

GPIF が抱える「5.3 兆円損失」以上の問題点

運用資産をめぐる「不透明なお金の流れ」

近藤 駿介 :金融・経済評論家/コラムニスト

東洋経済 2016 年 08 月 01 日

「GPIF が抱える「5.3 兆円損失」以上の問題点 運用資産をめぐる「不透明なお金の流れ」 | 市場観測 - 東洋経済オンライン」をはてなブックマークに追加

7 月 29 日に運用実績を発表した GPIF。2015 年度は 5.3 兆円の運用損失が明らかになったが、問題はそれだけではない（2007 年の第 1 次安倍内閣で年金の説明に追われる安倍首相、写真：アフロ）

遅ればせながら 7 月 29 日に GPIF（年金積立金管理運用行政法人）が公的年金の平成 27 年度の運用実績を発表した。すでに 7 月 1 日までに GPIF が厚生労働省に提出した財務諸表で 5 兆円を上回る運用損失を計上することは明らかになっており、今回発表された「5 兆 3098 億円の赤字」という運用実績自体は想定の範囲内といえる。

「たった 1 ページの銘柄表」に 1 カ月も必要？

これまで 7 月上旬に公表されて来た前年度の運用実績の公表が月末にずれ込んだことに関して、厚労省は「初めて保有銘柄を発表するため、時間がかかる」と説明して来た。確かに今回発表された「平成 27 年度業務概況書」は 129 ページと、前年度の 78 ページから 50 ページ以上増えている。

しかし、厚労省が運用実績の公表を遅らせる理由として挙げていた保有銘柄に関する記載は、117 ページの「保有全銘柄について」という僅か 1 ページに、「国内債」「国内株式」「外国債券」「外国株式」のそれぞれの上位 10 銘柄の表を貼りつけただけに留まっている。残りの銘柄については「11 位以下は管理運用法人のホームページをご覧ください」で片付けられており、この 1 ページを付け加えるのに約 1 カ月の時間が必要だったという説明は非常に苦しいものだ。

GPIF は今回初めて、保有全銘柄の公表を行った。例えば GPIF が間接的に保有している「国内株式」は 2037 銘柄と、東証 1 部上場銘柄数（1971 銘柄）を上回っている。GPIF の「国内株式」運用額 30 兆 5809 億円のうちの 81.5%、24 兆 9284 億円がパッシブ運用（市場平均と同程度の運用を目的とする運用手法）であることを考えると、GPIF が保有するポ

ートフォリオがベンチマーク（BM）である「東証株価指数（配当込み）」に則したものになっていることは十分に想像される。

BMに則した銘柄を保有していることが初めから明らかな中で、重要性の乏しい「保有銘柄を発表するために」1カ月も時間を掛ける必要があったのだろうか。

それはいったん置くとして、実は平成27年度のGPIFの運用において筆者の目を引いたのは、資金流出入状況である。

GPIFは「年金特別会計」から「寄託金の受入れ」（流入）、運用収益等を「納付/寄託金償還」（支出）として納付している。この「年金特別会計」からの「寄託金受入れ」は、2008年度までは1兆円を上回っていたが、少子高齢化を受け2009年度から4000～6000億円程度に減ってきている。

こうしたなか、平成27年度の「寄託金の受入れ」は突然約2兆9000億円に増やされている。そして同時にこれまで1.3～6.7兆円あった「納付/寄託金償還」は僅か2750億円に減らされている。

GPIFの運用資産はアベノミクス開始時とほぼ同じ？

この結果、2009年度以降ネットで資金流出（「寄託金の受入れ」＜「納付/寄託金償還」）となっていたGPIFは、27年度に2兆6000億円ほどの資金流入主体に転じている。



なぜ2009年以降資金が流出していたのに昨年度は「突然」資金流入となったのか

5兆3000億円もの運用損失を出した結果「年金特別会計」に対する「納付金」が減ってしまうことは理解できることである。しかし、少子高齢化が進む中で、「保険料のうち年金給付に充てられなかったものを年金積立金として運用」している GPIF に対する「年金特別会計」からの「寄託金の受入れ」が大幅に増えるというのは、考え難いことだ。

