

「中間とりまとめ」における主な論点と指摘事項

項 目	「中間とりまとめ」における主な指摘
運用の目的	- 我が国の公的年金制度においては、将来の保険料率の引き上げや給付の削減を招かないための重要な国民の資産として、国民に納付が義務づけられて徴収された保険料のうち年金給付に充てられなかったものを、年金積立金として保有している。この年金積立金の運用においては、<u>年金財政からの要請に確実に応えるため、(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といったことを考慮しつつ、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</u>である。 - 公的年金の積立金は、<u>投資を目的としたものではなく、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、安全運用を基本とすべき</u>である。また、<u>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</u>。 - なお、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、<u>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き上げや給付の削減を招くという視点を踏まえて議論する必要がある</u>。
運用の目標	運用目標の設定プロセス等 - 適切な経済見通しを前提とする中長期のマクロ経済的な観点からの分析なども含め、<u>運用と年金制度や年金財政との関係をセットで議論するプロセスが必要</u>である。 - 今後、現在の暫定的な目標を本格的な目標に改める際や運用の在り方の議論を進める際には、<u>様々な経済見通しを慎重に見極めるとともに、現実的なリスクとリターン水準など経済実態を踏まえたものとする必要がある</u>。 具体的な運用目標 - イ 年金財政の安定に必要な利回りとして、<u>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</u>、 - ロ 市場の運用環境に鑑みて、<u>国債利回りを一定程度上回る利回りの確保を目標とすべき</u> という両方の意見があった。

基本ポートフォリオ	基本ポートフォリオの策定・見直し ・ 基本ポートフォリオの策定に当たっては、<u>年金制度、年金財政において、将来のどの時点でどの程度の年金給付と保険料収入があるか等を考慮した分析・対応が必要</u>である。 ・ <u>基本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を受けて直ちに変更すべきものではなく、また、市場動向を予測して頻繁に基本ポートフォリオを変更しても上手くいかないものである。</u> ・ 基本ポートフォリオは<u>頻繁に変更すべきものではないが、これが最適なものであるか否かについては常に検証しつつ、経済局面が大きく変わるような場合には、これを見直す必要があるか検討するプロセスが必要</u>である。 資産配分の見直し イ <u>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は、運用収益に関わるG P I F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、</u> 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、<u>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</u> という両方の意見があった。
運用手法	パッシブ運用 ・ 費用が低廉で透明性が高く、<u>パッシブ運用を多く使うことは合理的</u>である。 ・ パッシブ運用についても、<u>運用機関のモニタリングなどの専門的な管理が必要</u>である。

運用手法（続き）	アクティブ運用 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、<u>アクティブ運用の比率を下げるべき</u>という意見と、 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、<u>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</u> という両方の意見があった。 ・ 市場のベンチマークを継続的に上回ることは非常に難しいことであることを認識した上で、年金基金の側も運用哲学や必要な体制を構築し、検証結果に基づいた判断を行っていく必要がある。
運用対象	成長分野、新興国等への投資 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、<u>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</u>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、<u>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</u>、 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、<u>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</u>という面がある。また、<u>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</u>。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、<u>低リスクの資産による運用を第一に考えるべき</u> という両方の意見があった。

運用対象（続き）	全額国債での運用 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、<u>全額国債での運用とすべき</u>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、<u>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、</u> 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、<u>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、</u> ハ <u>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の1つ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</u>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、<u>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</u> という様々な意見があった。
運用組織、体制、ガバナンス、説明責任	G P I Fにおけるガバナンス - 現在のG P I Fの業務の進め方については、 - イ 「方針決定」及び「業務の執行」は理事長1人の専管事項となっているが、<u>運用委員会との関係で、実質的な権限と責任が不明確</u>となっている。また、<u>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。</u> - ロ 業務の執行機能と監視機能が明確に分離しておらず、また、「方針決定」及び「業務の執行」への<u>監視機能が弱い</u> ことから、主務大臣によるG P I Fに対するガバナンスの強化を含め、<u>ガバナンスの強化が必要</u>ということについては意見が一致した。

