

財政投融資改革と年金積立金運用に関する一考察

姫野孝雄

An Examination of the Reform of the Fiscal Investment and Loan Program and Management of Accumulated Pension Funds

Takao Himeno

Abstract: Postal savings and accumulated pension funds are now managed in the market as a result of the reform of the Fiscal Investment and Loan Program. The funds of the program, however, are mostly managed by government bonds, making the program play a role in financing the government's fiscal deficit. The modality of the Fiscal Investment and Loan Program, including the tax and pension systems, thus needs to be re-examined in order to resolve this abnormal situation concerning the government, postal savings, and accumulated pension funds. In this paper, the author makes a reform proposal to that effect.

Key Words: The reform of the Fiscal Investment and Loan Program, postal savings, management of accumulated pension funds.

財政投融資改革によって郵便貯金と年金積立金は市場運用されることとなった。しかしながら、資金の大部分が国債によって運用されており、国の財政赤字をファイナンスするという役割を担わされている。このような国と郵便貯金・年金積立金との不正常的な状況を改めていくためには税制や年金制度を含めて財政投融資の在り方について再検討する必要がある。本稿ではそのための改革試案を提案している。

キーワード： 財政投融資改革、郵便貯金、年金積立金運用

1 はじめに

財政投融資制度は遠く明治初期に大蔵省が郵便貯金の受入と運用を開始したことにその淵源がある。¹そして第二次世界大戦後の1951年に大蔵省預金部を改組して大蔵省資金運用部が設置されたことによって高度成長期の政府金融のための資金調達、政府系機関への融資のシステムがスタートすることになった。そのための原資として資金運用部への強制預託の対象となったのが郵便貯金と公的年金²保険料であった。

一方、本格的な年金制度は1942年に施行された労働者年金保険法であり、当初の加入者は工場や鉱山で働く男子労務者であったが、1944年には厚生年金保険法に改称されるとともに、男子労務者以外の職員や女子に適用が拡大された。この年金制度の中心的な給付となるのは養老年金（老齢年金）であるが、原則として20年以上の被保険者期間を要件とすることから、

実際には保険料は政府による強制的な貯蓄としての機能を有することとなった。このため、この制度の発足によって国民の購買力を削減することによるインフレ予防効果³を有するとともに、預金部に集められた保険料は戦争遂行のための資金として長期間の安定的な確保が可能となったのである。⁴

戦後の高度経済成長を支えた財政投融资制度ではあるが、公的年金や郵便貯金の資金を全額資金運用部へ預託するという義務付けが2001年度の財政投融资改革でなくなった。これによって郵便貯金や年金積立金は市場運用に移行したわけであるが、改革内容が極めて中途半端であった結果、政府・国民・市場を通じた資金流通の歪みが正常化されていない状況が続いている。その原因は年金制度を含む社会保障制度、税制、政府金融を総合的に見通した上で改革が行われなかったことにある。本稿では改革後の問題点や課題を明らかにするとともに、どのような改革が今後行われるべきか必要となるかについて検討することとする。

2 財政投融资改革の経緯と現状

そもそも財政投融资改革が必要とされたのはいわゆる入口（郵便貯金、年金等の資金）と出口（特殊法人等への資金供給）のミスマッチによる矛盾が容認できない状況となってきたためである。高度経済成長期にあつては道路、港湾等の社会資本の整備に対する資金需要量は旺盛である一方、所得水準の上昇による預金量の増加、本格的な高齢化社会を前にして年金財政の収支差が黒字であることによる積立金の増大等による資金供給量とのバランスがとれており、財政投融资というシステムが社会的に必要とされる時代が続いていた。しかしながら、低成長経済の到来とともに必要性の高い社会資本整備に対するニーズが低下する一方、郵便貯金や年金の資金は相変わらず流入を続けるというアンバランスが放置できない状況となってきた。

折りしもバブル崩壊後の公的部門の縮小の論議と財政投融资の見直しの流れが一つとなり、財政投融资改革の具体案が提示されたのが1997年11月のことであった。

まず、資金調達面の改革としては、これまでの郵便貯金・年金資金の全額預託義務を廃止し、財政投融资に必要な資金は基本的に市場から調達することとした。このため、「財投機関債」を基本に「政府保証債」「財投債」を組み合わせることにより、必要な資金に限って市場から資金調達することが可能となり、結果として無駄な支出を抑えることを狙ったものである。「財投機関債」とは個々の特殊法人等が市場から資金を調達するために発行する債券である。特殊法人等が行う事業の採算性等を市場の参加者が判断することによって、市場参加者の評価をクリアした特殊法人等だけが資金を獲得できるというものである。しかしながら、公益性のある事業を行う特殊法人等であっても採算性が低いために市場から資金を調達することが困難な場合には、個別に発行する債券に政府保証をつける「政府保証債」、さらに国自らが財政投融资の原資を調達するために発行する「財投債」の3種類の債券発行を考えたのである。従って、これまで財政投融资の原資として資金を提供していた郵便貯金や年金資金は、金融市場においてこれらの債券を購入することにより、市場メカニズムの下に資金の供給を行うこととなった。また、上場株式会社と異なり、各特殊法人等の財務状況・経営状況のディスクロージャーは不十分

であることからこれを充実させることとした。さらに特殊法人等に対しては補給金等の名目で国の一般会計等から財政支出されている結果、これらは将来の国民の負担になるため、これを「政策コスト」という形で定量的に算出することによって淘汰を図ろうとした。

このような方針の下に財政投融资改革は平成12年度からスタートしたが、現時点でどのように改革が実現しているのかをこれから簡単に見ることとする。

まず、各年度の財政投融资計画額のフローの推移である。

図表1 各年度の財政投融资計画額の推移

年度	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
兆円	39.3	37.5	32.5	26.8	23.4	20.5	17.2	15.0	14.2	13.9	15.9
%	-7.3	-4.8	-13.1	-17.7	-12.6	-12.5	-16.3	-12.5	-5.6	-2.1	14.4

(注) 上段は当初計画ベース、下段は対前年度伸率。

(出典) 財務省HP

以上のように着実に事業のスリム化が図られており、平成20年度はついに14兆円を31年振りに下回り、ピーク時（平成8年度の40.5兆円）の三分の一の水準にまで低下した。もっとも平成21年度は経済対策の一環として中小企業対策を始めとする分野への資金供給を行うため、対前年度比14.4%の増加となっており、さらに補正予算において7.8兆円の追加、合計で23.7兆円という大幅な伸びを示しているところである。

