

## 第 14 回金融・資本市場ワーキンググループ議事要旨

---

### (開催要領)

1. 開催日時：2008年3月18日(火) 10:00～12:00
2. 場 所：中央合同庁舎4号館509会議室
3. 出席者：

|      |       |                                       |
|------|-------|---------------------------------------|
| 主査   | 上村 達男 | 早稲田大学法学学術院長                           |
| メンバー | 伊藤 隆敏 | 東京大学大学院経済学研究科教授                       |
| 同    | 池尾 和人 | 慶應義塾大学経済学部教授                          |
| 同    | 川濱 昇  | 京都大学大学院法学研究科教授                        |
| 同    | 松本 大  | マネックス・ビーンズ・ホールディングス株式会社<br>代表取締役社長CEO |
| 同    | 安田 隆二 | 一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授                    |

### (議事次第)

1. 開会
2. 議事  
公的年金基金の運用
3. 閉会

### (配布資料)

- 資料1 厚生労働省提出資料  
資料2 川瀬 隆弘 年金積立金管理運用独立行政法人理事長提出資料
- 

### (概要)

(上村主査) それでは、ただいまより「金融・資本市場ワーキンググループ」の第14回会合を開催する。

皆様におかれては、お忙しい中、御出席いただき、感謝申し上げます。

本日は、公的年金基金の運用について御審議いただきたいと思う。

厚生労働省より、間杉純大臣官房年金、年金管理組織再編準備担当審議官、それから板谷英彦大臣官房資金運用担当参事官、それから年金積立管理運用独立行政法人、GPIFより、川瀬隆弘理事長にお越しいただいている。

まず、公的年金基金の運用について、厚生労働省から制度面について、それからGPIFから運用面についてそれぞれプレゼンテーションをしていただき、その後、自由討議に移りたいと思う。

まず、間杉審議官から資料1に沿って御説明をお願いします。よろしくどうぞ。  
(間杉審議官) 厚生労働省で年金担当の審議官をしている、間杉と申します。本日は、御説明の機会を賜わり、誠に光栄である。今日は、川瀬ともども参っている。何とぞ、よろしく願い申し上げます。

早速であるが、資料1に沿い、簡単に大きな枠組みについて私の方から御説明をさせていただきますと思う。

まず「積立金運用の経緯」を説明する。1ページであるが、「I 制度創設期」ということで、もともと今の厚生年金の前身である労働者年金ができたのが昭和17年、それから、国民年金ができ、国民皆年金が達成されたのが、昭和36年であった。積立金については、他の財政資金とともに一元管理、あるいは資金運用の預託ということで、特段私どもにとっての運用という概念はなかった。

その後、自主運用論というものが出てきた。被保険者の方々に、自分たちが預けた保険料なので、何とか自分たちも参加をした形で、運用というものを達成したいという考えが、1つの流れとして出てきた。

それを受けた形で、昭和61年度から資金運用事業ということで、この時代、郵貯あるいは簡保なども足並みをそろえてということだったと思うけれども、財投からの借入れを財源として、資金運用事業を部分的にやってきた次第である。

しかし、その後、金利の低下があり、どうしても財投の預託金利までは取れないという状況の中で、逆ざやなどが発生するというような状況にも部分的にはなった。本格的な今のような市場運用が開始されたのは、そう古い話ではなく、平成13年度に、旧年金資金運用基金において、市場運用が開始され、預託義務が廃止されてからである。

時同じようにして、平成9年度から財投改革があり、20年度中に預託をしたものが全部戻ってくるという状況になっている。

18年度には、年金積立金管理運用独立行政法人が発足し、更に専門性を高めた形で、運用に特化した業務を行うという状況になっている。

2ページ目、今、申したことの裏側として、積立金の運用方法がどういうふうに変わってきたかということであるが、制度創設期の財投預託の時代は、資金運用部から預託金の金利相当分の運用収入ということであった。

61年度からは、全体の2割ぐらいであるが、一部、資金運用事業という先ほど申したものを盛り込み、自主運用を開始した。

資金運用事業については、財投から資金を借り入れ、市場で運用するということで、国内債券あるいは株式等への分散投資を行ってきた。

平成13年度からは、市場運用を開始し、先ほど申したように、財投預託分が順次償還されてくるので、それを順次マーケットに移行するという事になっている。

もう一つ、年金制度の一環であるので、年金制度の財政フレームにおける運用利回り、これは、年金は御案内のとおり、賃金で再評価されるので、賃金に対する実質的な

運用利回りということになるが、当時、平成 11 年度の再計算では 1.5%を目標利回りとした基本ポートフォリオを策定した。

これは、国内債券を中心にした分散投資ということであり、御覧いただくと、国内債券が7割弱、国内株式が 12%程度、こんなポートフォリオである。

一方で、3ページ目であるが、平成 16 年に大きな年金制度の改正があった。これまでは、年金制度というのは5年に一度大きな見直しをし、その都度、保険料率の引き上げを行う、こういふことでやってきたわけであるけれども、16 年改正で、保険料率は、もう頭打ちをしようと、上げ止めようという大きな政治判断があった。

そこで、16 年改正では、保険料水準を段階的に引き上げるが、厚生年金の場合 18.3%、それで頭打ちにする、それから、基礎年金の国庫負担も3分の1から2分の1に引き上げるといふ大前提の中で、給付についても、マクロ経済スライドということ、支える若年者人口の減少というものを織り込んでスライドを緩やかに抑制する。こういふふうな財政フレームに大きく切り替わったわけである。

積立金については、率直に申し上げて、それまでどのぐらい積むかということについて、明確な政策があったわけではないとは思っているが、このときに、はっきりと積立金も取り崩しをして、年金給付水準の維持に充てるということ、100 年後に給付費1 年分程度を保有する。言わば、準備金的なものとして取り崩していこうという大きな政策変更を行なったわけである。

したがって、積立金については、これまで以上に実質的な利回りが取れているかどうかということが、年金制度の 16 年改正のフレームの中での非常に大きな役回りを担うことになったということである。

4ページ、一方で、独立行政法人が創設された 16 年の時点での考え方である。

当時は、再計算をやっている、経済も底というべき状況であり、累積収益が内外の株式市場の低迷によって、マイナス6兆円にのぼった。そのため、当時、株式運用をやめるべきだという議論が大変強かった。

一方で、私どもの方で、審議会を立ち上げたところ、その中では、株式運用をやめるということではなく、安全性の確保のために、国内債券を中心としながら、国内外の株式を一定程度組み入れるという考え方が提示された。

この考え方については、与党においても御指示を頂戴し、国内債券を中心とした分散投資、それからパッシブ運用、インデックス運用中心という考え方が明示された。

こうした考え方を踏まえ、現行の基本ポートフォリオが策定されたということである。ポートフォリオの中身は、大体先ほど御覧いただいたとおりである。

併せてパッシブ比率を約3割から8割に引き上げ、長期的に安定性を目指すことになったわけである。専らこうした運用を担う組織として、年金積立金管理運用独立行政法人が 18 年4月に設立された。

5ページ「管理運用法人の組織と役割」ということである。

下の方にあるが、以前は株式などの投資割合、ポートフォリオを全て厚生労働大臣が決定していたけれども、新しい独立行政法人ができてからは、厚生労働大臣の関与は、中期的な目標の設定にとどめるということで、ポートフォリオそのものを含め、独立行政法人の方で中期計画を策定し、運用委員会の議を経ながら、御議論いただきながら実際の運用に当たる、こういう形に改められたわけである。

上の方に、中期目標の主な内容と書いてあるが、私どもの方で御提示をさせていただくのは、先ほど申し上げた、年金財政の重要な前提である。すなわち、賃金上昇率に対する実質的な運用利回りを確保するという、それから、株式については、リスク・リターンについて、慎重に推計を行なって、ポートフォリオ全体のリスクを最小限に抑制するという、運用手法としては、先ほど申し上げたインデックス運用を基本とするということ、それから、資産ごとにベンチマークを設定して運用すること。この4点について、私どもの方で提示をし、これに沿った形で今度は独立行政法人の方で運用委員会と相談をしながらポートフォリオを策定するということである。

運用実績であるが、お陰様でこれまでの間 18 年度まで、目標利回りを上回る実績できている。ただ、ここに来て、非常に急激な株式の下落があるため、四半期ごとに GPIF の運用成績は公表させていただいており、まもなく3月で締めるということになる。今期は、相当厳しいものが予想される。

最後に6ページ、私の方から見て「管理運用法人の評価と課題」ということで書かせていただいた。

管理運用法人の基本的なミッションである、実質的な運用利回りを確保するという課題は達成されていると思う。

それから、ガバナンスについても、先ほど申したように、そもそも厚生労働省の中で作っていた基本ポートフォリオというものは、これはすべて管理運用法人の方で作っていただくことになった。

それから、理事長の諮問組織である、管理運用法人の運用状況を監視する運用委員会というものを作り、自立性というものにも留意をしているところである。

次の基本ポートフォリオ、これは平成 22 年からの5年間になる。これを今の中期計画の達成状況を踏まえて、管理運用法人が主体となって作成をするということになるかと思っている。

