

第5章 公的年金積立金運用のあり方について：予備的考察

國 枝 繁 樹

(概要)

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)のリスク資産運用拡大等で注目される公的年金積立金運用のあり方につき、1990年代後半の米国社会保障信託基金のリスク資産への運用の是非を巡って行われた経済学者による議論を踏まえ、考察を行う。我が国における公的年金積立金のリスク運用拡大は、実質的に将来世代に運用リスクを負わせるものと考えられ、その是非は、巨額の公的債務により既に過大なリスクを負わされている将来世代の観点から判断されるべきである。

(項目)

1. はじめに
2. 我が国の公的年金積立金運用の概要
3. 公的年金積立金運用の経済分析
4. 我が国における公的年金のリスク資産による運用
5. 政治的見地からの投資先企業の選定や投資先企業への経営介入への懸念
6. 公的年金による産業政策の是非
7. 公的年金による株価維持政策(PKO)の是非
8. 公的年金積立金運用機関のガバナンス
9. 終わりに

1. はじめに

本研究グループにおいては、中期的な公的金融のあり方につき検討が行われたが、戦後の我が国においては、公的金融は、郵便貯金・簡易保険および公的年金積立金の資金が、一定の政策目的のために政策金融機関等により各事業分野に投融資される財政投融資制度を通じて主に運営されてきた。しかし、1990年代後半から2000年代初めの財投改革の中で、公的年金積立金は、年金加入者の利益のために運用されるべきとして、2001年に年金福祉事業団から改組

された年金資金運用基金による自主運用に移管され、さらに2006年に設立された年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)により管理運用されることになった。その後、GPIFの積立金運用は安全性を重視して国債中心の運用がなされてきたが、アベノミクスの第3の矢の日本再興戦略において、公的年金積立金を成長戦略のために活用しようとする考え方が唱えられ、運用方針の見直しが議論されることとなった。

財投改革において年金加入者の利益に反するとして否定された、公的年金積立金を産業政策のツールとして活用するとの考え方が再び浮上してきた経緯に鑑みれば、公的金融のあり方に関する検討の一部として、郵便貯金や政策金融機関のあり方に加え、公的年金積立金の運用のあり方についても別途考察することは有意義である¹。そうした観点から、本稿においては、1990年代後半の米国社会保障信託基金のリスク資産への運用の是非を巡って行われた経済学者による議論等を踏まえ、我が国における公的年金積立金のリスク運用につき考察を行う。

第2節において、我が国の公的年金積立金運用の概要を見た後、第3節で米国の社会保障信託基金の株式投資に関する経済分析を紹介する。第4節において、そうした経済分析を踏まえ、我が国における公的年金積立金のリスク資産運用のあり方につき考察する。また、第5節以降において、米国社会保障信託基金のリスク資産への運用を巡る議論で重要な役割を果たした公的年金積立金の運用への政治的圧力に対する懸念と、関連して、公的年金による産業政策および株価維持政策(PKO)の是非について論じる。第8節においては、望ましい公的年金積立金運用機関のガバナンスにつき考察する。最後に、本稿の結論を述べることとする。

2. 我が国の公的年金積立金運用の概要

(1) 公的年金積立金の意義

我が国の公的年金積立金は、2014年度末で137兆円という巨大な規模となっている。公的年金積立金の意義について、厚生労働省は、将来、高齢者世代の割合が高まることから、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、年金財政の安定化に活用するものとしている。具体的な積立水準については、2004年年金制度改正の際に、おおむね100年後に、給付費の1年分程度(支払準備金程度)を保有するよう設定された。

公的年金積立金は、2000年までは、大蔵省資金運用部(現在の財務省財政融資資金)に預託されていたが、2001年に、財投改革により、厚生労働大臣から、直接、年金資金運用基金に寄託し、管理運用することとされた。資産の構成割合については、厚生労働大臣が示すが、具体的な意思決定については、年金資金運用基金に理事会が置かれることとなった。

その後、2006年度以降は、専門性を徹底し、責任の明確化を図る観点から、新たにGPIFを設立し、管理運用することとされた。厚生労働大臣は、中期目標を示し、GPIFが資産構成

1 世界金融危機後における郵便貯金や政策金融機関のあり方については、國枝(2013)において別途論じている。

割合を含む中期計画を策定する。GPIF内部においては、運用委員会の意見を聴いて、理事長が意思決定を行うこととされている。運用委員会は、厚生労働大臣が任命した経済・金融の専門家等の学識経験者からなっており、中期計画および業務方法書の審議、法人が行う年金積立金の管理運用業務の監視等を任務としている。

(2) 従来の厚生年金・国民年金の積立金運用の考え方と実際の運用

従来、厚生年金保険法および国民年金法等にもとづき、長期的な観点から、安全かつ効率的に運用することが、積立金運用の基本的考え方とされてきた。こうした考え方にもとづき、これまで、国内債券中心、インデックス運用中心、ポートフォリオ全体のリスクを抑制等の方針で運用がなされてきた。また、運用利回りの目標としては、年金給付が賃金に連動することから、賃金に対する実質的な運用利回りの確保が重視されてきた。

表1 公的年金積立金全体の資産構成割合の推移

| | 国内債券 | 国内株式 | 外国債券 | 外国株式 | 短期資産 |
|---------|------|------|------|------|------|
| 平成13年度末 | 89.8 | 4.1 | 0.8 | 2.3 | 3.1 |
| 平成14年度末 | 87.4 | 4.5 | 1.6 | 2.8 | 3.8 |
| 平成15年度末 | 81.4 | 7.3 | 2.4 | 3.6 | 5.2 |
| 平成16年度末 | 79.3 | 7.6 | 3.6 | 5.0 | 4.5 |
| 平成17年度末 | 71.9 | 11.8 | 4.7 | 6.7 | 5.0 |
| 平成18年度末 | 68.1 | 12.2 | 5.8 | 8.1 | 5.9 |
| 平成19年度末 | 70.1 | 9.7 | 6.8 | 7.7 | 5.8 |
| 平成20年度末 | 69.9 | 9.2 | 8.1 | 7.3 | 5.5 |
| 平成21年度末 | 64.6 | 11.5 | 7.9 | 10.3 | 5.7 |
| 平成22年度末 | 63.5 | 11.0 | 7.7 | 10.7 | 7.0 |
| 平成23年度末 | 60.2 | 11.9 | 8.3 | 10.9 | 8.7 |
| 平成24年度末 | 59.1 | 13.9 | 9.4 | 11.8 | 5.8 |
| 平成25年度末 | 53.1 | 15.8 | 10.6 | 14.9 | 5.6 |
| 平成26年度末 | 39.4 | 22.0 | 12.6 | 20.9 | 5.1 |

(注) 短期資産の中には、年金特別会計が管理する積立金を含んでいる。

(3) アベノミクス下でのGPIFの年金積立金運用方針見直しの動き

① 成長政策としての公的年金積立金運用の考え方

安倍政権の下では、従来と異なり、公的年金積立金を成長戦略に利用しようとの考え方が主張されてきた。アベノミクスの3本目の矢である「民間投資を喚起する成長戦略」として策定された日本再興戦略は、そうした考え方を明示的に述べ、立地競争力のさらなる強化の1項目として、公的・準公的資金の運用等のあり方をあげ、「公的・準公的資金について、各資金の規模や性格を踏まえ、運用（分散投資の促進等）、リスク管理体制等のガバナンス、株式への長期投資におけるリターン向上のための方策等に係る横断的な課題について、有識者会議において検討を進め、本年秋までに提言を得る。」とし、公的年金積立金の運用につき、産業競争力向上の手段として見直しを行うことを明確にした。

② 「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」による検討

同戦略に基づき、2013年7月より11月まで経済再生担当大臣の下で、「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」が開催され、報告書（以下、「有識者会議報告書」とする）がまとめられた。2013年11月20日公表の報告書概要の内容は以下のとおりである。

まず、運用目標・方針については、デフレからの脱却を図り、適度なインフレ環境へと移行しつつある我が国経済の状況を踏まえれば、国内債券を中心とする現在のポートフォリオの見直しが必要とし、収益目標を適切に設定するとともに、リスク許容度のあり方についても検討すべきとされた。

ポートフォリオ（運用対象）については、新たな運用対象（例えば、REIT・不動産、インフラ、ベンチャー・キャピタル、プライベート・エクイティ、コモディティなど）の追加により運用対象の多様化を図り、分散投資を進めることを検討すべきとされた。運用のスタイルについても、アクティブ運用比率を高めることを検討すべきとされ、その際、一部をベビーファンド（基本ポートフォリオの中で一定の資金額を設定し、ある程度の独立性を持たせて柔軟な運用を行うもの）として特別に管理することも考えられるとしている。ベンチマークについても、その選択に工夫を凝らすこと等でリターン向上を目指すことが望ましい。株式運用のベンチマークについては、より効率的な運用が可能な指数（例えばROE等も考慮した新たな株式指数等）を利用するなど、改善度を検討すべきとされた。

GPIFのガバナンスについては、所管大臣との関係により運用機関の自主性や創意工夫が損なわれないよう留意する必要がある。資金運用の重要な方針等については、利益相反にも配慮した常勤の専門家が中心的な役割を果たす合議制により実質的な決定を行うことが望ましいとされた。運用対象の多様化やリスク管理等の高度化を図るためには、第一線の専門人材が必要であり、報酬体系の見直しを含めた対策が不可欠とする。また、資産・負債の両面に係るフォワード・ルッキングな（先行きを見据えた）リスク分析が必要とされる。

株式等のエクイティ資産に係るリターン最大化については、長期投資を前提としてリターン向上を目指す必要があり、投資先との緊密な対話や適切な議決権行使が求められる。このため、日本版スチュワードシップ・コードに係る検討を踏まえた方針の策定・公表を行い、運用受託機関に対して、当該方針ののっとり対応を求めるべきとされた。

③ 2013年度中の基本ポートフォリオの変更

安倍政権の公的年金積立金のリスク資産での運用拡大の方針を反映して、2013年6月7日に基本ポートフォリオの変更がなされ、国内債券60%(乖離許容幅±8%)、国内株式12%(同±6%)、外国債券11%(同±5%)、外国株式12%(同±5%)および短期資産5%とされた。ポートフォリオの運用割合の乖離許容幅の拡大と株価上昇および円安に伴う外貨資産の円での評価増を反

映し、表1のとおり、年金積立金全体中の国内債券の割合は、2013年度末には53.1%に低下した一方、国内株式は2013年度末には運用資金の15.8%を占めるようになった。また、外国株式は14.9%、外国債券も10.6%の割合に増加している。

④ 2014年10月の基本ポートフォリオの変更

さらに、2014年6月に、公的年金の財政検証がなされ、同時に田村厚生労働大臣からGPIFに対し、基本ポートフォリオの検討作業の前倒しが要請された。GPIFの運用委員会においては、財政検証を踏まえ、想定運用期間を25年間と見た上で、保険給付に必要な流動性を確保しつつ、必要となる「実質的な運用利回り（GPIFでは「運用利回り－名目賃金上昇率」をこう呼んでいる。）」1.7%を最低限のリスクで確保することを運用目標とした。1.7%の運用目標の前提となる金利シナリオについては、財政検証の経済前提のうち、多くの経済学者により楽観的と批判されている「経済再生ケース」に接続するケースで、求められる実質的な運用利回りが最も高い財政検証のEケース（「経済中位ケース」と呼ばれる。）が想定されている。また、金利シナリオとしては、もう一つ、多くの経済学者により現実的と評されている「参考ケース」に接続するケースも勘案されており、そのうち、中間的な実質的な運用利回り1.2%が想定されている財政検証のケースGについても、「市場基準ケース」として考慮している。

