

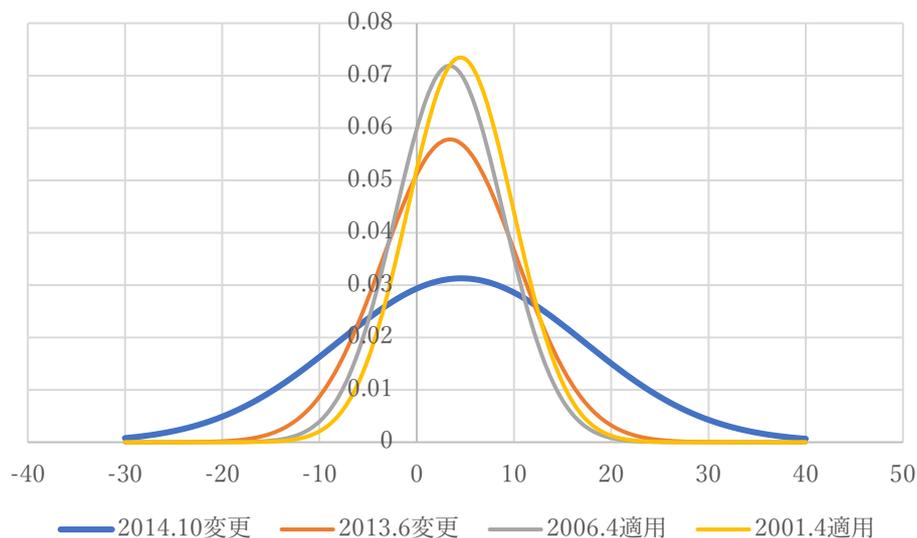
GPIFの第4期中期目標・中期計画の策定について（提言）その2

「リスク許容度」について定義し、備えについて合意形成の必要あり

特任研究員 平井 一志¹

《要旨》

- 厚生労働大臣は、「2019（令和元）年財政検証結果」を踏まえて、GPIFに対する「中期目標」を見直し、GPIFは、新たな「中期目標」に基づいて第4期の「中期計画」を策定の必要がある。
- およそ方針あるいは目標については、必要十分な内容であること、および一貫性の確保が重要であることから、令和元年11月26日付の前稿においては、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）として策定した、「年金積立金の運用の基本方針」と、現行の「中期目標」を対比した、差異分析を実施し、現行の「中期目標」の内容が十分ではないことを明らかにした。
- 本稿においては、「年金積立金の運用の基本方針」から現行の「中期目標」「中期計画」に至るまでの時系列分析を実施し、「運用の目標」および「リスク許容度」について、その一貫性の確保に係わる課題・問題点の洗い出しを試みた。



¹ 筆者は、信託銀行の公的年金運用部長、同システム子会社の役員を務めた後、平成20年7月から26年3月まで年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の情報化統括責任者補佐官の任にあり、26年7月から年金シニアプラン総合研究機構の特任研究員。平成7年から7年間に亘り日米包括経済協定の所産であるリミテッド・パートナーシップ（LPS）による内外投資顧問の年金福祉事業団資金運用事業参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. 取り巻く環境の変化
3. 「運用の目標」についての一貫性の確保
 - (1) 「年金積立金の運用の基本方針」と「運用の目標」
 - (2) 第1期「中期目標」と「運用の目標」
 - (3) 第2期「中期目標」と「運用の目標」
 - (4) 第2期「中期目標」の平成26年10月31日付変更と「運用の目標」
 - (5) 第3期「中期目標」と「運用の目標」
 - (6) 論点の整理
4. 「リスク許容度」についての一貫性の確保
 - (1) 「年金積立金の運用の基本方針」と「リスク許容度」
 - (2) 第1期「中期計画」と「リスク許容度」
 - (3) 第2期「中期計画」と「リスク許容度」
 - (4) 第2期「中期計画」の平成25年6月7日付変更と「リスク許容度」
 - (5) 第2期「中期計画」の平成26年10月31日付変更と「リスク許容度」
 - (6) 第3期「中期計画」と「リスク許容度」
 - (7) 論点の整理
5. フォワード・ルッキングなリスク分析とは
6. まとめ
 - (1) 「運用の目標」についての明確な指示
 - (2) 「リスク許容度」についての定義とリスク対応策についての合意形成

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」を公表したが、厚生労働大臣は、今般の財政検証結果を踏まえ、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）に対する現行の、すなわち第3期の「中期目標」について見直し、第4期の「中期目標」を策定する必要があると、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、

およそ目標については、必要十分な内容であること、および一貫性の確保が重要であることから、令和元年11月26日付前稿においては、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）として策定した、「年金積立金の運用の基本方針」と、現行の「中期目標」を対比し、その差異について分析をし、現行の「中期目標」の

内容が、「ポートフォリオの意義」あるいは「乖離許容幅」などについて十分ではないことを明らかにした。

すなわち、前稿においては、公的年金の自主運用を開始した当時と、現状の、言わば、プロダクトについての差異分析を実施したが、本稿においては、公的年金の自主運用を開始した2001（平成13）年当時から、現状に至るまでの、およそ19年間にわたる、「年金積立金の運用の基本方針」、あるいはGPIFの「中期目標」および「中期計画」の策定プロセスについて時系列分析を実施し、「年金積立金の運用の基本方針」の根幹である「運用の目標」およびそれと表裏の関係にある「リスク許容度」について、その一貫性が確保されているかの検証を試みることにする。

ちなみに、厚生労働省が「年金積立金の運用の基本方針」を策定の基礎とした、「年金積立金の運用の基本方針に関する検討会報告書」（平成12年12月22日）は、「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。」としたのであり、年金積立金の運用においては、「運用の目標」およびそれと表裏の関係にある「リスク許容度」についての一貫性の確保が、効率的な結果をもたらすことが知られている。

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. 取り巻く環境の変化

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から、間もなく19年が経過しようとしている。

この間に、二度の政権交代があった。

そして、二度にわたる政権交代は、厚生労働省が、公的年金の自主運用開始に先立ち、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）の実務において確立された標準的な手法に基づいて策定をした、「年金積立金の運用の基本方針」の根幹である、「運用の目標」およびそれと表裏の関係にある「リスク許容度」について、その一貫性を確保する上で、大きな影響を与えたのである。

以下に、これまで約19年間の、公的年金の自主運用を取り巻く環境の変化について、おもな出来事を列挙して見る。

表-1 公的年金の自主運用を取り巻く環境の変化

年月日	おもな出来事
2001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年4月1日	年金資金運用基金による公的年金の自主運用開始

2001年4月4日	厚生労働省告示第183号「基本方針」官報掲載	
2006年4月1日	GPIFの設立、第1期「中期目標」指示	
2008年9月15日	リーマン・ショック	
2009年9月16日	民主党鳩山内閣発足	
2009年11月11日	事業仕分けスタート	
2009年11月30日	第1回GPIFの運営の在り方に関する検討会	
2009年12月24日	第2回GPIFの運営の在り方に関する検討会	
2010年1月22日	第3回GPIFの運営の在り方に関する検討会	
2010年2月22日	第4回GPIFの運営の在り方に関する検討会	
2010年3月18日	第5回GPIFの運営の在り方に関する検討会	
2010年3月29日	GPIFの第2期「中期目標」指示	
2010年4月12日	第6回GPIFの運営の在り方に関する検討会	
2010年5月17日	第7回GPIFの運営の在り方に関する検討会	
2010年6月7日	第8回GPIFの運営の在り方に関する検討会	
2010年6月23日	「GPIFの運営の在り方に関する検討会中間とりまとめ」公表	
2010年10月29日	第9回GPIFの運営の在り方に関する検討会	
2010年11月5日	第10回GPIFの運営の在り方に関する検討会	
2010年12月3日	第11回GPIFの運営の在り方に関する検討会	
2010年12月17日	第12回GPIFの運営の在り方に関する検討会	
2010年12月22日	✓「GPIFの運営の在り方に関する検討会報告」公表	
2011年3月11日	東日本大震災	
2012年12月26日	自民党第2次安倍内閣発足	第2期の中期目標の期間
2013年6月7日	GPIFの第2期「中期計画」変更	
2013年6月14日	「日本再興戦略」閣議決定	
2013年7月1日	第1回公的・準公的資金の運用等に関する有識者会議	
2013年7月30日	第2回公的・準公的資金の運用等に関する有識者会議	
2013年8月23日	第3回公的・準公的資金の運用等に関する有識者会議	
2013年9月12日	第4回公的・準公的資金の運用等に関する有識者会議	
2013年9月26日	第5回公的・準公的資金の運用等に関する有識者会議	
2013年9月26日	同上有識者会中間論点整理公表	
2013年10月15日	第6回公的・準公的資金の運用等に関する有識者会議	
2013年10月30日	第7回公的・準公的資金の運用等に関する有識者会議	
2013年11月20日	第8回公的・準公的資金の運用等に関する有識者会議	
2013年11月20日	✓同上有識者会議報告書公表	
2014年3月12日	第20回社会保障審議会年金部会	

