

年金運用の目標と インデックスの在り方

徳 島 勝 幸 CMA

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

1. 年金運用における運用目標とは何か

年金運用において求められる運用目標は何か。実は、必ずしも関係者から十分に理解されていないことが、少なくないように思われる。本来の目標は、必要な運用利回りを確保することである。一般的に保有資産の時価評価を求められる一方で、評価差損益が母体企業などの財務諸表に影響するため、毎年度利回りの確保を求められることになる。その結果、本来的な年金資金の特性であるはずの中長期的な観点からの運用とは、必ずしもマッチしていない。この点については、2012年2月号の本誌「展望：投資におけるタイムホライズンを考える」で論じた。每期時価で保有資産を評価するという会計の取扱いと中長期的な資金特性の不一致を管理するのは、年金基金やそれを支える母体企業もしくはプランスポンサーの責任であるのだが、実際には、会計面での取扱いが優先され、単年度のパフォーマンスの巧拙で運用委託先の解約や減額といった判断を行う例も見られている。

今年度から年金積立金管理運用独立行政法人(以下、GPIF)は、常勤理事が全員交代するとともに、新たな中期計画の期間に入った。これは5年ごとに実施される公的年金の財政検証とリンクしており、今回の中期計画の期間における運用目

標は、「実質的な運用利回り1.7%」とされている。単純に数値のみを見るとかなり低い水準であるように思える。しかし、これは物価上昇率に加えて実質的な賃金上昇率(=名目賃金上昇率)に対するスプレッドとして表現されている。今回の財政検証においては六つの経済シナリオが設定され、その各々について必要な実質運用利回りが設定されている。1.7%はケースⅢにおいて求められているもので、全シナリオの中で最も高い水準である。そのため、1.7%が今中期計画の運用目標として設定されたものである。

既に述べたように、スプレッドである実質的な運用利回り1.7%に対しては、根元に物価上昇率と実質賃金上昇率の達成が所与とされている。ケースⅢにおけるこれらの数値を加算すると、求められる名目運用利回りは4.0%という形になる。ところが、公的年金の中で大きなウェイトを占める厚生年金の特性として、掛金収入も年金給付もおおむね名目賃金にリンクする。そのため、大きく物価や賃金が上昇した場合には、シナリオの前提から積み上げた単純な4.0%の名目運用利回りでは、運用成果としては不十分となる可能性が高い。逆に、デフレ局面では4.0%の名目運用利回りは必要ない。大きく物価や賃金が低下した局面では、名目運用利回りがマイナスでも目標を達成