GPIFにおいては、基本ポートフォリオは、経済中位ケースおよび市場基準ケースの双方において、運用目標を満たしつつ、その一方で、名目賃金上昇率を下回る確率が全額国内債券運用の場合を下回り、かつ、名目賃金上昇率を下回るときの平均不足率が最も小さいポートフォリオを選定したとしている。改訂後の基本ポートフォリオは、国内債券35%（乖離許容幅±10%）、国内株式25%（同±9%）、外国債券15%（同±4%）、外国株式25%（同±8%）とされた。また、オルタナティブ資産（インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産その他運用委員会の議を経て決定するもの）についても、資産全体の5%を上限として、投資対象とされた。この基本ポートフォリオは、2013年6月に改訂された基本ポートフォリオと比較しても、国内株式および外国株式への運用割合が2倍以上になる一方、国内債券の割合が60%から35%に大幅に削減されるといった大幅に運用リスクを増加させたものとなった。

この基本ポートフォリオの変更を反映し、GPIFは、巨額の国内株式・海外株式への投資を進めるとともに、国債保有を大幅に減少してきた。表1に示すように、2014年度末には、年金積立金全体中の国内株式の割合は22.0%、外国株式の割合は20.9%に急増した一方、国内債券の割合は39.4%に大幅に低下した。

このように、第2次安倍政権の数年間にGPIFの資産運用は、安全資産中心からリスク資産中心へと大きく運用方針を変更した。

⑤ GPIFの「投資原則」の策定

また、GPIFは、2015年3月に「投資原則」を策定した。同原則の1は、「年金事業の運営の安定に資するよう、専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標とする。」としている。この原則に関連して、GPIFは、「株価対策や経済対策のために年金積立金を利用することはありません。」としている。また、同原則の2は、「資産、地域、時間等を分散して投資することを基本とし、短期的には市場価格の変動等はあるものの、長い投資期間を活かして、より安定的に、より効率的に収益を獲得し、併せて、年金給付に必要な流動性を確保する」とし、分散投資の原則を定める。さらに、同原則の3は、「基本ポートフォリオを策定し、資産全体、各資産クラス、各運用受託機関等のそれぞれの段階でリスク管理を行うとともに、パッシブ運用とアクティブ運用を併用し、資産クラスごとにベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保しつつ、収益を生み出す投資機会の発掘に努める。」としている。ここで注目されるのは、後述するように必ずしも有効性が保証されていないアクティブ運用を、パッシブ運用と併用することを明言していることである。最後に、同原則の4は、「株式投資においては、スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動を通じて被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図る。」としている。

(4) 公的年金積立金の運用実績

こうした運用方針の変遷を反映して、公的年金積立金の運用実績はどのようになったのであろうか？ GPIFの平成26年度業務概況書によれば、自主運用を開始した2001年度から2014年度までの運用実績は、単年度収益率で見ると、2000年代半ばには好調に運用収益をあげていたが、リーマンショックの影響により2007～2008年度にはマイナスの収益率となった。それらの結果、2001年度の自主運用開始からの名目運用利回りは、2014年度末までで年率2.76%となっていた。その間の名目賃金上昇率は、デフレのため、マイナス0.34%となっていたことから、「名目運用利回り－名目賃金上昇率」（GPIFでは「実質的な運用利回り」と呼んでいる。）は、3.11%となっている。これは、過去の年金再計算・財政検証上の際の想定(0.32%)を上回っていることから、GPIFでは、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と結論づけている。

(5) 最近の動き

① 「日本再興戦略」改訂2015

日本再興戦略改訂2015においては、公的・準公的資金の運用等の見直しの項目において、GPIFの基本ポートフォリオの見直しやガバナンス改革を行ったことに言及するほか、また、他の公的年金運用機関である国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団についても、共同して、本年3月に「基本ポートフォリオ」を定めるに当たって参酌すべき積立金の資産の構成の目標（モデルポートフォリオ）を定めて、10月

から適用することを公表したことに言及している。

② 「産業競争力の強化に関する実行計画」(2015年版)

同実行計画の2015年改訂版において、GPIFの年金積立金の運用見直しは、企業が活動しやすい国とするため、産業基盤の強化を図るとともに、都市と地域の競争力をさらに高める「立地競争力の更なる強化」の一施策と位置付けられ、「GPIFをはじめとする公的・準公的資金の運用等の在り方については、有識者会議の提言を踏まえ、各資金の規模・性格に応じ、長期的な健全性の確保に留意しつつ、必要な施策を迅速かつ着実に実施すべき所要の対応を行う。GPIFについては、年金制度、法人の組織論等の観点から今後の法改正の必要性も含めた検討を行うなど必要な施策の取組を加速すべく所要の対応を行う。」との記述がなされている。同計画においては、GPIFのリスク資産の運用拡大を立地競争力のさらなる強化の一項目として位置付けていることに留意する必要がある。

③ 株価への影響

巨額の積立金が株式で運用されることから、株式市場関係者は株式運用シェアの増加に大いに期待し、その動向は株価に大きな影響を与えている。株価が下落した場合には、GPIFの公的資金運用に関する報道がなされることも少なくなく、実質上の株価維持政策に当たるのはないかとの指摘もなされている。

例えば、米国市場等の影響を受けて、株価が急落した2014年10月第3週の週末には、「約130兆円の公的年金を保有する年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は17日、国内株式での運用比率の目安を12%から20%台半ばに大幅に引き上げる方向で調整に入った。今月下旬にも運用方針を話し合う運用委員会で決める。低収益の国債中心の運用を改め、年金給付の原資を増やす狙いだ。麻生太郎財務相との協議を経て塩崎恭久厚生労働相が決定する。」との報道(日本経済新聞 2014.10.18)がなされ、週明けの日経平均は上昇したが、塩崎大臣は完全否定し、日経平均が急落する場面があり、株価が大幅に上下する結果となった。GPIFによる株価維持政策の真偽はともかくも、市場関係者に広くGPIFによる株価維持政策が行われていると認識されていること自体、株式市場を大きく歪めていると考えられる。こうした状況に鑑みれば、本稿においては、公的年金積立金が株価維持政策に用いられることの是非についても論じる必要がある。

④ GPIFのガバナンスを巡る議論

有識者会議においては、GPIFのガバナンスについては、保険料拠出者である労使の意思が働くガバナンス体制が求められること、合議制機関である理事会に重要な方針の決定を行わせること、常勤の運用委員を配置すること、理事長とは別に業務執行の責任者を置き、理事会に

よる監督機能と業務執行機能を分離することが望ましいこと、専門性を重視して、適切な情報開示を前提に高い自主性・独立性を認めるべきこと、専門性のある運用スタッフの強化を図るべきこと等の指摘がなされた。この指摘を受けて、GPIFは2014年10月の基本ポートフォリオ見直しに合わせ、ガバナンス会議の設置やコンプライアンス・オフィサーの任命等のガバナンスの改善措置を公表した。

これに対し、2014年9月に就任した塩崎厚生労働大臣は、日本銀行のような政府から独立した委員会によるガバナンスを考えているとも報じられた。2014年11月より第1回年金積立金の管理運用に係る法人のガバナンスの在り方検討作業班による検討が開始された。しかし、2015年2月には、安倍内閣として、GPIFのガバナンス構造の大幅な改革は避けた小幅なGPIF改革案を盛り込んだ法案を国会に提出することが決定された。その過程では、ガバナンスの大幅な改革を求める塩崎大臣とガバナンス改革は既に実施済みとする官邸の間で不協和音があったと報道されている(Wall Street Journal 2015.1.24、2015.2.24記事)。なお、2015年3月には、GPIFは、内部統制強化の一環として、「行動規範」を策定した。また、同月に、高度で専門的な人材確保の一環として、GPIFの役員に年金積立金の管理・運用の業務を担当する理事が追加されている。

3. 公的年金積立金運用の経済分析

(1)米国の社会保障信託基金の運用

我が国の公的年金積立金運用を巡る議論においては、カルフォルニア州職員退職年金基金(カルパス)の資金運用が先進的な事例として取り上げられることが多いが、西沢(2014)が指摘しているように、同基金は一種の企業年金に近く、実際には、賦課方式の公的年金において人口変動のため生じた積立金である点において、我が国の国民年金・厚生年金の積立金に最も性格が近いのは、米国の社会保障信託基金である。その概要は、表2のとおりであるが、そのうち、基金の運用対象については、利付国債あるいは連邦政府がその元本と利息を保証する証券へ投資するものとされ、実際には、財務省が発行する特別な債券に全て投資されている。この債券は、市場での売買ができない非市場性の債券である。

表2 米国の社会保障信託基金の現在の概要

| |
|---|
| <p>1. ソーシャル・セキュリティ信託基金</p> <ul style="list-style-type: none">・米国の公的年金である老齢・遺族・障害保険（OASDI）は、ソーシャル・セキュリティと呼ばれ、その資金は、独立したソーシャル・セキュリティ信託基金で管理されている。・同基金は、老齢・遺族年金（OASD）信託基金と障害年金保険（DI）信託基金の二つの基金から構成されており、運用は財務省公債局で行われている。 <p>2. 信託基金理事会</p> <ul style="list-style-type: none">・ソーシャル・セキュリティ信託基金には、信託基金理事会が設置されており、6名のメンバーで構成されている。うち4名は官職指定で、財務長官、労働長官、厚生長官、社会保障庁長官がメンバーであり、財務長官が執行理事となっている。のこり2名は一般から選ばれる。・ソーシャル・セキュリティ法により、ソーシャル・セキュリティ信託基金のうち、現在の支払いに必要がない部分を自らの判断で投資することは、信託基金の執行理事（財務長官）の義務とされている。 <p>3. 運用対象</p> <p>ソーシャル・セキュリティ法により、ソーシャル・セキュリティ信託基金の積立金は、利付国債、あるいは連邦政府がその元本と利息を保証する証券へ投資するものとされ、財務省が発行し、ソーシャル・セキュリティ信託基金のみが購入できる非市場性の特別債券にすべて投資されている。</p> <p>4. 運用実績</p> <ul style="list-style-type: none">・信託基金理事会は、年1回、ソーシャル・セキュリティ信託基金の財政状況を連邦議会に報告することとなっており、年次報告書は一般にも公表されている。・ソーシャル・セキュリティ局のウェブサイトを通じて、ソーシャル・セキュリティ信託基金の情報が公表されている。 <p>5. 今後の財政予想</p> <ul style="list-style-type: none">・今後の財政予想では、今後5年間は収支は拮抗しているが、2015年ごろから支出が急速に増加し、2033年には積立金が枯渇して、本来の給付額の3/4程度の給付しか受けられないと予想されている。 |
|---|

(出典：社会保障審議会年金部会資料)

米国の社会保障信託基金の現在の資金運用は、100%、財務省の非市場性の特別国債によることとされているが、1990年代後半には、年金財政の悪化に対応するため、Advisory Council on Social Securityが、年金改革の方向性につき①既存の賦課方式の公的年金を維持しつつ、保険料その他の調整により持続可能性を回復するMB(Maintenance of Benefit)プラン、②公的な確定拠出年金を既存の公的年金に加えるIA(Individual Accounts)プラン、および③民間による個人年金を含む2層の年金制度に改革するPSA(Personal Security Accounts)プランという3つの異なる提案を行った。そのうち、第1案のMBプランでは、社会保障年金基金の40%を株式投資（インデックスに対するパッシブな投資）に振り向けることによって、

収益率を引き上げ、他の措置と併せ、給付額を維持していく提案がなされていた²。またAaron and Reischauer (1998)等の民間有識者からも積立金の株式投資を含む年金改革案が提示され、クリントン政権も1999年に積立金の株式投資による運用利回り改善を提案した。

