

## GPIF2019（令和元）年度業務概況書の読み方について

運用受託機関の“引き分け後、4連敗”と、自らの“引き分け後、4連敗”

特任研究員 平井 一志<sup>1</sup>

### 《要旨》

●GPIFは、去る7月3日に、その第3期中期目標の期間の最終年度となる2019（令和元）年度の「業務概況書」を公表した。

複合ベンチマーク対比のパフォーマンスは、2015（平成27）年度の0%の後、2016（平成28）年度から2019（令和元）年度まで、4年度連続してマイナスであり、第3期中期目標期間の超過収益額のマイナスは、累計して、マイナス2兆661億円に上る計算になる。

●GPIFは、運用受託機関の“引き分け後、4連敗”に対し、解約を検討することになる。

それ故、GPIFは、自らの“引き分け後、4連敗”に対し、厳しく身を処す必要があるの  
であり、原因を究明し、是正措置を講じなければならない。

●とりわけ留意しなければならないのは、基本ポートフォリオに基づくリスク管理は、基本ポートフォリオに沿った資産配分による複合ベンチマーク収益率の確保を前提としている点である。

超過収益率のマイナスが続く状態を解消しなければ、基本ポートフォリオに基づくリスク管理は成立し得ないことから、“引き分け”後、“4連敗”の原因、さらに、強化したはずのガバナンスが機能しなかった原因について論点を整理することにする。

### GPIF 第3期中期目標期間の超過収益率と超過収益額（筆者試算）

| 年度           | 超過収益率     | 超過収益額         |
|--------------|-----------|---------------|
| 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   |
| 2019（令和元）年度  | マイナス0.25% | マイナス3,982億円   |
| 累計           | マイナス0.28% | マイナス2兆0,661億円 |

<sup>1</sup> 筆者は、信託銀行の公的年金運用部長、同システム子会社の役員を務めた後、平成20年7月から26年3月まで年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の情報化統括責任者補佐官の任にあり、26年7月から年金シニアプラン総合研究機構の特任研究員。平成7年から7年間に亘り日米包括経済協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. 運用実績とその評価
  - (1) 運用実績
  - (2) 運用実績の評価方法について
3. 2019年度の複合ベンチマーク対比のパフォーマンス
4. 5年間の複合ベンチマーク対比のパフォーマンス
5. 運用受託機関が“引分け後、4連敗”のとき
6. “引分け後、4連敗”に終わってしまった原因
  - (1) 2016年度の複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析
  - (2) 2017年度の複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析
  - (3) 2018年度の複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析
  - (4) 2019年度の複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析
  - (5) “引分け後、4連敗”に終わってしまった原因
7. 他の被用者年金制度のパフォーマンスとの比較
  - (1) 国家公務員共済組合連合会（厚生年金保険給付積立金）
  - (2) 地方公務員共済組合連合会（厚生年金保険給付調整積立金）
  - (3) 日本私立学校振興・共済事業団（厚生年金保険給付積立金）
  - (4) 他の被用者年金制度のパフォーマンスとの比較
8. 自律的なPDCAサイクルは有効に機能したか
9. まとめ
  - (1) “引き分け後、4連敗”
  - (2) “引き分け”後、“4連敗”の原因は
  - (3) 強化したはずのガバナンスが機能しなかった原因は
  - (4) 是正措置

### 1. はじめに

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、去る7月3日に「2019年度業務概況書」を公表し、2019年度の運用実績は、新型コロナウイルスの感染拡大の影響で8兆2,831億円の赤字であったとした。

ちなみに、新型コロナウイルスの感染拡大の影響が金融・証券市場を直撃した、2020年1月～3月期は、四半期ベースとして過去最大の運用損となる、17兆7,072億円の赤字であった。

そして、2020年4月～6月期の運用実績は、新型コロナウイルスの感染拡大によ

る経済悪化に対処するための世界的な金融緩和、あるいは財政出動が株価を押し上げ、四半期ベースとして過去最高の運用益となる、12兆4,868億円の黒字であった。

このように、新型コロナウイルスの感染拡大の影響を受けることになった、2019年度の「業務概況書」を読むうえで、注目すべきポイントは、二つある。

第一のポイントは、2019（令和元）年度を最終年度とする、2015（平成27）年度から5年間の GPIF の第3期の中期目標の期間における、運用実績とその評価についての総括である。

第二のポイントは、第201回通常国会の「年金制度の機能強化のための国民年金法等の一部を改正する法律案」の審議の過程において、「適切な措置を講ずるべきである」とされた、「業務概況書」の運用リスク情報の開示の妥当性についてである。

先ず以て、本稿においては、第一のポイントである運用実績とその評価について、以下に、論点を整理することにする。

## 2. 運用実績とその評価

### (1) 運用実績

2019年度の運用資産全体の収益率は、マイナス5.20%であり、収益額は、マイナス8兆2,831億円であった。

その結果、2018年度末には、約159兆円であった GPIF の運用資産額は、2019年度末、150兆6,332億円となったのである。

| 年度          | 収益率       | 収益額           |
|-------------|-----------|---------------|
| 2019（令和元）年度 | マイナス5.20% | マイナス8兆2,831億円 |

### (2) 運用実績の評価方法について

本年4月から、GPIFの第4期の中期目標の期間（令和2年4月から令和7年3月まで）がスタートし、GPIFは、新たに策定した第4期の「中期計画」において、つぎのとおり、「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」とするとともに、「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」「その際、資産配分効果、云々」とした。

公的年金の自主運用開始に先立ち、社会保障審議会は、「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）」において、「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。」としたが、GPIFの第3期までの「中期計画」においては、運用実績の評価方法が明記されていなかった。

したがって、上記第4期の「中期計画」における記載は、運用実績の評価方法について再確認をしたものである。

GPIF 第4期「中期計画」から抜粋（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。

すなわち、執行機関としてのGPIF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（複合ベンチマーク収益率）との相対比較（複合ベンチマーク対比のパフォーマンス）により、その運用実績を評価されるのである。

3. 2019年度の複合ベンチマーク対比のパフォーマンス

上記のとおり2019年度の運用資産全体の収益率は、マイナス5.20%であったが、これに対して、各資産のベンチマーク収益率を基本ポートフォリオの割合で加重平均した複合ベンチマーク収益率は、マイナス4.94%であったことから、運用資産全体の収益率はこれを下回り、複合ベンチマーク対比のパフォーマンスは、マイナス0.25%と、2016（平成28）年度から4年度連続のマイナスとなってしまった。

おって、2019年度の運用資産全体の収益率および収益額からその平残を算出し、複合ベンチマーク対比のパフォーマンスのマイナスに伴う超過収益額を試算してみると、マイナス3,982億円になる。

| 年度          | 超過収益率     | 超過収益額       |
|-------------|-----------|-------------|
| 2019（令和元）年度 | マイナス0.25% | マイナス3,982億円 |

そして、「2019年度業務概況書」は、複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析として、「**2019年度の運用資産全体の収益率は、複合ベンチマーク収益率（各資産のベンチマーク収益率を基本ポートフォリオの割合で加重平均したもの）を、0.25%下回りました。これは主に、複合ベンチマーク収益率（-4.94%）よりもベンチマーク収益率の高かった国内債券（-0.43%）が、基本ポートフォリオに対してアンダーウェイトとなったこと等によるものです。**」としている。

#### 4. 5年間の複合ベンチマーク対比のパフォーマンス

「2019年度業務概況書」は、本文ではなく、「第3期中期計画期間中の運用状況」と題するコラムにおいて、「厚生労働大臣が定める中期目標では目標とは位置付けられていないものの、5年間を通じた運用資産全体の収益率とベンチマーク収益率とを比較すると、国内債券の時価構成割合がベンチマークに比べて低めになっていたこと等から、マイナス（-0.27%）となりました。」としている。

