

## 第 17 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5月8日（木） 14：00～16：00
2. 場 所：中央合同庁舎 4 号館509会議室
3. 出席者：

副主査	池尾 和人	慶應義塾大学経済学部教授
メンバー	伊藤 隆敏	東京大学大学院経済学研究科教授
同	大崎 貞和	株式会社野村総合研究所 研究創発センター主席研究員
同	菅野 雅明	JP モルガン証券株式会社チーフエコノミスト
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  
有識者からのヒアリング及び第二次報告の取りまとめ
3. 閉会

---

### (概要)

(池尾副主査) それでは、定刻になったので、ただ今より「金融・資本市場ワーキンググループ」の第 17 回会合を開催したい。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。

本来なら、司会は上村主査が担当するはずであるが、本日は急遽、欠席となったので、私が代わって司会をさせていただく。よろしく願いいたしたい。

本日は、ゲストスピーカーとしてお三方にお越しいただいている。労働組合総連合会の小島茂総合政策局長兼生活福祉局長、慶應義塾大学経済学部の駒村康平教授、それから、日本総合研究所調査部の西沢和彦主任研究員に来ていただいている。

本日のヒアリングは、大田大臣から第二次報告の取りまとめに当たって、社会保障制度の専門家からもお話を聞いておくべきという要請があったことを受けて開催するものである。まずゲストスピーカーの皆様から、社会保障制度の観点からコメントを頂戴し、その後、自由討議に移りたい。

それでは、それぞれ 10 分前後でコメントを頂戴したいと思う。まずは連合の小島局長からお願いしたい。

(小島局長) 連合の小島である。今日はお呼びいただき、感謝したい。池尾副主査からお話をいただいたように、今回の皆様のワーキンググループで取りまとめ作業をされている内容を拝見した。

昨年第一次報告を出されて、今回は第二次報告ということで、第一次報告の時には、国際金融センターを目指す上での条件整備が必要という報告を出された。今回は、その中で特に公的年金の積立金の積極的・効率的な運用に焦点を当てた報告になっている。

公的年金制度は今、厚生年金と国民年金積立金とで 150 兆円ほどになっている。大方の 140 兆円規模が厚生年金の積立金で、その積立金の原資は労使の保険料なので、私ども労働組合としても特に関心があるところである。

私は、今、社会保障審議会年金部会のメンバーでもあり、今回の年金資金運用基金が独立行政法人になる前の時点の頃も社会保障審議会年金資金運用分科会のメンバーでもあったので、そこでの議論、あるいはそこで私が主張してきた内容について、今日は改めて私ども連合がどういうスタンスで、この年金積立金の運用について考えているかについてお話しさせていただきたい。

連合は「政策・制度 要求と提言」を作っている。配付資料は、連合としての基本的な年金積立金に対する運用の在り方についての考え方が示されている。まず、そこについてお話しさせていただければと思う。

「年金積立金の管理運用のあり方については、保険料を拠出する労使が参画する場で検討する体制を確立し、以下のとおり改革を行う」という考え方が示されている。先ほど述べたように、今の年金、特に厚生年金の保険料は労使が拠出した保険料を積み立てたものであるもので、当然、その運用・管理についても保険料を拠出している労使の代表がそこに参画する。それがまず必要であり、原則だろうと考えている。

その上で、今、厚生年金だと、年金給付に対して5年分ぐらい積立金がある。その額が 140 兆円規模なので、連合は基本的にそんなに積立金を持つ必要はないと思っている。現在の厚生年金積立金は、前回の財政見通し計算では 100 年後に積立金を1年分に減らすことになっているけれども、もっと早く、給付の1年分相当ぐらいに圧縮する。その分、給付あるいは保険料負担の軽減に充てるべきである。公的年金としての性格である賦課方式に早く徹するべきだということが基本的考えになる。150 兆円も持っている、その運用について相当いろんな議論が出てくるので、そういうことを避けるためにも、基本的には積立金の額を減らして、完全賦課方式にする。多少、危険準備程度に持っているような状態になることが必要だと基本的には考えているところである。