2014年3月12日	✓ 「年金財政における経済前提と積立金運用のあり方について」
2014年10月31日	GPIFの第2期「中期目標」「中期計画」変更
2015年4月1日	GPIFの第3期「中期目標」指示

3. 「運用の目標」についての一貫性の確保

先ず以て、「運用の目標」について、その一貫性が確保されているかを見てみることにする。

(1) 「年金積立金の運用の基本方針」と「運用の目標」

厚生労働省は、2001（平成13）年4月の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」において、つぎのとおり、「運用の目標」に関して、①「資産の構成比率は長期的に維持するものであること、」、および②「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。」をポイントとして挙げた。

超長期にわたる年金積立金の管理および運用において、最大のリスクは一貫性の欠如であり、場当たりの対応は、著しく効率性を損なうことになる。

万が一にも、一貫性を確保することが出来ない、あるいは確保することが妥当ではない状況に至った場合には、広くステークホルダー（利害関係者）に対して、変更が必要な理由および変更に伴う影響などを詳らかにし、適正な変更手続きとして、合意形成を図る必要がある。

公的年金の自主運用開始から今日まで約19年間、上記「運用の目標」に関する二つのポイントについて、その一貫性は確保されて来たであろうか。

以下に、検証を試みることにする。

「年金積立金の運用の基本方針」から抜粋（下線太字筆者）

二 基本ポートフォリオ

1 基本ポートフォリオ

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

基本ポートフォリオは、年金財政安定化の視点から変動リスクを一定範囲に抑える資産構成とする。また、平成11年度の年金財政再計算は、物価上昇率1.

5%、賃金上昇率2.5%という前提のもと、名目の予定運用利回りを4.0%と設定している。このことを踏まえ、基本ポートフォリオは、実質的な運用収益を確保するため、名目の期待収益率と賃金上昇率等との差が一定以上確保されるような資産構成とする。さらに、給付に必要となる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

(2) 第1期「中期目標」と「運用の目標」

厚生労働大臣は、2006(平成18)年4月設立のGPIFに対する第1期の「中期目標」を策定するに際しては、「年金積立金の運用の基本方針」に準拠をし、「運用の目標」に関するポイントについて、①の「資産の構成比率の長期的な維持」、および②の「実質的な運用収益の確保」の二つながら、GPIFに対して指示をし、つぎのとおり、「実質的な運用利回りを確保するよう、長期的に維持すべき資産構成割合(以下「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。」とした。

第5 その他業務運営に関する重要事項

1. 年金積立金の管理及び運用の基本的な方針

(1) 運用の基本的考え方

年金積立金の運用は、年金積立金が被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の年金給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって年金事業の運営の安定に資することを目的として行うこと。

(2) 運用の目標

① 実質的な運用収益の確保

年金財政は、実質的な運用利回り（賃金上昇率を上回る運用利回り）が確保される限り基本的には影響を受けないことから、年金財政上の諸前提（別添）における実質的な運用利回りを確保するよう、長期的に維持すべき資産構成割合（以下「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。

② 市場平均収益率の確保

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の条件を満たす適切な市場指標を用いること。

(3) 第2期「中期目標」と「運用の目標」

ところが、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）の最終年度である2009（平成21）年8月30日の衆議院議員総選挙において、「年金制度を一元化し、月額7万円の最低保証年金を実現します。」などと、マニフェストに年金制度の抜本的な見直しを謳った民主党が圧勝をし、政権交代があったこと、さらには、

民主党政権の下において政治主導の会議体として、「年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会」が設置をされたことなどから、平成 22 年 3 月 29 日付にて厚生労働大臣が GPIF に対し指示をした第 2 期の「中期目標」において、つぎのとおり、「運用の目標」は、「暫定的なもの」になったのである。

GPIF の第 2 期「中期目標」から抜粋（下線太字筆者）

2. 運用の目標、リスク管理及び運用手法

(1) 運用の目標

今後年金制度の抜本的な見直しを予定しているとともに、年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方について検討を進めていることから、この運用目標は、暫定的なものであることに留意し、安全・効率的かつ確実を旨とした資産構成割合（以下「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、市場に急激な影響を与えないこと。

○ 〈キーワード“在り方検討会”〉

ところで、2009（平成 21）年 11 月 30 日に第 1 回を開催の「年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会」においては、所管する厚生労働省ではなく、独立行政法人の評価を担当する立場を大義名分として参加の総務省から、「年金積立金の運用について、安全な運用を基本としつつも、保険料負担の増加を抑制し、給付水準の低下を回避する観点から、市場動向に応じて機動的な運用を行うなど、より効率的な運用に努めるべきではないか。」「短期的な市場動向の予測を基に、ポートフォリオを随時見直すべきではないか。」（第 1 回総務省資料）、さらに「国債持ち切りの安全運用部分と、機動的にポートフォリオを変えていく積極運用部分とに分けた運用をすべき。」（第 3 回議事要旨）などとする問題提起があった。

そして 1 年余りにもわたる審議にもかかわらず、機動的な運用の実施について議論を集約することはできず、結局のところ 2010（平成 22）年 12 月 22 日に公表の報告書において、つぎのとおり、

- A. 「運用環境の変化に応じた機動的な対応ができるよう、運用対象資産の内容や構成割合等について一定の弾力性を持たせた定め方にしてもよいのではないかという意見」、および
- B. 「国民に納付が義務付けられた保険料を運用しているという観点からは、GPIF の裁量の幅を広げるべきではないという意見」を、両論併記したのである。

「年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会報告」から抜粋
(下線太線筆者)

(2) 運用目標の設定の在り方

- 厚生労働大臣が GPIF に提示する運用目標は、運用利回りだけでなく、リスクについての考え方も併せて示す必要がある。

- 基本ポートフォリオの内容については、運用環境の変化に応じた機動的な対応ができるよう、運用対象資産の内容や構成割合等について一定の弾力性を持たせた定め方にしてよいのではないかという意見がある一方、国民に納付が義務付けられた保険料を運用しているという観点からは、GPIF の裁量の幅を広げるべきではないという意見があった。

- また、運用利回りの具体的な示し方については、
 - イ 年金財政の安定に必要な利回りとして、賃金上昇率を一定程度上回る利回りの確保を目標とすべきである、
 - ロ 市場の運用環境に鑑みて、長期金利を一定程度上回る利回りの確保を目標とすべきである、という両方の意見があった。

言うまでもなく、両論併記は、方針変更について、結論を得るには至らなかったことを意味する。

およそ独立行政法人制度において、政策の責任主体である主務大臣から独立行政法人に対する指示は、明確でなければならず、したがって、厚生労働省は、かかる“在り方検討会”の報告書における両論併記を踏まえて、「運用の目標」に関するポイントの一つである、①の「資産の構成比率の長期的な維持」について、方針変更がない旨を、強く主張して然るべきであった。

しかしながら、政治主導についての誤解から、意思決定プロセスへの官僚の関与を排除することが目的化をしてしまった状況において、厚生労働省が、リーダーシップを発揮することには限界があり、“いじりはするが、仕上げない”という政治リスクが顕在化をし、現場に混乱をもたらすことになった嫌いがある。

(4) 第2期「中期目標」の平成26年10月31日付変更と「運用の目標」

おって、2009（平成21）年9月に発足した民主党政権は、長く続くことはなく、第2期中期目標の期間（平成22年4月から平成27年3月まで）において、2012（平

成 24)年 11 月 16 日に衆議院が解散となり、12 月 16 日の衆議院議員総選挙において、自民党が圧勝をして政権を奪還し、2012 (平成 24) 年 12 月 26 日に第 2 次安倍内閣が成立した。