GPIFの第3期中期目標の期間、すなわち2015（平成27）年4月から2020（令和2）年3月までの5年間における、運用資産全体の収益率および収益額は、表-1のとおり、さらに、複合ベンチマークの収益率および収益額は、表-2のとおりであり、これらに基づいて試算をした、超過収益率（複合ベンチマーク対比のパフォーマンス）および超過収益額（得べかりし利益）は、表-3のとおりである。

表-1 GPIF第3期中期目標期間の運用資産全体の収益率と収益額

| 年度           | 運用資産全体    |               |
|--------------|-----------|---------------|
|              | 収益率       | 収益額           |
| 2015（平成27）年度 | マイナス3.81% | マイナス5兆3,098億円 |
| 2016（平成28）年度 | 5.86%     | 7兆9,363億円     |
| 2017（平成29）年度 | 6.90%     | 10兆0,810億円    |
| 2018（平成30）年度 | 1.52%     | 2兆3,795億円     |
| 2019（令和元）年度  | マイナス5.20% | マイナス8兆2,831億円 |
| 累計           | 0.93%     | 6兆8,039億円     |

表-2 GPIF第3期中期目標期間の複合ベンチマークの収益率と収益額

| 年度           | 複合ベンチマーク  |               |
|--------------|-----------|---------------|
|              | 収益率       | 収益額           |
| 2015（平成27）年度 | マイナス3.81% | マイナス5兆3,098億円 |
| 2016（平成28）年度 | 6.22%     | 8兆4,239億円     |
| 2017（平成29）年度 | 7.26%     | 10兆6,070億円    |

|              |           |               |
|--------------|-----------|---------------|
| 2018（平成30）年度 | 1.92%     | 3兆0,057億円     |
| 2019（令和元）年度  | マイナス4.94% | マイナス7兆8,689億円 |
| 累計           | 1.21%     | 8兆8,578億円     |

表－3 GPIF第3期中期目標期間の超過収益率と超過収益額（筆者試算）

| 年度           | 超過収益率     | 超過収益額         |
|--------------|-----------|---------------|
| 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   |
| 2019（令和元）年度  | マイナス0.25% | マイナス3,982億円   |
| 累計           | マイナス0.28% | マイナス2兆0,661億円 |

ポートフォリオ管理の原則に則り、各資産を基本ポートフォリオどおりの割合で運用していれば、2015（平成27）年度からの第3期中期目標の期間において、運用資産全体で8兆8,578億円の収益額を確保できたはずであったが、適時適切なリバランスを実施することなく、市場タイミングを計るなどした結果、5年間の運用実績は、6兆8,039億円に終わったのであり、超過収益額のマイナスは、マイナス2兆661億円に上ることになったのである。

加えて、自主運用の開始にさかのぼり、上記同様に、超過収益額について試算をしてみると、表－4のとおりとなる。

表－4 公的年金の自主運用開始からの超過収益額（筆者試算）

| 期間                  | 超過収益額           |
|---------------------|-----------------|
| 年金資金運用基金（2001～2005） | 4,725億円         |
| GPIF第1期（2006～2009）  | 4,157億円         |
| GPIF第2期（2010～2014）  | 3,373億円         |
| GPIF第3期（2015～2019）  | マイナス2兆0,661億円   |
| （GPIF累計）            | （マイナス1兆3,131億円） |
| 累計                  | マイナス8,406億円     |

（注）自主運用開始からGPIFの第1期2007年度までについては、市場運用分の収益率と複合ベンチマーク収益率の対比、2008年度以降については、運用資産全体の収益率と複合ベンチマーク収益率の対比である。

複合ベンチマーク対比のパフォーマンスが、2016（平成28）年度から4年度連続してマイナスとなってしまった結果、公的年金の自主運用の開始からリーマン・ショック

を乗り越え、積み上げて来た超過収益が、ご破算になってしまい、基本ポートフォリオに基づくリスク管理の前提を損なってしまったのであり、かかる事実は、執行機関としての GPIF にとって、重大である。

基本ポートフォリオに基づくリスク管理は、基本ポートフォリオに沿った資産配分による複合ベンチマーク収益率の確保を前提としていることを、失念してはならない。

5. 運用受託機関が“引分け後、4連敗”のとき

第3期中期目標の期間の5年間に、1勝することも出来ず、“引分け後、4連敗”に終始した、GPIF は、どうしてしまったのか。

もし、委託先の運用受託機関が、5年間“引き分け後、4連敗”であったとき、GPIF は、どのような処分を下すであろうか。

GPIF は、その「業務方針」において、運用受託機関に委託する資産の一部回収・解約の基準の一つとして、「運用受託機関の総合評価が一定水準に満たない場合は、原則として当該運用受託機関に対し警告し、当該運用受託機関が管理運用法人から受託している資金又は資金のコミットメントの一部回収を行うものとする。さらに、総合評価が著しく低い場合は、解約することができるものとする。」を挙げている。

総合評価の評価項目の一つは、「付加価値の追求方法(パッシブ運用機関にあっては、総取引費用の最小化等による収益の確保にも配慮しつつ、マネジャー・ベンチマークに追随する手法。アクティブ運用機関にあっては超過収益の追求方法。)が合理的であり、運用実績を伴い、有効と認められるか。」である。

したがって、運用受託機関が、“引分け後、4連敗”のとき、GPIF は、当然に、契約の解除を検討することになるであろう。

それ故、GPIF は、自らが同じく、“引き分け後、4連敗”となったとき、厳しく身を処す必要があるのであり、原因を究明し、是正措置を講じなければならない。

6. “引分け後、4連敗”に終わってしまった原因

運用資産全体の収益率の複合ベンチマーク収益率に対する超過収益率、すなわち複合ベンチマーク対比のパフォーマンスが、“引分け後、4連敗”となる不本意な結果に終わってしまった原因を探るべく、2016(平成28)年度から2019(令和元)年度までの業務概況書にある、「複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析」について、改めてその記載内容を点検して見ることにする。

(1) 2016年度の複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析

「2016(平成28)年度業務概況書」は、複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分

析において、「2016（平成28）年度の資産配分要因において、複合ベンチマーク収益率よりも、ベンチマーク収益率の高かった国内株式及び外国株式が基本ポートフォリオに対して平均的にアンダーウェイトとなったこと等がマイナスに寄与し、資産全体で-0.66%となりました。」と記載をしている。

表－5 GPIFの2016（平成28）年度の超過収益率の要因分析

|             | ベンチマーク収益率     | 資産配分要因        |
|-------------|---------------|---------------|
| 資産全体        | 6.22%         | -0.66%        |
| 国内債券        | -0.79%        | -0.15%        |
| <b>国内株式</b> | <b>14.69%</b> | <b>-0.20%</b> |
| 外国債券        | -5.41%        | +0.16%        |
| <b>外国株式</b> | <b>14.61%</b> | <b>-0.21%</b> |
| 短期資産        | 0.00%         | -0.25%        |

表－6 GPIFの2016（平成28）年度末の資産構成割合

|             | 構成割合          | 基本ポートフォリオ       |
|-------------|---------------|-----------------|
| 国内債券        | 31.68%        | 35%(±10%)       |
| <b>国内株式</b> | <b>23.28%</b> | <b>25%(±9%)</b> |
| 外国債券        | 13.03%        | 15%(±4%)        |
| <b>外国株式</b> | <b>23.12%</b> | <b>25%(±8%)</b> |
| 短期資産        | 8.89%         | —               |
| 合計          | 100.00%       | 100.00%         |

(2) 2017年度の複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析

「2017（平成29）年度業務概況書」は、複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析において、「2017（平成29）年度の資産配分要因において、複合ベンチマーク収益率よりも収益率の低かった短期資産の保有等がマイナスに寄与し、資産全体で-0.36%となりました。短期資産の保有比率が高めとなった要因は、投資判断に加え、厚生年金基金の代行返上等の影響により、想定に反してキャッシュインが続いたことによるものです。」と記載をしている。

