

GPIFの年金積立金運用(2020年度実績)に関する考察

年金シニアプラン総合研究機構 特任研究員：石尾 勝

(要旨)

- 2020年度の公的年金積立金の運用収益は過去最高の約37兆8千億円のプラスで、これは消費税約15%分に相当し、一般会計・社会保障関係費全体をも上回るが、統計的検定の尺度では、期待リターン+リスク 2σ の上限近くで収まっている。運用の評価は、市場ベンチマーク等との比較に加え、年金財政の観点から、名目賃金上昇率を上回る利回り（実質的な運用利回り）の達成度が重要であるが、その実績は設定された水準(+1.7%)を上回っている。
- 国内金利の低下に加え、基本ポートフォリオの変更の影響で、国内債券はもはやインカムゲインを稼ぐ中核的資産ではなく、外国債券に加え内外株式がキャピタルゲインだけでなくインカムゲインも支える構造になっている。
- 2020年4月に「基本ポートフォリオ」を見直し、国内債券を引き下げて(35%→25%)、外国債券を引き上げている(15%→25%)が、予定積立金額を確保できないリスクは約40%の確率がある。なお、全額国内債券と比較評価するよりも、全額株式やオルタナティブ資産を増やした場合等を確認する方が有益であろう。
- オルタナティブ資産の投資対象はインフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産であるが、2020年度末の積立金全体に占める割合は約0.7%にとどまる。パフォーマンスについては、投資を開始してから未だ日も浅く、全体として評価するのは時期尚早だろう。コスト面、運用リスク管理面、オペレーション運営面等で留意点も多く、管理運用体制の充実強化が不可欠である。
- 運用による積立金残高の変動は大きなものとなっており、仮に大幅なマイナスの収益を年度決算で計上した場合、公的年金の市場運用に対する社会や国民からのネガティブな反応も懸念される。実質的な運用利回りを上回りつつ下方リスクにも十分配慮した積立金の管理・運用を行うことが望ましい。
また、年金積立金の最終的な命題は年金給付のための安定的なキャッシュフローの確保であり、運用の高度化に加えて、将来の安定的なキャッシュフローの確保に向けたより一層の努力と工夫が求められるのではないかと。

はじめに

現在、公的年金の積立金の運用については、年金積立金管理運用独立行政法人（以下、GPIF と呼ぶ）が厚生労働大臣からの寄託を受けて、その業務を遂行している。その GPIF の 2020 年度運用実績が去る 7 月に公表された。

我が国の公的年金は基本的に賦課方式で運営されているが、少子高齢化により、保険料収入（＋一部は国庫負担）では国民に約束した給付を確保することは困難であることから、巨額の積立金（2021 年 3 月末時点で約 192 兆円になる）を保有し、その積立金からのキャッシュフロー（運用収益の確保、元本の取崩し）によって、今後 100 年近くに渡って、年金給付を下支えしていく構造になっている。

こうしたことから、この巨額な積立金をどのように運用し、年金財政が必要とする収益を確保して将来世代の安定した給付を支えていくかは、公的年金の制度運営における重要課題の一つであり、制度の行末に影響を及ぼす大きなリスク変数である。また、その巨額資金の市場運用は国内外の金融市場に様々な影響を与えている。

したがって、GPIF の運用内容を定点観測しておくことは、年金積立金の委託者であり受益者である我々（国民）にとっても大切なことである。

本稿では、7 月に公表された GPIF の『2020 年度業務概況書』等に基づき、主に運用実績に関して確認と考察を行った。

なお、GPIF の運用は幅広く論点も多いため、ここでは以下の内容に関して焦点を当てた。

2020 年度の運用実績全体を総括して、幾つかのポイントを指摘した後、基本ポートフォリオの変更に関して論述した。

それから、運用において存在感を増しつつあるオルタナティブ投資についてやや詳しく整理し、積立金の運用上の課題等を指摘した。

※本稿は、GPIF 「2020年度業務概況書」や厚生労働省公表資料等を基に作成したもので、本稿の意見にわたる部分は筆者の個人的見解であり、間違い等は筆者の責任である。なお、ESG投資やスチュワードシップ等については、別の機会に譲ることとする。

1. 2020 年度運用の全体実績について

- 2020 年度の公的年金積立金の運用は、コロナ禍に対する世界各国の大胆な経済政策発動の市場効果もあり、過去最高の約 37 兆 8 千億円のプラス収益となった。
- この額は消費税約 15%分に相当し、一般会計・社会保障関係費全体をも上回る。統計的検定の尺度では、期待リターン+リスク 2σ の上限近くで収まっている。

2020 年度の GPIF による運用資産の収益額は+37 兆 7986 億円、収益率は+25.15%であった（図表 1 参照）¹。

これは、世界的な新型コロナウイルスの感染拡大が続くなか、世界の主要国で極めて大規模な財政支出と超金融緩和政策が行われ、内外の株式市場が大幅に上昇したことによってキャピタルゲインが巨額になったことが主な要因である。

なお、この収益額は積立金が市場運用を開始（2001 年度）して以降で最大である。

この巨額の運用収益の評価は難しい面もあるが、幾つかコメントしておきたい。

① GPIF の今回の収益額を、消費税収入（社会保障目的税化している）に換算すると、ラフな計算だが、+37 兆 7986 億円は消費税の約 15%分に相当する（消費税 1%で約 2.5 兆円の税収と想定）。

② 2021 年度一般会計予算の社会保障関係費全体（年金のほか、医療、介護、障害、子育て関係等を含む約 35.8 兆円）を上回っている。

③ 運用の基本ポートフォリオの期待リターンとリスク (σ) の視点で考えてみると、基本ポートフォリオから得られる期待リターンが確率的に正規分布するならば、収益は「平均（期待リターン） \pm リスクの 2σ 」の範囲までに約 95.5%が入る。この統計的検定範囲を判断尺度とすると、運用収益額の最大値（平均+ 2σ ）は約 43 兆円なので²、今回の収益額の実績は検定範囲の上限値に近い大きさである。

以上から、あくまで上記のような統計学的な判断では、今回の収益額の大きさは、「約 95.5%の確率の範囲で通常起こり得る結果」が起こった、ということになる。

ただ、やはりそう頻繁には起こらない大きな数字と認識すべきであろう。ちなみに個別資産で見ると、外国株式の収益実績は上記の判断基準の範囲を超えている。

¹ これは時価ベースの評価損益も含んだ額であり、実現損益額ではない。

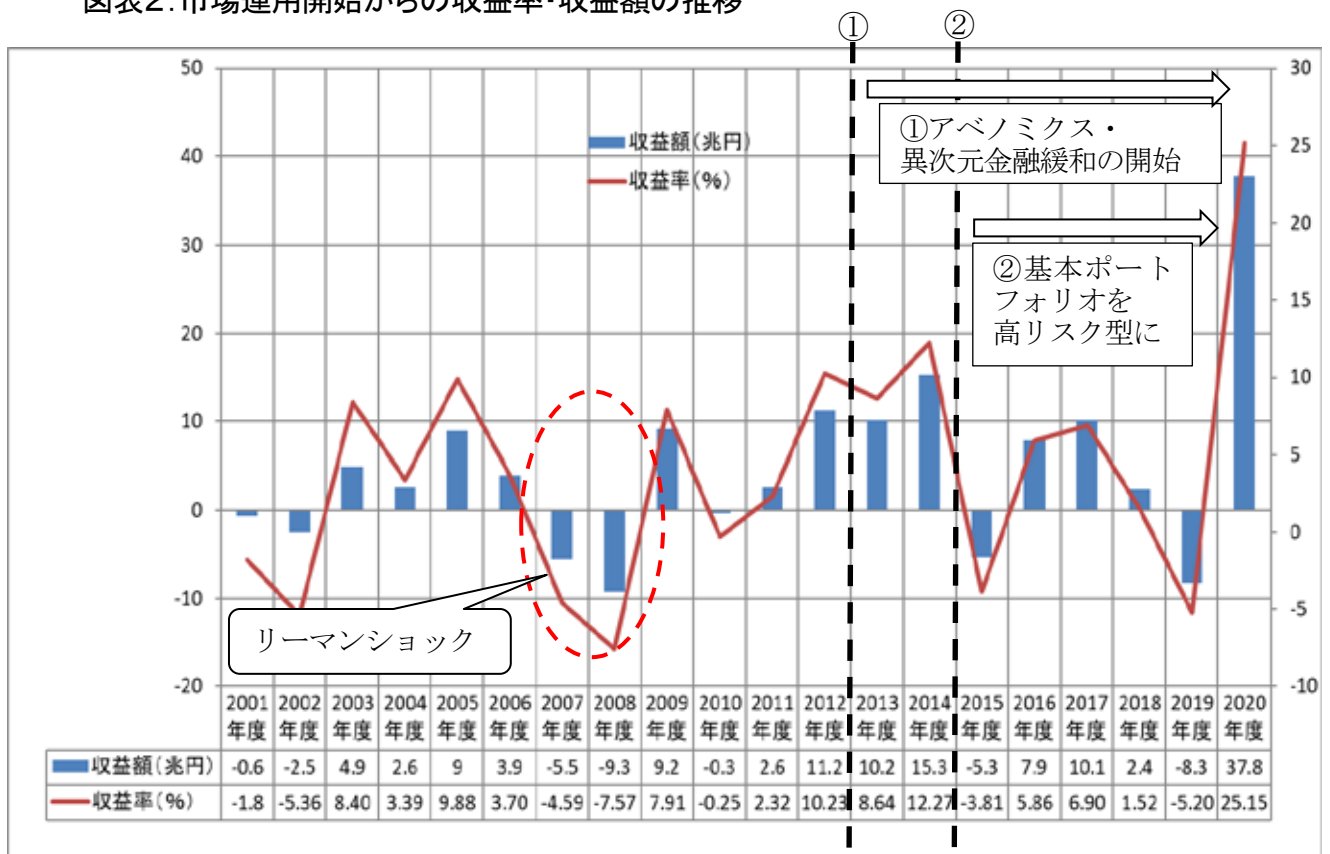
² 基本ポートフォリオの期待リターン：4.0%、リスク (σ)：12.3%として計算した。

