

## 解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第一小委員会委員 伊 藤 敬 介 CMA・CIIA

2013年11月の「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」の報告書を踏まえ、200兆円を超えと言われるわが国の公的・準公的年金の運用が変わり始めている。何せ、十兆円を超える規模の資金が債券から株式に向かい、兆円規模の資金が非伝統的資産やスマートベータ、およびROEの高い企業に優先的に投資される、という話である。その資金規模の大きさからも、わが国のみならず世界中の投資家やマスメディアの高い関心を集めるのは無理もない。

きっかけは、安倍政権が「三本の矢」の経済政策（アベノミクス）推進の一環で、日本再考戦略の一つに「公的・準公的資金運用のあり方についての検討」を挙げたことにある。これに基づき、有識者会議が組成され、13年11月の報告書に至った訳である。同報告書の論旨は、大きく2点ある。一つが運用ポートフォリオの改革、そしてもう一つがガバナンス体制の改革である。

まずポートフォリオ改革としては、①国内債券中心のポートフォリオからの脱却、②非伝統的資産への投資検討も含めた運用対象の多様化、そして③アクティブ比率上げやベンチマーク多様化を含む伝統資産投資における工夫、などが提言されている。

そして公的年金のガバナンス体制の改革として

は、①常勤の専門家を中心とした人員強化とそのマネジメント体制の強化、②フォワードルッキングな観点からのALMリスク管理体制強化、そして③日本版スチュワードシップ・コードも踏まえた議決権行使やエンゲージメント方針の策定、などが提言されている。

同報告書が出た当初は、本当にこれらが実現されるか半信半疑であった市場参加者も多かったが、約130兆円を運用する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が、まず14年2月末にカナダ・オンタリオ州公務員年金基金（OMERS）との共同投資協定に基づくインフラ投資を表明し、4月にはスマートベータやJPX日経400への投資を含む日本株のベンチマーク多様化も表明して、公的年金の運用改革を市場参加者に実感させた。その後、**図表1**の4つの公的年金全てが日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明し、そして14年10月末には、GPIFが円債から株式に資産配分を大幅にシフトした新・基本ポートフォリオ（**図表2**）を発表して大きな話題となったのは記憶に新しいところである。

このような公的年金運用改革は、一時的な需給要因で市場にどのような影響を与えるか、という短絡的な側面だけでなく、資本市場のプライシング・メカニズムや市場の資金再配分機能にどのよ

うな影響を与え得るか、そしてこれが企業年金を含む他の投資家、および金融・資産運用業界に携わるわれわれにどのようなインプリケーションを持つのか、という観点で捉えていくことが重要となろう。

これらの問題意識も背景に、本号では特集テーマを「公的年金運用改革」とし、同改革に多面的に焦点を当てるべく以下の4本の論文を掲載する。

最初の伊藤論文「公的年金運用改革の必要性と提言の背景」は、13年11月の有識者会議報告書を取りまとめる際の座長を務めた伊藤隆敏教授ならではの視点で、公的年金運用改革の必要性や提言に至った背景を整理している。わが国の公的年金制度は、企業年金のような完全積立方式ではなく修正賦課方式となっているが、同論文ではまず高齢化が進むわが国で、現在の保険料水準では現在の年金給付水準をまかないきれなくなる事態が不可避である点を指摘している。

このような公的年金財政の悪化を防ぐ為には、①年金保険料の引上げ、②年金給付水準の切下げまたは給付開始年齢の引上げ、③税金投入の増加、④年金運用リターンの改善、といった選択肢しかない。このうち①②③は本質的には世代間対立の構図が内包されており、その構図に留意した対応を何れも既に着手済みである為、これ以上の調整が現状では難しく、残るは④に着手せざるを得

ない。そしてそのためには年金ポートフォリオの改革とガバナンス体制の改革の両方が必要となる、というのが公的年金運用改革の背景であるとしている。

年金ポートフォリオの改革では、歴史的な低金利水準の中での国内債大量保有はGPIFの年金財政上の目標リターン（名目賃金上昇率プラス1.7%）の達成を困難にするだけでなく、金利上昇時に大幅な評価損を蒙りかねないリスク要因であること、そして海外年金の動向も踏まえ更なる運用の多様化を図る意義があること、などを指摘している。その上で、これらの運用多様化・高度化を実現する為には、公的年金自身のガバナンス体制の強化が必要となる点を解説している。

同論文の中で、「公的年金運用改革は政府の株価対策ではないのか」、「株式を増やし、なぜ年金生活者をリスクに晒すのか」、「アメリカでは公的年金基金はすべて国債で運用しているのではないのか」、といった世の中の疑問や批判に対する伊藤教授の反論も掲載されている点も読み応えがある。

続く菅原論文「欧米の公的年金の取組みから得られるわが国公的年金への示唆」は、欧米を代表する6つの先進的な公的年金について、近年の注目すべき取組みを確認するとともに、日本の公的年金への示唆をまとめた論文である。特に、①「資産配分方法と配分割合」、②「リスク管理」、③「投

図表1 公的年金の運用資産額（2014年3月末；兆円）

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※	日本私立学校振興・ 共済事業団
126.6	7.6	39.8	3.8

※傘下の共済組合の運用資産額も含めたベース

(図表注) 上記以外に、各種独立行政法人等(GPIF以外)の準公的運用資産が存在。

(出所) 各法人のホームページ、および社会保障審議会年金数理部会資料より筆者作成

図表2 GPIFの基本ポートフォリオ（2014年10月31日に変更）

(変更前)					
	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
資産構成割合	60%	12%	11%	12%	5%
乖離許容幅	±8%	±6%	±5%	±5%	---