他方、当時のグリーンSPANFRB議長が年金積立金の株式投資には効果がないと指摘する(例えば、Greenspan (1996))など、反対論も出され、様々な議論がなされることとなった。多くの経済学者も議論に参加し、関連する学術論文も数多く発表された。

議論の主な論点としては、公的年金積立金の株式投資の経済的効果があり、この点につき、多くの経済学者の分析がなされた。また、第2の論点としては、巨額の株式投資に対する政治的圧力についての懸念がある。実際の米国の社会保障信託基金の運用を巡る議論においては、後者の懸念につき政治的に特に問題視され、また2000年代初頭のITバブル崩壊もあり、非市場性の国債への投資が継続されることとなった。しかし、米国の社会保障信託基金を巡る議論の多くは、我が国の公的年金積立金による株式投資の是非の巡る議論にも広く当てはまると考えられる。残念ながら、上述の有識者会議報告書では、これらの経済分析の成果を踏まえた議論はほとんどなされていない。本稿においては、米国の社会保障信託基金の運用のあり方を巡る議論を紹介した後、そうした議論にもとづき、我が国における公的年金積立金運用のあり方につき論ずることとする。

(2) 運用成果の帰属の重要性

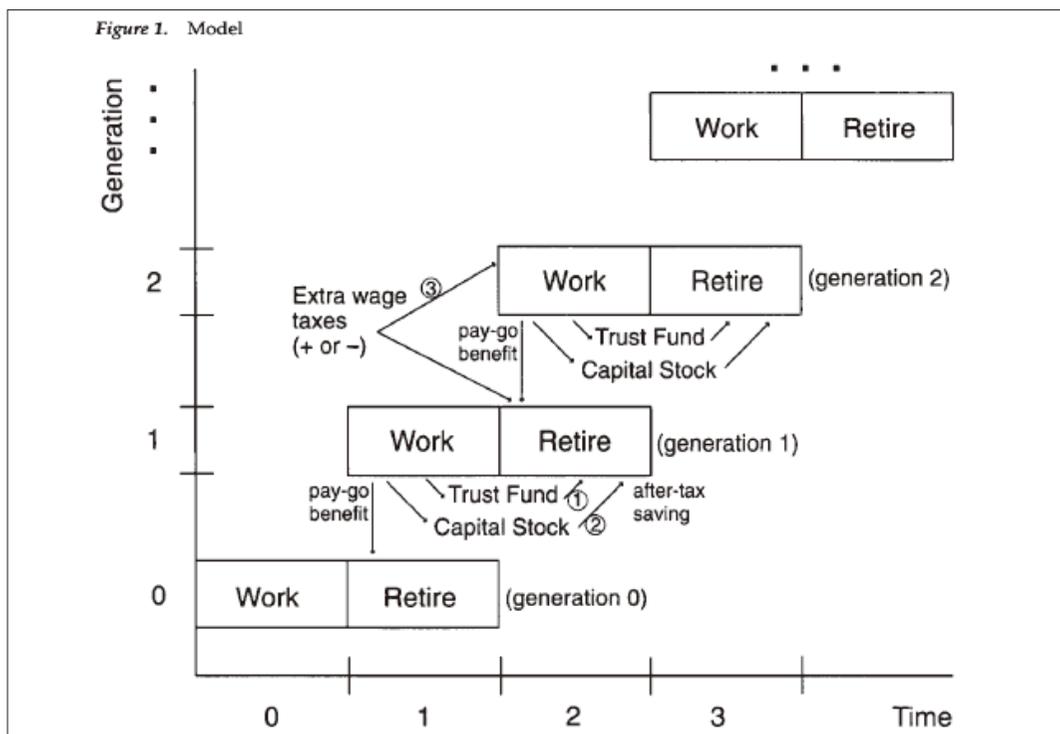
我が国の論者の中には、長期的に株式投資を行えば必ず運用収益率が上昇すると論じる者もいるが、効率的金融市場においては、そうしたことはありえない(Bodie (1995))。(行動経済学にもとづく分析が指摘するように、裁定取引に限界がある等の理由で効率的でない市場の場合には、平均への回帰の傾向等が生じうるが、そうした場合については別途、論じる。)従って、リスク運用を増加させた場合の期待収益率の増加と運用リスクの増大のトレードオフを勘案して、リスク投資増加の功罪を論じる必要がある。

1990年代後半の公的年金の積立金運用に関する諸論文の結論は必ずしも一致していないが、Smetters (1999)は、その違いの一つの要因が、積立金の株式投資による期待収益率の上昇の影響が帰属する先とそれに伴う運用リスクの影響が帰属する先に関する前提によることを指摘した。

2 40%という運用割合は、絶対的なものではなく、当時の民間の年金基金の一般的な株式運用割合の下限を取ったにすぎないとの説明がなされている(Advisory Council on Social Security (1996))。

Smetters (1999)は、図1の簡単な2期間モデルの枠組みを用いて分析を行っている。

図1 Smetters(1999)の分析の枠組み



(出所 Smetters (1999) Figure 1)

同モデルでは、現役世代(generation 1)の社会保険料の一部が積立金(Trust Fund)に積み立てられ、現役世代の退職時に、将来世代の支払う社会保険料および積立金からの元本と収益を原資として、給付がなされる。

社会保険料と給付額は、積立金の期待収益率に基づく年金財政の将来推計にもとづき決定される。積立金を国債投資から株式投資に振り返ることで、期待収益率は上昇する。年金財政再計算が、運用リスクを勘案せず、期待収益率のみにもとづきなされるならば、①現役世代の給付額を増加させる、あるいは②将来世代の社会保険料を引き下げるといった2つの可能性が生じる。現役世代と将来世代のどちらが、期待収益率上昇の受益者となるかが、積立金の株式投資の影響を考える際の第一の基準となる。

現実には、積立金からの収益は、株式投資を行った場合には不確実であり、運用実績に対応して、①現役世代が受け取る給付額が変更される、あるいは②将来世代の支払う社会保険料が調整されて、現役世代が退職時に受け取る給付額が維持されるという2つの可能性がある。この運用リスクを負うのがどの世代となるかが、積立金の株式投資の影響を考慮する上での第二の基準となる。(Smetters(1999)が指摘するもう一つの要因は、社会保険料(税)が労働所得に課されるか、資本所得に課されるかだが、本稿では、その点に関する議論は省略する。)

その上で、Smetters(1999)は、上記の第一および第二の基準に関する前提を変えた表3の4つのタイプの政策につき、株式投資の現役世代および将来世代への影響がどうなるかにつき考察している。

表3 公的年金のリスク運用の影響

| | 第一の基準 期待収益率上昇の受益者 | 第二の基準 運用リスク（現実の収益） に対応して修正される対象 | 現役世代へ の影響 | 将来世代へ の影響 | 年金負債の 変化 |
|-----|----------------------|---------------------------------------|--------------|--------------|-------------|
| I | 現役世代 | 現役世代の受け取る給付額 | なし | なし | なし |
| II | 現役世代 | 将来世代の支払う社会保険料 | 効用増 | 効用減 | 増加 |
| III | 将来世代 | 現役世代の受け取る給付額 | 効用減 | 効用増 | 減少 |
| IV | 将来世代 | 将来世代の支払う社会保険料 | なし | なし | なし |

(出典 Smetters (1999)より一部抜粋)

① タイプIの政策の場合

タイプIの政策においては、年金財政再計算時に、積立金の株式投資による期待収益率上昇の恩恵は、現役世代が給付額の増加の形で享受する。しかし、同時に株式投資の運用リスクは、現役世代が退職後に受け取る給付額が変動する形で、現役世代が引き受けることになる。この場合、積立金の株式運用は、家計が、株式投資信託に投資しているのと、同様の効果を持つことになる。

多くの研究においては、このタイプの政策が（暗黙裡に）仮定されて、分析がなされてきた。

a. 金融市場が完全に効率的な場合

もし金融市場が完全に効率的であれば、Greenspan(1996)が指摘したように、公的年金の積立金の国債投資から株式投資への移行は、経済的に何の効果も持たないことになる。すなわち、合理的な家計は、公的年金の給付を受け取ることまで勘案して、自らの資産のポートフォリオを決定している。公的年金の積立金の運用が国債に限定されている場合は、家計は退職後に受け取る年金給付は確実なものとして認識した上、自らのリスク回避度を踏まえつつ、公的年金も含めた家計の最適なポートフォリオを考慮し、金融市場・金融機関を通じ、投資を行う。例えば、リスク回避度の低い家計であれば、自ら積極的に株式投資を行い、公的年金を含めたポートフォリオにおけるリスク資産の割合を高くしようとするだろう。他方、リスク回避度の高い家計は、公的年金の確実な給付に加え、他の資産も国債や銀行預金等の安全な資産に投資を行い、家計のポートフォリオ全体におけるリスク資産の割合を抑制しようとするだろう。

ここで、公的年金の積立金につき国債から株式に運用先が変わったとしよう。給付額が株式投資の運用実績に応じ変動するのであれば、家計にとっては、公的年金が安全資産から株式投資信託に変化したことと同じである。合理的な家計は、公的年金積立金の運用先が変更される前の最適なポートフォリオを再現するため、他の資産の入れ替えを行うだろう。リスク回避度の低い家計は、公的年金が実質上、株式投資信託に移行したことを踏まえ、自らの私的資産に

おける株式による運用額を削減する。また、リスク回避度が高く、退職後の所得を安定させた家計は、公的年金の給付の変動に対するヘッジとして、公的年金積立金が購入した株式を空売りしようとする。公的年金の積立金が株式市場で株式を積極的に購入しても、同額だけの株式を家計が売却するため、株式に対する総需要は変わらず、株価も変化せず、経済全体にとっても何の効果も持たないこととなる。こうした理由により、Greenspan (1996)は、公的年金の積立金の運用先の変更は、効果はないと断じた。こうした認識にもとづけば、公的年金の積立金の運用先の変更による年金財政の改善案は、「まやかし(shell game)」に過ぎないこととなる。(MaCurdy and Shoven (2001)も同様の結論に達している。)

b. 金融市場が不完全な場合

金融市場が不完全な場合には、借入制約、空売りの制限、株式投資知識の欠如などにより、家計が最適なポートフォリオを実現できない可能性がある。その場合には、公的年金の積立金の株式投資の影響は完全に打ち消されることがないため、実態経済に影響を及ぼすこととなる。ただし、その方向性が社会厚生上、望ましいかどうかは、金融市場の不完全性の理由によることになる。

Abel(2001)は、株式投資に固定費がかかるため、高所得者は株式市場に参加するが、低所得者は株式市場に参加していないモデルを考察した。同モデルにおいては、低所得者は、公的年金積立金の株式投資により、公的年金を含めた家計のポートフォリオの収益率が上がるため、消費を拡大させる。低所得の家計の厚生は上昇するが、消費拡大の結果、国全体の貯蓄は減少し、資本ストックも減少する。Abel (2001)のシミュレーションによれば、公的年金積立金運用の国債から株式への移行により、米国の資本ストックが1人当たり50セント減少するという重要な影響がありうる。

他方、Diamond and Geanakakoplos (2003)は、年金以外に貯蓄を持たない家計と、貯蓄を行い、ポートフォリオの選択も行う家計(単純化のため、公的年金にカバーされていないと仮定)の2つのタイプの家計を考えている。そうした仮定の下で、Diamond and Geanakakoplos (2003)は、公的年金積立金の一部の国債投資から株式投資への移行によって、経済全体の安全資産への投資は減少し、安全利子率は上昇し、株式の短期の期待収益率およびリスク・プレミアムは低下し、社会厚生は増加することを見出している。ただし、経済全体の資本投資や長期の資本価格、貯蓄を行う若い家計の効用の増減は、仮定に大きく依存する。

