



I-OWA マンスリー・セミナー座談か会より 公的年金に見る年金運用の在り方を考える

座談会：宮井 博氏、
参加者のみなさま、岡本 和久
レポーター：赤堀 薫里

岡本 | GPIF の投資方針が、基本的な受託者—委託者の関係から始まり、どのような過程を経て、現在の GPIF のポートフォリオが出来上がったのかご説明いただきました。昔から感じていたことですが、ものすごく精緻なモデルを使っている割には、前提となっている部分が、すごくアバウトな所がありますよね。その結果出てきているものにどれ位の合理性があるのか。実証的にみて価値があるものなのか。期待リターンやリスク、相関も安定的だとはいえ変化はするし、局面によっても異なってくる。5 年なのか、10 年なのか、30 年なのかによっても変わってきます。その辺りを GPIF はどう考えていますか？

宮井 | 今日、お話した方法は、期待リターンと、リスク、相関係数があり、この中から選んでいこうという話です。期待リターンは一本なのですが、これを変えていくという手もある。例えば、前半の 5 年、10 年間は違う期待リターンをおいて、次の 10 年間は別の期待リターンをおくというように、期待リターン自体を変えていくという方法があります。今は、25 年間ずっと同じ期待リターンでやっていますから、限界がありますよね。議論としてはもっとダイナミックに期待リターンを 3 本に変化していくという方法も考えられていますが、複雑になってしまい、精緻にやっている割には全然、現実には合わない、わかりにくいということになってしまふ。そこで一般には一本でやっているということになります。

岡本 | 他にそれほど選択肢がないということですかね。

宮本 | 現状、金利の状態は低いですよ。それにも拘わらず、金利が上昇していくことを想定しているわけです。金利が上昇するということは、債券の期待リターンがマイナスになる可能性がある。しかし、GPIF のシナリオ上では債券の期待リターンが 2.6 あるわけです。これはかなり高い数値ですよ。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

岡本 | その点がかかなり議論があるでしょうね。数十年というレンジで見ればよいのかも知れないけれど……。大体このアプローチは、海外の公的年金の運用のアプローチとほとんど遜色ないですか？

宮井 | 大体こういう形でやっています。ただパラメーターの設定は非常に難しいですね。リスクも変わっています。直近で使っている標準偏差や相関係数の数値も、以前とはかなり変わっています。今までは月次のリターンからリスクを計算して、それを年率換算してきた。それが、一年間のデータを使って移動平均のようにしたので、数値が若干変わってきました。

岡本 | 1年間の変化率の移動平均のデータの方が安定してくるのではないのでしょうか。

宮井 | そうですね。これもまだ発展途上の段階です。

岡本 | 特徴として、今までかなりパッシブというか、インデックス運用に傾斜した形でやってきましたが、このところスマートベータやデリバティブを検討し、ESGの要因を入れるという動きなどが出てきましたよね。その辺りの効果は現在出てきていますか。相場環境に合せているような指数が出てきて、それに合わせたインデックス運用をどんどん入れていくと、結局のところ、元々のインデックスを全部持ったことと同じになってしまうのではないかなと思います。

宮井 | 今までパッシブ運用をして、リスクとリターンの面で合理的だと胸を張ってきたわけですよ。元々の公的年金の運用は、我々が拠出したお金の価値を上げることが重要なポイントです。しかし元々のインデックス運用、パッシブ運用は必ずしもそうなっていないかもしれない。価値をあげるような行動をとっていない。エンゲージメントがそこに入ってきます。パッシブ運用ですと、相場が下がった時は当然ながらパフォーマンスは下がってしまいます。拠出者からしたら拠出したお金をいくらか上げて欲しい時に、パッシブ運用よりもアクティブでエンゲージメントして価値があがるようにする必要があるのでないかと、少し変わってきているのではないのかと思います。

岡本 | アクティブにして上手くいくケースも当然あると思いますが、全体に対してどれ位のインパクトがあるのか。比較的少額のアクティブ運用の本数を増やせば増やすほど、勝つ人もいれば負ける人もいるという感じになってしまうのではないかという気がします。

宮井 | そうですね。GPIFの場合JPX400という指数をベンチマークに採用しています。企業からも「どうすればJPX400に入れるのか？」という問い合わせがあります。JPX400の基準はROEが高く、ガバナンスがしっかりしている所という基準があるので、企業として努力が求められているわけですね。そうすると全体が変わってくる可能性がある。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

岡本 | 少なくともそういう側面が注目されているという意識づけにはなりますよね。

参加者 | 年金の受託者責任はわかりやすくてすごよかったです。身も蓋もないことをいえば、GPIF の運用はどうでもいいと思っています。公的年金と企業年金は全く異質なものですから、GPIF も PFA の運用も全く異なりますよね。公的年金は賦課方式ですから、毎年の年金保険料で支払いをやっていきます。200 兆円の積立金はいわば貯金みたいなもの。現在、45 兆円の保険料収入があり、支払っているのが 50 兆円ですから 5 兆円の赤字を 200 兆円の部分から補填しているわけですよね。わかりやすく言えば、年収 450 万円の家庭の支出が 500 万円、足りない部分を貯金の 2,000 万円から取り崩しているという世界ですよね。そんな時に 2,000 万円の運用が上手い下手はどうでもいい。

