

GPIF の第 4 期中期目標・中期計画の策定について（提言）

「年金積立金の運用の基本方針」の原点に回帰の必要あり

特任研究員 平井 一志¹

《要旨》

- 厚生労働省は、去る 8 月 27 日第 9 回社会保障審議会年金部会において「2019（令和元）年財政検証結果」を公表したが、厚生労働大臣は、かかる財政検証結果を踏まえ、GPIF に対する「中期目標」を見直し、GPIF は、厚生労働大臣からの新たな「中期目標」に基づき第 4 期の「中期計画」を策定の必要がある。
- 厚生労働省は、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、プリンシプル（原則）として、「年金積立金の運用の基本方針」を策定するとともに、平成 13 年 4 月 4 日に同じ内容の厚生労働省告示第百八十三号を発出の経緯がある。
- 平成 18 年 4 月に、特殊法人等改革の一環として年金資金運用基金を廃止した上で、資金運用業務に特化した独立行政法人として GPIF が設立された。

独立行政法人の制度においては、主務大臣が、独立行政法人が達成すべき業務運営の目標を策定することになるが、厚生労働大臣は、当初の「中期目標」を策定するに際して、「年金積立金の運用の基本方針」の内容について、そっくりそのまま盛り込むことなく、たとえばつぎの項目について、記載をしなかったことから、ポートフォリオ管理（マネジメント）の原則を違え、不本意な結果を招くことになっている。

項目	「年金積立金の運用の基本方針」	「中期計画」
基本ポートフォリオの意義	長期的に維持する	記載なし
乖離許容幅	一時的・短期的	
運用状況の評価	複合市場収益率と比較する	
リスク管理	意思決定プロセスの明確化	↓

- 第 4 期の「中期目標」の策定に際して、「年金積立金の運用の基本方針」の原点に回帰をし、抜本的な見直しを図り、とりわけ上記の 4 項目について明記することを提言する。

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. 「厚生年金保険および国民年金の積立金の運用に関する基本方針」
3. 「年金積立金の運用の基本方針」と「中期目標」の対比
4. 基本ポートフォリオの意義および乖離許容幅
 - (1) 基本ポートフォリオの意義
 - (2) 乖離許容幅
5. 運用状況の評価
6. 意思決定プロセスの明確化
7. 新たに抱えることになった課題・問題点
8. まとめ

1. はじめに

厚生労働省は、去る 8 月 27 日第 9 回社会保障審議会年金部会において「2019（令和元）年財政検証結果」を公表した。

年金積立金管理運用独立行政法人法第二十条（中期計画の記載事項）第三項は、「第一項第二号に掲げる事項（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）は、厚生年金保険法第二条の四第一項に規定する財政の現況及び見通し及び国民年金法第四条の三第一項に規定する財政の現況及び見通しを勘案し、かつ、年金積立金の運用収入の変動の可能性に留意したものでなければならない。」と規定をしていることから、かかる財政検証結果を踏まえ、厚生労働大臣は、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）に対する現行の第 3 期の「中期目標」を見直し、GPIF は、厚生労働大臣からの新たな「中期目標」に基づいて、第 4 期の「中期計画」を策定する必要がある。

ところで、拙稿令和元年 9 月 11 日付の調査研究レポート「GPIF2018（平成 30）年度業務概況書の読み方について」において論点を整理のとおり、GPIF は、平成 28 年度から 3 年連続して、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である、複合ベンチマーク収益率に負けている。

どうしてしまったのか。

もとより、GPIF が、各資産を基本ポートフォリオどおりの割合で運用しなかったからであり、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について、「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なのである。

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

かくのごとく、3年連続して超過収益率がマイナスとなり、得べかりし利益がマイナス 1 兆 6 千億円（筆者試算）にも達する、不本意な結果を招いてしまった原因の一端は、GPIF の執行部が、現代投資理論に基づくポートフォリオ管理（マネジメント）の原則に則った業務の執行をしなかったからであると思われる。

長期間安定的な積立規模が維持される運用においては、各資産を基本ポートフォリオどおりの割合で運用することが望ましく、短期的な市況によりマーケットタイミングを計ることが効率的でないことは、数々の研究において実証済のポートフォリオ管理（マネジメント）における知見であるが、GPIF の執行部は、マーケットタイミングを計り、不本意な結果を招いてしまったのである。

そこで問題になるのが、GPIF の執行部が、マーケットタイミングを計ることを可能にした、厚生労働大臣から GPIF に対する指示のあり方であり、現行の「中期目標」は、その内容が十分ではないと思われる。

およそ目標の策定においては、必要十分な内容を盛り込むこと、あるいは一貫性を確保することが重要であることから、以下に現行の「中期目標」の内容に係わる課題・問題点を洗い出し、第 4 期の「中期目標」延いては「中期計画」のあるべき姿について論点を整理することにする。

おって、本稿は、執行機関としての GPIF のあり方を論ずるものであり、また、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. 「厚生年金保険および国民年金の積立金の運用に関する基本方針」

ところで、厚生労働省は、平成 13 年 4 月からの公的年金の自主運用開始に先立って、年金積立金運用の新たな仕組みについて、「年金自主運用検討会」「年金積立金の運用の基本方針に関する研究会」あるいは「年金積立金の運用の基本方針に関する検討会」などにおいて議論を重ねたうえで、「厚生年金保険および国民年金の積立金の運用に関する基本方針」（以下「年金積立金の運用の基本方針」と略す。）を策定し、社

会保障審議会に 2001（平成 13）年 2 月 7 日厚生労働省発年 92 号をもって、諮問し、社会保障審議会が、2001（平成 13）年 2 月 27 日社保審発第 1 号をもって、策定することが適当であり、その内容について広く国民の理解を得るため、その周知に努力するよう強く要請すると答申をした経緯がある。

かかる答申を受けて、厚生労働省は、2001(平成 13)年 4 月 4 日に「年金積立金の運用の基本方針」と内容を同じくする、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」を発出したのである。

以下に、「年金積立金の運用の基本方針」に関する、各種の研究会および検討会などの開催について、その年表を示す。

表-2 「年金積立金の運用の基本方針」に関する研究会などの開催年表

年月日	研究会・検討会
1996(平成 8)年 11 月 28 日	行政改革会議第 1 回会議
1997(平成 9)年 4 月 21 日	年金自主運用検討会第 1 回会議
開催日不詳	年金自主運用検討会第 2 回会議
	年金自主運用検討会第 3 回会議
	年金自主運用検討会第 4 回会議
	年金自主運用検討会第 5 回会議
1997(平成 9)年 9 月 1 日	年金自主運用検討会報告書
1997(平成 9)年 12 月 3 日	行政改革会議最終報告
1998(平成 10)年 1 月 23 日	年金積立金の運用の基本方針に関する研究会第 1 回会議
1998(平成 10)年 2 月 6 日	年金積立金の運用の基本方針に関する研究会第 2 回会議
1998(平成 10)年 2 月 12 日	年金積立金の運用の基本方針に関する研究会第 3 回会議
1998(平成 10)年 3 月 17 日	年金積立金の運用の基本方針に関する研究会第 4 回会議
1998(平成 10)年 3 月 31 日	年金積立金の運用の基本方針に関する研究会第 5 回会議
1998(平成 10)年 4 月 10 日	年金積立金の運用の基本方針に関する研究会第 6 回会議
1998(平成 10)年 4 月 21 日	年金積立金の運用の基本方針に関する研究会第 7 回会議
1998(平成 10)年 5 月 18 日	年金積立金の運用の基本方針に関する研究会第 8 回会議
1998(平成 10)年 5 月 28 日	年金積立金の運用の基本方針に関する研究会第 9 回会議
1998(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第 10 回会議
1998(平成 10)年 6 月 12 日	中央省庁等改革基本法公布、施行
1998(平成 10)年 6 月 30 日	年金積立金の運用の基本方針に関する研究会報告
2000(平成 12)年 3 月 31 日	年金資金運用基金法公布（平成 13 年 4 月 1 日施行）
2000(平成 12)年 9 月 5 日	年金積立金の運用の基本方針に関する検討会第 1 回会議