安倍内閣は、長引くデフレ不況からの脱却と日本経済の再生に向けて、①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略の「三本の矢」から構成される経済政策 (アベノミクス) に取り組み、三本目の矢である、③民間投資を喚起する成長戦略の一環として策定し2013 (平成25) 年6月14日に閣議決定の「日本再興戦略」に基づき、経済再生担当大臣の下に、「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」を設置した。

これまた、政治主導の会議体である。

○ 〈キーワード“有識者会議”〉

かかる“有識者会議”は、国内債券を中心とするそれまでの各資金のポートフォリオについては、「デフレからの脱却を図り、適度なインフレ環境へと移行しつつある我が国経済の状況を踏まえれば、」と、長引くデフレ不況からの脱却と日本経済の再生という政権の政策が当然に実現することを前提として、2013 (平成25) 年7月1日から議論を重ね、2013 (平成25) 年11月20日に、つぎのとおり、「デフレからの脱却を見据えた運用の見直し」として、「国内債券を中心とするポートフォリオの見直し」を提言する、報告書をとりまとめ公表した。

報告書は、「運用の目標」に関する二つのポイントのうち、②の「実質的な運用収益の確保」については一応是認をし、「名目賃金上昇率や物価上昇率をある一定比率上回る」という形で収益目標を定めることに合理性はあるとしたものの、いま一つのポイントである、①の「資産の構成比率の長期的な維持」については、「長期的な視点でポートフォリオを構築すべきものと考えられる。」と、表現をするに止まり、「維持すべきとの明確なメッセージを発信するには至らなかった。」

推し量るに、政権の政策実現が最大の関心事である“有識者会議”においては、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) の実務如何は、然したる関心事ではなかったものと思われる。

「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報告書」大項目項番 II から抜粋 (下線太線筆者)

II デフレからの脱却を見据えた運用の見直し

1 (略)

2 運用目標・方針

① 国内債券を中心とするポートフォリオの見直し

国内債券を中心とする現在の各資金のポートフォリオについては、デフレからの脱却を図り、適度なインフレ環境へと移行しつつある我が国経済の状況を踏まえれば、収益率を向上させ、金利リスクを抑制する観点から、見直しが必要である。その際、各資金の負債特性に応じ、積立金の取崩しが当面見込まれる部分以外については、長期的な視点でポートフォリオを構築すべきものと考えられる。

② 収益目標及びリスク許容度の設定

一部の資金では、名目賃金上昇率や物価上昇率に連動して給付を行っていることから、これに合わせて、「名目賃金上昇率や物価上昇率をある一定比率上回る」という形で収益目標を定めることに合理性はあるものの、その結果、これまでのデフレ経済下では当該目標が著しく低い水準になっていた可能性がある。一方で、デフレ脱却を見据えれば、今後は、当該目標が現在より高い水準となる可能性もあり、こうした点を踏まえて、適切に収益目標を設定する必要があるほか、収益目標と表裏の関係にあるリスク許容度（注1）の在り方についても検討すべきである。

（注1）リスク許容度については、過去の損失データに基づくリターンの振れ幅をベースに設定した上で、一定のモデルを用いたリスク計測や、シナリオ分析などにより、フォワード・ルッキングな（先行きを見据えた）検証を実施することが望ましい（Ⅲ2①も参照）。

「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報告書」大項目項番Ⅲから抜粋（下線太線筆者）

Ⅲ リスク管理体制等のガバナンスの見直し

1 ガバナンス体制（略）

2 リスク管理体制

① フォワード・ルッキングな（先行きを見据えた）リスク分析に基づくポートフォリオの構築

公的年金では、ポートフォリオの構築に当たって、過去のデータに依存したリスク分析を行うだけでは不十分であり、今後の経済状況（金利・インフレ等のマクロ変数）の見通しを踏まえ、資産・負債の両面に係るフォワード・ルッキングな（先行き

を見据えた）リスク分析を行う必要がある。

○ 〈キーワード“専門委員会”〉

このような政治状況のもと、2014（平成26）年3月12日に開催をされた第20回社会保障審議会の年金部会において、その「年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会」が、平成26年財政検証に用いる経済前提および年金積立金の運用のあり方について検討をした結果の報告があった。

こちらは、言わば、行政主導の会議体である。

ここで特筆すべきは、かかる報告書「年金財政における経済前提と積立金運用のあり方について」は、先に述べた“在り方検討会”の2010（平成22）年12月22日付報告書、あるいは“有識者会議”の2013（平成25）年11月20日付報告書を踏まえたうえで、なお、つぎのとおり、「基本ポートフォリオに関しては、年金資金の性格や安定的なアセットアロケーションの維持を説く現代投資理論等に沿い、従前通り、長期的な観点から設定することとする。」と、アセットアロケーション（資産の構成比率）の維持について、現代投資理論に基づき、これまでどおりその一貫性を確保することの必要性を、明確なメッセージとして発信した点である。

まさしく行政主導の会議体として、ポートフォリオ管理（マネジメント）においては、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うことが必要であることを、再確認したもの、と言うことが出来るのではないだろうか。

ただし、まことに残念ながら、かかる合理的な検討結果に引き続いて、これとは矛盾をする但し書きを施している。

この点については、（6）論点の整理において、詳述する。

社会保障審議会「年金財政における経済前提と積立金運用のあり方について」から抜粋（下線太字筆者）

3 基本ポートフォリオの設定期間等について

- 基本ポートフォリオに関しては、年金資金の性格や安定的なアセットアロケーションの維持を説く現代投資理論等に沿い、従前通り、長期的な観点から設定することとする。

その見直しについては、5年に一度の財政検証に伴い実施するとともに、市場の構造的な変化に対応するよう、会計検査院から求められている定期的な検証の際等機動的に行うこととする。

- 経済環境や市場環境の変化が激しい最近の傾向を踏まえれば、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旨明確にする。また、その際のフォワード・ルッキングは、決して投機的なものであってはならず、確度の高いものであるべきことを明示する。

- ポートフォリオ管理において、経済環境や市場環境の的確な把握を重視するならば、経済情勢等の調査・分析等の GPIF の調査能力を向上させるべきである。

そして、当然のごとく厚生労働省および GPIF は、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）の最終年度である 2014（平成 26）年度の当初から、第 3 期の「中期目標」あるいは「中期計画」の策定に向けた準備を開始した。

ところが、豈図らんや、平成 26 年 6 月 24 日に閣議決定された「日本再興戦略」改訂 2014 において、公的・準公的資金の運用などの見直しと題し、「年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の基本ポートフォリオについて、財政検証結果を踏まえ、長期的な経済・運用環境の変化に則し、年金財政の長期的な健全性を確保するために、適切な見直しを出来るだけ速やかに実施する。」とされたことなどから、厚生労働省および GPIF は、第 3 期の「中期計画」の策定を待つことなく、基本ポートフォリオを速やかに見直すことになり、厚生労働省から 2014（平成 26）年 10 月 31 日付にて GPIF に対し指示があった、変更後の第 2 期の「中期目標」における、「運用の目標」についての記載内容は、つぎのとおりである。

平成 26 年 10 月 31 日付変更後の第 2 期「中期目標」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、市場に急激な影響を与えないこと。

すなわち、「運用の目標」に関する二つのポイントのうち、②の「実質的な運用収益の確保」については、「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、」と、一貫性が確保された。

一方、いま一つのポイントである、①の「資産の構成比率の長期的な維持」については、社会保障審議会年金部会の“専門委員会”が、行政主導の会議体として主体性を発揮し、その報告書において、「安定的なアセットアロケーションの維持を説く現代投資理論等に沿い、従前通り、長期的な観点から設定することとする。」と明確に謳ったにもかかわらず、厚生労働省は、キーとなる「安定的なアセットアロケーションの維持を説く現代投資理論等に沿い、従前通り、」の部分^②を割愛してしまい、つぎのとおり「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。」との記載に止めたのである。

“専門委員会”の報告書の内容について、厚生労働省の理解が十分ではなかったのか、あるいは政治的な配慮からなのかは、不明である。

何れにしても、この後、資産構成割合についての、かかる中途半端な記載が独り歩きをしてしまい、資産の構成比率の維持は必須ではなく、機動的な運用が可能であると勝手に解釈をしたGPIFの執行部は、基本ポートフォリオの資産構成割合を維持するためのリバランスを実施することなく、国内債券の構成比率を引き下げるなどして、マーケット・タイミングを計ったものの、一向に功を奏すことなく、2016（平成28）年度から3年度連続して複合ベンチマーク対比のパフォーマンスがマイナスとなる、不本意な結果を招いてしまったのである。

