

5. 公的年金（厚生年金、国民年金）の運用について

日本コープ共済生活協同組合連合会理事長 矢野朝水氏

1. はじめに

1969年から32年間ばかり厚生省に在職し、12年位年金の仕事に携わった。その中で1996年から2001年にかけて4年半年金局長を務め、2000年の年金改正を担当したので、当時の公的年金の運用の見直しの議論を中心にお話申し上げたいと思う。

2. 公的年金運用の経緯

まず公的年金の運用の経緯について申し上げたいが、年金制度を創ると必ず運用問題が議論になる。つまり年金制度を新しく創ると、当初は保険料を納める人はたくさんいるのだが、受給者は少ない。どんどん年が進むにつれて制度が成熟化して受給者が増えてくる。そうすると集めた保険料ではもう給付が足りなくなるわけだが、最初のうちは積立金が溜まる一方だということで、このお金をどうするのかということが年金制度を創るときどこの国でも大変大きな議論になるわけである。

日本では今の厚生年金保険法は昭和17年、労働者年金保険法という形で最初できたが、この時から積立金の運用について議論があった。大蔵省（当時）は、これは国のお金だから国で一元管理をすべきだと主張し、一方、厚生省（当時）はこれは年金加入者・受給者のお金だから、加入者・受給者のために福祉運用や有利運用をやるべきだという見解であった。しかし、当時は戦時下で、年金積立金は郵便貯金同様、国（大蔵省）の一元管理の下に置かれ、結局は戦費として費消された。

再度議論になったのは国民年金法の制定時で、国民年金は1960年に法律ができて1961年から実施され、これで国民皆年金体制となった。この時、国民年金の積立金の運用をめぐる大蔵省と厚生省で大激論になり、妥協の産物として、国民年金の積立金は全部大蔵省の資金運用部に預ける、その上で、資金運用部から借入れして加入者・受給者のために還元融資をやりましょうということになった。そのための機関として「年金福祉事業団」を創ったわけである。年金福祉事業団は還元融資を始めたが、当初は事業主に対する貸付という形で、事業主が社宅や体育館、保養所や病院といったものをつくる時に長期低利でお金を貸すということから始まった。それから特別地方債ということで市町村とかがいろんな公共施設をつくる時に融資をす

ることも始めた。また、サラリーマンがマイホームをつくる時に住宅金融公庫だけの借り入れでは足りないため、年金からも貸しましょうということで年金住宅融資が始まった。累計では大体400万戸に対して25兆円くらいの金を貸した。これがサラリーマンがマイホームを持つことに繋がったわけである。さらに年金を担保にして年金受給者に小口融資をすとか、教育貸付をすとか、あるいはグリーンピアをつくった。このグリーンピアも非常に無駄遣いだということで非難されたわけだが、これは列島改造論の時にできて最初は非常に喜ばれたが、その後子供の数も少なくなりリピーターもいなくなって無駄遣いだということで廃止になったことはご案内の通りである。

1986年にもう1つの転機があった。厚生省では資金運用部に年金積立金を預ける時の利子が国債利子に連動して低く抑えられてきたため、従来から資金運用部に預ける前にそのお金を運用させてくれという要求をしていた。それに対して当時の大蔵省は、それは一元管理に反するからだめだ、その代わり一度資金運用部に集めたお金を国債の金利で貸すから、それで市場運用をやったらどうかという案を持ち出してきた。これは郵便貯金等についても同じだったわけだが、当時は公的な金利は非常に低く抑えられていたので、そういう低い金利で金を借りて市場で運用すれば必ず儲かると、そういう皮算用をはじいてその話に厚生省も郵政省も乗ったわけである。ところが資金運用部から借入れして始めた運用は、バブル崩壊後金利の逆転現象がおき、むしろ市場金利の方が低くなり、また株の暴落もおきて逆ザヤが生じ、大失敗だった。

3. 2000年の年金改革（自主運用、還元融資事業の廃止）

(1) 2000年改正の概要とその背景

そうしたさまざまな問題を抱えながら、公的年金積立金の運用についてこれではいけないということで抜本的な改正をしたのが、2000年の年金改正である。法改正で2001年4月から新しい運用がスタートした。つまり大蔵省への預託は廃止して年金サイドで運用する。そのための機関として年金資金運用基金（GPIF）を設立するという改正をしたわけである。その後2006年4月からGPIFが独立行政法人化され、今日に至っている。