図表1：市場運用開始からの収益率・収益額（単位：収益額は兆円、収益率は%）

	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度
収益額	▲0.6	▲2.5	4.9	2.6	9	3.9	▲5.5
収益率	▲1.8	▲5.36	8.4	3.39	9.88	3.7	▲4.59
	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
収益額	▲9.3	9.2	▲0.3	2.6	11.2	10.2	15.3
収益率	▲7.57	7.91	▲0.25	2.32	10.23	8.64	12.27
	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	累計
収益額	▲5.3	7.9	10.1	2.38	▲8.28	37.8	95.34
収益率	▲3.81	5.86	6.9	1.52	▲5.20	25.15	3.61

（出所） GPIF 2020年度業務概況書より筆者作成。累計の欄は2001年度以降の計算値。

図表2：市場運用開始からの収益率・収益額の推移



資産別の収益実績は以下の通りである。

なお、国内債券は、日銀の超金融緩和政策等により運用難が続くなか、2019年度に引き続きマイナス収益を計上している。

- ・国内株式：収益額 +14兆6989億円、収益率 +41.55%
- ・外国株式：収益額 +20兆6658億円、収益率 +59.42%
- ・外国債券：収益額 +2兆6738億円、収益率 +7.06%
- ・国内債券：収益額 ▲2398億円、収益率 ▲0.68%

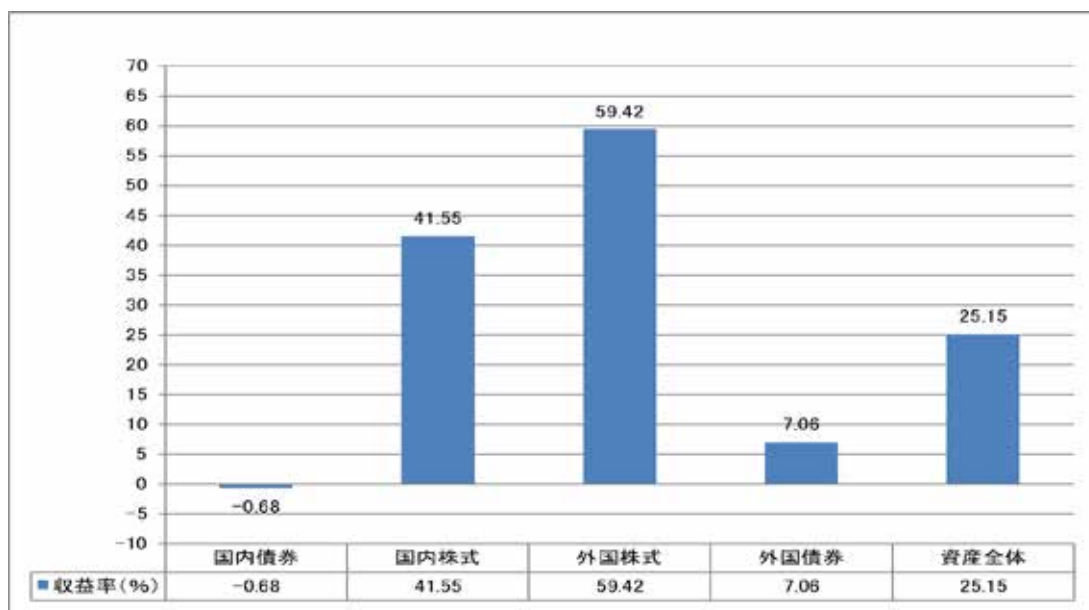
図表3:2020年度の運用資産別の収益率と収益額

	収益率 (%)	収益額 (億円)	インカムゲイン (億円)	キャピタルゲイン (億円)
国内債券	▲0.68	▲2,398	3,275	▲5,673
国内株式	41.55	146,989	9,468	137,521
外国株式	59.42	206,658	8,462	198,196
外国債券	7.06	26,738	8,923	17,815
全体	25.15	377,986	30,128	347,858

(注) 2020年度から国内債券に市場運用分の国内債券以外に財投債ならびに短期資産の収益も含んでいる。キャピタルゲインは合計の収益額からインカムゲイン分を引いて算出した。

(出所) GPIF 2020年度業務概況書より筆者作成

図表4:2020年度の運用資産別の収益率(時間加重収益率)



(出所) GPIF 2020年度業務概況書より筆者作成

(出所)SBI 証券ホームページ

2. インカムゲイン収益の内容について

- ・インカムゲインの近年の国内債券分の低下、内外株式等の増加傾向の要因には、国内金利の低下に加え、基本ポートフォリオの変更が大きく影響している。

運用収益の特徴の一つは、インカムゲインに関する近年の変化として、国内債券分が低下する一方、国内株式・外国株式・外国債券分が増加傾向にあることである。

これは、国内長期金利の大幅な低下³により、国内債券の平均金利が低下したことに加え、2013年6月以降の「基本ポートフォリオ」の変更で、国内債券の運用割合が大きく減り、他の資産が増えたことも大きな要因である（「基本ポートフォリオ」の変更については後ほど確認する）。

すなわち、市場金利水準の変化という受動的要因だけでなく、ポートフォリオの変更（国内債券から内外株式等へシフト）という積極的要因が大きく影響している。

GPIFは運用開始以来、「トータルリターン」を目指すなかでインカムゲインの安定的確保を掲げてきているが、「基本ポートフォリオ」の一連の変更はインカムゲインよりも内外株式中心にキャピタルゲインを享受することになっていると言える。

そのため、国内債券はインカムゲインを安定して稼ぐ中核的資産ではなくなっており、結果として、外国債券に加え、内外株式がキャピタルゲインだけでなくインカムゲインも支える構造になっていることを、改めて認識させられる。

図表 5: 市場運用開始からのインカムゲインの推移 (出所) GPIF 2020年度業務概況書



³ 市場全体でみて「株式配当利回り>債券利回り」の状態になっている。東証1部の予想平均配当利回りは1.97%、新発10年物国債利回りは0.045%（2021年6月現在）

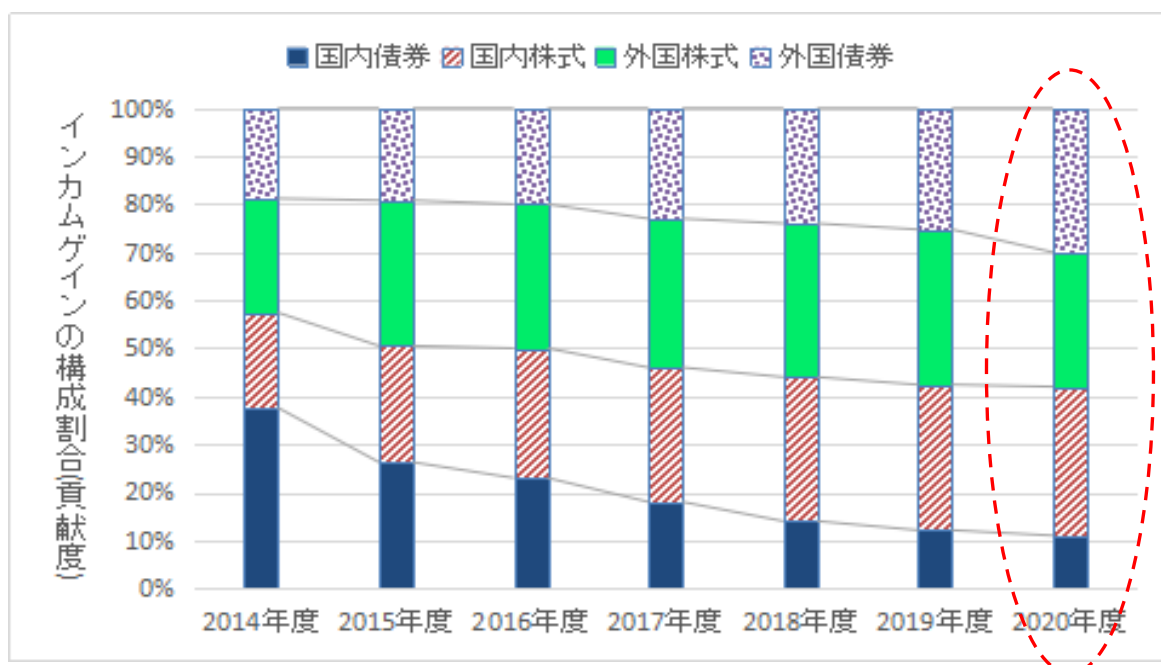
図表 6: 資産別インカムゲインの推移(2014 年度以降)

		2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度
国内債券	金額	8,551	6,723	5,779	4,984	4,389	4,020	3,275
	収益率	1.51%	1.27%	1.21%	1.12%	1.02%	1.08%	0.75%
国内株式	金額	4,457	6,075	6,843	7,824	9,070	9,820	9,468
	収益率	1.41%	1.99%	1.95%	1.92%	2.35%	2.76%	2.00%
外国株式	金額	5,300	7,714	7,534	8,699	9,761	10,382	8,462
	収益率	1.76%	2.48%	2.16%	2.25%	2.33%	2.79%	1.77%
外国債券	金額	4,204	4,904	5,178	6,282	7,198	8,189	8,923
	収益率	2.31%	2.59%	2.63%	2.63%	2.59%	2.25%	1.89%
全体		22,532	25,424	25,334	27,789	30,409	32,406	30,128

(注) 2020 年度の国内債券は円建ての短期資産を含み、外国債券は外貨建ての短期資産を含む。
為替ヘッジ付き外国債券は 2019 年度までは外国債券、2020 年度は国内債券に入っている。

(出所) 筆者作成

図表 7: インカムゲインの構成割合(貢献度)の推移



(出所) 筆者作成

3. 運用パフォーマンスの評価について

- ・年金積立金運用の評価は、①市場運用の巧拙の視点による市場ベンチマーク等との比較、に加え、②年金財政に与える影響を評価する観点から、名目賃金上昇率を上回る利回り(実質的な運用利回り)の達成度、が重要である。
- ・実質的な運用利回りの実績は設定された必要水準(+1.7%)を上回っている。
- ・パフォーマンス要因分析にはさらなる情報開示と丁寧な説明が求められよう。

年金積立金の運用実績評価に関しては、2つの軸がある。

まず、市場運用を行っていることから、運用の巧拙について、収益率をポートフォリオの複合ベンチマークや各資産市場のベンチマークと比較し、評価する必要がある。これは対市場超過収益獲得スキルを評価するもので市場運用では必須である。

ちなみに、2020年度の収益率実績の対ベンチマーク超過収益について確認すると、ポートフォリオ全体の評価では、複合ベンチマーク(+24.83%)に対し+0.32%となり、実質7年ぶりにプラスを確保している。

