

## これまでの主な議論の整理（案）

- 以下は、本検討会におけるこれまでの議論について、「中間とりまとめ」における主な指摘事項も踏まえつつ整理した案である。未定稿であり、今後検討会での議論を踏まえ修正があり得る。

### 1. 年金積立金運用の基本的な考え方

- ◎ 「中間とりまとめ」における主な指摘事項は下記のとおりであるが、さらに追加すべき事項等があるか。

#### 年金積立金運用の基本的な考え方

- 公的年金の積立金は投資を目的としたものではなく、老後の給付に充てるために一時的に国が預かっているものであることから、安全運用が基本であり、また、運用に失敗した場合には、国民の負担に直結する重い問題であることを前提として、運用に何を求めるかを考える必要があるのではないか。
- 年金積立金の運用においては、①年金制度や年金財政との関係、②国民がどこまでリスクを許容できるか等を考慮しつつ、長期的な観点から安全かつ効率的な運用を行うことが重要ではないか。
- 公的年金の積立金運用について議論する際の「リスク」については、運用の失敗による損失という意味に限定せず、年金財政上予定された収益を下回ることにより将来の保険料率の引上げや給付の引下げを招くという視点を踏まえて議論する必要があるのではないか。

### 2. 年金積立金の運用目標について

- 運用目標については「中間とりまとめ」以降も議論を重ねたが、主として以下のような議論があった。

#### (1) 運用目標の設定プロセスの在り方

##### 〔これまでの主な意見〕

- ・ 財政検証の運用利回りについてなぜ現実離れした数字が出てきたのか。デフレ経済下でマクロ経済スライド調整が機能しなかったことが年金財政を悪化させた原因であるが、それには目を向けずに運用利回りを上げることで解決しようとしたことが問題。年金財政に関するガバナンスを機能させる必要がある。

- ・ マクロの経済前提の設定過程では実質ベースで議論をしてきたが、名目値に置き換える際のマクロの物価上昇率の見込み方に問題があった。
- ・ 金融的な前提の基礎にマクロの前提があり、これらを全てセットで議論しなければ正しいプロセスにはならない。
- ・ 経済成長率など各種の経済前提について、各府省がそれぞれの制度の前提を設定するのではなく、政府全体で議論する場が必要。
- ・ 年金積立金の運用は年金財政と密接に関わっており、年金財政の計算がどのようになっているのか、その意思決定過程の透明性を高め、ガバナンスを機能させることが必要。
- ・ 年金制度が担う役割と年金制度の中で運用が担う役割についてあらかじめ方針が決められていないと、突然運用の責任とされても対応できない。この方針を最初に決めることが必要。
- ・ 社会保障審議会のようなところがよいのか、大臣直属の組織がよいのか、いずれにしても、財政と運用を一体で議論する場を作ることが必要ではないか。
- ・ 運用を委託される GPIF も、運用目標を決める段階で、少なくとも議論に参画し、運用を実施する観点から意見を述べるができるようにすべきではないか。

◎ 以上の議論及び「中間とりまとめ」における指摘を集約すると、次のように整理できるのではないか。

#### **運用目標の設定プロセスの在り方**

- 年金積立金の運用は年金制度・財政と密接に関わるものであり、今後、年金制度の長期財政見通しで用いる経済前提を検討するに当たっては、早期の段階から、年金制度・財政と年金積立金の運用の関係を一体的に議論する場を政府部内に設ける必要があるのではないか。
- 具体的には、運用を委託される GPIF が上記の場で議論に参加できるようにしていくことにより、年金財政を含めた全体としての意思決定プロセスの透明性、ガバナンスの強化を図っていく必要があるのではないか。
- さらに、上記の場で議論する際には、年金制度が担うべき役割、すなわち、給付と負担の見直し等の制度設計が担うべき役割と、年金積立金の運用が担うべき役割に留意しつつ議論を進めていくことが重要ではないか。