なお、高い利回りを追求するというふうな運用方針に改めるかどうかということについては、仮に高い利回りを追求すると、リスクも高くなり、運用収益が目標に達成しなかったときには、先ほど申し上げたように、今の年金制度のフレームの中で、年金保険料の引き上げができるかどうか、あるいは年金給付水準の引き下げができるかどうかということについて、加入者の理解が得られるかどうかという問題がある。

それから、今、運用は、パッシブ中心でやっているの、恐らく管理コストは相当安いと思うけれども、アクティブ的なものを入れることによって、運用体制の大幅な拡充が必

要になるだろう。いずれにしても、幅広い御議論が必要だろうと考えている。

大臣からも長期、それから安定・安全という枠の中で、やはりいろんな知恵を出していこうということを私どもも言われており、今回、運用委員会の人選などについても、大臣からもいろいろと御指導をいただいている。また、いろいろと御指導、御示唆を賜われればと思う次第である。

私からは以上である。

(上村主査) ありがとうございます。続いて、川瀬理事長から、資料2に沿って御説明をお願いします。よろしくお願いします。

(川瀬理事長) 川瀬でございます。よろしくお願いします。

資料に沿って、管理運用の実際について、お話を申し上げます。

1ページ、これは現在の運用の枠組みの実際であるが、投資対象や資産配分が今日の1つの論点になると思うので、それを含む基本ポートフォリオというものを中心に書いている。

まず、厚生労働大臣から私どもの方に中期目標が来る。2番目に運用目標を達成するために、基本ポートフォリオを含む中期計画を策定して、運用委員会の議を経る。それで大臣に認可申請すると、大臣が独立行政法人評価委員会の意見聴取をし、財務大臣と協議をして、認可を下ろすということである。

したがって、基本ポートフォリオは、我々の責任において策定するというので、大臣との分業が成立しているわけであるけれども、こういうふうにきれいに分業が成立したというのなかなか長い道筋になっているわけである。

中期目標というのは、我々の場合、平成18年から21年までの4年間で、こういう形で期間を区切って目標が来るということになっている。

2ページ、現在の中期目標期間について、どういうことが行なわれているかという、運用目標というのが、先ほど説明したように、名目賃金上昇率プラス1.1%で来る。これは実質的な利回りであるけれども、これをマーケットで運用するために、名目利回りに置き換える必要があるので、年金財政計算における経済前提の下で、名目3.2%に置き換えている。

これは、経済前提において、例えば物価の上昇率が1%であるとか、実質賃金が1.1%なので、名目賃金は2.1%、そういう状況の下でそれに1.1%加えると、3.2%になるということである。

一方で、投資対象資産のリターン、リスク、それから相関係数を推定し、いわゆる有効フロンティアというものを導出し、その下で、3.2%を最小リスクで達成できるポートフォリオを選定しているということである。

したがって、これで行くと、経済、金融が前提どおり動けば、このポートフォリオで運用して1.1%の実質収益が達成されるというロジックになっているわけである。

なお、先ほどの説明の中で、中期目標の中に実質的な運用利回りを達成することと

というのが、中期目標というふうな説明があったけれども、目標の達成のタイム・ホライズンというのは、中期目標期間の4年ということではなくて、長期的に利回りを確保するようなポートフォリオを策定し、これに沿って運用を行うということになっている。

1年あるいは4年という確定期間で実質利回りを確保するようなポートフォリオをつくることは難しい。

それに沿って基本ポートフォリオを作ったのが、下のようなところで、国内債券67%、あと約1割のところ、株式、外国資産が並んでいるということである。リターンとリスクがそこにあるような数字である。

次に、積立金の運用を実際にどうやっているかということに入る前に、積立金の推移をお話したいと思う。もともと先程あったように、平成12年度までは、財政融資資金への預託が義務づけられており、そこで預託義務が廃止になって、市場運用に回る、私どもの方に回ってくるということである。これが従来7年定期で預託をされていたので、満期が来るごとに、私どもの方に移ってくる。

そのときに、財投に対する激変緩和措置というねらいということだが、一部は財投債を大臣の指示によって引き受けるということが行なわれたので、現在のところ、財政融資資金の預託金が一部残っており、引受財投債があって、更に寄託金による市場運用がある。

私どもの方の管理下にあるのは2と3であるが、そのうち引受財投債については、コントロールが及ばないような資金ということである。

これが、平成20年度末、来年度末になると、すべてが私どもの方に移ってきて、約140兆円になるということである。

従来、年金財政の方には預託金の満期償還金が毎年相当の金額でくるので、それでもって保険料収入と年金支払を比べると、今、若干赤字になっている、つまり、年金資金支払いのためのお金が足りないということで、それを賄った上で、残りが私どもの方に預託をされるということであるが、私どもの資金は、この間、20年度末までは一貫して増加していく。

その次であるが、これをどういうふうに管理運用しているかということだが、これは、多少ややこしいけれども、右側に示した平成21年3月末にでき上がった積立金全体のポートフォリオ、これは基本ポートフォリオだが、こういうものの実現を目指して運用していく。

その途中である、例えば独立行政法人が成立した平成18年3月末で見ると、左側に積立金全体、財投債と預託金を含めた割合が書いてあり、これは財投債や預託金がまだ多いものであるから、いわゆる国内利付債券のウエートが大きい。この預託金がだんだん減ってくるたびに、それを4つの資産に配分をして、リバランスを行いながら21年3月末の基本ポートフォリオの実現を図るということになっている。実際には、資産全体の各資産の構成割合をにらみながら、しかし、我々が管理できるのは市場運用

部分なので、両方にらみながら資金の配分をやっているということである。

①にあるように、これまでは、リバランスというのは、預託金の償還資金、我々はニューマネーと呼んでいるが、これを各資産に配分しながら運用を開始しているので、21年3月末までは、市場において一貫して買い手として出動しているわけであるが、ニューマネーがなくなる平成21年度以降は、年金財政は若干資金繰りが赤字であるため、これに対応するために、今度は市場における売り手に転換するということが起こる。

なお、短期的な市場動向を眺めての、いわゆる戦略的資産配分は行なわないで、愚直に基本ポートフォリオの実現を目指しているということである。

5ページ、実際にこの運用をどうしているかということであるが、原則は、外部のマネージャーに委託をして運用している。すなわち、信託銀行であるとか、投資顧問会社に委託をして運用している。それぞれの資産に応じてベンチマークを与えて運用しているということで、現在、パッシブ運用が主である。括弧内にファンド数が書いてあるけれども、すべて入れると、73ファンド設けている。会社数はこれよりも多少少なくなる。一部にどうも素人が勝手に自分で運用しているのではないかと誤解をされているわけだが、私どもはプロに運用を委託してやっている。

ただ、一部、私どもが自分でやっているものがあり、国内債券のところのインハウス運用ということだが、国内債券のパッシブの一部を私どもは自分でやっており、その金額が8.3兆円になっている。

右の下に運用受託機関の管理ということで、小さく書いているけれども、私どもはこのマネージャーをどういうふうに管理しているかと言うと、採用するときには、すべて公募して選定をし、その後、毎年定性・定量評価を経て、基本的に3年ごとにまた公募をし、新規のものと入れ替えるということで管理をしている。

次は「4. 運用実績」ということである。市場での運用がスタートしてからの市場実績を書いている。ウエートは小さいが、株式による振れが大きい。こういう経過で6年間で累積をすると、修正総合収益率は、下から2番目にあるように3.9%ということである。

この間に、名目賃金上昇率というのは、ほとんどゼロ近傍であるので、目標である名目賃金のプラス1.1%と比べると、3.9%であり、かなり状況としてはいい。

19年4月から12月までが、そこにあるように、マイナスになっており、実は、これは20年1月から3月が非常に大きなマイナスになっているが、しかし、それを含めて年金運用の積立金として、年金運用に貢献できないのではないかとすることは全くなく、今までのところ、過去の利益というのを積み上げているので、多少マイナスになっても、目標利回りとの関係で余り心配はないということである。

最後に、少し組織運営上の問題点というものをお話しさせていただきたい。私がいつも頭がいっぱいに考えていることを3つほど書いた。1つは、理事長、1理事体制ということで、普通は理事長の下に2、3人の理事がいて、それぞれの分野を担当しながら、よく見ていただいて、それを理事長のところ集中するというところになっているが、現在

のところ、理事長、1理事体制ということで、仕事もほとんど同じようなことをやらざるを得ないし、大変である。それから職員から見ても、プロモーションというのか、頑張れば役員になれるという道が非常に小さくなっているわけであり、非常に難しい問題だと思っている。これは法律にそういうふうに書いてあるので、直すのは難しいのだけれども、これは悩んでいる。

2番目が予算制約である。中期目標期間の予算削減目標というのが、右側に削減目標とあるように、これは一般管理費で毎年3%、4年間で12%、人件費は毎年1%、4年間で4%削減するということになっている。

それから、業務経費、システム経費や分析にかかるものなど、そういう業務経費も毎年1%ずつ削減するということになっている。

この一般管理費と人件費の考え方は、恐らく一般管理費の中で、その他経費が非常に大きい法人が、そこだけカットをして人件費をいじらないということはあるとはならないということで、別の目標があったのだと思うのだが、私どもは経費のうち、人件費が約7割を占めており、仮にこの目標通りに人件費を4%しか削減しないと、その他経費というのは30%削減しないと追いつかないということになる。これはなかなか難しいので、私ども自主的には人件費を8%、年2%ぐらい削減せざるを得ないということになっている。このことがいろんな人材の採用や、人材の確保という点で非常に難しい問題になっているということで困惑をしている。

