

検討会で出された主な意見の整理（案）

これまでの議論を踏まえ、項目ごとに主な意見を整理したもの。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

① 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。
- ・ 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。
- ・ 年金積立金は、投資をして欲しいということではなく、老後のためにということで一時的にお預かりしたものであり、安全運用が基本である。
- ・ 政治的なリスクを伴うことになることから、巨額の積立金は持つべきではない。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。
- ・ 今後、高齢者が倍に増え、現役が減っていく状況では、積立金なし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。
- ・ 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、純粹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。

② 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、リスクと運用の在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。
- ・ 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。
- ・ 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。
- ・ 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。

③ 運用目標をどう設定するか

- ・ 将来の年金給付が賃金上昇率あるいは物価上昇率によって変動する

ため、賃金上昇率若しくはそれを上回る実質的な利回りである「賃金上昇率+ α 」を運用目標とすべき。

- 実際の運用環境を考慮して、どの程度のリスクを取って運用するかを基本に考え、「長期金利（国債の利回り）+ α 」を運用目標とすべき。
- マクロ経済スライド方式の機能不全による年金財政の悪化を糊塗するために、経済や市場の実態からかけ離れた運用目標が設定されたのでは、基本ポートフォリオは策定できず、運用の執行も不可能である。
- 現実的でない運用目標が提示されないようにするために、財政検証を担当する厚生労働省と運用政策の策定を担当するGPIFが協議して運用目標を決定してはどうか。
- 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必要

◎ 以上の意見を集約すると、主に次のようなことではないか。

○ 公的年金の積立金運用に何を求めるかについて

- 公的年金の積立金運用に何を求めるかによって、運用組織のガバナンスも異なってくるという意見があった。
- 年金積立金は、投資をして欲しいということではなく、老後の年金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り、安全運用が基本であるという意見があった。
- 公的年金の積立金運用を考える際には、①年金財政、制度との関係、②国民がどこまでリスクを許容できるか、を考える必要があるという意見があった。
- 運用の目標については、
 - イ 年金財政の安定に必要な利回りとして、賃金上昇率を上回る実質的な利回りの確保を目標とすべき
 - ロ 市場の運用環境に鑑みて、国債利回りを一定上回る利回りの確保を目標とすべきという両方の意見があったのではないか。
- 運用目標の設定については、運用と年金制度や年金財政とをセットで議論するプロセスが必要ではないかという意見があった。

(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

① 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。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。
- ・ G P I F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、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。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。
- ・ 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。
- ・ 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常に検証し、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

② アクティブ運用とパッシブ運用について

- ・ アクティブ運用の平均はインデックス運用に負けている。また、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。
- ・ G P I F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。

③ 運用対象資産とベンチマーク

イ 新興国や成長分野などへの投資について

- ・ 国内の成長産業や海外の成長している国（インド・中国等の新興国）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。
- ・ 成長分野に投資してこなかったから、現在のような状況がある。投資対象を見直していないので、新興国の成長の果実が得られていない。
- ・ 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。
- 市場価格は将来の成長を織り込んでつけられるので、期待水準以上に成長しないとリターンは得られない。
- 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。

ロ 全額国債で運用することについて

- 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。日本においても、年金積立金の運用は、全額国債とすべき。
- 現実に市場運用していることも踏まえると、現行法に基づき「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。リスクを最小限にし、リスクの責任が取れる範囲で運用することが必要。
- 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自体のリスクもあり、それも難しい。
- 積立金の運用目標は賃金上昇率を上回るリターンを確保することであり、その場合、各資産のリスク・リターンも賃金上昇率との相対で把握する必要がある。この意味では国債にもリスクがあり、よりリスクの小さい資産として物価連動債等を検討すべき。
- 国債での運用は、将来の税金をあてにしているに過ぎない。証券市場の理論から言うと、国債は必ずしも資産ではない。
- 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。
- 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。

◎ 以上の意見を集約すると、主に次のようなことではないか。

① ポートフォリオの見直しについて

- ・ ポートフォリオの見直しについては、
 - イ ポートフォリオは長期的なものであり、短期的な市場の変動があったからといってすぐに変えるべきものではなく、また、市場動向を予測して頻繁に変えても上手くいかないものであるが、
 - ロ 基本ポートフォリオが最適なものであるかどうかを常に検証し、経済局面が大きく変わるような場合には、これを見直すことを求めるべき
- ということについては、意見が一致したのではないか。

