

検討会で出された主な意見（修正案）

前回（第5回）の検討会での議論を踏まえて追加・修正。なお、未定稿であり、今後修正がありうる。

（1）厚生年金及び国民年金の積立金の運用の目的について

＜運用に何を求めるか＞

- ・ 公的年金積立金の運用に対して何を求めるかによって、必要とされる運用組織のガバナンス体制も異なってくる。
- ・ 年金財政からの要請を達成するためにどのような運用が求められるかも、勘案する必要がある。
- ・ 年金の負債を気にしながら運用を行うカナダ、デンマーク、スウェーデンなどと、現時点では払い出しがないため、純粋に積み立てているフランス、アイルランドなどでは、積立金の性格が異なり、どのくらいのリスク・リターンをとるかにも影響する。
- ・ 所得の少ない人にとって公的年金は命の綱。それを認識して議論を組み立てないと、国民の信頼がなくなってしまう。
- ・ 巨額の積立金があることで、政治的なリスクを伴うことになる。その意味で巨額の積立金を持つべきではないというのが基本的な考え方。現実には120兆円の積立金があるので、保険料率アップを抑えるため、早めに積立金の圧縮を図るべき。
- ・ 積立金を持たないと、現役の負担のみで年金を払うこととなるが、今後、高齢者が倍に増え、現役が減っていく状況では、年金の受取額が半分以下になる。高齢化の進展による世代間の不公平を許容できないということで、積立金があるのではないか

＜リスクをどう考えるべきか＞

- ・ 年金財政の問題や年金制度が抱える問題、リスクと運用のあり方は密接な関係がある
- ・ 投資政策を考える上では、リスクをどこまで取るか、国全体、国民合意として短期的な損失をどこまで許容できるかが重要。
- ・ これ以上リスクをとることに国民の理解が得られるかについては大きな問題がある。
- ・ 運用の問題についてきちんと結論を出すには、単に安全かハイリスクかではなく、年金の財政状況などについて広報をして、国民の意思を問うなど、慎重に議論すべき。
- ・ 年金財政の安定に必要とされる利回りを越えないことがリスクであり、それを「安全」といつているところに問題がある。

(2) 運用の基本方針、運用手法や運用対象の在り方等について

a) 運用の基本方針

○ ポートフォリオの見直しについて

- ・ ポートフォリオは長期的なものであり、1年間で市場価格が変動したからといって、すぐに変えるべきものではない。
- ・ リスクを取らない限りリターンが得られない以上、相場変動による短期的な損失は不可避。また、専門家がタイミングを取って運用するのはうまくいかないことが定説。
- ・ リーマンショックやグローバル経済のアジアへのシフトを大きな変化ととらえて、ポートフォリオの変更をしなかったのはなぜか
- ・ 経済局面が大きく変わる、あるいはそういうシグナルが発生した場合は、基本ポートフォリオをよく見直すことを求めるような形にすべき。
- ・ 基本ポートフォリオは頻繁に変えるべきではないが、(第一期の中期目標において)長期的に維持するという観点が一番に置かれているので、ゼロベースでの見直しの話が出て来にくくなっている。
- ・ 基本ポートフォリオが最適なものかどうかは、常に検証する必要がある。5年間動かさないというのは運用の現実にあっていない。
- ・ GPFIは経済情勢の変動に応じてポートフォリオの配分を見直すことが業務であるのにそれを行っていないのはなぜか、ということを確認すべき。
- ・ 基本ポートフォリオを維持するという考え方の背景には、期待リターンはほぼ一定という暗黙の想定があるが、期待リターンは変動しており、それを分析してポートフォリオを変えなければならない。

b) 運用手法や運用対象の在り方等

○ アクティブ運用とパッシブ運用について

- ・ 運用業界には2つの不都合な事実があり、1つは、アクティブ運用の平均はインデックス運用に負けること、もう1つは、相対的に優秀なアクティブ運用機関を選択することは誰にもできないということ。
- ・ アクティブ運用については、過去のパフォーマンスが必ずしも将来のパフォーマンスを保証するものではないということが常識。そのような前提の下に、年金基金側は、専門的な見識を持って運用会社を選択することが必要であるが、様々な条件がそろわなければ、アクティブ運用は成功しない。
- ・ GPFIの規模を考慮すると、実際問題としてアクティブ運用の余地は限られる。
- ・ 過去のデータを見て、アクティブ運用は、インデックス運用に勝っていないために意味がないというのは間違い。アクティブ運用に