資産別には、国内債券はベンチマークに対し+0.02%、外国債券はベンチマークに対し+1.63%、とプラスだった一方、国内株式はベンチマークに対し-0.59%、外国株式はベンチマークに対し-0.79%、と劣後している。

ベンチマーク対比では必ずしも上手く運用できているわけではないと言える。

なお、これらに関する要因分析は、資産配分要因・ベンチマーク要因・ファンド要因に分けた数字が開示されている。このうち、資産配分要因に関しては別途解説もあるが、他の要因についての説明は十分と言えない。たとえ0.59%でも金額的には約1兆円になる。その意味でもより十分な情報開示と丁寧な説明が求められよう。

図表 8:2020 年度の超過収益率の要因分解

	収益率			資産全体の超過収益率の要因分解				
	GPIFの収益率 ①	ベンチマーク収益率 ②	超過収益率 ①-②	資産配分要因 ①	ベンチマーク要因 ②	ファンド要因 ③	その他要因 (誤差含む)④	寄与度 ①+②+③+④
資産全体	+25.15	+24.83	+0.32	+0.15	-0.17	+0.37	-0.03	+0.32
国内債券	-0.68	-0.70	+0.02	-0.10	-0.02	+0.02	+0.00	-0.10
外国債券	+7.06	+5.43	+1.63	+0.13	+0.06	+0.42	-0.02	+0.58
国内株式	+41.55	+42.13	-0.59	-0.14	-0.17	+0.04	+0.00	-0.26
外国株式	+59.42	+60.21	-0.79	+0.26	-0.05	-0.11	-0.01	+0.10

(出所) GPIF 2020 年度業務概況書

もう一つの軸は、公的年金の制度運営・年金財政の観点からのものである。

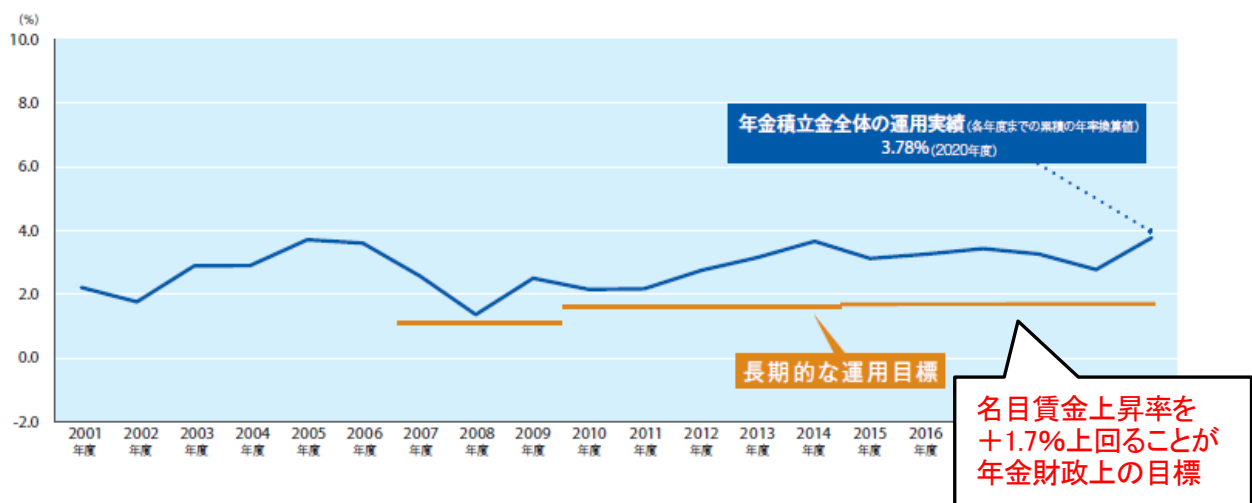
年金積立金の運用は、制度の仕組み上、名目賃金上昇率を上回る実績が必要とされ、運用利回りのうち名目賃金上昇率を上回った分が「実質的な運用利回り」⁴となるが、第4期中期目標において、運用で達成すべき「実質的な運用利回り」は+1.7%に設定されている⁵。

2020年度の「実質的な運用利回り」を確認すると+1.7%の設定水準を大幅に上回っている（+24.62%超過）。金額ベースでは約35兆円の超過達成である。

これは、2019年「財政検証」における将来の予定積立金残高をそれだけ上回り、次回の財政検証に向けて言わば「のりしろ」ができていることを意味する。

もちろん、これは時価評価で確定したものではなく、今後の運用次第では縮小・消失する可能性もある。そうした変動は市場運用では避けられないことではあるが、「のりしろ」の変化には留意が必要であろう。

図表9:「実質的な運用利回り」の実績値と設定値の比較



(出所) GPIF 2020年度業務概況書を基に筆者加筆

⁴ 我が国の公的年金は、制度上、負担も給付も概ね「賃金」に連動する仕組みになっている。例えば、負担面では太宗を占める厚生年金の保険料は「賃金」×保険料率で算出している。給付面では新規受給裁定時に過去の「賃金」を現在価値へ再評価し、給付額を計算している。

⁵ 社会保障審議会資金運用部会において、第4期中期目標で以下のように定められた。「財政検証を踏まえ、長期的に年金積立金の実質的な運用利回り（運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの）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、基本ポートフォリオを定め、これに基づき管理を行うこと。」

4. 運用資産の構成について

- ・4資産別の2021年3月末残高は2020年4月以降の新しい「基本ポートフォリオ」の基準割合とほぼ同じ数字に落ち着いている。
- ・資産別構成割合の分けとその数値表示については、若干の留意が必要である。

2021年3月末のGPIFの運用資産総額は、時価ベースで186兆1624億円、年金特別会計の管理分を加えると年金積立金の総額は192兆1474億円となり⁶、2019年度から約36兆6300億円増加している。

資産別の資産残高と全体に占める構成割合は以下の通りである。

4資産の2021年3月末残高は2020年4月以降の新しい「基本ポートフォリオ」の基準割合とほぼ同じ数字である（「基本ポートフォリオ」については後述する）。

- ・国内債券の資産残高は49兆1627億円、構成割合は25.92%
- ・国内株式の資産残高は47兆2273億円、構成割合は24.58%
- ・外国株式の資産残高は47兆8180億円、構成割合は24.89%
- ・外国債券の資産残高は47兆2943億円、構成割合は24.61%

ただ、業務概況書におけるこれらの数値には若干の注意が必要である。

国内債券の残高は一見すると、2019年度から大きく増加した数字になっている（2019年度の業務概況書の計数表示上は32兆1259億円であった）。

これは、株式のように市場の時価上昇による変化ではなく、また、ポートフォリオの変更で新たに大きな資金が配分されたことによる変化でもなく、主に資産区分上の扱いとその数値表示の変更によるものである。

すなわち、国内債券とは2019年度まで別区分での扱いになっていた為替ヘッジ付き外国債券及び円建て短期資産等を、リスク管理の視点を明確にするため等から、2020年度から国内債券と同じ区分での数値を表示する扱いにしたことによる。純粋に国内債券だけをみれば、2019年度とそれほど変わらない残高であろう。

一方、外国債券の区分の数値はほぼ為替ヘッジなし外国債券のものとなっている。外国債券市場自体の上昇は+5.43%にすぎず、2019年度の34兆5498億円からの大幅な残高増加は、主に追加資金が大量に投入されたことによる。これは2020年4月に「基本ポートフォリオ」が変更され、基準資産配分が引き上げられたためである。

業務概況書レベルとはいえ、説明責任の点でもう少し親切な説明が必要であろう。

⁶ GPIFでの運用資産の他に年金特別会計で管理する約6兆円を含んだ数値である。

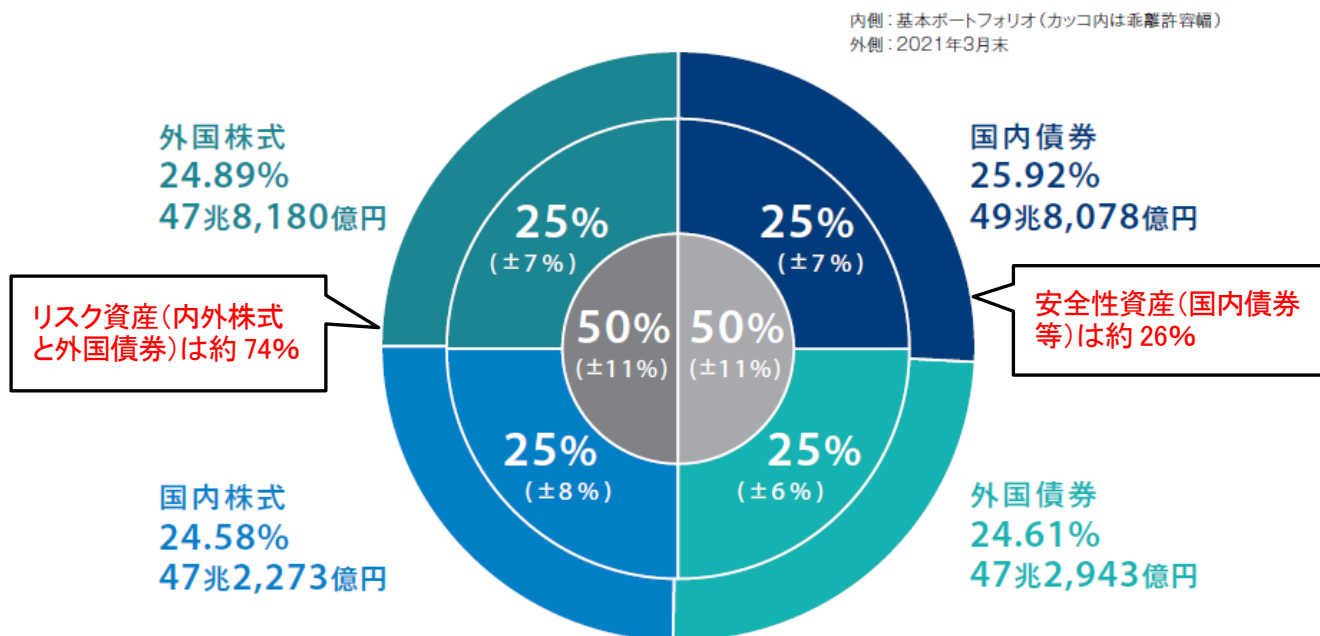
図表 10: 運用資産別の資産額と構成割合

	2019 年度末		2020 年度末		基本ポート フォリオ (%)
	運用資産額 (億円)	構成割合 (%)	運用資産額 (億円)	構成割合 (%)	
国内債券	371,259	23.87	498,078	25.92	25.0 (±7)
国内株式	355,630	22.87	472,273	24.58	25.0 (±8)
外国株式	371,639	23.90	478,180	24.89	25.0 (±7)
外国債券	364,087	23.42	472,943	24.61	25.0 (±6)
短期資産	92,552	5.95	—	—	—
合計	1,555,168	100.0	1,921,474	100.0	100.0

