



年金の話題 あれこれ

対談 宮井 博氏、岡本 和久

宮井 博氏

日興リサーチセンター株式会社 理事

1981 年筑波大学大学院環境科学研究科修了。1987 年、日興リサーチセンターに入社。投資分析部、投資工学研究所、年金研究所を経て 2010 年より専務取締役、2014 年より現職。現在、全国市町村職員共済組合連合会の資金運用委員会委員などを多数兼務。主要な研究テーマは、年金ポートフォリオのリスク管理。日本証券アナリスト協会「企業価値分析における ESG 要因研究会」座長。中央大学大学院国際会計研究科客員教授 年金シニアプラン総合研究機構理事

岡本| 宮井さんは公務員の共済年金、国民年金基金連合会など年金や財団法人へのアドバイスをしてきていますが、今、特に話題になっているのはどんな点でしょうか。

宮井| 年金では一元化の問題ですね。一階、二階部分を一元化する。公務員の年金もサラリーマンの年金と一緒にしようという動きです。運用も GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)と同じ運用にする。各共済組合などでは債券の保有形態が違ったりするので課題は大きいですね。あと、株式の構成比がもともと低かったので GPIF に合わせて増やしていかなければならないということがあります。どのようなスキームでこれらの一元化を進めるかを検討しているのです。



岡本| それは相当大変な作業になりそうですね。

宮井| 当初は GPIF の新しい基本ポートフォリオに懐疑的な見方もありましたが、トップダウンで決まったようです。管理はそれぞれの主体が行います。しかし、中身はモデル・ポートフォリオということで同じような運用にする。

岡本| まず、基本ポートフォリオをそろえるということですね。資金をひとつのプールにするのは困難なのでしょうか？



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

- 宮井| そうですね。ひとつは人の問題でしょうね。いま、それぞれの組織で管理をしている人たちがいらなくなってしまう。また、それぞれの組織の成り立ちがあるので一気にはいかないでしょうね。
- 岡本| その分、コストを将来の年金受給者が負担していることにはなるのでしょうか。急にそれをするのは難しいことはよくわかりますけれどね。
- 宮井| GPIF が運用をしているサラリーマンの厚生年金保険はまだ成熟度が低いです。ところが、公務員の年金である共済組合は、その母体である県庁や市町村がそれほど新しい人を採用していません。その結果、年齢が高くなってしまっています。成熟度が高いのでいずれはやっていけなくなる。
- 岡本| それで基本ポートフォリオをそろえるというのはおかしいではありませんか。
- 宮井| おっしゃる通りです。ただ、これは救済という意味が強いのです。成熟度の高い公務員の共済組合をサラリーマンの公的年金と統合することによって救済するということです。まあ、サラリーマンの方が割りを食うということにはなるのですけれどね。あまり文句も出ていません。
- 岡本| 共済組合の最近のパフォーマンスはどうなのでしょう。
- 宮井| 「まあ、良い」でしょう。株式の比率はもともとそんなに高くないので目覚ましく良いというわけではありませんが、「ソコソコ」というところでしょうか。一時のような苦しい状態は脱しているとは言えます。
- 岡本| スタッフの専門性という点はいかがですか。
- 宮井| やはり、賃金体系、評価体系を変えないと実質的には本当のプロの採用は難しいでしょうね。GPIF はそういう方向に進んでいますが、共済年金は相変わらず運用会社の出向者がいたりします。何人かはプロパーで採用はしているところもあります。国民年金基金連合会はプロパー社員を採用しています。信託銀行など金融機関から人をリクルートしたりしています。
- 岡本| 今、悩ましい点はどんなところですか。
- 宮井| やっと一元化の話が進み出して 10 月には法律の施行が始まるのです。それに向けて先ほ



長期投資仲間通信「インベストラيف」

どの一元化を勧めなければならない。ある程度、お金を持っている共済組合はいいのですが、ないところはやはり苦しい。成熟度が高く、資金の流出の方が大きいところですね。そういうところは運用ができない。そこは、仕組み上、上部団体の地方公務員共済組合連合会（地共連）からお金をもらうことになるのですが、それはそう長くは続かない。結局、給付を意識した運用が必要なののですが、なかなかそこに踏み切れない。地共連傘下の共済組合はこれまで、入ってきた資金の3割を地共連に預けて運用をしてもらっているのです。しかし、給付の機能は地共連にはない。つまり、傘下の共済組合は給付を切実に考えなければならないのですが、運用をしている地共連はそれを十分に配慮した運用になっていない。そこが問題ですね。

岡本| 改革に踏み切らざるを得ないのでしょうか。話題は変わりますが、確定拠出年金についてはどんなお考えですか。税制改正大綱の発表以来、少しは注目度が上がっている感じはしますが。

宮井| 今度は公務員も入れるようになりますが、企業について言えば年金債務（負債）を減らしたい。海外企業と競争をする際に本業以外のところで負債を抱えるのは好ましくない。その点では企業型の確定拠出年金は増えるだろうと思います。ただ、スキルのある人を企業に引き止めるようにするために確定給付を残す意向の企業も多いと思います。