2000(平成 12)年 9 月 18 日	同上検討会専門部会第 1 回会議
2000(平成 12)年 9 月 29 日	同上検討会専門部会第 2 回会議
2000(平成 12)年 10 月 10 日	同上検討会専門部会第 3 回会議
2000(平成 12)年 10 月 16 日	年金積立金の運用の基本方針に関する検討会第 2 回会議
2000(平成 12)年 10 月 24 日	同上検討会専門部会第 4 回会議
2000(平成 12)年 11 月 10 日	同上検討会専門部会第 5 回会議
2000(平成 12)年 11 月 15 日	年金積立金の運用の基本方針に関する検討会第 3 回会議
2000(平成 12)年 11 月 28 日	同上検討会専門部会第 6 回会議
2000(平成 12)年 12 月 1 日	年金積立金の運用の基本方針に関する検討会第 4 回会議
2000(平成 12)年 12 月 8 日	同上検討会専門部会第 7 回会議
2000(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
2001(平成 13)年 1 月 6 日	厚生省と労働省を廃止、統合
2001(平成 13)年 2 月 7 日	厚生労働省「積立金の運用に関する基本方針」諮問
2001(平成 13)年 2 月 27 日	社会保障審議会「積立金の運用に関する基本方針」答申
2001(平成 13)年 4 月 1 日	年金資金運用基金設立《公的年金の自主運用開始》
2001(平成 13)年 4 月 4 日	厚生労働省告示第 183 号「基本方針」官報公表
2001(平成 13)年 12 月 19 日	特殊法人等整理合理化計画閣議決定
2002(平成 14)年 3 月 12 日	社会保障審議会「基本方針」の変更について答申
2003(平成 15)年 3 月 26 日	社会保障審議会「基本方針」の変更について答申
2003(平成 15)年 6 月 27 日	経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2003 閣議決定
2004(平成 16)年 3 月 22 日	社会保障審議会「基本方針」の変更について答申
2004(平成 16)年 6 月 11 日	年金積立金管理運用独立行政法人法公布
2005(平成 17)年 3 月 24 日	社会保障審議会「基本方針」の変更について答申
2006(平成 18)年 4 月 1 日	年金積立金管理運用独立行政法人設立
2006(平成 18)年 4 月 1 日	厚生労働省発年 0401018 号 (第 1 期中期目標)
2010(平成 22)年 3 月 29 日	厚生労働省発年 0329 第 4 号指示 (第 2 期中期目標)
2015(平成 27)年 4 月 1 日	厚生労働省発年 0401 第 27 号指示 (第 3 期中期目標)

以上のとおり、公的年金の自主運用開始に先立ち、厚生省および厚生労働省（平成 13 年 1 月中央省庁再編）が、平成 9 年から平成 13 年までの 4 年にわたり、各種の研究会および検討会において議論を重ねたうえで策定をした「年金積立金の運用の基本方針」の項目立ては、つぎの表-3 のとおりである。

表-3 「年金積立金の運用の基本方針」の項目立て（下線太字筆者）

第1 積立金の運用の基本的な方向
一 運用の目的
二 基本的考え方
1 資産・負債の総合的管理を行うとともに、資産面について、分散投資を基本とする運用管理により、リスクを管理する。
2 より小さなリスクで必要なリターンを確保を図るため、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。
3 運用結果が年金財政に与える影響を分析し、必要に応じて本基本方針及び年金の財政再計算に反映させる。
三 運用における留意事項
1 実質的な運用収益の確保
2 年金給付のための現金の確保
3 市場への影響に対する配慮
四 責任体制の明確化
五 情報公開の徹底
第2 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
✓ 基本ポートフォリオの意義
二 基本ポートフォリオ
1 基本ポートフォリオ
✓ 2 乖離許容幅
三 基本ポートフォリオの見直し
四 移行期の資産構成割合
1 移行期の資産構成割合の考え方
2 平成13年度の移行ポートフォリオ
第3 年金資金運用基金における年金資金の管理及び運用に関し遵守すべき事項
一 リスク管理
1 年金積立金のリスク管理の基本的考え方
2 基金におけるリスク管理
(1) ポートフォリオ管理によるリスク管理
(1) 資産全体
(2) 資産クラスごと
(3) 運用受託機関ごと
(2) キャッシュフローの確保

(3) 運用受託機関の信用リスク等の管理
✓ (4) 意思決定過程の明確化
二 運用手法及び運用機関の選定及び評価
1 運用手法
2 運用受託機関の選定及び評価
三 市場への資金の投入及び回収の分散化
四 個別銘柄株の選択及び株主議決権の行使の制限
五 同一企業発行銘柄への投資の制限
六 金融派生商品の利用の制限
第4 年金資金運用基金における年金資金の管理及び運用の評価に関する事項
一 年金積立金の運用評価の基本的な考え方
✓ 基金の運用状況の評価
三 移行期間中の運用評価の留意点
第5 その他積立金の運用に関する重要事項
一 義務預託の廃止に伴う経過措置
1 財投債の引受け
2 引き受けた財投債の管理運用
3 財投債の運用評価
二 運用基本方針の見直し

おって、各種の研究会および検討会の報告書、あるいは社会保障審議会の答申に係わる本文については、つぎの URL を参照されたい。

①年金自主運用検討会報告書

<https://www.mhlw.go.jp/www1/shingi/s0901-1.html>

②年金積立金の運用の基本方針に関する研究会報告

<https://www.mhlw.go.jp/www1/shingi/s9806/s0630-1.html>

③年金積立金の運用の基本方針に関する検討会報告書

https://www.mhlw.go.jp/www1/shingi/s0012/s1222-1_20.html

④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）

<https://www.mhlw.go.jp/shingi/0102/s0227-2.html>

加えて、GPIF の現行の第3期の「中期目標」の項目立てについては、つぎの表-4 のとおりである。

表-4 GPIFの現行の第3期の「中期目標」の項目立て

第1 政策体系における法人の位置付け及び役割（ミッション）
第2 中期目標の期間
第3 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事項
1. 年金積立金の管理及び運用の基本的な方針
2. 国民から一層信頼される組織体制の確立
3. 運用の目標、リスク管理及び運用手法
（1）運用の目標
（2）ベンチマーク収益率の確保
（3）年金積立金の管理及び運用におけるリスク管理
（4）運用手法について
（5）運用対象の多様化
（6）株式運用における考慮事項
4. 透明性の向上
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）モデルポートフォリオの策定
（2）モデルポートフォリオの見直し
（3）基本ポートフォリオの策定
（4）基本ポートフォリオの見直し
6. 年金積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項
（1）受託者責任の徹底
（2）市場及び民間の活動への影響に対する配慮
（3）年金給付のための流動性の確保
（4）他の管理運用主体との連携
7. 管理及び運用の透明性の向上
8. 管理及び運用能力の向上
（1）高度で専門的な人材の確保とその活用等
（2）運用対象の多様化に伴うリスク管理の強化
9. 調査研究業務
（1）調査研究業務の充実
（2）調査研究業務に関する情報管理
第4 業務運営の効率化に関する事項
1. 効率的な業務運営体制の確立
2. 業務運営の効率化に伴う経費節減
3. 契約の適正化

4. 業務の電子化の取組
第5 財務内容の改善に関する事項
第6 その他業務運営に関する重要事項
1. 内部統制の一層の強化に向けた体制整備
2. 監査委員会の機能強化等によるガバナンス強化
3. 情報セキュリティ対策
4. 主たる事務所の移転に伴う関係機関との連携確保

おって、GPIFの現行の第3期の「中期目標」の本文については、つぎのURLを参照されたい。

https://www.gpif.go.jp/info/activity/pdf/midterm_target_03.pdf

3. 「年金積立金の運用の基本方針」と「中期目標」の対比

ところが、豊凶らんや、平成13年4月の公的年金の自主運用開始から間もない平成13年12月19日に、「特殊法人等整理合理化計画」が閣議決定され、年金資金運用基金については、「次期財政再計算時（平成16年まで）に、年金資金運用方針に則して、廃止を含め組織の在り方を検討し、決定する。」とされたのであり、さらには平成15年6月27日に閣議決定された、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2003」において、「積立金の運用は、独立した第三者機関で効率的に行い、受託者責任を厳正に適用する。」とされたことを受け、年金資金の管理・運用業務のほかに、大規模年金保養基地（グリーンピア）業務、および年金住宅融資業務を実施していた年金資金運用基金を廃止したうえで、資金運用業務に特化した独立行政法人として年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）を平成18年4月に設立することになった。