このように、公的年金積立金の運用成果がそのまま、現役世代の給付額に反映される場合においては、金融市場が不完全な場合には、積立金の株式投資への移行の影響は、金融市場がなぜ不完全なのかによって変わってくる。Abel (2001)のモデルが当てはまる場合には、積立金の株式投資運用拡大が経済成長を低下させることもありうる。

② タイプⅡの政策の場合

タイプⅡの政策においては、株式投資への移行によって高くなった期待収益率の上昇を踏まえ、年金再計算における現役世代の給付が引き上げられる一方、株式投資に伴う運用リスクは、将来世代の支払う社会保険料に反映される。すなわち、株式投資による期待収益率上昇の成果は現役世代が享受するのに対し、運用リスクは将来世代が負う形になっている。その結果、現役世代の効用は増加するのに対し、将来世代の効用は低下する。将来世代が負わせられるリスクを確実性等価で評価すれば、タイプⅡの政策は、将来世代の支払う社会保険料の単純な引上げと等値である。また、年金負債は、現役世代への給付額が引き上げられたことに伴い、増加することになる。

結局、タイプⅡの政策は、運用リスクというわかりにくい形で、将来世代に負担を押し付ける一種の世代間の搾取にすぎない。Smetters (1999)は、米国で議論された社会保障信託基金の一部の株式投資への移行の提案は、タイプⅡの政策であるとの評価をしている。

ただし、Abel (2001)は、将来世代が支払う社会保険料の調整という形で、運用リスクを将来世代が負うという前提の下では、確定給付の賦課方式の公的年金の積立金の株式投資への移行が、資本ストックの増加率を引き上げると指摘した。運用リスクを将来世代に負わせることができれば、現役世代の効用が増加するが、Abel (2001)の仮定の下では、現役世代の貯蓄が増え、その結果、経済成長率も増加するとされている。

③ タイプⅢの政策の場合

タイプⅢの政策においては、積立金の株式投資による期待収益率の増加を踏まえた年金財政再計算では、将来世代の社会保険料を引き下げる政策が取られる。他方、運用リスクは現役世代の受け取る給付額を変更する形で、現役世代により負担される。この場合、現役世代の効用は低下し、将来世代の効用は増加する。運用リスクを確実性等価で評価すれば、タイプⅢの政策は、現役世代の(確実な)給付額の減額と等値である。現役世代の給付額が実質上、削減されることから、年金負債は減少することになる。

④ タイプⅣの政策の場合

タイプⅣの政策においては、積立金の株式投資による期待収益率の上昇を受けて、年金再計算において、将来世代の保険料が引き下げられる。運用リスクについては、将来世代の社会保険料が修正される形で、将来世代が負担する。従って、株式投資による期待収益率上昇の恩恵と、運用リスクは両方とも将来世代が負担する。

a. 完全な金融市場

タイプⅠの政策と同様で、合理的な家計はポートフォリオを調整し、株式投資による影響を

相殺しようとするため、経済の実態に対しては、中立的である。

b. 不完全な金融市場

タイプ1の政策に関する議論と同様で、金融市場が不完全な場合には、積立金の株式投資は中立的ではなくなる。ただし、その影響は、どのような要因で金融市場の不完全性がもたらされているかに依存する。

⑤ 世代間のリスクシェアリングとの関係

賃金や株価が生産性ショック等によって変動する場合には、公的年金が世代間のリスクシェアリングに資する可能性がある。

Bohn (1999)は、積立金の株式投資の増加は、リスクシェアリングの観点から経済厚生の上昇につながり、また、株式投資の収益率と賃金上昇率の間の正の相関が存在する場合、給付水準が（現在の現役世代の）賃金に連動する形の賦課方式の公的年金においては、社会保険料の安定化にも役立つと指摘した。

他方、Bohn (2009)は、一般に生産性ショック等のリスクは世代間でシェアすることが望ましいが、現実の米国経済では、確定給付の賦課方式の公的年金や巨額の（安全資産である）国債が存在しており、高齢世代と現役世代のリスク回避度が大きく変わらないのであれば、高齢者に相対的に小さいリスクを負わせる代わりに、現役世代に過大なリスクを負わせていることを示した。ただし、habit formation等により高齢者のリスク回避度が非常に高くなっている場合には、こうした政策が正当化される理論的な可能性はあることも指摘した。

⑥ インフレヘッジと株式運用

インフレに対するヘッジとして、公的年金の積立金の株式運用が必要との主張もある。予期されるインフレについては、名目金利に反映されるので、ここで問題とされるのは、予期されないインフレである。予期されないインフレが発生した場合、給付がインフレ連動となっていれば、名目給付額は増加するにもかかわらず、債券の実質値は減少するため、公的年金の財政に悪影響を与えることになる。これを避けるために、国内株式や外貨資産に投資を行うことが考えられる。

ただし、実際に高インフレ時に国内株価が上昇するかは明らかではない。ファイナンスの実証研究においては、高いインフレ率は資産価格にマイナスの影響を与えられている（祝迫(2011)）。これにはいくつかの理由が考えられる。もしインフレ率の上昇が海外の原油価格上昇等のサプライサイドの理由で生じた場合、企業収益は圧迫され、株価は下落する。インフレにより名目上の利益が増加して、その分、法人税負担が重くなった場合には、実質で見た企業の税引後利益率は低下する(Feldstein and Summers (1979))。また、貨幣錯覚により、

株価がファンダメンタルと比較して低迷するというModigliani and Cohn (1979)の議論も存在する。

インフレに対するヘッジの手法としては、インフレ連動債の購入も考えられる。インフレ連動債を保有することで、インフレのリスクは政府の一般会計に移される。金融緩和により引き起こされたインフレの場合には、中央銀行の通貨発行益が増加するため、政府部門全体で見れば、インフレで生じる損失の一部は、通貨発行益の増加で相殺されることになる。インフレの主な原因が、行き過ぎた金融緩和にある場合には、インフレ連動債の購入は、政府部門全体にとって優れたヘッジ方法となる。

⑦ アクティブ運用とパッシブ運用のパフォーマンス

上述のように、米国でのAdvisory Council on Social Securityの提案したMB(Maintenance of Benefit)プランにおいては、株式投資は拡大するものの、その運用はパッシブ運用にすることとされた。これに対し、我が国の有識者会議報告では、アクティブ運用拡大につき非常に積極的な姿勢を見せている。

アクティブ運用のパフォーマンスが、パッシブ運用よりも継続的に優れたパフォーマンスを見せるかどうかは、ファイナンス理論においては長く議論されてきた。古典的には、効率的市場の下では、アクティブ運用より運用のパフォーマンスは改善されないとの見方がある（一般向けの説明としては、Malkiel (2015)）。最近では、行動経済学の進展等により、効率的市場仮説が当てはまらないケースも多く発見されているが、アクティブ運用によって、そうした非効率性を活用して、手数料を控除した後に、中長期的にベンチマークを上回るパフォーマンスを確実に実現できるかはまた別の問題である。例えば、オランダの証券監督当局であるオランダ金融市場庁(AFM)は、学術的研究をサーベイしたペーパー(AFM (2011))で要約として、学術的な実証研究は、様々な限界や異なる結果が存在するものの、中長期的にアクティブ運用のファンドのパフォーマンスが継続的にベンチマークを上回るとはきわめて困難であるとしている。さらに、アクティブ運用のパフォーマンスが優れている場合も、それが運によるものか、ファンドマネージャーの能力によるものかは判断しがたいとも述べている。こうした認識は一般的なものと思われ、今後ともアクティブ運用とパッシブ運用のパフォーマンスに関する議論は続くであろうが、現時点では、公的年金積立金のアクティブ運用のパフォーマンスがパッシブ運用を継続的に上回るとの前提で、公的年金積立金の運用のあり方を論じることには問題が多い。

また、Advisory Council on Social Securityがアクティブ運用でなく、パッシブ運用を選択した理由としては、必然的に個別の株式の選択を行うアクティブ運用においては、積立金運用に対する政治的圧力についての懸念があると思われることにも留意する必要があるだろう。

4. 我が国における公的年金のリスク資産による運用

(1) 積立金の運用リスクの帰属

我が国においても、公的年金ALMの観点から、米澤(2010)、本多(2015)等において、最適な運用政策についての議論が行われている。米澤(2010)においては、確定給付企業年金のような事前積立型の年金の最適運用政策理論から、リスク回避度が十分高い場合には危険資産に投資すべきでないこと、特に追加的な保険料収入が許されない場合には年金積立金は全額安全資産で運用し、その運用収益で賄えるような年金給付を企画する必要があるとしている。(ただし、国債も金利変動リスクがあることから、ポートフォリオ全体のリスクを国債100%ポートフォリオリスクと同じレベルに限定して、その制約の中で株式を若干保有して期待リターンを稼ぐ余地があるとしている。)また、本多(2015)は、公的年金全体のALMを考慮して、経済ショックに対するヘッジを行う重要性を強調し、経済観光が低迷し公的年金財政が悪化するときに、運用収益率も低下する国内株式は、公的年金財政収支の変動についてのヘッジ効果は小さいと指摘している。国内債券に関しては、ヘッジ効果を慎重に見極め、ポートフォリオの年限構成を検討する必要があるとし、外貨資産に関連しては、国内景気動向との長期的な独立性をいかに確保するかという、国際分散投資の効率化が重要としている。

しかしながら、これらの分析は、Smetters (1999)の強調した、どの世代がリスクを負うのかという点について着目した議論となっていない。本稿においては、国民年金・厚生年金の積立金の運用リスクをどの世代が負っているのかを検討する。

国民年金・厚生年金については、2004年度改正において、国民年金月額16,900円(2004年価格)、厚生年金18.3%を上限として、保険料の段階的引上げが図られる一方、負担の範囲内で給付水準を調整するマクロ経済スライド制度が導入された。積立金については、おおむね100年間で財政均衡を図る方式とし、財政均衡期間の終了時に給付費1年分程度の積立金を保有することとされた。必要とされる積立金の規模が減少したことから、積立金の取り崩しが正当化され、その分を後世代の給付に充当することとされた。

これらの公的年金については、少なくとも5年ごとに、年金財政見通しの作成およびマクロ経済スライドの終了年度の見通しの作成を行い、年金財政の健全性を検証することとされた。そして、次の財政検証までに所得代替率が50%を下回ると見込まれる場合は、給付水準調整の終了その他の提言を講ずるとともに、給付および負担のあり方について検討を行い、所要の措置を講ずるとされている。

これらの枠組みを前提に実施された2014年度の財政検証においては、次の経済前提が置かれた。

表4 2014年度財政検証における2023年以降の経済前提

(3) 経済前提
 年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会における検討結果の報告「年金財政における経済前提と積立金運用のあり方について(平成26年3月12日)」に基づき設定。

【平成35(2023)年度までの足下の前提】
 内閣府の「中長期の経済財政に関する試算(平成26年1月20日)」の「経済再生ケース」、「参考ケース」に準拠して設定。