この経費というのを単純なコストということで、なるべくコストは小さい方がいいということで、こういう目標が出てきたのだと思っているけれども、もし、この経費というものを、投資収益を得るための経費というふうに考えると、余り筋の通らないことをやっていると感じている。

一般管理費の13億円を1年で3%削ると、4,000万円ぐらい削るということになってくるわけだが、私ども運用の資金量が140兆円とか150兆円であるので、その1%で1兆5,000億円、そのいわゆる1ベース、0.01%で140億円であろうか。更に0.001%でもというふうに、本当にちょっとした収益の向上によって、管理費の削減額などが出てくるわけで、ここのところは、本当は投資収益を上げるための経費なのだとは位置づけて、少し考えてほしい。

特に2期目に入り、更にこういうことを続けると、これは持続不可能な目標になってくるなど感じている。

3番目に主たる事務所の移転だが、これはお聞きになっていると思うけれども、法律によって管理運用法人は主たる事務所を神奈川県に置くということになっているところ、附則により、それにかかわらず政令で定める日までは東京に置くことになっている。その政令で、21年3月末までは東京でいいということになっているわけだが、この期限が過ぎると神奈川県に移らなければならない。このことでどういうメリットがあるのか、実はよくわからない。少なくとも私どもの組織としては非常に非効率なことを招く。そもそも



本ワーキンググループでも検討されている東京金融市場の国際化ということで考えると、私どもGPIFというのは、世界で一番資金量が大きくて、それなりに名の通ったところであり、一方で資産管理会社をここに誘致しようという中で、それを外に追い出すというのは、いかがなものかなということを感じている。

この件は、いろいろな人に話をすると、それはおかしいねということで、前回のワーキンググループでもお話しいただいたと思うのだが、なかなか動かず、一方で21年3月末を期限とすると、そろそろ準備を始めて、ビルの手当をすとか、システムの移管を検討しなければいけないということで、タイムリミットが迫っていると感じている。

これは、法律とか、そういうことではなくて、政令で直せるわけなので、政府の中枢に近いところにおられるワーキンググループにおいて、是非とも声を上げるなり、具体的にアクションを取っていただければありがたいと思っている。

以上である。

(上村主査) どうもありがとうございました。それでは、自由討議に入りたいと思う。どうぞ、自由に御発言ください。

(安田メンバー) いくつか教えていただきたいのだが、今の GPIF の一番大きな使命というのは、実質賃金の上昇から算出された目標リターンの確保ということと理解してよろしいのか。その他に、今の制度の中で何か与えられた役割はあるのか。例えば、運用で言えば、国債の運用は一定以上やらねばならないとか、株式市場を活性化するとか、米国債は買わねばならないとか、何かそういうことはあるのか。

もう一つ、リスクのとり方については、何か規制があるのか。年金原資を確保するために、一定のインカム・ゲインを確保しなければいけないとか、ハイリスク・ハイリターン商品には投資してはいけないとかといった制約はあるか。それとも、そうした制約はなく、とにかく3.2%の利回り確保というのが唯一の目的として与えられているのか。

(川瀬理事長) 1.1%という以外には特に目標はない。国債消化についても、先ほど言ったように、しばらく激変緩和で財投債を引き受けるということがあったものの、これも今年度で切れ、来年度からこういう措置がなくなる。そのほかに、東京資本市場を発展させるためであるとか、そういうことは全くない。

それから、1.1%を達成するためには、もちろんリスクがこういうふうになってくるわけであるけれども、それは1.1%という目標を達成するために必要なリスクだろうと考えている。それをミニマムなリスクで達成するのが私どものミッションかなと思っている。

(池尾副主査) 関連で、賃金上昇率に対して、1.1%のリターンをできるだけ最小リスクで達成するということだが、基本ポートフォリオの背景に想定されているリスクとリターンを見ると、2ページにあるが、国内株式と外国株式を比べると、国内株式はリターンも低いし、リスクも大きいということになっていて、それなのに、共分散の関係があるのかもしれないけれども、本当に一定のリターンを最小リスクで達成するという目的であれば、どうして国内株式に11%も配分するというような話になるのか。

(川瀬理事長) これは、内外を全部無差別でやれば、また違った絵が描けるのだと思うが、一応、ホーム・カントリー・バイアスといって、ある程度日本の資産に投資をすることで、外国株式の保有を国内株式よりも小さくするという制約条件を置いて最適化している。

(池尾副主査) そうすると、それがそういう隠された目的というか、ホーム・カントリー・バイアスを目的にするというのは変な感じだが、とにかく国内株式にも投資をするのだと、つまり、純粋に超過収益 1.1%を最小リターンで達成する以外に、やはり国内株式にも投資するのだという目的があるということになるのではないか。別にそれが悪い、いいということではなくて、ミッションとして。

(川瀬理事長) 確かに制約条件を付けているということは、そういうことになるだろう。

(松本メンバー) アセットクラスをどう分けるかという話なのではないか。それほど強い指示がなくても、国内株式と外国株式という分け方をしてしまうと、多分こういう結果になってしまうこともあるのだと思う。それが、日本、アメリカ、ヨーロッパというようにアセットクラスをつくれれば、多分違う結果になる。

(池尾副主査) そういう結果でやっているのか、ある種の配慮として、やはり日本の年金基金なのだから日本株に一定程度は投資することが必要だろうという政策判断というか、目的の中にそういうことが考慮されているのかということをお聞きしている。そういう目的を持たれているということか。

(川瀬理事長) そうである。制約条件として考えて、現実には、国内株をある程度持った段階でスタートしているから、今度、何年からはやめて、グローバル・マーケットのウエートだけにしようということで、国内株をどんどん売って、全部外国に乗り換えることは、現実の資産運用を急激に変えていくことで難しいということもその中に入っているけれども、おっしゃるように、国内株式に少し大目に配分するというのは、目的として入っているといえ、入っていると思う。

(伊藤メンバー) 中期計画の最初に決めた割合なのか。株が上がれば、資産構成割合は上がるし、下がれば下がる。毎年下がったら買い増すということか。

(川瀬理事長) そうである。これはリバランスというのをやっていかなければいけない。もちろんここにぴったりではなく、それぞれ許容幅を設けてある。

(伊藤メンバー) では、毎年こういう割合になるようにリバランスをするという理解でよろしいか。

(川瀬理事長) それは、年に1回でいいかどうかは別にして、どこかで少しずつリバランスして、株が非常に下がれば、株を買うし、株が非常に高ければ売ることになるわけであるけれども、従来は、いわゆる預託金の新しい金が入ってきて増えていくものであるから、売るということではなくて、それを下回っている資産に配分をするという形でリバランスをかけている。21年度以降は、現実には売ることがあり得るということである。

(伊藤メンバー) 為替リスクは。

(川瀬理事長) 為替リスクは、現在、すべてノーヘッジでやっており、為替リスクは取るということになる。

(伊藤メンバー) そうすると、為替レートが変われば、資産構成割合も影響を受けるわけで、それも先ほど言ったような形でリバランスするということか。

(川瀬理事長) そうということになる。

(安田メンバー) もう一つ理解したいのだが、こちらに運用の資産があったら、もうひとつの方には、保険料の徴収や支払いといった負債がある。その資産・負債管理はどうおやりになっているのか。保険料の徴収額と年金の支払額のバランスでいうと、まだ積みあがる時期ならキャピタル・ゲインを考えればいいし、支払いが多い時期ならインカム・ゲインを確保しなければいけない。そのあたりで投資の期間リスクも決まってくると思うのだが、年金の ALM 運用といった点はどうなっているのか。もう一つは、今、議論になっている、2 ページのポートフォリオ、この投資対象と配分はどこが決めているのか。というのは、この中にはオルタナティブ投資も不動産投資・商品投資も入っていない。それはどうしてなのかなと思ったので。投資していい証券はこの範囲という、何か縛りはあるのか。

(川瀬理事長) 最初のご質問に関しては、今も積立金全体としては、とりあえずは取り崩し局面に入っている。

(間杉審議官) 最初は私の方から申し上げる。保険料率は、先ほど申したように、厚生年金の場合であれば、18.3%まで上がる予定であるところ、まだ 15%ぐらいであるので、まだ保険料は引き上げ過程にある。したがって、今、まだ賦課方式として十分な保険料が定常的に入るような状況になっていないということで、今は経過的に、摩擦的にとってもいいかもしれないが、積立金の一部取り崩しをしている。

これの本格的な取り崩しが始まるのは、3ページでいえば、2040 年度ぐらいからの保険料も定常化をした頃で、そこから積立金の制度的な取り崩しが始まることになっている。今、こんな状況である。したがって、それまでの間、やはり積立金の体力を付けていくというのは、極めて大事なことだろうと思っている次第である。

(川瀬理事長) 基本ポートフォリオは、私どもが作って、それを運用委員会で了解してもらって、さっき申したように、認可申請をして採用される。こういうことで決まっている。