また、財政投融资計画残高のストックも以下のように着実に減少しており、ピーク時（平成12年度）の約半分の水準となっている。

図表2 財政投融资計画残高の推移

年度	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
兆円	414	418	410	391	354	333	300	276	245	218	205

(注) 平成20及び21年度の残高は平成20年度末の見込み。

(出典) 財務省HP

そもそも財政投融资改革の趣旨はこれまでのように郵便貯金や年金資金が自動的に流入するような構造を変え、それぞれの機関が市場原理に基づく資金調達を行うことにより、真に必要な事業に限り継続して行えるようなシステムに変革することがその目的であった。しかしながら、現状はこのような理念とは大きく異なっている。ここでは平成20年10月に国民生活金融公庫、中小企業金融公庫等を統合して設立された株式会社日本政策金融公庫を例としながらこのような改革の趣旨がどの程度生かされているかを見ることとしたい。

株式会社日本政策金融公庫の平成21年度当初の財政投融资計画では、財政融資資金借入金5兆7,298億円を含めて財政投融资6兆3,886億円に自己資金等の6兆1,212億円を合計した12兆4,987億円を予定していた。この財政投融资6兆3,866億円という金額は、財政投融资計画総額（15兆8,632億円）の約40%に相当する巨額なものである。一方で自己資金等のうちには財投機関債の発行も予定されているが、その金額は2,000億円にすぎない。そもそも財

投機関債の発行の趣旨は上でも述べたように特殊法人等の経営実績が市場の評価にさらされることにより、運営効率化のインセンティブが働く等のメリットを期待してのことであった。しかしながらこのような改革当初の目論見はほとんど実現していない。これはひとつには発行コストが財投債に較べて各法人が市場で評価される信用リスクに応じて国債（財投債）金利に上乗せされるスプレッド分だけ高くなるため、発行主体としてのインセンティブが働かないという現状によるものである。ちなみに国債と較べてどの程度のスプレッドが上乗せされているかをいくつかの実例で見ると以下ようになる。残念ながら統合後の日本政策金融公庫としての財投関債の発行実績はないので、ここでは統合前の国民生活金融公庫が発行した財投関債の実績を国債と比較したもので見ていくことにする。

図表3 国債と旧国民生活金融公庫財投関債の比較

国債		旧国民生活金融公庫財投関債		スプレッド
平成20年4月 発行 2年債	表面利率 0.6%	平成20年4月 発行 2年債	表面利率 0.79%	+ 0.19%
平成20年2月 発行 5年債	表面利率 0.9%	平成20年2月 発行 5年債	表面利率 1.13%	+ 0.23%
平成19年2月 発行 5年債	表面利率 1.2%	平成19年2月 発行 5年債	表面利率 1.26%	+ 0.06%
平成18年7月 発行 5年債	表面利率 1.5%	平成18年7月 発行 5年債	表面利率 1.74%	+ 0.24%

(出典) 国債については財務省HPの国債関係資料の「過去の入札結果」ページ、旧国民生活金融公庫財投関債については日本政策金融公庫HPの投資家情報の「財投関債」ページから引用。

以上のように統合前の国民生活金融公庫の財投関債については、国債と比較してある程度のスプレッドが存在することがわかる。このスプレッドがどの程度の水準かを見るために格付マトリクス表のデータを参考に見ていくこととする。ここでは社団法人日本証券業協会が公表している格付マトリクス表から株式会社日本格付研究所が情報提供している銘柄に基づくものを見ていくこととする。日本格付研究所のデータを取り上げた理由は、他の格付機関と比較して採用している銘柄数が多いことからである。なお、格付マトリクス表は毎月公表されているわけではないので、ここでは上記の図表3の直近値と比較できる平成20年3月28日に発表されたデータのうち残存年数が2年ものと5年ものを取り上げている。

図表4 社団法人日本証券業協会格付マトリクス表（抜粋）

		格付け			
		AAA	AA	A	BBB
残存年数	2年	0.828 17 (0.034)	1.192 49 (0.487)	1.685 53 (0.960)	2.816 32 (1.680)
	5年	1.015 17 (0.041)	1.193 14 (0.207)	1.831 28 (0.826)	3.38 65 (1.649)

(出典) 社団法人日本証券業協会HPの格付マトリクス表のうち日本格付研究所が情報提供している表から引用。

この表の見方を説明するとマトリクス内のそれぞれの成分は以下のような構成となっている。

複利利回り (%)
銘柄数 (標準偏差)

それぞれの項目の定義は以下のようになっている。

- 複利利回り・・・報告された気配に基づき算出された複利利回りの算術平均値
- 銘柄数・・・格付け・残存年数毎に区分した際の該当銘柄数
- 標準偏差・・・報告された気配に基づき算出された複利利回りの標準偏差

また、上記の日本格付研究所の格付けは長期格付けであって期限1年を超える債務が約定通り履行される確実性の程度を比較するためのものであり、各記号の定義は次の通りである。

AAA・・・債務履行の確実性が最も高い。

AA・・・債務履行の確実性は非常に高い。

A・・・債務履行の確実性は高い。

BBB・・・債務履行の確実性は認められるが、上位等級に比べて、将来債務履行の確実性が低下する可能性がある。

債券投資の世界ではよく知られているようにBBB格以上の債券が「投資適格債」として一般的に元本の安全性が高いと言われており、ここでもBBB格以上の格付けを抜粋している。

図表4を見るとわかるように格付けが低下するに従って標準偏差が大きくなっており、リターンのバラツキが急速に拡大していることがわかる。なお、統合前の国民生活金融公庫は債券発行に当たって格付けを取得しており、日本格付研究所の評価ではAAAとなっていた。図表3は新規発行債券の表面利率であり、図表4は残存年数の気配値を基に計算した数値であること、また、時点も異なっていることから単純に比較することは注意しなければならないが、2年もので旧国民生活金融公庫の債券の方が平均値を0.038%下回っており、これは標準偏差の0.034%と比べてもほぼ1σの範囲内である一方、5年ものでは旧国民生活金融公庫の債券の方が平均値を0.115%と標準偏差の0.041%を大きく上回っている。統合後の日本政策金融公庫の格付けは一応日本格付研究所からはAAAの評価を受けているものの、ムーディーズはAa2、S&PはAAと国内系の格付機関に比べて厳しい評価となっている。