岡本| まあ、確定給付年金と言っても決してフリー・ランチではないですよ。結局、企業が確定給付年金で負債を抱えることになれば、それは従業員の報酬に最終的には影響してきますからね。表面的に見れば確定給付は安心というイメージはありますけれどね。企業型はともかく個人型はもっと活用されても良いのではないかと思います。

宮井| そうですね。厚生労働省が確定拠出年金個人型の運営管理機関である国民年金基金連合会を少しプッシュすれば動き出すでしょう。その意味では主体的に「こうあるべきだ」というような動きはしにくい組織になっているように思います。ですから、厚生労働省が旗を振ればよいのですが、厚生労働省を動かすのは個人ではなかなか難しい。声が集約しませんからね。そうすると労働組合ということになる。あるいは企業から声を出すということです。なかなかそのような力が結集されないで厚生労働省も動かないので全体として個人型



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

はなかなか浸透しないというのが現実ではないでしょうか。

岡本| 投資に無縁だった生活者が確定拠出年金の導入をきっかけに投資をはじめ、自己責任とすることを学んでいくのは非常に有益だと思います。

宮井| その通りなのですが、現実には確定拠出年金に加入している個人がどのぐらい意識を持って投資を決めているのかという点になるとちょっと心配な面があります。

岡本| 加入者はみんな説明を聞いていると思うのです。でも、よほど興味のある人でないと、説明会が終われば忘れてしまう。我々が急に会議室に集められて難しい物理学の話が聞かされても、興味がなければ忘れてしまうのと同じですよ。その意味では、自分が行う投資判断は自分の人生に関わる重要な事項であることを理解できるかがカギということですね。

宮井| 私は企業ごとに確定拠出年金加入者のトータルで見た資産配分がどうなっているかを教材にして投資教育をしてはどうかと思っています。全体として定期預金ばかりだとか、株式が多すぎるなどと議論するのです。「みなさんが選んだ結果がこうなっているけれど、これでいいのでしょうか」といった問いかけをするのです。そこでどのような問題があるかを説明してあげるのが、加入者への継続教育として有効ではないかと思うのです。行動ファイナンスのアプローチで説明をしてあげることもできるでしょう。ところが、この全体の配分というのはなかなか開示されないのです。本当はこのようなデータが出そろってくると、どのような投資教育をしている企業の加入者がどのような資産配分を全体として選択しているかということがわかるようになって非常に有益ではないかと思うのですけれどね。大体、ほとんど定期預金というケースと、株式が非常に高いというケースで二極化しているようです。

岡本| それは投資教育の在り方を考える上でも有益な資料になりますね。

宮井| あと、デフォルト・ファンドというのがありますよね。

岡本| ターゲット・イヤー・ファンドなどですか。

宮井| そうです。ある方にデフォルト・ファンドを導入すべきだということを言ったら、デフォルト(倒産)ファンドとは何だといわれたことがあります(笑)。いや、そうじゃなくて標準型なんですよと説明しましたけれどね。もし、自分で選べなければ標準型のファンドに投資をしなさいというような指導が良いのだと思います。ある事業会社で話をしたのですが、企業の立場からすると確定給付だと今後の負債が大変なので確定拠出にしたい。しかし、従業員にとって不利益変更にならないようにしなければならぬ。不利になったと思われぬようにしたい。そこで例えば運用をしたときに元本だけは保証するというような制度があるといいとい



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

う話をその会社の方がしていました。しかし、個人個人、選ぶ商品は違いますよね。株式100%の人に元本保証と言っても難しい。

岡本| 統一的な基準は作りにくい。

宮井| 定期預金だけの場合、確定拠出年金の口座管理料が取られるので目減りをしてしまうケースもあります。オーストラリアのスーパーアニュエーションという公的な個人型確定拠出年金では運営管理機関を自分で選べます。ある運営管理機関はコストが高いなど良くないと思ったら変えることができる。日本の企業型だと企業が決めてしまので選択肢がない。その結果、運営管理機関は受託をとる段階では一生懸命にサービスをするけれど、いったん受託してしまったら後はあまり手厚いサービスはない。やはり、変更をやすくして、運営管理機関の間に競争原理を導入しないといけないと思います。

岡本| 個人型確定拠出年金の場合はどうなのでしょう。

宮井| 個人型の場合は口座を開いた金融機関が運営管理機関を決めているので個人としてそれを変えてもらうことはできないでしょう。あくまでこだわるのであれば自分が選択したい運営管理機関を採用している金融機関を選ぶということになります。企業にとって確定拠出か、あるいは確定給付か、どちらがいいのかという問題は人材を確保するという面とも関係するので単にコストだけで割り切れるものではないと思います。やはり、確定給付型年金は従業員の安定にはつながりやすいので、まかり間違えると人材の流出ということになってしまう。その点、注意が必要です。