このような組織の変更に伴って、年金資金運用基金を前提として発出をされた平成13年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」は失効することになり、厚生労働大臣が、独立行政法人通則法（平成11年法律第103号）第29条第1項の規定に基づいてGPIFが達成すべき業務運営に関する「中期目標」を定めることになったのである。

事の次第からして、致し方ないことではあるが、「中期目標」の策定に際しては、独立行政法人の制度における「中期目標」についての、あるべき論が優先することになり、厚生労働省が、公的年金の自主運用開始に先立ち各種の研究会および検討会において議論を重ねたうえで策定をした、「年金積立金の運用の基本方針」を体系的に、「中期目標」に盛り込むことが困難になってしまったものと思われる。

ここで留意をして置かなければならないのは、年金資金運用基金の廃止に伴い、平

成 13 年厚生労働省告示第百八十三号は失効したが、現代投資理論に基づくポートフォリオ管理（マネジメント）のプリンシプル（原則）として、厚生労働省が策定し、社会保障審議会が、策定することが適当であると答申をした、「年金積立金の運用の基本方針」が、失効したわけではない点である。

もとより、現代投資理論に基づくポートフォリオ管理（マネジメント）の本質が変わることはなく、たとえば、厚生労働省は、平成 30 年 4 月より、原則としてすべての確定給付企業年金について「運用の基本方針」および「政策的資産構成割合」の策定を義務化している（改正後確定給付企業年金法施行規則）。

ところで、表-3 の「年金積立金の運用の基本方針」の項目立てと、前頁に掲載をした表-4 の GPIF の現行の第 3 期の「中期目標」の項目立てを対比して見ると、表-5 のとおり、現行の第 3 期の「中期目標」には、「基本ポートフォリオの意義」「乖離許容幅」「運用状況の評価」「リスク管理における意思決定プロセスの明確化」についての記載がなく、今日、ポートフォリオ管理（マネジメント）の原則を違え、不都合な結果を招く原因になっていると思われる。

以下、かかる 4 つの項目について、論点の整理を試みる。

表-5 「年金積立金の運用の基本方針」と現行の「中期計画」の対比

項目	「年金積立金の運用の基本方針」	「中期計画」
基本ポートフォリオの意義	長期的に維持する	記載なし
乖離許容幅	一時的・短期的	
運用状況の評価	複合市場収益率と比較する	
リスク管理	意思決定プロセスの明確化	

4. 基本ポートフォリオの意義および乖離許容幅

「年金積立金の運用の基本方針」は、その項番 2 として、「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」を掲げ、「基本ポートフォリオの意義」および「乖離許容幅」について、つぎのとおり詳細な説明を施している。

「年金積立金の運用の基本方針」から抜粋（下線太字筆者）

第 2 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
一 基本ポートフォリオの意義
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。ただし、自主運用開始当初は、財投協力のための経過措置に係る一定の期間がある。したがって、基本ポートフォリオに基づく運用はその期間を経た後に始まることになる。

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	60~68~76	6~12~18	2~7~12	3~8~13

おって、付言をすると、「年金積立金の運用の基本方針」策定に先立って、「年金積立金の運用の基本方針に関する研究」が取りまとめた報告書（平成 10 年 6 月 30 日）は、政策的資産構成割合（基本ポートフォリオ）の策定方法について、「現代投資理論に基づくリスクとリターンの効率性の追求を基礎としつつ、年金財政について資産と負債の総合分析（ALM分析）を行い、どのような資産の組み合わせが適当かを検討する。」と、現代投資理論を基礎とすることを明言している。

ところが、このような「年金積立金の運用の基本方針」における詳細な説明に対して、現行の「中期目標」においては、基本ポートフォリオに関して、「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。」との、簡単な記載があるのみである。

とりわけ、「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。」あるいは「資産の構成比率は長期的に維持するものであること、」の文言は無く、結果において、今日マーケットタイミングを計る誘因になっていると思われる。

はたまた、現行の「中期目標」においては、「乖離許容幅」について、「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、」など、その設定に係わる説明が一切施されていない。

(1) 基本ポートフォリオの意義

今少し、基本ポートフォリオの意義について、詳しく見てみることにする。

厚生労働省が「年金積立金の運用の基本方針」策定の基礎とした「年金積立金の運用の基本方針に関する検討会」の報告書（平成 12 年 12 月 22 日）は、つぎのとおり、基本ポートフォリオの重要性について論点を整理している。

「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）

II 基本ポートフォリオ

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。

ここに「米国における研究」とは、1986年に、ブリンソン、フッド、ビーバウワーの3氏が、Financial Analysts Journal 誌に発表した、「Determinants of Portfolio Performance」（ポートフォリオ・パフォーマンスの決定要因）と題する論文を指しているものと思われる。

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数々の研究、調査においても、同様の結果が報告されており、たとえば、1985年からイェール大学のCIO（Chief Investment Officer）を務め、大学の基金を20年で20倍以上に増やした実績のある、デイビッド・スウェンセン（David Swensen）は、2009年に出版した著書「Pioneering Portfolio Management」において、リバランスに関し、「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。」と述べている。

ところが、上記のとおり「中期目標」には、「資産の構成比率は長期的に維持するものである」との明示的な記載が無いことから、現代投資理論に基づくポートフォリオ管理（マネジメント）について造詣の深くない関係者が、厚生労働省が公的年金の自主運用開始に先立ちプリンシプル（原則）として策定をした「年金積立金の運用の基本方針」に思いを致すことなく、「中期目標」の記載のみを拠り所とし、マーケットタイミングを計ることが可能と解釈する余地を残してしまっている。

現に GPIF の理事長は、平成 30 年 7 月 6 日に実施した、平成 29 年度運用状況の記者会見において、「投資の待機資金として、短期資産が 8.7%存在している」と明言しており、資産構成割合を維持しようとする腐心することなく、マーケットタイミングを計っていることは明らかである。

そして、マーケットタイミングを計った結果、平成 30 年度の超過収益率が、マイナ

ス 0.40%となる、不都合な結果を招いてしまったのである。

すなわち、GPIFは、「2018（平成30）年度業務概況書」19頁の「複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析」において、「**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。**」としている。

しかしながら、GPIFの執行部は、マーケットタイミングを計った結果、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に得られたであろう利益を、6,262億円（筆者試算）をも失ってしまったとことについて、投資判断を誤ったと非を認めることをしていない。

まことに遺憾ながら、GPIFの理事長は、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において、記者からの、「つまり、その成績（超過収益率マイナス0.40%）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もよしいんでしょうか。」との質問に対して、投資判断を誤ったと非を認めることなく、「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。」と当を得ない回答をしているのである。

そもそも、GPIFは、平成28年度から、国内債券をアンダーウェイトにし、短期資産を積み上げた経緯があるのであり、その詳細については、拙稿平成29年7月21日付および平成30年7月25日付の調査研究レポートを参照されたい。

このように、現行の「中期目標」の記載のみを拠り所として、独自の解釈を施した場合には、不本意な結果につながる恐れがあることから、第4期の「中期目標」を策定するに際しては、「ポートフォリオの意義」として、**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、明記の必要があると思われる。**

（2）乖離許容幅

つぎに、「乖離許容幅」について、詳しく見てみることにする。

厚生労働省が「年金積立金の運用の基本方針」策定の基礎とした「年金積立金の運用の基本方針に関する検討会」の報告書（平成12年12月22日）は、つぎのとおり「乖離許容幅」について論点を整理している。

