

令和 2 年 6 月 15 日

## パンデミックと GPIF の危機管理対応について

リーマンの轍を踏むことなく、ポートフォリオのリバランスに努めよ

特任研究員 平井 一志<sup>1</sup>

### 《要旨》

- GPIF は、2008（平成20）年度のリーマン・ショックの年、国内株式と外国株式の割合を低めにしていたために複合ベンチマーク収益率を上回ることができたが、翌年度にこれらの資産の収益率が大きく反発したとき、複合ベンチマーク収益率を下回ってしまった。
- GPIF は、今般のコロナ・ショックにおいて、リーマン・ショックの轍を踏むことがないように、マーケット・タイミングを計ることなく、ポートフォリオのリバランスに努めることにより、複合ベンチマーク収益率の確保に努める必要がある。
- 危機管理対応としてのポートフォリオのリバランスを、実効性のあるものにするためには、拠って立つ基本ポートフォリオが妥当でなければならない。
- GPIF は、外国債券の構成割合を引き上げる、新たな基本ポートフォリオを策定したが、リスクが高まるなどの課題・問題点が存する。
- 基本ポートフォリオの妥当性を確保するためには、課題・問題点を解決するとともに、策定時に想定をしていなかった新型コロナウイルスの感染拡大（パンデミック）を受け、基本ポートフォリオを検証し、見直しの要否について検討する必要がある。

表－1 新型コロナウイルスに係わる世界の感染状況

|                 | 感染者数          | 死者数          |
|-----------------|---------------|--------------|
| 2020 年 1 月末     | 9,847 人       | 213 人        |
| 2020 年 2 月 28 日 | 《緊急提言》出稿      |              |
| 2020 年 2 月末     | 8 万 5,957 人   | 2,942 人      |
| 2020 年 3 月末     | 80 万 2,201 人  | 3 万 9,484 人  |
| 2020 年 4 月末     | 316 万 426 人   | 22 万 8,399 人 |
| 2020 年 5 月末     | 605 万 7,626 人 | 37 万 1,334 人 |
| 2020 年 6 月 15 日 | 782 万 3,193 人 | 43 万 1,393 人 |

<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定の所産であるリミテッド・パートナーシップ（LPS）による内外投資顧問の年金福祉事業団資金運用事業参加スキームの立ち上げ、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. リーマン・ショックからの教訓
3. 「中期目標」および「中期計画」の画期的な改訂
  - (1) 全体最適化の視点の明確化
  - (2) パフォーマンス評価基準の明確化
4. 第5次の基本ポートフォリオ
  - (1) 基本ポートフォリオの選定
  - (2) 基本ポートフォリオの前提条件（期待リターンの設定）
  - (3) 基本ポートフォリオの前提条件（リスク・相関係数の設定）
5. 基本ポートフォリオの変更に係わる課題・問題点
  - (1) 海外運用への傾斜によるリスクの高まり
  - (2) リスク制約に係わる検討の如何
6. 基本ポートフォリオの見直しの要否についての検討
7. まとめ

### 1. はじめに

現在、われわれは、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大（パンデミック）のただ中にある。

小職、中国の武漢を中心とした新型コロナウイルスの感染拡大が、いまだわが国では「対岸の火事」のように感じられていた先ごろ2月28日付にて、「GPIFの危機管理対応について」と題する《緊急提言》を出稿し、「**GPIFは、未知のリスクについて予断を抱くことなく、先ず以て、資産全体について、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の確保に努めるべく、基本ポートフォリオどおりに資産構成割合を修正するリバランスを実施することを提言する。**」とした。

ところで、その後、新型コロナウイルスの感染は、燎原の火のごとく韓国、わが国、そして中東、欧州、北米、取り分けアメリカ、さらにはブラジルやインドなどの新興国へと拡大をし、今日では、まさしく世界的な大流行（パンデミック）となり、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発生した、世界規模の金融危機に匹敵する、あるいはそれを上回るかもしれない、混乱を世界の金融・証券市場にもたらす恐れが出て来た。

加えて、折しも、2020（令和2）年4月1日から、GPIFの第4期の中期目標期間がスタートし、新たな基本ポートフォリオに基づく運用が開始された。

本稿は、これら二点を考慮し、改めて、新型コロナウイルスのパンデミック（世界

的な感染拡大) に対する GPIF の危機管理対応のあり方について、論点を整理することにしたものである。

おって、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う世界の金融・証券市場の混乱により、GPIF の 2019 (令和元) 年度第 4 四半期の運用実績は、18 兆円の大幅な赤字となり、年度ベースでは、8 兆 6 千億円程度の赤字となる模様との報道がなされているが、詳細不明であることから、2019 (令和元) 年度の運用実績に係わる課題・問題点については、本年 7 月の「2019 (令和元) 年度業務概況書」の公表を待って、整理することにする。

## 2. リーマン・ショックからの教訓

一般的に、運用機関の運用成果は、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との相対比較で評価されるが、GPIFは、「2015 (平成27) 年度業務概況書」において、設立から10年の歩みを総括し、複合ベンチマーク対比のパフォーマンスに関して、「**2008 (平成20) 年度のリーマン・ショックの年は、収益率が大きくマイナスとなった国内株式と外国株式の割合を低めにしていたために複合ベンチマーク収益率を上回ることができましたが、翌2009 (平成21) 年度にこれらの資産の収益率が大きく反発したときは、これらの資産の割合が低かったことから複合ベンチマーク収益率を下回りました。**」とした。

具体的には、2008 (平成20) 年度には、資産全体で複合ベンチマーク収益率を0.88% 上回る超過収益率を確保することが出来たものの、2009 (平成21) 年度は、マイナス0.63%となってしまう、その後さらに、2010 (平成22) 年度、マイナス0.23%、2011 (平成23) 年度、マイナス0.27%と、3年度連続のマイナスとなり、2008年度に確保したプラス0.88%を食いつぶす結果となったのである。

表-2 年金積立金全体の構成割合

|           | 国内債券   | 国内株式   | 外国債券  | 外国株式   |
|-----------|--------|--------|-------|--------|
| 基本ポートフォリオ | 67%    | 11%    | 8%    | 9%     |
| 2008 年度末  | 70.34% | 9.22%  | 8.10% | 7.34%  |
| 2009 年度末  | 65.08% | 11.57% | 7.96% | 10.39% |

(参考) 短期資産を除く 4 資産の合計を95%として算出。

表-3 2008 (平成 20) 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 | -7.57%  | -8.45%  | ✓ 0.88% |
| 国内債券 | 1.34%   | 1.34%   | -0.00%  |
| 国内株式 | -35.55% | -34.78% | -0.77%  |
| 外国債券 | -6.75%  | -6.56%  | -0.19%  |
| 外国株式 | -43.21% | -43.32% | 0.11%   |
| 短期資産 | 0.53%   | 0.39%   | 0.14%   |