(注) 年金特別会計の管理分(約6兆円)を含む。2020年度末の数値では、為替ヘッジ付き外国債券及び円建て短期資産は国内債券に、外貨建て短期資産は外国債券に入っている。

(出所) GPIF 2020年度業務概況書より筆者作成

図表 11: 2020 年度末の資産別構成割合(基本ポートフォリオの基準値との比較)



(注) 年金特別会計での管理分の約6兆円を含む。

為替ヘッジ付き外国債券及び円建て短期資産は国内債券に、外貨建て短期資産は外国債券に含む

(出所) GPIF 2019年度業務概況書に筆者コメントを加筆

5. 「基本ポートフォリオ」の変更について

- ・2020年4月に「基本ポートフォリオ」を変更しているが、これは、2019年「財政検証」と連動して見直された積立金運用の中期目標に基づいたものである。
- ・変更後の「基本ポートフォリオ」は、実質運用利回り目標を確保しつつ、ダウンスайдリスク等について改めて最適化を行い、その結果、国内債券の配分を引き下げ（35%→25%）、外国債券の配分を引き上げている（15%→25%）。

年金運用の要諦はポートフォリオ運用であり、最適な「基本ポートフォリオ」の設定とそれに基づく適切な運用マネジメントが重要であることは言うまでもない。

GPIFは「基本ポートフォリオ」を定めて、これに基づいた運用を行っているが、直近の変更についてみると、2019年「財政検証」と連動して運用の中期目標が見直され、新たな第4期中期目標（2020～2025年度）が設定されたことを受けたものである。

この中期目標を改めて確認すると、年金積立金の運用目標については『長期的に年金積立金の実質的な運用利回り（運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの）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しよう、基本ポートフォリオを定め、これに基づき管理を行うこと』となっている。

これを受けて、年金財政上必要な運用利回り目標を満たしつつ、最もリスクの小さいポートフォリオ（具体的にはポートフォリオの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）⁷ポートフォリオを選定することとして、改めて条件付き最適化計算を行っている。

その結果、主な変更点として以下のことが2020年4日より適用されている。

- ・国内債券の基準構成割合を35%から25%に引き下げ、その分、外国債券を15%から25%に引き上げる。
- ・内外株式の基準構成割合は変更しない。
- ・上記に連れて各資産の基準からの許容乖離幅も修正する。
許容乖離幅は資産ごとに加え、債券全体および株式全体についても設定する。

⁷ 下方確率は名目賃金上昇率を下回る確率、条件付平均不足率はリターンが名目賃金上昇率を下回る時の平均的な不足率である。

なお、資産区分とその管理において、為替ヘッジ付き外国債券及び円建ての短期資産については国内債券に区分し、外貨建ての短期資産については外国債券に区分している。

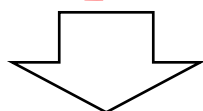
また、オルタナティブ資産（インフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産）については、リスク/リターン特性に応じて、国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式に区分し、オルタナティブ資産全体の上限を5%（例外規定あり）としている。

オルタナティブ資産のリスク管理に関しては、よく指摘されることではあるが、GPIFの運用においても、オルタナティブ資産の割合が今後増えていけば、それらのリターンやリスクのプロファイルが全体へ与える影響は決して小さくないと考えられることから、十分な注意が必要である（オルタナティブ資産での運用内容については後で論述する）。

図表 12: 今回の「基本ポートフォリオ」の変更内容

【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%



【変更後】（2020年4月以降）

	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%	

（出所） GPIF 「基本ポートフォリオの変更について(2020年3月31日)より筆者作成

（注）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、見通しは、合理的な根拠を持つものでなければならない。

6. 「基本ポートフォリオ」のリターンとリスクについて

- ・変更前と比べると、期待リターンは低下している。リスクは若干減っている。
- ・全額国内債券の運用と比較しても、現在の環境下では説得力に乏しく、全額内外株式やオルタナティブ資産を大幅に増やした場合等を確認する方が有益だろう。

「基本ポートフォリオ」の期待リターンとリスク等は、図表15の通りである。
 変更前と比べると、期待リターンは低下しているがリスクは若干減っている⁸。
 また、下方確率、条件付平均不足率は、変更前よりも若干だが改善している。

なお、業務概況書では、今回も全額国内債券の場合の結果と比べることで、選定したポートフォリオの良さを訴求している。

しかし、全額国内債券で運用した場合の将来パフォーマンスの悪さは、前提となる運用環境が債券運用に厳しいものであることを考えれば、当然の結果と言える。

従って、ポートフォリオの優劣について、全額国内債券の運用と比較しても、あまり説得力は無いのでないだろうか。

それよりも、全額内外株式やオルタナティブ資産を大幅に増やした場合等を確認した方が、積立金運用に関して有益な情報が得られ、有意義なのではないだろうか。

筆者は、全額内外株式での運用やオルタナティブ資産を大幅に増やすことを主張しているものではないが、積立金運用を行う上でこうした試算とその情報開示は、「フォワードルッキング」な対応と考えている。

図表13:「基本ポートフォリオ」の期待リターンとリスク

	実質的な リターン	名目 リターン	標準偏差	下方確率	条件付平均不足率	
					正規分布	経験分布
変更前	1.77%	4.57%	12.8%	44.4%	9.45%	11.2%
変更後	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場合

変更前	0.20%	2.60%	12.32%	51.7%	3.86%	3.52%
変更後	-1.6%	0.7%	2.56%	70.7%	3.0%	3.0%

(出所) GPIF 「基本ポートフォリオの変更について(2020年3月31日)より筆者作成

(注) 下方確率は名目賃金上昇率を下回る確率、条件付平均不足率は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

⁸ ポートフォリオのリスクがリターンとともに低下したのは、今回の利用データにおける国内株式等でのリスクの低下や各資産間の相関係数の変化によるものである。

なお、参考までに、今回の見直しに際して、GPIFが用いた主な運用資産の期待リターン・相関係数を示すと、図表16・図表17の通りである。

運用における期待リターンに関しては、「実質的な運用利回り」（対賃金上昇率スプレッド）を達成する上で重要なベンチマークになる名目賃金上昇率は、財政検証の経済前提（ケースⅢ）の将来の平均値である「2.3%」としている⁹。

また、標準偏差と相関係数については、今回、バブル崩壊後の過去25年の年次データを用いて、推計している。

図表14:各資産の実質利回り(対名目賃金上昇率スプレッド)

短期金利	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	賃金上昇率
-1.7	-1.6	0.3	3.3	4.9	2.3
(0.6)	(0.7)	(2.6)	(5.6)	(7.2)	

(注) 各資産の上段は実質利回り（対名目賃金上昇率スプレッド）、下段は名目利回り。

(出所) GPIF：基本ポートフォリオの変更について、

図表15:標準偏差(リスク)と相関係数

	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	賃金上昇率
標準偏差	2.56%	11.87%	23.14%	24.85%	1.62%

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

(出所) GPIF：基本ポートフォリオの変更について

(注) 国内債券の標準偏差の計算では将来のデフレーションの長期化を考慮している。

⁹ 2019年「財政検証」の経済前提はケースⅠからケースⅥまで設定されているが、私見だが、ケースⅢは全要素生産性や賃金・物価の上昇率等から見て、楽観的な想定だと思われる。筆者はケースⅤの蓋然性が最も高いと考えており、ケースⅢに基づく積立金の運用利回りの設定は高めになっていると言えよう

7. 「基本ポートフォリオ」の変遷とその効果について

- ・今日に至る「基本ポートフォリオ」の変更はリスクテイクへのシフトであり、アベノミクスの発動等の政権の経済政策と平仄を合わせたものである。
- ・一連の「基本ポートフォリオ」の変更はここまで奏功したと言えるが、それは、世界的な株高等の運用環境をタイミング良く享受できたことも大きい。
- ・その裏側でポートフォリオの収益変動の拡大等のリスクには留意すべきである。

今日に至る「基本ポートフォリオ」の変更は、簡単に言えば、運用のリスクテイクへのシフトである。足元の大幅なプラスの運用実績はそれが奏功した結果と言える。そこで、GPIFの「基本ポートフォリオ」の変遷について簡単に確認しておく。

GPIFの「基本ポートフォリオ」は、GPIF設立時の2006年の設定からしばらくは変更されなかったが、2013年6月に第二次安倍政権の下で初めて変更が行われた。その時は、それまで67%あった国内債券の構成割合を60%に下げ、その分を内外株式や外国債券に振り向ける、という小幅なものであった。

しかし、次の2014年10月の変更では、国内債券を60%から35%に一気に引き下げ、国内株式と外国株式を各々12%から25%へ約2倍の割合に引き上げるといふ、かなり大胆な変更であった。