従って、国債に比べても既にスプレッドがある程度存在している中で今後、財投機関債を積極的に発行していくことはコスト増に繋がることが確実であり、建前通りに財投機関債を資金調達メインに位置付けていくことは経営上も採用できないと言わざるを得ない。特に統合後最初の決算である平成20年度下半期において当期経常利益が6,640億円の損失という厳しい経営状況に直面していることは深刻である。これはかつて中小企業信用保険公庫で行っていた信用保険業務⁵を日本政策金融公庫が引き受けたわけであるが、リーマンショック後の世界的な景気悪化の中で急増した保険金の支払等のため、信用保険等業務勘定において6,328億円の経常損失を蒙ったことを主な要因とするものである。このような厳しい経営状況に直面しているとはいえ、日本政策金融公庫の株式は全額政府が保有しており、平成20年度の補正予算に

よって9,721億円の出資金を受け入れた結果、平成20年度末時点での自己資本比率は10.3%であって金融機関としては高い水準に形式上は保たれている。

現状では政府が進める経済対策の実働部隊として民間の金融機関が手を出さない融資を幅広く手がけることによって「経済危機下において、政策金融機関としての役割を果たし、平成20年度(10月～3月)の総融資実績は対前年同期比225%と増加しました」⁶という対応をとっているわけであり、たとえ非常事態であるとはいえ、結局は「財政政策上の目的を実現する上で有償資金で行うことがふさわしい限定された対象分野・事業について、市場から必要な資金を調達し、投融資という手法を用いる仕組み」に変革していくとの当初の財政投融資改革の目的は大きく変質しているといわざるを得ない。

改革後も財政投融資の原資は、結局、国の発行する財投債という名の国債に多くを依存しており、その業務も市場原理とは異質の政策的な要請に基づいて行われているのが現状である。

3 郵便貯金と財政投融資改革

2で述べたように郵便貯金や年金資金の預託義務が財政投融資改革によって平成13年4月に降廃止されたが、実際には制度変更に伴う市場への影響を抑えるため、経過措置として財投債を郵便貯金や年金積立金が直接引受けることとなっていた。しかしながら、このような経過措置も郵便貯金や年金資金に対する預託金の払い戻しが平成19年度をもって終了したことから、平成20年度からは財投債は全額が市中発行されることとなった。従って、財政投融資改革が当初予定していた預託義務の廃止及び郵便貯金・年金資金の全額自主運用という目的がやっと実現したわけである。

年金資金の自主運用の問題については次の4で詳しく述べることとし、ここでは郵便貯金の自主運用について考えることとする。小泉郵政改革によって平成19年に「ゆうちょ銀行」が誕生したが、銀行とは名ばかりの存在であり、国民から集められた貯金の大部分は国債等の有価証券に投資されている。これは民営化関連法が安全資産による運用しか認めていないこと、平成29年の完全民営化までは融資事業に制約があることなどが主な要因であるが、その結果として改革の趣旨とは裏腹にあいかわらず、政府に資金が流れ続けるという構造が厳然と存在している。もう少し詳しく見ると平成21年3月末で負債である貯金総額約177兆円を含めて負債純資産総額は約196兆円である。そして総資産約196兆円のうち有価証券の保有総額は約174兆円であって、その内訳は国債約155兆円、地方債約6兆円、社債約10兆円等となっており、貸出金はわずかに約4兆円にすぎない。この結果、経常収益約2.5兆円のうち有価証券利息配当金が約1.9兆円を占める状態となっている。以上の計数を民間のメガバンクである三菱東京UFJ銀行と比較することで如何に不自然な状態かということを見ることとする。

図表5 ゆうちょ銀行と三菱東京UFJ銀行の決算比較

(単位：兆円)

		ゆうちょ銀行	三菱東京UFJ銀行
総資産		196	161
	有価証券	174	38
	貸出金	4	82
負債・純資産合計		196	16
	預金・貯金	177	107
経常収益		2.5	4.2
	有価証券利息配当金	1.9	0.5
	貸出金利息	0.05	1.9
経常費用		2.1	4.3
	預金利息	0.4	0.5

(出典) ゆうちょ銀行及び三菱東京UFJ銀行(連結)の平成20年度決算公告から引用。数値は四捨五入して兆円単位で表示。

財政投融资改革により預託制度を廃止したといっても実態は財政赤字のファイナンスのために国民から集めた資金は国債の購入に当てられているということである。形式的には財投改革以前は郵便貯金等の資金は資金運用部に預託されていたわけであるが、実際にはその資金を使って資金運用部は国債を大量に購入していた。⁹改革で変わったことといえば郵便貯金等の資金が財投債を含む国債を直接購入するようになったということだけである。郵政改革によって郵政公社が民営化されてゆうちょ銀行になってもその本質は全く変わっていない。資金の流れを官から民に変えて経済を活性化するという民営化の趣旨はお題目に過ぎなかったわけである。

その結果、ゆうちょ銀行は低収益の国債等に投資しているため、預金者への利息還元は過少な状態に放置されているわけである。

このような結末となってしまった理由は結局は財政投融资改革及び郵政民営化の内容が十分に考え抜かれたものとなっていなかったところにその原因がある。

そもそも「官から民へ」の流れの中で融資の分野においても民業補完に徹するとすれば、どうしてもハイリスクでローリターン案件しか残らない。2で述べたように財政投融资のための原資調達、実際には財投債という国の信用に基づいた債券の発行によって行われている。従って、投資家としては財投債は国債と区別することなく、同一の債券と認識し、収益はローリターンかもしれないが、デフォルトリスクや流動性リスク等の信用リスクについては国という信用に裏付けされているため、あまり気にすることなく、投資しているのである。現に日本の場合には民間の銀行や生損保が国債の保有者として大きな比重を占めている。¹⁰投資家にとっては財政赤字のファイナンスのための赤字国債だろうが有償資金調達のための財投債だろうが、実際には両者の資金調達の趣旨を考慮しているわけではないのである。ゆうちょ銀行自体がそもそも融資のノウハウのない金融機関であることからすれば市場における資金の自主運用

とはいっても結局は国債を購入するしか能がないのは最初からわかっていたことであり、完全民営化後もこのような前提が大きく変わるとも思えない。よく考えてみれば民間の金融機関が預金の運用先として本来は自らがリスクテイクして行うべき融資に資金を振り向けず、その資金でローリターンではあるが、リスクの極めて低い国債や財投債を購入する一方、株式会社日本政策金融公庫等の融資系の政府機関が民間が手を出そうとしない案件に融資を行うという奇妙な構図が出来上がっているのである。

