

# GPIF運用見直しの問題点

西沢 和彦

株式会社日本総合研究所 調査部 上席主任研究員

## はじめに

わが国の公的年金財政は、現役世代から高齢世代への所得移転である賦課方式を基本としつつ、公的年金制度全体で給付の3.6年分に相当する178.2兆円の積立金(2012年度末、時価ベース)を保有している。うち、厚生年金、国民年金の積立金は、それぞれ117.9兆円、10.5兆円であり、計128.3兆円を年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が国内債券を中心としつつ市場運用している。具体的に、国内債券67%、国内株式11%、外国債券8%、外国株式9%、短期資産5%とする基本ポートフォリオが組まれている。

こうした積立金運用に関し、見直しの動きが政府内で活発だ。2013年11月、政府の「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」(以下、有識者会議)から、株式をはじめとしたリスク資産ウェイトの引き上げを柱とした提言がなされ、安倍晋三首相も、2014年1月22日、世界経済フォーラム年次会議の演説において次のように述べている。

「日本の資産運用も、大きく変わるでしょう。1兆2,000億ドルの運用資産をもつGPIFについては、そのポートフォリオの見直しを始め、フォーワード・ルッキングな改革を行います。成長への投資に、貢献することとなるでしょう」<sup>1</sup>。そして、麻生太郎副総理も4月18日の閣議後会見で、GPIFについて次のように述べている。「6月の成長戦略の策定作業で、運用のあり方が議論されていくことが1番正しい」。

市場参加者もこうした動きを総じて好感している。しかし、年金積立金は将来世代を含め年金加入者の利益のためにあるにもかかわらず、運用見直しがこのように成長戦略の一環となっている、あるいは、成長戦略ですらなく単に株価浮揚の道具とも見受けられる状況に表れているように、現在の議論は極めて根深い問題を抱えている。そこで、本稿では主要3点に絞り現在の議論の問題点を考察した。

## 年金加入者の利益ではなく 成長戦略が起点となっている

第1に、議論の起点が、積立金の原資の出し手

### にしざわ かずひこ

1989年一橋大学社会学部を卒業し、三井銀行(現三井住友銀行)入行。堂ビル支店、自由が丘支店、東京営業部などを経て、1998年11月(株)さくら総合研究所へ出向。2001年4月、組織変更により(株)日本総合研究所調査部。2002年、法政大学修士(経済学)。社会保障制度改革国民会議委員、社会保障審議会日本年金機構評価部会委員などを務め、現在、社会保障審議会年金事業管理部会委員。著書に『年金大改革』(日本経済新聞出版社、2003年)、『年金制度は誰のものか』(日本経済新聞出版社、2008年[第51回日経・経済図書文化賞])、『税と社会保障の抜本改革』(日本経済新聞出版社、2011年[第40回日本公認会計士協会学術賞])など。

である年金加入者の利益ではなく、政府の成長戦略となっていることである。有識者会議は、2013年5月に公表された政府の成長戦略「日本再興戦略」を受けて設けられたものである。

しかし、年金積立金は、年金加入者の利益のためにあるものであり、成長戦略のためにあるのではない。それは厚生年金保険法に書いてある通りだ。「第79条2（前略）積立金の運用は、積立金が厚生年金保険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」

さらにいえば、仮に積立金運用の見直しが本当に経済成長に寄与するのであれば、それが年金加入者の利益につながるという論理も成り立つが、政府の目指す方向が経済成長に寄与するのか甚だ不透明だ。

これは、2つの点から指摘できる。1つは、GPIFによるコーポレートガバナンスが中途半端なものとならざるを得ないことである。経済成長にとって核となる企業の利益率において、わが国は諸外国比大幅に見劣りしている。例えば、S&P1200採用企業の売上高営業利益率が平均11.7%であるのに対し、東証一部上場企業の製造業、非製造業は、それぞれ5.1%、5.0%と半分以下の水準にとどまっている<sup>2</sup>。

その背景の1つとして、コーポレートガバナンスの弱さが指摘される。株主についていえば、議決権行使にとどまらず、企業との直接の対話など、企業の中長期的な成長を促す努力が不足しているというのだ。2014年2月に金融庁より公表された「責任ある機関投資家の諸原則」いわゆる日本版スチュワードシップコードも、そうした問題意識を背景としたものだ。これは、経済成長にとって極めて重要なテーマだ。