または、現実には私どもが 18 年に発足をするとき、17 年の7月に運用委員会の委員の方が任命をされて、そこから準備会合で検討することになった。ポートフォリオ自体が前年に作られていたので、そうやって決まったところで、ものすごい作業をもう一回やるかという、それもなかなか現実問題として難しいので、それをとりあえずは踏襲した。しかし、一応、私どもがそれを作って認めていただいているということである。本格的な見直しというのは、22 年度から適用される。要するに、5年ごとの財政検証があって、そこでは目標利回りが変わってくる可能性があるため、そこで改めてポートフォリオ

を作るということである。これ自体は、中期計画の中に入っているポートフォリオであるから、私どもが作って、運営委員会の了解をもらって決めていくということである。

(松本メンバー) 有効フロンティアの導出とあるが、具体的にはどのようなモデルでこの割合を決められたのか。これはアセットクラスの過去のデータから単純にモダン・ポートフォリオ理論のようなもので導出したものなのか、あるいは将来に向けてのリターンにバイアスをかけることはできると思うのだけれども、そういう将来に向けてのリターンにバイアスをかけてつくったものなのか、どういうモデルを使って計算されたのか。

(川瀬理事長) 2ページの下の左にあるように、対象資産のリターン、リスクと相関係数を出せば、モデルというか、一応、有効フロンティアというのは描けると思う。そのリターンやリスクと相関係数をどうやって推定しているのかというと、国内資産のリターンについては、いわゆる年金財政計算における経済前提を基に見通すという形で決まっております、あとのリスク、相関係数は大体 30 年間のものを使って導出したものを使っている。

(松本メンバー) リスクと相関は過去データか。リターンについては、国内の債券と株式は別に考えているということか。

(川瀬理事長) はい。

(松本メンバー) それは、全体の年金や財政、そういうものも考慮した上で考えられているのか。

(川瀬理事長) 例えば賃金がどのくらい上がって、物価がどのくらい上がるというときに、いろいろなモデルというか、見通しをつくって、これは厚生労働省の方でされているわけだけれども、それを使って国内債券のリターンや国内株式のリターンというのを推計している。

(松本メンバー) そこに意思が入るわけか。

(川瀬理事長) そうである。

(松本メンバー) それによって、この割合も全部変わるわけか。

(川瀬理事長) はい。その想定を、例えば株式はこんなにもうからないだろうとか、債券の金利はそんなにいかないだろうというふうにいえば、随分変わってくる。

(松本メンバー) そのリターンの見積もりというのは、GPIFの運用委員会等で決めるというよりは、今、おっしゃったようにある程度厚生労働省等から与えられている見込みなどの影響を強く受けるということか。

(川瀬理事長) これは、今度やるときは、実際はなかなか難しい問題だと思っている。従来は厚生労働省において、いわゆる年金財政の管理投資と、それから基本ポートフォリオの決定とを両方やられたわけだから、あうんの呼吸というか、そのようなやり方で行っていた。今度、初めて2つの異なる機関がそれぞれにやらなければいけないということになったわけである。

したがって、年金財政計算において、先行きを見通す場合に、どういうふうな推計を

使えるかということ、そのまま私どもが使わなければいけないということはないと思っている。しかし、厚生労働省は基本的に政府の見通しを基盤に計算しているのに対して、それを私どもが独自でやるのか、それを独自にやったときの意味合い、違うのはどうか、例えば政府が経済前提というものを変えた場合に、私どもはそういう運用というのは難しいのではないかとことを申し上げなければいけないと思っている。そこを2つの組織で、それぞれの責任が違いながらすり合わせていくというのは、なかなか難しい。今まではそこが1つの組織になっていた。

(松本メンバー) 法的な枠組みとしては、それは今後、運用委員会が独立に決められるという位置づけにはなっているわけか。

(間杉審議官) そうである。理事長が運用委員会に諮問する。先ほど申し上げなかったが、5年ごとの財政再計算というものはもう行わず、それに代わって5年ごとに、先ほど申したような公的年金のフレームがきちんと回っていくかどうかということ、いろいろな経済前提などを置き換えて、5年ごとに再検証するという新しい業務が始まっている。

16年改正であるので、最初の検証が21年度である。したがって、財政検証ということで、年金制度に内在する、例えば被保険者数の異動であるとか、それからどのぐらいが年金制度を通じて年金をもらえるか、そういうふうな年金の内在的なこと、それから、さまざまな外の変数を入れ込みながら、その検証作業をやっていくということになる。

最初のポートフォリオというのは、経過的にいろいろな財政検証の作業の中で一緒にやってきたところもあったのだが、今度は、財政検証の話と、それからこちらのポートフォリオの策定は法律的には別のことになる。

ただ、そこは理事長が言われるように、全く別の変数を置いていくのか、それとも、こちらの長期見通し、我々内閣府とも相談しながら長期見通しを作るけれども、そういったものもある程度援用しながらいくのか、そこはお互い初めてであるので、そこはよくよく相談をしながら、これから作業を深めていきたいと思う。

(川瀬理事長) 制度的な枠組みからいくと、現在の中期目標には、こういうような表現がある。すなわち、ポートフォリオは年金財政上の諸前提と整合的なものとなるように策定をすることということで、年金財政の諸前提があって、それと整合的なということで、目標の中になるが、そこをどうするかというのが1つの論点だと思っている。

(松本メンバー) 先ほど安田メンバーもおっしゃったオルタナティブであるとか、そういう資産クラスを入れるか、入れないかというのも、これは運用委員会やGPIFの判断できる範疇になっているのか。

(川瀬理事長) そういうふうに思っている。とりあえず、私どもがそれを入れようと、それで運用委員会の了解を取って、認可申請をする。そのときに、例えば大臣がそれは認可できないと言われるかどうかはわからないのだけれども、我々がまずアクションを起こすことになる。そこに、今、別に何か法的な制約を感じているわけではない。

(安田メンバー) ところで、マーケットはこんなに変動している。新しい投資商品も次々と開発される。長期のアセット・ミックスや収益の目標を持つこと自体はいいのだが、長期目標が、逆に運用を硬直化させることはないか。目標やポートフォリオは5年に1回だけ見直すということだが。

(川瀬理事長) 5年に1回は見直さなければいけないということになっている。もちろん必要があれば見直せばいいので、毎年一応検証することになっている。だが、例えば株価が大幅に下がった、だからすぐに直すということは、一種の戦略的な資産配分のようなものであり、もともと長期で考えようというものと、そんなに相いれないと思っている。したがって、よほどのことがない限りは、それを維持する方がいいと、私は考えている。一応、いろいろなものについて、1年に1回は検証していくことになっている。

(安田メンバー) 公的年金を運用する方は、リスクと収益目標をふまえて、こういうふうな運用ポートフォリオが最適有効フロンティアに近いアセットの組合せになると考えて運用しているわけである。すると、同じように年金の運用をやっている企業年金連合会のポートフォリオと収益率、年金を受託している生命保険や信託銀行のポートフォリオと収益率は、GPIF とかなり類似のものとなり、収益率も同じような結果になりそうなのだが、実際そこは、GPIF とその他でどれくらい違うのか、大体同じなのか。

(川瀬理事長) いや、少し違うと思う。企業年金連合会はもともと目標が名目ベースになっている。今、名目の予定利回りをどのくらいにされているのか、普通は 2.5%とか 3%でしているが、その名目の目標を実現していかなければいけないというポートフォリオと、このように実質の目標を採用しているところでは、結果が異なる。しかもむこうは、毎年、毎年、言わば残高チェックのようなものが入って、積立てをするかどうか検討する。私どもの方は必ずしもそれが入らないということで、企業年金と、私ども公的年金とではある程度違う。

そういっても、例えば株式の比率がむこうだと 3 割とか 4 割で、その程度の違いで、何かがらと変わっているわけではない。

(間杉審議官) ただ、やはり株の比率は高い。

(伊藤メンバー) 今の名目と実質というのがわからなかったのだが、こちらも目標は名目なわけか。

(川瀬理事長) 3.2%は名目である。

(伊藤メンバー) それは、何が違うのか。

(川瀬理事長) 例えば、今、後から振り返って評価をする場合に、我々は 3.2%と比べるのではなくて、賃金プラス 1.1%で比べるわけである。それで 3.2%はどのような値かといえば、例えば名目賃金が 2.1%ぐらい上昇するような経済において、目標とすべき利回りだろうということである。

(伊藤メンバー) 名目の違いではなくて、名目だけれども、賃金がベンチマークになっているということか。

(川瀬理事長) そういうことである。

(安田メンバー) ポートフォリオを作る上で、名目の数字を仮にフィックスしないとポートフォリオは作れないからということか。ただし、評価はもともと実質プラスベースなのでということか。

(松本メンバー) 変動する賃金プラス 1.1%が評価基準であり、ポートフォリオを作るためには、一旦固定の数字を入れなければいけないので、3.2%を入れているということか。

(安田メンバー) ここのポートフォリオを作るときは、すべて GPIF の中で設計するのか、それとも外部の運用アドバイザーなどを使いながら作るのか。

(川瀬理事長) もちろん、私どもだけではなかなか難しいところがあり、コンサルタントを使いながらやっている。

(池尾副主査) 今の私どもではなかなか難しくという話にも関係するかもしれないが、GPIFを作ったのは、専門性、独立性を高めるためだというわけであるが、そういう意味で、理事長ともう一人理事がいらっしやって、あと 80 人程度の職員がいらっしやるわけだけれども、その人たちのキャリアとか、人材としてのバックグラウンドが本当に専門性を高めるという趣旨に合ったような人選になっているのかどうかということが大切である。

