

2012年12月14日 全4頁

いがいと知らない政府系金融機関 第9回 年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF)

～世界最大の運用規模をもつ公的年金～

金融調査部 主任研究員 菅野泰夫

[要約]

- 第9回目は年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）を解説する。
- GPIFの2011年度末の運用資産総額は、113兆6,112億円となっており、世界で最大の運用規模をもつ公的年金となっている。現行の第2期中期計画（2010～2014年度）の基本ポートフォリオは、2004年3月時点における財政再計算により積立金全体の長期的運用利回りをふまえて策定された、第1期中期計画（2006～2009年度）と同じものを引き続き使用している。
- 具体的には、国内債券に67%±8%、国内株式に11%±6%、外国債券に8%±5%、外国株式に9%±5%、短期資産に5%±0%という資産構成割合をベースにしている。運用資産が巨額であり、市場への影響に配慮する必要があることから、国の示す中期目標に基づき、2011年度末時点では全体の約8割がパッシブを中心に運用している。
- 一方で、運用収益の確保や運用効率化の観点から、新しい資産クラスの調査を継続しており、昨今では、その調査結果に基づいてエマージング株式運用を採用した。今年度はさらに、インフラストラクチャーやプライベートエクイティなどのオルタナティブ投資スキームに関する調査研究を行っている。

1. 設立から現在まで

年金積立金管理運用独立行政法人（Government Pension Investment Fund：GPIF）は、厚生年金保険および国民年金における積立金ならびに年金資金運用基金（前身は年金福祉事業団）から承継した資産を運用するために設立された独立行政法人である（厚生労働省所管）。年金積立金は、かつては旧大蔵省資金運用部に預託・運用されていたが、2001年度からは年金資金運用基金に寄託され、その後、2006年4月に設立された現在のGPIFに公的年金の積立金の管理運用業務を継承している。2011年度末の運用資産総額は、113兆6,112億円となっており、世

界で最大の運用規模をもつ公的年金であり機関投資家となっている。

2. 持続可能を目指して 2004 年度に年金制度改正

日本の年金制度は、①国民年金（受給、給付の段階では老齢基礎年金）、②現役時代の収入に比例した厚生年金と共済年金、③私的年金部分に該当する企業年金（厚年基金、確定給付企業年金）や確定拠出年金の3階建て構造になっている。このうち GPIF が運用を行うのは①と②の一部となっている。わが国の公的年金制度は、現役世代の保険料負担で高齢世代を支えるという「世代間扶養」の考え方を基本に運営されており、このため財政方式も賦課方式を基本としているが、少子高齢化の急速な進展などに伴い、現役世代の保険料負担が増加するなどの懸念が生じており、将来にわたって持続可能な制度を構築することが大きな課題となった。

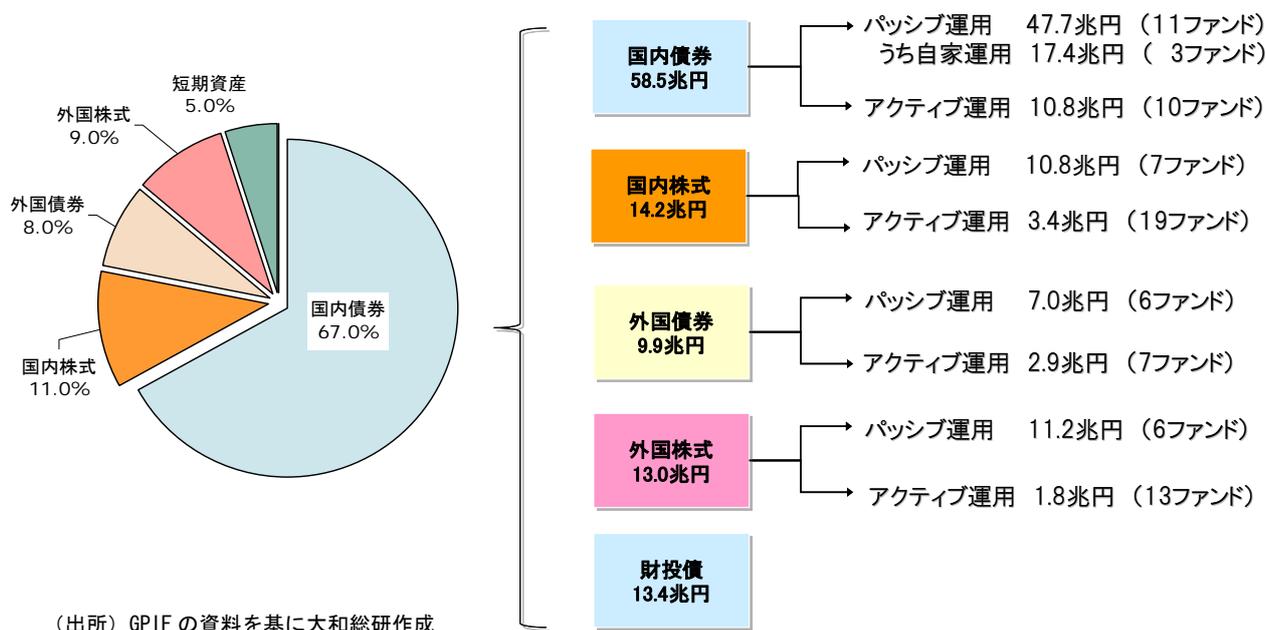
そこで、2004 年に年金制度改正が行われ、①2017 年までに厚生年金は 18.3%、国民年金は 1 万 6,900 円に段階的な引上げを行う保険料水準固定方式の導入、②人口学的要素（被保険者数の減少と平均余命の伸び）に基づいて給付の水準を自動的に調整するマクロ経済スライドの導入、③基礎年金の国庫負担割合を 2009 年度までに 3 分の 1 から 2 分の 1 に上げる制度を構築した。さらに、既に生まれている世代の一生程度である、おおむね 100 年間の期間（これを財政均衡期間と呼ぶ）で積立水準を圧縮させ、④最終年度である 2105 年度には支払準備金程度（給付費の 1 年分程度）の積立金を保有する有限均衡方式などを導入している。また財政均衡期間においては、これまでのように財政再計算を行わず、少なくとも 5 年に一度、財政検証という形で必要な積立金の確保が行われているか検証することとなっている。