## (2) 運用目標の設定の在り方

### [これまでの主な意見]

- 予定利率が決まる段階で、どのような運用になって、その運用がどれだけのリスクをもつのかということが明確になっていないのが問題。運用利回りを決める段階では必ず何らかのリスクを取っているはずであり、そのリスクと一緒に説明されなければならない。
- 年金財政の数字は参考にするが、GPIF が運用する利回りは多少自由度を持って決めることができるようにするというのも一つ案ではないか。
- 経済前提についてある程度の合意ができていれば運用目標を決めるということはどの程度リスクを取るか、すなわち、基本ポートフォリオを決めるということにつながる。運用環境が変化した場合にどのように対応するかということは、基本ポートフォリオからの乖離の許容度をどれだけ見ておくかという問題ではないか。
- 運用利回りだけを目標として与えると、それを達成するために大きなリスクを取るかもしれない。運用組織に対し、運用目標と基本ポートフォリオをセットで与えないといけない。
- 旧年金資金運用基金の時には、運用目標と基本ポートフォリオの策定を厚生労働大臣が担っていたため、負債を見ながらの議論ができた。経済変動がありポートフォリオを変える必要が生じた場合、どちらの体制がよりリスク管理がしやすいかを考えるべき。
- リターン目標とリスク許容度をセットとして与えられた運用目標の範囲の中で自らの調査研究に基づき基本ポートフォリオを策定するのが運用組織の仕事。主務大臣は国民への責任の観点から果たすべき運用目標を GPIF に提示し、それへの回答として GPIF が基本ポートフォリオを策定するという形が良い。
- 運用組織に対しては何らかの枠を与える必要があり、旧年金資金運用基金時代は、基本ポートフォリオでその枠をはめてきた。だが、今は時代が進んで投資カテゴリーも継続的に変化している中で、投資カテゴリーを決めてしまうことはかえってリスクを取ってしまう恐れがあるのではないか。
- 現行制度では基本ポートフォリオは GPIF が策定しているが、主務大臣の認可が必要で、変更する場合には相当の労力が必要。基本ポートフォリオは頻繁に変えるべきものではないが、経済変動等により変更の必要が生じた時にはより実効性のある体制とする必要がある。
- 主務大臣が運用目標と一緒に基本ポートフォリオも与えるのか、基本ポートフォリオは GPIF が決めるのか、いずれにせよ、どれだけのリスクを取るかが明確になった運用目標とすることが必要。

- ◎ 以上の議論及び「中間とりまとめ」における指摘を集約すると、次のように整理できるのではないか。

#### **運用目標の設定の在り方**

- 厚生労働大臣が GPIF に提示する運用目標は、運用利回りだけでなく、リスクについての考え方も併せて示す必要があるのではないか。
- また、基本ポートフォリオの策定に関する厚生労働大臣と GPIF の役割分担については、
  - イ 厚生労働大臣は、目標となるリターンとリスクの考え方を示し、これに基づく基本ポートフォリオの策定は、GPIF が行うこととすべきではないか、
  - ロ 現行の仕組みでは、GPIF が基本ポートフォリオを策定・改正する場合に厚生労働大臣の認可を得ることが必要であり、経済変動等によって基本ポートフォリオを変える必要が生じた場合に実効性のある仕組みを考える必要があるのではないか、
  - ハ 旧年金資金運用基金の時のように、基本ポートフォリオは厚生労働大臣が決めて GPIF はこれに基づき運用を行うというやり方に戻すということもあるのではないか、
  - ニ 基本ポートフォリオは GPIF の主要業務であり、旧年金資金運用基金から現行の独立行政法人制度に移行した際に基本ポートフォリオの策定権限を厚生労働大臣から GPIF に移したことを踏まえれば、基本ポートフォリオの策定は GPIF が行うべきではないか、など、様々な意見があったのではないか。
- また、目標とする運用利回りの具体的な示し方については、
  - イ 年金財政の安定に必要な利回りとして、賃金上昇率を一定程度上回る利回りの確保を目標とすべきである、
  - ロ 市場の運用環境に鑑みて、長期金利を一定程度上回る利回りの確保を目標とすべきである、という両方の意見があったのではないか。

