

年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会 (第8回)の議事要旨

1. 日時：平成22年6月7日（月） 18：00～20：00

2. 場所：厚生労働省 専用21会議室

3. 出席者

【メンバー】（敬称略）

浅野幸弘、植田和男（座長）、小島茂、小幡績、末吉竹二郎、富田邦夫、富田俊基、村上正人、山崎元、山崎養世、米澤康博

【総務省】

階猛総務大臣政務官

4. 議事要旨

（1） 中間とりまとめに向けた議論

○ 資料2「年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会中間とりまとめ（案）」について事務局から説明し、議論を行った。

◆中間とりまとめ（案）に対する主な意見

- ・ OECDの対日経済審査報告書において、『2009年展望（平成21年財政検証）では、運用利回りを4.1％に、賃金の伸びを2.5％にそれぞれ引き上げ、運用収益と賃金の差を1.1％から1.6％に広げたが、現在のポートフォリオがこの展望に見合った収益を生み出せるのかについては疑問が多い』と指摘されており、それが高すぎるかどうかは別問題として、4.1％がGPIFの目的であるべきなのは自明である。
- ・ また、同じOECDの報告書の中で、『各種の年金法において年金積立金の運用を「安全かつ効率的に」としているが、ほとんど指針になっていない』と指摘されている。そういう運用が世の中になればよいが、そのようなものはない。また、別のOECDの報告では、『OECD諸国の中で、日本の公的年金のみがOECDの年金基金のガイドラインに反しており、適合していない』と指摘されている。
- ・ 国債だけの運用では4.1％を達成できないのであるから、リスクは100％。また、今後2～3年で日本の貯蓄率がマイナスになっていくため、国債の消化ができずに暴落して、年金の運用も大きな損失が出るリスクがあり、国債だけの運用にリスクがないということはない。運用には全てリスクがあり、リスク分散することが基本。何らかのリスクをとってそれを多様化する中で、どうやって4.1％を最適な組み合わせで達成するのかを考えることが必要。
- ・ 財政検証における経済前提の利回り4.1％が、運用環境の前提を踏まえずに決まっていることが問題。
- ・ 年金積立金の運用では余計なリスクは取らない方がいい。国家ファンド的な運用をするとすれば、手数料の配分を通じた金融版の公共事業利権的なものになって、好ましいものにはならない。年金財政から出てくる4.1％を達成しないことがリスクだから、それを達成できるようなポートフォリオを作れというのは本末転倒。
- ・ 国債が暴落しても、年金の負債の価値も同時に下がるので、負債と資産の両方についての現実を正しく伝えていけばいい。国債の暴落の可能性だけを一方的に伝え