（5）第3期「中期目標」と「運用の目標」

おって、厚生労働省から2015（平成27）年4月1日付にてGPIFに対し指示があった現行の第3期の「中期目標」における「運用の目標」についての記載内容は、第2期の「中期目標」のそれと同文である。

（6）論点の整理

以上から、厚生労働省が、「年金積立金の運用の基本方針」において、「運用の目標」として掲げた、①「資産の構成比率は長期的に維持するものであること、」、および②「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。」の、二つのポイントのうち、②の「実質的な運用収益の確保」については、公的年金の自主運用開始から、今日まで、その一貫性が確保されて来たが、①の「資産の構成比率の長期的な維持」については、つぎのとおり時を経るごとに「中期目標」における資産構成割合に係わる記述が、中途半端な表現に変化をして来ており、一貫性の確保が覚束なくなっている。

表-2 基本方針・中期目標と資産構成割合に係わる記述

中期目標	資産構成割合に係わる記述
基本方針	<u>資産の構成比率は長期的に維持するものであること、…</u>
第1期中期目標	<u>長期的に維持すべき資産構成割合を定め、…</u>
第2期中期目標	<u>安全・効率的かつ<u>確実</u>を旨とした資産構成割合を定め、</u>
(2010年12月22日)	“在り方検討会”報告書
(2013年11月20日)	“有識者会議”報告書
社会保障審議会年金部会 “専門委員会” (2014年3月12日)	「基本ポートフォリオに関しては、 <u>年金資金の性格や安定的なアセットアロケーションの維持を説く現代投資理論等に沿い、従前通り、長期的な観点から設定することとする。</u> 」
変更第2期中期目標	<u>長期的な観点からの資産構成割合を定め、…</u>
第3期中期目標	<u>長期的な観点からの資産構成割合を定め、…</u>

ここで、付言をして置かなければならないのは、先に述べた、社会保障審議会の“専門委員会”の2014（平成26）年3月12日付報告書「年金財政における経済前提と積立金運用のあり方について」が、基本ポートフォリオに関して、「年金資金の性格や安定的なアセットアロケーションの維持を説く現代投資理論等に沿い、従前通り、長期的な観点から設定することとする。」と、一旦、資産の構成比率の長期的な維持についての明確な方針を打ち出して置きながら、その後で、「経済環境や市場環境の変化が激しい最近の傾向を踏まえれば、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旨明確にする。また、その際のフォワード・ルッキングは、決して投機的なものであってはならず、確度の高いものであるべきことを明示する。」と、但し書きとも言うべき記載を施している点である。

もとより、現代投資理論などは、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と説く。

したがって、後段の「機動的な運用ができる」云々の但し書きは、あきらかに前段の基本方針と矛盾をしている。

そしてさらに、かかる但し書きには、「また、その際のフォワード・ルッキングは、決して投機的なものであってはならず、確度の高いものであるべきことを明示する。」としているが、フォワード・ルッキングとは、中長期的な視点から用いられる用語であり（詳細後述）、およそ短期的な市況の見通しとはそぐわないこと、そして何より確度の高い市場環境の見通しなどというものは、絵に描いた餅であって非現実的であることから、結局のところ、かかる但し書きは、「機動的な運用」を否定しているのであり、

意味が不明である。

然らば何故に、“専門委員会”は、このような、基本方針と矛盾をする、“蛇足”を付したのであろうか。

推し量るに、先に述べた、政治主導の“在り方検討会”の2010（平成22）年12月22日付報告書における、機動的な運用についての賛否両論の併記、すなわち議論の棚上げに配慮した、問題解決の先送りではないかと思われる。

結局のところ、厚生労働省は、社会保障審議会“専門委員会”の報告書にある、かかる但し書きを無視することは出来ず、やむを得ず2014（平成26）年10月31日付変更後の第2期の「中期目標」において、「運用の目標」として、「資産の構成比率の長期的な維持」ではなく、「長期的な観点からの資産構成割合を定め、」とする中途半端な表現を用いたものと思われる。

しかしながら、およそ独立行政法人の制度においては、政策の責任主体である主務大臣から独立行政法人に対する指示は、明確でなければならず、したがって、厚生労働大臣あるいは厚生労働省は、議論が拡散した場合には、集約をさせるべく、リーダーシップを発揮する必要がある。

そもそも、公的年金の自主運用開始に先立ち、「年金積立金の運用の基本方針に関する検討会」が、2000（平成12）年12月22日に公表の報告書において、つぎのとおり、基本ポートフォリオの重要性について、「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。」と論点を整理の経緯があることから、厚生労働省は、かかる論点整理を以て、両論併記による議論の拡散に終止符を打ち、議論の集約に努めるべきと思われる。

「年金積立金の運用の基本方針に関する検討会報告書」から抜粋（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、資産クラスの種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。

そして、論より証拠。

まさしく、今日GPIFの執行部が、マーケット・タイミングを計ったものの、一向に功を奏すことなく、2016（平成28）年度から3年度連続して複合ベンチマーク対比のパフォーマンスがマイナスとなる、不本意な結果を招いてしまった事実そのものが、市場環境の見通しを踏まえた機動的な運用が、効率的ではないことを、実証しているのである。

およそ基本方針や原則（プリンシプル）について、中途半端な表現を用いた場合には、ミスリードから不測の事態を招く恐れがある。

したがって、第4期の「中期目標」の策定に際しては、“在り方検討会”以来今日まで棚上げとなっている、市場環境の見通しを踏まえた、機動的な運用について、厚生労働大臣あるいは厚生労働省が、例外を設けることなく、全面的に排除する旨、明確にすることを提言するものである。

おって、経済環境の変化に対しては、基本ポートフォリオの見直しにより対応をすべきものであることから、経済環境の変化は、機動的な運用を合理化する理由とはならないのである。

4. 「リスク許容度」についての一貫性の確保

つぎに、「運用の目標」、すなわち「実質的な運用収益の確保」と表裏の関係にある、「リスク許容度」について、その一貫性が確保されているかについて、見てみることにする。

(1) 「年金積立金の運用の基本方針」と「リスク許容度」

2001（平成13）年4月から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、厚生労働省が、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（プリンシプル）として策定をした、「年金積立金の運用の基本方針」、および内容を同じくする平成13年厚生労働省告示第百八十三号は、大項目項番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」を取り上げ、選定した基本ポートフォリオ（第1次の基本ポートフォリオ）の属性である「目標収益率」および「標準偏差」について明示をしている。

おって、本文については、本稿5～6頁を参照。

表-3 第1次の基本ポートフォリオの属性

目標収益率	標準偏差	(2標準偏差)
μ	σ	2σ
4.50%	5.43%	(10.86%)

ところで、正規分布を前提として、目標収益率（ μ ）が、1標準偏差（ σ ）の区間（ $\mu - \sigma$ から $\mu + \sigma$ まで）に収まる確率は、約68.27%であり、2標準偏差（ 2σ ）の区間（ $\mu - 2\sigma$ から $\mu + 2\sigma$ まで）に収まる確率は、約95.45%である。

したがって、「リスク許容度」としては、正規分布を前提とし、目標収益率（ μ ）の、2標準偏差（ 2σ ）の区間における下振れリスクを見ておく必要がある。

選定した基本ポートフォリオの目標収益率は、正規分布を前提として、約95%の確率で、15.36%（4.50%+10.86%）から、マイナス6.36%（4.50%-10.86%）までの幅でブレる可能性があると思なすことが出来る。

ちなみに、自主運用を開始した初年度末（2002年3月末）時点における運用資産額は、38兆6,014億円であったことから、「リスク許容度」として、目標収益率（ μ ）の2標準偏差（ 2σ ）の区間における、マイナス2兆4,550億円程度の下振れリスクを想定しておく必要があったことになる。

(2) 第1期「中期計画」と「リスク許容度」

独立行政法人制度の枠組みにおいては、年金資金運用基金における平成13年厚生労働省告示第百八十三号とは異なり、厚生労働省が、GPIFに対し、「中期目標」において基本ポートフォリオの策定を指示し、GPIFが、基本ポートフォリオを選定し、「中期計画」として厚生労働省から認可を得ることになった。