2000年の法律改正は、預託は廃止して年金自らが運用する、それから還元融資は社会的な使命を終えたということで廃止し、従って年金福祉事業団も廃止するという改正が行われた。

背景としては年金加入者・受給者のための効率的な運用が最も重要ということだ。要はどんどん年金の受給者が増え、成熟化が進んで年金財政も厳しくなり、保険料を集めてもそれをすべて給付に充てなくてはならない。それでも足りないので、積立金の運用利子を給付に当てなければいけない。だから給付以外の福祉運用等に使う余裕はなくなった。将来益々少子化が進み加入者が減るので、将来に備えて積立金を有利に運用する。それによって将来世代の負担を軽減しようということで、そのために効率的な運用を目指す、そういう制度・仕組みに改めな

ければいけないということが先ず第1であった。

第2は一度集めた保険料を大蔵省に預けてそこからお金を借りて年金福祉事業団が運用していたわけだが、これが大失敗だったわけである。つまりお金は7年の固定金利で借りてきて市場運用する。そうすると金利がどんどん下がる、あるいは株が下がるということになると、年々赤字が生まれてくるということになってしまった。もちろん借り入れた金で国債を買っておけば被害はあまりなかったわけだが、「それでは市場運用する意味がない。預託と一緒にではないか。」ということで、株とか海外へ分散投資をした。それが巨額の赤字を生んだということで、私が在籍していた1998年度で言うと25～26兆円のお金を借りて運用し、累積の利差損が1.2兆円も生じていた。私もしょっちゅう国会に呼ばれてお叱りを受けていたということで、この問題を何としてでも解消しなければいけないという思いだった。

第3は還元融資事業の役割が終わったということだ。昔は銀行はマイホーム資金を貸してくれなかった。だから住宅金融公庫ができたし、年金住宅融資を始めたわけだが、やがて銀行も貸してくれるようになった。逆に、年金サイドで住宅融資をして不良債権が発生して穴が開いたということなので、いつまでもこういうことはやっておれない。グリーンピアも同じように最初はみなさんに喜ばれたのだが無駄遣いの典型だということで大変な批判を浴びるようになり、それで還元融資はやめることにしたわけである。還元融資の中で年金を担保にした受給者への個人貸付だけはまだ今でもやっているが、あとは私が年金局長の時にやめる道筋をつけ、今はもうやめている。

財投機関に関しても年金のお金や郵便貯金のお金がどんどん集まってくるとどうしても使い方に無駄な面が出てくる。あるいは不良債権も発生するというので、財投機関は必要なお金は必要な時に集めることにして、自動的にどんどん金が流れ込むというようなことはやめようということで、財投機関のスリム化という点からも預託の廃止が決まった。

(2) 自主運用の仕組み

2000年の改正で自主運用の仕組みとしては、厚生労働大臣が運用の基本方針を決める、運用の目標とか資産構成割合、つまり基本ポートフォリオを決めるということにした。年金制度の運営には、保険料を集めてそれを運用して年金を裁定して支払いをするという一連のサイクルがある。積立金の運用というのはその一環であり、これはやはり保険者が責任をもって運用しなければいけないということで、運用の一番の基本である資産構成割合は厚生労働大臣が決めるという仕組みにした。その際に社会保障審議会の中に「年金資金運用分科会」を設けて、専門家とか、学者といった方々にお集まりいただいて意見を聞いて方針を決める。その方針に基づいて特殊法人である「年金資金運用基金」(GPIF)が「管理運用方針」を決める。そして民間金融機関による市場運用を行い、一部は債券による自主運用も行うという仕組みにした。それから年金福祉事業団が借りていた30兆円近くのお金を、年金資金運用基金が引き継いで

運用していくということにした。

また、年金資金運用基金は専門性を持たなければいけないということで、「投資専門委員」を3名設けて、その投資専門委員と年金資金運用基金の理事で「投資理事会」というものを設置して、そこで管理運用方針を決めたり、どこの運用機関にいくら運用を委託するかといったことを決定する仕組みにした。