そうは言っても、現実に 150 兆円も積み立てがある。それでは、これをどうするかということになると、基本的には安全・安定運用ということで考えるべきだと思っている。そういう意味では、国債等の債券運用を基本にすべきだと考えている。米国連邦の公的年

金でも、アメリカ国債、非市場性の国債しか持っていない。私ども連合としては従来からこういう主張をしてきたところである。ハイリスク・ハイリターンを求める必要はないということで、まず安全を第一に考えるべきである。

それと、前回の年金制度見直しの中で、この積立金運用について、従来は積立金から加入者に対する還元融資という形で年金住宅融資制度があったけれども、それもやめてしまった。ここも従来から我々としては、自分たちが積み立てた保険料積立金なので、住宅融資をやめるなら、今度は若い加入者の自己啓発に融資すべきではないかと考えている。そういう形で、市場運用の枠をなるべく縮小していくようなことも必要ではないかと思っている。

積立金の管理運用についてのリスク分散ということでは、現在の年金積立金管理運用独立行政法人一つだけでいいのか、複数の主体も検討するべきではないか。しかし、全体の積立金を圧縮していくことになれば、別に三つも四つもという話にはならないと思う。そこは積立金額をどのくらい持つかにもかかってくる。

それと、現在の年金運用独法の運営に当たっては、幾つか指摘をしている。保険料拠出者である労使の代表がその運営に参画する形で、運営の透明性などを厳しく外部チェックを働かせるといったようなことは必要ではないか。今回、皆さんのところでまとめているものの中でも、その運営の在り方については幾つか指摘されているが、やはり、透明性は必要だと思っている。

そのような年金積立金の運用の在り方についての考え方をベースにして、今回のこのワーキンググループで取りまとめている報告について幾つか指摘をさせていただきたい。

先ほどから申し上げているように、積立金については労使の意見が反映できるというところでの検討がまず必要だと思っている。そういう意味では、今日、こういう機会をいただいたことは大変感謝をしている。報告書は、今後の検討の選択肢の一つとして、こういう考え方も示すのだということであって、必ずしもこれでやれということではないと受けとめている。

その際にも、やはり公的年金の性格、あるいは積立金の役割を、拠出者の意向を十分反映した形での検討がなされるべきだと思っている。そういう意味では、労使、特に被用者・加入者の立場からすると、安全運用第一だと考えている。これについては、この間の国会での論議、あるいは審議会などでもそういうことが何度も繰り返されてきている。

二つ目にだが、やはり公的年金であるので、ハイリスク・ハイリターンを志向すべきではないと思う。そういう意味で、先ほど言ったように、積立金の運用については国債を中心にした運用が基本であると思っている。

日本は、これから国際金融センターを目指すのだ。そのためにも、特に公的年金の積立金の積極運用が必要だという指摘もあるが、そのロジックが私はどうしても理解

できないところである。何で公的年金の積極運用が国際金融センターを目指すに当たっての重要なポイントなのかの理屈が、どうも理解できない。

今の時点で、この公的年金についての積極運用を、あるいはハイリスク・ハイリターンということをあえて求めることになると、従来から言われているような株価維持政策、いわゆるPKOをねらっているのではないか。あるいはこの間、アメリカのサブプライムローン以来の国際金融市場の混乱の影響も国内金融機関にもいろいろな形で出てきているので、金融・証券市場に対する言わばてこ入れをねらっているのではないか。そう勘ぐりがされる懸念がある。したがって、そこはやはり十分注意する必要がある。そこが私としては一番危惧をしているところである。

年金積立金の積極的な運用、ハイリスク・ハイリターンを志向するというところで、そのためのさまざまな提言の内容が含まれている。新しい運用機関の理事・役職員、あるいは海外に拠点を置くといったようなことも検討すべきだと書かれているけれども、本当にそういう必要があるのかどうか、その辺については、疑問がある。この新しい運用機関が直接運用を志向しているのではないかと読める。

どうも、投資専門家を新規に雇って、直接運用、インハウス運用ということを目指しているように読める。必ずしも、そういうことを言っているわけではないと思うが、どうも、そういう感じに受け取れるところである。