「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）

4. 基本ポートフォリオと乖離許容幅

(1) 基本ポートフォリオと乖離許容幅

以上の手順に従い、最も望ましい基本ポートフォリオを導出すると、以下のとおりとなる。

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%

(注) 外国債券、外国株式に関しては、為替変動リスクをヘッジしないもとの保有となっている。

市場の変動により各資産クラスの時価構成比は常に変化し、その資産構成は基本ポートフォリオから乖離するが、リバランス(資産の入替)の取引コストを考慮すると、常に基本ポートフォリオに一致させるべく資産を入れ替えることは必ずしも効率的ではない。基本ポートフォリオの資産構成割合は長期的には維持されるべき基準であるが、一時的・短期的にはそこからの乖離を許容する方が長期的には効率的な運用をもたらすことが考えられる。つまり、基本ポートフォリオの各資産クラス毎の構成比について一定の範囲での乖離を認めることが望ましい。

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水準、取引コスト等を総合的に勘案すると、以下のとおり乖離許容幅を設定することが適当である。

(%)

	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	60~68~76	6~12~18	2~7~12	3~8~13

(2) 中短期ポートフォリオ

なお、実際の運用においては、投資環境見通しを考慮して中短期的に基本ポートフォリオとは異なる資産構成を持つことが望ましいことも生じ得る。この場合にも、乖離許容幅の範囲内で行われなければならない。また、その決定に当たっては明確な手続きを経ると

ともに、基本ポートフォリオからの乖離を図る理由及び意思決定の過程を記録に留め管理する必要がある。

さらに、「年金積立金の運用の基本方針に関する検討会」に先立って、「年金積立金の運用の基本方針に関する研究会」がとりまとめた報告書（平成10年6月30日）は、「乖離許容幅」について、つぎのとおり論点を整理している。

「年金積立金の運用の基本方針に関する研究会報告」抜粋（下線太字筆者）

（5）政策的資産構成割合からの乖離許容幅

運用に当たっては、政策的資産構成割合を維持すべく努めることとなるが、資産を時価で管理すること、市場動向に応じた運用を行うこと等から、運用の基本方針が想定した期待収益率やリスクの水準からあまり乖離しない範囲内で、政策的資産構成割合からの一定の乖離許容幅を設定する。

これらから明らかなおお、「乖離許容幅」を設定する目的は、基本ポートフォリオの資産構成割合を維持すべく努めることを前提として、市場の変動により常に変化する時価構成比についてのリバランス（資産の入替）の取引コストを抑制することであり、設定に係わる水準は、基本ポートフォリオのリターンおよびリスクの水準からあまり乖離しない範囲内である必要がある。

ところが、上記のおお「中期目標」には、「乖離許容幅」を設定する目的、あるいは設定に係わる水準についての説明が、一切施されていない。

その結果、その場しのぎの解釈を可能にしてしまう。

まことに遺憾ながら、GPIFの理事長は、平成29年度運用状況の記者会見において、記者からの、「同じく、短期資産のところなんですけれども、理事長、去年の会見でも同じような質問が出て、同じようにお答えになってたというふうに記憶しているんですけども、結局、この1年間で投資環境はなかなか変わらなかったという中で、待機資金として短期資産が積み上がっている、という説明をされていますけれども、結局、そもそもこういう投資環境が続く中では、この程度の短期資産の保有というのは、もう仕方がないとお考えなのか、それとも、やはりフルインベストメントが基本だと、というふうにお考えなのか、その基本的な考え方、もう一度お教え頂けますか。」との質問に対して、事も有ろうに、「基本ポートフォリオの中では、それぞれかなり広い乖離許容幅といたしますか、アロワンスが許されている訳でありますので、そのアロワンスを最

大限活かすということになると、さらに大きな短期資産を持つことも、理論的には可能だろうというふうには思っております。」と回答しているのである。

GPIFの理事長は、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との原則について失念をし、あたかも「乖離許容幅」は資産の構成割合を機動的に変更していく戦術的資産配分法における裁量の範囲であるがごとく解釈をしているように思われる。

ところで、現行の基本ポートフォリオの「乖離許容幅」は、妥当性であろうか。

GPIFは、2014（平成26）年10月31日に基本ポートフォリオを、現行のものに変更をしたが、変更するに際して、必要な積立金を確保しつつ、下振れリスクを最小化する観点から、運用目標（名目賃金上昇率+1.7%）を満たし、かつ、最もリスクの小さいポートフォリオとして、つぎの資産構成割合を選定した。

選定をした資産構成割合についての、基本ポートフォリオの属性は、経済中位ケースにおいて、名目リターン、4.57%、標準偏差、12.8%である。

表-6 現行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
資産構成割合	35%	25%	15%	25%
乖離許容幅	±10%	±9%	±4%	±8%

ここで、現行の基本ポートフォリオの「乖離許容幅」を前提として、ポートフォリオの属性、すなわちリスクおよびリターンの、可能な組み合わせについて、その分布の状況を見てみると図-1のとおりである。

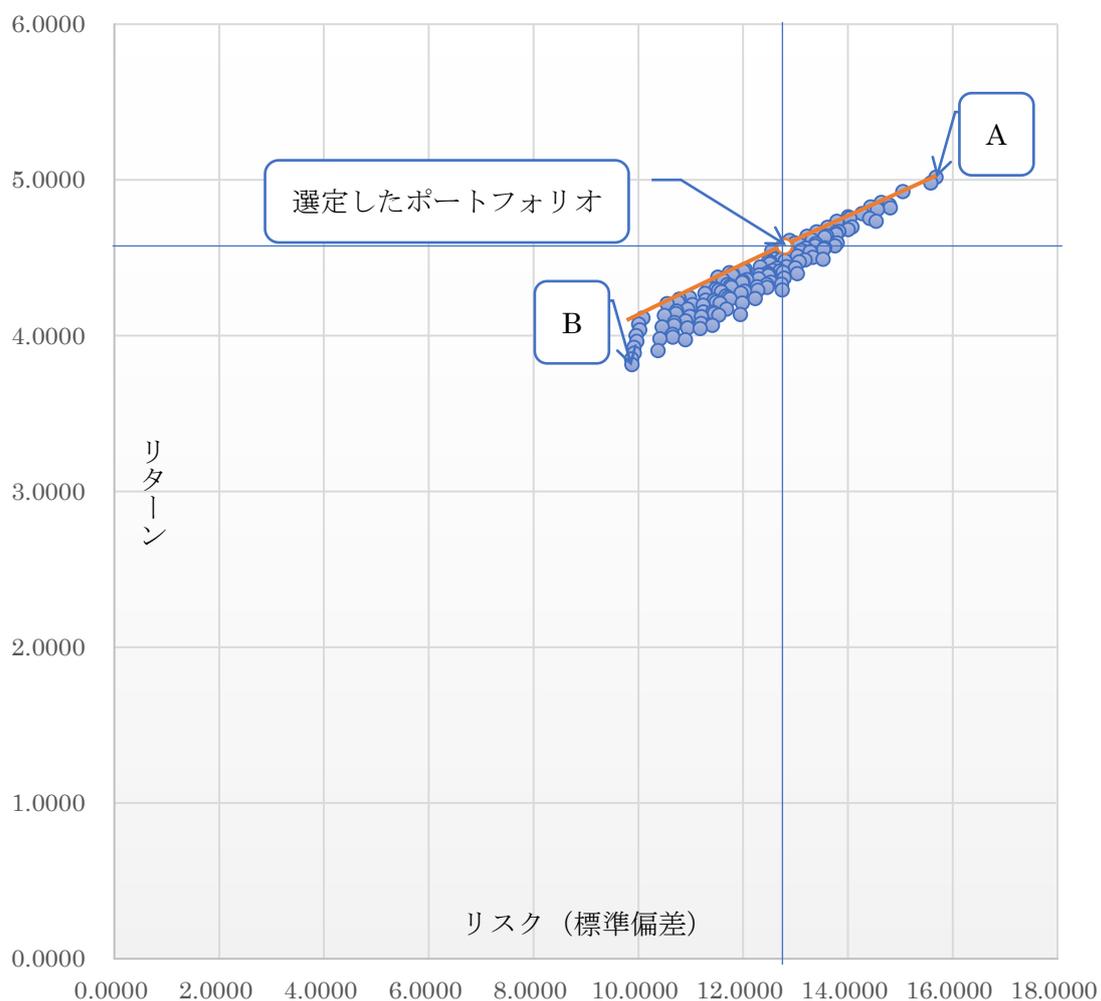
(注) 図-1は、平成26年10月に基本ポートフォリオを変更したときに用いた、各資産の期待リターンおよびリスク（標準偏差）・相関係数の設定を前提として、筆者が試算をしたものであり、国内債券と短期資産を合算した資産構成割合は国内債券の乖離許容幅を上限とした。