【平成36(2024)年度以降の長期の前提】
 内閣府試算を参考にしつつ、長期的な経済状況を見通す上で重要な全要素生産性(TFP)上昇率を軸とした、幅の広い複数ケース(8ケース)を設定。

| | 将来の経済状況の仮定 | | 経済前提 | | | | (参考) 経済成長率 (実質<対物価>) 2024年度以降20~30年 | |
|------|-----------------------------------|------------------------------|-------|--------------------|-------------|----------------|--|-------|
| | 労働力率 | 全要素生産性 (TFP) 上昇率 | 物価上昇率 | 賃金上昇率 (実質<対物価>) | 運用利回り | | | |
| | | | | | 実質 <対物価> | スプレッド <対賃金> | | |
| ケースA | 内閣府試算 「経済再生 ケース」に 接続するもの | 労働市場へ の参加が 進むケース | 1.8% | 2.0% | 2.3% | 3.4% | 1.1% | 1.4% |
| ケースB | | | 1.6% | 1.8% | 2.1% | 3.3% | 1.2% | 1.1% |
| ケースC | | | 1.4% | 1.6% | 1.8% | 3.2% | 1.4% | 0.9% |
| ケースD | | | 1.2% | 1.4% | 1.6% | 3.1% | 1.5% | 0.6% |
| ケースE | | | 1.0% | 1.2% | 1.3% | 3.0% | 1.7% | 0.4% |
| ケースF | 内閣府試算 「参考 ケース」に 接続するもの | 労働市場へ の参加が 進まない ケース | 1.0% | 1.2% | 1.3% | 2.8% | 1.5% | 0.1% |
| ケースG | | | 0.7% | 0.9% | 1.0% | 2.2% | 1.2% | ▲0.2% |
| ケースH | | | 0.5% | 0.6% | 0.7% | 1.7% | 1.0% | ▲0.4% |

注:賃金上昇率については、男女の賃金水準の差が過去(H17~H24)の傾向で2030年度まで縮小するものと仮定。(男女の差が約15%解消)

2023年までは、内閣府の「中長期の経済財政に関する試算(平成26年1月20日)」の「経済再生ケース」と「参考ケース」に準拠して、前提を設定したとしているが、その内閣府の「中長期の経済財政に関する試算(平成26年1月20日)」の経済前提は次のとおりである。

表5 内閣府「中長期の経済財政に関する試算(平成26年1月20日)」の経済前提

○ 内閣府 経済再生ケースに準拠する経済前提

| | 平成26 (2014) | 平成27 (2015) | 平成28 (2016) | 平成29 (2017) | 平成30 (2018) | 平成31 (2019) | 平成32 (2020) | 平成33 (2021) | 平成34 (2022) | 平成35 (2023) |
|-------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 物価上昇率(暦年※1) | 2.6% | 2.7% | 2.7% | 2.2% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% |
| 実質賃金上昇率 (対物価上昇率) | ▲1.6% | ▲0.2% | ▲0.2% | 1.4% | 1.7% | 1.8% | 1.9% | 1.9% | 2.2% | 2.1% |
| 名目賃金上昇率 | 1.0% | 2.5% | 2.5% | 3.6% | 3.7% | 3.8% | 3.9% | 3.9% | 4.2% | 4.1% |
| 実質運用利回り (対物価上昇率)(※2) | ▲1.3% | ▲0.8% | ▲0.5% | 0.4% | 1.1% | 1.6% | 2.0% | 2.3% | 2.6% | 2.9% |
| 名目運用利回り(※2) | 1.3% | 1.9% | 2.2% | 2.6% | 3.1% | 3.6% | 4.0% | 4.3% | 4.6% | 4.9% |

○ 内閣府 参考ケースに準拠する経済前提

| | 平成26 (2014) | 平成27 (2015) | 平成28 (2016) | 平成29 (2017) | 平成30 (2018) | 平成31 (2019) | 平成32 (2020) | 平成33 (2021) | 平成34 (2022) | 平成35 (2023) |
|-------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 物価上昇率(暦年※1) | 2.6% | 2.3% | 2.0% | 1.4% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.2% |
| 実質賃金上昇率 (対物価上昇率) | ▲1.6% | ▲0.7% | 0.3% | 1.5% | 1.6% | 1.5% | 1.4% | 1.3% | 1.5% | 1.5% |
| 名目賃金上昇率 | 1.0% | 1.6% | 2.3% | 2.9% | 2.8% | 2.7% | 2.6% | 2.5% | 2.7% | 2.7% |
| 実質運用利回り (対物価上昇率)(※2) | ▲1.3% | ▲0.7% | ▲0.1% | 0.7% | 1.2% | 1.5% | 1.7% | 1.9% | 2.0% | 2.2% |
| 名目運用利回り(※2) | 1.3% | 1.6% | 1.9% | 2.1% | 2.4% | 2.7% | 2.9% | 3.1% | 3.2% | 3.4% |

(※1) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」の公表値は年度ベースであるが、年金額の改定等に用いられる物価上昇率は暦年ベースである。上表は暦年ベースである。
 (※2) 名目運用利回りの設定は、長期金利に内外の株式等による分散投資でどのくらい上積みできるか(分散投資効果)を0.4%(平成36(2024)年度以降の長期の経済前提における設定を参考)として、これを加味して設定。また、平成21年財政検証における設定と同様、長期金利上昇による国内債券への影響を考慮して設定。

積立金の運用利回りについては、長期金利に分散投資による運用利回りの向上の効果(「分散投資効果」)を0.4%見込んで上乗せしている。この値は、前回の年金財政検証時の前提と変わっていない。

積立金の株式投資の運用リスクがどの世代により負担されるかは必ずしも明らかではないが、基本的には、運用リスクは、給付水準調整の終了年度および給付水準調整終了後の標準的

な厚生年金の所得代替率の水準に反映されると考えられる。社会保障審議会年金部会の2014年6月27日の資料においては、実質的な運用利回り（スプレッド）の一時的変動（5年間のみ）が年金財政に与える影響につき試算がなされている。

同試算においては、まず現行の公的年金制度は、原則として、現役世代の名目賃金変動率を用いて、新規裁定者の年金額が改定される仕組みになっていることから、長期的には年金給付費の総額は名目賃金上昇率に連動して増加すると指摘し、給付も負担も賃金に連動するため、運用収入のうち賃金上昇率を上回る分が、年金財政上の実質的な収益であると説明している。このため、年金財政においては、名目運用利回りから名目賃金上昇率を引いた「実質的な運用利回り（スプレッド）」が重要であると強調している。

具体的な試算においては、2014年財政検証を基として、実質的な運用利回り（対賃金のスプレッド）を5年間ほど機械的に変化させた場合の試算を行っている。その結果は、表6のとおりである。

表6 異なる実質的な運用利回りの前提での試算結果

| 【試算結果】 | | | |
|----------|--|--|--|
| | 平成36(2024)年度以降5年間 スプレッド<対賃金>の幅の 下限をとる場合 | スプレッド<対賃金> が変動しない場合 | 平成36(2024)年度以降5年間 スプレッド<対賃金>の幅の 上限をとる場合 |
| ケース C | 50.8% (2043) 〔比例:24.9% (2018) 基礎:25.9% (2043)〕 スプレッド0.9% (1.4% - 0.5%) | 51.0% (2043) 〔比例:25.0% (2018) 基礎:26.0% (2043)〕 スプレッド1.4% | 51.2% (2042) 〔比例:25.0% (2018) 基礎:26.2% (2042)〕 スプレッド1.9% (1.4% + 0.5%) |
| ケース E | 50.3% (2043) 〔比例:24.5% (2020) 基礎:25.8% (2043)〕 スプレッド1.2% (1.7% - 0.5%) | 50.6% (2043) 〔比例:24.5% (2020) 基礎:26.0% (2043)〕 スプレッド1.7% | 50.8% (2042) 〔比例:24.6% (2020) 基礎:26.2% (2042)〕 スプレッド2.2% (1.7% + 0.5%) |
| ケース G | (※) 41.9% (2058) 〔比例:21.9% (2031) 基礎:20.0% (2058)〕 スプレッド1.0% (1.2% - 0.2%) | (※) 42.0% (2058) 〔比例:21.9% (2031) 基礎:20.1% (2058)〕 スプレッド1.2% | (※) 42.2% (2057) 〔比例:21.9% (2031) 基礎:20.2% (2057)〕 スプレッド1.5% (1.2% + 0.3%) |

(※) 所得代替率50%を下回る場合は、50%で給付水準調整を終了し、給付及び負担の在り方について検討を行うこととされているが、仮に、財政のバランスが取れるまで機械的に給付水準調整を進めた場合の数値。
注: 人口の前提は中位。

ケースCおよびケースEの場合には、運用利回りの変動により給付水準調整の終了年度が2042年度と2043年度の間で変動する。また、給付水準調整終了後の標準的な厚生年金の所得代替率が変動している。その意味では、2042年以降に給付の新規裁定を受ける世代、すなわち、現役世代のうちの若い世代および将来世代が運用リスクを負っていると考えられる。最も現実的な前提のもとづくケースGの場合は、元々、財政バランスがとれる時点での所得代替率

が50%を割っている。本来であれば、50%で給付水準調整を終了し、給付および負担のあり方について検討を行なうとされているので、運用リスクを最終的にどの世代が負うかは明確でないが、2014年度財政検証のように、楽観的な経済見通しに基づき、改革の先送りが行われるとすれば、やはり将来世代と若手の現役世代が運用失敗のコストを実質的に負うこととなる。

従って、積立金の運用方法につき考慮すべきは、将来世代および若手の現役世代のリスク許容度ということになる。その評価を行う際には、Bohn(2009)が指摘したように、将来世代が公的年金積立金の運用リスク以外にもリスクを負担させられていないかが問題となる。

将来世代の財政上の負担に大きな影響を与える要因は、公的年金と累積し続ける公債と考えられるが、そのうち、公的年金については、内閣府の「経済再生ケース」に準拠した経済前提が非常に楽観的であることが、2014年財政検証における最大のリスクとして広く指摘されている。楽観的な経済見通しにもとづき、現時点での抜本的な改革が不要とし、高齢者に対する給付削減を怠り、後になって、将来世代や若手の現役世代の給付を削減することは、楽観的な経済見通しが失敗するリスクを通じて、将来世代や若手の現役世代に負担を押し付けているのと同じである。

さらに、公的年金のみならず、財政一般についても、現政権は慎重な経済見通しでなく、楽観的な経済見通しを中心に、財政再建を論じている。そうした財政再建計画も楽観的な経済見通しが失敗するリスクを通じ、将来世代に負担を求めている。既に巨額の国債が存在していることは、将来世代が過大なレバレッジの下に置かれることを意味し、レバレッジ効果により将来世代の負うリスクがさらに増幅されることになる。

こうした点を踏まえれば、将来世代および若手の現役世代のリスク許容度は非常に小さいのではないと思われる。

(2) 世代間リスクシェアリングの観点からの分析

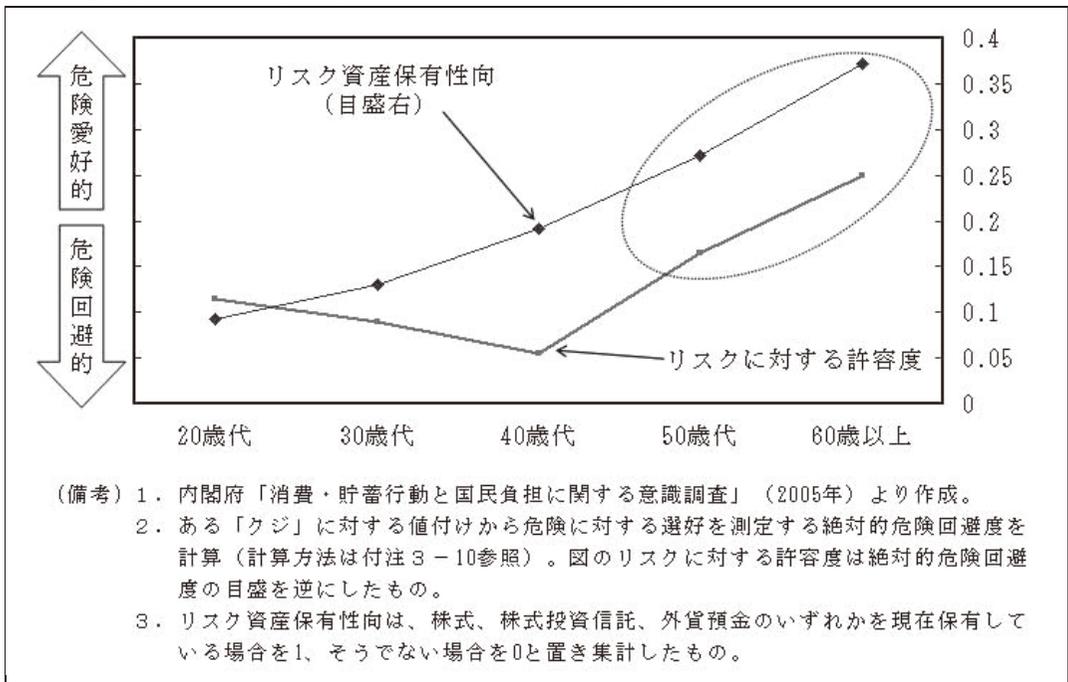
上述のように、Bohn (2009)は、一般に、生産性ショック等による賃金や株価に係るリスクを世代間でシェアすることが望ましいことを指摘しつつ、現実の米国の公的年金や巨額の国債は、高齢者に相対的に小さいリスクを負わせる代わりに、現役世代に過大なリスクを負わせていることを示した。ただし、habit formation等により高齢者のリスク回避度が非常に高くなっている場合には、こうした政策が正当化される可能性はあることも指摘した。