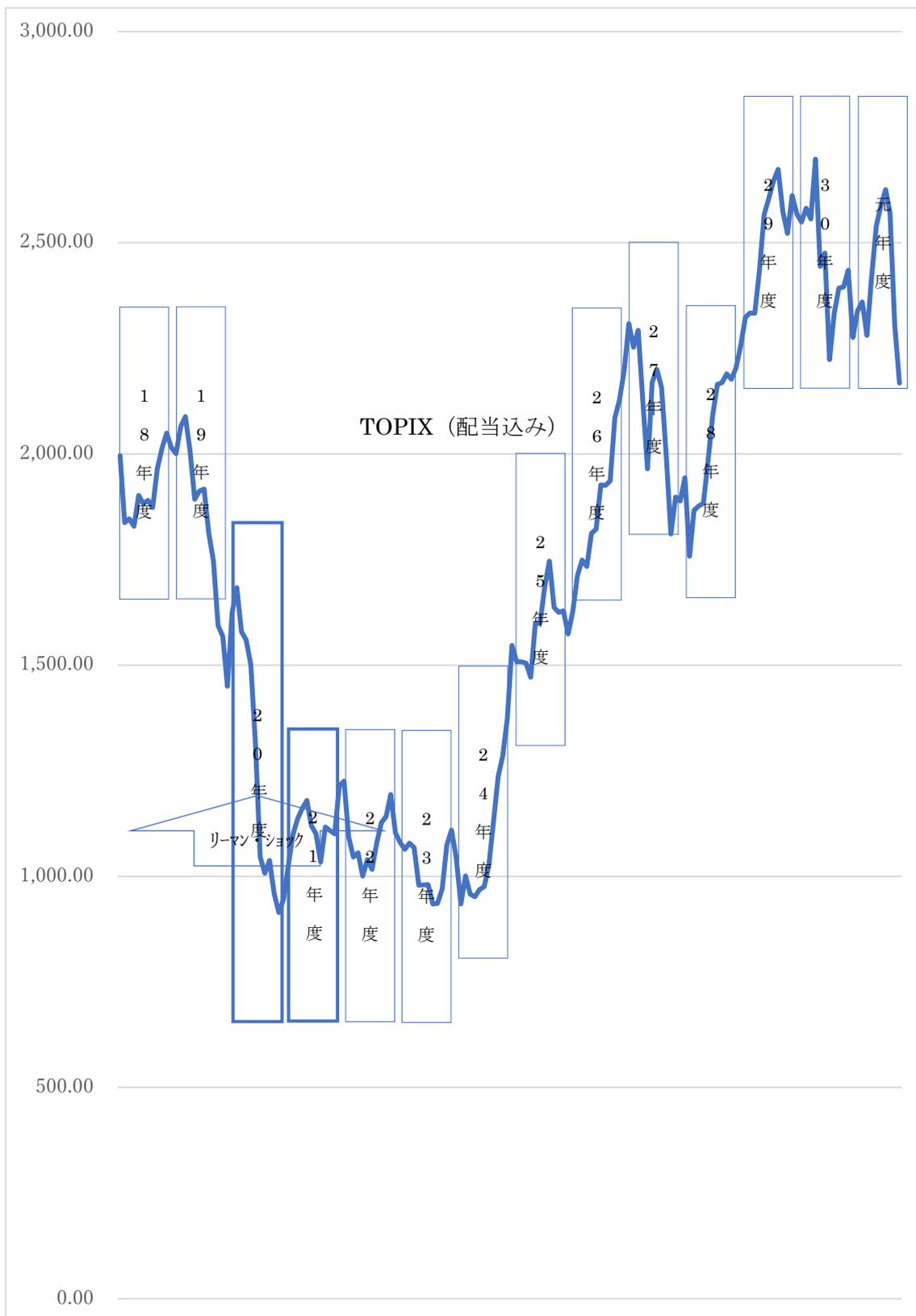
| 資産全体の超過収益率の要因分析 |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|
|                 | 資産配分要因 | 個別資産要因 | その他要因  |
| 資産全体            | 0.90%  | -0.12% | 0.11%  |
| 国内債券            | 0.21%  | -0.00% | 0.00%  |
| 国内株式            | 0.24%  | -0.12% | 0.01%  |
| 外国債券            | -0.06% | -0.02% | 0.00%  |
| 外国株式            | 0.50%  | 0.01%  | -0.00% |
| 短期資産            | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  |

表-4 2009（平成21）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 | 7.91%    | 8.54%     | ✓ -0.63% |
| 国内債券 | 1.78%    | 1.82%     | -0.04%   |
| 国内株式 | 29.40%   | 28.47%    | 0.93%    |
| 外国債券 | 1.32%    | 0.82%     | 0.50%    |
| 外国株式 | 46.11%   | 46.52%    | -0.41%   |
| 短期資産 | 0.16%    | 0.10%     | 0.06%    |

| 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            | -0.70%   | 0.08%  | -0.01% |
| 国内債券            | -0.15%   | -0.03% | -0.00% |
| 国内株式            | ✓ -0.28% | 0.09%  | -0.01% |
| 外国債券            | -0.01%   | 0.04%  | -0.00% |
| 外国株式            | ✓ -0.26% | -0.03% | 0.00%  |
| 短期資産            | 0.00%    | 0.00%  | 0.00%  |

図-1 GPIF 設立以来の TOPIX (配当込み) (筆者作成)



2009（平成21）年度の超過収益率が、マイナスとなったおもな要因は、資産配分効果であって、国内株式の構成割合が基本ポートフォリオを平均的に下回ったことから、0.28%のマイナス寄与となり、外国株式についても、同様に下回ったことから、0.26%のマイナス寄与となった。

このような不都合な結果は、前年度の成功体験に引きずられ、自らに都合よく解釈をしてしまう心理的なバイアスが働いたためであり、危機管理対応としてマーケット・タイミングを計ることの困難さ、延いては、リバランスに努めることの大切さを痛感させられる貴重な体験であった。

先ごろの《緊急提案》は、かかるリーマン・ショックからの教訓に基づいて出稿したものである。

GPIFは、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大（パンデミック）に伴う、かつてのリーマン・ショックに匹敵するあるいはそれを上回るかもしれない、金融・証券市場の混乱に際し、危機管理対応として、リーマン・ショックの轍を踏むことがないように、マーケット・タイミングを計ることなく、資産構成割合を基本ポートフォリオどおりに修正する、リバランスにより、資産全体として、複合ベンチマーク収益率の確保に努める必要がある。

GPIFは、そのホームページにおいて、法人の役割（ミッション）について、「収益を年金特別会計に納付することにより、厚生年金保険事業および国民年金事業の運営の安定に資することを目的とし、基本ポートフォリオに基づく運用、および年金給付のための流動性の確保の、役割（ミッション）を担っている」としているが、**執行機関としての GPIF のミッションは、資産全体として複合ベンチマーク収益率を確保することであり、複合ベンチマーク対比のパフォーマンスにより、業務実績を評価すべきことは、これまで繰り返しレポートをして来たとおりである。**

2019（令和元）年11月26日付年金調査研究レポートほか、ご参照。

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月に公表した報告書は、「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。」とした。

ちなみに、ブリンソン、フッド、ビーバウワーの3氏は、「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1986年発表の論文において、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ている。

ところで、複合ベンチマーク収益率の確保を、実効性のあるものにするためには、拠って立つ基本ポートフォリオが妥当でなければならない。

よって、かかる視点から、以下に論点を整理することにする。

### 3. 「中期目標」および「中期計画」の画期的な改訂

折しも、2020（令和 2）年 4 月 1 日から、GPIF の第 4 期の中期目標期間がスタートし、新たに「中期目標」および「中期計画」が策定されたが、その中で積年の課題を解決する、しかも危機管理対応に係わる、画期的な改訂がなされた。