2006（平成18）年4月1日付にて厚生労働省から認可を得たGPIFの第1期の「中期計画」は、つぎのとおり、大項目「その他業務運営に関する重要事項」の一つとして、中項目項番2の「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」を取り上げ、チェックをしたとおり、選定した基本ポートフォリオ（第

2次の基本ポートフォリオ)の属性である「目標収益率」および「標準偏差」について明示をしている。

GPIFの第1期「中期計画」抜粋(下線チェック筆者)

2. 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の基本的考え方

基本ポートフォリオは、年金財政上の諸前提(別添)と整合的なものとなるように策定することとする。

その際、年金財政上の諸前提における実質的な運用利回りを確保するような資産構成とし、年金財政の安定化の観点から変動リスクを一定範囲に抑える。

併せて、株式のリターン・リスクについては、そのリスク特性に配慮しつつ、慎重に推計を行い、基本ポートフォリオ全体のリスクを最小限に抑制する。

(2) 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、外国株式及び短期資産とする。

財政融資資金に預託された年金積立金が全額償還される平成20年度に実現することを目標として、基本ポートフォリオを次のとおり定める。また、各資産に固有の収益率の変動の大きさ、基本ポートフォリオにおける組入比率の大きさ、取引コスト等を総合的に勘案し、乖離許容幅を次のとおり設定する。

国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
67%	11%	8%	9%	5%

✓(目標収益率 3.37%、リスク(標準偏差) 5.55%)

(%)

	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	59~67~75	5~11~17	3~8~13	4~9~14

表-4 第2次の基本ポートフォリオの属性

目標収益率	標準偏差	(2標準偏差)
μ	σ	2σ
3.37%	5.55%	(11.10%)

したがって、選定した基本ポートフォリオの目標収益率は、正規分布を前提として、約95%の確率で、14.47% (3.37%+11.10%) から、マイナス7.73% (3.37%-11.10%) までの幅でブレる可能性があると思なすことが出来る。

第1期中期目標の期間の初年度末(2007年3月末)時点における運用資産額は、114兆5,278億円であったことから、「リスク許容度」として、目標収益率(μ)の2標準偏差(2σ)の区間における、マイナス8兆8,530億円程度の下振れリスクを想定しておく必要があったことになる。

ところで、第1期中期目標の期間(平成18年4月から平成22年3月まで)の最中であった、2008(平成20)年9月15日のリーマン・ブラザーズの経営破綻を契機として、世界規模の金融危機(リーマン・ショック)が発生し、2008(平成20)年度のGPIFの収益額は、マイナス9兆3,481億円となり、かかる2標準偏差における下振れリスク、マイナス8兆8,530億円を上回る、大幅な損失を計上することになったのである。

まさしく、リーマン・ショックにより、世界の金融証券市場は、2標準偏差(2σ)の区間に収まらない暴落を招いたのである。

したがって、「リスク許容度」として2標準偏差(2σ)の区間における下振れリスクを見ておく場合には、約4.55%の確率で、2標準偏差の区間に収まらない可能性があることに、十分留意の必要がある。

(3) 第2期「中期計画」と「リスク許容度」

すでに述べたとおり、平成22年4月からの第2期の「中期目標」においては、「今後年金制度の抜本的な見直しを予定しているとともに、年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方について検討を進めていることから、この運用目標は、暫定的なものであることに留意し、安全・効率的かつ確実に旨とした資産構成割合を定め、これに基づき管理を行うこと。」とされたことから、かかる指示を踏まえ、GPIFは、第1期の「中期計画」における基本ポートフォリオ(第2次の基本ポートフォリオ)が、安全・効率的かつ確実であることを確認のうえ、引き続いて、第2期の「中期計画」における基本ポートフォリオとして採用し、つぎのとおり2010(平成22)年3月31日付にて厚生労働省から認可を得たのである。

ところが、GPIFは、第2期の「中期計画」においては、なぜか、つぎのとおり、基本ポートフォリオ(第2次の基本ポートフォリオ)の属性である「目標収益率」および

「標準偏差」について、記載をしなかった。

GPIF の第 2 期「中期計画」抜粋

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の基本的考え方

基本ポートフォリオの策定に当たっては、運用目標に沿った安全・効率的かつ確実な資産構成割合とする。その際、世界経済の動向を注視し、それに適切に対応するとともに、特に株式のリターン・リスクについては、そのリスク特性に配慮しつつ、慎重に推計を行う。

(2) 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、外国株式及び短期資産とし、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。

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
資産構成割合	67%	11%	8%	9%	5%
乖離許容幅	±8%	±6%	±5%	±5%	—

(4) 第 2 期「中期計画」の平成 25 年 6 月 7 日付変更と「リスク許容度」

おって、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）においては、2011（平成23）年12月に至り、参議院が、会計検査院に対し、年金積立金（厚生年金および国民年金）の管理運用に係る契約の状況などについて検査を行い、その結果を報告するよう要請をしたことから、会計検査院は、検査を実施後、2012（平成24）年10月に結果を取りまとめ参議院に報告した経緯がある。

GPIF は、かかる会計検査院の報告書の所見において、「暫定ポートフォリオが安全、効率的かつ確実かなどについて、中期目標期間中に定期的に検証することを検討することなどの指摘を受け、また、厚生労働省から、「基本ポートフォリオについて定期的に検証を行い、必要に応じ見直すよう」要請があったことから、2013（平成 25）年度の当初から第 2 次の基本ポートフォリオの検証に着手をし、つぎのとおり、平成 25 年 6 月 7 日付にて基本ポートフォリオの見直し（第 3 次の基本ポートフォリオ）に係わる

「中期計画」の変更について、厚生労働省から認可を得たのである。

平成 25 年 6 月 7 日付変更の GPIF の第 2 期「中期計画」抜粋

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の基本的考え方 (略)

(2) 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、外国株式及び短期資産とし、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。

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
資産構成割合	60%	12%	11%	12%	5%
乖離許容幅	±8%	±6%	±5%	±5%	—

ところが、これまた、変更をした「中期計画」には、変更後の基本ポートフォリオ(第3次の基本ポートフォリオ)の属性である「目標収益率」および「標準偏差」についての記載が無い。

そこで、GPIF が、社会保障審議会年金部会の専門委員会に提出した資料から、第3次の基本ポートフォリオの属性を試算して見ると、つぎのようになる。

表-5 第3次の基本ポートフォリオの属性

目標収益率	標準偏差	(2標準偏差)
μ	σ	2σ
3.42%	6.90%	(13.80%)

したがって、変更後の第3次の基本ポートフォリオの目標収益率は、正規分布を前提として、約95%の確率で、17.22% (3.42%+13.80%) から、マイナス10.38% (3.42% -13.80%) までの幅でブレる可能性があると思なすことが出来る。

第2期の中期目標の期間の平成25年度末(2014年3月末)時点における運用資産額は、126兆5,771億円であったことから、「リスク許容度」として、目標収益率(μ)の2標準偏差(2σ)の区間における、マイナス13兆1,387億円程度の下振れリスク

を想定しておく必要があったことになる。

(5) 第2期「中期計画」の平成26年10月31日付変更と「リスク許容度」

すでに述べたとおり、GPIFは、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）の最終年度である2014（平成26）年度の当初から、第3期の「中期計画」の策定に向けた準備を開始したが、「日本再興戦略」改訂2014において、年金積立金管理運用独立行政法人の基本ポートフォリオについて、適切な見直しを出来るだけ速やかに実施するとされたことなどを踏まえ、厚生労働大臣から、基本ポートフォリオについての検討作業を前倒しするよう要請があったことを受けて、運用委員会およびその下に設けられた検討作業班において、基本ポートフォリオの見直し作業を鋭意推し進めた経緯がある。

したがって、GPIFは、第3期の「中期計画」の策定を待つことなく、第2期の「中期計画」において、基本ポートフォリオを変更することにしたのであり、“有識者会議”の2013（平成25）年11月20日付報告書に基づいて、国内債券を中心とする第3期のポートフォリオを見直し、運用委員会における審議を経て、国内債券の構成比率を、それまでの60%から35%に大幅に引き下げ、国内株式の構成比率を、12%から25%に倍増させるなどした、第4次の基本ポートフォリオを選定した。

