くステークホルダー（利害関係者）に対して、説明責任を果たす必要があると思われる。

しかしながら、2018年度に、GPIFの継続的改善の二つのPDCAサイクル、すなわち自律的なPDCAサイクル、および厚生労働大臣の下の政策のPDCAサイクルが、有効に機能した事実を確認することは出来ず、加えて、GPIFは、「2018（平成30）年度業務概況書」において、その投資行動に係わる判断の根拠、および意思決定プロセスについては、一切言及をしていない。

とにかかくにも、GPIFの執行部は、説明不足であり、先ず以て、ステークホルダー（利害関係者）に対し、国内債券をアンダーウェイトとした投資判断の根拠、およびその意思決定プロセスについて、説明責任を果たす必要があると思われる。

そして、GPIFは、公的年金の自主運用を開始した当時の原点である、現代投資理論に基づく「年金積立金の運用の基本方針」、換言するとフルインベストメントが前提のポートフォリオ管理（マネジメント）の基本に立ち返り、課題および問題点を整理する必要があると思われる。

以上

#### 《参考文献》

GPIF「2018（平成30）年度業務概況書」

GPIF「2018年度業務概況書会見」

GPIF「2018年度第3四半期運用状況」

GPIF「2018年度第2四半期運用状況」  
GPIF「2018年度第1四半期運用状況」  
GPIF「平成29年度業務概況書」  
GPIF「平成28年度業務概況書」  
GPIF「平成27年度業務概況書」  
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回経営委員会議事次第、議事概要  
GPIF「平成30年度計画の変更に係わる高橋理事長のコメント」(平成30年9月26日)  
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「投資原則」(平成27年3月26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ホームページ「分散投資の意義」ほか  
GPIF You Tube 公式チャンネル  
GPIFのその他公表資料  
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の議事概要  
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」(平成13年2月27日)  
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)  
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)  
会計検査院「年金特別会計及び年金積立金管理運用独立行政法人で管理する年金積立金の状況等について」(平成31年4月24日)  
プリンソン、フッド、ビーパウワー「Determinants of Portfolio Performance」Financial Analysts Journal誌(1986)  
山崎元著「資産運用実践講座 投資理論と運用計画編」ほか  
砺波元著「資産運用のパフォーマンス測定」  
日本経済新聞電子版「世界の金利に上昇圧力 日銀政策変更が契機に」(2018/8/4)  
野村證券金融工学研究センター「NOMURA-BPI総合」  
東京証券取引所「TOPIX(配当込み)」

## 《参考資料》

## 平成30年度計画の変更に係わる新旧対照表(下線太字筆者)

| 新  |      |      |      |      |
|--|------|------|------|------|
| <p>(1) 基本ポートフォリオ</p> <p>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。</p> <p><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></p> <p><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。</u></p> |      |      |      |      |
|  | 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%  |
| <p>(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、不動産その他経営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。</p> <p>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。</p>  |      |      |      |      |

| 旧  |  |  |  |  |
|--|--|--|--|--|
| <p>(1) 基本ポートフォリオ</p> <p>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。</p> |  |  |  |  |

|        | 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、不動産その他経営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。