独立行政法人通則法第二十九条（中期目標）は、「主務大臣は、三年以上五年以下の期間において中期目標管理法人が達成すべき業務運営に関する目標（以下「中期目標」という。）を定め、これを当該中期目標管理法人に指示するとともに、公表しなければならない。これを変更したときも、同様とする。」としている。

おって、GPIF の中期目標の期間と、基本ポートフォリオの適用期間は、つぎのとおりであり、必ずしも両者は一致しない点に留意の必要がある。

表－5 GPIF の中期目標の期間

|          | 中期目標の期間                               |
|----------|---------------------------------------|
| （自主運用開始） | 2001（平成 13）年 4 月から                    |
| 第 1 期    | 2006（平成 18）年 4 月から 2010（平成 22）年 3 月まで |
| 第 2 期    | 2010（平成 22）年 4 月から 2015（平成 27）年 3 月まで |
| 第 3 期    | 2015（平成 27）年 4 月から 2020（令和 2）年 3 月まで  |
| 第 4 期    | 2020（令和 2）年 4 月から 2025（令和 7）年 3 月まで   |

表－6 基本ポートフォリオの適用期間

| 基本ポートフォリオ | 適用期間                                   |
|-----------|--|
| 第 1 次     | 2001（平成 13）年 4 月から 2006（平成 18）年 3 月まで  |
| 第 2 次     | 2006（平成 18）年 4 月から 2013（平成 25）年 6 月まで  |
| 第 3 次     | 2013（平成 25）年 6 月から 2014（平成 26）年 10 月まで |
| 第 4 次     | 2014（平成 26）年 10 月から 2020（令和 2）年 3 月まで  |
| 第 5 次     | 2020（令和 2）年 4 月から                      |

今般 GPIF の第 4 期の「中期目標」および「中期計画」の策定は、「2019（令和元）年財政検証結果」を踏まえたものである。

厚生労働省は、昨年、2019（令和元）年 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。

そして、厚生労働大臣が、GPIFに対して指示をした、第3期の「中期目標」は、運用の目標について、「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。」としていた。

それ故に、先の社会保障審議会年金部会における財政検証結果の公表に引き続いて、昨秋来、同審議会の資金運用部会が、GPIFに対する厚生労働大臣の指示である第4期の「中期目標」（案）について、数次に亘り検討を重ねたのであり、その結果、2020（令和2）年3月4日開催の第14回資金運用部会において、厚生労働大臣からの諮問に対する答申案を取りまとめた。

厚生労働省は、社会保障審議会からの答申を受け、2020（令和2）年3月6日付にてGPIFに対し、第4期の「中期目標」を指示したのであり、GPIFは、「中期目標」に基づいて第4期の「中期計画」（案）を策定し、その経営委員会は、2020（令和2）年3月9日付にて「中期計画」（案）を決議したのである。

新たに策定された第4期の「中期目標」および「中期計画」において解決された積年の課題とは、「全体最適化の視点の明確化」、および「パフォーマンス評価の基準の明確化」である。

#### （1）全体最適化の視点の明確化

今般の「2019（令和元）年財政検証結果」を踏まえた「中期目標」の見直しにおいて特筆すべきは、公的年金の自主運用を開始した2001（平成13）年4月の原点に回帰をし、つぎのとおり、「3. 基本的な運用手法及び運用目標」において、各資産ごとに加えて、資産全体として、ベンチマーク収益率を確保するよう努めることを謳った点である。

資産全体としてベンチマーク収益率を確保する全体最適化の視点は、自主運用を開始した当初の運用の基本方針においては、謳われていたものの、GPIFの設立に当たって策定された「中期目標」には盛り込まれず、その明確化は積年の課題であったが、漸く、今般第4期の「中期目標」において明確化されたのである。

第3期の「中期目標」「3. 基本的な運用手法及び運用目標」抜粋（下線太字筆者）

#### （2）ベンチマーク収益率の確保

各年度において、各資産ごとに、各々のベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保するよう努めるとともに、中期目標期間において、各々のベンチマーク収益率を

確保すること。

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

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

#### 第4期の「中期目標」「3. 基本的な運用手法及び運用目標」抜粋（下線太字筆者）

##### (2) ベンチマーク収益率の確保

各年度において、資産全体及び各資産ごとに、各々のベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保するよう努めるとともに、中期目標期間において、各々のベンチマーク収益率を確保すること。

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

##### (2) パフォーマンス評価基準の明確化

かてて加えて GPIF は、かかる「中期目標」の改善を受けて、第4期の「中期計画」において、ポートフォリオ管理（マネジメント）をより適切なものにする観点から、つぎのとおり、執行機関としての GPIF のパフォーマンスの評価を、資産全体としてのベンチマーク収益率の確保、すなわち複合ベンチマーク対比により行うことを明確にした。

まさしく、危機管理対応のポイントである評価の基準も、自主運用を開始した当初の運用の基本方針においては、謳われていたものの、GPIFの設立に当たって策定された「中期計画」には盛り込まれず、その明確化は積年の課題であったが、漸くに、今般第4期の「中期計画」において明確化されたのである。

#### 第3期「中期計画」「3. 運用の目標、リスク管理及び運用手法」抜粋（下線太字筆者）

##### 3. 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（昭和29年法律第115号）第2条の4第1項及び国民年金法（昭和34年法律第141号）第4条の3第1項に規定する財政の現況及び見通しを踏まえ、保険給付に必要な流動性を確保しつつ、長期的に積立金の実質的な運用利回り（積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたものをいう。）1. 7%を最低限のリスクで確保することを目標とし、この運用利回りを確

保するよう、年金積立金の管理及び運用における長期的な観点からの基本ポートフォリオを定め、これを適切に管理する。

その際、市場の価格形成や民間の投資行動等を歪めないよう配慮する。

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

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

## (2) 年金積立金の管理及び運用におけるリスク管理

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

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

### ① 資産全体

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

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

さらに、資産全体のリスクを確認し、リスク負担の程度についての分析及び評価並びに各年度の複合ベンチマーク収益率（各資産のベンチマーク収益率をポートフォリオで加重したもの）との乖離要因の分析等を行う。

## 第4期の「中期計画」「3. 基本的な運用手法及び運用目標」抜粋（下線太字筆者）

### (2) ベンチマーク収益率の確保

各年度における資産全体及び各資産ごとのベンチマーク収益率を確保するよう努めるとともに、中期目標期間においても各々のベンチマーク収益率を確保する。

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

パフォーマンス評価に当たっては、ベンチマーク収益率をもとに適切な方法を用いるとともに、その結果を経営委員会に報告する。その際、資産配分効果、ベンチマーク選

択効果、ファンド選択効果等、できる限り投資行動に沿った要因分解を行い、投資行動のPDCAサイクルが回るように努める。

#### 4. 第5次の基本ポートフォリオ

新たに策定された第4期の「中期計画」の核心は、これまた新たに策定された第5次の基本ポートフォリオであり、危機管理対応として、複合ベンチマーク収益率の確保に努めるべくリバランスを実施うえて、基礎となることから、その内容について確認をしておく必要がある。

年金積立金管理運用独立行政法人法第二十条第三項は、「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。」と規定のことから、GPIFは、厚生労働大臣からの新たな「中期目標」を踏まえて、第4期（令和2年4月から令和7年3月まで）の「中期計画」における、長期的な観点からの資産の構成に関する事項、すなわち基本ポートフォリオを策定する必要がある。