あと、今回のこの独立行政法人の神奈川県への事務所の移転についてもストップすべきだとある。それは、新しい運用組織を作るかどうかというのは、また別の話ではないかと思っている。

それと、先ほどから何度も言っているように、現在の運用の組織あるいは方法になった経緯は、この間の国会論議、法案の改正の議論の中で、あくまでも安全運用に徹することになったということを改めて押さえる必要がある。

もう一つ、これは公的年金、あるいは企業年金なども含めてであるが、最近、国際的な年金資金等、あるいはさまざまなファンドの運用については、国連の責任投資原則を普及させるため、国内でもこれに幾つかの金融機関が署名しているので、そのような視点が基本的には必要になってくる。特に公的年金の運用に当たっては、そういうことが必要だろうと思っている。そのことについては、今の独立行政法人に対しても、あるいはその前身の特殊法人の時代からも、私も連合としてはそういう視点がこれから必要だということを強く主張してきた。そういう視点が、この公的年金運用については特に重要なポイントだと思っている。

以上、私からの説明とさせていただきます。

(池尾副主査) どうもありがとうございました。

それでは、続いて御意見を頂いてからまとめて自由討議をしたいと思うので、駒村教授からお願いしたい。

(駒村教授) 私も社会保障、公的年金の専門家で、こと金融に関しては非常に素人

なので、金融部門についてはもしかしたら的外れのコメントになるかもしれないが、御容赦いただきたい。

まず内容を拝見して全体的な印象を最初に申し上げて、その後、幾つかコメント、疑問点に当たるものをお話しさせていただきたいと思う。

高齢化社会の中で、その準備金である積立金の積極運用は必要であろうと思う。ただ、それはあくまでも公的年金の財源の安定性確保のために必要であるのであって、経済成長や金融産業の発展というのはその結果であろう。手段と目的が逆になってはいけない。やはり公的年金を研究する立場から見れば、やはり最終的な目的は公的年金の財源安定性の確保だと思う。

もう一つは、そうはいっても、将来の給付を維持するために、あるいは負担増加を回避するためには、海外の成長地域への投資も時として必要な場合もある。そういう部分については理解できる。

あと、責任体制の明確化、ガバナンスの在り方、透明性、投資先をどこに決定するかというようなことについては当然必要なことであろうと思う。

ただ、技術的に最良なポイント、すなわち有効フロンティアを目指すのは当然だと思うが、有効フロンティア上でどのような資産の組合せを取るかは別問題であろうと思う。その上で、大きく3点ほどコメントさせていただきたい。

一つは、全体的に、この運用積立金に対する見方があたかも積立方式の企業年金と同等の考え方で見ているのではないかとまず受け止めた。公的年金制度は、既に御存じのとおり賦課方式であって、その積立金の性格はあくまでも準備金なので、かなり性格が違う。この辺をどう考慮しているのかということである。

また、積立金自身が5年に一度の年金改革、あるいは経済状況、人口状況によって大きく変動する可能性もあるという性格を持っていると思う。

また、2004年の改革で有限均衡方式に切り替わっていて、2100年までに1年分の積立金ということになるわけである。しかし、一方で有限均衡方式に基づく5年おきの財政検証、財政再計算では財政検証というふうに性格が変わっているわけけれども、有限均衡における財政検証を繰り返していくことになっている。その上で更に必要な政策対応をする。例えば、それは場合によっては支給開始年齢の引上げや給付水準の引下げは伴うかもしれないけれども、財政検証に伴って政策対応もして、5年に一度の間隔で無限回繰り返していけば積立金の動きはどうなっていくのかということは、幅があると思う。この積立金が今後どのように流れていくのかという想定が、今回の案の背景にあるのかがよくわからなかった。

もう一つは、同じことだが、5年に一度の財政検証を経て、政治的なプロセスを経て、大きな制度改革を行うことがたびたび公的年金の場合はある。この積立金の運用状況が、改革の選択肢を制限するようなものになっては絶対にいけないだろうと思う。つまり、本体と尾っぽの話二元論で分けて、本体は本体で、年金制度改革はしっかり