3. 安全・効率的な運用へ基本ポートフォリオを策定

GPIF は基本ポートフォリオに基づいて運用している。現行の第 2 期中期計画（2010～2014 年度）の基本ポートフォリオは、2004 年 3 月時点における財政再計算により積立金全体の長期的運用利回りをふまえて策定された第 1 期中期計画（2006～2009 年度）と同じものを、安全・効率的かつ確実であることを検証・確認したうえで引き続き使用している。具体的には、国内債券に 67%±8%、国内株式に 11%±6%、外国債券に 8%±5%、外国株式に 9%±5%、短期資産に 5%±0%という資産構成割合をベースにしている（図表 1 参照）。

厚生労働省は毎年度「年金積立金運用報告書」を公表し、そのなかで GPIF の運用実績を含む年金積立金全体の運用実績が年金財政に与える影響の評価を行っている。2011 年度と同報告書のなかで、GPIF が設立された 2006 年度から 2011 年度の実質的な運用利回り（名目運用利回り一名目賃金上昇率）の平均は、0.92%であり、財政検証および財政再計算上の前提の数値を上回っており、年金積立金の運用が年金財政にプラスの影響を与えていることが示されている。

図表 1 GPIF の基本ポートフォリオと実際の運用受託機関構成



4. 運用方針とオルタナティブ投資について

GPIFには厚生労働大臣から任命された11人以内の有識者による運用委員会が設置されている。5年ごとに作成される中期計画は、運用委員会の議を経ることとされている。GPIFでは、運用資産が巨額であり、市場への影響に配慮する必要があること等から、国の示す中期目標に基づき、パッシブ運用を中心に運用しており、2011年度末時点では全体の約8割を占めている。また、自家運用を行っているが、法律に基づき株式の売買は認められておらず、国債・社債等の債券売買や現金の管理しか行われていない。もしGPIF自身による直接的な株の売買も運用手段として認めることになれば、公的資金による民間企業経営への影響という問題が生ずるためである。そのため、株式はすべて運用機関へ委託することとなっている。また、運用収益の確保や運用効率化の観点から、GPIFは新しい資産クラスの調査を継続しており、昨今ではその調査結果に基づいてエマージング株式運用を採用した。運用機関の選定では第1～3次の審査を行い、運用委員会において審議のうえで決定した。今年度はインフラストラクチャーやプライベートエクイティなどのオルタナティブ投資を行う場合の投資スキームに関する調査研究を行うこととしている。

一方、年金給付に必要な資金はこれまで、市場で売却する必要のない財投債の満期償還金・利金を主に活用していた。しかし、財投債の残高が減少したため、国内債券を市場で売却し資金を確保することなどによる、市場での売却インパクトが懸念されるようになった。そこで、運用資金の償還（キャッシュアウト）に対応する「キャッシュアウト等対応ファンド」を2011年8月に設置、その償還金・利金を活用している（規模は2012年3月末現在で約10兆円）。

5. 制度の見直し後も安定運用が求められる（まとめにかえて）

現在、年金制度の抜本的な見直しが予定されていることを受けて、GPIF の運営のあり方についても検討が進められていることから、こうした運用目標は暫定的なものであることに留意する必要がある。ただ、今後も資産クラス別の流動性リスクを考慮し、市場に急激な影響を与えないかたちで、安全・効率的かつ確実を旨とした資産構成割合を定め管理していくことが求められるだろう。

（付記）

本稿の執筆に当たっては、年金積立金管理運用独立行政法人の関係各部署から有益なアドバイスをいただいた。この場を借りて感謝の意を表したい。