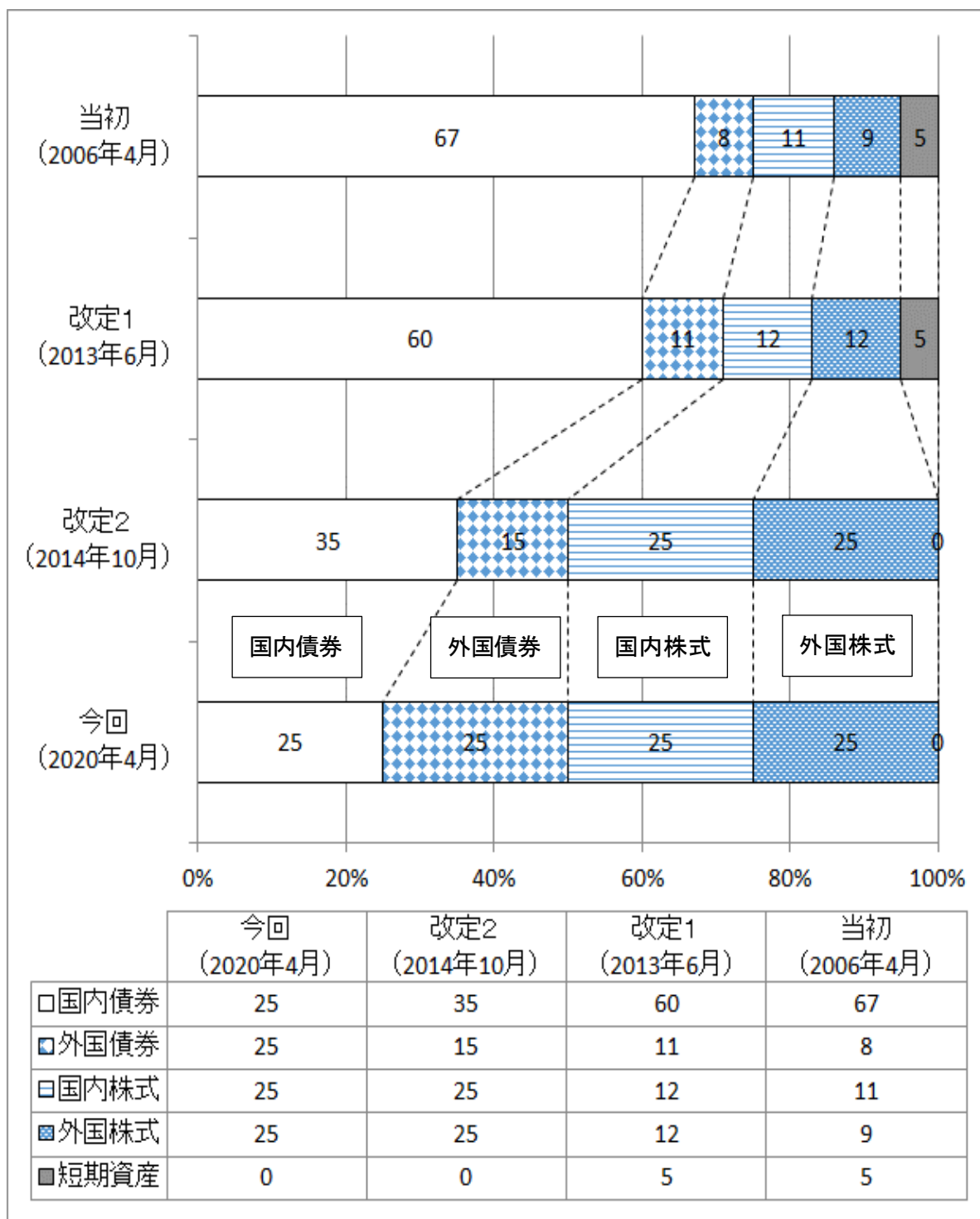
これは、アベノミクスの発動、日銀の異次元金融緩和策の実施・日本再興戦略等、政権の経済政策と平仄を合わせたものであったことは半ば明らかであろう（この点に関する詳細な論議は、本論からはずれるのでここでは割愛する）。

そして、2020年4月にさらに国内債券を25%まで減らして、その分外国債券を15%から25%へ増やしたのである。

こうした一連の「基本ポートフォリオ」の変更により、結果として、ここ数年間、運用で想定以上の巨額の収益を計上できたわけだ、これは、内にあつてはアベノミクス・超金融緩和政策、外にあつてはトランポノミクス等による運用環境の変化を、リスクシフトしたポートフォリオでタイミング良く享受することができた、といふかなり恵まれた面があつたからとも言える。

しかし、こうした成果とは表裏一体であるが、ポートフォリオの収益変動の拡大等に見られるように、将来の年金積立金確保に対するリスクも相対的に大きくなつている点にも留意したい。次にこの点を確認する。

図表 16: GPIF の基本ポートフォリオの変遷



(出所) 筆者作成

8. ポートフォリオ運用の将来リスクについて

- ・ GPIF自身の検証では、現行「基本ポートフォリオ」で予定積立金額を確保できないリスクは以前に比べてやや低くなっているが、それでも約40%の確率がある。
- ・ 足元の運用は順調であるが、今後の展開次第では、必要額を確保できないリスクが高まることもあり得るので、現行の運用への楽観的な見方は控えたい。

公的年金の積立金の実践的な意義は、相当規模の残高を確保し、運用することで将来の国民への年金給付支出を着実かつ安定的に支えることである。

もし、公的年金の積立金の運営が揺らげば、それは年金だけの問題ではなく、社会経済の各方面に少なからぬ影響が生じてしまうことは言うまでもない。

先に見たように、GPIFの足元の運用は良好と言えるが、ポートフォリオの収益変動の拡大等に見られるように、年金積立金にとっての潜在的リスクも小さくない。果たして、将来にわたって制度運営上必要な積立金額を確保できるかが問題となる。

これに関して、GPIFは「基本ポートフォリオ」で運用を続けた場合、将来必要な積立金額を確保できないリスクを算出し公表しているので、業務概況書におけるその内容を確認したい。

具体的には、「基本ポートフォリオ」の策定において、各資産の市場データ（リターン・リスク等）を利用し、確率的手法によるシミュレーションを行い、「財政検証」で予定した将来積立金残高を確保できないリスクを推計している。

それによれば、2020年4月より前の「基本ポートフォリオ」よりも、変更後の「基本ポートフォリオ」の方が、将来的に必要な積立金額を確保できないリスクはやや低くなることが示されている。

この結果から、GPIFは、現行「基本ポートフォリオ」が運用目標を満たしつつ、積立金の下振れリスクを最小化した最も効率的なものである、としている。

しかしながら、現行「基本ポートフォリオ」においても、長期的に見て将来必要とされる積立金額を下回るリスクが40%近くあることを軽視してはならないと思われる。

繰り返しになるが、現在の数値で将来の年金財政が確定したわけではなく、市場運用している以上、今後の展開次第では、将来必要な積立金額を確保できないリスクが現行の数値以上に高まることもあり得る点にも留意しなければならない。

図表17:将来の予定積立金額を下回る確率(リスク)

	25年後	50年後
現行の基本ポートフォリオで運用	38.1	39.8
全額国内債券で運用	100.0	100.0

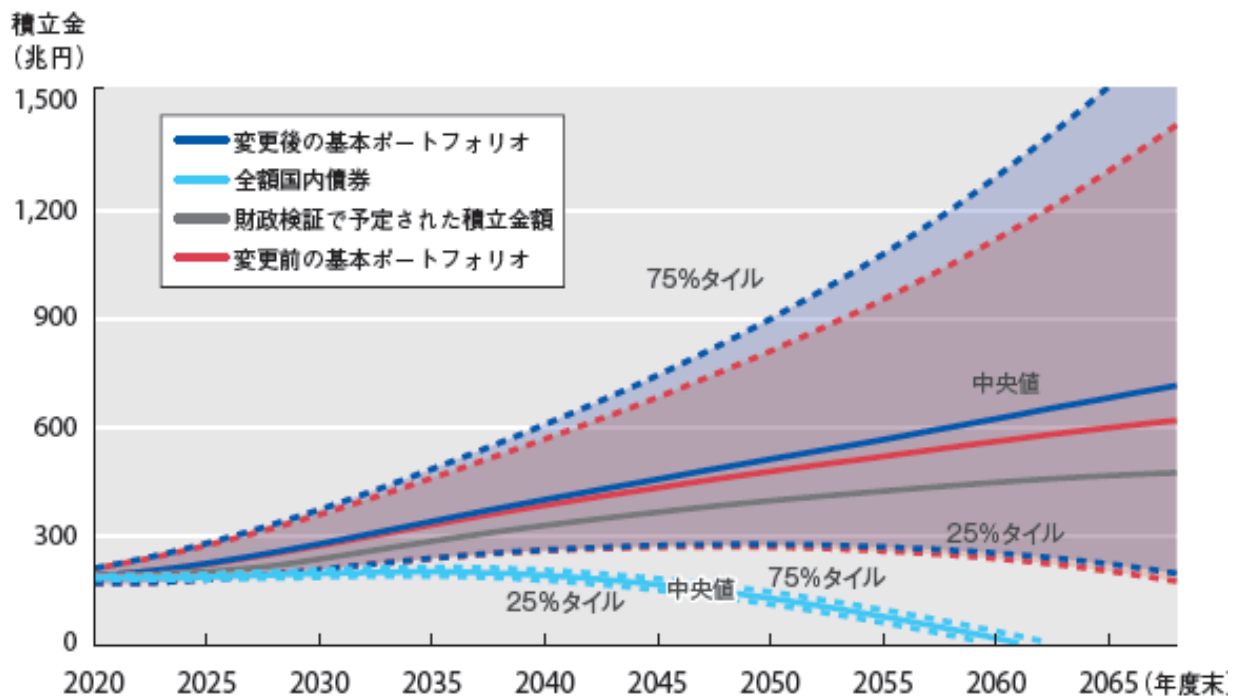
(参考)

以前の基本ポートフォリオでの運用	40.0	43.0
------------------	------	------

(出所) GPIF：基本ポートフォリオの変更について、2020年度業務概況書

(注) 数字は下回る確率なので、全額国内債券の場合は必ず下回ってしまうことを意味する。

図表18:「財政検証」の予定積立金額と「基本ポートフォリオ」での運用結果の比較



(出所) GPIF：基本ポートフォリオの変更について、2020年度業務概況書

3. オルタナティブ資産の運用について

(1) 運用の目的と方針

- ・オルタナティブ資産を運用ポートフォリオに組み入れにより、運用効率の向上、超過プレミアムの獲得効果が期待されることから、中期計画に明記され、2017年度以降、運用を開始している。
- ・投資対象はインフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産で、2020年度末の運用額は13,419億円、積立金全体に占める割合は約0.7%にとどまる。
- ・パフォーマンスについては、投資を開始してから未だ日も浅く、全体として評価するのは時期尚早であろう。
- ・コスト面、運用リスク管理面、オペレーション運営面等で留意点も多く、管理運用体制の充実強化が不可欠である。

GPIFは、2012年度からオルタナティブ資産への投資についての調査研究を進め、パイロット投資を経て、2015年度からの中期計画（2015年度～2019年度）において、資産全体の5%を上限にオルタナティブ資産へ投資することを明記した。

その計画に沿って、2017年度以降、オルタナティブ資産での本格的な運用を開始するとともに、これらを適切に運営管理するための体制整備（2021年度はパフォーマンスの詳細把握等の対応整備）を進めている。