↓

(変更後)					
	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%	

(出所) GPIFホームページ

資対象の拡大」、そして④「運用管理体制」の4点に着目して議論を整理している。

まず①「資産配分方法と配分割合」では、ポートフォリオを資産クラスで分類するのではなく、リスク・クラスで分類するアプローチが浸透しつつあり、後者の方がリスク源泉を的確に捉え、リスクコントロールの厳格化につながる可能性があるとしている。またこれを応用して、リスク・クラス・ベースのリスク・パリティ運用を行う投資家が増えている点も指摘している。

次に②「リスク管理」では、リスク推定精度の向上や分散投資の徹底などの「事前のリスク管理」に対し、市場の変動に応じた「事後のリスク管理」の動きがあることを指摘している。例えば一定規模以下の基金が採用するポートフォリオ・インシュランス的な手法や、ATPなどの公的年金が採用するダイナミック・リスク・バジェット、およびテールリスク・ヘッジの為のオプション活用などが該当する、としている。

③「投資対象の拡大」では、欧米の先進的な公的年金のオルタナティブ投資比率が13～30%程度ある事を指摘し、不動産やインフラ、プライベートエクイティなどへの投資比率が日本の公的年金よりも圧倒的に多い事を指摘している。

そして④「運用管理体制」では、これらの海外公的年金の人員が、わが国の公的年金よりも圧倒的に多い点を、具体的な数字で示している。

これらの4点を通じ、海外とわが国とで公的年金の役割期待や制度面の違いはあるものの、わが国の公的年金の運用効率を高める上で参考となる事も多い旨を指摘している。

続く白杵論文「公的年金運用（GPIF）のリスク活用型運用への転換とその課題」は、GPIFの14年10月末の基本ポートフォリオ変更を踏まえ、①「給付への影響を検証する年金ALMモデルの構築」、および②「規模の制約を考慮したアクティブリスク管理」、という2つの課題について論じている。

同論文ではまずGPIFの基本ポートフォリオ策定プロセスを解説した上で、今回の基本ポートフォリオ変更の際に金利上昇による債券価格下落を考慮した点を首肯しつつ、同基本ポートフォリオの前提となる投資期間と目標利回りの関係に関する留意点を考察している。

その上で、①「給付への影響を検証する年金ALMモデル」に関して解説し、GPIFのリスク許容度をどのように決定すべきかを考察すべく、マクロ経済スライドの考慮や将来的な「給付アットリスク」、簡便法によるストレステストの手法などを紹介し、ポートフォリオ・リスクを高めた場合の年金給付への具体的な影響を検証することの重要性を指摘している。さらに、②「規模の制約を考慮したアクティブリスク管理」では、GPIF

が表明したアクティブ運用や代替投資の拡大、機動的な運用に関しても触れ、その留意点や規模の制約、株式ポートフォリオのホーム・アセット・バイアス削減の意義についても触れている。

このような議論に加え、海外の事例としてカナダ年金制度投資理事会（CPPIB）のリスク許容度特定やポートフォリオ管理について紹介し、運用体制の高度化を図る上で資産運用業務を監督・評価する側の専門性も重要となる旨を指摘している。

最後の喜多・谷口論文「公的年金運用改革の資産運用業界へのインプリケーション」は、公的年金運用改革のポイントを整理した上で、これらが資産運用業界に与える影響を考察している。

同論文では、まず公的年金運用改革の結果、①「運用資産の多様化」、②「運用戦略の多様化」、③「資産配分等における機動的な運用への転換」、などが想定される事を指摘している。①では、非伝統的資産に関するGPIFでの投資ノウハウ蓄積を進め、将来的に非伝統的資産の組入れ比率を引き上げるのが望ましいことを、また②ではスマートベータ型運用の導入も含め、TE制約を緩める事で運用戦略の幅を広げ、より長期的なリターン追及を多面的な視点で行うことの意義を、そして③ではスウェーデン公的年金（AP3）のダイナミック・アセット・アロケーション導入の事例も踏まえ、機動的な運用を導入するメリットと留意点を紹介し、これらを実現する為のガバナンス体

制構築の重要性を指摘している。

そして、これらを踏まえて資産運用業界へのインプリケーションとして、(1)運用会社の国籍や規模ではなく、純粋に運用能力の高さが益々問われるようになってきていること、(2)スマートベータや動的戦略配分への対応も含め、運用会社にも従来の管理方法からの脱却と発想の多様化が求められること、(3)「戦略的アドバイザー」的な機能の重要性が高まりつつあること、などを指摘している。

超低金利による資産運用利回り低下と高齢化が進むわが国は、年金運用の分野でも「課題先進国」と言えよう。このような環境下で、欧米に見られるような投資対象の多様化に止まらず、JPX日経400のような「企業経営者にROEを高めるインセンティブを与えるためのベンチマーク」という発想や、金利上昇に備えた運用手法の確立、長期的視野からのフォワードルッキングな年金ALMリスク管理、相場環境の変動に応じた機動的なリスク管理など、公的年金運用改革をきっかけとした課題の再認識やそれらへの対応策の検討が今まさに進みつつある。

わが国の資産運用分野での課題は多いが、逆にこれらを克服する術を見出せば、海外でも応用できる貴重なノウハウとなる可能性がある。本号の特集が、幅広い投資家、および金融・資産運用業界に携わるわれわれにどのようなインプリケーションをもたらすのかを改めて認識し、柔軟な発想で解決策を考えるきっかけとなれば幸いである。