財政投融资改革及び郵政民営化を通じて本来は融資のノウハウは有するが資金調達的手段を有しない政府系金融機関とお金は集めることはできてもこれを有効に融資などで活用する手法に乏しい郵便貯金（ゆうちょ銀行）は、資金の入口と出口を統合した金融機関として再出発をするのが本来のあるべき姿であった。しかもこのような民業補完で政策的必要性から有償資金を提供する機関はハイリスクではあってもハイリターンを期待することはできない。仮にハイリスクではあってもハイリターンが期待できる融資案件であれば民間のベンチャーキャピタル等が投資対象とすればいいわけであり、政府が手を出す必要のない案件である。従って、残された案件に対して政策的にどうしても融資する必要がある場合にはそのリスク負担は最終的には税金によって行われることを前提として行われなければならない。現に2で述べた日本政策金融公庫の場合、出資金や補給金という形で損失補填されており、その時々を経済政策の都合で出口部分の融資系金融機関をコントロールし、事業を行わせている限り株式会社とはいっても政府が実質的に尻拭いする形でしか存続できない有様であることがそれを明瞭に示している。従って、ゆうちょ銀行と政府系金融機関の統合後の機関はこのような民間では行えない不採算の融資を前提としつつ、場合によっては補給金を受けるという前提の下に市場原理とは異なる分野への融資をあくまでも限定的に行う機関に再編すべきであった。一方でゆうちょ銀行が必要な理由としては過疎地等民間の金融機関が立地しない場合の受け皿としての必要性がよく言われるが、このようなニーズに対しては正に各郵便局がそのような金融機関の業務を受託すれば済むことであり、どうしても採算が合わないのであれば、このような金融サービスは地域に不可欠なインフラとして位置付けて補助金等で対応すればよいことである。目先の税金投入を惜しんで不正常的な巨大金融機関を存続させることの方が百害あって一利なしであることをよく考えるべきである。

4 財政投融资改革と年金積立金運用

既に公表されているようにリーマンショック後の金融市場の大混乱で公的年金の積立金の運用は大きな打撃を蒙り、平成20年度において約10兆円の運用損を記録した。

これまでも述べてきたように財政投融资改革以前は徴収された年金保険料は給付にまわさない分は大蔵省資金運用部への預託が義務付けられていた。しかしながら、旧厚生省は年金積立金の自主運用の実現を悲願とし、国の制度や信用によって集められた資金の統合運用を主張する旧大蔵省と長年にわたって大きく対立していた。このような対立については1980年代に入って妥協が成立し、「資金運用事業」が始まることとなった。これは郵便貯金も含めてそれ

それぞれの資金の有利運用を目的として一旦資金運用部に預託された資金を特別会計が借り入れ、その資金を用いて国債や株式等の価格変動リスクはあるものの、資金運用部への預託よりも高い収益を期待できる資産に投資するというものであり、これによって借入コストを上回る収益が得られれば、本体事業の財務体質の強化につながるという建前の事業であった。しかしながら、1990年代以降のバブル崩壊に伴う株価の大幅下落や超低金利という金融情勢の大きな変化の結果、当初予定していたような借入コストを上回る収益を上げるどころか、累積で約1兆7,000億円という巨額の利差損を生じてしまい、その事業は年金資金運用基金（旧年金福祉事業団を改組した財政投融资改革後の市場運用を担当する組織であり、現在は年金積立金管理運用独立行政法人に組織変更されている。）に引き継がれることとなった。

財政投融资改革により、厚生労働省は長年願っていた年金積立金の自主運用を手に入れたわけであるが、その結果として玉木（2004）が指摘するように「①安全で、②運用のためのコストがかからず、③それでいてある程度の収益性がある資金運用の手段が、④ほぼ無限にあった」という「古き良き時代」が終わったのである。

年金積立金は、国民年金や厚生年金という強制保険の仕組みを使って集められた年金保険料のうち給付にまわらない部分が積み立てられているものであり、国民が自主的に判断してお金を預ける郵便貯金とは全く資金の性格が異なるものである。我が国の場合、1で述べたように年金制度自体が当初積立方式の財政運営を行っていたため、経緯的に余剰資金が集積することとなり、旧大蔵省が預託義務を課していたのである。その後、財政方式がいわゆる修正積立方式に移行したといわれているが、現在でも諸外国と比較すれば巨額の年金積立金を保有しているのは我が国の大きな特徴である。図表6は現在の年金積立金の状況を中心とする年金制度の現状である。

図表6 公的年金の現状（平成19年3月末）

区 分	被保険者 (万人)	老齢年金 受給者 (万人)	年金 扶養 比率	老齢年金 平均月額 (万円)	支 出 総費用額 (兆円)	積 立 額 (兆円)	積立比率
国民年金							
第1号被保険者	2,123				4.2	8.8	3.8
第2号被保険者	3,774						
第3号被保険者	1,079						
国民年金合計	6,976	2,520 (老齢基礎年金受給者)	2.77	5.8 (老齢基礎年金)			
厚生年金	3,379	1,198	2.87	16.8	32.3	130.1	4.9
国家公務員共済	108	64	1.68	22.1	1.9	8.8	7.1
地方公務員共済	304	161	1.89	22.9	5.1	39.7	10.6
私学共済	46	9	4.88	21.5	0.4	3.4	10.3
被用者年金合計	3,836	1,433	2.68	17.7	39.6	182.0	5.7

(注1) 年金扶養比率とは、被保険者数を受給者数で除した数値である。

(注2) 被用者年金の平均月額は、老齢基礎年金額を含んだ数字である。

(注3) 積立比率とは、前年度末に保有する積立金が、実質的な支出のうち、保険料拠出によって賄う部分（国庫・公経済負担を除いた部分）の何年分に相当しているかを表す指標である。

(出典) 厚生労働省編『平成20年度厚生労働白書』

完全な賦課方式で運営している国民年金にしても保険料拠出によって賄うべき給付の3.8年分、厚生年金に到っては4.9年分の積立金を保有しており、実額にして合計で約140兆円という巨額の積立金である。ただ、近年は年金給付費の増に比較して保険料収入の伸び悩みに直面しているため、積立金を取り崩すことによりキャッシュフローベースで支払不足が起きないように調整している。この結果、以下の図表7のように厚生年金の積立金は減少を続けている。また、平成16年（2004年）の年金制度改正により、公的年金制度の財政運営方式の見直しが行われ、それまでの永久均衡方式から人の一生程度の期間（100年程度）について給付と負担の均衡を図る有限均衡方式に財政運営方式を見直した結果、年金積立金は、財政均衡期間終了時に給付費1年分程度を保有することとされ、「積立金運用による運用収益と積立金の取り崩しにより、保険料水準を固定することと給付をできるだけ高い水準に保つという考え方の両立を図りながら、年金財政の安定化に活用する」という形で、年金積立金を位置付けることとなった。