こうした「操作」によって、GPIF の平成 27 年度末の運用資産は 5兆3000億円もの運用損失を出したにも関わらず、平成 26 年度末比 2兆7294億円しか減少していない。ここ数年のように「年金特別会計」からの「寄託金の受入れ」が 5000 億円程度、「納付」が 4~6兆円であれば GPIF の運用資産額は前年度末から 10兆円近く減少し、130兆円を割り込んだ可能性も否定できない。

アベノミクス初年度の 2013 年度末の GPIF の運用資産総額は 126兆5771億円であることを考えると、政府側にこれに近い水準に落ち込むことは避けたいという事情があったのではないかと思ってしまう。

参考までに、今回公表された平成 27 年度末のポートフォリオをベースに、英国の EU 離脱ショック後の 6 月末の GPIF の運用資産を推計してみると、円高・株安によって約 5兆円程度減り 130兆円を割り込んでいる可能性がある。

今回全面リニューアルされた GPIF の「平成 27 年度末業務概況書」の中で強調されているのは、「年金財政上求められる運用利回りを上回っています」ということである。この「年金財政上求められる運用利回り」は、「参考ケース」で 0.23%、「経済再生ケース」で 0.19%とされている。

この「年金財政上求められる運用利回りを上回っています」という説明は、GPIF の運用損失が直ぐに年金給付等に影響を及ぼさないことを強調するためのものと思われる。

確かに日本の年金制度は基本「賦課方式」であり、緩衝材の役割を果たしている GPIF の運用資産の減少が、直ちに年金給付の減額に繋がるものではない。

しかし、「年金財政上求められる運用利回り」が過去 10 年間でマイナス 0.08%（参考ケース）、15 年間で 0.23%（同）であることを考えると、2014 年 10 月に国内債を減らして、わざわざ株式等のリスク資産を増やすという基本ポートフォリオの変更が必要だったのかという疑問が生じてしまう。

ちなみに、GPIF が基本ポートフォリオの変更を行った 2014 年 10 月時点で 10 年国債利回りは 0.5%前後であり「年金財政上求められる運用利回り」を上回る水準であった。

国債利回りが「年金財政上求められる運用利回り」を上回り、国債投資だけで「年金財政上求められる運用利回り」を確保できたのであれば、そもそも基本ポートフォリオの変

更によってリスク資産を増やす必要はなかったということになる。

多額の運用損失を生じて「年金財政上求められる運用利回り」は上回っており、年金給付には全く問題はないという主張は、そもそも GPIF にはリスク資産を増やして高い運用利回りを求める必要がなかったということでもある。

「GPIF の政治利用」を示唆する業務概況書

そうしたなかで、国内株などリスク資産を増やしたとすれば、それは「株価対策」であったと非難されてもしかたがない。

反対に、国債利回りが「年金財政上求められる運用利回り」を上回るなかで GPIF が基本ポートフォリオの変更によってリスク資産を増やす必要があったのだとすれば、それは「年金財政上求められる運用利回り」では、必要な年金給付を確保できないということの意味するものだ。

つまり、「年金財政上求められる運用利回りを上回っているから大丈夫」という説明を信じれば、GPIF の基本ポートフォリオ変更の謎が深まり、基本ポートフォリオの変更の正当性を信じれば、「年金財政上求められる運用利回り」を上回っているから大丈夫」という説明が信じられなくなるという状況に陥っている。

5兆3000億円に上る運用損失を明らかにした「2017年度業務概況書」は、GPIF の運用資産が政治的に利用されている疑念を抱かせる内容になっている。一つだけ言えることは、公的年金の運用に求められるものは「保有全銘柄の開示」ではなく、公的年金運用方針に関する議論の透明性であるということだ。