4. 独立行政法人による運用

その後独立行政法人制度ができ、2006年4月から年金資金運用基金は「年金積立金管理運用独立行政法人」(英語名は引き続き GPIF) になったわけだが、これでかなり運用の仕組みが変わった。つまり独立行政法人の一般的な仕組みに年金運用も倣ったということで、厚生労働大臣が「中期目標」を決める。この中期目標の中には具体的な基本ポートフォリオなどは入っていない。4年間こういう目標で運用すべきだということを決めるわけである。中期目標を決める際には「独立行政法人評価委員会」に「年金部会」というのがあり、学者の先生とか一部専門家の方もいらっしゃるわけだが、中期目標を作る時に意見を述べる。それから GPIF の実績を評価する。こういうことを年金部会がやる。

これを受けて今度は独立行政法人の方では「中期計画」を作る。その中期計画の中で基本ポートフォリオを決め、運用受託機関を管理する。独立行政法人がこういった中期計画を作り、あるいは運用受託機関を管理する際には独立行政法人の中に諮問機関として「運用委員会」というものがあり、学者とか運用の専門家が若干いらっしゃるわけだが、ここで審議をお願いしたり、あるいは管理運用業務の監視をしてもらう。その意見を踏まえて、独立行政法人が中期計画を作ったり運用受託機関の管理をする仕組みである。

2001年4月から年金の自主運用が始まり、8年経つわけだが、私の思いとしては、こんなはずではなかった、もっときちんとやって欲しいと、言いたくなる思いがする。どういったところが課題か、あくまで私個人の考えだがそれを幾つか申し上げたい。

5. 公的年金運用の課題

基本ポートフォリオによって運用成果の9割以上が決まると言われており、これが運用に際して最も重要なのだが、今の基本ポートフォリオはいろいろ問題があるのではないかとということである。もっと長期的な運用収益の最大化を図る、こういう観点から運用の多様化を図るべきではないかというのが結論だ。

基本ポートフォリオをめぐる問題について2000年の年金改正の時にどんな議論が行われたかということだが、大きな問題としては株式運用の是非論、すなわち株式運用をやっているの

か悪いのか、それから海外運用の是非論、さらに株式運用するとした場合に議決権行使はどうか、という問題が議論された。その時専門委員会を作っているいろいろご議論をお願いしたわけだが、株式運用については言うまでもないことだが、富を生み出すのは企業であり、企業に投資をして日本経済が発展をする、その果実をいただくことによって実のある年金をお支払いできるので、日本経済の発展のために年金資金を活用すべきではないか。それによって年金もプラスになる。それから株式はインフレに対して適応力があるとされており、特に公的年金はインフレライドをやっているのだから、インフレに強い株式は一定比率で組み込む必要があるということになった。

海外投資についても、為替リスクとかいろいろあるわけだが、万一日本経済がおかしくなっても海外投資をすることによって、年金まで共倒れになることを防ぐ必要があるのではないか。あるいは日本はこれから人口が減り高い経済成長が期待できないので、経済が発展する国へ投資することによって高いパフォーマンスが得られるのではないかとということで、海外投資はやはり不可欠だということになった。

それから議決権行使については、「公的年金のお金は実質的に国のものであり、国が議決権行使するというのは民間企業に対する国家の介入であり、けしからん」という議論が一方ではあった。そうかといって「議決権を行使しなければ、市場の規律が働かなくなり、本来問題がある企業でも生き残ってしまう。これはおかしいじゃないか。やはりちゃんと行使すべきだ」ということで、両サイドから問題が指摘された。この問題については年金資金運用基金の方で議決権行使の基本的な考え方を示し、実際議決権を行使するのは受託機関が行使するという仕組みを考え、国の介入だとか議決権を行使しないのはけしからんとか、そういう両方の非難に対して答えられる仕組みにしたわけである。