例えば民間金融機関等で、資金運用の経験を持たれている方がどの程度いらっしやって、トップの理事長と理事のお二人のうちいずれかがそういうキャリアの方なのかどうかとか、併せて、運用委員会のメンバーのバックグラウンド、どのような方がいらっしやるか、そこが本当に専門性、独立性という基準から見て適切な職員構成というか、人材構成になっているかということをお聞きしたいと思う。

(川瀬理事長) 少し身を小さくして聞いていたのだが、私がどうかという辺りは、置いておいて、今、職員の人材ということだと、これは基本的には年金資金運用基金時代からずっと引き続いてやっている人が、大部分であって、そのほかに、私どもの独立行政法人になってから、民間より 14~15 名、民間での運用経験があるということで採用している。そういうことでミックスをしていて、大分比率は上がったと思う。

ただ、以前の年金資金運用基金からの人たちは民間での運用経験はもちろんないのだが、私どもの主な仕事である、マネージャーの管理という点については、結構長い間経験を踏んでいるので、民間の経験がないからレベルが低いとか、そういうことではないと思っている。そういうもののほかに、やはり民間での経験で、逆側から見ていた人を入れるというようなことで、かなり多様化ができたと思っているけれども、そのほかには、先程申し上げたように、非常にいい人だと思った人が、処遇、給料を聞いて、やはりやめておきますということももちろんあるし、我々は人件費の削減計画みたいなものを見ながら、いつ誰が定年退職が来るとか、そういうのを見ながらやっていっているということで、かなり制約がある。

それから、理事は、今は厚生労働省からの出向の方になっていただいている。これは、実際問題として、理事が1人というときに、民間から理事を採用して、私どもがミッションを考える場合に、やはり役所との折衝とか、あるいは場合によっては国会議員への説明とか、いろいろなことを考えると、民間の運用経験者をとって、理事に据えるというのは、必ずしも適当ではないだろうと私は思っている。

つまり、理事が2人とか3人いれば、そのような役所からの人と、民間の経営者と、コンビネーションがいいと思うのだが、制約がある状況である。

それから、理事長がどうかというのは、後から聞いていただきたい。

運用委員会であるが、これは、今、学者の方、それから労使代表の方、それから民間の経験のある方となっている。今度、大臣の意向もあって、実務型の方向に舵を切られると聞いている。当ワーキンググループの前の議事録を拝見したときに感じたのだが、一体どういうバックグラウンドの人が、そのような、ボードというか運用委員会にとって良いのかというと、どうもあのボード自体は、ディシジョン・メイキングではなくて、運用のアドバイスということで、ある程度専門的なのだが、同時に、非常に重要な役割として、基本ポートフォリオを決める、そのときのリスク・リターンをどのように考えていくかという役目が非常に大きいわけである。

それで、例えばこの前話題となった、カナダのボードにしても、では、どういうメンバーが入っているのかと言うと、私も少し調べたのだが、12人いる中で、本当の意味で運用経験というか、直接運用に携わった人というのは、2人か3人である。あとは、やはりエコノミストや企業経営者である。基本ポートフォリオを作って、そのときに一体どのぐらいのリスクを取れば、例えば国民的なコンセンサスとの間で良いだろうかというときには、私は運用の専門家だけで構成するというのは、いかがかと思っている。

しかし、運用の細かいことになってくると、これは運用の専門家がすべきだと思う。要するにレベルがある程度2つに分かれていないと、私は、どういうメンバーにするかというのは、なかなか難しいと思っているのだが、今の運用委員会というのは、両方を備えているようなもので、なかなかそこは難しく、単に運用理論に優れた人とか、運用経験者とかというふうに全部シフトするというのもどうなのかと、私は感じている。

(上村主査) それは、かなり自由度が高い運用をしているとすれば、国民的な監視という役割と、プロとしての評価というのと、2つの部門が必要だろうと思う。今までは、それは余り必要がなかったのかもしれないが、少なくとも運用委員会というのは、今、お聞きすると、基本ポートフォリオを決めるという重要な役割を担い、一方で、理事長のアドバイスというような言葉もあったし、ペーパーを見ると、運用状況を監視すると書いてある。

そして、今後は、実務に精通した全体の増員をして改善したいということは、今は余り精通していないというようにも見えなくもなくて、結局、運用委員会というものの性格というのが、要するに、今はどちらかということ、国民的な評価や関心というか、そっちの方



に向いているのか。プロが評価するという方向や、あるいはその2つがあった方がいいのか。

(川瀬理事長) 監視という意味では、独立行政法人評価委員会というのが別にある。

(上村主査) それは、独立行政法人には大体あるだろう。

(川瀬理事長) 年金部会というのがあって、年金の評価をされるというのがあって、それと例えば運用委員会とどういう考え方で設計されたか、よくわからないが、一応、正式な評価としては、年金評価委員会というのがあって、そこで評価を受けるという部分はある。

(間杉審議官) 確かに、今、主査が言われたように、運用委員会について、やはり国民に対してという、その要素が非常に強いと思う。

今、大臣からは、少し実務に精通した方を増やしてどうかというお話も頂いていて人選をしている。4月から新しい運用委員会になるので、また、決まったところで、名簿などは、お届けしたいと思う。

それから、非常に見にくかったかもしれないが、ちょうど16年の年金改正をやったときに、本当に市況もどん底であったけれども、とにかく当時の理事長は、国会にほとんど毎日のように呼ばれて、非常に厳しい叱責を受けたという状況だった。

そのときの理事長というのは、率直に申して、ずっと厚生労働省出身者の再就職ということでやっていたけれども、本当に民間からの専門の方をいただくのではないかと、当時の大臣のリーダーシップで川瀬理事長に初めて来ていただいたという経緯である。

理事長からも、いつも、先ほども資料にあったが、人件費を削られるし、優秀な方々を本当に採ろうとしているのだけれども、こんな給料だと、40代ぐらいの方々にはなかなか、と言われてしまうので、非常につらいのだが、22年度から、新しい中期計画になるし、独立行政法人という全体の枠組みの話もあるけれども、少し何か個別に工夫の余地がないかということは、また、内閣府内、内閣官房ともよく相談して、私どもも知恵を絞らせていただきたいと思っている。

(上村主査) この組織運営上の問題点というのを、最後に理事長がおっしゃったと思うが、これではやれないだろうなという感じがする。それならば、独立行政法人という枠から外れるというのは、1つの大きな選択肢ではないか。

(間杉審議官) 率直に申し上げて、本来運用そのものが政治 이슈に馴染むのかどうかという点については、私も誠に御指摘のとおりだと思う。こちらの方での御議論だと、何とかそうしたいと、私も実は思っているが。先ほど申し上げたとおりのいきさつもあったので、当時与党から、あのときは50人だったか、運用は非常に最小限の人員コストでやるとの方向性が示された。最小限の人員コストでというのはいいのだが、非常に厳しい線を引かれていた時代があって、なかなか急にというわけにはいかないかもしれないけれども、何とか実績を上げていきながら、少し改善の余地がないかどうかとい

うのを本当に真剣に考えてみたいと思っている。

(安田メンバー) 今、専門性と運用の自由度というテーマが出ているが、お聞きすると、運用をもう少し自主運用を広げようかと考えても、人員や、オフィスの場所といった、インフラの整備に関しては自由に考えられる余裕はないのか。

例えば、アメリカのマーケットがどうなるかという現地でのリサーチ力がなくて、グローバル時代の運用が出来るのだろうかと思うが、欧米にオフィスを持つと決定するような自由度はないようである。自由度というのは、どこまでの自由度なのか。人を採る自由もないのか。

(川瀬理事長) 人件費の枠内でしかない。

(池尾副主査) やはり制度上の制約が、強過ぎるのではないか。制度的な枠組みそのものの改善というか、拡充というか、見直しの必要性というのが、やはり基本的に大きくあるのではないかという気がしている。独立行政法人という枠組みそのものもかなり業務内容からすると、制約的のように見えるし、もっと積極的に制度的運用の枠組みを見直すという方向性というか、取組みをしようということはないのか。

(間杉審議官) 言ってみれば、今の枠組みというのは、恐らく御指摘いただいたように、年金財政との関連での最低限のミッションをやっているということだと思う。

どちらかというと、やはり年金の保険料を原資にする以上は、恐らくそこから先というのは、どういう絵が描けるのだろうかということまで、まだ、私どもも実は来ていないところである。

(川瀬理事長) この運用に金をどのぐらいかけるかというのは、私も実はここに来てびっくりしたのだが、カルパースの人が来たときに、カルパースは、例えばCIOに、8,000万、7,000万出して、その部長クラスもすごい報酬を得ている。私はよくこういうもので、年金加入者は満足しますねと言った。そこはシュワルツェネッガー知事も怒ったというふうに言われているのだが、よくみんな我慢しますねと言ったら、これは10年かかりましたと言っていた。10年かかって、そういうところでけちるよりは、運用の効率を少しでも上げてもらって、十分カバーできるのではないかということなのだ聞いた。私も日本は10年かかるのか、あるいはどこかではそのようにかじを切るのかもしれないと思うが、今は、それは単なるコストだと、運用の見合いではないという考え方である。