② アクティブ運用とパッシブ運用について

- ・ アクティブ運用については、
 - イ アクティブ運用の平均は、インデックス運用に負けており、また、優秀なアクティブ運用機関の選択は非常に難しい。また、GPIFの規模からは、アクティブ運用の余地は限られる
 - ロ 過去のデータを見て、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。

③ 運用対象資産について

- ・ 運用対象資産については、
 - イ 国内の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、そこからの収益を考えるべき
 - ロ 将来の「成長分野」を見通すことは難しく、リスクが大きい一方、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おり、リターンを得るのが難しい面がある
- という両方の意見があったのではないか。
- ・ 全額国債で運用するという考えについては、
 - イ 市場への政治の介入を排するといった問題意識から国債のみで保有しているアメリカと同様に、全額国債とすべき
 - ロ 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
 - ハ 国債にも金利変動リスクや国債自体のリスクがあり、また、国債での運用は将来の税金を当てにしているに過ぎない
 - ニ 年金財政が期待する収益を国債だけで賄えるならば国債だけでよいが、賄えない分についてどこまで運用に期待し、どこまでリスクを取るか合意形成が必要
- という様々な意見があったのではないか。

(3) 運用組織、体制及びガバナンス等について

① 意思決定と執行体制の在り方について

(現在の体制の課題)

- ・ 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、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、があることから、ある程度専門的な、独立した政策決定の仕組みが必要。
- ・ G P I F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。
- ・ 運用委員会の機能として、「運用方針の決定」と「業務執行」、「業務執行の監視」の区別ができていない。
- ・ 運用方針の決定などに積立金の原資の拠出者たる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。
- ・ 運用委員会は諮問機関だが、それを適切に監視・監督する組織が政府部内に存在しない。
- ・ 運用委員会は、執行部門の中ではなく、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、G P I Fではなく、政策決定部門（政府）が目標と一体で決めてもいいのではないか。
- ・ 現在の「運用委員会の助言により理事長専管で決定する」というG P I Fの意思決定の方式は機能していない。運用委員は非常勤で必ずしも運用の専門家でないので、市場動向や運用手法などについて十分な分析や対応ができていない。一方、理事長は運用委員会の決定を尊重して、判断を避けてしまう。この方法は、責任の所在を曖昧にしており、当面はこの意思決定の在り方を改善する必要がある。
- ・ G P I Fにおいては、責任と権限を持つ理事の合議によって意思決定をすべき。この場合、理事は運用の専門家で、常勤とし、十分なスタッフを付けることが必要。
- ・ 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。

(諸外国の体制)

- ・ 諸外国の公的年金積立金の運用組織のガバナンス・モデルは、大きく2つに分かれる。
- ・ 1つが「独立型ガバナンス・モデル」（ある程度のリスク・リターンを追求したいというもの。カナダのC P P I BやスウェーデンのA P など諸外国の公的年金積立金の運用組織の多く）
- ・ もう一つが「法定型ガバナンス・モデル」（低リスク・低リターン、

低コストで運用したいというもの。アメリカのソーシャル・セキュリティ（全額非市場性国債を保有）

- ・ 「独立型ガバナンス・モデル」においては、政府と積立金運用組織の間に統治主体（理事会）を設け、意思決定主体と執行部隊を分離。これにより、政治介入や政府からの干渉などのリスクを遮断。より自律的な組織になるが、同時に説明責任も伴う。
- ・ 理事会は、非常勤で年に何回か集まり、集中的に審議。意思決定の責任・権限は理事会にあり、理事会が決定しないと何も動かない。
- ・ 理事会の理事などの任命は、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。
- ・ 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、運用組織は財務省から委託を受けた中央銀行の中にあり、財務省が運用を監視。

② 運用手法や運用対象に応じた組織・体制について

- ・ G P I F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。
- ・ 国債だけで運用するのであれば、財務省に一元化したらよい。また、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。
- ・ 積極運用の拡大や、新興国、新商品に投資する場合には、G P I Fにおける管理体制の充実が必須。十分な体制がないまま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。
- ・ アクティブ運用を実施するのであれば、専門的な見識を持って運用会社を選定する必要があり、条件がそろわなければ成功しない。
- ・ 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。

③ 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。完全に国債のみの安全運用部分と、リスクを取って運用する積極運用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。
- ・ 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取った運用をして、その部分について、例えば4%といった目標を設定すべき。
- ・ 分割運用のメリットとしては、競争により全体のパフォーマンスが良くなる、専門性の高い運用機関の能力が利用できる、意思決定が分散化され、安定した収益が上がるということ。