図表7 厚生年金の収支状況（抜粋）

（単位：兆円）

平成 年度	15	16	17	18	19
収入総額	31.1	32.8	38.6	35.4※	36.1※
保険料	19.2	19.5	20.1	21.0	22.0
積立金より受入	—	—	6.2	3.4	4.0
支出総額	31.4	32.6	37.6	34.4	35.1
給付費	20.8	21.5	22.0	22.3	22.3
年度末積立金額	137.4	137.7	132.4	130.1	127.1

（注1）数値はいずれも簿価ベースである。

（注2）※で収入総額が落ち込んでいるのは解散厚生年金基金等徴収金が平成17年度以前に比べて大きく減少していることが主な要因である。

（出典）厚生労働省「厚生年金 平成19年度財政状況等の概要」社会保障審議会年金数理部会提出資料

財政投融资改革以前、国民から強制的に集められたという年金積立金の資金性格からして高度成長期を中心に社会的に必要性の高いインフラ整備等の資金需要に年金保険料が充てられていたことは理由のあったことである。仮に高度成長期に旧厚生省が主張していた自主運用が実現したとすれば、資金の使い道に大いに困ったことが想像される。¹² 3でも述べたように7年間の経過措置が終了したため、平成20年度から年金積立金は完全に市場運用に移行した。運用の基本的な仕組みとしては、厚生労働大臣の寄託を受けた年金積立金管理運用独立行政法人が国内外の国債や株式等の有価証券に分散投資することにより長期的に安定的な運用収入を確保しようとするものである。

運用に当たっての考え方を要約すると以下の4点に集約される。

- ① 長期的な観点からの安全かつ効率的な運用
- ② 名目運用利回り3.2%、賃金上昇率を差し引いた実質的な運用利回り1.1%を長期的に確保

- ③ 特性の異なる複数の資産に分散して投資を行う「分散投資」
- ④ 長期的な観点から基本となる資産構成割合を決めて、これを維持するという「基本ポートフォリオの策定・管理」

法律上、「積立金の運用は、専ら被保険者のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行う」（厚生年金保険法及び国民年金法）、「運用は、安全かつ効率的に行わなければならない」（年金積立金管理運用独立行政法人法）ということが定められており、「長期的な観点からの安全かつ効率的な運用」ということが求められているのである。アメリカのノーベル経済学賞受賞者であるH. マーコヴィッツの創始になる現代ポートフォリオ理論（MPT）が教えるところによれば、資産クラス毎にリスク・リターン特性は異なっており、複数の資産を保有することにより、リスク軽減を図ることが可能である。従って、そのような理論を踏まえて年金制度からの要請によって定められた収益率である

名目運用利回り 3.2% = 名目賃金上昇率 2.1% + 実質的な運用利回り 1.1%

を達成するため（②）の基本ポートフォリオを決定し（④）、これに基づき複数の資産に実際に分散投資を行う（③）ために必要な管理を行うことによって（④）、法律が要請する長期的な観点からの安全かつ効率的な運用（①）が実現されるのである。

これらは広く投資の世界で認められた手法であり、企業年金の運用に当たっても採用されている考え方である。年金積立金管理運用独立行政法人が実際に年金積立金の運用を行うに当たって準拠するこのような方法については広くコンセンサスが出来上がっているといえる。

しかしながら、ここではあえてこのようなオーソドックスな考え方に異を唱え、いま一度年金積立金の運用の在り方について考えてみたい。

まず第1点はそもそも強制徴収によって集められた資金を株式市場に投入することが妥当かということである。現在、株式市場は「機関化現象」と言われているように個人投資家の比率は低下し、生命保険、信託銀行、年金基金等の他人の資金を運用するいわゆる機関投資家の比率が増してきている。しかしながらこれらの機関が集めた資金はあくまで任意で加入した者からのものであり、その運用方法やリスクの取り方が気に入らなければこれらの加入者は資金を引き上げることができるのであり、強制加入によって資金を集める公的年金制度とは異なるものである。このような意見に対しては確定拠出年金とは違い、公的年金の場合、世代間扶養の原理によって制度が運営されており、個々の資金が個人勘定で区分されているわけではない、従って、どのように積立金を運用するかは国民（被保険者）の代表が集まっている国会が制定した法律に基づき行われているのだから問題がないという反論が予想される。仮にこれを認める場合であって強制加入という市場メカニズムとは異なった仕組みによって集めた資金を株式市場に投入するというのはそもそも現代ポートフォリオ理論が想定していない事態である。無数の投資家が自分の胸に手をあてながら自分自身がどの程度のリターンを要求するのか、また、どの程度のリスクを許容できるのかを正に自己責任で冷静に見極めながら市場に参加することによって全体として株式市場における価格が形成されるのであり、異質の原理によって集めた資金が大量に流入することは株式市場の正常なメカニズムを破壊することになる。しかも運用は常に不確実なものであり、実際に損失が発生することもあるが、その場合には最終的

に保険料の引上げによって辻褃を合わせるのであれば、緊張感を持って判断することなどできないといわざるをえない。アメリカの公的年金の積立金について、その運用を非市場性国債だけではなく、株式投資にも振り向けるべきという議論が一時行われたが、結局従来通り国債運用に限定したというのは一つの見識である。やはり、資本主義の成り立ちを深く理解している国であればこそ公的年金の積立金が株式市場に流入することが禁じ手であるということを正しく認識できたのではないだろうか。

第2点は財政投融资改革によって運用の本質が変質してしまったことである。財政投融资改革以前も出口の資金需要の低迷と入口の郵便貯金・年金積立金の流入のギャップから実際上は資金運用部において国債を大量に購入しており、年金積立金等が国債の購入に充てられていたという事実は存在する。しかしながら、建前としてはあっても特に年金積立金に預託義務が課せられていたというのは、その資金が社会資本等の整備に使われることによって、国内経済の発展が見込まれ、将来の年金保険料を支払う基盤が強化されるとの理念があったからと考える。一見、財政投融资改革による市場運用によって自由な投資判断が行える主体性が増したように思えるが、一般の資金と同じような収益を念頭に置いたものになってしまい、公的な役割を踏まえた資金であるとの理念、必然性は市場運用という名の下に消えてしまったのである。現在、年金積立金管理運用独立行政法人が策定している基本ポートフォリオでは以下のように約7割は国内債券である。