(上村主査) それは、責任と報酬は見合っていると思う。やはり何か問題があったときの責任追及というのは、アメリカはものすごく厳しい。その代わり報酬はたっぷりということなので、やはりそこまでの覚悟をトータルに持てるかどうか。

アメリカで取締役の報酬がものすごく高いと言うけれども、日本の経営者はすぐそう言うが、責任リスクが全然違う。その辺はあるかなと思う。

(松本メンバー) 私は、金融機関にずっと長く、運用に近いところにずっといたし、今も会社を経営しているので、そうした立場で言うと、報酬というのは、確かに主査がおっしゃるように、責任に対する見合いの部分もあるが、そうではない部分もあると思う。予

算を配分するときに、結局リスクを取らなければ、一切リターンはないわけであり、どれだけ結果を出すためにお金を使うかという関係であって、その部分は責任ではなくて、ある意味で運用というアクティビティーに対する予算、運用という結果を期待するために、どれだけの予算を投下するかということだと思っただが、それ自体に費用がいる。

そう考えると、私から見ると、確かに今の予算制約というのはいり得ない。これは、逆に私は思うのだけれども、これだけの 140 兆円の国のお金を管理するのに、これだけの人件費で、それを間違いなく管理してくださいというのは、そういう考え方自体が間違った方向であって無責任といえないか。それはやはり直していくべきではないかと、私は、理事長のおっしゃることに、全くと言っては語弊があるかもしれないが、賛成である。直さなければいけないと思う。かえって無責任ではないか。

(安田メンバー) これだけ安い経費でやれというのだったら、国民も別に大きな期待もしなくなるのではないか。世界を見て、140 兆円持つ年金運用機関の運用力向上に、これほど、真剣にお金をつぎ込んでいない国も珍しいだろう。

もう一つお聞きしたい。運用マーケットは変動するものだが、市場が悪かったときの低利回り運用の許容度というか、長期的な視野での変動幅の覚悟とかいったものは、どのくらいあるのか。GPIF が株式投資をしにくかったのは、バブル後の株式市場の暴落で、何で危ない株式投資をやったんだというような非難があったからだろうか。もちろん、国民の大切な年金を運用しているのだから、プルーデント、つまり慎重でなければいけないことは当然だが、一定のリスクをとらないとそれだけの収益も生まれない。しかも、マーケットであるから、短期的に運用利回りに変動があることを避けられない。長期で見るといいポートフォリオなのに、短期で見ると、あるときは運用成績が下がることもある。それを細かく批判されると、やりにくいと思うのだが、その辺への理解、覚悟の程はどうなのか。

多分、サブ・プライム・ローン問題発生後の市場の暴落を見て、最近では、周りから、アメリカになぜ投資したんだとか、何で株式を増やしたんだとか、なぜ証券化商品を組み入れたのかといった非難があるのではないかと想像してしまう。そして、一時は、もっと株式運用を増やしてキャピタル・ゲインを得ておくべきだったという人が、今は、逆に、株は危ないからもう安全な債券運用だけにしろと口うるさくいっているのではないだろうか。国民の年金運用であるから、すぐに政治・行政問題に結び付けて、批判の声が出やすいのだが、こうした外部の声があると、長期運用が、非常にやりにくくなるはずだ。実際に運用していて、そのような窮屈さはあるのか。もし、独立行政法人ではない組織制度にすると、もう少し長期視野に立った自由な運用ができるのか。

(川瀬理事長) よくガバナンスのところで、例えばカナダのようにボードというものをつくって、そこに委ねるといふことにすれば、そういうことを言われなくて済むのではないかという話があるが、これは、ボードを作るかどうかというよりも、政治や社会の方に、そういうものに運用を任せるのだというコンセンサスまではいかなくても、理解みたいなもの

ができない限り、独立行政法人であろうが、別の形であろうが、続くと思う。

運用の方から言えば、理想はそういうこと。株というものは、持っていれば、上がり、下がりするもので、長い目で見れば、プラスにはなるということだけれども、そういう理解が行き渡るといことは非常に難しい。運用するときターゲットはミニマム・リスクにすべきであろうという発想になっている。ミニマムであっても株式も対象になるのだが、一方で年金財政を持たせるために、ある程度の利益、収益を上げなければいけないということで、その中では、ミニマム・リスクであると考えざるを得ないと思っている。

(間杉審議官) 長期だということは、我々も常に四半期ごとの運用成績をこちらが出す際には、併せて必ず言うようにしている。

当時、16年改正のときに、株式の運用状況がよくなかったが、その後改善に向かい、累積収益もプラス13兆円ぐらいまで上がったのだが、そのときには運用の議論はあまり行われな。できるだけここは短期的な運用収益の状況からフリーで長期運用に専念してやれるような、そこはむしろ私どもの役割だろうなと思っている。

ただ、本当に上がった、下がったという議論はあるので、これは非常に心配している局面ではある。

(上村主査) 例えば、今、仮に海外で商品先物をやっていたとしたら、相当利益は上がっていたはず。

要するに、過去のある時点で、仮にこういうポートフォリオだったらどうだったというようなシミュレーションというのはあるのか。

(間杉審議官) それは、恐らくやろうと思えばできると思う。

(川瀬理事長) 平成14年度に6兆円の累積赤字がたまったときに、相当の人が株なんか全部売って国債でやれと言った。

では、そのときに全部売って、その後、全部国債で運用していたら、今、積立金の残高はどうなっているというのを計算できていて、それは今のポートフォリオをやったから、13兆円か、そのぐらい増えていて、全部国債でやったら2.5兆円ぐらいしか増えないということはできている。

(上村主査) 多彩なシミュレーションが、例えば株で十何兆もうかっていたという時代でも、そんなに多くなかったらどうか、一方で、今は、株でこんなに下がっているけれども、そんなに下がらないで済んだとか、何かそういうのがあればメディアにとっても、割とわかりやすい。

もう一つは、コストがすごく少ないという話があったが、ちょうど、国鉄みたいに分割して、共有するミッションは持っても、戦略はちょっと変えたものにして競争させるというようなアイデアはないのか。

(川瀬理事長) 私は、分割していただければ、その方がありがたいぐらいに思っている。

やはり、今の金額を運用することは、非常にいろんな意味での制約が大きいと思って

いて、50兆ぐらい3つに分けるのならば、その方が多分やりやすいと思う。

ただ、その場合に、それぞれをどういう目的を与えてやるのかというところは、政府の方で考えるのだろうが、単純な運用規模としては、非常に楽になると思っている。

(松本メンバー) 運用経費について、質問させていただきたい。運用経費 398億円のうち、ほとんどが運用手数料になるのか。

(川瀬理事長) 運用手数料と資産管理手数料で、398億円まではないが、実績として、去年が308億円だった。

(松本メンバー) それは、外に運用されている資産に対しては、何ベースポイントぐらいか。

(川瀬理事長) 3ベースポイントとか、そのぐらいではないか。

(松本メンバー) 外に出したのは80兆円ぐらい。

(川瀬理事長) ベースポイントとしては非常に小さい。

(安田メンバー) パッシブが多い。

(松本メンバー) これは興味からお聞きしたいが、どういう理由で、運用経費が削減対象外で、一般管理費が削減対象であるという、この分け方にしたのか。

(川瀬理事長) 運用経費か。

(松本メンバー) 削減対象と対象外と分かれている。

(川瀬理事長) 運用経費というのは、資産が増えていくのに応じて増えていく。今、ほとんど預託からこちらに入ってきているので、当然増えていく。

(安田メンバー) もう一つ、運用はほとんど外部に委託し、70いくつかのかなりの多くの外部ファンドを活用されている。そうすると、今、GPIFが業務としているのは、全体のポートフォリオとアセット・アロケーションを決めて、その決められた枠内で、国内債券のインデックス運用だったら、どこのファンドに委託するのがいいかという形で選んでいくということなのか。それを3年ぐらいで見直すということで理解してよろしいか。

しかも、委託先を選ぶときも、これまた外部の評価助言機関を使いながらやるということか。

(川瀬理事長) コンサルタントの意見も聞きながら、しかし、基本的には、私どもで実施している。

(安田メンバー) これが、先ほどの議論のように50兆円規模でいくつかの基金に分けたとした場合、GPIFが自分たちで運用できるというインハウスの運用部分というのは、今後、もっと高めた方がいいのか。それとも、今の状況では、むしろ、もっと外部の運用先に委託しながら運用する方が現実的だと感じているのか。

(川瀬理事長) 今の海外の大きなファンドを見ると、相当部分インハウス、自分でやっている。そのためには、相当の人をもってこななければいけないけれども、やはりインハウスと、外に出すのを比べると、インハウスの方が相当コストは安い。それは、外に比べれば、建物から役員、ボーナスからいろいろあるわけだから、自分でやる方が安いとい