もっとも、そうしたコーポレートガバナンスも、GPIFについては中途半端なものとならざるを得な

い。それは、GPIFが政府の一部だからだ。GPIFが、個別企業に対するコーポレートガバナンスを強めるとすれば、政府による民間企業への介入となる。例えば、GPIFの運用委員を任命する厚生労働大臣は、他方で、薬価や介護報酬単価も決めている。GPIFが製薬会社や介護事業会社と対話するというのはあり得ないだろう。すると、GPIFによるコーポレートガバナンスは、議決権行使を単に受託機関に委ねるだけといった中途半端なものとなる。

もう1つ、資本市場の健全な育成に反する懸念があることだ。米国では、わが国の国民年金と厚生年金に相当するOASDIの積立金は、全額非市場性国債で運用されているが、クリントン政権時の1999年、一部を株式に投資すべきとの案が政権内から出たことがある。その際、グリーンSPANFRB議長（当時）は、次のように異論を唱えた。「積立金の一部を株式に投資することは、間違いなく資本市場と経済の効率性をリスクに晒すことになるだろう。どんなに手を尽くしたとしても、積立金を政治的圧力から遮断できるかは疑問である。陰に陽に圧力がかかり、積立金の生産的な利用とは異なる資産構成になってしまうだろう」<sup>3</sup>。

実際、こうしたFRB議長の懸念は、わが国では現実のものとなっている。例えば、2014年4月16日、麻生副総理がGPIFに関し「6月以降に買いが出る」と語ったことが買い材料となり、東証1部で値上がりした銘柄の割合が95%を超える全面高になったと報じられている<sup>4</sup>。企業実態ではなく、このように有力政治家の発言に反応する資本市場は到底健全とはいえず、成長企業を見出しそこに資金供給していく資本市場の本来的機能の強化とは相いれない。

## 運用損失は将来世代の負担となる<sup>5</sup>

第2に、積立金運用における損失が発生した場合、現在の世代ではなく、将来世代の負担となることだ。世代間の公平性に反する。これは、年金制度が、そもそも運用における損失を即座に処理する仕組みとなっていないためである。

例えば、カナダやスウェーデンも公的年金の積立金を市場運用しているものの、運用における損失が発生しても、それを将来世代に先送りせず速やかに処理する仕組みが備わっている。それに対し、わが国にはそうした仕組みがなく、そもそもリスク運用出来る体制が整っていない。

スウェーデンの自動収支均衡機能 (Automatic Balance Mechanism) は有名である (詳しくは翁他 2012)。スウェーデンの年金制度は、所得比例年金と所得比例年金が一定額に満たない人に向けた保証年金の2つで構成され、所得比例年金は銀行口座に例えられる。支払われた所得比例年金の保険料は、政府に置かれる国民1人ひとりの口座に記録され、そこには、賃金上昇率を「みなし運用利回り」として利息が付される。概念上の拠出建て方式である。年金受給開始時、その口座残高を平均余命で割ることで、毎年の年金給付額が決定され、受給後の年金額も、この「みなし運用利回り」で毎年改定されていく。

政府は、毎年の財政検証で、将来の保険料収入と積立金残高を資産とし、将来の給付を負債とするバランスシートを作成する。資産/負債 (Balance ratio) が1を割ると政治的意思決定を介さずに自動収支均衡機能が発動され、一定期間「みなし運用利回り」が引き下げられる。これにより、「みなし運用利回り」引き下げという年金財政上は必要でありつつ国民受けの悪い政策実行を政治がためらうリスクを回避している。

カナダでは、不十分な保険料率条項 (insufficient rates provisions) がこれに相当する。3年に一度の財政検証で、法定の保険料率9.9%を超えてしまう見通しとなれば (その原因には積立金運用も含まれる)、まずは、年金制度を共管する連邦と州の財務大臣の間で対処についての合意が求められる。合意に至らない場合、不十分な保険料率条項が適用される。具体的には、保険料率が引き上げられ、給付の物価スライドが止められる。すなわち、積立金運用で損失が発生した場合も、年金受給者も含む現在の世代が即座にその損失を埋め合わせることになり、損失を将来世代に先送りしない。