ただ株式市場は90年代は下落する一方だったので、株式市場に対する批判は非常に強かった。国会でも野党からは国民の大事な年金のお金を博打場みたいな所で運用するのはけしからんということで、反対論が強かった。そういう反対論にも考慮してリスク性資産を最小限に抑えるということをやったわけである。そのために例えばホームカンントリーバイアスとか、いろんな制約条件を与えてリスク性資産を最小限に抑え、いろいろシミュレーションをやって、現行とほぼ同じポートフォリオを構築したのである。

私が役所にいた頃作った基本ポートフォリオは国内株式が12%、その代わり外国債券が7%だった。これから国内株を1%減らし、外国債券を1%増やしたのが現行ポートフォリオだ。

この現行ポートフォリオをどう考えるかということだが、先ず厚生労働大臣が定めた中期目標の中に、「基本ポートフォリオを独立行政法人が作り、その際にはこういった観点に立って作りなさい」ということが書かれている。これは「年金財政上の諸前提における実質的な運用利回り、つまり賃金上昇率を上回る運用利回りを確保するような、そういうポートフォリオに

しなさい」ということだ。今の年金財政の前提は、賃金上昇率が2.1%、物価上昇率が1.0%、運用利回りが3.2%だ。年金額は過去の平均賃金×給付率×加入月数で計算されるが、過去の賃金は賃金スライドされる。昔の賃金をその後の賃金上昇に見合うように年金裁定の際に置き換えて裁定する。だから、運用は3.2% - 2.1%、実質1.1%を確保すればいいというのが今の基本ポートフォリオの前提になっている。この基本ポートフォリオは年金財政という点だけから見ると、合理性はあると思うが、ただ長期的な運用収益の最大化を図るという点からすると、やはり問題ではないか。私が役所にいた頃は、何しろ批判が強いのでリスク性資産は最小限に抑えざるを得なかったが、将来的にはきちんと見直しをすることでいずれ改善してくれるだろうという思いがあった。何しろリスク性資産を最低限に抑えないことには法律も国会を通らないということで、リスク性資産については芽を出すということを最優先にしたわけだが、その後の状況を見ると、芽は出したけれども全然芽が大きく育ってないというのが現状ではないか。

これはその後の運用の実態を見ても、企業年金の運用とか信託銀行の運用、生保会社の運用、投資顧問会社の運用等いろいろなところと比較すると、GPIFは国内債券に非常に偏ったポートフォリオなので、安定性はあるが、長期的に見ればやはりどうしてもパフォーマンスという点からすると見劣りがするということにならざるを得ない。せっかくこれだけ巨額の資金があるので、これを効率的に運用するに若くはないわけで、国債の引き受け機関みたいな運用をするのは非常にもったいないという気がする。そういう点からすると、例えばインフラファンド、未公開株とかあるいは安全性の高いヘッジファンドとか、そういった代替投資ということも考えられるわけであるし、海外投資についても、今は円高で厳しい状況だが、年金のお金は長期の金であるから、長期的な視点に立って経済成長が期待される国への投資など、運用の多様化を図っていくべきではないか、ということが先ず第一点である。現行の日本国債に偏った運用は、公的年金はインフレスライドがあるだけに、それはそれで大きなリスクを抱えていると思う。

ご参考のためだが、2008年3月末で独立行政法人（GPIF）が運用している資金が約120兆円あり、それ以外に7年の期間で大蔵省資金運用部（当時）に預けて、2008年度に返ってくるお金が22.6兆円ある。ただ資金運用部からの借入金約4兆円あるのでこれを差し引くと、公的年金の資金は今年の3月末でみると約139兆円ある。あと国家公務員共済、地方公務員共済、私学共済の資金が大体50兆円近くあるので、公的年金と共済年金の資金が日本では約190兆円位あるということになる。

見直しの2つ目が基金の分割ということだ。これは運用の多様化を図るため、また競争原理を導入するという意味からしても、150兆円近くの金を1つの機関で運用するというのはどうしても制約が多いのではないかとということだ。GPIFの中にも150兆円をGPIFだけで運用しろといってもそれは困るという声がある。世界の年金基金を見ても、大きいところでもせいぜい

30兆円から40兆円であり、GPIFは世界的に見ると金額が突出している。こんな巨額の年金団体はない。これだけ大きくなるとどうしてもパッシブ運用で市場全体を買うという運用にならざるを得ない。因みにスウェーデンのように競争原理を導入するためファンドを5つに分割して運用しているという例もある。