図表8 年金積立金管理運用独立行政法人の基本ポートフォリオ

		国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
基本ポート フォリオ	資産構成割合	67%	11%	8%	9%	5%
	乖離許容幅	±8%	±6%	±5%	±5%	—

(出典) 年金積立金管理運用独立行政法人HP

国内債券といえば流動性の高さ、信用リスクの低いことなどから当然国債がその主要な投資対象となっている。平成20年9月末時点では682兆8,618億円の国債残高のうち11.7%に当たる79兆9,404兆円の国債を公的年金(年金積立金管理運用独立行政法人)が保有している。¹³

この中には経過措置によって直接引き受けた財投債も含まれている(図表9で見るように、時点はやや異なるが、平成21年3月現在で財投債の保有残高は25.1兆円である。)が、中心は一般会計の歳入不足等を補うために大量に発行されているいわゆる建設国債や赤字国債である。特に平成20年の秋以降に追加の経済対策の財源として大量の国債が発行されており、財務省としては長期金利の上昇を抑えつつ、国債を安定的に消化していくためにはゆうちょ銀行や年金積立金による国債購入は何としても継続させなければならないと判断していると考えられる。しかしながらこのような資金源を当てにした国債発行により一般会計の財政規律がないがしろにされているのは、大きな問題であり、特に赤字国債の発行によって将来世代に借金を押し付けるということを年金積立金によってサポートしているのは世代間の負担をできるだけ公平にするという年金積立金保有の趣旨からも逸脱するものである。

第3点は仮に年金積立金を株式市場で運用することを認めたととしてもその運用の在り方について疑問を持たざるを得ないということである。年金積立金管理運用独立行政法人は年金積立金の運用を行うに当たって「管理運用方針」を策定しており、その中で基本的な運用方法としては「パッシブ運用を中心として、各運用対象資産の特性を踏まえ、パッシブ運用及びアクティブ運用の割合を定める。」としている。実際に平成20年度末のパッシブ運用及びアクティブ運用は以下のようになっている。

図表9 パッシブ運用とアクティブ運用の投資額

(単位：兆円)

	市場運用				財投債
	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	
パッシブ運用	50.9	8.6	7.2	7.7	25.1
アクティブ運用	11.0	2.8	2.8	1.3	

(注) 運用資産合計は117.6兆円(短期資産を含む)

(出典) 年金積立金管理運用独立行政法人「平成20年度 業務概況書」

パッシブ運用を中心とするのは、一般的には次のような理由によるものである。

- ① 運用受託機関に支払う運用手数料はアクティブ運用の方がパッシブ運用に比べて高いため、手数料コスト削減のためにパッシブ運用の比率を高める必要があること。実際、年金積立金管理運用独立行政法人は平成20年度において運用手数料として288億円を外部の金融機関に支払っている。ただ、金額は多いとはいっても運用資産の投下元本平均残高比で見ると0.02%であり、また、平成20年においては資産管理機関の集約化及び運用手数料の引下げにより前年度の343億円に比較して55億円も削減しているなどの効率化に努めている。そうはいても財政投融资改革以前であれば預託に際してはこのような費用は必要なかったことからすればできるだけ削減したいコストであることは間違いない。特に平成20年度のように運用成績が大きくマイナスとなる中では運用手数料はこのマイナス幅を更に拡大させることに作用することからすれば年金積立金管理運用独立行政法人としては何としてでも運用手数料削減という効率化に取り組まざるを得なかったという事情があるものと推察される。
- ② アクティブ運用は銘柄の入れ替えがパッシブ運用に比べて発生しやすく、これに伴う取引コストが嵩んでしまうが、パッシブ運用はトラッキングエラーの管理のための売買が中心であるため、取引コストの節約が可能であること。特に年金積立金管理運用独立行政法人が運用しているような超巨大ファンドでは複数のアクティブ運用機関がそれぞれの運用スタイルに基づいて銘柄の売買を繰り返すならば、極端な場合一方の運用機関はある銘柄を売り、他の運用機関は買うということが発生する可能性がある。年金積立金管理運用独立行政法人のファンド全体として考えた場合、そのような売買は無意味ではあるが、それにもかかわらず証券会社へのフィーの支払のためのコスト、マーケットインパクトによる余分なコストが必然的に発生してしまう。これらを避けようとするればパッシブ運用によつ

て銘柄の入れ替えはトラッキングエラーを最小化するためだけにできるだけ余分な取引コストをかけないためにパッシブ運用の比率を高めるという選択をすることが合理的であると判断されるのである。

- ③ アクティブ運用は長期的にはパッシブ運用に勝てないというデータが過去の様々な実証研究によって明らかにされていること。パッシブ運用とはベンチマーク¹⁴にトラックする運用であるからアクティブ運用は結局ベンチマークを下回ってしまうということが過去の様々なファンドのパフォーマンスを分析することで既に明らかになっているとされている。

以上のような理由によりパッシブ運用の比率を高めた運用手法を採用していくことは一見洗練された考え方のように思われる。しかしながら、よく考えてみればこのような運用の在り方は始めにベンチマークありきという本末転倒の発想である。そもそも何故ある会社の株式を購入するかといえばその会社の将来の成長性に期待するからであり、そのためには当然様々な情報の収集、分析、予測に労力と資金を投入し、また、当然のことに見込みが外れるリスクを覚悟して株式を購入するのである。一方会社の方も投資家から高く評価してもらえようIR活動を活発に行い、発行株式の時価を増大させられるよう経営改善に努めるのである。このような両者の努力の結果として市場のコンセンサスが常に検証され、株価が形成されていくのである。従って、そのような手間とリスクをかけずに市場と同じ銘柄構成のバスケットを購入し、フリーライダーとしてその結果を享受するというのは投資に対する言い訳を行う必要はない分極めて楽だとはいえ、投資家としては責任放棄ではないだろうか。市場全体の中でパッシブ運用の比率が増えれば増えるほど市場における効率性は低下し、株式市場の健全性は損なわれてしまうおそれがある。これをある年金運用の実務家は「パッシブ運用は、アクティブ運用者がコストをかけリスクをとって達成した効率性によっているのである。パッシブ運用の優れたパフォーマンスと低廉なコストは、アクティブ運用者から移転されたものといえるかもしれない。アクティブ運用を否定したパッシブ運用が、実はアクティブ運用にその根拠をゆだねているのである。」と述べている。¹⁵ まさにパッシブ運用者の増加は市場の効率性を損なう自殺行為である。このようなことを強制保険によって集めた資金によって行うことが許されるはずもないことは明白である。そもそも株式投資とは自らリスクを負担する、つまり結果に責任を持つことを前提として調達した資金を投資するということであり、それは市場との緊張関係を持つことによって始めてそのゲームに参加する資格ができるものであると考える。また、アメリカにおいては「パッシブ運用は急速にその比重を増してきているが、今日に至ってもアメリカの機関投資家が運用する総資金のうちパッシブ運用の比率はおよそ30%にすぎない。株式であれ債券であれ、また国内投資と国際投資とを問わず、依然としてアクティブ運用が支配的である。」という指摘¹⁶があるのも始めにベンチマークありきではないことを示している。