留意すべきは、投資判断として、短期資産の保有比率を高めたとある点である。

表－7 GPIFの2017（平成29）年度の超過収益率の要因分析

|      | ベンチマーク収益率 | 資産配分要因 |
|------|-----------|--------|
| 資産全体 | +7.26%    | -0.36% |



|  |      |         |        |
|--|------|---------|--------|
|  | 国内債券 | +0.77%  | +0.16% |
|  | 国内株式 | +15.87% | -0.03% |
|  | 外国債券 | +4.23%  | +0.02% |
|  | 外国株式 | +9.70%  | -0.06% |
|  | 短期資産 | -0.00%  | -0.45% |

表－8 GPIF の 2017（平成 29）年度末の資産構成割合

|      | 構成割合    | 基本ポートフォリオ |
|------|---------|-----------|
| 国内債券 | 27.50%  | 35%(±10%) |
| 国内株式 | 25.14%  | 25%(±9%)  |
| 外国債券 | 14.77%  | 15%(±4%)  |
| 外国株式 | 23.88%  | 25%(±8%)  |
| 短期資産 | 8.70%   | －         |
| 合計   | 100.00% | 100.00%   |

(3) 2018 年度の複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析

「2018（平成 30）年度業務概況書」は、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。」と記載をしている。

表－9 GPIF の 2018（平成 30）年度の超過収益率の要因分析

|      | ベンチマーク収益率 | 資産配分要因 |
|------|-----------|--------|
| 資産全体 | +1.92%    | -0.38% |
| 国内債券 | +1.39%    | -0.14% |
| 国内株式 | -5.04%    | -0.09% |
| 外国債券 | +2.46%    | -0.01% |
| 外国株式 | +8.21%    | -0.06% |
| 短期資産 | +0.02%    | -0.08% |

表－10 GPIF の 2018（平成 30）年度末の資産構成割合

|      | 構成割合   | 基本ポートフォリオ |
|------|--------|-----------|
| 国内債券 | 26.30% | 35%(±10%) |
| 国内株式 | 23.55% | 25%(±9%)  |

|      |         |          |
|------|---------|----------|
| 外国債券 | 16.95%  | 15%(±4%) |
| 外国株式 | 25.53%  | 25%(±8%) |
| 短期資産 | 7.67%   | —        |
| 合計   | 100.00% | 100.00%  |

(4) 2019年度の複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析

「2019年度業務概況書」は、複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析において、先に述べた本文に引き続いて、「2019年度の資産配分要因において、特に第4四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-0.20%となりました。」と記載をしている。

表-11 GPIFの2019(令和元)年度の超過収益率の要因分析

|      | ベンチマーク収益率 | 資産配分要因 |
|------|-----------|--------|
| 資産全体 | -4.94%    | -0.20% |
| 国内債券 | -0.43%    | -0.69% |
| 国内株式 | -9.50%    | -0.03% |
| 外国債券 | +4.37%    | +0.69% |
| 外国株式 | -13.40%   | -0.23% |
| 短期資産 | -0.04%    | +0.07% |

表-12 GPIFの2019(令和元)年度末の資産構成割合

|      | 構成割合    | 基本ポートフォリオ |
|------|---------|-----------|
| 国内債券 | 23.87%  | 35%(±10%) |
| 国内株式 | 22.87%  | 25%(±9%)  |
| 外国債券 | 23.42%  | 15%(±4%)  |
| 外国株式 | 23.90%  | 25%(±8%)  |
| 短期資産 | 5.95%   | —         |
| 合計   | 100.00% | 100.00%   |

(5) “引分け後、4連敗”に終わってしまった原因

上記のとおり、「2017(平成29)年度業務概況書」には、「短期資産の保有比率が高めとなった要因は、投資判断に加え、」と、“投資判断”として、短期資産の保有比率を高めたとあるものの、かかる“投資判断”に至った判断材料などについては、一切示されていない。

そのヒントになるのが、2018(平成30)年9月26日付公表の「平成30年度計画

の変更に係る高橋理事長コメント」であり、「平成30年度計画を変更し、当面の対応として、国内債券の資産構成割合の乖離許容幅について、弾力的に適用することとしました。」とし、その理由として、「現在の市場環境を鑑みますと、償還金等を国内債券に機械的に再投資することは、必ずしも被保険者の利益にならない可能性があることから、」と述べている。

さらには、2019（令和元）年10月1日付公表の「平成31年度計画の変更に係る高橋理事長コメント」において、「平成31年度計画を変更し、当面の対応として、為替ヘッジ付き外国債券について、乖離許容幅管理上、外国債券の資産構成割合から控除し、国内債券の資産構成割合に算入することとしました。」とし、「現在の市場環境下ではマイナス利回りとなる国内債券が増加していることから、国内債券と同様に他の資産の価格と逆の動きをする為替ヘッジ付き外国債券を、実質的に国内債券の代替として投資を行ってまいりました。」と述べている。

したがって、GPIFの執行部は、マイナス利回りとなる国内債券が増加している現在の市場環境を鑑み、償還金などを国内債券に再投資することなく、短期資産として保有するとの“投資判断”を下したものと思われる。

そして、つぎの表－13の国内債券についての資産構成割合の推移から、かかる“投資判断”は、2016（平成28）年度の当初から4年間、一貫していたものと推し量ることが出来る。

表－13 GPIFの年金積立金全体の資産構成割合

| 年度末   | 国内債券   | 国内株式   | 外国債券   | 外国株式   | 短期資産  |
|-------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 基本P   | 35%    | 25%    | 15%    | 25%    | —     |
| 2014末 | 39.39% | 22.00% | 12.63% | 20.89% | 5.08% |
| 2015末 | 37.55% | 21.75% | 13.47% | 22.09% | 5.14% |
| 2016末 | 31.68% | 23.28% | 13.03% | 23.12% | 8.89% |
| 2017末 | 27.50% | 25.14% | 14.77% | 23.88% | 8.70% |
| 2018末 | 26.30% | 23.55% | 16.95% | 25.53% | 7.67% |
| 2019末 | 23.87% | 22.87% | 23.42% | 23.90% | 5.95% |

（注）国内債券の乖離許容幅は、±10%、外国債券の乖離許容幅は、±4%であるが、平成30年度計画の変更において当面の対応として、国内債券の乖離許容幅について弾力的に適用する（国内債券と短期資産を合算した資産構成割合を国内債券の乖離許容幅にとどめる）こととし、平成31年度計画の変更において当面の対応として、為替ヘッジ付き外国債券について、乖離許容幅管理上、国内債券の割合に算入することとした。

しかしながら、“投資判断”の結果である、GPIFの第3期中期目標の期間におけ

る複合ベンチマーク対比のパフォーマンスは、つぎの表－14のとおり、“引き分け”の後、“4連敗”であったのである。

したがって、償還金などを国内債券に再投資することなく、短期資産として保有するとの“投資判断”は、誤りであったことになる。

表－14 GPIFの第3期中期目標の期間の複合ベンチマーク対比のパフォーマンス

| 年度     | 収益率    |          |        |
|--------|--------|----------|--------|
|        | 運用資産全体 | 複合ベンチマーク | 超過収益率  |
| 2015年度 | －3.81% | －3.81%   | 0.00%  |
| 2016年度 | 5.86%  | 6.22%    | －0.37% |
| 2017年度 | 6.90%  | 7.26%    | －0.37% |
| 2018年度 | 1.52%  | 1.92%    | －0.40% |
| 2019年度 | －5.20% | －4.94%   | －0.25% |