るのは、情報の提供の仕方としてはミスリード。

- ・ 年金の場合、負債というのは将来の給付のことであるので、国債が暴落して金利が上昇したとしても、それに伴ってインフレ率も上がると将来の給付額も増えることになり、単に名目の金額を割り引いて現在価値が小さくなるということはないのではないか。
- ・ 年金積立金の目的は、給付を賄うことであり、その給付自体が賃金上昇率やインフレ率によって変動するため、それを上回る運用が必要。したがって、「国債利回りを一定程度上回る」という目標を設定したとしても、これは「操作目標」のようなものであり、それを使うに当たっても、国債の利回りと賃金上昇率がどのような関係にあるかを押さえておく必要がある。
- ・ 確かに「操作目標」がなければ、現実的な運用目標にはならない。そういう意味で、例えば賃金上昇率や国債利回り、その両者の関係をどう想定するかを考えた上で、国債の利回りなら国債の利回りをどういうリスクでどれだけ上回るかを操作目標として設定できるならいいが、賃金上昇率と国債の利回り、あるいは賃金上昇率に対してトラックする運用というのは、運用の操作目標としてはあり得ない。
- ・ 短期では相関がなくても、長期の経済的な関係として、インフレ率、賃金上昇率、金利、株価にはかなりの相関が出ることは実証として結論が出ている。想定だけではなく、それらが変動したときにどういう関係にあるかということを押さえておくことが必要。
- ・ 公的年金における「負債」の時価評価というような数字はない。したがって、国債が暴落して積立金が減ったときに、負債も減っているから損をしていないという理屈は通らない。
- ・ インフレ率が上がって国債の利回りが上がる場合であれば、時価評価をすれば資産のほうは下がる。一方負債のほうは、割引率は確かに上がるが、分子のほうもインフレ率が上がって給付が増える分上がっていくので、負債の割引現在価値は一定になる。
- ・ アメリカでは、CBO（議会予算局）やOMB（行政管理予算局）が国債利回りを割引率にして負債を割引現在価値にして見ている。そういうこともあって、全て非市場性国債で保有しているので、金利が上がっても価格面での影響は大変小さい。したがって、年金積立金は、理屈でいえば非市場性国債で保有していれば全く問題なく、国債や株式で運用していることに大きな問題がある。
- ・ 負債は長期的にしか決められないものであり、短期的にマーケットの暴落が起きたときに、負債のほうの評価だけ変えるということはできないのではないか。
- ・ 本来の目標は、4.1%といった固定の数字ではなく、賃金上昇率をどの程度上回るかということ。それだと運用しにくいということであれば、年金財政の方で賃金上昇率との関係を計算に入れて、GPIFに与えるときは国債+ α で表現し直すということはあるのではないか。
- ・ 目標運用利回りについては、年金制度とセットで議論するということで、現在進んでいる新しい年金制度の検討の中で具体的に考えていくことが現実的。
- ・ 現在価値で全部を計る必要はなく、また今でも今後100年間の財政収支のバランスを見ているので、そういう意味ではALMを行っていないわけではない。ただ、その前提の置き方が適切かどうかという問題があるだけ。
- ・ 今までも、賃金上昇率+ α という目標であったはずであるが、実務上は名目運用利回りを前提とした証券市場曲線で、名目運用利回りを達成するのに最も低いリスクをとればいいという考え方であって、それが問題だったのではないか。目標と達成する手段がずれており、それを改善すべきというところでは、そんなに異論がな

いのではないか。

- ・ 仮に賃金上昇率 $+\alpha$ と考えるとしても、それはどの程度リスクを前提とした上でのプラスアルファなのか。本来、運用の目標はリスクとセットで意思決定され、リスクについて合意した上で、例えば賃金上昇率 $+\alpha$ などは決まるべき。運用の前提条件を検討する前に、目標が上から降ってくるものがおかしい。ただ、賃金上昇率 $+\alpha$ という目標を元にポートフォリオを作ることは非常に難しい。
- ・ 財政検証では、100%国債で運用したときのリスクで前提の数字を設定している。
- ・ リスク・リターンのトレードオフについては、必ずしも構造が共有されていない。ファイナンシャル的なリターンそのもののリスクとALM的な年金財政との関係でのリスクの両方がある。
- ・ 年金は賃金上昇率で考えるのが理想的には正しいと思うが、労働力人口が減少する中で分配率を一定にするという賃金上昇率の設定の歪みから、金利との関係が通常考えられるものと変わっている。運用目標について両論あるが、今後、更に納得のいく形で操作可能性もある目標を検討する必要がある。その際、労働力人口が減少する中でどうやって一人当たりの賃金を見ていくかが大事。
- ・ 年金の原資は一人当たり賃金 $\times$ 労働力人口の伸びなので、名目経済成長率で設定することになり、一人当たり賃金に拘泥する必要性があるのか。マクロ経済スライドの下では、賃金を名目経済成長率と置き換えても妥当性があるのではないか。
- ・ 賃金上昇率を目標とすべきであって、リスクもそれとの関係で計るべき。例えば、現在は投資対象となっていないが、物価連動債は賃金上昇率が目標であればリスクの小さい良い資産になるが、国債利回りを目標とすると、リスク計り方も異なり、ミスリーディングなポートフォリオになる可能性がある。
- ・ どのような運用機関も、長期で運用する場合でも、行動目標として3年や5年の期間で収益をどの程度出すかを考える。GPIFの収益率の前提では、国債の収益率を3%としているが、これから3年や5年後に金利が上昇すると期間収益率はマイナスになる。国債と同じリスクレベルでかつ4.1%を達成することは絶対にできないので、GPIFにおける資産配分の前提に大きな誤りがある。また、過去20数年分で推計した国債リスクは非現実的。
- ・ 足下から4.1%に5年くらいかけて上がる中で、キャピタルロスが出るという前提で財政検証はされている。
- ・ 今後3年から5年でGPIFの運用がマイナスになることを想定してポートフォリオを設定しているというのは驚き。もしそうであるなら、受託者責任としては、短期国債に振り替えるべきではないか。
- ・ 物価、賃金上昇率などが負債側と資産側の両方に変数として与えられ、長期的に成り立つための条件が何かというのが本来の目標であるべき。賃金上昇率 $+\alpha$ で年金財政が成り立つような構造になっているのなら、それが目標になっていれば良い。
- ・ 国債金利が3%に上がると考えているのであれば、国債は暴落するということと同じなので、いったんキャッシュにして3%になってから買い戻せばいいということになる。本質的な問題は、国民の年金を増やそうとしているのかということ。
- ・ この検討会は運用がマイナスだったから行っている。基礎年金の国庫負担を3分の1から2分の1に引き上げても、損失が大きければ何のために税金を注入したか分からない。だから安全運用が必要。
- ・ 財政検証におけるあらゆる数字が妥当性を欠くことは共通認識と思われるので、このような非現実的な数字が出てきた体制を改める必要がある、どういう体制にすべきか等の議論を行うべき。