我が国においては、現在、米国を大きく上回る公債残高を抱え、公的年金も持続が懸念される状況にある。Bohn (2009)の分析に鑑みれば、米国以上に、我が国は高齢者に相対的に小さいリスクを負わせる代わりに、現役世代に過大なリスクを負わせている可能性が強い。

また、我が国の年齢別のリスク回避度については、2005年度経済財政白書が分析を行っている。理論的には、高齢者は安全資産を中心に資産運用を図るのが望ましいとされているが、

我が国の高齢者は若者と比較して、資産のより多くの割合を、リスク資産に投資を行っている。こうした投資行動から理論的にリスク回避度を推計してみると、我が国においては、60歳以上の高齢者のリスク回避度の方が低いという推計結果となる。さらに、同白書は、サーベイにもとづくリスク回避度の推計も行っているが、60歳以上の高齢者の方が、リスク回避度が低いとの結論は同様であった。(図2。同図では、リスク許容度は、絶対的リスク回避度の目盛を逆にしているので、高齢者の高いリスク許容度は、低い(絶対的)リスク回避度に対応している。)

図2 年齢別のリスク資産保有性向とリスクに対する許容度



(出所 2005年度経済財政白書)

この推計結果を受けると、運用リスクを現役世代に負わせる賦課方式の公的年金や巨額の国債は、リスク回避度が低い高齢世代からリスク回避度の高い現役世代にリスクを移転していることになり、世代間公平に反するのみならず、効率性の観点からも、非効率なリスクシェアリングとなる。

実際には、高齢者のリスク資産保有性向は、投資教育の欠如による金融リテラシーの低さや年齢を問わずリスク投資を促進する我が国の税制も反映していると考えられ(國枝(2014))、現実の高齢世代のリスク回避度はもう少し低いかも知れないが、Bohn(2009)が指摘した賦課方式の公的年金や巨額の国債によるリスクシェアリングが支持される前提となる、現役世代と比較して非常に高いリスク回避度という条件が充たされる可能性は非常に低いと考えられる。

ただし、ここでの議論は定性的な分析に留まり、Bohn (1999)のように現実の賃金等の時系列間の相関を分析したものではないため、我が国における世代間のリスクシェアリングのあり方については、最終的な結論を得るためには、さらにデータにもとづく分析を行う必要がある。しかし、現時点では、GPIFによる公的年金積立金の株式運用拡大を、世代間のリスクシェアリングの観点から正当化するのは難しいものと考えられる。

(3) 財政検証における実質的な運用利回り設定のあり方

2014年10月の基本ポートフォリオの変更は、上述のように、基本ポートフォリオは財政検証において最低限必要とされた1.7%の実質的な運用利回りを充たすよう、リスク資産を大幅に増加させたものとなったが、こうした基本ポートフォリオの決定方法にも問題がある。標準的なCAPMモデルを想定すれば、証券市場線上において、高めの期待収益率を想定すれば、当然にリスクの大きいポートフォリオを選択することになる。その場合、GPIFの運用委員会にできることは、現行のポートフォリオが証券市場線よりも下の非効率なものになっている場合にそれを是正することだけになってしまう。

しかし、証券市場線上のどの点が最適かは、本来、投資家のリスク回避度に基づき、リスクとリターンのトレードオフから決まってくるものである。リスク回避度がきわめて高い場合には、期待収益率が低くとも、リスクの小さい運用方法を選択するのが最適となる。従って、現行の年金財政検証のように、期待収益率のみに着目し、「これだけ高い収益率がなければ、年金財政が維持できない」として、最低限必要とされる実質的な運用利回りを決定するという方法自体が、理論的に問題があると考えられる。

運用リスクの直接の影響を受ける将来世代のリスク回避度を推測し、そうしたリスク回避度を踏まえて、望ましい運用方法を考慮することが求められる。仮に、そうして選択した運用方法で、年金給付額の所得代替率が50%を下回ることが確実になるならば、その時点で受給開始年齢のさらなる引上げなど、抜本的な公的年金改革を行うのが、本来の年金財政再計算のあり方と考えられる。

(4) 我が国における公的年金積立金のインフレヘッジ

インフレヘッジは、我が国においてもGPIFのリスク運用拡大を正当化する理由としてよく言及されている。一定割合の外貨資産への投資は、インフレヘッジの手段として活用できよう。他方、国内株式への投資は、実は、実証上は十分なインフレ対策になるかは、インフレの発生理由にも依存し、明らかではない。我が国についても、Modigliani and Cohen (1979)の指摘した貨幣錯覚によるインフレ下での株価低迷の可能性を、祝迫(2011)は確認している。

従って、我が国において、インフレヘッジのために国債投資を減少させる必要があると主張する場合、どのような理由で今後、インフレが起きうるかを検討する必要がある。現在、日本

銀行は、2%のインフレ目標の下、異次元の金融緩和を行っており、予期せぬインフレが生じる可能性としては、日本銀行がいわゆる出口戦略を失敗し、2%を超えるインフレを抑制できずに、高いインフレが発生するリスクがある。この場合は、国債の実質価格は低下するが、出口戦略の失敗という事態に直面して、国内株価も下落する可能性は否定できず、国内株式が優れたインフレヘッジ手段かは疑問であろう。また、異次元の金融緩和が原因でのインフレは、一時的なものであり、それへの備えに、恒久的な積立金の運用方針の変更は適当ではないであろう。

その意味では、日本銀行の出口戦略が無事終了するまでの間、インフレ連動債に投資を行い、予期せぬインフレに備えることが、インフレヘッジの方法として考えられよう。

(5) アクティブ運用によるパフォーマンスの向上の可能性

我が国の有識者会議報告では、アクティブ運用比率を高めることを検討すべきとし、その際、一部をベビーファンド（基本ポートフォリオの中で一定の資金額を設定し、ある程度の独立性を持たせて柔軟な運用を行うもの）として特別に管理することも考えられるとし、アクティブ運用につき非常に積極的な姿勢を見せている。

しかし、上述のオランダ金融市場庁のサーベイが、中長期的にアクティブ運用の収益率が継続してパッシブ運用を上回することはきわめて難しいと示したように、アクティブ運用によりパッシブ運用より高い収益率を得ることを確実に期待できるとは考えられていない。実際、GPIFは、過去にも、アクティブ運用を行っているが、その実績は、下の表7にあるように、直近5年間および10年間の双方において、アクティブ運用のパフォーマンスはパッシブ運用を下回っている。もちろん、それがアクティブ運用のための体制の不備によるものであり、有識者会議報告書が指摘するように体制改善により収益率が上昇する可能性はあるものの、多くを期待することには無理があると言えよう³。

3 なお、GPIFの有利な点としては、巨額の資金運用規模に伴う運用コストについての規模の利益およびアクティブ運用の委託先に対する交渉力の強さを反映して、手数料が非常に低くて済む点がある。現在のGPIFについても、運用資産額に対する管理運用委託手数料率の株式運用の委託手数料の実績も0.02%で、国内株式の管理運用委託手数料だけ見ても0.04%であり、手数料は低く抑えられている。その点では、民間のアクティブ運用よりGPIFの手数料控除後の運用利回りがよくなる可能性がある。

表7 国内株式のアクティブ運用・パッシブ運用の収益率

| | ベンチマーク収益率 | アクティブ運用の超過収益率 | パッシブ運用の超過収益率 | 両者の差 |
|----------------|-----------|---------------|--------------|--------|
| 2006年度 | 0.29% | -0.16% | +0.28% | -0.44% |
| 2007年度 | -28.05% | -0.04% | +0.12% | -0.16% |
| 2008年度 | -34.78% | -2.84% | -0.05% | -2.79% |
| 2009年度 | 28.47% | +3.43% | +0.13% | +3.30% |
| 2010年度 | -9.23% | +0.69% | +0.03% | +0.63% |
| 2011年度 | 0.59% | -0.28% | +0.11% | -0.39% |
| 2012年度 | 23.82% | -1.63% | -0.06% | -0.57% |
| 2013年度 | 18.56% | -0.09% | -0.49% | +0.40% |
| 2014年度 | 30.69% | -1.13% | -0.08% | -1.05% |
| 直近5年間 (年率) | 11.87% | -0.40% | -0.08% | -0.32% |
| 直近10年間 (年率) | 4.59% | 0.03% | 0.09% | -0.06% |

(出所 GPIF平成26年度業務概況書より筆者作成)

また、行動経済学の分析が指摘するような非合理的な投資家との取引で利益をあげれば、損失を被ったそうした投資家の退出により、有識者会議報告書が指摘するように、株式市場を効率化する可能性もあるが、それらの投資家の中には金融リテラシーに欠ける一般の個人投資家が少なからず存在することに鑑みれば、民間同士の取引であればともかくも、公的な主体がそうした個人投資家との取引で利益をあげることをどう考えるかという問題もあろう。

他方、アクティブ運用に関連して、既にベンチャー・キャピタルや社会インフラへの投資など、政治的圧力に脆弱と思われる運用対象が言及されていることを踏まえれば、米国の社会保障信託基金の株式運用提案において懸念されたアクティブ運用に対する政治的圧力のおそれについても、十分考慮する必要があると考えられる。

5. 政治的見地からの投資先企業の選定や投資先企業への経営介入への懸念

上述のとおり、米国における公的年金の株式への運用を巡る議論においては、政府による投資においては、政治的バイアスによって、低収益率にもかかわらず、投資先企業の選定が行われる可能性のみならず、さらには投資先の企業に対する政治的な見地からの経営介入が起こるのではないかという点が大きな懸念として指摘されてきた。Angelis (1998)は、3つのタイプの投資につき問題を指摘している。第一のタイプは、倫理的に問題があるとされうる企業への投資である。過去の米国で問題になった投資としては、アパルトヘイト時代の南アフリカ共和国の企業やタバコ会社等への投資の事例がある。第二のタイプは、資本市場において注目を適切に浴びていない企業への投資である。(このタイプの投資については、産業政策のツールとしての公的年金積立金運用として、次節でその問題点につき論じる。)第三のタイプが(政治家の)お気に入りのプロジェクト(pet projects)への投資である。例えば、地域振興や雇用確保という名目で、政治家が自らの選挙区に関連のある企業への投資やインフラ整備への投資を