(注)

|      | ベンチマーク  |
|------|---|
| 国内債券 | NOMURA－BPI「除くABS」、NOMURA－BPI 国債、NOMURA－BPI / GPIF Customized、NOMURA J－TIPS Index (フロアあり) 及びNOMURA－BPI 物価連動国債プラスの複合インデックス (それぞれの運用金額による構成比で加重平均したもの) |
| 国内株式 | TOPIX (配当込み)  |
| 外国債券 | F T S E 世界国債インデックス (除く日本、ヘッジなし・円ベース)  |
| 外国株式 | M S C I A C W I (除く日本、円ベース、配当込み、管理運用法人の配当課税要因考慮後)   |

かかる不本意な結果の原因は、何であろうか。

マイナス利回りとなる国内債券の増加を目の当たりにし、インカムゲインを重視する余りに、資産の分散効果すなわちポートフォリオ管理(マネジメント)の本質について失念してしまい、国内債券の他の資産の価格変動に対する言わばヘッジ効果を損なう結果になってしまったからではないだろうか。

2016(平成28)年4月に就任をした、前理事長の日経ヴェリタスのインタビュー記事に、その端緒を見て取ることが出来る(2020年3月31日退任)。

すなわち、日経ヴェリタスは、2016年9月18日号に、「株式価値向上へ巨鯨動く－GPIF理事長、新たな針路語る」と題するインタビュー記事を掲載し、その中で、「14年10月の基本ポートフォリオの策定で株式の比率を高めたことに批判もあるが、**高橋理事長はあくまで配当収入を軸とした長期投資を続けると強調する。**」とした。

ところが、かかる理事長の主張に対して、2016(平成28)年12月16日に開催され

た第 112 回運用委員会において、委員の一人が、つぎのように懸念を表明の経緯があるのである。

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

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

このように運用委員の一人が、「誤ったメッセージを与えてしまっているのではないかと懸念している。」と表明の事実が重大であるが、GPIF の事務局は取り合うことなく、その後、かかる議論が俎上に載ることはなかった（おって、詳細については、拙稿平成 29 年 11 月 24 日付の調査研究レポート「GPIF 年次報告書の読み方と留意点について（その 3）」を参照）。

しかしながら、利子配当の安定収入を目指した運用を重視する余りに、資産の分散効果すなわちポートフォリオ管理（マネジメント）の本質を軽視することは、投資原則を違える重大事である。

すなわち、GPIF は、自ら掲げた投資原則において、「資産、地域、時間等を分散して投資することを基本とし、短期的には市場価格の変動等はあるものの、長い投資期間を活かして、より安定的に、より効率的に収益を獲得し、併せて、年金給付に必要な流動性を確保する。」とし、「本原則を国民の皆様との約束とさせていただき、役職員は、高い職業倫理に基づき行動してまいります。」としたのである。

しかしながら、「2019 年度業務概況書」は、国内債券を基本ポートフォリオに対してアンダーウェイトとした“投資判断”について、判断の根拠あるいは判断に至る議論の過程など一切明らかにしておらず、それ故に、“投資判断”の誤りに対する是正措置についての言及もない。

## 7. 他の被用者年金制度のパフォーマンスとの比較

ここで、GPIF のパフォーマンスについて客観的かつ相対的に評価をするために、基本ポートフォリオを同じくする他の被用者年金制度のパフォーマンスとの比較を試みることにする。

2015（平成 27）年 10 月 1 日に「被用者年金一元化法」が施行され、それまでは厚生年金および国家公務員共済組合、地方公務員等共済組合、私立学校教職員共済の 4 つに分かれて運営されていた被用者年金制度が、厚生年金に統一された。

そして、一元化後の厚生年金積立金の運用については、厚生年金保険法第 79 条の 5 の規定により、管理運用主体である、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）、国家公務員共済組合連合会（KKR）、地方公務員共済組合連合会（地共連）および日本私立学校振興・共済事業団（私学事業団）は、第 79 条の 4 で定める積立金基本指針に適合するよう、共同して、モデルポートフォリオを定めることとされ、基本ポートフォリオは、モデルポートフォリオに即して定めなければならないとされたのである。

したがって、各々の管理運用主体の基本ポートフォリオに係わる資産構成割合は、同一である。

しかしながら、乖離許容幅は、異なることになった。

さらに、GPIF と、他の被用者年金制度とでは、基本ポートフォリオへの移行時期が異なり、また、ベンチマークが同一でないことから、パフォーマンスについて単純に比較することは出来ない。

そこで、結果としてのパフォーマンスではなく、それを生み出す投資行動に着目をし、GPIF のパフォーマンスに係わる課題・問題点を洗い出して見ることにする。

### (1) 国家公務員共済組合連合会（厚生年金保険給付積立金）

国家公務員共済組合連合会（KKR）の厚生年金保険給付積立金についての 2019（令和元）年度末の運用資産額は、6 兆 5,156 億円であった。

令和元年度の総合収益額は、マイナス 2,764 億円であり、修正総合収益率は、マイナス 4.05%であった。

複合ベンチマーク収益率は、マイナス 4.23%であったことから、運用資産全体の収益率（修正総合収益率）の複合ベンチマーク収益率に対する超過収益率は、プラス 0.18%であった。

国家公務員共済組合連合会（KKR）は、「令和元年度業務概況書」（厚生年金保険給付積立金）において、複合ベンチマーク収益率からの乖離の要因分析として、「資産配分要因は、資産全体で 0.16%となりました。これは、複合ベンチマーク収益率との比較において、ベンチマーク収益率の高かった国内債券の資産構成割合が年度を通じて高かったこと（基本ポートフォリオに対しオーバーウェイト）等によるものです。」と記している。

表－15 国家公務員共済組合連合会（厚生年金保険給付積立金）の令和元年度まで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 | 35.0%  | 25.0%  | 15.0%  | 25.0%  |
| 乖離許容幅  | ±30.0% | ±10.0% | ±10.0% | ±10.0% |

表－16 KKR（厚生年金保険給付積立金）のパフォーマンス

| 年度            | 収益率           |               |               |
|---------------|---------------|---------------|---------------|
|               | 運用資産全体        | 複合ベンチマーク      | 超過収益率         |
| 2015年度下半期     | 0.37%         | -0.85%        | +1.22%        |
| 2016年度        | 5.38%         | 6.98%         | -1.60%        |
| 2017年度        | 6.06%         | 7.36%         | -1.30%        |
| 2018年度        | 1.99%         | 2.35%         | -0.36%        |
| <b>2019年度</b> | <b>-4.05%</b> | <b>-4.23%</b> | <b>+0.18%</b> |

(注) 運用資産全体の収益率は、修正総合収益率。

国内債券については、市場価格がない財投預託金の実現収益率を勘案したうえでベンチマーク収益率を算出。

|      | ベンチマーク                          |
|------|---------------------------------|
| 国内債券 | NOMURA-BPI（総合）                  |
| 国内株式 | TOPIX（配当込み）                     |
| 外国債券 | FTSE世界国債インデックス（除く日本、ヘッジなし、円ベース） |
| 外国株式 | MSCIKOKUSAI（円ベース、配当込み、配当課税前）    |

表－17 KKR（厚生年金保険給付積立金）の資産構成割合

| 年度末          | 国内債券          | 国内株式          | 外国債券          | 外国株式          | 短期資産         |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| 基本P          | 35%           | 25%           | 15%           | 25%           | —            |
| 2015末        | 62.77%        | 15.28%        | 4.81%         | 15.78%        | 1.37%        |
| 2016末        | 51.89%        | 18.42%        | 5.98%         | 18.70%        | 5.02%        |
| 2017末        | 45.40%        | 21.84%        | 7.03%         | 20.65%        | 5.08%        |
| 2018末        | 40.02%        | 21.99%        | 9.25%         | 23.50%        | 5.24%        |
| <b>2019末</b> | <b>38.32%</b> | <b>22.33%</b> | <b>12.09%</b> | <b>22.24%</b> | <b>5.01%</b> |