やって、その積立金はしっかりと独立してやろうというように考えられているわけだが、公的年金の場合、そのようにきれいに切れるのかどうなのか。尾っぽの運用や資産の組み方が本体を振り回すようなことには絶対になってはいけないので、そういう部分については注意が必要ではないのかと思うわけである。

二つ目になるが、先ほど小島局長からも少しお話があったけれども、社会保険というものは本来、社会保険自治というものが基本的にはあって、社会保険は、その拠出者が基本的にはその制度の設計を決めていくのだというのが基本的なものとしてある。これは健康保険組合や厚生年金基金においても、いまだにきちんと労使の代表者が制度設計に関与するのは、形式的になっているけれども、あるわけである。

しかし、公的年金においては、この拠出者自身の意見を述べる部分が極めて弱くなっている。形式的には社会保障審議会年金部会があるけれども、これは決して決定機関でもないということなので、本体に対して拠出者の関与、労使の関与が極めて薄いという中で、更にその準備金の運用がどのような形で運用されていくのかということがまた別途決められていくというのは、どこで拠出者の意見が反映されていくのかが非常に不明確である。これはこちらのワーキンググループの問題ではない、その前の段階の年金の制度設計の問題かもしれないけれども、どこかで一度は拠出者の要望が反映される必要性はあろうと思う。

それから、今のところに加えて、具体的に今の部分についての質問に付け加えると、十分な説明責任という文言があり、その一言で終わっているが、運用が非常に混乱していく場合に十分な説明責任、あるいは不安回避を誰がどのように行っていくのか。これをしっかりしていないと、非常に国民の間での不安が広がっていく。年金通知の中で運用実績に対して国民に率直に説明していく。単年の運用成績であわてることはない。5年単位で見ていくという説明を、誰がどういうふうな形で、誰の責任で行っていくのが明確ではなかったのが非常に不足感を感じたところである。

三つ目に、先ほどの話と同じになるが、年金制度の設計と運用の二分論。政府は目標とする収益率や投資リスク等を決定し、新運用機関に示すべき。つまり、制度設計はきちんとやって、ある積立金については基本ポートフォリオを提示してやっていきなさいということである。

一方で、今までは、年金財政の計算から導かれる投資収益率の中長期目標は明示されているものの、許容されている投資リスクの考え方が不明確である。この部分はまさに一番危惧しているところであって、年金の運用の失敗があった場合に、これは年金制度本体にどういうふうにフィードバックしていくのか。給付の引下げや保険料の引上げがないようにという問題もあるけれども、これはどちらでやるかによっては世代に与える影響は全然違うのだろうと思う。

基本ポートフォリオの設計においても、それがどういうふうに年金本体に影響を与えて、給付率が上下何%の確率でぶれるのか。あるいは保険料が何%の確率でぶれる

のかが不明確である。この辺の問題がきちんと整理されていない状態で、こちらの運用の話がどんどん先に入っていったら大丈夫なのだろうかという不安は感じた。

仮に積立金の運用が困難になった場合、給付引下げにつながった場合、例えば保険料の引上げであれば将来世代負担になるわけだし、給付の代替率の引下げで対応すれば高齢者への負担で担ってもらうことになるわけだが、それでは、高齢者側から、そんなことだったらリスクの低いポートフォリオを選んでくれという意見だって出てくるわけだが、そういったものをどのように考えていくのか。安定性が高いと思われる年金に、そういうぶれがあることによって年金不安がかえって高まってしまわないかと感じた。

この他、具体的に一つ気がかりだったのは、資産と債務の総合管理であるALM (Asset Liability Management) についての議論があるわけだが、この賦課方式の場合、いろいろなALMのタイプのやり方があるだろうと思うが、どのように、どういうことをイメージされているのか。普通、ALMは積立方式の企業年金などを前提に議論されているような理解を私はしていたのだが、これはやや金融素人的な疑問である。

続けて、これについてはもう一つ、金融素人的な疑問なのだが、付け加えさせていただくと、マザーファンドとベビーファンドを分けていく話があった。この5年に一度の財政検証のときに、5年任期で役員が成績を求められる中で、これはベビーファンド間でゼロサムゲームみたいなことが起きないのかどうなのかというところはやや心配に思った。