他方、わが国には、このような仕組みが存在しない。積立金運用における損失は、政府が特段のアクションを起こさない限り、2004年改正で導入されたマクロ経済スライドの適用期間延長を通じて吸収するしかない。それは、運用損失発生の原因となった投資の意思決定に参画していない将来世代の年金給付切り下げ、あるいは、保険料負担増などとなる (詳しくは西沢 2008)。

マクロ経済スライドは、毎年度の年金給付額改定の際、賃金上昇率および物価上昇率から一定値 (スライド調整率) を引いた値による改定にとどめることで、段階的に給付水準を引き下げ、年金財政の均衡を図る仕組みである。スライド調整率は、積立金運用の成否とは無関係に決められるため、運用における損失は、マクロ経済スライドの適用期間延長によって吸収する他なく、それは、将来世代への損失先送りとなるのである。

例えば、わが国においても、株式のウェイトを高め、それによって得られる想定利回りを高く見積もるとしても、仮に、実績がその利回りに達しない場合、その分 (想定利回りと実績の差)、即座に年金給付をカットし、保険料率を上げると国民に真正面から説明したならば、国民は株式ウェイトの引き上げに賛同するであろうか。

## 1 階部分も積立金運用のリスクに晒される

第3に、年金制度の1階部分である基礎年金までもが積立金運用のリスクに晒されており、リスク資産のウェイト拡大によってそれが深刻化することである。一般に、1階部分は、全国民を対象とした普遍的給付・所得再分配に裏付けられた最低保障機能、2階部分は、所得比例給付・1階への上乗せと大まかに捉えられる。

1階部分も積立金運用のリスクに晒されるのは、わが国に特徴的だ。有識者会議の報告書では、市場運用している年金積立金等として、(1)米国カリフォルニア州職員退職制度 (CalPERS)、(2)カナダ年金プラン投資理事会 (CPPIB)、(3)ノルウェー政府年金基金グローバル (GPF) 、(4)オランダ公務

図表 諸外国における市場運用を行っている年金積立金等について

名称	米国 (州・地方公務員年金)	カナダ	ノルウェー	オランダ	スウェーデン
	カリフォルニア 州職員退職制度 (CalPERS)	カナダ年金プラン 投資理事会 (CPPIB)	政府年金基金 グローバル (GPFPG)	オランダ公務員 総合年金基金 (ABP)	国民年金 (AP1～4)
資金規模	約 25 兆円 (2013 年 6 月末)	約 17 兆円 (2013 年 3 月末)	約 67 兆円 (2013 年 3 月末)	約 34 兆円 (2013 年 3 月末)	約 11 兆円 (2012 年 12 月末)
基本 (参照) ポートフォリオ	国内債券	17%	30%	39%	36～38%
	外国債券		5%		
	国内株式	64%	10%	31%	46～53%
	外国株式		55%		
	その他	不動産等 15% 流動性資産 4%	-	不動産等～5%	不動産、インフラ、 PE、オルタナ等 30%
職員数	2,620 名	906 名	336 名	4,143 名	248 名

(資料) 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」(2013年11月)資料3より抜粋。

員総合年金基金 (ABP)、(5) スウェーデン国民年金 (APファンド) の5つが参照されている(図表)。何れの国の公的年金制度も、少なくとも1階部分は、積立金運用とは無関係だ。

まず、ノルウェーのGPFPGは、そもそも政府の原油関連収入が原資であり、名称に「年金」が冠されているものの年金制度と直接関係はない(ちなみにノルウェーはスウェーデンに似た年金制度体系である)。よって、年金保険料を原資とし積立金運用の如何が年金財政に影響を与えるGPIFとは単純に比較できない。

次に、CalPERSとABPは、別途ある公的年金制度に上乘せされるいわば企業年金であり(加入者が州職員・公務員であるというだけである)、やはりGPIFの比較対象とはなりにくい。CalPERSは前出のOASDIに上乘せされ、ABPは全国民を対象とした定額給付の基礎年金(AOW)への上乗せである。ちなみに、AOWは、単身、夫婦世帯に、それぞれ最低賃金の70%、夫婦計100%が給付される。