より資金がきちんと配分されるといったことに経済的には非常に意味がある。

○ 運用対象資産とベンチマーク

<新興国や成長分野などへの投資について>

- ・ 経済環境が変わっているのに資産配分を動かしておらず、また、投資対象も見直していないので、インド・中国等の新興国の成長の果実が得られていない。
- ・ 年金積立金を、国内の産業や海外の成長している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。
- ・ 運用は成長点に運用されることが普通である。成長分野に投資をしてこなかったから、現在のような状況がある。
- ・ 成長分野への投資は、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。
- ・ どういう分野が成長するかは、過去を振り返って初めて分かるものであり、10年前に見通すことは難しい。
- ・ 成長分野への投資は、皆が成長分野だと思えば、ある程度、市場価格は将来の成長を織り込んで値付けがされるため、結局は期待水準以上に成長しないとリターンは得られず、逆に期待水準以下だと市場が下落する可能性もあるので、その点もきちんと判断する必要がある。
- ・ 国内株式のベンチマークとして、TOPIX自体を見直す余地はあり、また、新興国を含めたワールドワイドなベンチマークを採用することは、理にかなっている。ただし、新興国への投資は、10数年前のアジア通貨危機を見ても、先進国にはないリスクがいろいろと存在するため、予めそれらへの対処法等に留意しておくことが必要。
- ・ (諸外国における) 運用手法については、株式・債券以外にも、不動産商品等は一般的に見られるが、最近ではインフレ対応資産としてインフラ投資が目立ってきている。

<全額国債で運用することについて>

- ・ 年金積立金の運用は、全額国債とすべき。国債運用であっても、公的投資を通じて、国内の経済成長に寄与している。
- ・ 年金制度の要求する利回りが、国債だけで賄えるのであれば国債だけで運用すればいいが、国債等で賄えない分については、①どこまで運用に期待するのか、②どのリスクをとって、どのリスクはとらないかを判断し、合意形成を行うことが必要。
- ・ アメリカは、年金積立金を市場で運用すると、政治介入などを排

除できないという問題意識から、長い論争の末、すべて国債で運用している。

- ・ 積立金の運用は、各国各様であり、アメリカのように全額国債のところもあるが、逆に、アイルランドのように自国の国債には投資しないと決めている国もある。
- ・ 現実に市場運用していることも踏まえると、現行法に基づいて「安全かつ効果的」な運用、基本的には国債を中心とした運用に徹すべき。国債についてもリスクがあるという指摘もあるが、リスクを最小限にするという選択で、リスクの責任が取れる範囲で運用することが必要。
- ・ リスクをとらず、全て国債でやれば簡単かということ、金利変動リスクや国債のリスクもあり、それも難しいこと。

(3) 運用組織、体制及びガバナンス等について

○ 意思決定と執行体制のあり方について

- ・ 運用委員会の機能としては、方針策定と業務執行、その監視の区別ができていないのが問題。執行部の中ではなく、政策決定にかかわる機関であった方が合理的ではないか。
- ・ 基本ポートフォリオは、政策の一部なので、政策決定部門が目標と一体で決めてもいいのではないか。
- ・ 公的年金積立金の構造的な課題として、政治的な影響が不可避であること、また、損失が出たときの批判など、運用に対する国民の意見に左右されることがあり、ある程度専門的な、独立した政策決定の仕組みが必要。
- ・ ガバナンス・モデルは大きく2つに分かれる。ある程度のリスク・リターンを追求したいというもの（「独立型ガバナンス・モデル」）と低リスク・低リターン、低コストで運用したいというもの（「法定型ガバナンス・モデル」）である。後者の例として、アメリカのソーシャル・セキュリティでの全額国債での運用があるが、これに類するものは他に見たことがない。前者の例として、カナダのC P P I BやスウェーデンのA Pなどがある。
- ・ 海外の公的年金積立金の運用を行っている組織の多くが、政府と積立金運用組織の間に「理事会」という統治主体を設け、執行部隊と分離したガバナンス体制をとっており、これにより、公的であるがゆえの政治介入や政府からの干渉などのリスクを遮断できると捉えていると考えられる。これにより、より自律的な組織になるが、同時に説明責任も伴う。
- ・ ノルウェーは（政府と別の統治主体を設けている）諸外国と異なり、組織は中央銀行の中にあり、運用を監視しているのは所管官庁である財務省。またその報告相手は議会など。運用組織の中に統治

機関としての理事会や執行部隊があるという形ではない。

- GPIFは、理事長が運用の実行部隊であり、上層部にも厚生労働省からの出向者がおり、政府からの独立性がない。運用委員会は諮問機関だが、それをきちんと監視・監督する組織は政府部内にも存在しない。
- 各国の理事会の理事などの任命については、カナダ、アイルランド、スウェーデンは財務大臣、デンマークは雇用担当大臣、スイスは連邦内閣が行っている。
- 各国、様々な特徴があるが、GPIFの運用委員会はあくまで諮問機関であり、統治主体ではないので、この点で他国と異なる。独立性の確保、どう運用したいかということへの答えを踏まえつつ、日本ならではの最適なガバナンス体制を検討すべき。
- 諸外国の理事会の実態としては、非常勤で年に何回か集まり、集中的に審議しているが、執行部隊がかなりの部分を用意している。ただ、責任を持つのは理事会で、理事会が最後にイエスと言わないと何も動かないという役割分担。
- 積立金の原資は労使の保険料。しかし、運用方針の決定などに労使の代表が参画する仕組みになっていない。運用委員会や管理運用会議に労使の代表も含まれているが、これによってガバナンスが効いているかどうかは疑問。
- 現在は（かつて厚生労働省に設置されていた）資金運用分科会のような、年金制度や年金財政と、積立金の管理・運用をセットで議論する場がないので、それが必要