(2) 地方公務員共済組合連合会（厚生年金保険給付調整積立金）

地方公務員共済組合連合会（地共連）の厚生年金保険給付調整積立金についての2019

(令和元)年度末の運用資産額(時価)は、10兆6,712億円であった。

令和元年度の総合収益額(時価)は、マイナス5,689億円であり、修正総合収益率は、マイナス4.98%であった。

時間加重収益率である資産全体の収益率は、マイナス5.07%であり、ベンチマーク収益率は、マイナス4.83%であったことから、ベンチマーク収益率に対する超過収益率は、マイナス0.24%であった。

特筆すべきは、2016(平成28)年度から、2019(令和元)年度までの「運用報告書」において、一貫して、つぎのとおり、「低金利・マイナス金利対応」と題する一項を設け、かかる市場環境のなか運用するに当たっての課題を整理している点である。

表-18 地方公務員共済組合連合会(厚生年金保険給付調整積立金)の令和元年度まで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 | 35.0% | 25.0% | 15.0% | 25.0% |
| 乖離許容幅  | ±15%  | ±14%  | ±6%   | ±12%  |

表-19 地共連(厚生年金保険給付調整積立金)のパフォーマンス

| 年度        | 収益率      |          |        |
|-----------|----------|----------|--------|
|           | 資産全体(時価) | 複合ベンチマーク | 超過収益率  |
| 2015年度下半期 | 0.35%    | 0.57%    | -0.22% |
| 2016年度    | 5.60%    | 6.14%    | -0.54% |
| 2017年度    | 7.44%    | 7.34%    | 0.10%  |
| 2018年度    | 1.25%    | 2.12%    | -0.88% |
| 2019年度    | -5.07%   | -4.83%   | -0.24% |

(注)特に記載のない場合、収益率(時価)は時間加重収益率。

2015(平成27)年度下半期の資産全体の収益率は、修正総合収益率。

|      | 政策ベンチマーク                        |
|------|---------------------------------|
| 国内債券 | NOMURA-BPI 総合                   |
| 国内株式 | TOPIX(配当込み)                     |
| 外国債券 | FTSE 世界国債INDEX(除く日本、ヘッジなし・円ベース) |
| 外国株式 | MSCI-ACWI                       |

表-20 地共連(厚生年金保険給付調整積立金)の資産構成割合

| 年度末 | 国内債券 | 国内株式 | 外国債券 | 外国株式 | 短期資産 |
|-----|------|------|------|------|------|
| 基本P | 35.0 | 25.0 | 15.0 | 25.0 | -    |



|        |        |        |        |        |       |
|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 2015 末 | 43.65% | 22.32% | 11.96% | 17.54% | 4.54% |
| 2016 末 | 39.9%  | 26.4%  | 12.5%  | 21.1%  | 0.1%  |
| 2017 末 | 35.9%  | 27.3%  | 14.2%  | 21.9%  | 0.7%  |
| 2018 末 | 34.5%  | 24.8%  | 14.7%  | 25.7%  | 0.3%  |
| 2019 末 | 35.5%  | 22.7%  | 17.7%  | 23.8%  | 0.3%  |

地方公務員共済組合連合会「令和元年度運用報告書」（厚生年金保険給付調整積立金）抜粋  
（下線太字筆者）

## （２）低金利・マイナス金利対応

### □低金利・マイナス金利の状況

日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の早期実現のため、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和（平成28年 1月29日公表）」や「長短金利操作付き量的・質的金融緩和（平成28年 9月21日公表）」などの金融政策を導入し、更に、強力な金融緩和を粘り強く続けていく観点から「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化する措置（平成30年 7月31日公表）を決定したほか、「新型コロナウイルス拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化（令和 2年 3月16日公表）」においても、「政策金利については、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。」としています。

このように低金利・マイナス金利の長期化が見込まれる市場環境のなか、運用するにあたっての課題として、以下の点が挙げられます。

・金利低下に伴うインカムゲインの減少への対応

・マイナス利回りの債券の購入を回避するために、超長期債投資を積極的に進めた場合における、将来的に金利が上昇した際の、保有債券の評価損が拡大

### □地共連のこれまでの対応

#### ア 国内債券

##### [自家運用]

- ・マイナス利回りの債券の購入回避
- ・適格社債の購入

##### [委託運用]

- ・ヘッジ付外債（為替リスクを回避した外貨建債券）の資金追加、採用
- ・格付け制限の緩和など運用制約を見直し、リターンの源泉を拡大
- ・国内債券ファンド構成見直し

イ その他の資産

- ・オルタナティブ投資として不動産、インフラ等に投資
- ・マイナス金利が適用される短期資産（ファンド内における余裕資金）の圧縮
- ・マイナス金利が適用されない普通預金口座の利用

(3) 日本私立学校振興・共済事業団（厚生年金保険給付積立金）

日本私立学校振興・共済事業団（私学事業団）の厚生年金保険給付積立金についての、2019（令和元）年度末の運用資産額は、2兆2,246億円であった。

令和元年度の総合収益額は、マイナス1,066億円であり、修正総合収益率は、マイナス4.69%であった。

令和元年度の時間加重収益率は、マイナス5.19%であり、複合ベンチマーク収益率は、マイナス5.28%であったことから、超過収益率は、プラス0.08%であった。

表－21 日本私立学校振興・共済事業団（厚生年金保険給付積立金）の令和元年度まで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%  |

表－22 私学事業団（厚生年金保険給付積立金）のパフォーマンス

| 年度            | 収益率           |               |               |
|---------------|---------------|---------------|---------------|
|               | 運用資産全体        | 複合ベンチマーク      | 超過収益率         |
| 2015年度下半期     | -0.85%        | -0.02%        | -0.83%        |
| 2016年度        | 5.92%         | 6.67%         | -0.76%        |
| 2017年度        | 7.10%         | 6.89%         | +0.21%        |
| 2018年度        | 1.57%         | 2.05%         | -0.48%        |
| <b>2019年度</b> | <b>-5.19%</b> | <b>-5.28%</b> | <b>+0.08%</b> |

(注) 各資産の収益率は、時間加重収益率（但し、国内債券については、貸付金の修正総合収益率と、貸付金を含まない国内債券の時間加重収益率を加重平均）。

|      | 政策ベンチマーク   |
|------|--|
| 国内債券 | NOMURA BPI/Ladder 10年を60%、NOMURA BPI/Ladder 20年を40%で合成したベンチマーク |
| 国内株式 | Russell/Nomura Total Market（配当込み）                              |
| 外国債券 | ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合（日本円除く、ヘッジ）                              |

|      |                            |
|------|----------------------------|
|      | なし、円ベース)                   |
| 外国株式 | MSCI ACWI (除く日本、配当込み、円ベース) |

表－23 私学事業団（厚生年金保険給付積立金）の資産構成割合

| 年度末    | 国内債券  | 国内株式  | 外国債券  | 外国株式  | 短期資産  |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 基本 P   | 35%   | 25%   | 15%   | 25%   | —     |
| 2015 末 | 37.4% | 20.1% | 12.9% | 20.3% | 9.3%  |
| 2016 末 | 32.6% | 22.7% | 11.5% | 22.5% | 10.7% |
| 2017 末 | 29.9% | 25.3% | 12.5% | 23.4% | 8.9%  |
| 2018 末 | 29.8% | 23.3% | 13.4% | 24.4% | 9.0%  |
| 2019 末 | 30.5% | 22.8% | 16.5% | 21.6% | 8.6%  |

#### (4) 他の被用者年金制度のパフォーマンスとの比較

上記のとおり、被用者年金制度において、各々の管理運用主体の基本ポートフォリオの資産構成割合は、同一であるが、乖離許容幅は、区々である。

GPIF と、他の被用者年金制度とでは、被用者年金一元化後 2019（令和元）年度まで適用された基本ポートフォリオへの移行の時期が異なり、GPIF は、2014（平成 26）年 10 月 31 日からであったが、他の被用者年金制度は、2015（平成 27）年 10 月 1 日からであった。