投資対象は、現在のところ、インフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産の3領域である。

投資実績を確認すると、2021年3月末時点のオルタナティブ資産の時価総額は13,419億円、積立金全体に占める割合は約0.7%で、全体から見ると未だ極めて低い割合にとどまっている。

パフォーマンスについては、3領域の中で、不動産は比較的順調な結果であるが、一方、プライベート・エクイティについては未だ投資開始してから日が浅く、時間経過や投資の規模・内容等が十分に備わっていない。

全体として、実績を適切に評価するのは現時点では時期尚早と言えよう。

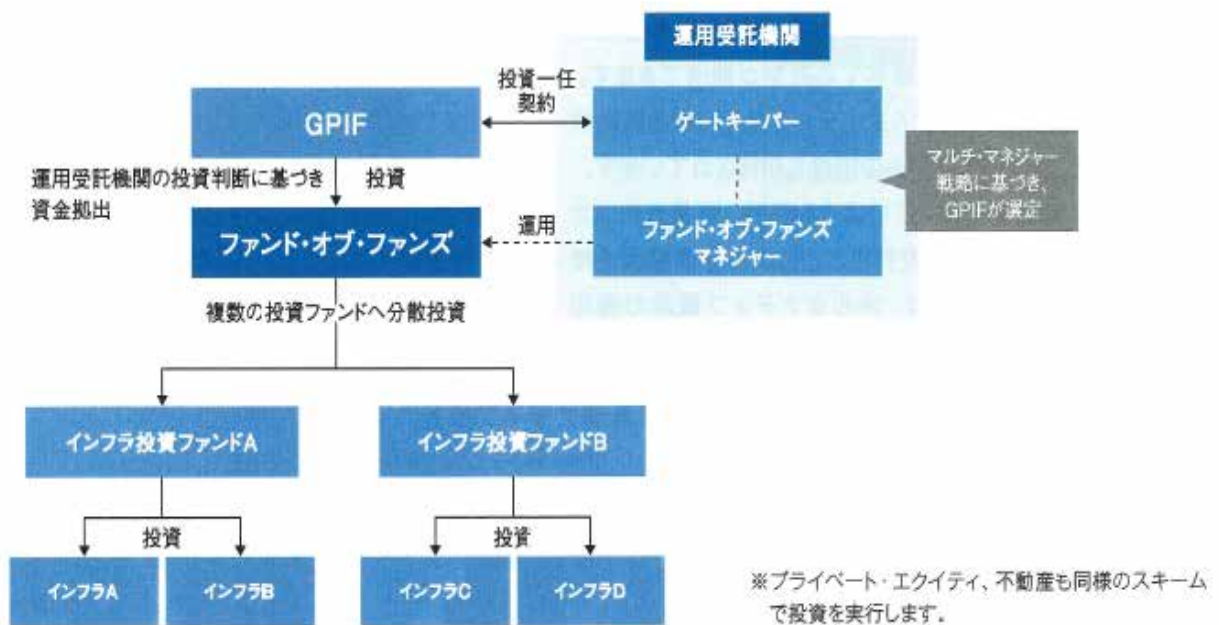
実行している投資スキームや手法には、コスト面（運用報酬、ファンド内部コスト等）、運用リスク管理面（運用関連情報の把握や価値評価の困難、リスクプロファイルの不透明さ等）、オペレーション運営面（執行の制約や情報の不十分さ等）等、多くの留意点が指摘されており、管理体制の一層の充実強化が求められる。

図表 19: GPIF のオルタナティブ投資の歩み



(出所) GPIF 2020 年度業務概況書

図表 20: GPIF のオルタナティブ投資のスキーム(インフラストラクチャー投資の場合)



(出所) GPIF 2020 年度業務概況書

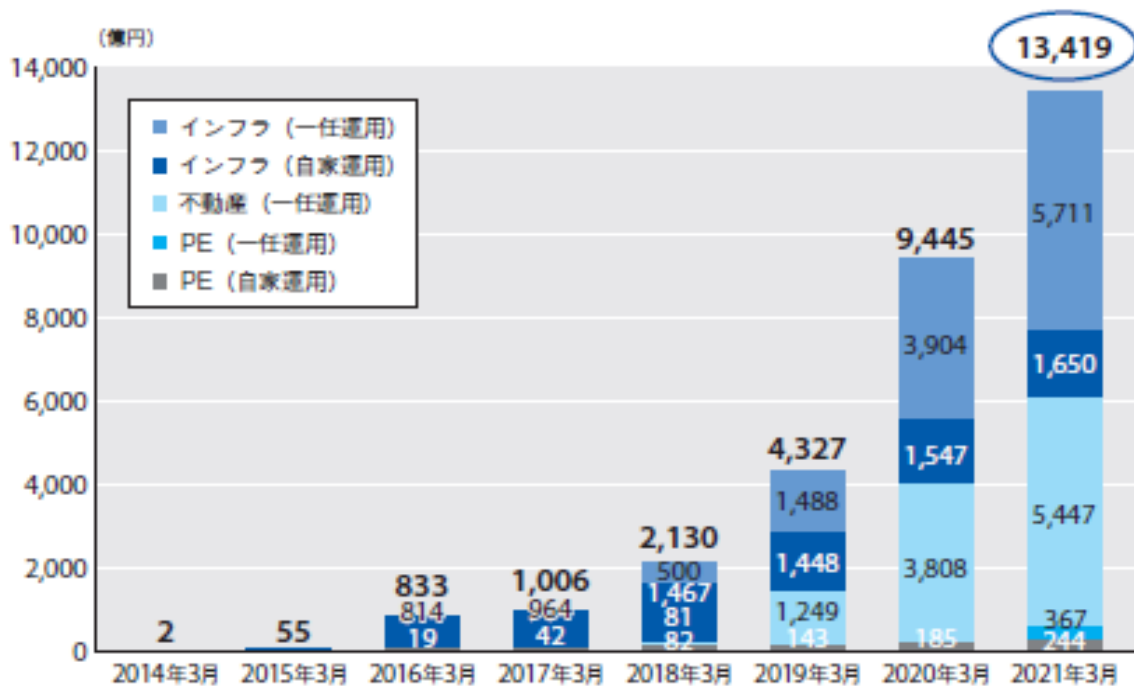
図表 21: GPIF のオルタナティブ投資の運用状況

	オルタナティブ資産全体	インフラストラクチャー	不動産	プライベートエクイティ
コミットメント額(億円)	29,810	11,389	11,340	7,081
時価総額(億円)	13,419	7,362	5,447	610
(参考: 2019年度実績)	9,445	5,451	3,808	185
内部収益率(投資開始来、円建)	4.89 %	3.86 %	7.23 %	6.25 %
国内資産(円建て)	5.29 %	3.57 %	5.70 %	—
海外資産(米ドル建て)	4.32 %	3.69 %	6.74 %	3.83 %
海外資産(円建て)	4.83 %	3.87 %	8.23 %	6.25 %

(注) 内部収益率(IRR)は金額加重収益率とも呼ばれており、投資家とファンドとの間のキャッシュフロー(資金拠出や分配金受領等)のタイミングや規模を勘案して収益率を算出する。オルタナティブ資産の運用ではファンドの運用機関が投資や資産売却のタイミングを決め、その都度投資家に対して投資資金の拠出を求め(キャピタルコール)、投資回収した資金の分配(ディストリビューション)を行う。そのため、キャッシュフローのタイミングや規模の決定も運用機関の能力の一部であるという考え方から、内部収益率(IRR)が利用される。

(出所) GPIF 2020年度業務概況書をもとに筆者加筆

図表 22: GPIF のオルタナティブ投資の時価推移



(出所) GPIF 2020年度業務概況書

(2) インフラストラクチャー投資

① 投資概要

インフラストラクチャー投資（以下、インフラ投資と呼ぶ）とは、電力発送電、パイプライン、鉄道等のインフラストラクチャーへの投資を言う。

基本的に長期に渡り、安定した利用料収入（インカムゲイン）が期待できるので、海外では年金基金等の有力な投資手法の一つとなって、定着している。

特に社会・経済活動に不可欠で、当局による規制等が確固としており、長期契約に基づく安定した利用料収入等が見込まれるものを「コア型」と呼んでいる。

② 投資内容

「コア型」を中心とした分散投資をタイムリーかつ効率的に行うことで、利用料収入等からのインカムゲインを中心にした安定的なリターン獲得を目指している。

投資対象は、主に稼働中のインフラ事業のエクイティ（投資持分）及びその収入を裏付とするデット（債権）を投資対象とするファンドである。

投資方法は、①自家運用での投資信託の購入（2014年2月からカナダ・オンタリオ州公務員年金基金及び日本政策投資銀行（DBJ）との共同投資協定に基づく投資）に加え、②投資一任契約方式（ファンド・オブ・ファンズ形式）において、2017年度より運用受託機関を選定し、投資ガイドラインに従った運用を委託している。

③ 運用状況

投資残高は、2021年3月末で、7,362億円（時価総額）である。

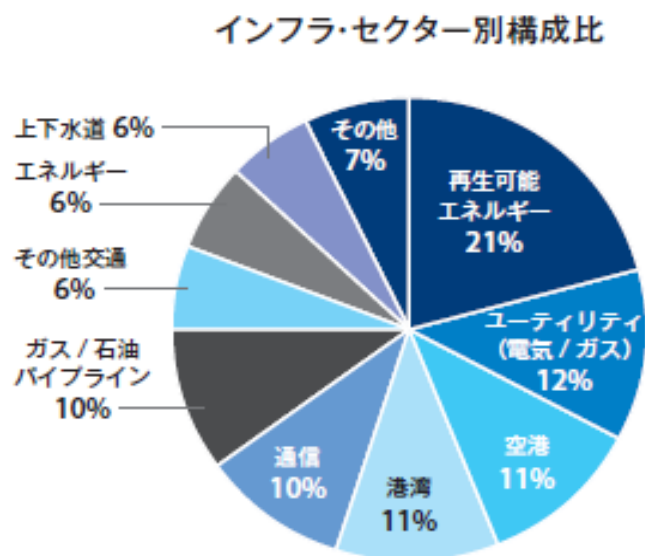
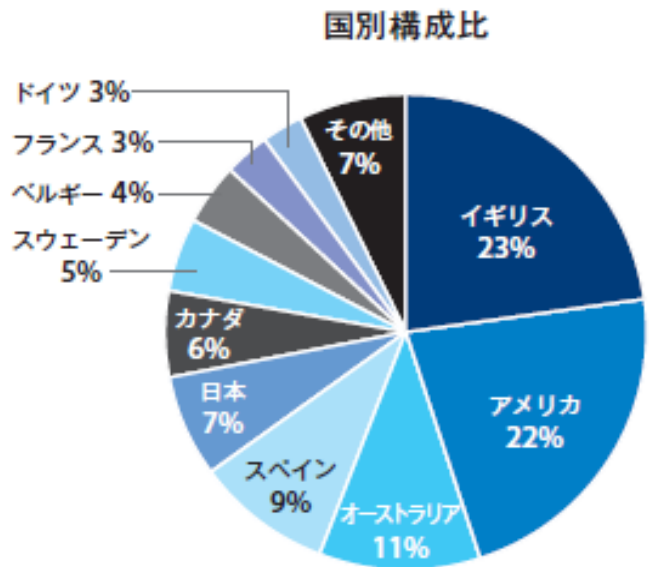
国別では、英国が23%、米国が22%、オーストラリアが11%、スペインが9%等となっている。セクター別では、昨今のSDGs・ESG投資への大きな流れを反映して、再生可能エネルギーが21%と、最大の投資領域になっていることが注目される。