以上いくつかの点から現在行われている年金積立金の運用の在り方について疑問を提示した。少子高齢化が進行する中で世代間の不公平を是正する観点からはできるだけ年金積立金のリターンを高くしていかなければならないと言われている。形式的にはもっともらしい理屈であるが、本当にそうだろうか。次の5では年金積立金に止まらず、政府と国民の間でのストッ

クとしての資金の配分の問題を考える中で改革の方向について考えてみたい。

5 改革の方向

我が国は個人金融資産（家計部門の金融資産残高）が総額の規模、または一人当たり残高の両方とも主要先進国（英米独仏日）の中ではアメリカに次いで第2位に位置していることは広く知られている。しかも特徴的なのはその構成比のうちに現金や預金等の安全資産の保有割合が高いという事実である。¹⁷ この背景としては、家計部門の高貯蓄率があると考えるのが一般的であるが、時系列的に見ると貯蓄率は1990年代以降低下しており、2000年代に入ってからドイツやフランスを下回っている。一方、アメリカは家計部門の貯蓄率が極端に低いことで有名であるが、個人金融資産で見ると逆というパラドックスが存在している。このようにフローであるGDP統計から算出される家計貯蓄率とストックである金融資産残高とは整合的ではない。

これまでの社会保障改革、とりわけ年金制度改革により厚生年金の支給開始年齢の引上げによる給付費の抑制、保険料率の引上げ等が行われてきた。このような制度改革は世代間の負担の不均衡を是正するためには合理的な方法であると思われてきたが、一方では将来への年金不安を煽ってきた面も否定できない。また、税制と社会保障制度を統一的に見通した経済政策が行われてこなかったことがマクロ経済のバランスを欠くことになっていた。

ここでは財政と金融の両面を踏まえた今後のあるべき制度改革を提案したい。

我が国は1980年代において過剰貯蓄をうまくコントロールできない結果、不必要な投資を積み重ね、バブル崩壊によってその後の長きにわたる経済停滞を招いたことをまず振り返って見ておく必要がある。1981年に発足した第二次臨時行政調査会によって「増税なき財政再建」という方針が定められ、歳出削減、とりわけ社会保障部門の歳出抑制が進められた。本来であれば高齢化社会の到来を控え、我が国の社会経済の仕組みを改め、福祉を充実することを前提として、これに必要な負担は税制によってきっちりと確保するための政策転換を行うべきであった。にもかかわらず、逆に「日本型福祉社会」の名の下に負担を個々の家計に押し付ける政策を採用したのである。その一方で年金制度においては引き続き膨大な積立金を保有してしまっただけである。このような低福祉政策は基本的には現在でも続いている。小泉構造改革として進められてきた経済政策は1980年代の中曽根政権において進められてきた流れを踏襲しているものであり、新保守主義的な哲学という面では目新しいものではない。

このように約30年間にわたって行われてきた政策を改めるために以下のような方向に政策を切り換えていくべきである。

まず、現在のように大量の赤字国債を発行しながら増税を回避する一方、これをファイナンスするためにゆうちょ資金や年金積立金に依存するという構造を改め、消費税の税率アップ、相続税課税強化、所得税の累進税率の復活、租税特別措置の縮小廃止等の総合的な税制改革によって歳入を確保することである。これは国民に極めて不人気な政策であり、政治的に極めて困難であるため、常に回避されてきたわけであるが、不人気の理由は国民にとって将来の生活

の安定、不安の払拭のビジョンが示されない中で行おうとされてきたからである。しかしながら、早急に政策のスタンスを改め、医療、年金、子育て、教育等に対する国民の不安を解消するための政策転換とこれに伴う負担増をセットで提案することによって国民の理解を得る努力を開始しなければならない。いわば高福祉高負担政策の採用である。

第2に被用者年金の保険料率を引き下げることによってトータルとしての租税・社会保障負担率を当面できる限り抑制するとともに、積立金を取り崩して給付費に充てることによって早急に年金積立金総額の減少を図ることを考えるべきである。なお、4では年金積立金運用の技術改善について考えたわけであるが、積立金の取り崩しが進行するに従って、このようなことを議論する必要性自体もなくなっていくことが期待できるわけである。いずれにしろ、このような改革によって結果として賦課方式の財政運営になるわけであり、世代間の不公正の是正という趣旨に反するのではないかという反論が予想される。しかしながら、現在のように膨大な財政赤字を将来に先送りする一方、年金制度は膨大な積立金を保有するというは世代間の負担是正にはならないわけであり、現状のままでは何らの解決にも繋がらない。将来の年金保険料負担等の社会保障関連の負担の増大は不可避であることを前提としながら、現時点での財政赤字の縮小を行うことによってできる限り将来の租税・社会保障負担の抑制に努めていく方針を打ち出していくことが必要である。

以上のような税制と社会保障制度の歪みを解消して国民の将来への不安をなくすことは過剰な個人金融資産の保有動機を大きく減殺するものである。現在はゆうちょ預金による国債の購入どころか、民間金融機関に預金したとしてもその資金によって大量に国債が購入されているのが現状である。上で述べたような改革を進めることによって将来の生活不安のために過剰に貯蓄するという行動も是正され、国民の金融資産の保有は総体としては減少する可能性がある。その一方で仮に資産総額は減少するとしても生活不安がなくなる分、個人にとってはより収益を重視して将来の成長が期待される株式等を購入するという形で国民が健全な投資判断の下にリターンに見合ったリスクをとりやすい状況が生まれることが予想される。このことによって、現在のように国全体として政府の赤字を補填するために資金が浪費されるという不健全な状態が改善される。本来の長期的な視点に立った投資を個人の判断によって行われる環境が生まれることによって、経済の成長という面からも好ましい効果が生まれることが期待されるのである。