GPIFは、第4期の「中期計画」において、2014（平成26）年10月から適用の第4次の基本ポートフォリオを見直し、つぎのとおり国内債券の構成割合を、35%から25%に引き下げ、外国債券を、15%から25%に引き上げる、第5次の基本ポートフォリオを策定した。

ちなみに、GPIFの理事長は、新たな資産構成割合を発表の記者会見において、「国債は安全な資産ではあるが、金利がマイナスであるものに投資していいのか、ずっと組織の中でも悩んでいた。」と発言している。

##### (1) 基本ポートフォリオの選定

GPIFは、先ごろ2020（令和2）年3月31日に公表の「基本ポートフォリオの変更について（詳細）」と題する資料において、基本ポートフォリオの選定に係わる観点として、つぎの2点を挙げている。

先ず以て、4資産のリターン、リスクなどに基づき、多数のポートフォリオについてリターン、およびリスク（標準偏差）、あるいはリターンが名目賃金上昇率を下回る確率（下方確率）、さらにリターンが名目賃金上昇率を下回るときの平均的な不足率（条件付平均不足率）を推計。

つぎに、かかる推計結果に基づき、多数のポートフォリオの中から、運用目標である実質的な運用利回り（年金積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたものをいう。）1.7%を満たし、下方確率が全額国内債券運用の場合を下回り、かつ条件

付平均不足率が最も小さいポートフォリオを選定。

おって、第4期の「中期目標」における運用目標は、第3期と同様である。

かかる観点から選定のうえ、策定をした、第5次の基本ポートフォリオに係わる資産構成割合、乖離許容幅および属性は、つぎのとおりであり、乖離許容幅については、4資産の幅に加え、債券全体および株式全体についても設定をした。

【基本ポートフォリオ】

|        |       | 国内債券 | 外国債券 | 国内株式 | 外国株式 |
|--------|-------|------|------|------|------|
| 資産構成割合 |       | 25%  | 25%  | 25%  | 25%  |
| 乖離許容幅  | 各資産   | ±7%  | ±6%  | ±8%  | ±7%  |
|        | 債券・株式 | ±11% |      | ±11% |      |

(変更前)

|        |  | 国内債券 | 外国債券 | 国内株式 | 外国株式 |
|--------|--|------|------|------|------|
| 資産構成割合 |  | 35%  | 15%  | 25%  | 25%  |
| 乖離許容幅  |  | ±10% | ±4%  | ±9%  | ±8%  |

【基本ポートフォリオの属性】

| リターン                  |      | 標準偏差   | 下方確率   | 条件付平均不足率 |        |
|-----------------------|------|--------|--------|----------|--------|
| 実質的                   | 名目   | (正規分布) | (正規分布) | (正規分布)   | (経験分布) |
| 1.7%                  | 4.0% | 12.32% | 44.4%  | 9.2%     | 10.9%  |
| (参考) 全額国内債券ポートフォリオの属性 |      |        |        |          |        |
| -1.6%                 | 0.7% | 2.56%  | 70.7%  | 3.0%     | 3.0%   |

(変更前)

| リターン                  |       | 標準偏差   | 下方確率   | 条件付平均不足率 |        |
|-----------------------|-------|--------|--------|----------|--------|
| 実質的                   | 名目    | (正規分布) | (正規分布) | (正規分布)   | (経験分布) |
| 1.77%                 | 4.57% | 12.8%  | 44.4%  | 9.45%    | 11.2%  |
| (参考) 全額国内債券ポートフォリオの属性 |       |        |        |          |        |
| -0.20%                | 2.60% | 4.7%   | 51.7%  | 3.86%    | 3.52%  |

(2) 基本ポートフォリオの前提条件 (期待リターンの設定)

第5次の基本ポートフォリオを策定する前提条件として設定をした、資産クラスごとの期待リターンは、つぎのとおりである。

2014（平成26）年10月から適用の、変更前第4次の基本ポートフォリオと比較をすると、2016（平成28）年1月29日に日本銀行が採用したマイナス金利政策を反映して、国内債券の期待リターンが著しく低下している。

【期待リターン（名目リターン）】

| 国内債券 | 国内株式 | 外国債券 | 外国株式 | 短期資産 |
|------|------|------|------|------|
| 0.7% | 5.6% | 2.6% | 7.2% | 0.6% |

（変更前）

| 国内債券 | 国内株式 | 外国債券 | 外国株式 | 短期資産 |
|------|------|------|------|------|
| 2.6% | 6.0% | 3.7% | 6.4% | 1.1% |

（3）基本ポートフォリオの前提条件（リスク・相関係数の設定）

第5次の基本ポートフォリオを策定する前提条件として設定をした、資産クラスごとのリスクおよび相関係数は、つぎのとおりである。

変更前の第4次の基本ポートフォリオを策定するに当たっては、過去20年のデータを用いて推計したが、今般は、バブル崩壊後の過去25年間における政策ベンチマークの年次データを用いて推計している。

【リスク（標準偏差）】

| 国内債券  | 国内株式   | 外国債券   | 外国株式   | 賃金上昇率 |
|-------|--------|--------|--------|-------|
| 2.56% | 23.14% | 11.87% | 24.85% | 1.62% |

（変更前）

| 国内債券 | 国内株式  | 外国債券  | 外国株式  | 賃金上昇率 |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 4.7% | 25.1% | 12.6% | 27.3% | 1.9%  |

【相関係数】

|       | 国内債券   | 国内株式  | 外国債券   | 外国株式  | 賃金上昇率 |
|-------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 国内債券  | 1.00   |       |        |       |       |
| 国内株式  | -0.158 | 1.00  |        |       |       |
| 外国債券  | 0.290  | 0.060 | 1.00   |       |       |
| 外国株式  | 0.105  | 0.643 | 0.585  | 1.00  |       |
| 賃金上昇率 | 0.042  | 0.113 | -0.010 | 0.099 | 1.00  |

(変更前)

|       | 国内債券  | 国内株式 | 外国債券 | 外国株式 | 賃金上昇率 |
|-------|-------|------|------|------|-------|
| 国内債券  | 1.00  |      |      |      |       |
| 国内株式  | -0.16 | 1.00 |      |      |       |
| 外国債券  | 0.25  | 0.04 | 1.00 |      |       |
| 外国株式  | 0.09  | 0.64 | 0.57 | 1.00 |       |
| 賃金上昇率 | 0.18  | 0.12 | 0.07 | 0.10 | 1.00  |

#### 5. 基本ポートフォリオの変更に係る課題・問題点

ところで、ポートフォリオのリバランスを実効性のあるものにするためには、拠って立つ基本ポートフォリオが妥当でなければならず、課題・問題点について洗い出し、解決策を導き出して置く必要がある。

##### (1) 海外運用への傾斜によるリスクの高まり

GPIFは、そのホームページにおいて、投資のリスクについて、「リスクという言葉は日本語で「危険」「良くないことの起こる可能性」といった使われ方をしますが、資産運用の世界では「リターン（収益）の変動」、つまりリターンのブレの大きさを指すことが一般的です。」と説いている。