増加させるよう圧力をかけることが考えられる。

こうした政治的圧力は、運用の収益率を引き下げ、年金財政を悪化させるだけでなく、資本市場や個別企業の経営を歪めてしまうおそれがある。米国の社会保障信託基金において、株式運用が否定されたのは、まさにこれらの点を懸念したからであった。また、仮に年金被保険者の利益以外の政策目的が正当化されたとしても、それを年金資産による投資という形でサポートすべきかという問題がある。本来、そうした政策目的の実現のためには、規制や税財政といった他の政策手段が存在しており、年金資産を他の政策目的のために用いるのは望ましくない。さらに、公的年金積立金の運用に政治的配慮を持ち込むことは、特別利益団体によるロビイング活動を促進し、結果的に公的年金の積立の運用全体への信認を落とすことになりかねないとも指摘されている(Angelis(1998))。これらの問題についてはAdvisory Council on Social Securityの報告書においても認識されており、対策として、年金加入者の利益だけを考慮し、他の社会的・政治的目的は考慮しないことを義務付けた投資方針委員会(Investment Policy Board)を設置すること、運用先もパッシブなインデックスへの投資のみに限定すること、個別企業の経営については、株主投票権を行使しないか、または他の株主の投票結果に比例した形での投票しか行わないこと等が提案されていた。

我が国の過去の検討(2009年の検討会報告)においては、ESG(環境、社会、ガバナンス)投資を求める主張と、ESG投資は安全かつ効率的という運用の行動基準と対立する面があることから、公的年金の積立金運用においては対象としない方がよいとの主張が両論併記となっていた。今回の有識者会議報告においては、「公的年金の運用については、年金財政・年金制度と密接に関わるものであり、国民が最も期待しているのは、現役世代の保険料負担を維持しつつ、将来の年金給付に支障が生じないよう、年金財政の長期的な健全性の確保に資することである」としているが、ESG投資については、各運用機関本体による過度な経営への関与が行われないよう留意が必要としながらも、「財務的な要素に加えて、非財務的要素であるESG(環境、社会、ガバナンス)を考慮すべきとの意見もあり、各資金において個別に検討すべき」とされるのみで、政治的配慮が悪影響を及ぼす可能性につき十分な検討がなされていない。

2015年3月に策定された投資原則においては、上述のように、投資原則4として、株式投資においては、スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動を通じて被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図るとされている。具体的には、株主議決権の行使については、運用受託機関の判断に委ねるとしながらも、その行使の方針や行使状況等について報告を求めるとしている。

我が国の企業のコーポレート・ガバナンスに非常に大きな問題が存在しており、その改善が望まれることは明らかであるが、民間株主ではなく、公的資金が積極的に経営に介入していくことにも問題は少なくない。米国のAdvisory Council on Social Security報告書が提案したような弊害防止のための諸措置についても検討されることが望まれる。

6. 公的年金による産業政策の是非

安倍政権の下での公的年金積立金の運用を巡る議論の特徴は、過去の運用自由化の際には年金財政への寄与等が強調されたのに対し、公的年金を産業政策のツールとして用いるとの政策意図が強調されたことである。これは、公的年金資金の運用自由化がアベノミクスの第3の矢である成長戦略の一つとして提案されていることから明らかである。

こうした背景の一つには、公的年金資金を一種の政府系ファンド(Sovereign Wealth Fund, SWF)と見て、各種の政策に用いようとする考え方がある。例えば、2008年7月には、自民党国家戦略本部のSWF（政府系ファンド）検討プロジェクトチームが公的年金積立金を原資とする日本版SWFの設立を提言する中間報告を取りまとめたが、同報告書は、日本版SWFの運用規模は10兆円としGPIFから切り離して運用すること等を求めていた。（有識者会議報告書においても、GPIFの運用の多様化により、SWFとみなされる可能性もあるが、サンティアゴ原則（内容については例えば神山(2009)参照）に従っている限り問題は生じないとの指摘があったとの注記（有識者会議報告書 注2）がある。）

政府系ファンドは、政府が天然資源からの収入や貿易黒字に伴う外貨準備増等を背景に、内外への投資を行っており、代表的な政府系ファンドとしては、産油国のアブダビ、クウェート、サウジアラビア、ノルウェー等がある⁴。しかし、産油国が石油収入を基にしたファンドを設立し、内外の企業に投資を行うのは、単に運用収益を稼ぐということだけではなく、いずれ自国の石油が枯渇することを前提に、その後の自国経済のために、国内産業の育成を図る、または海外企業投資からの収入を将来の国の収入として確保するという意図があって行われているものであり、我が国の公的年金積立金とは全く性格が異なるものである。

政府による投資が正当化される可能性があるのは、民間資本市場の各種の不完全性により収益性の高い産業に十分な資本配分がなされていない場合等に限定されるが、その場合も民間を上回る収益性の判断力を政府が有しているのでなければ、行うべきではない。しかし、残念ながら、これまで我が国における産業政策としての政府による投資は多くの場合、失敗に終わった。有名な事例としては、國枝(2013)でも言及した基盤技術研究センターの悲惨な失敗がある。産業投資特別会計の資金を原資とし、通産大臣（現経済産業大臣）・郵政大臣（現総務大臣）共管の基盤技術研究促進センターは、研究開発プロジェクト会社74社に対し2790億円もの出資（民間出資分を入れると、4000億円超）を行ったが、ほとんどの出資金が失われた。このように、我が国の産業政策担当部局に、産業政策としての出資を成功させる能力があるかは、はなはだ疑問であり、将来の年金給付の原資たる公的年金積立金を、産業政策の観点からの投融资に用いるべきではないと考えられる。

4 ノルウェーのSWFは、「ノルウェー政府年金基金グローバル(GPFG)」との名称を持つが、その実態は、北海油田収入からの積立金の運用を行っており、そもそも年金制度と直接的な関係はない。詳しい説明は、西沢(2014)を参照されたい。

なお、GPIFは、2015年3月の投資原則1に関連して、「経済対策のために年金積立金を利用することは絶対にありません。」としているが、今回の改革が行われるに至った経緯に鑑みれば、産業政策の観点からの投資に用いられるとの懸念は否定できない。公的資金が産業政策に用いられないよう、オルタナティブ投資の中止等の制度的措置が検討されるべきであろう。

7. 公的年金による株価維持政策(PKO)の是非

巨額の資産を有するGPIFの投資方針の変更は、株価に影響を与える可能性がある。実際、株式市場においては、日中の株式市場取引が低迷した場合、日本銀行によるETF購入とともにGPIFによる株式投資が株価を支えるとの見方が示されることも少なくない。また、安倍内閣は、他の内閣と比較しても、株価の動向に敏感であり、メディア等では、「株価連動内閣」と揶揄されることも多い。

こうした環境の下、GPIFのリスク資産への運用拡大が実質的な株価維持政策ではないかとの懸念も示されている。

その国の公的年金制度がSmetters(1999)の分類するタイプIであり、運用結果が現在の給付水準に直結する場合には、もし資本市場で完全であれば、公的年金積立金の株式投資への増加は、株価に影響を及ぼさない。これは、Greenspan(1996)が指摘したように、民間投資家がGPIFの投資方針変更の影響を相殺するために、同額の株式の売却を行うため、株式市場に影響を与えない。この場合には、そもそも公的年金積立金の運用方針変更に意味がないことは上述のとおりである。

上述のように、我が国の公的年金積立金のリスク資産運用については、将来世代（一部、若い現役世代）に運用リスクを負わせるものと考えられ、現役世代は、相殺取引を行う必要はない。このため、公的年金積立金による株式投資が増加することで、株価は上昇する。仮に同積立金による株式投資がない市場均衡価格が、企業のファンダメンタルズを反映した価格だとすれば、公的資金積立金の株式投資拡大は、資本市場を歪めることとなる。さらに、最近の株式市場関係者の認識のように、株価低迷時に株価下落を防ぐために、GPIFの株式投資が利用される場合には、健全な株価形成が阻害されるのみならず、中長期的には、高い確率で将来世代が割高で購入した株式に生じる損失を負わされることになる。

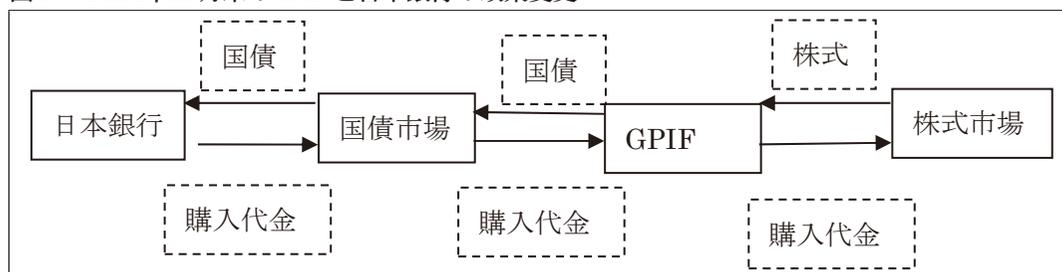
もう一つ、留意しなければならないのは、GPIFの株式投資拡大がこれまで保有してきた国債の売却（あるいは購入抑制）を伴うことである。これも、Smetters(1999)のタイプIの場合には、民間投資家が相殺のため、国債購入を増加させるので、国債市場に影響を与えないが、我が国のようなタイプIIの場合には、国債価格の下落（国債金利の上昇）を生じさせることになる。国債金利の上昇は、将来的には政府の財政の持続可能性維持のために必要とされるプライマリー財政黒字を増加させ、やはり将来世代の負担を増加させることになる。

これに対し、現在は日本銀行の異次元の金融緩和により国債が吸収されているので問題は

ないとの見方がある⁵。特に、GPIFが国内債の運用割合を60%から35%に引き下げる一方、国内株式の運用割合を12%から25%に引き上げる基本ポートフォリオの改訂を発表した2014年10月31日には、日本銀行の追加的金融緩和が発表された。GPIFの国内債の運用割合の引下げは、20兆円程度の国債売却を意味しており、国債価格を下落させるおそれがあったが、日本銀行が追加的金融緩和で国債を吸収する形になり、国債価格に大きな影響はなかった。

しかし、2014年10月31日のGPIFと日本銀行の政策変更は、両者をまとめて見れば、下図のように、日本銀行のマネーでGPIFが株式投資を行った形になっている。

図3 2014年10月末のGPIFと日本銀行の政策変更



これは、結果的に日本銀行がGPIFを通じて株式投資を行ったのと同じ効果を持つ。違いは、株式投資の運用リスクを、日本銀行の代わりにGPIFが負うことである。その結果、最終的に将来世代および若い現役世代に運用リスクは転嫁されることになる。他方、日本銀行が購入した国債については、インフレが目標に達すれば、いずれ市場に売却され（または、その分、新規の国債購入が抑制され）、国債価格の下落をもたらすことになる。

