

(2009/02/26)

第17回「今のままでいい？ 公的年金の運用方法」

公的年金積立金を市場運用する年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が、2007年度の運用利回りがマイナス6.41%になったと正式に発表した。世界的な株安が直撃し、運用損失は過去最大の5兆8000億円にふくらんだ。マイナス運用になったのは02年度にマイナス8.46%となって以来だが、当時より運用金額が3倍近くあり、損失は昨年度のほうが大きくなった。現在の積立金運用は硬直的との批判は多く、出遅れているオルタナティブ(代替)投資など運用を効率化する必要があるようだ。(08年7月5日付日本経済新聞)

公的年金の積立金を市場運用する年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が、2008年度上半期の市場運用利回りがマイナス3.13%になったと発表した。米国の金融危機に端を発した株安の直撃で、運用損失は上半期としては過去最大の2兆9000億円に達した。運用低迷が長引けば将来の国民負担につながる可能性もある。(08年11月29日付日本経済新聞)

公的な年金積立金は、以前は全額を旧大蔵省資金運用部に預託して運用されていましたが、2001年度以降、厚生労働大臣から直接旧年金運用基金に寄託されるようになりました。その後、年金積立金の運用組織の専門性を強化し、責任の明確化を図る目的で制度改革が行なわれ、2006年4月以降、年金積立金管理運用独立行政法人において行なわれています。

年金積立金は、国民の厚生年金保険や国民年金保険の給付財源となるのですが、少子高齢化が進む中、現役世代の保険料で高齢者世代を支えることは不可能であり、給付金の減額や保険料の高騰などの国民負担を避けるためには、一定の積立金を保有の上、その運用益を活用することになります。その考え方は従前は「永久均衡方式」という将来にわたって一定の積立金を確保する考え方で行なわれていましたが、今は「有限均衡方式」というおおむね100年後に1年分の給付費程度が残ればよいという考え方に変わっています。その是非は横に置きますが、言えることは、この年金運用の巧拙は将来にわたる国民負担の増減に結びつく可能性が高いということです。なお、04年度財政再計算において運用利回りの経済前提は、賃金上昇率を高めに見た上で08年度で3.0%、09年度以降は3.2%とされていました。

しかし、この3.2%は、今年行なわれる政府の新たな財政検証においてはベースシナリオで4%程度を前提とすることになり、しかも給付抑制を強めて何とか所得代替率(現役世代の手取り収入に対する厚生年金の給付水準)50%台を確保するとしています(2月19日付NIKKEI NET報道、23日に厚生労働省から公表)。

GPIFの運用方針は、厚労相が中期目標を策定し外部有識者からなる厚労省の独法評価委員会が実績の評価を行なうことになっています。またGPIFには厚労相が任命した委員からなる運用委員会が置かれてい

ます。GPIFの運用は大きく分けて、(1)市場運用 (2)財投債の引き受け (3)旧年金福祉事業団から承継した資産の運用——の3つがありますが、冒頭の記事はこのうち(1)の市場運用に関するもので、07年度、08年度上期の市場運用分の利回りが大幅な損失になったというものです。もちろん過去数年の運用期間すべてがこのような状況であったわけではないのですが、今後政府試算通りに平均年4%もの利回りを確保していくのは、決して容易なこととは思われません。

今回はこの公的年金に加えて、民間の企業年金基金等の投資行動とPEファンドの関係について諸外国の例とも比較しながら考察してみたいと思います。

1 公的年金の運用資産配分

GPIFの運用資産のうち、財投債に充当されている約29兆円を除いた市場運用分約91兆円の資産配分は以下の通りです(GPIF「2007年度業務概況書」より抜粋)。

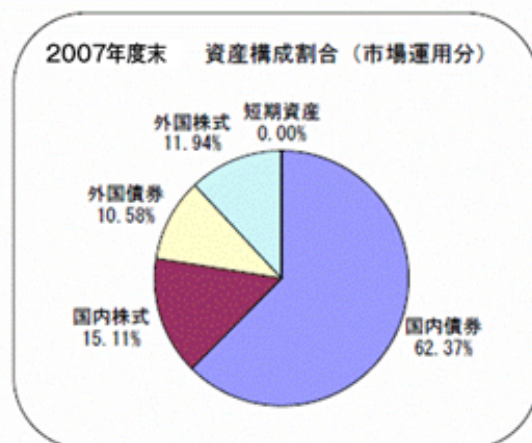
【市場運用分の資産構成状況】

2007年度末(08年3月末)