### **3. GPIF のガバナンスの在り方等について**

- GPIF のガバナンス等の在り方については「中間取りまとめ」以降も議論を重ねたが、主として以下のような議論があった。

#### **(1) 厚生労働省の役割**

##### **[これまでの主な意見]**

- ・ GPIF のガバナンスを議論する前提として、運用目標を含めた年金財政の意思決定プロセスの透明性を高め、ガバナンスを機能させることが必要。
- ・ 運用組織の長の任命権者である厚生労働大臣が適切な任命を行い得るということを、属人的にではなく、組織継続性を持って担保していくことが必要。

#### **(2) GPIF における意思決定及び業務執行の在り方**

##### **[これまでの主な意見]**

- ・ 現行の GPIF のガバナンスの問題は、意思決定が理事長の専管であることと、運用委員会の権限と責任が曖昧で、かつ、非常勤であることにある。
- ・ 運用委員会は現在でも月 1 回は開催しており、リーマン・ショックの時もかなりの議論をしていた。現行制度の問題点は、諮問機関であるがゆえに責任と権限が曖昧で、運用委員会で基本ポートフォリオ等の議論をしても、最後は理事長の合意が必要である点にある。
- ・ 現行では、理事長、執行部、運用委員会で役割分担ができていてスムーズな一方、市場の急激な変化が起きたときなど変革時にリーダーシップが取りにくく、誰もが危機意識を持ちながらも行動に移しにくい。
- ・ 最終的な決定をするのは理事長であるが、意思決定に至るまでの議論は当然ある。最終的な責任が理事長にある点とその議論のプロセスが外には見えないという点が問題である。
- ・ GPIF のように巨額の資金を組織で運用する場合、意思決定を合議にすることで、一人で意思決定する場合よりも振れやリスクを少なくすることができる。複数の人が意思決定に参加できる仕組みとすべき。旧年金資金運用基金のような理事会による合議が望ましいが、旧基金では理事の任命が理事長になっており、理事の独立制の問題がある。
- ・ 合議にするべきとか理事長の権限を増大させるなどの議論の前に何を目標とする組織なのかを考えるべき。GPIF が基本ポートフォリオを弾力的に運用できるようにするためにガバナンスを強化するのであれば反対である。
- ・ 年金積立金を管理運用していくためには専門性が必要であり、政府からの委託された専門的な機関が独立性を持って担うべきである。

- 基本ポートフォリオを決定する理事会と、一定の裁量の範囲で執行する執行部門が明確に機能分担されていることが必要である。
- GPIF のガバナンスについては、意思決定は役員会が行い、役員会が選任する CEO、CIO などが業務執行機能を担うという形が適切である。
- 意思決定と執行を完全に分離してしまうのではなく、多少のつながりを持たせるべき。実際に執行を行う人も基本ポートフォリオの策定には参加した方がよい。
- 日銀政策委員は常勤で責任も重い、一方、運用委員会は非常勤で時間的な制限もある。責任と権限を持たせるのであれば、それなりの情報と十分な時間が必要である。
- 外部ステークホルダーから見たときのガバナンスが確保されているかどうかという視点が重要。専門家以外の意見も反映させるべき。常勤か非常勤かは使い分ければよく、運用専門家以外の人を非常勤で入れることの意義はある。

### (3) GPIF の業務執行における監視の在り方

#### [これまでの主な意見]

- 現行制度の下では、運用委員会が毎年基本ポートフォリオを検証しているが、運用委員会は基本ポートフォリオの策定も行っている。策定する人とチェックする人を明確に分ける必要がある。
- 理事会の下に並ぶ組織として運用評価委員会のような組織を置くべき。
- 監視といっても、基本運用方針の意思決定を監視するのか、決められたことをきちんと行っているかどうかを監視するのか、運用のパフォーマンスを監視するのか、様々なレベルがある。
- 厚生労働大臣の運用目標の与え方が適切であるかどうかを監視する機関を、内閣府や財務省など厚労大臣の外に置くべきではないか。
- 政府部内の監査、会計検査院の監査、政府外の監査など、旧年金資金運用基金と現行の GPIF の違いなども含め、議論する必要がある。
- ガバナンスを考える上で重要なのは、国民に対して十分な説明責任を果たせる組織になれるかどうかということ。GPIF は国民に対してどのような責任を持ち、その責任を果たすための執行体制はどうあるべきかを考える必要がある。