6 終わりに

5で述べた改革の提案はこれまでの常識からは大きく逸脱していると受け止められ、真剣な検討に値しないという意見が予想される。しかしながら、政府が金融や年金という手段を用いて異時点間の資源配分に大きく関与し、経済の構造をコントロールしようという発想自体自らの能力を過信した姿である。

1947年に制定された財政法では第4条において「国の歳出は、公債又は借入金以外の歳入を以て、その財源としなければならない。」とし、例外として公共事業費等についてのみ公

債を発行することができるという原則を明記している。財政赤字のための公債発行はこのような財政法の精神に違反して特別法によってその発行が認められているため、「特例公債」といわれているわけであるが、このような第2次世界大戦時の財政運営の反省の上に立って制定された財政法の原点に今一度立ち返るべき時である。また、同じ敗戦国でありながら、戦後の西ドイツは1957年の年金制度の再建を行うに当たって積立方式ではなく、賦課方式の財政運営を採用したことが想起されるべきである。

本来、財政投融资改革はこれまでの国の財政運営を総点検する観点から行われるべきであったにもかかわらず、いわば財務省理財局の所掌範囲の中での改革に止まっているのは残念である。政権交代を機に財政運営の方針が大きく見直されることが予想されるが、この機会に再度税制や社会保障制度の改革を視野に入れた上で財政投融资の在り方についても今一度根本的に考え直すことを強く期待するものである。

【参考文献】

- 跡田直澄編著，2003，『財政投融资制度の改革と公債市場』，税務経理協会。
- 越智 誠，2003，「国際比較：個人金融資産 1,400 兆円」『にちぎんクオータリー 2003 年春季号』日本銀行。
- 榊原茂樹・青山護・浅野幸弘，1998，『証券投資論』，日本経済新聞社。
- 新藤宗幸，2006，『財政投融资』，東京大学出版会。
- 菅谷 章，1987，『日本社会政策史 増補改訂』，日本評論社。
- 玉木伸介，2004，『年金 2008 年問題―市場を歪める巨大資金―』，日本経済新聞社。
- 米澤康博監修／中央三井信託銀行年金運用研究会，2001，『パッシブ・コア戦略 年金運用の新たな潮流』，東洋経済新報社。

【引用文献】

- 1 財政投融资制度の歴史については新藤（2006）が詳しい。
- 2 ここでは旧資金運用部に預託義務のあった国民年金及び厚生年金保険のことを指している。
- 3 太平洋戦争の遂行に伴い、戦費調達のための国債は日本銀行が直接引き受けるまでに至った結果、潜在的なインフレリスクが高まっていた。
- 4 詳しくは菅谷（1987）参照。
- 5 信用保険業務とは金融機関が中小企業に対して融資を行う際に各都道府県の信用保証協会が行う債務保証のリスクを保険契約によって日本政策金融公庫が引き受けるものである。保険契約によって保険料収入はあるものの、中小企業が返済不能に陥った場合、信用保証協会が金融機関に対して行う代位弁済の70%～90%を日本政策金融公庫が保険金として支払う仕組みとなっている。

- 6 「平成 21 年度投資家向け説明会資料」（平成 21 年 7 月 16 日 日本政策金融公庫）
- 7 「財政投融资制度の抜本的改革に係る議論の整理」（平成 11 年 8 月 30 日 資金運用審議会懇談会検討会）
- 8 簡易保険の資金は創設当初（1916 年）から国の資金としては例外的に預託義務はなく、独立的に所管大臣によって運用されていた。ただ、実際にはその資金の多くは財投協力という形で財政投融资計画に組み込まれ、財政投融资機関や地方公共団体に貸付けられていた。詳しくは跡田（2003）を参照。そして、郵便貯金や年金積立金と同様、平成 19 年度までは経過措置として、直接、簡易保険資金が財投債を引き受けていた。
- 9 戦前の大蔵省預金部時代から国債の引受けは行われており、特に日中戦争の戦費調達のために発行された国債を大量に引受けた結果、1940 年度末の国債引受額は預金部資金全体の 65%に達した。新藤（2006）参照。
- 10 最近（平成 21 年 8 月 28 日）の報道によれば、資金需要の低迷を反映して国内銀行の保有する国債残高が 6 月末で過去最高の 111 兆円台に達したとのことである。
- 11 年金積立金の自主運用事業については旧厚生省の所管する特殊法人である旧年金福祉事業団が行うこととされ、まず、昭和 61 年（1986 年）から行われた「資金運用事業」（既に実施されていた年金被保険者への住宅資金の貸付事業等の財源を確保するための事業）と昭和 62 年（1987 年）から行われた「年金財源強化事業」（年金財源基盤を強化するために収益が得られた場合、特別会計に国庫納付するという事業）が行われ、平成 10 年度（1998 年度）には両事業で運用資金の規模は約 25 兆 7,000 億円に達した。
- 12 注の 6 で述べた「資金運用事業」より早く国民年金制度が創設された際に還元融資という名目で財政投融资資金を借り入れて旧年金福祉事業団が被保険者向けの住宅資金の貸付や大規模年金保養基地（いわゆるグリーンピア）の建設・整備事業が行われるようになっていた。また、国債が本格的に発行されるようになったのは第 1 次石油ショック以降のことである。
- 13 国債市場特別参加者会合資料による。
- 14 インデックスという場合もある。年金積立金管理運用独立行政法人の場合、例えば国内株式であれば T O P I X（配当込み）、外国株式であればモルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル（M S C I）・K O K U S A I（円貨換算、配当込み）が指定されておる。アクティブ運用であれば各資産毎に指定されたベンチマークを収益率でどの程度アウトパフォーマンスしたかが評価され、パッシブ運用であればベンチマークにどれだけトラックしたかが評価されることとなる。
- 15 米澤（2001）参照。この本は中央三井信託銀行に所属する複数の年金運用の専門家が著したものである。もっともこの本自体は全体としてはパッシブ運用を推奨するために書かれたものである。
- 16 榊原他（1998）参照
- 17 詳しくは越智（2003）を参照。