	時価総額(億円) (対前年度増減)	構成割合 (対前年度増減)	管理運用法人の 移行後トータル (奉還状況)
国内債券	569,443 (+127,446)	62.37% (+10.35%)	58.50% (+3.87%)
国内株式	137,923 (-52,753)	15.11% (-7.33%)	17.90% (-2.79%)
外国債券	96,641 (+5,947)	10.58% (-0.09%)	10.50% (+0.08%)
外国株式	109,057 (-17,319)	11.94% (-2.93%)	13.10% (-1.16%)
短期資産	9 (-1)	0.00% (±0.00%)	0.00% (±0.00%)
市場運用計	913,073 (+63,320)	100.00%	100.00%

(注1) 四捨五入のため、各数値の合算は合計と必ずしも一致しません。

(注2) 時価総額の金額は未収収益及び未払費用を考慮した額です。



このポートフォリオ構成の基本となる「基本ポートフォリオ」は、先述の厚労相が定める「中期目標」を具体化したものと位置付けられます。現在の「基本ポートフォリオ」は、国内債券67%、国内株式11%、外国債券8%、外国株式9%、短期資産5%と定められており、上記07年度の運用状況は、おおむねこれに沿ったものになっていると言えるでしょう。

2 企業年金等の運用資産配分

年金には民間の企業年金や保険会社の年金保険などもあります。これらが日本全体の資金循環においてどのような運用を行なっているのか、俯瞰(ふかん)してみたいと思います。日銀の「資金循環統計」によれば、08年9月末時点で家計部門の金融資産は1467兆円となっています。このうち現金・預金が778兆円と高水準。同じく安全資産である国債・金融債などに38兆円が向けられるなど、安全志向の強い運用がなさ

れています。一方、株式・出資金には118兆円、投資信託に59兆円程度が向けられていますが、この投信にも債券など安定運用型のものも多いと思われます。また、保険準備金に224兆円、年金準備金に178兆円の残高が置かれていることになっています。これが企業年金等の負債サイドにあたるものです。178兆円のうち、企業年金とその他年金を合計した年金基金全体ではおよそ100兆円の運用となっています。ではこの100兆円はどのように運用されているのでしょうか。

資金循環統計によればその主な内訳は、現金・預金に約7兆円、貸し出しに約3兆円、株式以外の証券(国債・地方債等が主)に約44兆円、株式・出資金に約16兆円、対外証券投資に約25兆円となっています。なお株式・出資金のうち、出資金は108億円にとどまっています。

これを公的年金と同じように資産配分比率に直すと、右図のようになります(国内債券等の中には投資信託証券を含む)。

国内債券等	46%
国内株式等	16%
海外株式 海外債券	28%
短期金融資産等	10%

短期金融資産を国内債券と合計すると約56%ですが、これは公的年金の国内債券の比率62%に近く、国内株式の16%は公的年金の15%に近く、海外投資の比率28%も公的年金の海外債券・株式投資の合計23%に近いことがうかがえます。

3 世界の公的年金等のPEファンドへの投資実態

ここまでを検証したように、日本の場合、公的年金はPEファンドへの投資が全くなく、民間の年金基金も、PEファンドへの投資はわずかであることが推測できます。

では世界の公的年金の投資行動ではPEファンドはどのようになっているのでしょうか。次頁の表は、世界の主な公的年金等がPEファンドにどのくらいの資産を配分しているかを調査したものです(当社調べ)。