◎ 以上の議論及び「中間とりまとめ」における指摘を集約すると、次のように整理できるのではないか。

### **GPIF のガバナンスの在り方について**

- 運用組織の体制、ガバナンスは、年金積立金の運用に何を求めるかにより様々な形態があるのではないか。
- GPIF のガバナンスの在り方を議論する前提として、年金制度の長期財政見通しで用いる経済前提の議論のプロセスの透明性を高めるべきではないか。
- GPIF のように巨額の年金積立金の管理運用を行う組織においては、意思決定の振れやリスクを少なくし、より多面的な検討を行えるようにするため、複数の理事等の合議による意思決定方式が望ましいのではないか。この場合、法人の長に意思決定権限を持たせるという現行の独立行政法人制度との関係について整理が必要ではないか。
- 基本ポートフォリオ等を決定する意思決定機関と一定の裁量の範囲で執行する業務執行機関の役割分担を明確化するとともに、業務執行の責任者が意思決定プロセスに参加することなどを通じて、適切な連携を図っていくことが重要ではないか。なお、意思決定機関の構成員を常勤とするか非常勤とするか、運用の専門家以外のステークホルダーを含めるかどうかなどについては、意思決定の具体的な内容等に応じて適切な組み合わせを考えることが望ましいのではないか。
- 監視の内容には様々なものがあるため、その対象に応じた監視の在り方を整理し、全体としては監視機能を強化すべきではないか。
- 国民に対する説明責任を果たしていくという観点から、市場への影響等に配慮しつつ、意思決定プロセスの透明化や情報開示の推進等について、厚生労働省及び GPIF は一層の努力をしていくことが必要ではないか。

#### (4) 人材の確保・育成の在り方

- ◎ 人材の確保・育成に関して、「中間とりまとめ」における主な指摘事項は下記のとおりであるが、さらに追加すべき事項等があるか。

- 人材の確保・育成については、高度な専門性を持った質の高い人材を確保していく必要があり、具体的には、
- イ GPIFはその資産の大半を外部の運用機関に委託して運用していることから、運用受託機関を選定・管理・監督できる能力・経験のある人材の確保・育成が必要である
  - ロ 経済情勢等の調査・分析を専門的に行い、基本ポートフォリオの構築、リスク管理等を行う常勤の専門家の採用が必要である
  - ハ 運用の組織・体制、ガバナンスの見直しの動向も踏まえつつ、人材の確保・育成を計画的に進める必要がある、などの意見があったのではないか。

#### 4. 年金積立金の運用手法、運用対象等について

- ◎ 本検討会では、年金積立金の運用手法、運用対象等についても議論を行ったが、個別の論点については意見が分かれたところも多かった。「中間とりまとめ」における主な指摘事項は下記のとおりであるが、さらに追加すべき事項等があるか。

##### 資産配分の見直し

- 基本ポートフォリオの乖離許容幅の範囲内での資産配分の見直しについては、
- イ 乖離許容幅の範囲内での資産配分の見直しは、運用収益に関わる GPIF の重要な業務であり、その許容幅を最大限活用した資産配分の見直しを行うべきである、
  - ロ 市場環境の変動に伴って基本ポートフォリオに沿ったリバランスを行うことにより、運用パフォーマンスは自動的に安定することから、裁量的に資産配分を変更して積極運用するのではなく、適切なリバランスを実施すればよい、
- という両方の意見があったのではないか。