そして、つぎのとおり、平成26年10月31日付にて基本ポートフォリオの見直し（第4次の基本ポートフォリオ）に係わる今再びの第2期の「中期計画」の変更について、厚生労働省から認可を得たのである。

ここで留意をすべきは、基本ポートフォリオの選定におけるリターン（期待収益率）の設定方法の変更についてである。

リターンの設定については、自主運用を開始した当初から一貫して、収益率を構成する様々な要素を積み上げて各資産の期待収益率を算出する、ビルディング・ブロック方式を採用して来た。

しかしながら、平成26年10月31日付の基本ポートフォリオの見直しにおいて、国内債券のリターンについては、過去のデータに依存したビルディング・ブロック方式ではなく、政権が掲げる政策である、デフレからの脱却が功を奏し、株高、金利上昇（国債価格の下落）が出現するとのシナリオに基づき計算された想定投資期間の平均収益率を使用したのである。

かてて加えて、基本ポートフォリオの選定に際しては、これまた政権が掲げる日本経済の再生に向けて、いかに貢献し得るかを考慮している点である。

そして、このようなシナリオ・アプローチを合理化するための、言わば後講釈として用いられたのが、“有識者会議”の2013（平成25）年11月20日付報告書が提言した、「フォワード・ルッキングなリスク分析」なるロジックであるが、当該報告書にはその詳細についての説明が施されていない。

ところで、“有識者会議”の報告書公表からすでに6年以上経過したにもかかわらず、未だ金利上昇、ましてや国債価格の暴落は出現しておらず、リターンの設定について、ビルディング・ブロック方式に替えて、シナリオ・アプローチを採用したことの妥当性については、今日、当然に検証をする必要があると思われる。

おって、「フォワード・ルッキングなリスク分析」については、項を改めて詳述することにする。

平成26年10月31日付変更のGPIFの第2期「中期計画」抜粋（下線太字筆者）

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の基本的考え方

基本ポートフォリオは、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。

(2) 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。

そして、またしても変更をした「中期計画」には、変更後の基本ポートフォリオ（第4次の基本ポートフォリオ）の属性である「目標収益率」および「標準偏差」についての記載が無いが、幸いにも、「中期計画」の変更に係わるプレスリリース文にその記載があることから、つぎに示す。

表-6 第4次の基本ポートフォリオの属性

目標収益率	標準偏差	(2標準偏差)
μ	σ	2σ
4.57%	12.8%	(25.6%)

したがって、変更後の第4次の基本ポートフォリオの目標収益率は、正規分布を前提として、約95%の確率で、30.17% (4.57%+25.6%) から、マイナス21.03% (4.57% -25.6%) までの幅でブレる可能性があると思なすことが出来る。

第2期の中期目標の期間の平成26年度末(2015年3月末)時点における運用資産額は、137兆4,769億円であったことから、「リスク許容度」として、目標収益率(μ)の2標準偏差(2σ)の区間における、マイナス28兆9,114億円程度の下振れリスクを想定しておく必要があったことになる。

(6) 第3期「中期計画」と「リスク許容度」

平成27年4月1日付にて厚生労働省から認可を得た、GPIFの第3期の「中期計画」に係わる「基本ポートフォリオ」についての記載内容は、平成26年10月31日付にて変更についての認可を得た第2期の「中期計画」のそれと同一であることから、第4次の基本ポートフォリオは、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)に引き継がれ、今日に至っている。

上記のとおり第4次の基本ポートフォリオの目標収益率は、正規分布を前提として、30.17%から、マイナス21.03%までの幅でブレる可能性があり、かつ、平成30年度末(2019年3月末)時点における運用資産額は、159兆2,154億円であったことから、今日の「リスク許容度」としては、目標収益率の2標準偏差の区間における、マイナス33兆4,830億円程度の下振れリスクを想定しておく必要があることになる。

(7) 論点の整理

本来、ポートフォリオ管理(マネジメント)においては、ポートフォリオの選定に先

立って、その前提となる、「リスク許容度」について定義をし、ステークホルダー（利害関係者）は、損失が発生した場合の備えとしてのリスク対応策について、一定の合意を形成して置く必要がある。

言うまでもなく、公的年金の自主運用においては、損失が発生した場合の備えとして、給付水準の引き下げ、保険料の引き上げ、あるいは国庫負担割合の引き上げなどを検討の俎上に載せる必要がある。

それゆえ、先に述べた、“有識者会議”の2013（平成25）年11月20日付報告書は、中項目の項番2の「運用目標・方針」の小項目の項番2として、「収益目標及びリスク許容度の設定」と題し、「収益目標と表裏の関係にあるリスク許容度の在り方についても検討すべきである。」としたのであるが、結局のところ、公的年金の自主運用が開始されてから今日に至るまで、厚生労働省あるいは GPIF が、「リスク許容度」について定義をし、損失が発生した場合のリスク対応策について、被保険者ほかとの合意を形成しようと努めた経緯は無いのである。

ちなみに、公的年金の自主運用開始に先立ち平成10年6月に公表された「年金積立金の運用の基本方針に関する研究会報告」は、シャープの測度（標準偏差1単位当たりの超過収益率）、あるいは予定積立金額を下回る確率についての計算結果を記載しているが、その後において、厚生労働省あるいは GPIF が、「リスク許容度」について定義をした経緯は無く、「年金積立金の運用の基本方針」には、選定した基本ポートフォリオの属性として、「目標収益率」および「標準偏差」を記載したのみである。

そして、「目標収益率」および「標準偏差」の記載は、GPIFの第1期の「中期計画」には引き継がれたものの、第2期以降においては「中期計画」にこれらの記載は無く、中期計画の変更に係わるプレスリリース文、業務概況書、あるいはその他の資料による補完を余儀なくされる。

ところで、公的年金の自主運用開始から今日までに選定された基本ポートフォリオは、4次にわたり、「年金積立金の運用の基本方針」あるいは GPIF の「中期計画」と、4次にわたる基本ポートフォリオとの関係は、つぎのとおりである。

表-7 年金積立金の運用の基本方針・中期計画と基本ポートフォリオ

中期計画	基本ポートフォリオ	適用・変更日
基本方針	第1次	2001年4月1日
第1期中期計画	第2次	2006年4月1日
第2期中期計画	同上	継続
第2期中期計画変更	第3次	2013年6月7日
第2期中期計画変更	第4次	2014年10月31日
第3期中期計画	同上	継続

以上のそれぞれの基本ポートフォリオの「目標収益率」および「標準偏差」に基づき、正規分布を前提として、目標収益率 (μ) の2標準偏差 (2σ) の区間におけるブレ幅を算出すると、つぎのとおりであり、その下振れリスクを以て「リスク許容度」とすることが出来る。

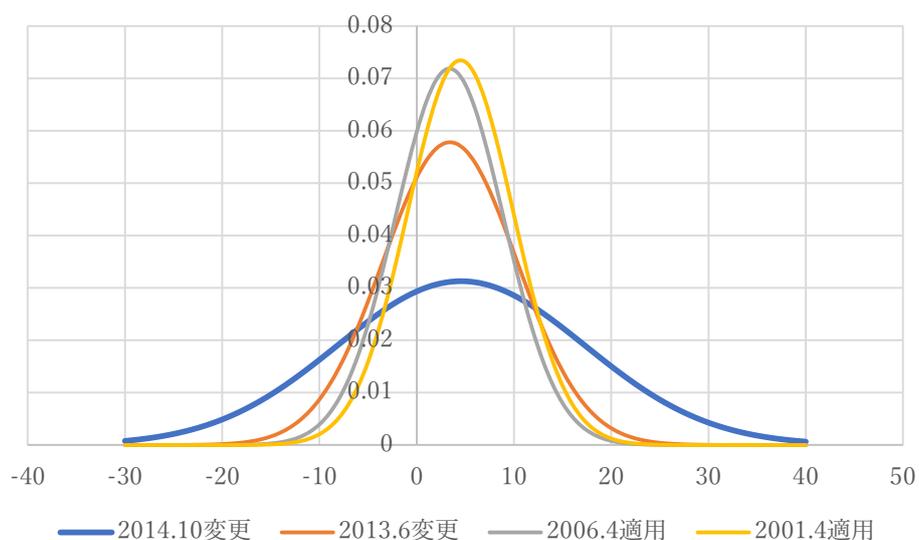
表-8 基本ポートフォリオと2標準偏差 (2σ) 区間

基本ポートフォリオ	目標収益率 (μ) の2標準偏差 (2σ) 区間のブレ幅	
	$\mu + 2\sigma$	$\mu - 2\sigma$
第1次	15.36%	マイナス 6.36%
第2次	14.47%	マイナス 7.73%
第3次	17.22%	マイナス 10.38%
第4次	30.17%	マイナス 21.03%