3つ目が専門家の登用やスタッフの増員が必要ではないかということである。今のGPIFは、理事長は日銀から来られた方で、幹部も厚生労働省からの出向者で、2~3年で入れ替わる。せっかく少し慣れてきたという頃にはまた役所に帰ってしまうということで、なかなか人が育たない。今は少しずつ民間の経験者を、特に若い人を中心に採用しているが、ここで壁になるのが独立行政法人としての一律の規制である。これは中期目標でもはっきり書いてあるし、それを受けて中期計画でも書いてあるわけだが、一般管理費は4年間で12%以上、年ベースで3%以上節減するとか、人件費は5年で5%、年ベースで1%削減するとか、業務経費は1年でやはり1%以上削減しなければいけないということで、非常に規制が厳しい。独立行政法人というのは、元々は役所や特殊法人が非常にがちがちで柔軟性がない、だから民間の知恵を借りて民間の発想でもっと柔軟に制度の運営をしましようということで創られたのだが、その後天下りや理事長の待遇など独立行政法人に対する批判が強くて、どんどん規制が強まり、役所より硬直化するなど当初独立行政法人を創った趣旨からすると、現実是非常におかしなものになっている。

従ってこういう規制を撤廃して民間並みとは言わないが、民間の8割くらいの給料はちゃんと出してあげないと、良い人は来ない。私は以前「企業年金連合会」にいたのだが、ここも昔は役所からたくさん人が来ていたのだが、帰ってもらい、民間から専門家を採用して、給料の体系も変えて年俸制にして民間の運用機関の8割くらいの水準にした。そのうち1割は評価制度を入れて、がんばって良い成績を上げれば1割給料が増える、だめな場合は1割減る場合もあるという仕組みを導入した。ところがGPIFは役所と基本的に同じ給料体系だし、年々予算がカットされるということで思うように人を採用できない。コスト削減、削れ、削れということばかりが多いのだが、私はコストを削減するよりも運用の効率化を図った方が、却ってプラスになるのではないかと考えている。例えば1つの例だが、GPIFはインハウスで債券のパッシブ運用をやっているし、それから財投債の引き受け義務があって、これは引き受けて満期保有しているわけだが、例えば株式のパッシブ運用をインハウスでやれば手数料を削減できるわけである。そしていろいろな情報も入ってくるようになるし、全体的な効率性も高まる。そのために専門家を雇うコストに比べるとその何倍もいろいろなメリットが期待できるわけなので、削れ削れということだけでは却って問題ではないかということである。

世界の大型年金基金はカルパスやオランダのADPだとかいろいろあって、大体30兆円位の資金規模だが、GPIFはそういったところと比べると3分の1から5分の1の人員しかいない。非常に軽装備で巨額な資金を動かしているというのが日本のGPIFの特徴だ。

4つ目はガバナンス改革ということで、実はこれが一番大事な問題ではないかと思う。つまり権限と責任の明確化を図る。それから公的年金の運用にもっと専門家を活用するということである。先程申し上げたように、今は厚生労働大臣が中期目標を作り、その際には独立行政法人の評価委員会「年金部会」の意見を聞きなさいとなっている。それを受けてGPIFが中期計画を作る。その場合「運用委員会」の意見を聞きなさいとなっている。何しろ船頭が多いというか、たくさん当事者が出てきて、中期目標を見ると基本ポートフォリオはこれしかないというような姿が透けて見える。中期目標を受け取った方としては、それを中期計画に反映させなければいけないので中期目標に沿ったポートフォリオを作るということで、実質的には中期目標を作る時に中身が決まっているわけだ。ところが基本ポートフォリオを作るのはGPIFなので基本ポートフォリオの責任はGPIFが負うということにならざるを得ない。ということで、誰に本当の権限があるのかははっきりしない。この辺が問題であり、もっと明確なガバナンス体制にすべきではないかということである。