- ・ 国債が暴落するリスクを重視するのであれば、キャッシュポジションを高めるという選択肢があり得るが、GPIFのポートフォリオではそういうところまで行っていないということ。
- ・ 今までの議論は国民には分かりづらい議論。運用に何を求めるかが決まらなければ、この議論は収束しない。国民は、大きな損が出れば批判をし、周りと同様の損失を出せばもう少しうまくできなかったのかと言うので、説明責任も含めると、どういう目的で運用を行い、そのためにどのような手法をとり、どういうリスクを前提にしていくなすべきかを議論すべき。
- ・ あまりリスクを取らずに運用して年金財政が大丈夫であればそれで良いし、そうでなければ多少リスクを取ってもリターンを求めることになるのではないかな。
- ・ 年金積立金を増やすべきという意見があったが、安全かつ効率的に運用することを求められているため、大きく増やすことは求められていない。国債が暴落すると言われると厳しいが、ほぼ国債だけであれば安全であり、かつ、効率的ということなので分散投資をすれば、リスクは抑えられ、多少リターンを得ることができる。
- ・ 国債以外の高いリターンのものを買うように言っているのではなく、国債が暴落するという見通しの下で損することが分かっているのは矛盾していないかということ。
- ・ 日本の財政危機については多くの経済学者などの関心事項となっており、GPIFも経済分析などに基づいてあらゆる事態を想定する必要があるのではないかな。国債金利が上がるというシナリオであれば、全部キャッシュにして、短期国債にすればノーリスクであるが、GPIFという組織は不要となる。
- ・ 昨年2月の財政検証が誤解の始まりと思うので、2ページの「現実的なリスクとリターンの水準から判断することが必要であり、経済実態から乖離してはならない」をより強く書くべきではないかな。
- ・ 投資対象企業がESG配慮の経営に取り組むと同時に、情報開示をするようになると、自然と運用サイドもESG情報を見た上で判断を始める。現在の受託者責任の規定においては、このESG配慮がどういう扱いになるのか不明だが、一部の企業年金基金はPRI（責任投資原則）に署名しており、ESG配慮が決して受託者責任に違反しないということが市場に広がりつつある。将来を見通して、日本においても受託者責任を見直す議論を始めるべき。
- ・ SRIについては、特定の業種なりを除外することによりポートフォリオの可能性を狭めることもあるので、投資の要素として判断するという整理をした方が運用の目標の与え方としては簡単。他人から預かったお金なので、なるべく効率の高い運用をして、最終的に年金であれば給付として国民に返るので、個々の国民がSRIを考えればいいのではないかな。
- ・ GPIFは、年金の運用機関としては非常に消極的。個別に指示を出す必要はないが、各運用機関に対して、例えば、企業行動を監視し、効率の悪いマネジメントは否定をするようにという方針を与えることは当然行うべき。
- ・ インハウスで株式運用はしていないので、GPIFとして直接議決権の行使はしていないが、各運用機関には、議決権行使が株主利益の最大化に資するということで、ガイドラインを作成し行使させている。またその結果報告に基づき、運用機関を評価している。
- ・ ESGは、価値判断が入るので、国民の合意と支持がないとできない。
- ・ 国民の関心事は、年金財政がどうなるかということであり、それが解決するまではSRIなどは議論すべき事項としての優先順位が低いのではないかな。
- ・ ESG, SRI, PRIの定義を分けて認識しないと議論が間違うのではないかな。SRIは投資（戦略）の一分野のようなイメージがある一方で、PRIはアセット