かくのごとく分布の外縁に位置するポートフォリオの属性は、平成26年10月の基本ポートフォリオの変更において、運用目標を満たし、かつ最もリスクが小さいとして、選定したポートフォリオの属性である、名目リターン、4.57%、標準偏差、12.8%から、余りにも大きく乖離をしており、およそ同一のポートフォリオと見做すことは出来ない。

もはや、まったくの別ものである。

ちなみに、4資産すべての「乖離許容幅」について、外国債券と同様に、±4%とすると、リスク・リターンの分布は、図-2のようになる。

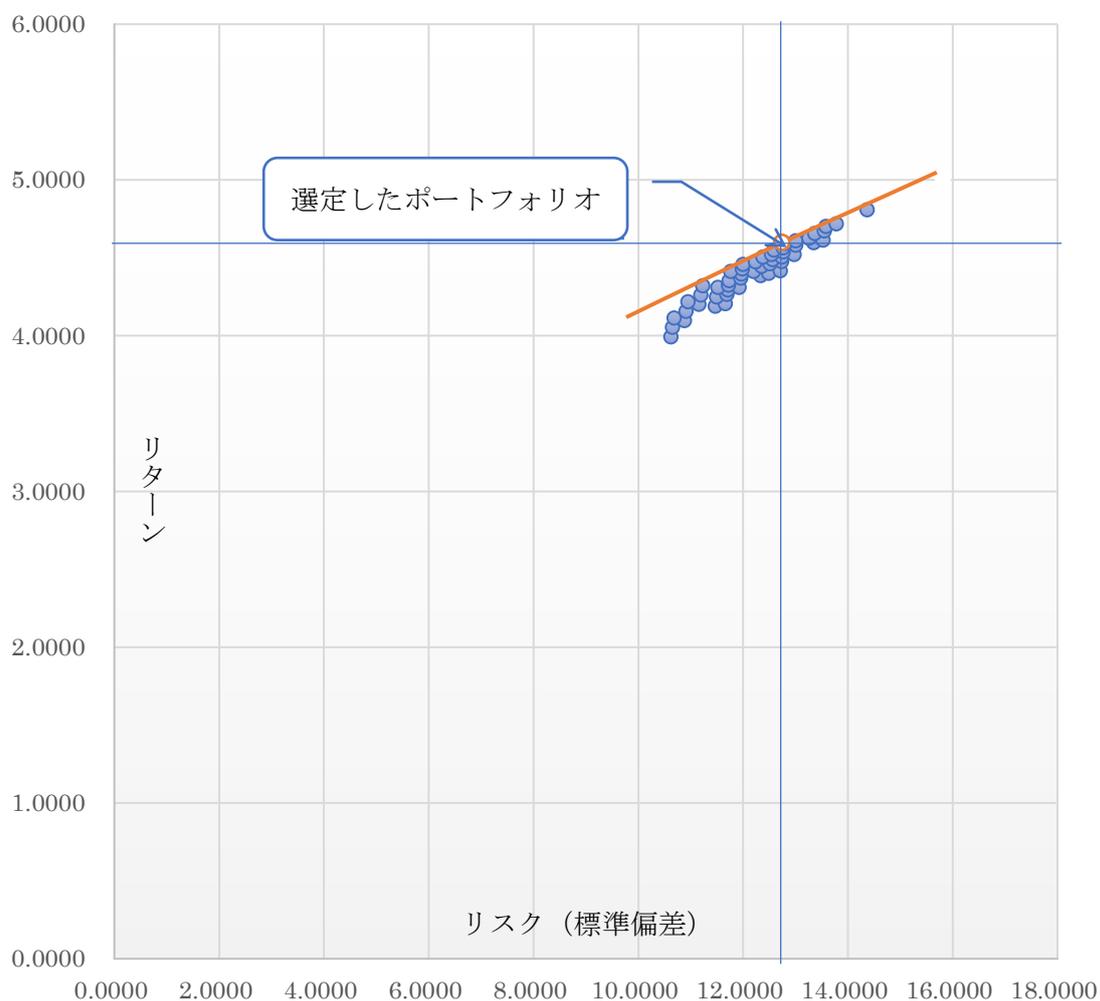
図-1 現行基本ポートフォリオの乖離許容幅によるリスク・リターンの分布 (単位%)



ポートフォリオ	名目リターン	標準偏差
A	5.02%	15.7%
選定したポートフォリオ	4.57%	12.8%
B	3.81%	9.9%

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
A	25%	34%	11%	30%	
選定	35%	25%	15%	25%	
B	25%	16%	19%	20%	20%

図-2 乖離許容幅を±4%とした場合のリスク・リターンの分布 (単位%)



	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	±4%	±4%	±4%	±4%

図-1のリスク・リターンの分布は、図-2と対比して余りにも幅が広く、現行の基本ポートフォリオの「乖離許容幅」は、ただ単にリバランス（資産の入替）の取引コストを考慮したに止まらないことは明らかである。

言うまでもなくポートフォリオの移行に際しては、「乖離許容幅」を広く設定せざるを得ない場合があり、それ故、GPIFが2014（平成26）年10月の基本ポートフォリオの変更に際して、「乖離許容幅」を広く設定したとしても不思議はない。

しかしながら、GPIFは、ポートフォリオの移行が完了した平成28年度以降も、広く設定したのであろう「乖離許容幅」について是正することなく、上記のとおり、GPIF

の執行部は、あたかも「乖離許容幅」は資産の構成割合を機動的に変更していく戦術的資産配分法における裁量の範囲であるがごとく解釈をしているのである。

先に述べたとおり、「年金積立金の運用の基本方針」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。」としており、構成比率を機動的に変更していく戦術的資産配分法を採用していない。

公的年金の自主運用を開始した当時においては、基本ポートフォリオを実現するまでの経過的な「移行ポートフォリオ」を毎年度策定し、公表するという、きめ細かな対応がとられていた。

ところが、2014（平成 26）年 10 月の基本ポートフォリオの変更に際しては、「日本再興戦略」に基づいて設置された「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」の 2013（平成 25）年 11 月の提言を踏まえ、兎にも角にも必要な施策を迅速に実施すべく、所要の対応を急いだことから、「移行ポートフォリオ」を考慮している間がなかったものと推察される。

したがって、第 4 期の「中期目標」の策定を契機とし、移行のために広く設定したのである「乖離許容幅」の見直しを図る必要があると思われる。

ちなみに、平成 26 年 10 月の基本ポートフォリオの変更当時、厚生労働省の年金局長を務めた香取照幸氏は、2018（平成 30）年 8 月 9 日日本年金学会開催の年金研究会において、「不必要に市場に影響を与えない、混乱を招かないというのは巨大機関投資家としての責任でもありますし、プレーヤーとしての立場からすれば手の内を読まれるという意味で損失を被ることにもなりかねません。そのためにあるのが「乖離許容幅」というもので、GPIF はこの許容幅の範囲内で市況を見ながら行動します。」と述懐の経緯がある。

かかる発言にあるとおり、手の内を読まれないというのは、「乖離許容幅」の設定に伴う効果の一つではあるが、「乖離許容幅」を設定する目的は、あくまでも、リバランス（資産の入替）の取引コストを抑制することであって、その設定は、一時的・短期的な措置であり、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失念してはならない。

したがって、第 4 期の「中期目標」を策定するに際しては、「乖離許容幅」を設定する目的は、リバランス（資産の入替）の取引コストを考慮した効率性の確保であり、乖離の許容は、一時的・短期的な措置であること、および「乖離許容幅」は、想定した期待収益率やリスクの水準からあまり乖離しない範囲内で設定するものであることを明記の必要があると思われる。