GPIF クジラゆえの苦悩、株式アクティブやオルタナ拡大課題か

野沢茂樹、竹生悠子

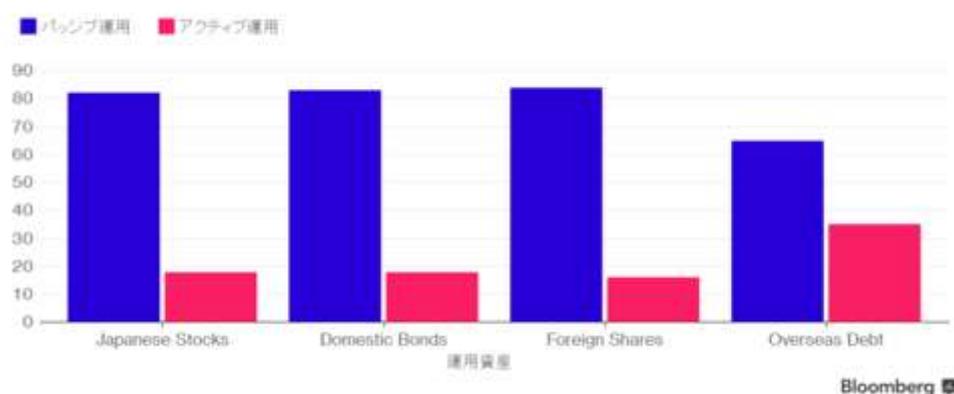
Bloomberg2016年8月1日 JST

昨年度の収益率マイナス 3.81%、金融危機以降で最悪

株式のアクティブ比率は2割未満、オルタナ多様化も進まず世界最大の年金基金、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は2015年度の運用で金融危機以降で最悪の評価

損を計上した。初めて開示した株式保有銘柄からは、パッシブ運用など市場平均の収益を求める保守的な姿勢があだとなったことが透けてみえる。

GPIFが先週末に公表した昨年度の運用状況によると、収益率はマイナス 3.81%、収益額はマイナス 5 兆 3098 億円と 7 年ぶりの低水準を記録した。日本株の収益率はマイナス 10.80%、外国株はマイナス 9.63%とともに 08 年度以降で最も悪かった。保有する銘柄には代表的な株価指数を構成する企業が並ぶ。資金の委託先が独自の戦略で運用指標を上回る収益を狙うアクティブ運用は、日本株保有額の 18.48%、外国株では 15.85%にとどまった。



アクティブ運用 VS パッシブ運用

昨年 3 月末に保有していた日本株で時価総額が最も大きかったのはトヨタ自動車の 1 兆 5499 億円。2 位は三菱UFJフィナンシャル・グループの 8229 億円、3 位は三井住友フィナンシャルグループで 5173 億円だった。外株では米アップルが最大で 6025 億円、米エクソン・モービルが 2784 億円、米マイクロソフトが 2777 億円の順。保有銘柄数は日本株が 2037 社、外株は 2665 社に上った。

GPIFはデフレからの完全脱却と経済の活性化を掲げる第 2 次安倍晋三内閣の下で、緩やかな物価上昇や経済成長力の向上から恩恵を受けやすいリスク資産中心の構成に生まれ変わったが、高度なリスク管理を前提とした積極的な運用戦略・手法の強化はまだ道半ばだ。年金特別会計が管理する資金も含めた GPIF の積立金全体 140 兆 6271 億円の 5% を上限とするオルタナティブ（代替）投資の構成比は 0.06%。

三井住友アセットマネジメントの市川雅浩シニアストラテジストは、GPIFには「まだ出来る事がある」と指摘。代表的な運用指標の銘柄構成に従うパッシブ運用に安住せず、アクティブ運用や為替ヘッジ（差損回避目的の取引）、オルタナ投資の拡大などを進めるべきだと述べた。

GPIFが今年 3 月末時点で、内外株式の運用を委託した先は 47 ファンド。国内株アクティブでは、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントなど 17 ファンド、同パッシブ

シブでは三菱UFJ信託銀行など10ファンド、外国株アクティブではアムンディ・ジャパンなど14ファンド、同パッシブではブラックロック・ジャパンなど6ファンドだ。資産全体の手数料率は平均0.03%。