以上である。

(池尾副主査) どうもありがとうございました。

それでは、最後になったが、西沢主任研究員からお願いしたいと思う。

(西沢主任研究員) 日本総研の西沢です。総論的なことを申し上げた後、9点のコメントをしたいと思う。

総論としては、政府による巨額な公的年金積立金の社債・株式市場からの撤退こそが本来的な改革の方向だと思う。金融市場を健全に育成したいのであれば、保有主体を政府から、むしろ家計や企業に移して、家計や企業の意思決定でリスクを取って、その責任を負ってもらう方向に変えていくのが本来の改革の方向だと思うので、GPIFの下に金融機関が足しげく通って、厚生労働省の官僚に頭を下げて手数料をもらうのが金融市場の健全な育成だと思わないし、私はむしろ逆行していると思っている。

コメントさせていただくと、受託者という言葉がしばしば用いられるが、私はこの受託者というのは自称受託者だと思っている。受託者であるということは委託者である国民と受託者の間に何らかの契約があるはずだ。信託・委託契約なりの原契約があっただけで、実は国民はGPIFに我々の積立金を委託したつもりはないと思う。よって、そもそも議論の出発点はGPIFが受託者であることを前提としているが、果たして国民にGPIFに委託した覚えがあるのか、国民は委託者となり得ているのかといった疑問が

あるわけである。これが1点目。

2点目に、社会保障の給付と負担の議論を別に考えているが、これは一体的に行わなければならない。駒村教授や小島局長もおっしゃっていたが、本日の一番重要なポイントは、これから申し上げる2点目である。

2004年に年金の大きな改正があったが、マクロ経済スライドという給付水準抑制の仕組みが導入された。これはいわば給付水準を、お尻なしで、どんどん切り下げていく仕組みである。ゆえに、政府は2023年に止まるかのような広報をしているが、実際には止まらない。2030年、2040年というように給付水準の切下げが行われていく懸念が非常に高い。

積立金の運用が予想運用利回りに達しなかった場合、それも年金財産のダメージとなる。このダメージは、マクロ経済スライドの適用期間の長期化を通じて吸収していかざるを得ない。2030年、2040年まで続くかもしれない。今回、リスク運用するという意思決定を我々の世代はしたわけだが、そのツケは将来の世代が負わなければいけないかもしれない。リスクを取ろうという意思決定の世代と、そのリスクの責任を引き受けなければいけない世代が異なってしまうことになる。これがマクロ経済スライドという給付水準抑制、年金財政を均衡させるための仕組みである。

企業年金を想起すると、運用利回りが想定期待収益率に達しなかった場合は特別掛金を徴収するなり、企業が身銭を切るなりして穴を埋めていく。ところが、GPIFにはそういった仕組みはない。よって、このマクロ経済スライドの仕組みを同時に見直しながら、仮にリスク運用をして、利回りが想定に達しなかった場合、その穴をマクロ経済スライドに依存しないでどのように埋めるのかという年金制度上の仕組みを手当てしないと、なかなかリスク運用は取りにくいのかと思う。それが2点目である。

適切な表現かどうかかわからないが、高い期待収益率が出るということになると、厚生労働省のいただきになる可能性がある。これは上げ潮と税制改正との関係と同じである。経済成長が高く見込める。だから、足元で税制改正をしなくていい。これと同じロジックになりかねない。年金財政も、少子高齢化が進む中で非常に厳しいものがある。よって、今後も給付抑制、保険料率の引上げ、支給開始年齢の引上げ等について議論していかなければならない。

ところが、高い運用利回りが見込めるというシナリオを作ってしまうと、将来、それがあたかも確実に実現するかのような前提の下に、年金財政の計算が行われかねない。よって、それを防ぐのであれば、今回、こういった運用方法を変えるが、年金財政の計算に当たってはもっと保守的に見てもらって、年金財政の将来の前提とこれとは別物であるということを明確にしておかなければいけないかと思う。これは皆様のお仕事とは別の話である。