うことで、かなりインハウスのウエートが高い。私どものように、ちょっとしかやっていないということは非常に珍しい。

(松本メンバー) 一方で、GPIFぐらいの大きな資産になると、逆にインハウスだと、キャパシティー的にはきつい。

(安田メンバー) 分けて一部でだろう。

(川瀬理事長) 一部だと思う。

私から、1つ質問させていただきたい。こちらの方で、去年の4月に第一次報告というのを出したが、そのときの「公的年金等における運用上の自由度拡大と受託者責任の強化」というところの中で、特に今後は、受託者責任を強化する観点から、リスク管理の高度化、説明責任の強化と同時に、結果責任の明確化ということが入っているのだが、これはどういう意味で、使っているのか。

この結果というのが、単に、結局やってみたら、この1年はロスが出たとか、ターゲットは達成しないということであれば、そういう結果責任の明確化というのは、1年とか、そういうことを考えておられるのか。

(池尾副主査) いや、必ずしもそういう短期的な意味ではないつもりだ。

(川瀬理事長) では、どういう意味で結果責任という言葉を使っているのか。

(池尾副主査) パフォーマンスは、測定して問わなければいけないと思う。事前的な意味で、運用体制がしっかりしているかどうかとか、そういう事前の評価と、それからやはり結果としてどういうパフォーマンスが上がってきたのかということの評価して、それに基づいて、適正だったかどうかを問うということは、逆に非常に当然のことだと思う。

そのときに、運用の成果をどう評価するかということについて、技術的に困難な問題があるということは、同時に確かなことだと思うし、いかに、どういう形でパフォーマンスを測定すればいいかということに関する問題は、一方であるが、結果を評価して責任を取るというのは、そのこと自体は、極めて当然のことだと思う。

(松本メンバー) 議論していた背景には、アメリカのERISA法の話があって、アメリカにおいて、ERISA法というのは、そのプロセスだけではなくて、運用の結果についてまで言及されていたと思う。それは、絶対リターンという意味ではなくて、あくまでも相対リターンではあるが、マーケットのリターン程度の運用をすべしというようなことは、ERISA法には書いてあったと思う。その議論をして、そういった観点が足りないというか、もしかしたら抜けているかもしれないという議論だったように、私は記憶している。

(川濱メンバー) 現行でも一応、ベンチマークを与えられている。ベンチマークの中で、乖離が激しかったら、その乖離がなぜ激しかったかに関して、説明すると、説明責任自体がある種の結果と見合った上で、何でそうなったかに関する検証を含んでいるわけで、そういったことの意味で、結果という言葉を使っている。

(川瀬理事長) 結果責任という言葉は、マスコミや、政治的なことでは、要するに成績が悪かったら誰かの首を出せということになる。そういうことで理解されやすいこうい

言葉を、こういう有識者の会議がお使いになるのかなというのが、私は非常に疑問に思っている。結果責任というのは、普通はそうだ。政治の世界などでは、何兆円損した、誰の責任だと、それは結果責任だと、そういうことで、非常に世間的に使われる用語をここでお使いになるのは、私とその矢面に立つからということではなくて、運用を考える場合に、いかがかなという感じがしたので申し上げている。

(上村主査) 最善を尽くしてベスト・エフォートで運用するということは当然。その結果、この程度だったという場合に、理事や関係者の責任は問われない。それはそのとおりで、無過失責任というものを認めるという話ではないけれども、しかし、それはベストを尽くしたとしても、結果が余りよくないというふうに世間が評価したとしたら、それは個人の法的な責任などではなくて、やはり体制などを含めて、何らかの責任は結果との相関関係で出てくるだろう。

ただ、結果責任というと、法学部を出た人は、無過失責任や、理事の結果責任と誤ってしまう場合もあるかもしれないが、それはそういう意味ではなくて、やはりあくまでも個人の責任は注意義務を尽くしたかどうか、ベストの努力を尽くしたかどうかということに来る。

ただ、その結果というものが、やはり体制を見直したり、制度を見直したり、そういうことに結び付くことは当然あるだろうと思う。

(池尾副主査) 確かに理事長がおっしゃったような意味で、世間的に使われている面はあると思うが、逆に我々は、今、上村主査が説明されたような意味で当然理解して議論をしていたということである。

(川瀨メンバー) 要するに、成果を見るときに、単純に幾ら収益が上がったということの問題とするのではなく、現に行なわれていることだと思うが、資産ごと、ベンチマークに照らして、そこに及んでいなかったら、何らかの形で説明してもらわなければ困るだろうし、最終的に、場合によっては、担当者の入替えも含めて考えなければいけない話だということだろう。

(川瀨理事長) それは、通常の年金評価委員会から評価を受けるとか、運用委員会に説明するときには当然のこととして評価をされるわけである。それを結果責任というのかどうか、よくわからない。

(川瀨メンバー) 先ほど言及があった、ERISA法でいっているのは、個別のベンチマークに照らして、それと、乖離している場合を問題とするということだろう。

(川瀨理事長) それはもちろん。

(間杉審議官) マーケットができたこと、できなかったことということだと思う。

(川瀨理事長) 私は別に内容に不満はないが、ものの響きは、そういうことではないのかと思っている。

(間杉審議官) 先ほど上村主査の方から分割というような話があった。理事長の方から率直に 150 兆円を持つのはつらいという発言があったけれども、ただ、結局こういう

状況の中で、どういうものが競争の余地があるのか。我々もスウェーデンの話も勉強しなければいけないと思っているけれども、結局、スウェーデンも似たり寄つたりの結果になっていて、4か所分コストがかかってしまったとか、いろいろな評価があるようなので、少し私どももいろんな外国のケース等も勉強したいと思っている。

(上村主査) その場合、先程理事長は50兆円ぐらいとおっしゃったが、例えば30兆円ぐらいが5つなのか、50兆円ぐらいなのか、適正な規模というのは、一概には言えないのか。

(川瀬理事長) 50兆円でも適正を超えていると思う。

(安田メンバー) 世界で50兆円の規模を持つ機関投資家といったら、本当にいくつか数えるくらいしかない。

(川瀬理事長) 50兆円というのはない。例えばノルウェーが石油でどんどん増やしているが、そんな規模のところはそんなにないと思うが、今、我々は飛び跳ねて大きい。そのことによって言えるところがある。

(上村主査) 先程も出たけれども、評価委員会というのが、現実にはどういう意見を言ってきて、どういう機能をしているのかということ、教えていただけたらと思う。

(川瀬理事長) 評価委員会は、厚労省から御説明いただいた方がよいのではないのか。

(板谷参事官) 評価委員会は、中期目標、中期計画、更には中期計画を毎年ごとに直した年次計画というのがあって、そういった細かい条項ごとに数値目標が書かれているものについて、それを達成したかどうか。かなりマニュアル化したやり方でやっているというのが実態である。

一旦中期目標・計画が決まると、後は、視点等はある程度最終的に作る時に決められていて、マニュアル的に毎年毎年チェックしているということである。

ちなみに、18年度、最初の年度であったけれども、大変いい評価を得たということ、報告させていただきたい。

(上村主査) それから、中国やインドなども含めた海外の株式の運用を増やしていくというために、何か変えなければいけないことはあるのかどうか、何か必要なことはあるか、人件費の制約であるからできないとか、そういうことがあるのか。

(川瀬理事長) 今、エマージング株式というのは、ベンチマークとしては入れていなくて、アクティブ・マネージャーが少し入れるのなら入れてもいいと言っていて、今度やるときに、それをベンチマークとして取り込むかどうかというのは、今からの議論である。それはオフィスを作って、インドがどうの、中国がどうのというところを調べるというよりは、そのところのリスク・アンド・リターンを過去のレコードとか、そういうのを見ながら考えていくということになるかと思うので、そこで、何か人が足りないからという理由で入れる、入れないということにはならないと思っている。

(池尾副主査) 関連するかどうか分からないが、パッシブ運用を中心にやられている



わけであるが、一部アクティブがある。それで、GPIFのアクティブ運用部の累積超過収益率というのが、非常に芳しくない。同じ時期の企業年金連合会のアクティブ運用の累積超過収益率などと比較した場合に、明らかに遜色があるという感じなのだが、それは、どうしてなのか。マネージャーをマネージする点については、それなりの体制があるという御説明が最初の方であったと思うが、アクティブ運用の結果が芳しくないということについて、事情を御説明いただけたらと思う。

(川瀬理事長) 企業年金連合会と比べたことはないが、確かなかなか思ったように、アクティブの $\alpha$ (超過収益)を出してくれないとっていて、どうしてだろうと、我々が選ぶときにこうだと思っても、うまくいかないという部分と、あるいは私どものアクティブファンドの規模が少し大き過ぎるのかなということや、マネージャーの組合せがおかしいのかなど。

それから、私どもはファンドを与えた後に、追加的にニューマネーが入ってくると、それをまた入れていく。そういうことが、うまくいかない原因なのかなとか考えたりしている。いろいろマネージャーのセレクションのところについては、何とかしようと思っているし、ファンドが大き過ぎるのかなということも、これはむこうにも聞きながらやっている。管理負担のようなものもあって、200~300のファンドをどんどんたくさんつくればいいのかというものでもないかと思っている。実際にいろいろなコンサルタントが調べたアクティブファンドで、非常に高いリターンを出しているのは、結構小さいところが多い。