収益面では2020年度の配当金は101億円であった。利回りを見ると、運用開始以来の円建て内部収益率は3.57%で、決して高いリターンとは言えない。

今のところ、投資を開始してから日も浅く、金額もそれほど大きくないので、本格的に評価するのは時期尚早であろう。

一般論になるが、年金資産の特性を考慮すれば、インフラ投資は将来にわたって長期的に安定したキャッシュフローが入ってくることから、積立金運用への適合度も高く、再生可能エネルギーやユーティリティ中心に積極的な取組みが支持される。

図表 23: GPIF のインフラストラクチャー投資の状況(2021 年 3 月末)



(出所) GPIF 2020 年度業務概況書

(3) 不動産投資

① 投資概要

不動産投資は、大きく言って、2つのアプローチ方法がある。

一つは、直接、実物不動産に投資する方法であり、家賃等の賃料（インカムゲイン）を得る、または、当該実物不動産を売却することでキャピタルゲインを得るものである。一般的な不動産会社や生命保険・損害保険会社は基本的にこの投資方法を取っている。

もう一つは、不動産投資を行っているファンドに投資する方法で、ファンドからの配当や分配金を得るか、当該ファンドを売却することでキャピタルゲインを得るものである。配当や分配金の源泉は当該ファンドが投資して得た賃料や売却益による収益である。

GPIFの不動産投資は、後者の手法によっている。

なお、不動産投資は、不動産市場に特有の需給関係等による価格変動があること、案件あたりの投資金額が比較的大きくなる場合が多いこと等から、投資のタイミング・対象種別等を分散し、不動産特有のリスクを分散することが重要である。

また、保有する不動産の資産価値を維持向上させていくことも大事で、管理運営も重要なポイントになる。

② 投資内容

運用方針は、入居テナントからの継続的・安定的な賃料収入が期待される投資戦略（「コア型」と呼ぶ）を基本とする。

「コア型」の不動産ファンドを中心に、分散投資をタイムリーかつ効率的に行うことで、インカムゲインを中心とした安定的なリターンの獲得を目指している。

投資対象は、主に稼働中の不動産を裏付とするエクイティ（投資持分）及びデット（債権）を投資対象とするファンドである。

投資方法は、投資一任契約方式（ファンド・オブ・ファンズ形式）で行っている。国内不動産は2017年12月から委託運用を開始していたが、海外不動産についても運用受託機関の選定を終え、2018年9月から委託運用を開始している。

2021年2月からは、グローバル・コア型共同投資ファンド領域¹⁰に新たに投資し、ポートフォリオの多様化を図っていることを公表している。

¹⁰ 少数の投資家との共同投資を中心とする運用。

③ 運用状況

投資残高は、新型コロナウイルス感染症により、商業施設等一部のセクターの時価はマイナスの影響を受けたようだが、2021年3月末時点で5447億円（前年度比+1639億円）に増えている。なお、国内の私募リートにも投資しており、2021年3月末時点で9銘柄、時価総額507億円となっている。

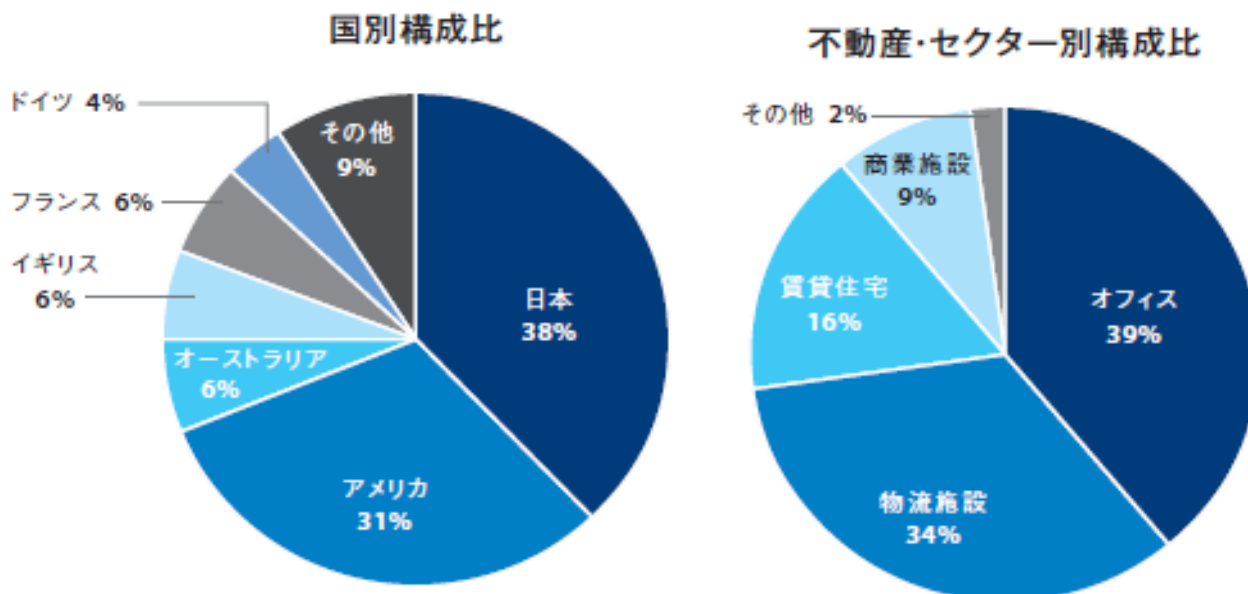
ポートフォリオの構成は、国別には、先行した国内不動産が依然として大きく、日本が全体の38%、アメリカが31%、オーストラリアが6%、イギリスが6%等となっている。

セクター別では、オフィスが39%、物流施設が34%、賃貸住宅が16%、商業施設が9%となっている。2019年度末と比べると、オフィス(2019年度末は26%)と物流施設(同31%)の順位が入れ替わっている。要するに、オフィス型が大きく買い増しされているのだが、これについては、運用しているファンドの状況も含めて、もう少し詳しい説明があっても良いのではないかと感じる。

収益面では、運用開始以来の国内分の内部収益率が5.70%、運用開始以来の海外分はUSドルベースで6.74%となっている。2020年度に受け取った配当金は133億円に増えている(2019年度の実績は35億円)。

総じて、不動産投資については、今のところ、比較的順調な状況にあると言えるだろう。

図表 24: GPIF の不動産投資の状況(2021年3月末)



(出所) GPIF 2020年度業務概況書

(4) プライベート・エクイティ投資

① 投資概要

主に非上場企業の株式(プライベート・エクイティ、以下、PE と呼ぶ) を投資対象とする。

PE に投資するファンドには、その運用手法・内容によって様々な種類があり、様々な成長・発展ステージにある投資対象に分散投資をしてリスクを分散しつつ、適切な投資タイミングと投入金額の規模を適切に判断し、投資を行う¹¹。

一般に、PE 投資は、資金の投入から収益獲得、元本回収までの時間軸が長くなる。

収益に関しては、投資のためのキャッシュアウトが先行するので、当分の間リターン(キャッシュフロー)がマイナスとなり、時間が経つにつれ、成果が上がり、リターン(キャッシュフロー)がプラスに転じる現象(Jカーブ効果)¹²がある。

こうした特性から、年金資産や大学のエンダウメント基金のような長い時間軸で継続投資が可能な資金の運用に向いていると考えられている。

② 投資内容

運用方針は、創業、成長、発展、再生といった様々なステージにある非上場企業へ分散投資を行うことで、主に企業価値の増大による比較的高いリターンを確保し、投資ポートフォリオ全体のリターン向上に貢献することとしている。

投資対象は、非上場企業の株式(PE)及び債権(プライベート・デット)等を投資対象とするファンドである。

投資方法は、①自家運用での投資信託の購入(2015年6月から国際金融公社(IFC)及び日本政策投資銀行(DBJ)との共同投資協定に基づいた投資と、②投資一任契約方式(ファンド・オブ・ファンズ形式)による委託運用がある。

②は2019年度まで実績が無かったが、2020年度から運用を開始している。

¹¹ PE ファンドには、バイアウト(投資実行後に投資先企業の経営改善やガバナンスの向上等を通じて企業価値を高める)、グロースエクイティ(事業拡大期の企業に成長資金を供給する)、ベンチャーキャピタル(成長が見込まれるスタートアップ等の新興企業に投資する)、ターンアラウンド(経営不振企業の債務のリストラクチャリング等を行う)、プライベート・デット(非上場企業向けの債権に投資する)等がある。

¹² PE ファンドへの投資では、一般的には投資開始初期には資金支出が先行することから投資損益がマイナス(損失)となり、その後投資先の企業価値向上によって徐々に未実現益が計上され、投資資産の回収時に高い実現益を得られる、という経緯を辿る。ファンドの累計損益額を年毎にグラフ化した形がアルファベットのJに似ていることから「Jカーブ」と呼ばれる。また、PE ファンド投資は長期投資であり、一般に、ファンドが運用を開始してから投資先を見つけ、資金を拠出し、最終的に資金を回収して投資リターンを得るまでに数年かかる。