さらに、管理運用主体のベンチマークが同一ではない。

したがって、GPIF の複合ベンチマーク対比のパフォーマンスと、他の被用者年金制度の複合ベンチマーク対比のパフォーマンスとを単純に比較し、優劣を判断することは出来ない。

おって、あくまで参考値として、過去 4 年間（2016 年度から 2019 年度まで）の複合ベンチマーク対比のパフォーマンスについて幾何平均を試算して見ると、つぎのようになる（差し引き誤差は原データの端数処理のため）。

表－24 過去 4 年間の複合ベンチマーク対比のパフォーマンス

|       | 収益率    |          |        |
|-------|--------|----------|--------|
|       | 運用資産全体 | 複合ベンチマーク | 超過収益率  |
| GPIF  | 2.16%  | 2.50%    | －0.35% |
| KKR   | 2.27%  | 3.01%    | －0.77% |
| 地共連   | 2.19%  | 2.58%    | －0.39% |
| 私学事業団 | 2.23%  | 2.46%    | －0.24% |

上記について複合ベンチマーク収益率を GPIF と一致させた場合のパフォーマンス

|       | 収益率    |          |        |
|-------|--------|----------|--------|
|       | 運用資産全体 | 複合ベンチマーク | 超過収益率  |
| GPIF  | 2.16%  | 2.50%    | -0.35% |
| KKR   | 2.27%  | 2.50%    | -0.23% |
| 地共連   | 2.19%  | 2.50%    | -0.31% |
| 私学事業団 | 2.23%  | 2.50%    | -0.27% |

しかしながら、GPIF および他の被用者年金制度の、被用者年金一元化後 5 年間の複合ベンチマーク対比のパフォーマンスあるいは資産構成割合などについて、その変化のトレンドを捉えることにより、パフォーマンスの源となった投資行動の特徴について明らかにし、比較対照することにより、GPIF のパフォーマンスに係わる課題・問題点を洗い出すことは可能である。

先ず以て、2015（平成 27）年度（KKR、地共連、および私立事業団においては 2015 年度下期）から 2019（令和元）年度までの超過収益率の確保の状況、および超過収益率の改善の状況について見てみる。

国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、あるいは日本私立学校振興・共済事業団については、表-25 および表-26 から、超過収益率の継続的な改善に向けて腐心をしたのであろう、前年度からの変化の動きを見て取ることが出来る。

しかしながら、GPIF については、2019（令和元）年度において漸くに、その兆しが見られたに過ぎない。

表-25 2015 年度から 2019 年度までの超過収益率の確保の状況

| 管理運用主体         | 超過収益率の確保状況   |
|----------------|--------------|
| GPIF           | “引き分け後、4 連敗” |
| 国家公務員共済組合連合会   | “2 勝 3 敗”    |
| 地方公務員共済組合連合会   | “1 勝 4 敗”    |
| 日本私立学校振興・共済事業団 | “2 勝 3 敗”    |

表-26 2015 年度から 2019 年度までの超過収益率の改善の状況

| 年度      | GPIF     | KKR      | 地共連      | 私学事業団    |
|---------|----------|----------|----------|----------|
| 2015 年度 | 0.00%    | +1.22%   | -0.22%   | -0.83%   |
| 2016 年度 | -0.37%   | -1.60%   | -0.54%   | -0.76%   |
|         | (-0.37%) | (-2.82%) | (-0.32%) | (+0.07%) |

|        |          |          |          |          |
|--------|----------|----------|----------|----------|
| 2017年度 | -0.37%   | -1.30%   | +0.10%   | +0.21%   |
|        | (0.00%)  | (+0.30%) | (+0.64%) | (+0.97%) |
| 2018年度 | -0.40%   | -0.36%   | -0.88%   | -0.48%   |
|        | (-0.03%) | (+0.94%) | (-0.98%) | (-0.69%) |
| 2019年度 | -0.25%   | +0.18%   | -0.24%   | +0.08%   |
|        | (+0.15%) | (+0.54%) | (+0.64%) | (+0.56%) |

(注) 上段は、超過収益率、下段カッコ内は、前年度超過収益率からの変化。

したがって、GPIFの第3期中期目標の期間における超過収益率の“引き分け後、4連敗”は、他の被用者年金制度の勝敗と比較して、自律的なPDCAサイクルが有効に機能していないことを示唆しているように思われる。

つぎに、2019(令和元)年度末まで5年間の国内債券の構成割合の変化について見てみると、表-27のとおりいずれも低下傾向にあるものの、地方公務員共済組合連合会と、日本私立学校振興・共済事業団においては、2019年度末に反転上昇しているのに対し、GPIFと、国家公務員共済組合連合会においては、趨勢的に低下をしている。

ただし、2019(令和元)年度末の時点において、国家公務員共済組合連合会の国内債券の構成割合は、基本ポートフォリオのそれを上回っているのに対し、GPIFの国内債券の構成割合は大きく下回っており、基本ポートフォリオからの乖離幅は、下方に、突出している点に留意の必要がある。

表-27 2015年度末から2019年度末までの国内債券の構成割合

| 年度末   | GPIF     | KKR       | 地共連      | 私学事業団    |
|-------|----------|-----------|----------|----------|
| 基本P   | 35%      | 35%       | 35.0     | 35%      |
| 2015末 | 37.55%   | 62.77%    | 43.65%   | 37.4%    |
|       |          |           |          |          |
| 2016末 | 31.68%   | 51.89%    | 39.9%    | 32.6%    |
|       | (-5.87%) | (-10.88%) | (-3.75%) | (-4.80%) |
| 2017末 | 27.50%   | 45.40%    | 35.9%    | 29.9%    |
|       | (-4.18%) | (-6.49%)  | (-4.00%) | (-2.70%) |
| 2018末 | 26.30%   | 40.02%    | 34.5%    | 29.8%    |
|       | (-1.20%) | (-5.38%)  | (-1.40%) | (-0.10%) |
| 2019末 | 23.87%   | 38.32%    | 35.5%    | 30.5%    |
|       | (-2.43%) | (-1.70%)  | (+1.00%) | (+0.70%) |

(注) 上段は、国内債券の構成割合、下段カッコ内は、前年度末構成割合からの変化。

表－28 2019年度末の国内債券の構成割合の基本ポートフォリオからの乖離幅

| 管理運用主体         | 基本ポートフォリオからの乖離幅    |
|----------------|--------------------|
| <b>GPIF</b>    | <b>マイナス 11.13%</b> |
| 国家公務員共済組合連合会   | プラス 3.32%          |
| 地方公務員共済組合連合会   | プラス 0.5%           |
| 日本私立学校振興・共済事業団 | マイナス 4.5%          |

GPIF は、国内債券の構成割合については、2019（令和元）年度まで適用された 2014（平成 26）年 10 月 31 日付変更の基本ポートフォリオへの移行開始から、趨勢的に引き下げて来たのであり、2016（平成 28）年度末には、基本ポートフォリオの 35%を下回り、2019（令和元）年度末には、基本ポートフォリオを 11.13%も下回る、23.87%にまで引き下げたのである。

これは、まさしくポートフォリオ管理（マネジメント）の本質である資産の分散効果に係わる資産構成割合の極端なシフトであることから、GPIF の執行部は、当然に「業務概況書」において説明を施す必要があるが、これまで一切実施をしていない。

地方公務員共済組合連合会が、2016（平成28）年度から、2019（令和元）年度までの「運用報告書」において、「低金利・マイナス金利対応」と題する一項を設け、かかる市場環境のなか運用するに当たっての課題を整理し、対応について明らかにして来たのとは、大変な差がある。

他の被用者年金制度の基本ポートフォリオへの移行タイミングを考慮し、2016（平成 28）年度から 2019（令和元）年度まで 4 年間の運用資産全体の収益率について、平均値（算術平均）と標準偏差を試算し、リスク単位当たりのリターンについて算出で見ると、つぎのとおりである。