国内株のアクティブ運用は指標に対する超過収益率が昨年度に0.92%ポイント、外株アクティブは0.09%ポイントだった。国内株アクティブでは、みずほ投信投資顧問が17.52%ポイント、フィデリティ投信が8.31%ポイント、外株アクティブでは、ラザード・ジャパン・アセット・マネージメントが8.81%ポイント、BNYメロン・アセット・マネージメント・ジャパンが5.51%ポイント、それぞれ運用指標を上回った。

GPIFは14年10月末の資産構成見直しで、国内債の目標値を60%から35%に下げた一方、内外株式をそれぞれ12%から25%に、外債を11%から15%へ引き上げた。5%だった短期資産は各資産に分散して管理。国内資産は6割、外貨建て資産は4割としている。新たな目標値に向けた資産構成の変更は昨年央までにはほぼ一服したが、その直後に起きたギリシャの債務危機や中国の人民元切り下げを受けた世界的な市場の混乱がGPIFに逆風となった。

公的年金制度の一翼を担うGPIFは名目賃金上昇率を1.7ポイント上回る運用利回りを長期的に確保する責務を負う。賃金が2.7%上がる経済中位ケースの名目期待収益率は国内債2.3%、国内株5.9%、外債4.1%、外株6.7%。一方、価格変動を示す標準偏差は国内債4.2%、国内株25.2%、外債11.8%、外株26.8%だ。資産構成全体では12.4%と全額を国内債で運用する場合の3倍近く振れやすい半面、目標達成の可能性は高まる設計だ。

東海東京調査センターの仙石誠マーケットアナリストは「短期的な収益にあまり目くじらを立てる必要はない」と指摘。足元の株価水準を踏まえると「国内株のウェートを引き上げる余地がまだありそうだ。株安局面では買い余地が広がりやすいため、株価の下支え役として意識され、市場に安心感が広がりやすい」とみている。

インフラ投資や不動産

年金特会の資金も含めた積立金全体の資産額は3月末時点で140兆6271億円。そのうちの9割以上の運用資産は債券や株が占めている。インフラ投資やプライベートエクイティ（PE、未公開株）、不動産などのオルタナティブ（代替）投資は0.06%と1%にも満たない。

保有額では、国内債が52兆8010億円と最も多く、外株31兆714億円、国内株30兆5809億円、外債18兆9388億円、短期資産7兆2351億円などの順となっている。ブルームバーグの試算によれば、仮に積立金全体の規模が変わらなければ、基本ポートフォリオの資産構成に合わせるために、国内債は満期償還分も含め、目標値まで3兆5815億円の削減余地がある。国内株は値上がり分も込みで4兆5759億円、外債は為替損益も含めて2兆1553億円、外株は4兆854億円の積み増しが必要だ。

GPIFは5月末に公表した基本ポートフォリオの検証結果で、変更の必要はないとの

見解を表明。運用残高が年金財政で必要とされる積立金の水準を下回るリスクが策定時より低下したと説明した。しかし、民進党は6月27日に「年金損失『5兆円』追求チーム」の初会合を開き、年金積立金の運用損に関する公開質問状を塩崎恭久厚生労働相宛てに提出するなど攻勢を強めている。

セゾン投信運用部の瀬下哲雄ポートフォリオマネジャーは、GPIFは「資産配分の問題があるとは思わない。リスクを取らないと収益を稼げないので仕方がない」と指摘。「運用自体よりコミュニケーションが悪い。リスクについて最初にあまり話さずに資産構成を変えたので、批判が出てしまっている」とみている。

世界的に年金運用が難しい環境の中でも好成績を上げた事例もある。カナダの年金運用最大手、カナダ年金制度投資委員会(CPPIB)は昨年度の収益率が3.4%だった。3月末時点の運用資産2789億ドルのうち、52.3%を上場または非上場の株式が占め、債券は26.9%にとどまった。しかも、インフラ投資が7.6%、不動産は13.2%に上った。

アムンディ・ジャパンの吉野晶雄チーフエコノミストは、GPIFは「オルタナに向かうか、海外SWF(政府系ファンド)のように国内中小企業向け融資の債権を買うか、REITや不動産投資か、何かしらそういう新しい運用機軸を探していかないと駄目だろう」と言う。