ここで留意すべきは、第1次から、第3次までの基本ポートフォリオにおける、目標収益率 (μ) の2標準偏差 (2σ) の区間におけるブレ幅と、第4次のそれとが、大幅に異なる点であり、それまでと比べて倍増していることから、「リスク許容度」の一貫性は、保たれていないことになる。

ちなみに、4次にわたる基本ポートフォリオの各々について目標収益率の正規分布曲線を作成すると、つぎのようになる。

図-1 基本ポートフォリオの目標収益率の正規分布曲線



(注) 横軸は、収益率であり、縦軸は、確率密度である。

そもそも、「リスク許容度」は、運用の主体としての個人あるいは法人、さらには制度およびその参加者に固有のものであり、一意に決まる性格のものであることから、俄かに変動するものではなく、それまでにも増して大幅なリスクを取る場合には、その備えとなるリスク対応策について、ステークホルダー（利害関係者）との合意を形成して置く必要がある。

しかしながら、GPIF あるいは厚生労働省が、“有識者会議”の2013（平成25）年11月20日付報告書に基づいて、デフレからの脱却を見据えた運用の見直しとして、国内債券を中心とするポートフォリオを見直し、国内債券の構成比率を大幅に引き下げる一方において、国内株式の構成比率を倍増させるなどした、2014（平成26）年10月31日付の第4次の基本ポートフォリオの選定に際して、正規分布を前提とする、目標収益率（ μ ）の、2標準偏差（ 2σ ）の区間における下振れリスクがそれまでと比べて倍増することについて、被保険者ほか、広くステークホルダー（利害関係者）に対して詳らかにし、さらにその裏付けとなるリスク対応策について合意の形成を図るべく努めた経緯はないのである。

したがって、第4期の「中期目標」および「中期計画」の策定に際しては、先ず以て、厚生労働省あるいは GPIF が、基本ポートフォリオ選定の前提として、公的年金の自主運用に係わる「リスク許容度」について定義することを提言するものである。

つぎに、算定をした「リスク許容度」の備えとなる、リスク対応策について、被保険者ほか、広くステークホルダー（利害関係者）との合意形成に努めることを提言するものである。

ちなみに、かかる第4次の基本ポートフォリオの導入に先立って、2014（平成26）年10月3日に開催をされた GPIF の第85回の運用委員会において、委員の一人から、「2008年度の損失は国内債券中心であったため9兆円で済んだわけだが、それを大幅に上回る30兆円という、単年度で発生する可能性のある大きな損失を国民が受け入れるかどうか。」年金部会の専門委員会の報告を踏まえるとこのような結果になるわけだが、本当にそれでよいのか。個人的には、国民の感覚とここの議論のギャップを感じざるを得ない。」との発言があったにもかかわらず、その後において合意形成を図る動きは無かった。

そして、先ごろ、令和元年11月11日に GPIF の第4期の「中期目標」を議題として開催された第11回の社会保障審議会資金運用部会において、委員の一人から、広報に関するコメントとして、「先ほどのお話にもございましたように、多分、広報の効果が問われるのは、有事というか、150兆円ですか、今ある運用資産を考えると、1割、2割、例えば30兆円ぐらい1年で損を出すということは、今のポートフォリオからすれば非常にあり得ることですので、そのときにきっちりリバランスをするとか、あるいは場合によってはチャンスと見て、オルタナティブのマーケットにある程度、エクスポ

ージャーを出すとか、そういうことをしていくためにも、長期投資とかリスク分散というものを、引き続き広報していただきたいというのが3点目でございます。」との発言があった。

5. フォワード・ルッキングなリスク分析とは

先に示したとおり、2014（平成26）年10月に国内債券中心の基本ポートフォリオを現行のものに変更する契機となった、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20日付報告書は、リスク管理体制の一環として、「フォワード・ルッキングな（先行きを見据えた）リスク分析に基づくポートフォリオの構築」を掲げ、「公的年金では、ポートフォリオの構築に当たって、過去のデータに依存したリスク分析を行うだけでは不十分であり、今後の経済状況（金利・インフレ等のマクロ変数）の見通しを踏まえ、資産・負債の両面に係るフォワード・ルッキングな（先行きを見据えた）リスク分析を行う必要がある。」とした。

およそ「フォワード・ルッキングなリスク分析」のような新たなロジックについて提言をするに際しては、明確に定義し、説明を尽くす必要がある。

「フォワード・ルッキングなリスク分析」とは、一体どのようなものなのか。

今日、一定の見解があるわけではない。

先行きを見据えた、を意味する「フォワード・ルッキング」は、おもに中央銀行の政策運営スタンスを論じる際に用いられる。

たとえば、2000（平成12）年4月の日本銀行調査統計局のワーキングペーパー「金融政策ルールとマクロ経済の安定性」（木村武・種村和樹）は、「経済の先行き予測に基づいて政策運営を行うフォワードルッキング・ルール（forward-looking rule）は、経済の足許の動きのみに基づいたバックワードルッキング・ルール（backward-looking rule）に比べ、マクロ経済（インフレ率、GDPギャップ、金利）の安定性をもたらす。この意味で、フォワードルッキング・ルールは、効率的な政策ルールといえる。」と述べている。

そして、日本銀行総裁であった福井総裁は、2006（平成18）年7月14日の記者会見において、「景気過熱やインフレ・リスクのような目先のリスクに対応するというよりは、フォワード・ルッキング・アプローチと私どもは言っておりますが、ずっと先々まで見て、中長期的に物価安定を確保し持続的な成長を実現していくことに貢献するという意図を持ったものです。」と発言をしている。

したがって、「フォワード・ルッキング」とは、足元の動きすなわち短期的ではなく、中長期的な視点と定義することが出来るのではないだろうか。

決して、短期的な市況に関するものではない点に留意の必要がある。

すなわち、“有識者会議”の報告書が、「ポートフォリオの構築に当たって、」と前

置きをした上で「フォワード・ルッキングな（先行きを見据えた）リスク分析を行う必要がある。」としている点に留意の必要がある。

たとえば、2014（平成26）年3月12日開催の第20回社会保障審議会年金部会の議事録に、つぎのとおり厚生労働省の見解として、「フォワード・ルッキングにつきましては、過去のデータのみにとらわれないということでございますが、」云々の記載があるが、ポートフォリオの構築プロセスを念頭に述べられたものと思われる。

第20回社会保障審議会年金部会議事録から抜粋（下線太字筆者）

- 神野部会長 時間も迫っていますが、フォワード・ルッキング。
- 森大臣官房参事官 フォワード・ルッキングにつきましては、過去のデータのみにとらわれないということでございますが、具体的に有識者会議で示されているのは、従前、日本は長期的なデフレでございましたけれども、デフレ脱却を図りまして、適度なインフレ環境に移行しつつあるという形でフェーズが変わっているということ、フォワード・ルッキングという言い方で御認識を示しているかと存じます。
- （略）

ところが、すでに述べたとおり、同じく第20回社会保障審議会年金部会において報告があった、“専門委員会”の報告書「年金財政における経済前提と積立金運用のあり方について」において、「経済環境や市場環境の変化が激しい最近の傾向を踏まえれば、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旨明確にする。また、その際のフォワード・ルッキングは、決して投機的なものであってはならず、確度の高いものであるべきことを明示する。」と、市場環境の見通し、あるいは機動的な運用と関連付けて、フォワード・ルッキングなる用語が用いられたのである。

しかしながら、上記のとおり、フォワード・ルッキングとは、「ポートフォリオの構築に当たって、」「過去のデータのみにとらわれない」との趣旨であることから、短期的な市況によりポートフォリオの構成比率を変更する機動的な運用に、直ちに結びつくものではなく、かかる文脈において用いることは誤りであって、延いては文脈そのものが当を得ていないことになる。

事ほど左様に、新たなロジックについて提言をするに際して、明確な定義あるいは十分な説明を怠った場合には、誤用などからミスリードを招くことになる恐れがあることに、十分留意の必要がある。