これによれば、世界の主要年金基金はPEへの資産配分目標(ターゲット値)をおよそ5~20%、実際の配分(現状値)も5~15%程度にしていることが多いことがわかります。たとえば、日本でも著名なカリフォルニア州職員退職年金基金(カルパース)の場合、PEへの資産配分目標が10%、現状値が14%となっています。また、目標に比べて現状値が高くなっている理由の一つは、株式やヘッジファンドなど他の資産での運用実績が悪化したために、相対的にPEが浮上したという背景もあると思いますが、そのことは、ある意味では、PE投資の市場抵抗力が他の商品よりも強いことを示すものと言えるでしょう。

仮に日本の年金が総資産の10%をPEに配分すれば、公的年金の市場運用部分で約9兆円、企業年金基金等から約10兆円がPEに流入する計算になります。そのうちどのくらいが日本のPEファンドに流入するかはわかりませんが、現在の日本のPEファンドの規模はせいぜい2兆円弱といわれていますので、そのインパクトは計り知れないものがあります。

世界の主な公的年金基金の PE アロケーション割合

	地域	規模ランク	運用資産*	ターゲット値**	ターゲット値備考	現状値	現状値備考
オランダ公務員年金基金 (ABP)	オランダ	3 位	3149 億ドル	5.0%	2007-2009 年のターゲット	4.0%	従来の配分ターゲット
カリフォルニア州公務員退職者基金 (CalPERS)	米国	4 位	2546 億ドル	10.0%		14.3%	2008 年 11 月末時点評価
カリフォルニア州教職員退職者基金 (CalSTRS)	米国	7 位	1762 億ドル	9.0%		13.6%	2008 年 12 月末時点評価
NY 州職員退職年金基金 (NYS Common)	米国	8 位	1643 億ドル	-		8.3%	2008 年 3 月末時点評価
オンタリオ教職員退職者基金 (OTTP)	カナダ	9 位	1572 億ドル	-		16.6%	2007 年 12 月末時点評価 (コミット額ベース概算)
NY 市公務員退職者年金基金 (NYCERS)	米国	13 位	1303 億ドル	-		6.4%	2008 年 6 月末時点評価
カナダ年金基金 (CPP)	カナダ	16 位	1239 億ドル	-		13.1%	2008 年 9 月末時点評価
ワシントン州公務員退職者基金 (WSB)	米国	37 位	713 億ドル	25.0%	長期的な目標値	22.2%	2008 年 6 月末時点評価
ペンシルバニア州教職員退職者基金 (PSERS)	米国	39 位	686 億ドル	15.0%		15.8%	2008 年 9 月末時点評価
オンタリオ公務員退職者基金 (OMERS)	カナダ	42 位	668 億ドル	10.0%		7.4%	2007 年 12 月末時点評価
英国大学教職員年金基金 (USS)	英国	49 位	576 億ドル	20.0%	中期的な目標値 (含不動産・HF)	4.0%	2008 年 3 月末時点評価 (含む不動産・HF)
フランス年金積立基金 (FRR)	フランス	60 位	499 億ドル	10.0%	2006 年設定目標値 (含不動産・HF)	-	

* 運用資産額、規模ランクは Pension&Investments と WatsonWyatt による調査 (P&I/Watson Wyatt global 300 ranking 2007 年 12 月末時点) に基づく

** ターゲット値、現状値は備考に記載ない限りヘッジファンド及び不動産を含まない

4 まとめと提言

(1)年金基金のPE投資の現状

日本の年金の運用は企業年金基金の一部が株や債券以外のオルタナティブ投資を少ない割合ながら行っており、そのまたごく一部がPEへの投資を行なっています。それも外国のPEファンドなどへの投資が多く、日本のPEファンドへの投資は全体の中ではないに等しいといえるでしょう。特に公的年金のこれまでの資産配分方針には、PEはおろかオルタナティブ投資自体がまったくないという、世界的に見ても特異な運用がなされているのではないかと思います。