4番目に、ガバナンスという言葉が出てくるが、究極のガバナンスというのは、例えば投資信託委託会社であれば、投信を買う顧客が、その委託会社の運用成績が振るわ



なければお金を引き上げ、投資信託委託会社間で競争が行われる、あるいは説明が悪ければお客さんが文句を言う、こういうものを指すと思う。

ところが、GPIFの場合、保険料を強制徴収されている者は資金を引き上げることができない。ガバナンスの具体的なスキームとして、GPIFの組織を検討することに議論が狭められている感じがする。よって、政府がGPIFの公的年金積立金を使って運用する上での矛盾、あるいはネックになっているのは、私の考える究極のガバナンスが成立しないことであると思うので、この組織を検討するだけでガバナンスが確保できるのかというのは非常に疑問である。

5番目に、欧米の年金基金では不動産や商品先物等の代替投資が含まれているが、米国の最も普遍的な年金制度はOASDIである。これは全額非市場性国債で運用している。

民でできることは民という発想から言うと、政府がリスク運用して民間の社債や株式を買うのではなく、むしろ民間金融機関、あるいは個人・家計に任せればよい話である。私は、OASDIの場合政府でなければ所得再分配ができないからこそ社会保険料ではなくて社会保障税になっているわけであり、そうであればこそ、もっと学ぶべきだと思う。

6番目に、コーポレートガバナンスという議論がある。これも冒頭に申し上げた総論とも関連するが、政府がコーポレートガバナンスを行うのは果たして健全なのかというのは考えた方がよいと思う。

しかし、本来株式を持っていれば議決権があるわけだから、それを精一杯使わなければもったいない。ところが、政府がそれを精一杯使うと民間企業の経営に関与することになってしまう。こういう矛盾があるわけなので、そこはもっと慎重に議論すべきであり、私の結論としては持つべきでないということになると思う。

7番目に、積極的ディスクロージャーに関して、本当にそれを果たしていくのが可能なのかということがあると思う。

国民年金、厚生年金の場合の情報開示対象者は国民全員なので、ごく限られたファンドの投資家とは違うわけである。国民全員にこうした重要なことを話すことができるのか。積極的にディスクロージャーをしながら、市場の中で超過収益を得ていくことができるのかという疑問がある。

8番目に、ベビーファンドに関して、私は今までネガティブなコメントをしてきたが、もしGPIFのような組織を改革するのなら、スウェーデンに先行事例があるように3つか4つに分けて、そこで運用を競わせるというのが可能な案かと思う。

ただ、それを誰が判断して裁くのか。例えば駒村教授がおっしゃっていたように、評価期間を5年間と決めた。5年間だけ運用成績がいい。あとは実はだめであった。私もずっと銀行員をやっているのだからわかるが、例えばある支店で営業成績を上げた。そのときはボーナスが高い。昇進もした。ところが、次の支店に移ると融資した先がつぶれてしまった。このようになかなか事後責任では取りにくいものがあるので、誰がいかにし

てそれを評価するかというのは非常に難しいものがあると思う。

最後に小さなことだが、報酬について申し上げる。確かに高い報酬を払わなければいい運用者は集まらないと思うが、年金制度に対する国民の感情には非常にナーバスなものがあると思う。例えば運用責任者に対して外資系の金融機関から2億円、3億円、報酬を払ってきてもらい、それをホームページに、この人の年収は3億円だと公開する。仮に四半期ごとに運用成績を発表して、振るわない四半期があったとする。そうすると、当然、この人は年収を3億円もらいながらマイナス運用だといったときの国民の受け止め方がどうなるかは、かなりはかり知れないものがあるような気がする。

したがって、確かにお金のかことは公開しなければならないが、年金制度に対して国民が非常にナーバスになっていることも踏まえながら、公開したときのデメリット等についても考える必要があると思う。

以上である。

(池尾副主査) どうもありがとうございました。

それでは、自由討議に移りたいと思う。頂いたコメントを踏まえて御自由に御議論・御発言をお願いしたいと思う。

どうぞ。

(大崎メンバー) 質問というか、御意見を頂ければと思うのだが、小島局長と西沢主任研究員のお話に共通していたことで、積立金はそもそもこんなにたくさん要らないのではないかというお話があったと思う。私も全く白紙で考えるとそのとおりでと思う。つまり、賦課方式の年金が積立金を持っていること自体、ある意味では理解しにくいことだというのは全くそのとおりでと思う。