## 運用手法

- パッシブ運用は、費用が低廉で透明性も高いことから、運用手法としては合理的であるという点については意見が一致した。一方、アクティブ運用の評価については、
  - イ その平均的な収益はパッシブ運用に劣後していること、優秀なアクティブ運用機関の選択は非常に難しく、手数料も高いこと、また、GPIFの規模からは、アクティブ運用の余地は限られること等から、アクティブ運用の比率を下げるべきである、
  - ロ 過去のデータを見ても、アクティブ運用は意味がないというのは誤りであり、アクティブ運用は市場における資金配分を効率化するという観点から経済的に非常に意味がある、という両方の意見があったのではないか。

## 運用対象等

### (成長分野等への投資)

- 成長分野等への投資については、
  - イ 国内の成長産業や海外の成長国に投資することにより、将来の経済成長、国民生活に不可欠な技術・産業の育成に貢献するとともに、そこからの収益を得ることを考えるべきである。また、長期の積立金運用に必要なリスク分散のために、インフレ、金利、経済変動、国別等の各々のリスクとリターンを計測し、全体としてのリスクレベルを最適化するため、技術革新、ベンチャーキャピタル、新興国への投資のような成長への投資（成長点投資）を検討すべきである、
  - ロ 成長分野への投資や新興国への投資については、将来の「成長分野」を事前に見分けることは難しく、また、市場はすでに将来の成長をある程度織り込んだ値付けをしているため、リターンを得るのが困難である一方で、期待が外れた場合のリスクが大きいという面がある。また、新興国への投資は先進国にはないリスクが存在することから、将来の年金受給者の生活の糧をリスクにさらすことになり問題である。さらに、運用に失敗した場合には、国民の負担に直結することに鑑みれば、低リスクの資産による運用を第一に考えるべきである、という両方の意見があったのではないか。

### **(全額国債での運用)**

- ・ 全額国債での運用については、
    - イ 市場への政治の介入を排除するといった問題意識から、公的年金積立金の運用は、全額国債での運用とすべきである。また、リスクを取って高いリターンを目指す運用は国が行うべきではなく、公的年金積立金の運用に外債や株式などによる運用に伴う不確実性を挟むべきではない、
    - ロ 年金制度は保険料と給付額が決まっており、リスクは取りにくい。安全運用の観点から、基本的には国債を中心とした運用に徹し、リスクを最小限にするべきである、
    - ハ 国債のみによる運用は、金利変動リスク（金利上昇による債券価格の下落）があり、年金財政上必要とされる収益率を下回った場合に年金財政が悪化するリスクがあること、また、国債自体のリスクがあること、国債での運用は将来の税収に依存しているということ、公的年金の重要な役割であるインフレリスクの回避という点からすると、インフレリスクの高い国債で積立金の全額を運用するということはリスクが高いということに留意が必要である、
    - ニ 年金財政が期待する収益を国債だけで賄えない場合には、どこまで運用に期待し、どのようなリスクをどこまで取るかについて、合意形成が必要である、
- など、様々な意見があったのではないか。

### **(組織の分割について)**

- 安全運用部分と積極運用部分に組織を分割して運用することについては、
    - イ 国債のみの安全運用部分と、リスクをとって運用する積極運用部分を明確に分けて運用する方が、国民にとって分かりやすく、安心感がある、
    - ロ 運用は資産全体で最適化を図るべきであり、組織を分けることによりかえって非効率となることもあることから、一つの組織の中で、資金規模に応じた適切な管理方法を考えればよい、
- という両方の意見があったのではないか。

### **(社会的責任投資について)**

- 社会的責任投資など、ESG（環境、社会的責任、ガバナンス）に配慮した投資については、
  - イ 年金生活者の将来の生活基盤である地球環境や社会・経済の在り方を考慮して、公的年金積立金の運用を考えるべきであり、こうした運用を行っている諸外国や各共済も参考に早期に実施してはどうか。また、受託者責任との関係についても議論をすべきである、

ロ 社会的責任投資は、安全かつ効率的という運用の行動基準と対立する面があることから、公的年金の積立金運用においては、対象としない方がよい  
という両方の意見があったのではないか。