

## 検討会で出された主な意見(未定稿)

以下は、第2回検討会の際に提示した検討項目の例に沿って、GPIFの中長期的な運営のあり方に関連して出された意見の整理を行ったものである。なお、未定稿であり、今後修正がありうる。

### a) 運用の基本方針

- ・ **機動的な運用(市場変動を捉えて資産配分を機動的に変更)か長期的な運用(長期的な視点に立った資産配分を基本的に維持)か。**

### ○ 機動的な運用か長期的な運用かについての主な意見

- ・ 資産運用の分野で実証的に検証されているのは、政策的あるいは平均的な資産構成割合が運用のリスクの9割を左右するということ。機動的に資産構成割合を変更することで利回りが高くなるものではない。
- ・ 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。専門家がタイミングを狙って運用してもうまくいかないというのが定説。
- ・ 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、(現在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。

### 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、リバランスの在り方**
- ・ **運用対象資産及びベンチマークの在り方**
- ・ **社会的責任投資 等**

### ○ アクティブ運用とパッシブ運用についての主な意見

- ・ 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。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のではあるが、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。
- GPIF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。

## ○ 運用対象資産及びベンチマークの在り方についての主な意見

### <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わかるもので、先を見通すことは難しい。
- 成長分野への投資は、すでに将来の成長が市場に織り込まれている可能性があるため、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自体を見直す余地がある。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、アジア通貨危機を見ても、先進国にはないリスクが存在することに留意が必要。

### <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ならいいが、賄えない分について、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を取らないのかを判断し、合意形成を行うことが必要。

## ○ 社会的責任投資等についての主な意見

- 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。

## ○ 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。従って、運用をどうするかより、日本の経済成長戦略が重要。
- 国内株式市場は過去 20 年にわたって価値を生み出しておらず、株式投資が報われてこなかった。日本の企業に対しては、もっと資本効率を求めるメッセージを出す必要。
- 投資政策を考える上では、リスクをどこまでとるか、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。

### c) 運用体制の在り方

- 意思決定及び執行体制の在り方（運用委員会の責任・権限等）
- 海外年金基金等の運用体制

## ○ 意思決定及び執行体制の在り方に関する主な意見

- 運用に関する政策決定と業務執行の二つの権限・責任を明確にする必要。運用委員会は、執行部門の中に置くのではなく、政策決定機関とする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問題として、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判断が必要。

## ○ 運用組織・体制に関する主な意見

### <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、運用組織は不要であり、財務省直轄とすればよい。
- 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。
- G P I F は国民の負託に応えるのに十分な体制かどうか。仮に積極運用を拡大するのであれば、体制の充実が必要であり、運用委員会の委員についても、外部の人だと適時に集まることも難しいので、常勤にすることも考えるべき。
- 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
- アクティブ運用をするのであれば、勝算を見込むことが難しいという

ことを前提として、体制を整備し、説明ができるようにすべき。

### <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。

### ○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。
- 独立行政法人のさまざまな制約を考えると、たとえば日銀のような、独法ではない特別な法人格が必要ではないか。