オーナーや運用機関等の行動原則となる指針のことであり、受託者責任に反しない限りでE G Sの視点が投資プロセスの中に組み込まれるべきことを謳っている。

- ・ 多くの議論は、監視と執行は分けるべきということであったはず。運用委員会が諮問に対し答申をして、理事長が決定する方式は責任の所在が曖昧になるため適切ではなく、運用委員会は廃止し、常勤の理事からなる理事会が合議して意思決定をすべき。運用委員会については監視に徹すべきだというご意見が多かったので、この表現は改めるべき。
- ・ これはもう少し区分けして議論すべき。業務組織図がないと議論が深まらないが、業務全体についての意思決定は理事会などが決め、資産配分などの重要なところは資産配分委員会などがあり、そこに理事長なども参加して行うことになるのではないか。
- ・ 今の独法の制度では理事長の権限が非常に強いので、運用面でもガバナンス面でも問題がある。政治が理事会のメンバーを選び、ガバナンスをしていくことで、専門家である運用組織を監視し、意思決定をしていくことでガバナンスとマネジメントを分けるべきという、抜本的な見直しを促す意見が多かったのではないか。
- ・ 執行と監視は平行な関係にある。全体としてみれば、国民は厚生労働省を監視し、理事は厚生労働大臣から委託を受け、G P I Fを監視するという関係にある。運用委員会は理事会から資産配分などの仕事を委託されるので監視される立場にあるが、執行部隊に執行を委託するので、監視の立場にもある。運用委員会は大切な意思決定をするところなので、常勤の人が入って決定すべきであり、強化が必要。
- ・ 意思決定と監視は明確に分けるべき。また、基本ポートフォリオの現在の乖離許容幅は広すぎる。
- ・ 意思決定は理事長の専管とあるが、結局はG P I Fの中だけの裁量であり、大きな裁量はない。運用の基本方針などは主務大臣である厚生労働大臣の責任であり、最終的な責任は大臣にしか取れない。
- ・ 現行制度をベースにした見直しが必要という意見はなかったのではないか。
- ・ G P I Fができる前の資金運用分科会でも議論があり、ボード方式にすべきという意見もあったが、現在のような独立行政法人の形になった。その議論をし直すということであれば、G P I Fの意思決定機関・機能のあるべき姿を整理する必要がある。
- ・ 少なくとも「意思決定及び業務の執行は従来どおり理事長とするが」という議論はなかったので、削除すべきではないか。
- ・ 年に1回の総務省の独法評価委員会は全体を評価するが、それではタイムリーなものにはならないので、運用委員会の事後評価を行う評価委員会を独法の中に作れば、基本ポートフォリオを見直すべきといったことが言いやすくなるのではないか。
- ・ G P I Fの裁量については、基本ポートフォリオを決めることも、ある程度裁量がある重要な意思決定。今は運用委員会の諮問を受けて理事長が決めることになっているが、それではうまく機能しないのではないか。
- ・ 一番最後の「終わりに」で2行目に「年金積立金は……ために不可欠なものであり」とあるが、「不可欠」では、絶対に積立金が必要ということになり強すぎるため、「安定化のためのものであり」としてはどうか。
- ・ これはG P I Fの運営の在り方に関する検討会なので、積立金があることを前提としているので、年金積立金は不可欠なものだからこそ存在をしているのだと思うので、積立金の廃止まで含むような「不可欠なもの」を削除する必要はない。