そして、公的年金の自主運用の開始に先立ち社会保障審議会が策定した、2001（平成13）年2月27日付社保審発第1号「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」は、年金積立金のリスク管理の基本的考え方について、つぎのとおり、「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。」としたことから、年金積立金のリスクとは、年金給付のための収益および流動性が、リターンのブレの大きさにより、長期的・安定的に確保できないことと解することができる。

「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」（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、それによる運用を行う。

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、民間運用機関への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。

(略)

さらに GPIF は、そのホームページにおいて、リターンの分布とリスク（標準偏差）の関係について、「資産運用におけるリスク（標準偏差）とは、リターンの分布の広がりなどの程度の大きさを表す指標であり、1年間のリターンがどれくらいブレそうかということを示そうとするものです。株式など有価証券のリターンの分布は、統計学で用いられる正規分布の形状に似ています（一方で、裾野の部分の確率が正規分布よりも高いことが知られています）。正規分布は左右対称の釣鐘型の形をしています。各資産のリターンが正規分布に従うなら、リターンは約3分の2の確率で中心から $\pm 1$ 標準偏差に収まり、95%の確率で $\pm 2$ 標準偏差に収まることが想定されます。」と説いている。

それでは、今般の海外資産へのシフトにより、リスクは、どの程度高まることになるのか。

試算をしてみると、以下のとおりである。

上記から、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」に基づき、正規分布を前提として、目標収益率（ $\mu$ ）の2標準偏差（ $2\sigma$ ）の区間におけるブレ幅を算出し、その下振れを以て、リスクと見なす。

第5次の基本ポートフォリオの属性は、つぎのとおりである。

表-7 第5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)   |
|-------|----------|-----------|
| $\mu$ | $\sigma$ | $2\sigma$ |
| 4.00% | 12.32%   | (24.64%)  |

したがって、変更後の第5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、28.64% (4.00%+24.64%) から、マイナス 20.64% (4.00% - 24.64%) までの幅でブレる可能性があるから見なすことが出来る。

公表をされている最新の運用資産額は、2019(令和元)年12月末時点の168兆9,897億円であることから、目標収益率( $\mu$ )の2標準偏差( $2\sigma$ )の区間における下振れリスクとして、マイナス34兆8,795億円程度を想定が必要がある。

つぎに、第4次の基本ポートフォリオの属性について改めて、ポートフォリオの選定に係わる期待リターンあるいはリスク・相関係数の設定などの前提条件を、第5次のそれと同じくし、試算をしてみると、つぎのようになる。

表-8 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)   |
|-------|----------|-----------|
| $\mu$ | $\sigma$ | $2\sigma$ |
| 3.84% | 11.70%   | (23.40%)  |

その結果として、第4次の基本ポートフォリオを維持した場合には、足下、目標収益率は、正規分布を前提として、約95%の確率で、27.24%(3.84%+23.40%)から、マイナス19.56%(3.84%-23.40%)までの幅でブレる可能性があると思なすことが出来ることになる。

これにより、変更前の第4次の基本ポートフォリオに係わる、目標収益率( $\mu$ )の2標準偏差( $2\sigma$ )の区間における下振れリスクとして、マイナス33兆544億円程度を想定することができ、今般、第4次から、第5次への、基本ポートフォリオの変更に伴って、下振れリスクは、約1兆8,251億円増加したことになる。

したがって、基本ポートフォリオの変更に伴う課題・問題点の一つは、海外運用への傾斜によって、リスクが、2兆円弱高まることである。

おって、解決策としては、海外運用に伴う各種のリスク(たとえばリスクの推定値に現れない政治的リスクなどを含む)について詳らかにしたうえで、海外運用への傾斜によりリスクを取ることの妥当性について、いま一度検証をして見る必要があると思われるが、稿を改めて論点を整理することとする。

## (2) リスク制約に係わる検討の如何

GPIFは、2020(令和2)年3月31日に、そのホームページに掲載をした資料の「基本ポートフォリオの変更について(詳細)」において、基本ポートフォリオの策定方針として、「リスク制約は、従前同様に、運用利回りが名目賃金上昇率を下回るリスク(下方確率)が全額国内債券運用の場合を超えないこととしたほか、賃金上昇率を下回った場合の平均的な不足率(条件付平均不足率)をリスク尺度として最適化を行いました。」としているが、かかる要件がリスクテイクの制約条件となる合理的な理由について、詳らかにしていない。

一般的に、ポートフォリオの運用利回りが、国内債券の期待リターンを上回る場合

には、運用利回りが名目賃金上昇率を下回るリスク（下方確率）は、全額を国内債券で運用した場合のそれを超えないことから、かかる要件は、リスク制約と呼ぶに値するものではない。

したがって、かかる要件を以て、リスク制約であるとした場合には、リスクテイクに対する歯止めが効かなくなってしまう恐れがあるのである。

GPIFは、そのホームページにおいて、基本ポートフォリオの考え方について、「第1期中期計画においては、年金財政との整合性や長期的な積立金の下方リスクを最小化することに留意した上で、リスク水準を国内債券による市場運用のリスクと同程度に抑えつつ実質的な運用利回り1.1%（名目運用利回り3.2%）が確保されるよう、以下の基本ポートフォリオを策定しました。」としているが、そもそも、公的年金の自主運用を開始した当初におけるリスク制約は、「リスク水準を国内債券による市場運用のリスクと同程度に抑えること」であった。

しかしながら、2014（平成26）年10月31日付の基本ポートフォリオの変更において、国内株式の構成割合を大幅に引き上げるに際し、基本ポートフォリオ策定の前提条件の一つとして、「名目賃金上昇率からの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。」が謳われたのである。

ここで、留意をして置くべきは、国内株式を大幅に引き上げる契機となった、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」が、あらかじめ、「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。」と問題を提起の事実である。

ところが、今日に至るまで、リスク許容度の在り方について、説明が施された経緯は無い。

そして何より、公的年金の自主運用においては、その開始以来、外国証券の保有比率に関しては、先験的な制限を置いており、その前提からは、国内株式の保有比率が、25%の場合、外国債券の保有比率は、16.67%以下（外国債券 $\leq$ 外国株式 $\leq$ 国内株式 $\times 2 / 3 = 25\% \times 2 / 3 = 16.67\%$ ）であるにもかかわらず、今般、これを逸脱することになったが、かかる点について、これまで一切の説明が施されていない。

ちなみに、外国証券の保有比率に関する、先験的な制限については、2000（平成12）年12月22日付「年金積立金の運用の基本方針に関する検討会報告」が、つぎのように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」抜粋（下線太字筆者）

ウ 外国債券・外国株式

幅広い分散投資が必要という観点からも、また、年金積立金の規模に基づく国内市場への影響を回避するという観点からも、外国資産への運用が不可欠である。なお、各国市場への投資に当たっては、各市場の規模を考慮すべきである。

ただし、外貨建て証券（外国証券）については、期待収益率の推計値に現れないコスト（管理コスト等）が大きく、リスクの推定値に現れないリスク（政治的リスクや決済リスク等）があること、また、年金積立金は最終的に円建てでの実質的な収益確保を目的としていることから、単にリスク・リターンの効率性の観点からのみ最適な外国証券の割合を決定すべきではない。したがって、外国証券の保有比率に関しては先験的な制限を置くことも必要であろう。また、外国資産の運用に当たっては、特にリスク管理に留意することが必要である。