5. 運用状況の評価

GPIFの現行第3期中期目標の期間（平成27年4月から令和2年3月までの5年間）における、2018（平成30）年度までの、収益額、および複合ベンチマーク対比のパフォーマンスである、超過収益率の実績値は、つぎのとおりであるが、今日 GPIF の執行部は、その運用状況の評価について、その場しのぎの主張をしている。

表-7 第3期中期目標の期間の運用実績

年度	収益額	超過収益率
2015（平成27）年度	マイナス5兆3,098億円	0.00%
2016（平成28）年度	プラス7兆9,363億円	マイナス0.37%
2017（平成29）年度	プラス10兆810億円	マイナス0.37%
2018（平成30）年度	プラス2兆3,795億円	マイナス0.40%

すなわち、絶対収益が、マイナス5兆3,098億円と、大幅な赤字になった2015（平成27）年度においては、複合ベンチマーク対比のパフォーマンスがゼロであることを以て目標が達成できたと主張をし、一方において、複合ベンチマーク対比のパフォーマンスがマイナス0.40%と不都合な結果に終わった、2018（平成30）年度においては、複合ベンチマークをプラスにすることは、厚生労働大臣から与えられている目標に入っていないと主張をしているのである。

GPIFの「平成27年度業務実績評価に係る意見について」を議題として、2016（平成28）年8月19日に開催された第3回の独立行政法人評価に関する有識者会議年金WGにおいて、GPIFの審議役は、「一方で最初の総括のところで申しあげましたように、ポートフォリオ全体で見えますと、全体のベンチマークいわゆる複合ベンチマークは-3.81ですので、これに対して私どもとしては超過収益は0.00であったという、こういうことも加味しますと、私どもの自己評価といたしましては、正に目標が達成できたB評価ということではないかと考えております。」と主張したのであり、加えて、GPIFの管理運用業務担当の理事兼CIOが、「私どもとしましては、三石が申しあげましたように、4つの資産全体を足したもので、超過収益がマイナスにならないということが重要であると考えております。これは全てがプラスになることはほとんどないわけで、どういう形で分散してそこを平らにしていくかというのが我々執行部の仕事だということを是非御理解いただきたいと思います。」と付言した経緯がある。

ところが、同じく理事は、「平成30年度業務実績評価について（案）」を議決事項として、2019（令和元）年6月6日に開催されたGPIFの第24回の経営委員会において、「目標と実績評価は対になっているが、厚生労働大臣から与えられている目標では、複合ベンチマークをプラスにすることは入っていない。もちろん運用の世界では複合ベンチマークは一つの指標なので、業務概況書や実績評価にも参考数値としては

入れているが、あくまでも参考数値であり、目標は各資産ごとに超過収益を獲得すること、実質利回りを確保することとなっているので、そういう観点から最終的にはB評価になっている。」と主張しているのである。

およそ現代投資理論に基づくポートフォリオ管理（マネジメント）を基礎とする実務においては、複合ベンチマーク対比のパフォーマンスが、運用主体の業務実績を評価する重要指標であることは自明の理であることから、このように「中期目標」を都合よく解釈する理事の主張に対して、さすがに違和感を覚えたのであろう、委員の一人が、「対複合ベンチマークが目標にないということ自体が若干不自然に感じる。」と疑義を表明したのに対して、理事は、「厚生労働大臣から次期中期目標が与えられるが、その点を厚生労働省がどのように考えるのかということかと思う。」と他人事のような回答をしている。

このようなGPIFの執行部のその場しのぎの主張は、図らずも現行の「中期目標」が抱える問題点の一端を示すものである。

改めて、論点を整理して見ることにする。

「年金積立金の運用の基本方針」は、その項番4として、「年金資金運用基金における年金資金の管理及び運用の評価に関する事項」を掲げ、「基金（年金資金運用基金）の運用状況の評価」について、つぎのとおり、「資産全体について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収益率と運用結果を比較する。」と明記をしている。

「年金積立金の運用の基本方針」から抜粋（下線太字筆者）

第4 年金資金運用基金における年金資金の管理及び運用の評価に関する事項

一 年金積立金の運用評価の基本的な考え方

公的年金においては、実質的な運用利回りが維持される限り、基本的には、年金財政は影響を受けないことから、運用の評価は実質的な運用利回りについて行う。

二 基金の運用状況の評価

運用結果は各資産ごとに各々のベンチマーク収益率により評価する。

その上で、資産全体について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収益率と運用結果を比較する。

各資産のベンチマークについては、市場に近い構成であること、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の条件を満たす適切

な市場指標を用いる。

さらに、厚生労働省が「年金積立金の運用の基本方針」策定の基礎とした「年金積立金の運用の基本方針に関する検討会」の報告書（平成 12 年 12 月 22 日）は、運用状況の評価に係わる指標は、複合ベンチマーク対比のパフォーマンスである旨、つぎのとおり明確に謳っている。

「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）

（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）

しかしながら、厚生労働大臣から GPIF に対する指示である「中期目標」においては、当初から現行に至るまで、GPIF の運用状況进行评估する観点から、複合市場平均収益率（複合ベンチマーク収益率）を取り上げることをしていない。

現行の「中期目標」においては、第 3 項の「運用の目標、リスク管理及び運用手法」の内訳である「年金積立金の管理及び運用におけるリスク管理」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。」との記載があるのみである。

およそ、「中期目標」のかかる記載から、複合ベンチマーク対比のパフォーマンスが、評価指標であると読み取ることは困難である。

しかしながら、GPIF は、「平成 27 年度業務概況書」においては、設立から 10 年間の運用実績について、複合ベンチマーク対比のパフォーマンスを評価指標として総括をし、「2006（平成 18）年度から 2015（平成 27）年度までの 10 年間、各資産を基本ポートフォリオ（2006（平成 18）年度及び 2007（平成 19）年度は移行ポートフォリオ）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（複合ベンチマーク収益率）は、2.55%（年率）です。この間、基本ポートフォリオで管理された年金積立

金の収益率は、2.62%（年率）であり、複合ベンチマーク収益率に対し+0.07%の超過収益を得ることができました。」としているのである。

一体、なぜであろうか。

平成27年度当時の GPIF の現場においては、公的年金の自主運用開始から積み重ねて来た、現代投資理論に基づくポートフォリオ管理（マネジメント）を基礎とする実務がすでに定着をしており、独立行政法人制度に固有の「中期目標」の記載内容をルールとするのではなく、「年金積立金の運用の基本方針」を原則とするプリンシプルベースの対応が確立していたからではないだろうか。

然らば、何故にプリンシプルベースの一貫性を保つことが出来ないのか。

推し量って見るに、GPIF の現場とは裏腹に、その現在の執行部は、現代投資理論に基づくポートフォリオ管理（マネジメント）についてあまり造詣が深くなく、「年金積立金の運用の基本方針」を原則とするプリンシプルベースではなく、「中期目標」の記載を唯一の拠り所として、その場しのぎの対応をしているからではないだろうか。

したがって、第4期の「中期目標」を策定するに際しては、執行機関としての GPIF の「運用状況の評価」に係わる重要業績評価指標、いわゆる KPI は、複合ベンチマーク対比のパフォーマンスであることを明記の必要があると思われる。

6. 意思決定プロセスの明確化

ここで改めて、「中期目標」においては、その第3項の「運用の目標、リスク管理及び運用手法」に掲載の、リスク管理について、「年金積立金の運用の基本方針」と対比を試みる。

なお、GPIF の現行の第3期の「中期目標」の本文については、

https://www.gpif.go.jp/info/activity/pdf/midterm_target_03.pdf を参照されたい。

「中期目標」においては、わずかに「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。」とあるのみであるのに対し、「年金積立金の運用の基本方針」においては、つぎのとおり、リスク管理について体系的に記載するとともに、「意思決定プロセスの明確化」にまで言及をしている。

「年金積立金の運用の基本方針」から抜粋（下線太字筆者）

第3 年金資金運用基金における年金資金の管理及び運用に関し遵守すべき事項

一 リスク管理

1 年金積立金のリスク管理の基本的考え方

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散投資することが、資産運用におけるリスク管理の基本であり、年金積立金の運用に当たっては、基本ポートフォリオを策定し、それにより運用を行う。