この家計がまずすべきことは、収入を増やすか支出を減らすかを考えるべきです。つまり、年金財政のプライマリーバランスがはるかに重要だと思う。成長戦略が大事だというのは全くその通りです。GPIF が皆から預かったお金を運用することはすごく大事なことだと思いますが、国民全体の議論からいくと、何兆円損したとか、儲かったということはどうでもいい話であり、枝葉末節な話だと思います。それよりも年金のプライマリーバランスをどうプラスにしていくのか。それには成長戦力で、収入を増やすということと、給付の削減をしていくことが大事です。国民的にそういうコンセンサスを醸成していくことが大切だと思います。我々の家計に例えるとシンプルな話ではないのかなと思います。

私の個人的な意見ですが、GPIF は運用する必要はないと思っています。先ほど高いリスクをとったらという意見がありましたが、私はリスクをとらなくてもいいと思っています。減らなければいい。ただし少なくともこのお金は国民のお金ですから、これで 1 兆円でも 2 兆円でもいいので、ベンチャーに投資すべきだと思います。ベンチャーに投資したら大変なことになると思います。100 社あれば 99 社潰れてしまうかも知れない。でも、1 社が 100 倍 200 倍になったら十分ではないですか。そんなお金の使い方ができるのはこれしかないですよね。銀行にはそんな高いリスクはとれません。我々が高度成長期の時に入ってきたお金が貯まったわけですから、その中から 2 兆円か 3 兆円でも成長産業に投資したら世の中ひっくり返ることになるのではないかなと思います。

もし仮に全部潰れたとしても、年初から何兆円減ったと言っているわけですし、どうってことないじゃないですか。オルタナティブと言ってしまうばそれまでですけどね。そういうものに少し投資をしたらどうですか。

岡本 | アメリカのカルパース(カリフォルニア州の公的年金基金)などはシリコンバレーに相当資金を投資しました。ベンチャーというかプライベートエクイティ、つまり価格がない未上場の企業に相当資金が流れ、それがきっかけとなって大きな成長産業が育っていった。その部分があって当然いいと思いますが、現在は日本ではあまりないですか？



長期投資仲間通信「インベストラيف」

宮井 | それは今議論されています。プライベートエクイティや不動産、オルタナティブと言われて
いるものに投資をしようと。

岡本 | 日本の場合、プライベートエクイティというか、スタートアップの企業への資金の流れが
非常に目詰まりしている部分があるので、そこへの投資が一番適しているのではないかと
思います。

宮井 | 公的年金は、基本賦課方式でやってきましたが、労働者の数が多くて、退職者が少ない場
合であれば全く問題なく成立します。ところが先進国は若い人が少なくなり、年金受給者が
多くなってきた。そうなるといきなり破綻してしまうわけです。破綻しないためには、保険料
を倍にするということにならざるを得ない。海外はどうしているかというと、GPIF の真似をし
て積立金を作り、急に保険料が上がらないようにリザーブファンドを上手く運用しています。

岡本 | 結果としては、GPIF が積立金を作ったことはよかったわけですね。

宮井 | ないよりはよかったわけです。

岡本 | 逆に言えば、今それを取り崩
している時期に入ってきたわ
けですね。そこで、そんなに
大きなリスクをとる必要があ
るのか疑問ですね。少なくとも
購買力を維持するだけの金
額を保っていくべきでしょうけ
どね。当然高いリターンを狙
えば大きなリスクが発生する
わけですから。



宮井 | 現状くらいリスクをとらないと、保険料が増加になり国民の理解が得られないと思ったの
でしょうね。

岡本 | 積立金はどれくらいもつのでしょうか。

宮井 | 推定ですが 100 年でゼロになります。

岡本 | 結局、公的年金の資金でいくら儲かった、いくら損したと毎年騒ぐこと自体意味がない。と
いうか、むしろ、必要以上に不安感をあおるだけでマイナスの効果ばかりです。運用の在り



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

方と同時に国民全体に正確に何が起きているのかを知らせる必要がある。そして、同時に国民の側にそれを理解できるだけの知識の下地を持たす必要がある。

しかし、現実には投資教育などというと、大きな枠組を忘れて細かい所ばかり教えている気がします。なにか、教えようとしていることは、「どうやったら儲かるのか」という話で終わってしまっている気がするのです。社会の仕組みのような大きな枠組みというものをきちんと教えて、その上で、社会保障の制度をきちんと理解していくことが大切でしょう。年金問題は切実なだけにこれらを勉強する入口としては非常にいいですね。今日もありがとうございました。