GPIF が最も劣っており、資産構成割合の極端なシフトにより、分散効果が損なわれ、投資効率が低下したものと思われる。

表－29 4年間の運用資産全体の収益率についての平均値と標準偏差

|       | 平均値   | 標準偏差  | リターン/リスク |
|-------|-------|-------|----------|
|       | a     | b     | a/b      |
| GPIF  | 2.27% | 4.76% | 0.47674  |
| KKR   | 2.35% | 4.00% | 0.58609  |
| 地共連   | 2.31% | 4.81% | 0.47873  |
| 私学事業団 | 2.35% | 4.82% | 0.48798  |

このように、GPIF および他の被用者年金制度の投資行動の特徴について明らかにし、比較対照して見ると、GPIF においては、その自律的な PDCA サイクルの機能不全、

および投資行動についての説明不足が、際立っていることが明らかになった。

それ故、つぎに、GPIFの自律的なPDCAサイクルについて、詳しく見てみることにする。

#### 8. 自律的なPDCAサイクルは有効に機能したか

厚生労働大臣は、GPIFに対し、2017（平成29）年10月1日付にて変更した第3期の「中期目標」において、「意思決定・監督を担う経営委員会、監査等を担う監査委員会及び執行を担う理事長等が、適切にそれぞれの役割を分担し、また相互に密接な連携を図ることにより、自律的なPDCAサイクルを機能させ、国民から一層信頼される組織体制の確立に努めること。」を指示したが、第3期の中期目標の期間において、自律的なPDCAサイクルは、有効に機能したのであるか。

経営委員会および監査委員会は、平成28年12月14日に第192回臨時国会において成立した「公的年金制度の持続可能性の向上を図るための国民年金法等の一部を改正する法律」による、年金積立金管理運用独立行政法人法の改正に伴い、① 独任制から合議制への転換、② 「意思決定・監督」と「執行」の分離、執行部の責任と権限の明確化、すなわちガバナンスの強化を目的として、平成29年10月1日に設置されたものである。

経営委員会は、法人の重要事項について議決し、その方針に沿って、理事長および管理運用業務担当理事などの役職員が、与えられた責任と権限の下で専門性やその裁量を発揮し適切に業務を執行するよう、役員の職務の執行の監督などの業務を行う。

監査委員会は、コンプライアンスの確保、業務執行の手続きの適正性およびリスク管理などの観点から、経営委員会と必要な連携をとって監査などを行うことになったのである。

ところで、厚生労働大臣は、GPIFに対して、第3期の「中期目標」において、運用の目標として、「年金積立金の運用は、（略）長期的に積立金の実質的な運用利回り（積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたものをいう。）1.7%を最低限のリスクで確保することを目標とし、この運用利回りを確保するよう、年金積立金の管理及び運用における長期的な観点からの資産構成割合（以下「基本ポートフォリオ」という。）を定め、これに基づき管理を行うこと。」を指示し、GPIFは、第3期の「中期計画」において、基本ポートフォリオの見直しとして、「市場動向を踏まえた適切なリスク管理等を行い、定期的に基本ポートフォリオの検証を行うほか、策定時に想定した運用環境が現実から乖離している等必要があると認める場合には、中期目標期間中であっても、必要に応じて見直しの検討を行う。」とした。

そこで、意思決定・監督を担う経営委員会と、運用の目標である、ポートフォリオ管理（マネジメント）の関係について見てみることにする。

先ず以て、経営委員会は、設置の翌年、2018（平成30）年4月26日に開催した第9回の委員会において、基本ポートフォリオの定期検証について、議決を行い、10名の全委員の賛成により、つぎのとおり、基本ポートフォリオを変更する必要はないと判断した。

GPIF「2017（平成29）年度業務概況書」から抜粋（下線太字筆者）

[4] 基本ポートフォリオの定期検証

基本ポートフォリオについては、中期計画において定期的に検証することとしています。2017（平成29）年度末時点を基準に、ポートフォリオとしての特性を、直近の経済・市場データで更新の上、検証しました。その結果、現行基本ポートフォリオの資産構成割合は依然として効率的であり、実質的なリターン（運用利回りから賃金上昇率を差し引いたもの）が、想定する二つのシナリオにおいて、目標利回りを満たしていることを確認しました（経済中位ケースで2.12%、市場基準ケースで2.30%）。

なお、賃金上昇率を基本ポートフォリオ策定時のまま更新しない場合には、経済中位ケースでは目標利回りを下回りますが（実質的なリターンが、経済中位ケースで1.42%、市場基準ケースで1.90%）、そのような場合でも、財政計画上の予定積立金額を確保できないリスクは小さくなりました。

以上を踏まえ、経営委員会（2018（平成30）年4月26日）において、資産構成割合を変更する必要はないと判断しました。

そして、また、経営委員会は、2019（令和元）年6月6日に開催した第24回の委員会において、2018年度末を基準とする基本ポートフォリオの検証結果について議決を行い、出席した10名の全委員の賛成により、つぎのとおり、再び基本ポートフォリオを変更する必要はないと判断したにもかかわらず、執行部は、経営委員会の意思決定に従って、資産構成割合を基本ポートフォリオどおりに修正する、リバランスを実施することなく、資産構成割合の極端なシフトを実施し続けたのである。

GPIF「2018（平成30）年度業務概況書」から抜粋（下線太字筆者）

[4] 基本ポートフォリオの定期検証

基本ポートフォリオについては、中期計画において定期的に検証することとしています。2018年度末時点を基準に、ポートフォリオとしての特性を、直近の経済・市場データで更新の上、検証しました。その結果、現行基本ポートフォリオは依然として効率的であり、実質的なリターン（運用利回りから賃金上昇率を差し引いたもの）が、想定



する二つのシナリオにおいて、目標利回りを満たしていることを確認しました（経済中位ケースで1.98%、市場基準ケースで2.36%（注））。

以上を踏まえ、経営委員会（2019年6月6日）において、基本ポートフォリオを変更する必要はないと判断しました。

ただし、GPIFは、第3期の「中期計画」において、「（4）基本ポートフォリオ」に係わる注記として、「（略）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。」としたことから、執行部は、機動的な運用として、資産構成割合のシフトが可能と主張することは出来る。

しかしながら、機動的な運用についての市場環境の見通しは、あくまで確度が高いものでなければならないのであり、“引き分け後、4連敗”から、執行部の市場環境の見通しは、確度の高いものではなく、誤りであったことになる。

さはさりながら、執行部門が、その“投資判断”を誤ることは、往々にして起こり得ることであり、それ故に、ガバナンスを強化したはずである。

しかしながら、「業務概況書」あるいは経営委員会議事要旨などに、経営委員会および監査委員会が、執行部に対し、機動的な運用に係わる市場環境の見通しについて問い質し、さらに、機動的な運用がポートフォリオ管理（マネジメント）の分散効果に及ぼす影響についてチェックを実施したとの記述は見当たらない。

そして、執行部は、「業務概況書」において、複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析について記述しているものの、その結果を踏まえた是正措置、すなわちアクションには言及していない。

事ほど左様に、GPIFの自律的なPDCAサイクルにおいては、経営委員会および監査委員会によるチェック、さらに執行部によるアクションが、有効に機能していないのであり、かかるPDCAサイクルの機能不全から、“引き分け”後、“4連敗”を喫することになってしまったものと思われる。

それでは、なぜ、PDCAサイクルの機能不全、すなわちガバナンスの機能不全が、起きてしまったのか。

意外なことに、意思決定を担う経営委員会の議事概要に、基本ポートフォリオの定期検証について、侃々諤々議論をした形跡がない。

また、執行部門の“投資判断”について、判断の根拠あるいは判断に至る議論の過程などが明らかにされた形跡がない。

推し量って見るに、強化したはずのガバナンスが、有効に機能しなかった原因は、意思決定プロセスにあるのではないだろうか。

一般論として、意思決定プロセスについて、透明性を高め、議論をオープンにし、異論を排除することなく、議論を尽くすことにより、極端な“投資行動”を抑制することは出来るはずである。