○ 運用組織、体制について

<運用手法や運用対象に応じた組織・体制について>

- 国債だけで運用するのであれば、行政刷新の立場から、財務省に一元化したらよい。
- ポートフォリオを固定し、かつ、インデックス運用を行うのであれば、大きな組織は必要ない。
- GPIFは公的な性格を持つため、国民の負託に応えるのに十分な体制かどうかをよく議論すべき。仮に積極運用を拡大するのであれば、体制の充実が必須であり、十分な体制がないのにそのような運用を求めれば、受託者責任、注意義務に違反することを強いることにもなりかねない。
- 新興国、新商品への投資には、年金基金側の管理体制の整備も必要であり、それが不十分で行えば注意義務違反にもなりかねない
- アクティブ運用については、過去のパフォーマンスが必ずしも将来のパフォーマンスを保証するものではないということが常識。そのような前提の下に、年金基金側は、専門的な見識を持って運用会

社を選択することが必要であるが、様々な条件がそろわなければ、アクティブ運用は成功しない。

- ・ インハウスにするか、外部委託にするかも各国各様で、その比率によって組織の人数も変わってくる。

○ 分割して積極運用することについて

- ・ 120兆円全体を1つの組織で運用をするという形態になっていること自体が国民に不安を与えているのではないか。どのような割合で分割するのか、それを合算した場合にどうなるのか、など難しい問題はあるが、完全に国債のみの安全部分とリスクを取って資産運用をする部分に明確に分けることで、むしろ国民の安全、安心感が上昇するのではないか。
- ・ 国債持ちきりの安全運用部分と、機動的にポートフォリオを変えていく積極運用部分に分けた運用をすべき。
- ・ 現在7割国債を持っているとすれば、残りの3割についてリスクをとった運用をして、その部分について、例えば4%といった目標を設定すべき。
- ・ 資産運用は資産全体を最適化することが大切であり、資産を二つに分けて運用することは、基本的には意味がない。
- ・ 資産を二つに分けることは、意味がない。組織を分けると管理部門が二つ必要になったりするので、効率的でない。
- ・ 積立金を分割して積極運用をすると、米国の色々なファンドや、SWFのように大失敗してしまう。
- ・ 国家ファンド的なものを作るという話があるが、金融界に巨額の手数料が配分されることになる。大きな金融版の公共事業と言えるのではないか。
- ・ スウェーデンは、基金を4分割しているが、リターンに大きな差が出ておらず、コスト節約のため1つにした方がいいという考え方も出ている。
- ・ スウェーデンの4つの基金については、分割しても意味がないという議論は、重複した管理部門を持つことの是非など、比較的最近も起こっているが、目に見えるポジティブな面は見えずらい面があると思われる。

○ その他

- ・ 人材の確保という観点からは、一流のファンドマネージャーではなく、ファンドマネージャーを管理・監督できる専門家が必要。
- ・ 今後、キャッシュ・アウトが必要になるため、インハウス運用の強化も必要。
- ・ 現在の方針策定と執行及びその評価基準において、独法の枠組み

の中では、まず経費削減が最初に来ており、年金の運用目標を達成することは後回しになっている。したがって、例えば日銀のような、特別な法人格が必要ではないか。

(4) その他全般について

○ 社会的責任投資等について

- ・ 公的年金の運用における受託者責任をどう考えるのか、世界の流れは責任投資としてどういうことをやるべきなのかという議論をしており、この場でも議論すべき。
- ・ 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た運用の議論をすべき。
- ・ 海外の公的年金運用組織は、国連のPRI（責任投資原則）に署名しているところもあり、ESG要因を考慮した責任投資の意識が高まっている。
- ・ SRIは、例えば反社会的なものなどを排除するので、効率的な運用という本来あるべき行動基準や投資が評価されるべき行動基準と対立する面が出てくる。公的年金の運用には持ち込まない方がいいのではないか。

○ その他

- ・ 投資の基本理念は、長期的な経済成長の果実を確保していくということ。したがって、運用をどうするかより、日本の経済成長戦略の方が重要。
- ・ 国内株式市場が過去20年にわたって価値を生み出してこなかったのは大きな問題であり、結局、公的年金も企業年金も国内の株式への投資が報われてこなかったという認識は、共有しておく必要がある。
- ・ 120兆円をどこに投資して、その結果、経済や社会にどのようなインパクトを与えるのかという議論を抜きにして、運用のあり方を議論していいのか。
- ・ 株主議決権については、行使ガイドラインを作るべき。地共連はガイドラインを作成しており、最近は社会的責任投資について一部投資を始めたという話もあり、こういうことを通じて社会的価値を創造していくことも必要。