また、財政計画上の予定積立金額、キャッシュフロー等、負債の状況を考慮し、年金給付のための収益及び流動性が長期的・安定的に確保できるよう、資産と負債を総合的に管理する。基金においてはこれを踏まえ、年金財政上の要請に対応し得るよう、リスク管理を行う。

2 基金におけるリスク管理

(1) ポートフォリオ管理によるリスク管理

資産面においても、リスク・リターンの効率化を図ることができるよう、ポートフォリオ管理を適切に実施する。具体的には、基金は、厚生労働大臣から寄託された資金を、民間運用機関へ委託運用及び自家運用によって運用するとともに、**資産全体、資産クラスごと及び運用受託機関ごとにリスク管理を行う。**

(1) 資産全体

基金は運用受託機関からの報告に基づき、資産全体のリスクを確認し、リスク負担の程度について分析及び評価を行うとともに、必要な措置を採る。

(2) 資産クラスごと

市場リスク、流動性リスク、信用リスク等を管理する。

また、金融・資本市場のグローバル化、緊密化の進展を踏まえ、ソブリン・リスク（外国政府の債務に投資するリスク）についても注視する。

(3) 運用受託機関ごと

基金は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、各社のリスク負担を把握するとともに、運用が基本ポートフォリオの目標達成に沿うよう管理する。

(2) キャッシュフローの確保

基金は、年金特別会計の管理者（社会保険庁）との間で緊密な情報交換を行い、効率的な現金管理を行う。

（３）運用受託機関の信用リスク等の管理

基金は、運用受託機関及び資産管理機関の信用リスクを管理するほか、運用受託機関の運用体制の変更や資産管理機関の管理方法の変更等に注意する。

（４）意思決定プロセスの明確化

基金は、年金積立金の管理運用上重要な事項について意思決定を速やかに行い得るよう、管理運用体制を整備するとともに、意思決定過程プロセスの明確化を図る。

おって、厚生労働省が「年金積立金の運用の基本方針」策定の基礎とした「年金積立金の運用の基本方針に関する検討会」の報告書（平成12年12月22日）は、その項番IVの「運用に当たっての留意事項」の一環として、「リスク管理」を採り上げ、その具体的方法の一つとして、「意思決定プロセスの明確化」について、つぎのような説明を施している。

「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）

（カ）意思決定プロセスの明確化

運用受託機関における意思決定プロセスや責任の所在が不明確であるために、必要な判断がなされない、あるいは判断が遅れ、運用成果に重大な影響が生じるというようなリスクを発生させてはならない。そのために、基金は、運用受託機関がいかなる意思決定プロセスで受託資産の管理を行っているのか管理体制について概略を知っておかなければならない。

基金自身においても、同様の問題を生じないように管理体制を確立しておかなければならないことはいうまでもない。

また、年金積立金の運用は、厚生労働大臣、基金、運用受託機関という3つのレベルにより担われるが、常に相互に十分な意思疎通を図るとともに、非常事態が発生した場合の対応を事前に確立しておくことが必要である。

ところが、「中期目標」は、リスク管理の一環として、「意思決定プロセスの明確化」を採り上げることをしておらず、GPIF は、すでに述べたとおり、「2018（平成 30）年度業務概況書」において、「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。」として置きながら、国内債券をアンダーウェイトとした意思決定のプロセスにまでは説明を施しておらず、さらに加えて GPIF の執行部は、2018 年度運用状況の記者会見においても、かかる意思決定のプロセスについて一切言及をしていないのである。

言うまでもなく、パフォーマンスが複合ベンチマーク対比劣後している場合には、その原因を究明し、必要な是正措置を講ずる必要があり、意思決定プロセスが不明確である場合には、必要な判断がなされない、あるいは判断が遅れることにより、重大な結果を招いてしまうリスクがある。

したがって、第 4 期の「中期目標」を策定するに際しては、リスク管理の一環として、「意思決定プロセスの明確化」が重要性であることを明記の必要があると思われる。

7. 新たに抱えることになった課題・問題点

上記のとおり、GPIF は、第 3 期の中期目標期間において、①マーケットタイミングを計る、②乖離許容幅について戦術的資産配分法における裁量の範囲と解釈する、③複合ベンチマーク対比のパフォーマンスを参考値と解釈するなど、「中期目標」について、現代投資理論に基づくポートフォリオ管理（マネジメント）とは相容れない独自の解釈を施し、結果において不本意な結果を招いてしまっているが、新たに資産構成割合などの実績値の開示をめぐって、課題・問題点を抱えることになった。

現代投資理論に基づくポートフォリオ管理（マネジメント）の本質は、選定をした基本ポートフォリオの属性である、リスク・リターン特性を確保することであり、リスク・リターン特性は、ほぼ資産配分要因により決まることから、ポートフォリオ管理の拠り所となる規律は、資産構成割合を維持することである。

それ故に、これまで GPIF は、資産構成割合について、その実績値を四半期ごとに公表をし、被保険者に対する説明責任を果たして来た。

ところが、GPIF は、先日 11 月 1 日に 2019 年度第 2 四半期の運用状況を公表するに際して、突然に、ホームページに理事長コメントを発表し、「当法人では、現在、基本ポートフォリオの見直しに向けた議論が行われています。そのため、年金積立金の価値を保全する観点から、経営委員会における議論を踏まえ、今年度中は、資産別資産

額・構成割合及び資産別収益額を開示しないこととしました。なお、これらの情報は、来年度に公表する 2019 年度業務概況書で記載いたします。」としたのである。

まさしく資産構成割合を定め、これに基づき管理を行うことを運用の目標として来た公的年金の自主運用において、資産構成割合の実績値の非開示は、自主運用開始以来の異常事態である。

過去において、基本ポートフォリオの見直しに向けた議論が行われていることを理由として、すでに確定をした資産構成割合などの実績値を開示しないこととしたケースはなく、政治的に高い関心と呼び、マスコミが挙って取材に当たった、前回の平成 26 年 10 月 31 日の基本ポートフォリオの見直しに際しても、GPIF は、平成 26 年度の第 1 四半期あるいは第 2 四半期の運用状況の公表において、資産構成割合などの実績値を非開示とはしていない。

それほどに、今回の非開示は異様である。

すでに確定をした資産構成割合などの実績値について、ただ単に「年金積立金の価値を保全する観点から、」非開示とすることに、合理性は無く、GPIF は、自らの業務執行についての規律を損なう恐れのある非開示を強行する合理的な理由および意思決定のプロセスについて、被保険者に対する説明責任を果たす必要がある。

ちなみに、2019（令和元）年 8 月 27 日開催の第 27 回経営委員会の議事概要に、報告事項であるにもかかわらず、「情報開示の在り方について」と題して、「今年度は、新たなポートフォリオを作成する年度であり、新たなポートフォリオの策定・公表までの間、四半期ディスクロージャーにおいては、資産別の資産額・構成割合・収益額は公表しない、ただし、可能な範囲で情報開示を徹底していく観点から、資産別の収益率は公表するという方針で対応することについて、議決を行い、出席した 10 名のうち賛成 6 名、反対 3 名、棄権 1 名となり、過半数の委員の賛成により承認された。」との記載がある。

さらに議事概要には、質疑の概要の記載があるが、GPIF の執行部が主張をする非開示の実施理由は、先回りのリスク懸念、あるいは「運用としてやりにくい」との抽象的、感覚的なものでしかなく、合理性を欠いている。

何より、質疑の概要から、GPIF の執行部に、ポートフォリオ管理（マネジメント）の拠り所となる規律は、資産構成割合を維持することであるとの自覚、さらには、被保険者に対して説明責任を果たそうとする自覚を感じ取ることが出来ない。

すなわち、経営委員会の委員から、「そもそもやらないとした場合に、どう説明するのか。」と問われた理事は、「基本ポートフォリオを検討中であるためということではないか。不必要な憶測を呼ぶ恐れがあるのでその間は開示しないという説明になると思う。また、四半期のタイミングで資産構成割合を公表する必要が本来的にはあるのかということは長期的には議論したほうが良いと思う。」と、事も無げに回答をしているのである。