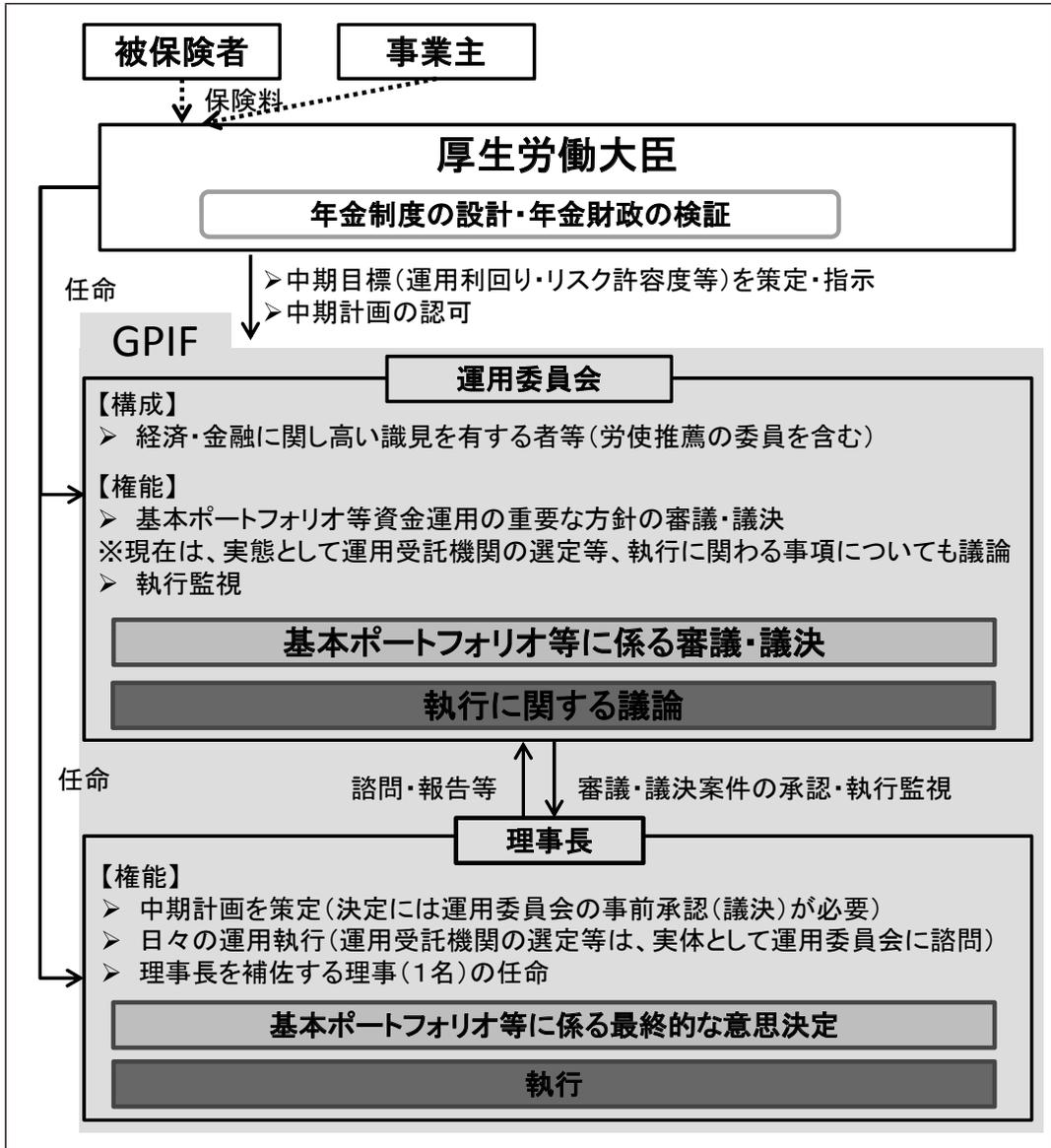
いずれにせよ、GPIFを通じた株価維持政策は、資本市場に大きな歪みをもたらすだけでなく、運用リスクを将来世代に押しつけるものであり、行われてはならないものと考えられる。GPIFは、2015年3月の投資原則1に関連して、「株価対策のために年金積立金を利用することは絶対にありません。」としているが、そうした投資原則の策定後も、東京証券市場での株価下落の際には、公的資金による株式の購入が噂され、現実の株価形成に影響を与えているのが実情である。公的年金資金を用いた株価維持対策との疑惑を解消するために、パッシブ運用への限定等の制度的措置が検討されるべきであろう。

5 例えば、伊藤(2014)。

8. 公的年金運用機関のガバナンス

GPIFのこれまでのガバナンス体制は次図のとおりである

図4 GPIFのガバナンス体制



(出所 第2回年金積立金の管理運用に係る法人のガバナンスの在り方検討作業班資料)

GPIFのガバナンス改革に関する最近の動きについては、第2節で述べたとおりだが、他の論者(例えば、(小幡(2014)))からもGPIFのガバナンス体制の改革の必要性につき指摘がなされている。GPIFの運用資産のリスク資産での運用割合を大幅に拡大するのであれば、GPIF自体についても大幅な改革が必要となるのは当然であり、特に政治からの中立性の確保は、公

的年金積立金が産業政策や株価維持のツールとして用いられるのではないかと懸念が高まる中、重要である。

しかしながら、これまでのGPIFのガバナンスを巡る議論においては、最も重要な点が考慮されていない。すなわち、運用に当たりリスク許容度が勘案されるとしても、「誰の」リスク許容度なのかという点である。当然、それは、運用リスクの影響を受ける将来世代および若い現役世代のリスク許容度であるべきである。さらに、将来世代のリスク許容度を検討するためには、将来世代が、積立金の運用リスクのみならず、巨額の国債の存在により巨大なリスクを負わされていることを認識する必要がある。従って、将来世代の置かれた経済的状况をリスクも含めて検討する「世代会計」が不可欠である。世代会計の策定を行い、将来世代のリスク許容度につき提示する主体としては、國枝(2004)がかねてから主張している「世代間公平確保委員会」とすることが適切である。

もっとも、世代間公平確保委員会の設立を待たずとも、現在の巨額の国債残高や楽観的な経済見通しにもとづく財政再建計画等を踏まえれば、将来世代が巨大なリスクを既に負わされていることは明らかであり、さらなるリスクを負う余地は小さいであろう。現在の公的年金積立金の株式投資増加を巡る議論には、そうした将来世代のリスク許容度の検討がなく、単なるファンドの運用と同様の観点からの議論しかなされておらず、問題が多いと言わざるをえない。公的年金積立金のリスク資産への投資拡大を図る前に、消費税の早期引上げ等により財政再建を進め、将来世代が現在負っているリスクを圧縮することが必要であろう。

9. 終わりに

本稿においては、今回の公的年金積立金のリスク投資拡大の是非につき、米国の社会保障信託基金のリスク運用拡大を巡る経済学者の議論を踏まえ、検討した。株式運用の拡大は、期待収益率は高めるが、運用リスクを伴う。現在の我が国の公的年金制度の枠組みにおいては、そのリスクは将来世代および若い現役世代が負うことになる。将来世代の現在のリスク負担の状況については、リスクまで考慮した世代会計を用いて分析を行う必要がある。また、公的年金積立金が産業政策や株価維持政策に用いられないように、政治より独立した世代間公平確保委員会の下で年金運用のあり方が決定される必要がある。

そもそも、今回の公的年金積立金のリスク投資拡大は、公的年金改革の一環として提案されたものではなく、年金加入者の利益と直接関係ないアベノミクスの成長戦略であった。米国の社会保障信託基金の運用対象拡大の議論は、上述のように、公的年金の改革案の一つとして論じられたものであり、他の案としては、個人が自らのリスク選好や経済状況を踏まえて株式も含めた投資を行う確定拠出年金の拡大等も提案されていた。

我が国の公的年金の将来については、先の年金再計算においても非常に楽観的な前提の下で持続可能とされたものの、現実的な前提の下では持続可能性が疑問視されている。このため、

受給開始年齢の引上げ等の改革が不可欠と考えられている。公的年金積立金の運用のあり方についても、公的年金全体の改革の議論の中で検討されるべきである。例えば、仮に我が国経済のために株式投資の拡大が必要だとしても、公的年金積立金の株式投資拡大ではなく、確定拠出年金拡大により促進していくことも考えられる。(確定拠出年金の重要性については、國枝(2014)を参照されたい。)

さらに、将来世代が既に負わされている財政および年金に係る「財政的児童虐待」と揶揄される非常に重い負担に鑑みれば、まず財政再建を進め、将来世代が既に負っている負担を軽減することが先決である。世代間公平確保委員会のような将来世代の利益を重視する機関を設立し、将来世代の利益を護っていくことが強く求められる。

なお、本稿での議論においては、時間の制約もあり、世代間のリスクシェアリングのあり方につき、定性的な議論に留まり、定量的な分析が十分なされていないという問題がある。今後、確たる結論を得るため、実際のデータを踏まえ、さらに検討を進めてまいりたい。

参考文献

(英文文献)

- Abel, A. (2001), "The Effects of Investing Social Security Funds in the Stock Market When Fixed Costs Prevent Some Households from Holding Stocks," *American Economic Review*, Vol. 91, No.1, pp.128-148
- Advisory Council on Social Security (1996), *The Report of Advisory Council on Social Security 1994-1996*
- Angelis, T. (1998), "Public Investment in Private Markets," in D. Arnold, M. Gratz, and A. Munnell (eds.), *Framing the Social Security Debate*, National Academy of Social Insurance, Washington D.C.
- Bodie, Z. (1995), "On the Risk of Stocks in the Long Run," *Financial Analysts Journal* Vol. 51, No. 3, pp. 18-22
- Bohn, H. (1999), "Should the Social Security Trust Fund Hold Equities," *Review of Economic Dynamics*, Vol. 2, No.3, pp. 666-697
- Bohn, H. (2009), "Intergenerational risk sharing and fiscal policy," *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 56, No. 6, pp. 805-816
- Diamond, P., and J. Geanakakoplos (2003), "Social Security Investment in Equities", *American Economic Review*, Vol.93, No.4, pp. 1047-1074
- Feldstein, M. and L. Summers (1979), "Inflation and the Taxation of Capital Income in the Corporate Sector" *National Tax Journal*, Vol. 32, No. 4, pp. 445-470

- Greenspan, A. (1996), Remarks at the Abraham Lincoln Award Ceremony of the Union League of Philadelphia, December 6, 1996
- MaCurdy, T., and J. Shoven (2001), “Asset Allocation and Risk Allocation: Can Social Security: Improve Its Future Solvency Problem by Investing in Private Securities?” in John Y. Campbell and Martin Feldstein, editors, *Risk Aspects of Investment-Based Social Security Reform*, University of Chicago Press, pp. 11 - 40
- Malkiel, B. (2015), *A Random Walk Down Wall Street: The Time-Tested Strategy for Successful Investing* (11th Edition), W.W. Norton
- Modigliani, F., and R. Cohn (1979), “Inflation, Rational Valuation, and the Market” *Financial Analysts Journal*, Vol.37, pp.24-44
- Netherlands Authority of the Financial Markets (AFM) (2011), *The Status of Academic Research regarding the Results of Active and Passive Investment*, Netherlands Authority of the Financial Markets (AFM)
- Smetters, K. (1999), “Three Key Design Issues in Analyzing the Trust Fund Investment Policy,” *National Tax Journal*, Vol. 52, No. 3, pp. 531-539

(邦文文献)

- 伊藤隆敏(2014)、『日本財政「最後の選択」』、日本経済新聞出版社
- 祝迫得夫(2011)、『株価とインフレーション:日本のデータについての検討』、『フィナンシャル・レビュー』第106号、37-51頁
- 小幡績(2014)、『GPIF 世界最大の機関投資家』、東洋経済新報社
- 神山哲也(2009)、「SWF：行動規範の策定と最近の動向」、野村資本市場クォーターリー、2009 Winter
- 國枝繁樹(2013)、「金融危機後の公的金融」、全国銀行協会・金融調査研究会第2研究グループ報告書『財政制約下の公的金融・民間金融の役割分担と社会資本整備における民間資金等の活用』
- 國枝繁樹(2014)、「行動経済学と金融税制」、証券税制研究会編、『金融税制と租税体系』、日本証券経済研究所、193-226頁
- 西沢和彦(2014)、「GPIF運用見直しは年金制度改革と一体で」、*Research Focus*, 税・社会保障改革シリーズ No.19, 日本総研、2014年5月29日
- 本多俊毅(2015)、「公的年金制度の財政収支分析と積立金運用における資産・負債管理」、Hitotsubashi ICS-FS Working Paper Series, 2015-FS-J-001
- 米澤康博(2010)、「金融資本市場の変化が公的年金積立金運用政策の在り方に及ぼす影響」、『社会保障研究』、Vol.46 No.1, 4-11頁