（ア）外国株式

外国株式は、長期的には国内株式同様、リスクに見合ったリターンが期待される。また、我が国の経済とは異なる経済変動・経済循環を持つ国の株式を保有すれば、分散効果も大きい。

（イ）外国債券

外国債券については、内外金利の裁定が働けば、外国債の投資収益率は長期的には国内債と同等になる。短期的にも、安全資産運用の一環として、為替リスクを回避するためにデリバティブズなどでヘッジを行えば、やはり市場メカニズムにより国内債と同程度の確定金利しか得られなくなってしまう。したがって、外国債券の保有は無意味であるという見方もある。しかし、年金積立金の規模が巨額であることを考慮すると、国内債券市場への影響を回避できる効果が大きいため、外国の債券市場に投資することが適当と考えられる。

さらに、同報告は、基本ポートフォリオの策定手順に係わる注記において、外国証券の保有比率に関する、先験的な制限に関して、効率的フロンティアの導出に当たっての制約条件の設定として、つぎのように記載している。

「年金積立金の運用の基本方針に関する検討会報告」抜粋（下線太字筆者）

（注2） 効率的フロンティアの導出に当たっては、以下の制約条件を設定している。

(1) 外国資産に対する投資については、数値に現れないコストやリスク（管理コストや政治リスク、決済リスク等）があることから、外国債券 ≤ 国内債券、外国株式 ≤ 国内株式 × 2 / 3 とする。

(2) 外国債券に対する投資については、外国株式投資に比べ期待できる収益は限定されること等を考慮し、外国債券 ≤ 外国株式 とする。

(3) 短期資産については、年金積立金を実際に各種市場に投入するまで時間がかかること、給付に充てるための現金を準備する必要があること等から、短期資産の資産構成比率を5%とする。

したがって、基本ポートフォリオの変更に伴う今一つの課題・問題点は、リスク制約に係わる検討の如何であり、これまでのところ、その詳細については説明が施されておらず、ポートフォリオ全体のリスクについて十分な検討がなされないままに、海外運用に傾斜の恐れがある点である。

おって、リスク制約に係わる課題・問題点について、解決策を導き出すためには、先ず以てリスク許容度の在り方について検討の必要があるが、その検討については、稿を改めて論点を整理することとする。

#### 6. 基本ポートフォリオの見直しの要否についての検討

ちなみに、2020年3月6日付厚生労働大臣が GPIF に対して指示をした、第4期の「中期目標」は、「基本ポートフォリオの策定時に想定した運用環境が現実から乖離している等、必要があると認めるときは、中期目標期間中であっても、必要に応じて基本ポートフォリオの見直しの検討を行うこと。」としている。

そして、GPIF は、かかる「中期目標」を踏まえて策定をした、第4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、基本ポートフォリオの検証は中期目標期間中に適時適切に実施するほか、策定時に想定した運用環境が大きく変化する可能性がある等経営委員会が必要と認めるときは、中期目標期間中であっても、見直しの検討を行い、必要に応じて速やかに修正を行う。」とした。

先ごろ2020（令和2）年4月14日、国際通貨基金（IMF）は、最新の世界経済見通しを発表したが、新型コロナウイルスの感染拡大が、本年後半に収束するとする基本シナリオ以外に、つぎのとおり、よりリスクの大きい三つのシナリオを提示した。

表-10 IMF のシナリオ

|          |                          |
|----------|--------------------------|
| 基本シナリオ   | 感染拡大が2020年後半に収束          |
| リスクシナリオ① | 封じ込め期間が基本シナリオよりも5割長くなる   |
| リスクシナリオ② | 21年に第2弾の感染拡大             |
| リスクシナリオ③ | 封じ込め期間が長期化し、21年に第2弾の感染拡大 |

ところで、今般 GPIF の第4期の「中期目標」および「中期計画」の策定に至るまでのスケジュールを見てみると、つぎの表-9のとおりであり、2014（平成26）年10月から適用の第4次の基本ポートフォリオを見直し、第5次の基本ポートフォリオを策定するに際して、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大（パンデミック）を想定し、このようなリスクシナリオについて検討のはずはなく、それ故に、GPIF は、基本ポートフォリオの妥当性について検証し、その見直しの要否について検討する必要があると思われる。

表-9 基本ポートフォリオの策定と新型コロナウイルスの感染拡大

| 年月日                 | 経緯                             |
|---------------------|--------------------------------|
| 2019年 8月 27日        | 厚生労働省「2019（令和元）年財政検証結果」公表      |
| 2019年 10月 3日        | 第10回社会保障審議会資金運用部会              |
| 2019年 11月 11日       | 第11回社会保障審議会資金運用部会              |
| 2019年 12月 19日       | 第12回社会保障審議会資金運用部会              |
| <b>2020年 1月 11日</b> | <b>中国・武漢、原因不明肺炎で1人死亡</b>       |
| <b>2020年 1月 20日</b> | <b>中国の習近平国家主席重要指示</b>          |
| 2020年 1月 29日        | 邦人帰国便が中国・武漢到着                  |
| <b>2020年 1月 30日</b> | <b>WHO 緊急事態宣言</b>              |
| 2020年 2月 5日         | 第13回社会保障審議会資金運用部会（次期中期目標案について） |
| 2020年 2月 12日        | NYダウ最高値（29,551.42ドル）           |
| 2020年 2月 27日        | 首相、小中学校、高校、特別支援学校に対し臨時休校要請     |
| 2020年 2月 27日        | 米国株、続落しダウ 1,190ドル安（過去最大の下落幅）   |
| 2020年 2月 28日        | 《緊急提言》 GPIF の危機管理対応について        |
| 2020年 3月 3日         | 厚生労働省「年金制度改革関連法案」国会提出          |
| 2020年 3月 3日         | 米FRB0.5%利下げ                    |
| 2020年 3月 4日         | 第14回社会保障審議会資金運用部会（次期中期目標案について） |
| 2020年 3月 6日         | 厚生労働省第4期「中期目標」指示               |
| 2020年 3月 9日         | GPIF 経営委員会「中期計画」（案）決議          |
| <b>2020年 3月 11日</b> | <b>WHO パンデミック宣言</b>            |
| 2020年 3月 11日        | イングランド銀行 0.5%利下げ               |
| 2020年 3月 13日        | トランプ米大統領国家非常事態宣言               |
| 2020年 3月 15日        | 米FRB1.0%の大幅利下げ、ゼロ金利政策          |
| 2020年 3月 17日        | NYダウ急落、過去最大の下げ幅（2,997ドル安）      |
| 2020年 3月 24日        | IOC 東京オリンピック延期決定               |
| <u>2020年 3月 29日</u> | <u>コメディアン志村けん新型コロナ感染により死去</u>  |
| 2020年 3月 30日        | 第15回社会保障審議会資金運用部会              |
| 2020年 3月 31日        | 厚生労働省第4期「中期計画」認可               |
| <b>2020年 4月 7日</b>  | <b>政府「緊急事態宣言」発令</b>            |
| 2020年 4月 10日        | 野党「GPIF 法改正法案」提出               |
| 2020年 4月 14日        | IMF 世界経済見通し発表                  |
| 2020年 4月 30日        | 欧州中央銀行（ECB）オペ金利マイナス1%に下げ       |
| 2020年 5月 1日         | 専門家会議「長丁場の覚悟必要」                |