もとより、GPIFは、年金積立金の管理および運用に関し、市場の価格形成や民間の投資行動などを歪めないよう配慮しなければならない。

しかしながら、執行部門の“投資判断”について、ブラックボックス化してしまうことは、本末転倒である。

PDCA サイクルあるいはガバナンスは、あくまでもオープンな議論を前提として機能するものであり、たとえセンシティブな“投資判断”に係わる議論であっても、その場を設定することは不可能ではなく、工夫の余地は多分にあるはずである。

したがって、“引き分け後、4連敗”の原因は、オープンな議論を欠いた、脆弱な意思決定プロセスにあると言えるのではないだろうか。

意思決定プロセスを改善し、強化することは、急務であると思われる。

## 9. まとめ

### (1) “引き分け後、4連敗”

GPIFは、去る7月3日に、その第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）の最終年度となる、2019（令和元）年度の「業務概況書」を公表した。

2019年度の運用実績は、新型コロナウイルスの感染拡大の影響で、8兆2,831億円の赤字であった。

複合ベンチマーク対比のパフォーマンスは、マイナス0.25%となり、2016（平成28）年度から4年度連続してのマイナスとなってしまう。

自主運用の開始にさかのぼり、超過収益額について試算をして見ると、表-4（再掲）のとおりとなる。

表-4（再掲）公的年金の自主運用開始からの超過収益額（筆者試算）

| 期間                         | 超過収益額                      |
|----------------------------|----------------------------|
| 年金資金運用基金（2001～2005）        | 4,725 億円                   |
| GPIF 第1期（2006～2009）        | 4,157 億円                   |
| GPIF 第2期（2010～2014）        | 3,373 億円                   |
| <b>GPIF 第3期（2015～2019）</b> | <b>マイナス 2 兆 0,661 億円</b>   |
| <b>（GPIF 累計）</b>           | <b>（マイナス 1 兆 3,131 億円）</b> |
| 累計                         | マイナス 8,406 億円              |

（注）自主運用開始から GPIF の第1期 2007 年度までについては、市場運用分の収益率と

複合ベンチマーク収益率の対比、2008年度以降については、運用資産全体の収益率と複合ベンチマーク収益率の対比である。

複合ベンチマーク対比のパフォーマンスが、2016（平成28）年度から4年度連続してマイナスとなってしまった結果、公的年金の自主運用の開始からリーマン・ショックを乗り越え、積み上げて来た超過収益が、ご破算になってしまい、基本ポートフォリオに基づくリスク管理の前提を損なってしまったのであり、かかる事実は、執行機関としての GPIF にとって、重大である。

基本ポートフォリオに基づくリスク管理は、基本ポートフォリオに沿った資産配分による複合ベンチマーク収益率の確保を前提としていることを、失念してはならない。

もし、委託先の運用受託機関が、5年間“引き分け後、4連敗”であったとき、GPIFは、どのような処分を下すであろうか。

当然に、契約の解除を検討することになるであろう。

それ故、GPIFは、自らが同じく、“引き分け後、4連敗”となったとき、厳しく身を処す必要があるのであり、原因を究明し、是正措置を講じなければならない。

(2) “引き分け”後、“4連敗”の原因は

では何故、GPIFは、“引き分け”後、“4連敗”を喫することになってしまったのであろうか。

GPIFは、複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析と題し、2017（平成29）年度から2019年度の「業務概況書」において、「複合ベンチマーク収益率よりも収益率の低かった短期資産の保有等がマイナスに寄与し」、あるいは「複合ベンチマーク収益率よりもベンチマーク収益率の高かった国内債券が、基本ポートフォリオに対して平均的にアンダーウェイトとなったこと等がマイナスに寄与し」と記している。

したがって、GPIFの“引き分け”後、“4連敗”を喫することになってしまった原因は、執行部の“投資判断”としての、国内債券のアンダーウェイト、および短期資産のオーバーウェイトにある。

国内債券のアンダーウェイトおよび短期資産のオーバーウェイトは、マイナス利回りとなる国内債券の増加を目の当たりにし、インカムゲインを重視した結果であると思われるが、ポートフォリオ管理（マネジメント）の本質である資産の分散効果について失念してしまい、国内債券の他の資産の価格変動に対する言わばヘッジ効果を損なう結果になってしまったのである。

(3) 強化したはずのガバナンスが機能しなかった原因は

ところで、およそ執行部門が、その投資判断を誤ることは、往々にして起こり得ることであり、それ故、ガバナンスを強化し、継続的改善の自律的な PDCA サイクルが有

効に機能するようにしたはずである。

法律を改正し、① 独任制から合議制への転換、②「意思決定・監督」と「執行」の分離、執行部の責任と権限の明確化と、組織・体制の強化を図ったにもかかわらず、何故に、ガバナンスが機能しなかったのか。

一般論として、意思決定プロセスについて、透明性を高め、議論をオープンにし、異論を排除することなく、議論を尽くすことにより、極端な“投資行動”を抑制することは出来るはずである。

したがって、強化したはずのガバナンスが機能せず、“引き分け後、4連敗”を喫してしまった、その原因は、オープンな議論を欠いた、脆弱な意思決定プロセスにあると言えるのではないだろうか。

#### (4) 是正措置

言うまでもなく、“引き分け後、4連敗”となった GPIF は、第一に、資産構成割合を基本ポートフォリオどおりに修正する、リバランスの励行により、ポートフォリオ管理（マネジメント）の本質である、資産の分散効果を損なうことがないように努める必要がある。

そのためには、地方公務員共済組合連合会に倣い、低金利・マイナス金利対応について課題・問題点を整理して置く必要があり、とりわけ国内債券のアンダーウェイトと資産の分散効果との関係について、論点を整理の必要があると思われる。

つぎに、GPIF は、意思決定プロセスを改善し、強化する必要がある。

執行部門の“投資判断”について、ブラックボックス化をさせないように、判断の根拠および判断に至る議論の過程などを、意思決定・監督を担う経営委員会、および監査を担う監査委員会をチェックすることが出来るように、自律的な PDCA サイクルの機能強化を図る必要があると思われる。

いずれも、急務である。

#### (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「2019年度業務概況書」
- GPIF「2018（平成 30）年度業務概況書」
- GPIF「2017（平成 29）年度業務概況書」

- GPIF「2016（平成 28）年度業務概況書」
- GPIF「2015（平成 27）年度業務概況書」
- GPIF「2020年度第 1 四半期運用状況（速報）」
- 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）」
- GPIF 第 4 期「中期目標」および「中期計画」
- GPIF 第 3 期「中期目標」および「中期計画」
- GPIF「令和元年度年金積立金管理運用独立行政法人業務実績報告及び自己評価書」
- GPIF 平成 28 年 12 月 16 日開催第 112 回運用委員会議事要旨
- GPIF のホームページその他公表資料
- 年金資金運用基金の「資金運用業務概況書」その他公表資料
- 厚生労働省のホームページその他公表資料
- 総務大臣決定「独立行政法人の評価に関する指針」
- 総務省のホームページその他公表資料
- 国家公務員共済組合連合会「令和元年度業務概況書（厚生年金保険給付積立金）」
- 国家公務員共済組合連合会の「業務概況書」その他公表資料
- 地方公務員共済組合連合会「令和元年度運用報告書－厚生年金保険給付調整積立金－」
- 地方公務員共済組合連合会の「運用報告書」その他公表資料
- 日本私立学校振興・共済事業団「令和元年度業務概況書（厚生年金保険給付積立金）」
- 日本私立学校振興・共済事業団の「業務概況書」その他公表資料
- 日経ヴェリタス 2016 年 9 月 18 日号「株式価値向上へ巨鯨動く－GPIF 理事長、新たな針路語る」