岡本| その意味では個人型の確定拠出年金を退職後資金準備のメインとして、それに対して企業が人材確保戦略も配慮してマッチングを行うという形がいいのではないかと私は考えています。そうするとアメリカ型に近づいていくということになるでしょう。

宮井| そうですね。

岡本| やはり、将来の自分を支えてくれるのは今の自分しかいないということを個人に気づいてもらうということが一番重要なのではないかなと思うんですよね。その意味で確定拠出年金のことをよく理解してもらうというのは非常に有効ではないでしょうか。

宮井| 特に家庭の主婦は将来を心配していますね。旦那に聞いても自分の確定拠出年金がどのような運用になっているかを説明できないし(笑)。

岡本| 投資対象についてはどんなお考えでしょう。私はとにかく初心の方はグローバル株式と債



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

券だけでいいと思っています。

宮井| 企業年金では、株式と言えばグローバルを意味するところが多くなっているように思います。

岡本| グローバルを前提にその中で相場環境を考慮して日本の比率をどうするかを考える。あるいは、グローバルなインデックス運用にしようか。

宮井| 日本の場合、GPIFなどは日本株と外国株を分けていますね。海外の年金は株式としてひとくくりにすることが多いようです。

岡本| 海外の年金の場合、株式というと、むしろ、グローバル株式とプライベート・エクイティのふたつに分けるケースが多いようにも伺います。

宮井| グローバル株式でバンガードのETFなどが非常に安い運用報酬で成功しています。また、最近は債券のETFにも力を入れているようです。それからESG投信も私共は注目をしています。

岡本| 環境、社会、ガバナンスを判断基準に重視する投資ですね。

宮井| 企業はもうかれば何をしてもいいのかと言えばそうではない。環境を破壊する、児童労働で酷使するような企業はやはりその活動の質に問題がある。まっとうな企業活動で儲けてもらい、その利益を投資家が享受するというのが資産運用の本筋です。



岡本| ESGの難しい点は個人によって価値観が違うということです。ある人にとってはとても良いことが他の人には好ましくないことはよくあることです。それをまとめてファンド・マネジャーに判断を委託するというのはどうなんだろうと思ってしまいます。もちろん、現実的にはそれは十分に価値があると思うのですが。

宮井| 本来は委託者である受益者が声を出せるようになるといいのですけれどね。実はESG投資がどのように行われているのかを調べるためにヨーロッパに出張に行きました。しかし、国民的な風土が相当日本とは違いますね。年金基金にも受益者からしばしば電話があるそうです。例えば、「クラスター爆弾を製造しているような会社には投資していないでしょうね」という確認の電話がある。個人から電話が来るのです。その話をGPIFにしたら日本でも時々、そのような電話があるということです。ただ、日本の場合、企業活動の問題というより、「どうしてパフォーマンスが悪いのだ」というのが多いという話でした(笑)。日本の場合



長期投資仲間通信「インベストラيف」

はプロセスというより結果にこだわる。パフォーマンスが良ければおとなしいが、悪いと文句を言う。ディスクロージャーの問題もあるとは思いますがね。

岡本| 株式の中でプライベート・エクイティはもっと重視されてもいいのではないのでしょうか。先ほど、話に出たオーストラリアのスーパーアニュエーションファンドでも一定比率はプライベート・エクイティにすべしという規定を設けていると聞きました。

宮井| 年金のような長期運用には適した投資対象ですよ。一昔前に証券会社などがプライベート・エクイティやベンチャーの育成などに一生懸命になったことがありました。しかし、その後、すっかり消え去ってしまって、せっかく集めた人材も離散してしまった。環境分野などでもっとベンチャー的企業が出てきてもらえばいいのですけどね。

岡本| ヘッジファンドについて年金基金はどんな姿勢なのでしょう。

宮井| そうですね、企業年金では10~15%ぐらいは組み入れているケースが多いです。ただ、中身がなかなか詳しくわからない。それからコストが結構、かかります。それにデータの信頼性ですね。パフォーマンスの良いところが生き残っているわけですが、それらのパフォーマンスを見ると非常によい。しかし、実は途中でパフォーマンスの悪いところが退出している。それらのデータは統計に含まれないというサバイバーシップ・バイアスなどもあります。ですから、企業年金はそれなりに組み入れています。公的年金にはなかなか入らない。ヘッジファンドはもっと透明性を高めないといいないです。

岡本| 超過剰流動性の申し子のように生まれたヘッジファンドも多い。しかし、それはヘッジファンドだけではない。色々な分野で過剰流動性に支えられた価格形成がなされている。今後、数年をかけて世界的に流動性の正常化が起こると思いますが、その過程ではかなりシャッフルされる投資対象も出てくるでしょう。やはり、個人であれ、年金であれ、投資の王道を歩むということが必要な時代になっているのだと思います。今日は幅広いお話をありがとうございました。