|                   |                          |
|-------------------|--------------------------|
| <b>2020年5月4日</b>  | <b>政府「緊急事態宣言」延長決定</b>    |
| 2020年5月8日         | 野党「GPIF法改正法案」撤回          |
| 2020年5月8日         | 米失業率、戦後最悪の14%            |
| 2020年5月12日        | 「年金制度改革関連法案」衆議院で可決       |
| 2020年5月14日        | 政府「緊急事態宣言」8都道府県を除く39県で解除 |
| 2020年5月15日        | 米鉱工業生産11%低下、過去100年で最悪    |
| 2020年5月18日        | 1~3月実質GDP、年率3.4%減        |
| 2020年5月21日        | 政府「緊急事態宣言」関西3府県で解除       |
| <b>2020年5月25日</b> | <b>政府「緊急事態宣言」全面解除</b>    |
| 2020年5月29日        | 「年金制度改革関連法案」国会で成立        |
| 2020年5月29日        | 米、香港の優遇措置を廃止、WHO脱退も表明    |
| 2020年6月5日         | 米失業率、5月は13%に一転改善         |
| 2020年6月8日         | 米経済、2月に景気後退入り NBER が認定   |
| 2020年6月10日        | FRB、22年末までゼロ金利維持         |
|                   |                          |

まさしく、世界経済については、不透明感が高まっており、予断を許さない。

GPIFの理事長は、海外資産の構成比率を4割から5割に高める基本ポートフォリオの変更について発表をした、2020（令和2）年3月31日の記者会見において、足元で日米の長期金利差が1%程度で推移していることに触れ、「仮に1%でも10年で約10%になる。100円で購入しても、90円までは問題がない」として、為替変動の影響についての理解を求めたとの報道がある（2020年3月31日日経新聞電子版「GPIF、海外運用傾斜にリスク外債比率25%に上げ」）。

しかしながら、図-2のとおり、今日、日米の長期金利差は、2019（令和元）年度の水準を明らかに下回っている。

上記 GPIF 理事長の発言内容から推し量り、今般基本ポートフォリオの変更に際し、かかる水準訂正を織り込んでいたとは、到底考えられない。

すなわち、世界の中央銀行は、新型コロナウイルスの感染拡大に対する危機管理対応として一斉に緊急利下げに踏み切り、米連邦準備理事会（FRB）は5年ぶりに事実上のゼロ金利政策に回帰したのである。

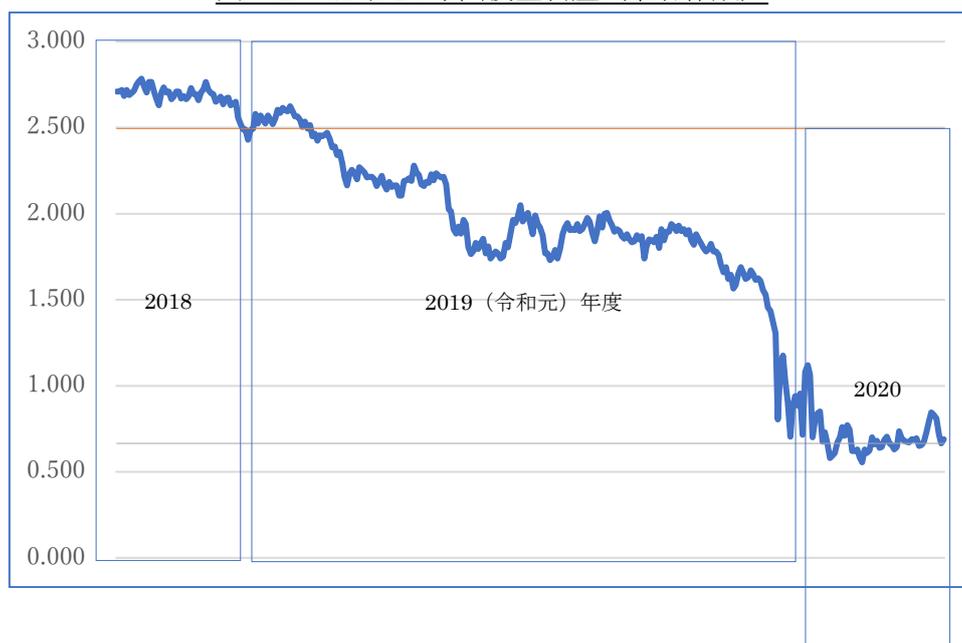
しかも、米連邦準備理事会（FRB）は、先ごろ6月10日に開催の米連邦公開市場委員会（FOMC）において、少なくとも2022年末までゼロ金利を維持する長期の金融緩和方針について表明をした。

まさしく、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大（パンデミック）を契機として、運用環境の明らかな変化が起きている、あるいは起きようとしていることから、GPIFは、変更した基本ポートフォリオについて、決して鵜呑みにすることなく、その妥当

性についてゼロベースからの検証を試みるとともに、その見直しの要否について検討すべきものと思料する。

おって、日米金利差の縮小は、円高ドル安の要因となることから、図-3のとおり、リーマン・ショック後に、円高が到来した事実が、気になるところである。

図-2 日米10年国債金利差 (筆者作成)



わが国においては、5月25日に政府が、「緊急事態宣言」を全面的に解除したが、第2波、さらには第3波の感染拡大に留意の必要がある。

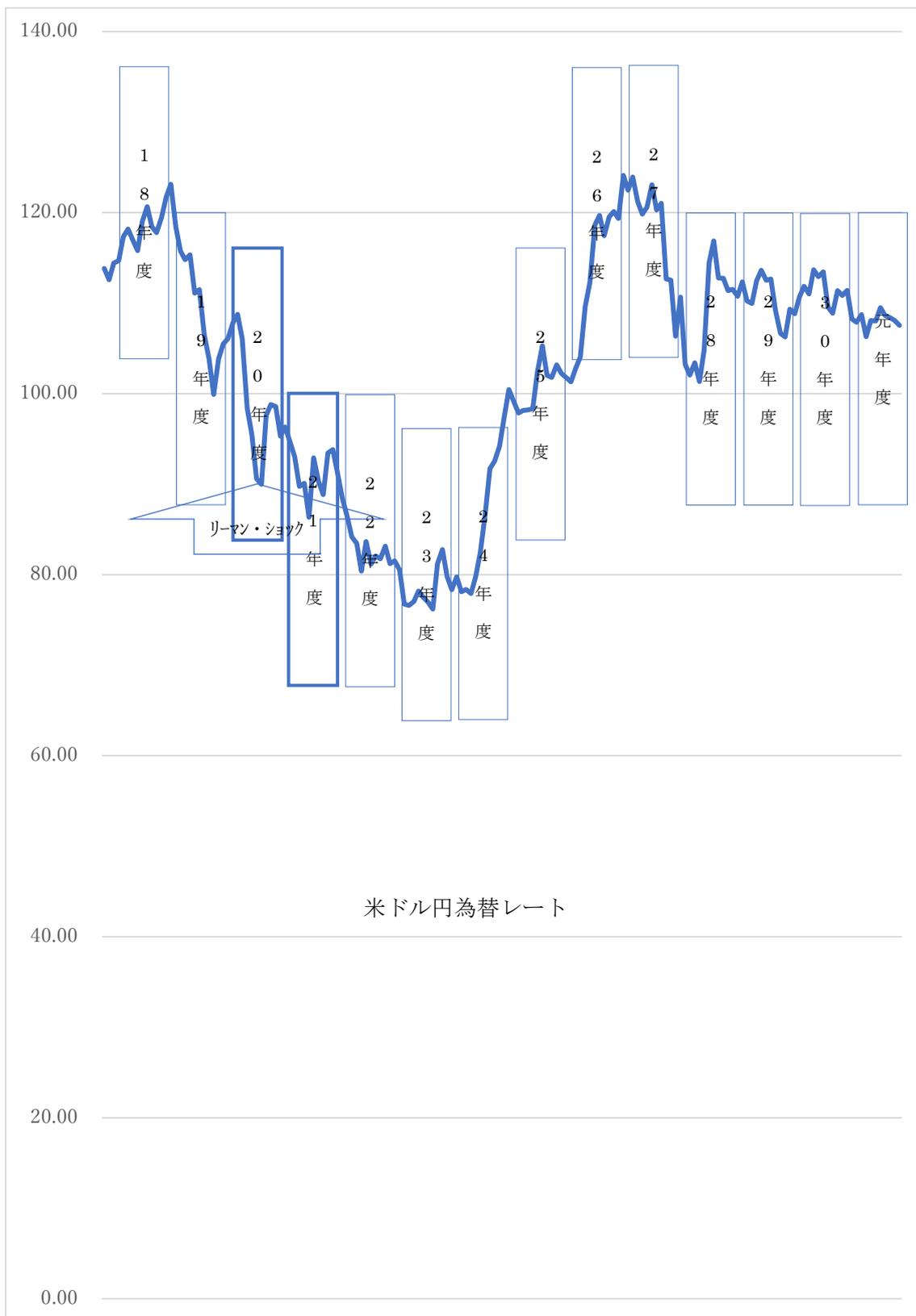
新型コロナウイルスの感染拡大によって、グローバル企業のサプライチェーンの見直しは必至であり、延いては今日まで世界経済をけん引して来た、グローバリズムそのものに係る課題・問題点について、検討の必要が出て来ると思われる。