(2)運用プロフィール改善面からのPE投資の必要性

資産運用は簡単に言えば「なるべく少ないリスク(ボラティリティー=変動率)で、なるべく多くのリターンをあげる」という理論に基づいて行なわれます。まずリスクについては、一般論で言えば、運用資産の種類が多いほど分散が効いてリスクが低減されるので、今後、年金の投資資産配分は、伝統的資産だけでなくPEをはじめとするオルタナティブ投資の比率を高めていくことが課題になるでしょう。またリターンに関しては、PEファンドの目標利回りはほとんどのケースで20%前後となっていますので、一般論としては債券などの運用手段よりは期待収益率が高いかもしれませんが(もちろんそれが保証されているわけではありませんし、すべてのPEファンドに当てはまるわけでもありません)。しかし、年金に限らず日本の投資家の間では、オルタナティブ投資を実行するとしても、これまではヘッジファンドや不動産への投資に偏ってきたことは否めません。

ラッセル・インベストメント・グループの調べによれば、世界の年金基金はオルタナティブ投資の中でもPEを非常に重視しており、北米ではオルタナティブ投資の53%が、欧州では30%がPEに配分されているのに対し、日本の年金はわずか8%に過ぎません。また、グローバルな公的年金がその総運用資産の5~15%をPEに配分していることは、先述の通りです。

ちなみに米国の企業年金の受給権保護を規定したエリサ法(ERISA=Employee Retirement Income Security Act of 1974)には、「受託者は、分散投資をしない場合が明らかに慎重である場合を除いて、プラン資産を分散投資しなければならない」という分散投資義務が規定されています。これは1960年代にモダン・ポートフォリオ理論が発達し、その理論を背景に分散投資が義務づけられたこと、また分散投資することがプルーデント(慎重)な対応につながるという考え方を反映したものです。このエリサ法の制定を機に、米国ではオルタナティブ投資、特にPE投資が進展したものです。

日本の年金基金がPE、特に日本のPEファンドに投資することは、分散投資を進めて年金基金の運用プロフィール(リスク対リターン)を改善し、保険料の引き上げや給付の引き下げなどの形で将来の国民負担が発生する可能性を減らすために、是非とも必要であると思われます。

(3)日本企業の経営改善面からのPE投資の必要性

日本の資金循環において、1500兆円近い家計部門の金融資産が有効に活用されていないと言われて久しいのですが、家計部門の保守的な運用スタンスが急に変化するとは思われません。やはり、まずは運用のプロである年金基金が家計部門から預かった巨額のお金を日本のPEファンドに投資していくことが、日本の資金循環を変え日本の企業にPEファンドという器を通して資金と経営ノウハウ、そして株主によるガバナンスを有効に働かせる鍵を握っていると言っても過言ではありません。そのことは回り回って日本企業の経営を改善し、年金基金の日本株式への投資のリターンも上げていくことになるでしょう。

(4)喫緊の課題

以上のように、年金基金によるPEファンドへの投資は是非とも促進されるべきと考えますが、現在の世界同時不況の中にあつては、その緊急性はいつそう増してきています。すなわち銀行融資をはじめ、伝統的

な企業金融が十分に働いていない局面にあつて、PEファンドを通して企業にエクイティ(株式)を投入していくことは、企業への融資リスクを低減しますので、伝統的な企業金融を復活させる上で極めて重要となっています。特に企業再生ファンドといわれる投資分野においてはその緊急性は高いと思われますので、銀行融資との利益相反がない(銀行の影響力のない)、独立系のPEファンドへの投資が優先されるべきだと思います。また、PEファンドは市場抵抗力が強い投資分野であり、株式相場や債券相場が不安定な状況においては、投資リターンを安定させるという意味でもPEファンドへの投資は喫緊の課題となっていると思います。

先に俯瞰したように、企業年金等は結局は公的年金の運用に倣(なら)っている面もありますので、やはり政府が主導し、緊急経済対策の一環として、まず公的年金の一定割合を日本の独立系PEファンドへの投資に振り向けることが、この問題を解決する第一になると筆者は考えています。日本のPEファンドは欧米に比べると歴史が浅いのですが、高い実績をあげてきた運用責任者は存在します。投資判断に際しては、実績のある運用責任者を擁する独立系PEファンドであるかどうか第一に重要な判断基準となるでしょう。PEファンド側にも、しっかりとした行動規範を持ち、さらなる実績を作っていく努力が求められると思います。