今日、“有識者会議”が用いたフォワード・ルッキングなる用語は、区々な使われ方をしており、まさしく“いじりはするが、仕上げない”政治リスクと化してしまっ

る感がある。

今般「中期目標」および「中期計画」の策定を契機として、「フォワード・ルッキングなリスク分析」について、明確に定義をすべきものと思われる。

6. まとめ

ちなみに、厚生労働省が「年金積立金の運用の基本方針」を策定の基礎とした、「年金積立金の運用の基本方針に関する検討会報告書」（平成12年12月22日）は、「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。**」としたのであり、年金積立金の運用においては、「運用の目標」およびそれと表裏の関係にある「リスク許容度」についての一貫性の確保が、効率的な結果をもたらすことが知られている。

(1) 「運用の目標」についての明確な指示

厚生労働省が、2001（平成13）年4月の公的年金の自主運用開始に際し、「年金積立金の運用の基本方針」において、「運用の目標」として掲げた、①「資産の構成比率の長期的な維持」、および②「実質的な運用収益の確保」の二つのポイントのうち、②の「実質的な運用収益の確保」については、今日まで一貫性が確保をされて来たものの、①の「資産の構成比率の長期的な維持」については、「中期目標」において、資産構成割合に係わる記述が中途半端な表現に変化をして来ており、一貫性の確保が覚束なくなっている。

表-2（再掲）基本方針・中期目標と資産構成割合に係わる記述

中期目標	資産構成割合に係わる記述
基本方針	<u>資産の構成比率は長期的に維持するものであること、…</u>
第1期中期目標	<u>長期的に維持すべき資産構成割合を定め、…</u>
第2期中期目標	<u>安全・効率的かつ確実を旨とした資産構成割合を定め、</u>
(2010年12月22日)	“在り方検討会”報告書
(2013年11月20日)	“有識者会議”報告書
社会保障審議会年金部会 “専門委員会” (2014年3月12日)	「基本ポートフォリオに関しては、 <u>年金資金の性格や安定的なアセットアロケーションの維持を説く現代投資理論等に沿い、従前通り、長期的な観点から設定することとする。</u> 」
変更第2期中期目標	<u>長期的な観点からの資産構成割合を定め、…</u>
第3期中期目標	<u>長期的な観点からの資産構成割合を定め、…</u>

このような資産構成割合に係わる記述の変化は、二度の政権交代の影響が大であると思われる。

とりわけ、民主党政権下において、第2期の「中期目標」に係わる「運用の目標」が、“暫定対応”とされたこと、そして何よりも、設置をされた「年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会」において、政権サイドから問題提起の、市場環境の見通しを踏まえた機動的な運用の実施について、議論を集約し結論を得ることが出来ず、その実施が、棚上げとなったことの影響は極めて大きい。

およそ基本方針や原則（プリンシプル）について、中途半端な表現を用いた場合には、ミスリードから不測の事態を招く恐れがある。

現代投資理論に基づき実務的に確立された手法においては、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。

したがって、第4期の「中期目標」の策定に際しては、“在り方検討会”以来今日まで棚上げとなっている、市場環境の見通しを踏まえた、機動的な運用について、厚生労働大臣あるいは厚生労働省が、例外を設けることなく、全面的に排除する旨、明確にすることを提言するものである。

(2) 「リスク許容度」についての定義とリスク対応策についての合意形成

本来、ポートフォリオ管理（マネジメント）においては、ポートフォリオの選定に先立って、その前提となる、「リスク許容度」について定義をし、ステークホルダー（利害関係者）は、損失が発生した場合の備えとしてのリスク対応策について、一定の合意を形成して置く必要がある。

公的年金の自主運用開始から今日に至るまで、厚生労働省あるいは GPIF が、「リスク許容度」について定義をした経緯は無く、選定した基本ポートフォリオの属性として、「目標収益率」および「標準偏差」を「年金積立金の運用の基本方針」あるいは GPIF の「中期計画」に記載したのみである。

しかも、第2期以降においては、「中期計画」にこれらの記載が無い。

したがって、その他の公表資料により、公的年金の自主運用開始からの4次にわたる基本ポートフォリオの属性について補完し、正規分布を前提として、目標収益率(μ)の2標準偏差(2σ)の区間におけるブレ幅を算出すると、つぎのとおりであり、その下振れリスクを以て、「リスク許容度」とすることが出来る。

表-8 (再掲) 基本ポートフォリオと2標準偏差 (2σ) 区間

基本ポートフォリオ	目標収益率 (μ) の2標準偏差 (2σ) 区間のブレ幅	
	$\mu + 2\sigma$	$\mu - 2\sigma$

第1次	15.36%	マイナス 6.36%
第2次	14.47%	マイナス 7.73%
第3次	17.22%	マイナス 10.38%
第4次	30.17%	マイナス 21.03%

ところで、2014（平成26）年10月31日に、国内債券を中心とするポートフォリオを見直し、選定された第4次の基本ポートフォリオの属性は、それまでとは明らかに異なり、目標収益率（ μ ）の2標準偏差（ 2σ ）の区間における下振れリスクについての一貫性は損なわれることになった。

そもそも、「リスク許容度」は、運用の主体としての個人あるいは法人、さらには制度およびその参加者に固有のものであり、一意に決まる性格のものであることから、俄かに変動するものではなく、それまでにも増して大幅なリスクを取る場合には、その備えとなるリスク対応策について、ステークホルダー（利害関係者）との合意を形成して置く必要がある。

しかしながら、厚生労働省あるいは GPIF が、かかる下振れリスクの倍増について、被保険者ほか、広くステークホルダー（利害関係者）に対して詳らかにし、リスク対応策について合意形成を図った経緯はない。

したがって、第4期の「中期目標」および「中期計画」の策定に際しては、先ず以て、厚生労働省あるいは GPIF が、基本ポートフォリオ選定の前提として、公的年金の自主運用に係る「リスク許容度」について定義することを提言するものである。

つぎに、算定をした「リスク許容度」の備えとなる、リスク対応策について、被保険者ほか、広くステークホルダー（利害関係者）との合意形成に努めることを提言するものである。

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」
- GPIF 第1期「中期目標」

- GPIF 第 2 期「中期目標」（平成 26 年 10 月 31 日付変更）
- GPIF 第 3 期「中期目標」
- GPIF 第 1 期「中期計画」
- GPIF 第 2 期「中期計画」（平成 25 年 6 月 7 日付変更、平成 26 年 10 月 31 日付変更）
- GPIF 第 3 期「中期計画」
- GPIF「2018（平成 30）年度業務概況書」
- GPIF プレスリリース「年金積立金管理運用独立行政法人中期計画の変更について」（平成 26 年 10 月 31 日）
- GPIF のホームページ
- GPIF のその他公表資料
- 年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会（第 1 回）配布資料
- 年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会（第 3 回）議事要旨
- 「年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会報告」（平成 22 年 12 月 22 日）
<https://www.mhlw.go.jp/stf/shingi/2r9852000000z94u-att/2r9852000000z96b.pdf>
- 「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報告書」（平成 25 年 11 月 20 日）
http://www.cas.go.jp/jp/seisaku/koutekisikin_unyourisk/houkoku/h251120.pdf
- 内閣官房のホームページ「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」
- 社会保障審議会年金部会専門委員会「年金財政における経済前提と積立金運用のあり方について」（平成 26 年 3 月 12 日）
https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000040147.pdf
- 社会保障審議会年金部会専門委員会「年金財政における経済前提について」（2019 年 3 月 13 日）
- 第 20 回社会保障審議会年金部会議事録（2014 年 3 月 12 日）
- 第 10 回社会保障審議会資金運用部会資料（令和元年 10 月 3 日）
- 第 11 回社会保障審議会資金運用部会議事録（令和元年 11 月 11 日）
- 厚生労働省のホームページ
- 厚生労働省のその他公表資料
- 日本経済再生本部「日本再興戦略」改訂 2014（平成 26 年 6 月 24 日）
- 首相官邸のホームページ「日本経済再生本部」
- 民主党「民主党の政権政策 Manifesto2009」
- 日本銀行調査統計局のワーキングペーパー「金融政策ルールとマクロ経済の安定性」（木村武・種村和樹 2000 年 4 月）
- 日本銀行総裁記者会見（2006 年 7 月 14 日）
- 日本銀行のその他公表資料