金融・証券市場もまた、グローバリズムにより相互依存を深めて来たことを見逃してはならない。

はたまた、これまでは顕在化することなく高を括って来た、各種バブルの崩壊も想定しなければならない。

そして、今般基本ポートフォリオの変更に際して、東京オリンピックの延期を想定のはずはなく、それ故に、延期がわが国経済に与える影響について検討するのは当然のことながら、さらに簡素化、あるいは万一中止になった場合の影響についても検討の必要がある。

図-3 GPIF 設立以来の米ドル円為替レート (筆者作成)



また、生活様式の劇的な変化が起きることになる。

去る 5 月 1 日には、新型コロナウイルスに関する政府の専門家会議が、緊急事態宣言後の外出自粛や休業要請などの対策について「当面、この枠組み維持が望ましい」との提言をまとめたが、加えて「一定期間、この新しいウイルスとともに社会で生きていかなければならない」として、“長丁場”を覚悟するよう要請し、今後、外出自粛などの対策が緩和された後も、密閉、密集、密接の回避やテレワーク、時差出勤など感染拡大を予防する、“新しい生活様式”で暮らすことを求めた。

新型コロナウイルスとの共生を前提とした、経済活動のあり方、そして生活様式へのパラダイムシフト（枠組みの劇的変化）である。

第 5 次の基本ポートフォリオは、その適用がスタートしたばかりであるが、海外運用への傾斜によるリスクの高まり、リスク制約に係わる検討の如何などの課題・問題点が存するうえに、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大により、策定時に想定した運用環境が、現実から大きく乖離することになったことから、可及的速やかに、その妥当性について検証をするとともに、見直しの可否について検討を行う必要があると思われる。

## 7. まとめ

小職、これまで繰り返しレポートをして来たとおり、マーケット・タイミングを計ることが、非効率であることは、言を俟つまでもない。

GPIF は、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大（パンデミック）に伴う、かつてのリーマン・ショックに匹敵するあるいはそれを上回るかもしれない、金融・証券市場の混乱に際し、危機管理対応として、リーマン・ショックの轍を踏むことがないよう、マーケット・タイミングを計ることなく、資産構成割合を基本ポートフォリオどおりに修正する、リバランスにより、資産全体として、複合ベンチマーク収益率の確保に努める必要がある。

折しも、2020（令和 2）年 4 月からの GPIF の第 4 期中期目標期間のスタートに当たり、「中期目標」および「中期計画」が改訂され、「全体最適化の視点の明確化」および「パフォーマンス評価基準の明確化」が、実現したことは幸いであり、特筆に値する。

ところで、危機管理対応としてのポートフォリオのリバランスを、実効性のあるものにするためには、拠って立つ基本ポートフォリオが妥当でなければならない。

今般 GPIF は、第 4 期の「中期計画」において、2014（平成 26）年 10 月から適用の第 4 次の基本ポートフォリオを見直し、国内債券の構成割合を、35%から 25%に引き下げ、外国債券を、15%から 25%に引き上げる、第 5 次の基本ポートフォリオを策

定した。

第5次の基本ポートフォリオは、その適用がスタートしたばかりであるが、海外運用への傾斜によるリスクの高まり、リスク制約に係わる検討の如何などの課題・問題点が存するうえに、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大により、策定時に想定した運用環境が、現実から大きく乖離することになったことから、可及的速やかに、その妥当性について検証をするとともに、見直しの要否について検討を行う必要があると思われる。

(付記事項)

おって、本稿は、筆者の個人的な見解であり、属した組織あるいは属する組織の見解ではない。

以上

《参考文献》

- GPIF 中期目標（第4期）
- GPIF 中期目標（第3期）
- GPIF 中期計画（第4期）
- GPIF 中期計画（第3期）
- GPIF「基本ポートフォリオの変更について（詳細）」（2020年3月31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 平成20年度業務概況書
- GPIF 平成21年度業務概況書
- GPIF2015（平成27）年度業務概況書
- GPIFのホームページその他公表資料
- 厚生労働省「年金積立金の運用の基本方針に関する検討会報告」（平成12年12月22日）
- 厚生労働省のホームページその他公表資料
- プリンソン、フッド、ビーバウワー「Determinants of Portfolio Performance」（1986年）
- 日経新聞デジタル「GPIF、海外運用傾斜にリスク外債比率25%に上げ」（2020年3月31日）
- 日経新聞デジタル「新型コロナウイルス感染世界マップ」
- 読売新聞「IMF 成長予測経済低迷3シナリオ」（2020年4月15日朝刊）
- 衆議院ホームページ「年金積立金管理運用独立行政法人法等の一部を改正する法律案」
- 国民民主党ホームページ「国民年金法等改正案、野党案を取り入れた修正を実現」（2020年5月8日）
- 日本取引所グループ統計月報

- 拙稿調査研究レポート「GPIF のPDCAサイクルは機能しているか（計画編）」（平成30年11月12日）
- 拙稿調査研究レポート「GPIF のPDCAサイクルは機能しているか（実施編）」（平成30年12月26日）
- 拙稿調査研究レポート「GPIF のPDCAサイクルは機能しているか（評価編）」（平成31年 4月26日）
- 拙稿調査研究レポート「GPIF の第4期中期目標・中期計画の策定について（提言）」（令和元年11月26日）
- 拙稿調査研究レポート「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」（令和 2年 1月29日）ほか