- ・ 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。また、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、S WF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。
- ・ 分割運用のデメリットとしては、運用機関相互の政策の不整合が起き、全体のリスク分散が不十分となる、リスクテイクが歪められる、全体として相殺するような取引が行われるといったこと。

④ 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。
- ・ 独法の枠組みの中では、まず経費削減が第一の目標であり、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。

◎ 以上の意見を集約すると、主に次のようなことではないか。

○ 年金の積立金運用に関する運用組織、体制及びガバナンスの在り方については、以下のような様々な意見があったのではないか。

- ・ 運用の組織・体制については、運用の手法や運用対象資産の在り方によって必要な体制は異なることから、例えば、
 - イ 全額を国債で保有するならば財務省で一元化すれば良く、
 - ロ ポートフォリオを固定し、インデックス運用のみを行うならば大きな運用組織は必要がない、
 - ハ 新興国、新商品への投資やアクティブ運用などの積極運用の拡大を行う場合には、体制の充実が必須であり、十分な体制がないままに積極運用することは、受託者責任違反、注意義務違反になりかねないという意見があった。

- 現在のGPIFの業務の進め方については、
 - イ 「方針決定」及び「業務の執行」が理事長1人の専管事項となっており、この両者の区別ができない上に、意思決定過程における複数の専門家による多面的な検討ができていない、
 - ロ 「方針決定」及び「業務の執行」への監視機能が弱いことから、
 - ハ GPIFにおける意思決定は、理事長の専管ではなく、運用の専門家からなる運用委員会や理事会に責任と権限を与え、意思決定をする方式に改めるべき
 - ニ 運用委員会の専門的な検討や監視機能を支える十分なスタッフが必要という意見があった。

- 120兆円全体を1つの組織で運用する事自体が国民に不安を与えているということから、
 - イ 国債のみの安全部分と、リスクをとって運用する積極部分に明確に分けて運用する方が、わかりやすく、国民の安心感がある
 - ロ 資産を分けても、運用は資産全体で最適化を図るものなので基本的には意味がなく、また、組織を分けることで管理部門が複数必要になるなどかえって非効率という意見もあった。

- 独立行政法人は経費削減が第一の目標であり、年金の運用目標を達成することは後回しになっているということから、日銀のような特別な法人格が必要ではないか、また、GPIF若しくは運用委員会を適切に監視・監督する組織が政府内に存在しない（厚生労働省がその機能を果たしてない）という意見があった。

(4) その他全般について

① 社会的責任投資等について

- ・ 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議論をすべき。
- ・ 120兆円という巨額の投資の責任という視点から、社会や世界の問題の解決に向かうのかどうかは、大きな問題。年金が加入者の将来の生活基盤を支えることが目的なのであれば、投資の結果、それがどうなるかを考えるべき。
- ・ 公的年金の運用における受託者責任をどう考えるのか。海外の公的年金運用組織の中には、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（環境、社会的責任、ガバナンス）を考慮した責任投資の意識が高まっている。日本においても議論すべき課題。
- ・ 消費者がESG配慮をしている企業をもっと支持する社会を作り、それがよりよいパフォーマンスにつながっていくという話であり、政策による誘導も非常に重要。
- ・ SRI（社会的責任投資）は、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ため、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。
- ・ ESGが重要であることは誰も異論がないと思うが、それと投資は必ずしも直接的にはつながらない。リターンが低くてもESG投資を行うのか、どれだけ投資するかが問題。
- ・ 現実の投資と矛盾することが多々想像されるので、国連や国連に準ずる国際機関、主要国の参加する条約などで打ち出した上で、各国の年金基金がそれに従うことにしてはどうか。
- ・ ESGに配慮しない企業はいろいろなリスクをはらんでおり、持続可能性の問題もあるので、投資家として企業評価をする際のファクターとしては見逃せないが、超過収益が得られるかどうかは難しい。

② その他（経済成長との関係など）

- ・ 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。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。
- ・ 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、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。

◎ 以上の意見を集約すると、主に次のようなことではないか。

① 社会的責任投資（SRI）について

- ・ 社会的責任投資（SRI）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の運用を考えるべき、
ロ SRIは効率的な運用の行動基準と対立する面が出てくるので、公的年金の運用には持ち込まない方がよい、
という両方の意見があったのではないか。

② 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。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、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であるという意見があった。