つまり、管理コストも考えると、それほど小さいのをたくさんというわけにはいかないから、アクティブといっても、かなり抑えたアクティブというふうに想定をするということなのかなと思っている。

それでも、何とかならないかと思ってやっているのだが、選ぶときに、いろいろな過去のパフォーマンスを出してもらって、これはうまくいきそうだと思って採用すると、なかなかうまくいかなかったり、いろいろ苦戦をしている現状である。

(松本メンバー) 大き過ぎるのが最大の問題だと思うが、普通に金融の運用の常識で考えると、これだけのキャパシティーを用意するのは容易なことではない。

では、GPIFを分割していけば、それで済むのかというと、もしかすると、一見分割したようで、最終的なキャパシティーが足りないと、同じ問題には帰結してしまうかもしれないので、とにかく大き過ぎるというのは、世界に類を見ない大きさであるというのは一つの問題だと思う。いい悪いではなくて、イシューだと思う。

(上村主査) 分割でやるときの戦略的なミッションをそれぞれ変えて競争させるという議論もあるのではないか。

(間杉審議官) 分割をしてしまうというのは、確かに主査がおっしゃるとおり、何か堂々巡りみたいな感じはしないでもない。結局、ファンドマネージャーとの相対関係だと思うので、そうすると、結局、私も大臣も同じだと思う。アクティブをどうするかというところは、結局、アクティブというのは、どういうふうにロットが大きいのか、小さいのか、それから

どのぐらいここにコストがかけられて、本当にどのぐらいできるのかという、アクティブの在り方というのは、少し議論をしてもいいのかなと思っている。

(松本メンバー) 個人的には、アイデアであるが、アクティブに関して、スライスしてとにかくファンドを小さくして、公募して機械的に決めて、いっせいにお金を入れて、それで毎年機械的に下位のファンドを落として入替えをすとか、とにかく面倒くさい管理をしないで、機械的にやる。その代わりに、こつとしては、一つひとつのファンドはかなり小さく、かなり小さいというのは、1,000 億円を切ってくるぐらいにしないとだめだと思うが、そのぐらいで世界から集めて、どんなテーマでも構わない。その代わりに最終的なリターンだけ見て、下を外してもう一回入替えをする。

それで、管理コスト等、余り高くしないでという約束で公募する。そのくらいじゃないと、キャパシティーを確保できないのではないかと、個人的に思っている。

(安田メンバー) このファンドは、今、国内と海外の運用委託先というと、どれぐらいの比率になるのか。

(川瀬理事長) 投資顧問の国籍という意味か。

(安田メンバー) はい。

(川瀬理事長) どうであったろうか。例えば外株とか外債、そういうところは、海外が多いだろうか。国内は、そうでもないということで、半々かそのぐらいかと思う。

ただ、100 億円ぐらいにすると、100 とか 200 社ほども多くしなければいけなくて、現実問題として、そんなに投資顧問がいるのかというと難しい。

(安田メンバー) 日本株を対象とするだけだと無理だろう。したがって、世界を対象とする。

(松本メンバー) 世界であり、世界中のマネージャーがあり、対象資産も余りしばらない。そうすれば、ある程度キャパシティーは取れるかなと思う。

(安田メンバー) 15 兆円の株なのだから、10%動いたら市場が動いてしまう。

(池尾副主査) 運用にこれだけお金をかけないでやるのだったら、それぐらいでしかやらないのだったら、対象を非市場性国債か何かで運用する方が実はいいのではないかという気もするが、全額を自主運用というのではなくて、ある意味で預託制度に戻ってしまう話になるが、かなりの部分は、自動的に国債を購入することにして、それでマネージできる程度の規模について、残りについてのみ効率的な資産運用をやるということで、全体としての年金積立金について、目標である賃金上昇率プラス 1.1%を確保するという在り方もコスト制約を考えると、あり得るような気がする。無理に 150 兆円全部を本当にきちんとした、もっと大きな組織にして、予算もつぎ込んで 150 兆円運用するというのなら、それはそれで1つの方向性としてあるのだが。

(松本メンバー) 法律を変えるなど、コストは、今制約があるけれども意思によって変えられ得る話である。ただキャパシティーの問題というのは変えられない。アメリカにおいても、年金の運用というのは国債だけでやっている。あれは私はすごい見識だと思う

ていて、要は小さな国がやる年金運用と、大きな国がやる年金運用というのは、やはり違うと思う。これだけ大きな国だと、なかなかマーケットでの運用というのは、これは理事長に申し上げてもしょうがないが、もともとこういう道を歩み始めてしまったが、案外大変なのではないかというのは感じる。我々はシンガポールではないし、日本なので、余りにも規模が違う。アメリカの方が近い。一番近い国がアメリカだと思う。

(池尾副主査) その意味で、自主運用で、ずっと来たけれども、全額自主運用というのは、本当に正しいのかという根本のところの問題は疑問として、正直いってある。

(間杉審議官) そうかもしれない。おっしゃるとおり、そういう意味では、国内債券等で国債の割合が高いので、国債プラス引受財投債、あとはコストの範囲の中でリスクを抑制して、とにかくパッシブ、パッシブで来るのだけれども、しかし、やはりそこを何とかコストの範囲の中で一部アクティブというところも道を開いておいて、全体として何とかプラス 1.1%、できれば、それよりも上の安全域みたいなところをねらっていきたい。全体的にそんな構造になっているということなのかもしれない。

(安田メンバー) これを実際見ても、運用の 42 兆円が国内債券のパッシブ運用だろう。これに財投債があるから、多分 60 兆円ぐらいの量は、パッシブにインデックスに合わせたおとなしい運用をしているわけである。実際に考えなければいけないのは、残りのもっとダイナミックな運用の方だろう。残りといっても大きいけれども。

(松本メンバー) 一つ、アメリカと区別して考えなければいけないのは、アメリカという国は、多分公的年金では、そういうふうなマーケットリスクを取っていないけれども、国全体としては、個人のレベルであるとか、企業のレベルで、世界中のエクイティリスクを取っているわけである。国全体としては、多分ある程度、本当に適切かどうか、最近の状況を見るとよくわからないけれども、やはりある程度のリスク量を取っている、恐らく我が国よりは適正なリスクを取っているのだと思う。我が国は、個人も預貯金がほとんどであるし、銀行もやはり債券を買っているし、公的年金も、もし債券だけとなると、国全体として、企業分も含めて、国全体として取っている世界に対するエクイティリスクが多分少な過ぎるのだと思う。

それで、ミクロの最適化を、先ほどのような話をしてしまうと、最後、全体を見ると、全然リスクが取れていないじゃないのと、これではどん詰まりで人口も減っていくのに、縮小均衡するだけになってしまうということになりかねず、そこは気をつけなければいけない。

(上村主査) アメリカは、結構守りは固めている。それで、攻めていくところは攻めていく、企業だって防衛しているし、そういうところは、なかなかしたたかだかと思う。

(安田メンバー) GPIF は、運用市場に対する効果はかなり大きいことを自覚する必要がある。昔、年金福祉事業団の運用が、どういうポートフォリオをめざし、どこまで投資対象範囲を広げ、どこに運用を委託したかというのは、ほかの民間運用機関にさっと情報が流れて、すごい影響力があった。したがって、やはり GPIF が、どこまでポートフ

オリオの対象を増やすのか、何を指標とするのか、どういうプロフェッショナルな運用体制になるのかということは、GPIF だけでなく、ほかの運用機関へかなりの影響があると思いつながらやらないといけない。

(上村主査) 事務所の移転というのは、いろいろ言ってもだめなのか。

(間杉審議官) 10 年前に、貸付業務が中心のときに、首都機能移転の一環として提起され、政令で本部を移転する日にちも決められたことではある。しかし、何で東京から出ていくのかいう声はある。

(川瀬理事長) 是非、政府の中枢に近い、このグループでアクションしていただければと思う。

(上村主査) 移転の話は、聞いても全然理由がわからない。

(松本メンバー) この法律は、変更すべきだと思う。

(間杉審議官) ほとんどの機関が言うことを聞いていて、ここだけではあるが。

(松本メンバー) 日付をとりあえず、5年でも10年でも延ばすという手もあると思うが、意味はない。運用というのは、極めてインテリジェントな仕事だから。やはりインテリジェンスが集積している場所にいなかったら、恐らく普通に考えると、運用成績は落ちると思う。法律は変更すべき。

安田メンバーも、そう思うであろう。

(安田メンバー) 多分、スイスの田舎にあるプライベート・バンクにでも行って、こういう田舎でも資産運用はできると考えた政治家がいたのではないか。投資運用は経費を削って質を落としたり元も子もない。コストをかけても優秀な運用者を集めれば経費をはるかに上回る運用業績を生むものだ。都心を離れると、世界の情報は入らないし、人も集まらない。おかしい判断だ。

(上村主査) それでは、大体議論も尽きてきたなという感じで、先ほどの結果責任の話は全然他意はないので、昔、マックス・ウェーバーの『職業としての政治』を読んだら、心情倫理と責任倫理というのがあって、政治の世界でも何でも、やはり結果責任というのが日本では非常に少ないと議論している。ただ、これについて、特別に他意があると言っているわけではない。

それでは、本日はこれで終了させていただきたい。本日は、御多忙のところありがとうございました。