GPIFは、日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明し、運用受託機関に対してコーポレート・ガバナンス体制を整えることを求めていること、そして、金融商品取引法が四半期報告書の提出を義務付けていることなどからして、かかる回答の内容には、違和感を禁じ得ない。

おって、かかる質疑の中で、厚生労働省は、「基本的には GPIF がディスクローズするものなので、この場でよく議論していただきたいと思うが、従来から開示している内容を改めることになると、必要性等について追加的な説明を求められると思う。これから年金をめぐる議論や関心が高まっていくことを踏まえても、ディスクローズの変更を仮にするのであれば、一定の理由の説明が必要と考える。その点も考慮した上で判断していただければと思う。」としていたが、GPIF は、本日現在、非開示とする合理的な理由を示しておらず、いまだ意思決定プロセスは不明確である。

すでに述べたとおり、「意思決定プロセスの明確化」の重要性は、「年金積立金の運用の基本方針」が掲げるリスク管理のポイントの一つであるが、「中期目標」にその記載はない。

事ほど左様に、GPIF が、第 3 期の中期目標期間において様々な課題・問題点を抱えることになった原因の一端は、その行動規範とも言うべき、「中期目標」の内容が不十分であることにあるように思われる。

したがって、第 4 期の「中期目標」を策定するに際しては、ゼロベースの見直しが必要であり、現代投資理論に基づくポートフォリオ管理（マネジメント）の本質について、体系的に、必要十分な内容を盛り込む必要があると思われる。

8. まとめ

厚生労働省は、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って、現代投資理論に基づくポートフォリオ管理（マネジメント）のプリンシプル（原則）として、「年金積立金の運用の基本方針」を策定のうえ、平成 13 年 4 月 4 日に同じ内容の厚生労働省告示第百八十三号を発出した。

ところが、特殊法人等改革の一環として、年金資金運用基金は廃止になり、平成 18 年 4 月に資金運用業務に特化した独立行政法人として、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が設立された。

独立行政法人の制度においては、主務大臣が、法人が達成すべき業務運営の目標を策定することになるが、厚生労働大臣は、当初の「中期目標」を策定するに際して、「年金積立金の運用の基本方針」の内容について、そっくりそのまま盛り込むことなく、その一部を抜粋して、「中期目標」に盛り込むに止めた。

ここで留意して置くべきは、平成 13 年厚生労働省告示第百八十三号は、年金資金運用基金の廃止により失効したが、社会保障審議会が策定することが適当であると答申

をした「年金積立金の運用の基本方針」が失効したわけではない点である。

もとより、現代投資理論に基づくポートフォリオ管理の本質が変わることはない。

GPIFの執行部は、第1期の中期目標の期間（平成18年4月から平成22年3月までの4年間）、および第2期の中期目標の期間（平成22年4月から平成27年3月までの5年間）においては、「中期目標」の内容にかかわらず、あくまでも現代投資理論に基づくポートフォリオ管理を原則とするプリンシプルベース、換言すると「年金積立金の運用の基本方針」に基づいて業務を執行していた。

当時のGPIFにおいては、役職員とりわけ厚生労働省からの出向者が、率先をして証券アナリスト資格の取得など現代投資理論についての自己研鑽に努めていた経緯がある（筆者は平成20年から26年までGPIFに在籍）。

しかしながら、第3期の中期目標の期間（平成27年4月から平成32年3月までの5年間）に至り、様相が変化をして来たのである。

GPIFの執行部は、現代投資理論に基づくポートフォリオ管理（マネジメント）の本質である、リスク・リターン特性を確保する観点からではなく、十分ではない「中期目標」の内容のみを拠り所とし、かつ独自の解釈を施すことによって、マーケットタイミングを計るなどの投資行動をとるようになったのであり、その結果として不本意な結果を招くことになってしまった。

「年金積立金の運用の基本方針」と、現行の第3期の「中期目標」を対比してみると、「中期目標」には、とりわけ、つぎの4項目に係わる記載がない。

表-5（再掲） 「年金積立金の運用の基本方針」と現行の「中期計画」の対比

項目	「年金積立金の運用の基本方針」	「中期計画」
基本ポートフォリオの意義	長期的に維持する	記載なし
乖離許容幅	一時的・短期的	
運用状況の評価	複合市場収益率と比較する	
リスク管理	意思決定プロセスの明確化	

したがって、第4期の「中期目標」の策定に際しては、厚生労働省が、公的年金の自主運用開始に先立ち策定をした「年金積立金の運用の基本方針」の原点に回帰して、抜本的な見直しを図り、とりわけ、つぎの4項目について明記をすることを提言するものである。

《提言》

第一に、「ポートフォリオの意義」として、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明記する。

第二に、「乖離許容幅」を設定する目的は、リバランス（資産の入替）の取引コストを考慮した効率性の確保であり、乖離の許容は、一時的・短期的な措置であること。

加えて、「乖離許容幅」は、想定した期待収益率やリスクの水準からあまり乖離しない範囲内で設定するものであることを明記する。

第三に、執行機関としての GPIF の「運用状況の評価」に係わる重要業績評価指標は、複合ベンチマーク対比のパフォーマンスであることを明記する。

第四に、リスク管理の一環として、「意思決定プロセスの明確化」が、重要性であることを明記する。

以上

《参考文献》

- 厚生省「年金自主運用検討会報告書」（平成9年9月1日）
- 厚生省「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30日）
- 厚生省「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）
- 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）」（平成13年2月27日）
- 平成13年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」
- 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の変更について（答申）」（平成14年3月12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の変更について（答申）」（平成15年3月26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の変更について（答申）」（平成16年3月22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の変更について（答申）」（平成17年3月24日）
- 年金資金運用基金「平成13年度資金運用業務概況書」
- 年金資金運用基金「平成14年度資金運用業務概況書」

- 年金資金運用基金「平成 15 年度資金運用業務概況書」
- 年金資金運用基金「平成 16 年度資金運用業務概況書」
- 年金資金運用基金「平成 16 年度第 1 四半期運用状況」
- 年金資金運用基金のその他公表資料
- 行政改革推進事務局「特殊法人等整理合理化計画」（平成 13 年 12 月 18 日）
- 経済財政諮問会議「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2003」（平成 15 年 6 月 27 日）
- 総務省ホームページ「独立行政法人・特殊法人」
- 総務大臣決定「独立行政法人の目標の策定に関する指針」（平成 26 年 9 月 2 日策定、平成 27 年 5 月 25 日改定、平成 31 年 3 月 12 日改定）
- GPIF 中期目標（第 1 期）
- GPIF 中期目標（第 2 期）
- GPIF 中期目標（第 3 期）
- GPIF「平成 27 年度業務概況書」
- GPIF「平成 28 年度業務概況書」
- GPIF「平成 29 年度業務概況書」
- GPIF「2018（平成 30）年度業務概況書」
- GPIF「平成 28 年度業務実績報告及び自己評価書説明資料」
- GPIF「平成 29 年度業務実績報告及び自己評価書説明資料」
- GPIF「平成 30 年度業務実績報告及び自己評価書説明資料」
- GPIF 第 24 回経営委員会議事概要（2019 年 6 月 6 日）
- GPIF「平成 31 年度計画の変更に係る高橋理事長コメント」（2019 年 10 月 1 日）
- GPIF ホームページ「2019 年度第 2 四半期の運用状況の公表にあたっての高橋理事長コメント」（2019 年 11 月 1 日）
- GPIF YouTube チャンネル「2017（平成 29）年度運用状況記者会見」
- GPIF YouTube チャンネル「2018（平成 30）年度運用状況記者会見」
- GPIF YouTube チャンネル「2019 年度第 2 四半期運用状況」
- GPIF のその他公表資料
- 独立行政法人評価に関する有識者会議年金 WG(第 3 回)議事録（2016 年 8 月 19 日）
- 香取照幸「公的年金制度の未来」（日本年金学会 2018 年 8 月 9 日年金研究会）
- プリンソン、フッド、ビーバウワー「Determinants of Portfolio Performance」Financial Analysts Journal誌（1986）
- 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