よって、有識者会議報告書が参照する5つの年金基金等のうち、GPIFの比較対象となり得るのは、カナダのCPPIBとスウェーデンのAPファンドの2つである。しかも、ここが極めて重要なのだが、この2つも、1階と2階で構成される公的年金制

度のうち、市場運用しているのは2階部分の積立金のみである。

カナダの公的年金制度は、OAS (Old Age Security) とGIS (Guaranteed Income Supplement) からなる1階部分、および、CPP (Canada Pension Plan) という2階部分によって構成される一元化された制度である。OASは、一般財源を原資とし全国民に定額給付される。CPPは、年金保険料を原資とした所得比例給付の年金であり、OASに上乘せされる。老後、CPPおよびその他の所得の合計が一定額に満たない人に対しては、一般財源によってGISがさらに給付される。こうした年金制度のうち、CPPIBが運用しているのは、その名が示す通りCPPの積立金である。

こうした関係はスウェーデンでも同様である。保証年金、所得比例年金が、それぞれ1階、2階に位置づけられ、財源は、所得比例年金、保証年金それぞれ年金保険料、一般財源である。APファンドが運用しているのは、所得比例年金の積立金である。

これらの国々に限らず、先進諸外国の多くでは、年金制度の1階部分が老後の最低所得保障の機能を担っている。その給付水準は、オランダのAOWの給付が最低賃金との見合いで決まって

いるように、まさしく最低限保障されるべき水準から導かれるのであって、積立金の運用成績如何によって変動したのでは、その機能を果たすことが出来ない。それに対し、わが国は、1階部分に位置づけられる基礎年金の給付水準も GPIF の運用結果の影響を受ける。社会保障制度として問題だ。

このことは元をたどれば、わが国の年金制度において、1985年の年金改正（施行は86年）で1階部分として基礎年金が導入されたものの、1階と2階それぞれの役割が明確には定まっておらず、あわせて財源もドンブリ勘定になっていることなどに行き着くだろう。本来、1階と2階それぞれの役割が明確に定められたうえで、その役割に相応しい財源、財政方式、および、積立金運用のあり方などへと議論が展開されていくべきである。

## 議論の根本的な立て直しを

以上のように、現在の年金積立金の運用見直しの議論は極めて根深い問題を抱えている。百歩譲って運用見直しが成長戦略の一環であるとしても、政府の目指す方向が成長を後押しするのか疑問である。コーポレートガバナンス機能を十分に発揮する機関投資家として政府である GPIF は相応しくなく、むしろ、公的年金の規模を縮小し企業年金や個人年金の規模を拡大した上で、そうした民間

の投資家にその機能発揮を促す方向で議論が進められるべきであろう。

さらに、決定的に欠けているのは、積立金は、公的年金制度の1つのピースであるにもかかわらず、公的年金制度全体のなかで議論されていないことである。公的年金制度としては、最低保障機能の確保、世代間の公平性の確保などの諸課題を抱えており、積立金のみを取り出して基本ポートフォリオの変更を議論できるものではない。成長戦略、年金制度とも議論の根本的な立て直しが必要だ。■

### 《注》

- 1 首相官邸 HP
- 2 経済産業省「日本の「稼ぐ力」創出研究会」第2回（2014年5月20日）資料3
- 3 Testimony of Chairman Alan Greenspan Before the Committee on the Budget, U.S. Senate January 28, 1999
- 4 日本経済新聞 2014年4月17日
- 5 本章と次章は、西沢和彦「GPIF 運用見直しは年金制度改革と一体で」日本総研 Research Focus No. 2014-010（2014年5月29日）を要約したうえで、修正を加えたものである。

### 《参考文献》

- 翁百合、西沢和彦、山田久、湯元健治（2012）『北欧モデル 何が政策イノベーションを生み出すのか』日本経済新聞出版社。
- 西沢和彦（2003）『年金大改革』日本経済新聞出版社。
- 西沢和彦（2008）『年金制度は誰のものか』日本経済新聞出版社。