③ 運用状況

投資残高は、2020年3月末で610億円であり、2019年3月末対比で425億円増加しているが、ようやく緒についたばかりと言え、規模的には未だ小さい。

ポートフォリオの構成は、国別では、北米域が35%、中国が22%、インドが15%、欧州域が12%等となっている。

業種別には、一般消費財19%、生活必需品17%、素材17%、ヘルスケア13%、IT12%等とかなり分散されている。

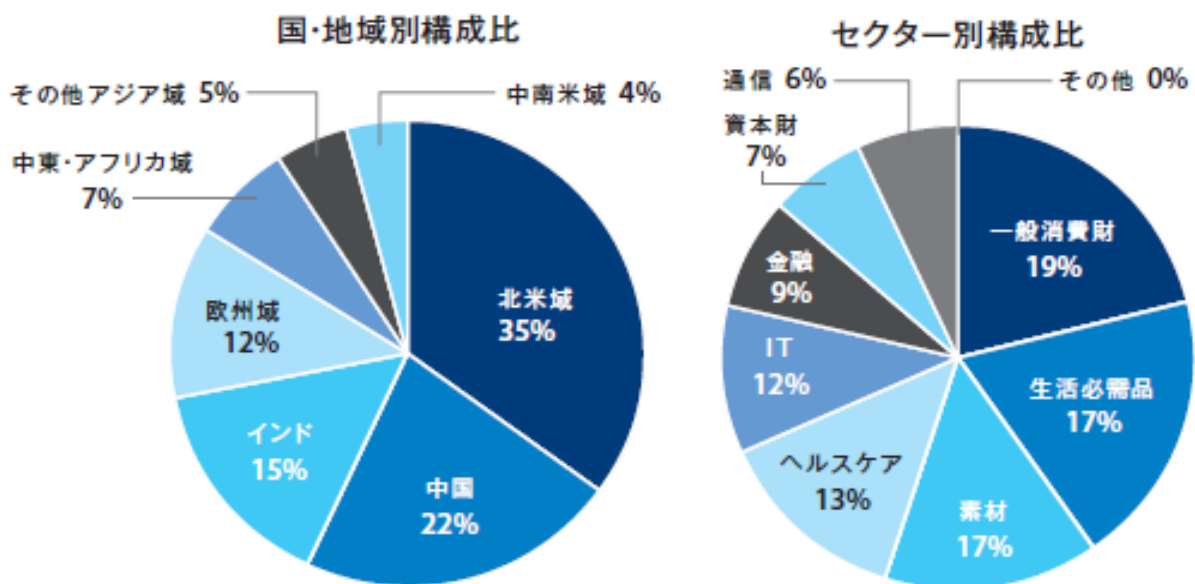
ここで、国別において、中国やインドが大きな割合を占めていることが目を引くこれは、プライベート・エクイティ投資の嚆矢として、自家運用分でIFCが運用している新興国対象PEファンドに投資したことによるもので、それ以外への投資を含めた全体の残高が未だ小さいため、現時点では大きな割合になっている。

今後は、投資の進捗に応じて、PE投資の市場規模が大きい北米や欧州等の先進国地域への投資が拡大していくと予想され、新興国の割合は低下していくであろう。

ただ、中国に関しては、昨今の共産党政府の民間ビジネスへの締め付け等に見られるように市場の不透明性が高まっており、政策リスク・制度リスクの増大等によるファンド投資等への中長期的な影響がやや気かりではある。

収益面では、自家運用として開始した2015年6月以来のUSドル建て内部収益率は+3.83%となっている。これは(2019年度の4.03%よりは若干低下しているものの)投資の一部でJカーブ効果の回収期に入っているためと見られる。

図表 25: GPIF のプライベート・エクイティ投資の状況(2021年3月末)



(出所) GPIF 2020年度業務概況書

図表 26: プライベート・エクイティ(PE)投資の種類

• **ベンチャーキャピタル (VC)**

成長が見込まれるスタートアップやアーリーステージの企業等を対象とし、成長資金を供給して、企業価値を高め、将来において企業が成長した暁に、投資に対する収益を回収する。投資期間は相対的に長くなる。

• **グロースエクイティ**

事業拡大期の企業に成長資金を供給し、企業価値を高め、将来において企業が成長した暁に、投資に対する収益を回収する。

• **ターンアラウンド (企業再生)**

経営不振企業の株式を取得し経営に参画し、デットエクイティスワップ (債務の株式化:DES) 等による債務のリストラクチャリング等を行って、企業価値を高め、投資に対する収益を回収する。

• **ディストレス**

経営破綻企業に対する債権や株式 (ディストレス証券) を買い取り、債権を転売するか、企業価値を高めて、購入した株式や債券から利益を得る。

• **バイアウト**

企業価値が実現していない企業に投資して経営権を取得し、経営改善やガバナンスの向上等を通じて、企業価値を高め、投資に対する収益を回収する。

金融機関から資金を借り入れ、少ない手元資金で買収を行い、レバレッジをかける場合をLBO (レバレッジド・バイアウト)、企業の経営者や責任者が株式を買い取る場合にはMBO (マネジメント・バイアウト) と言う。

• **プライベート・デット**

非上場企業の債権に投資する。

(出所) 筆者作成

5. おわりに

公的年金の給付を賄う収入面の財源としては、次の3つがある。

- ① 保険料収入
- ② 国庫負担（基礎年金部分の2分の1は国庫負担となっている）
- ③ 積立金からの運用収益と残高取崩し

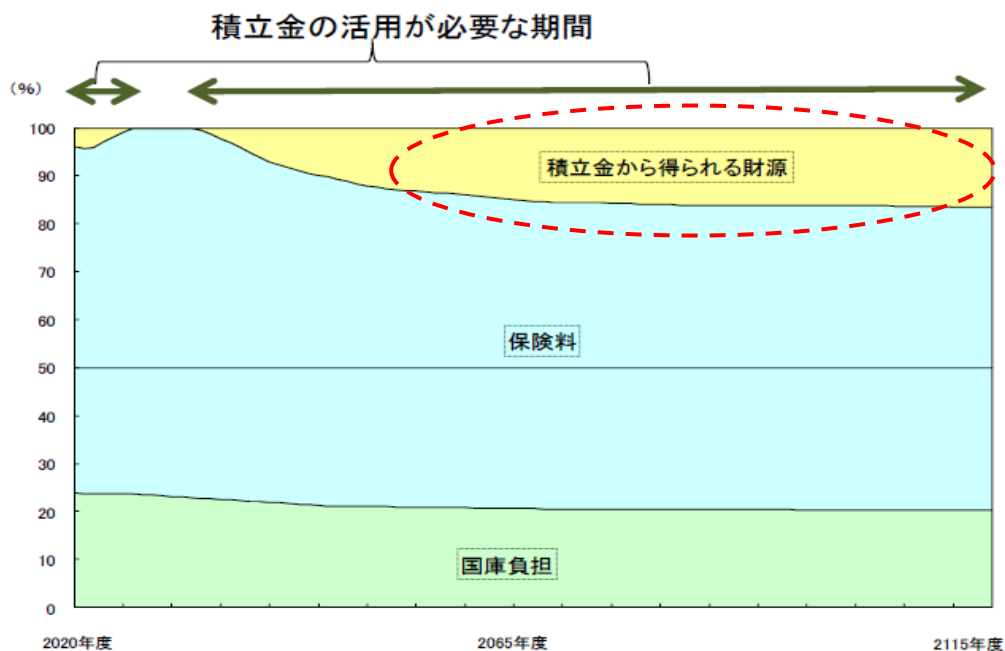
足元では給付の財源を積立金に頼る必要はあまりないので問題にはならないが、将来的には、積立金からの財源（運用収益+残高取崩し）で、最大の時点では年金給付の約2割、平均して約1割の金額を賄うことが想定されている。

平均1割なので積立金からの影響は小さいと言われているが、現実問題として、平均的な国民の老後生活の原資は限られた大きさであり、その多くを公的年金に頼っていることを鑑みれば、その限界的なインパクトは決して小さくないと思われる。

ここでは、運用成果は単なる「期待」ではなく、将来において「実現」するものとして、年金財政にビルトインされていることを改めて認識しておきたい。

現在のように超過収益によって「のりしろ」が生じるような運用が続けばよいが、先に見たように、現行ポートフォリオで予定積立金不足となるリスクは小さくない。

図表27: 我が国の公的年金の財政運営と積立金の活用(「財政検証」の推計ケースⅢ)



(出所) 厚生労働省「2019年度財政検証関連資料」(第9回社会保障審議会年金部会)

(注) 長期的な経済前提が最も標準的と思われるケースⅢの場合。物価上昇率：1.2%、実質賃金上昇率：1.1%、実質的な運用利回り(対賃金上昇率スプレッド) 1.7%

改めて翻ってみると、GPIFの積立金運用がリスクテイクに大きくシフトしてきたことで、運用の結果による積立金残高の変動は極めて大きなものとなっている。

ここで留意しておくべきなのは、もし大幅なマイナスの収益を年度決算で計上し、公表した場合、「市場運用における変動リスク」という側面だけでなく、公的年金の市場運用に対する社会や国民からのネガティブな反応が起り得ることも懸念される点である。

公的年金の市場運用には、言わば「社会リスク」も生じうることに留意して、実質的な運用利回りを上回りつつ下方リスクにも十分配慮した積立金の管理・運用を行くことが望ましい。

その点では、いささか言い古されたことだが、自分たちの将来の年金のための積立金運用の内容とそのリスクについて国民はきちんと認識しておくべきである、という論点から言えば、GPIFには、積立金運用に関する情報開示と説明責任をこれまで以上に丁寧に行うことが求められよう。

また、誤解を恐れずに言えば、年金制度における積立金の最終的な命題は、「将来にわたって、年金保険事業の運営の安定に資すること」¹³、すなわち、年金給付のための安定的なキャッシュフローの確保である。

この観点から言えば、進行する超高齢化とその後の高齢化率の高止まり等の状況に対応するためにも、GPIFには、運用の高度化に加えて、将来の安定的なキャッシュフローの確保に向けたより一層の努力と工夫が求められるのではないだろうか。

(以上)

¹³ 厚生年金保険法第79条の2（同旨 国民年金法第75条）

（略）積立金の運用は、積立金が厚生年金保険等の被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の保険給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、専ら厚生年金保険の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、厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うものとする。

【参考文献】

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF) ホームページ

<http://www.GPIF.go.jp/>

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF) 「2020年度業務概況書」(2021年7月)

厚生労働省 ホームページ (年金関係)

<http://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/index.html>

厚生労働省 「国民年金及び厚生年金に係る 財政の現況及び見通しー平成31年財政
検証結果 」(平成31年7月)

厚生労働省 社会保障審議会年金部会資料 「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)