それからもう1つは独立行政法人の評価委員会「年金部会」にしる、「運用委員会」にしる、保険料の出し手である事業主と加入者の代表が入るとするのは当然だが、本当に運用が分かっている人というのは実はあまり入っていない。少し入れようということで若干入れ替わりはあったが、本当に専門家と言えるような人が非常に少ない。具体的な形としては今のような評価委員会「年金部会」や「運用委員会」がバラバラあるよりも、強力な権限を持った、例えばガバナンスボードみたいなものを作って、そこには保険料の拠出者代表も当然入るわけだが、専門家を配置して権限を持たせる。そこで基本方針を作り、GPIFトップの人事権、あるいは少なくとも拒否権を持たせる。そういったガバナンス改革、即ち権限と責任をきっちり明確にした体制を作る必要があるのではないかということである。

6. 諸外国の公的年金の運用

最後に諸外国の公的年金の運用だが、実は外国の公的年金である程度の積立金を持っているところはどこも一所懸命運用をやっている。イギリス、フランス、ドイツ、イタリア等は積立金はほとんどなく、2~3ヶ月分の支払備金程度しかないので運用は難しい。運用するだけの資金規模がある、給付の何年ヶ分の積立金を持っているのは、ノルウェー、スウェーデン、カナダ、アイルランドといったところである。ノルウェーは石油収入があるので、それを年金の積立金として運用しているわけだ。この中でもカナダは非常に意欲的である。カナダは保険料の引き上げを前倒しで行って、積立金を積み上げ、それを効率的に運用することによって将来の負担を軽減しようとしている。

こういった国々の運用の特徴を見ると、いずれも国内のマーケットが小さいため、海外への投資比率が高いというのが1つの特徴だ。それから株式の運用が高いというのがもう1つの特

徴。特にアイルランドは国内のマーケットは少ないし、国内経済がだめになっても年金だけはちゃんと生き残れるように専ら海外投資をしていると聞いている。

積立金がありながら、国債で運用しているのがアメリカで、世界的にみるとアメリカは例外である。アメリカは2兆ドル、約3年間分位の積立金を持っているが、株式運用をしていない。これについては両論あって、株式運用をやった方がより効率的な運用ができるのでやるべきだという意見もあるわけだが、今のところ株式運用はやっていない。その理由としては、株式運用をやると政治的影響力が避けられないということである。ある特定の株を買えとか、これを売れとか必ずそういうことになる。他の国では法律は守るべきものだが、アメリカでは法律はいろいろ悪知恵を出して破るためにあると言われる。弁護士が多すぎるからだ。だから一度株式運用に道を開くと収拾がつかなくなるからやらないのだという話をかつて聞いたことがある。

アメリカが公的年金の積立金で株式運用を行わない理由については他にも幾つか理由があるが、1つはそれによって公的年金のパフォーマンスは良くなるけれども、他の企業年金とか個人投資家がマイナスの影響を受ける、つまり民業圧迫になるという議論だ。2つ目は公的年金の資金は非常に巨額なのでパッシブ運用になるが、パッシブ運用になって議決権行使をしないということになるとマーケットの規律が働かなくなって、本来マーケットから追い出されてしまうような企業も生き残ってしまうのではないかというものだ。

それから3つ目は、やはり財務省にとってはこの年金のお金というのは非常に有難い存在で、アメリカは老人医療費、あるいは貧困者の給付等他の目的にもこの年金のお金を使っており、いわば政府の財布になっている。だから、政府が年金の積立金を手放さないのである。

これは日本でも同じで、昔、大蔵省の人と年金の運用問題でさんざん議論したのだが、大蔵省の人は「株式市場というのは博打場で必ず損するし、大事な年金のお金は株式運用すべきでない。安全な国債を買いなさい」というわけである。大蔵省にとっては国債を年金資金がたくさん買ってくれるということは一番有難いことであり、市場運用に否定的なスタンスの背景にはそうした思惑があるのではないかと考えざるを得なかった。

現在、世界のマーケットは非常に厳しいわけだが、年金の資金というものは長期的な視点で考えるべきだし、市場運用をやめて国債を全部買ったならそれで問題がないかと言えば、今度はまた別の大変なリスクを負うことになるわけで、やはり長期的な視点に立って内外資産に分散投資するというのが年金運用の王道だと思わずにはいられない。

以上