運用組織、体制、ガバナンス、説明責任 (続き)	見直しの視点 ・ <u>公的年金の積立金運用に何を求めるかによって、運用組織やその体制、ガバナンスも異なってくる。</u> ・ 運用の組織、体制及びガバナンスの見直しを行うに際しては、 i) <u>政府とG P I Fの間で意思決定及び監視における役割分担を明確化すること、</u> ii) <u>G P I Fにおける意思決定、業務の執行及び監視の三つの機能を、どのような機関が、どのように担うか</u> <u>明確化すること、</u> iii) <u>G P I Fにおける意思決定は、理事長一人の専管となっている現在の仕組みを改めること、</u> iv) <u>G P I Fにおける意思決定及び業務の執行に関する監視機能を強化すること、</u> が少なくとも必要であり、<u>本検討会の中で更に検討し、結論を得る必要がある。</u> ・ こうした見直しを行うに当たっては、意思決定、業務の執行及び監視の機能を、どのような機関が、どのように担うこととするかによって、様々なバリエーションが考えられ、今後、本検討会において、運用組織、体制及びガバナンスを検討する際に、<u>より具体的な案を念頭に置きつつ考えていく必要がある。</u> この場合、<u>G P I Fの真のあるべき姿を議論することが必要</u>であるため、<u>現行の独立行政法人の枠組みにと</u> <u>らわれず、具体案を検討するという考え方が重要</u>である。 ・ いずれにしても、<u>運用委員会におけるポートフォリオの見直し等の専門的な検討やG P I Fの業務執行の監視</u> <u>といった機能の強化が必要である。</u>また、理事長は、G P I Fの運用に関し、<u>主務大臣及び運用委員会に対</u> <u>する説明とともに、国民に対する説明責任を十分果たすことが必要である。</u>
---	--

組織の分割	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、<u>国民にとって分かりやすく、安心感がある</u>、 ロ 運用は資産全体で最適化を図るべきものであるため、資産を2つの組織に分けて運用することは基本的には意味がなく、また、組織を分けることにより管理部門が複数必要になるなど、かえって非効率となることから、<u>1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</u>。また、積極運用部分に多額の手数料が必要となるだけでなく、不透明な運用との指摘を受ける恐れもあることから、運用として決して好ましいものにはならない、 という両方の意見があった。
人材の確保・育成	・ G P I F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、<u>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</u>である。また、<u>ガバナンス、組織改革に見合った人材の確保・育成が必要であり、それに向けて柔軟に対応していく必要がある</u>という意見があった。 ・ G P I Fの重要な業務として基本ポートフォリオの策定のみならず、更に資産配分の適時・適切な見直しの業務を行う場合には、そのための<u>経済情勢等の調査・分析を専門的に行う人材が一層必要</u>であるという意見があった。 ・ また、今後、成長分野への投資を積極的に行うこととした場合には、長期的なマクロレベルでの成長要因の分析を行った上で、実際の資産配分を進める必要があり、そのためには、<u>人口動態や技術革新を分析し、成長率推計を行うといった経済的なアプローチをし、ポートフォリオを構築し、リスク管理ができる常勤の専門家の採用が必要</u>であるという意見があった。 ・ さらに、運用の組織・体制及びガバナンスの見直しの動向によって、その運用組織・体制にふさわしい人材を登用できるように、その選定方法や必要な人材・能力を明確にした上で、<u>人事・組織の見直しや人材の確保・育成を計画的に進める必要がある</u>という意見があった。

社会的責任投資	イ <u>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<u>早期に実施してはどうか</u>、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、</u> ロ 社会的責任投資（S R I）は、<u>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、<u>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</u></u> という両方の意見があった。
----------------	---