目利き力は「まだまだ」

厚生労働省の社会保障審議会年金部会は2月、GPIFにデリバティブの規制緩和などを認める一方、株式の自家運用は解禁しない方向で議論をまとめた。水野弘道理事兼最高投資責任者(CIO)は一連の年金部会で、パッシブの自家運用は導入済みの債券より株式の方が実務上の管理が容易だと指摘したが、同意を得られなかった。同部会の委員らはGPIFは市場の規律とは縁遠い政府機関であり、巨額の運用資産が秘める潜在的な影響力を警戒した。

GPIFの高橋則広理事長は先週末の記者会見で、運用の多様化を支える体制整備を図ってきているとしながらも、取り組むべき課題の一つに「良い運用マネジャーを見つけるスキル」を挙げ、GPIFの目利き力は「まだまだ」と語った。

ピクテ投信投資顧問のまとめによると、日本を除く先進国の株式市場規模は3月末に約3258兆円、世界公益株は562兆円、新興国株は408兆円。資産区分としての国内REITは12兆円、グローバルREITは134兆円、米国REITは88兆円だった。

クレディ・アグリコル証券の尾形和彦チーフエコノミストは、公的年金の運用は「長期的な視野に立って判断すべきだ。世界的な金融情勢と市場の乱高下を踏まえれば、運用の難しさは誰の目にも明らかだ」と指摘。「GPIFは市場が乱高下する中でもリスクを十分にコントロールしながら相応のリターンを確保できる手法を確立する必要がある」と述べる一方、政府は「リスク資産の運用にポジティブになれるよう、着実に構造改革を進めるべきだ」と語った。

年金 5 兆円損失でも…「国家公務員共済」安全 運転で運用益

日刊ゲンダイ 2016 年 8 月 2 日

やっぱり、国家公務員は損をしてなかった——。株式での運用比率を引き上げたために、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の 2015 年度の運用実績は 5.3 兆円のマイナスだったと先週、発表されたばかりだが、なんと、国家公務員の年金を支える「国家公務員共済」は安全運用でちやっかり運用益を出していたことが分かった。

国家公務員共済は、15 年 10 月以降、制度が変わったため、通期の運用実績は残されていないが、15 年度の下半期は 248 億円のプラスだった。同じ期間、GPIF が約 660 億円のマイナスだったのとは大違いだ。

それもそのはず、国家公務員共済は GPIF に比べ、ずっと安全な運用を行っているからだ。昨年 2 月、運用比率を GPIF と同じにする方針が決定されたが、ある“カラクリ”を潜ませ、リスクを回避しているのだ。厚労省関係者はこう言う。

「国家公務員共済も、GPIF も、ポートフォリオを国内債券 35%、外国債券 15%、国内外株式 50% にすることになっています。でも、国家公務員共済には、大きな『乖離許容幅』を持たせているのです。国内債券での運用比率の中央値『35%』に、プラスマイナス 30% もの許容幅があり、65% まで国内債券での運用比率を高めることができる。一方、GPIF の国内債券での運用比率の許容幅はプラスマイナス 10% だから、45% までしか高めることができません」

実際、国家公務員共済の国内債券での運用比率は、15 年 3 月末時点で 62%。国内外株式での運用比率はたった 31% だった。国内債券約 37% で、国内外株式が約 44% だった GPIF に比べると、差は歴然。国家公務員共済は安全な国内債券で運用し、GPIF は強制的にリスクを取らされているようなものだ。経済評論家の荻原博子氏はこう言う。

「国家公務員の年金はもっとリスクを取るべきとは言いませんが、この運用比率の格差は大きい。『株価の下支えは GPIF でよろしく』と言っているようにも見えます。今さら GPIF の国内外株式での運用比率を下げることはできません。GPIF が『株式を売る』と言った途端、マーケットは大暴落してしまうからです。損失の責任を、一体誰が取るのでしょうか」

いつも損を見るのは庶民ばかりだ。