ただ、一方で150兆円というのはまた途方もない金額であって、なくせばいいというのはそのとおりで、それでは返すかといって、誰に返すかという問題が具体的にはある。まずは世代間のリスク負担等が変わってくるというお話があったが、まさに、この積立金を返すというのは一番難しい問題で、今の人に均等にばらまけばいいというものではないわけである。

それでは、150兆円があるということを前提に、もっといいやり方は何かあるか。何か御示唆があれば是非伺いたい。

もう一つは、プラスが得られなければ問題だというお話が非常にたくさんあったと思うが、何もしていないことで結果的にマイナスになり、年金給付がどんどん悪くなる、あるいは掛金を引き上げざるを得ないという計算になってしまっているという前提で本当にいいのかについてはどのようにお考えか。

その2点を是非伺えればと思う。

(池尾副主査) 私も、今大崎メンバーがおっしゃったのと全く同じ2点について聞いていて疑問に思ったので、補足させていただきたい。

私は、例えば最後に西沢主任研究員がおっしゃっていたことについて、考え方として

は非常に共感する。だから、白地に絵を描けるのなら、まさにそうだという気はするのだが、我々は白地には絵を描けない。要するに、あらゆるものを全部動かせるのであれば総論でおっしゃったことに賛成ということで終わるのだが、それは現実の政策論にはならないと思う。

だから、大崎メンバーがおっしゃったように、現に 150 兆円あるものを減らすのであれば、減らし方を含めて、やはり政策論としては与件とせざるを得ないものがあると思うので、それを踏まえた上での話はどうかということが1点目。

2点目は、やはり全く同じ感想を得たのだが、リスクを取った場合に失敗して、そのツケを将来世代に回したらどうするのかというのはそのとおりだが、それでは、ある種の利得を上げるチャンスがあるのに、その努力をしないという、不作為による将来世代への損失は構わないのかという問題がある。

その2点については、やはり大崎メンバーがおっしゃったように、私もまさに議論の出发点として改めて御意見を伺いたいと思う。どなたからでも結構である。

(小島局長) それでは、私から申し上げます。

おっしゃるように、基本的には賦課方式でいいということだが、そうは言っても、先生が指摘されたように、150 兆円を持ってしまっている。今の厚労省の財政見通しでは、100 年かけて1年間に圧縮するということだが、これをさらに早く圧縮する。今、厚生年金も国民年金も保険料を毎年上げている。このスピードを落とせば積立金を取り崩して給付に回していくことになるので、積立金自体は圧縮できる。問題はそれをどのくらいのスピードで、減らすかということである。

(池尾副主査) そうすると、身近な世代が利益を多く得るという選択をするということになる。厚生労働省のものをベンチマークとすると、それはもっと先の世代に便益を与えることを予定しているのに対して、おっしゃっていることは、そういう先の世代に対する便益よりは、もっと手前のところで便益を取ろうというお話をされているような感じだが、まだ生まれてもいない、発言もできない将来世代について、本当にそれがフェアという考えはどこから出てくるのか。

(大崎メンバー) もう一つ疑問なのは、少子高齢化が進むことがわかっているときに、せっかく積み上がった 150 兆円を掛金引下げで返していこうというのが、長期的な年金制度の存続という観点から本当にいいのかということである。

(小島局長) 保険料を引下げまでしなくても、引き上げるのを抑えるという考え方である。

(大崎メンバー) しかし、そうなると、結局、150 兆円を取り崩す以外ない。

(駒村教授) 私は、積立金を直ちに取り崩してしまうのは全く反対である。年金の検討会議のメンバーもやっており、100 年均衡とよく言われるものの、100 年がいいのか、諸外国のように 75 年がいいのかというのは判断があると思うが、非常に高齢化の厳しい、しかもピークがこれから数十年後に来るという状態で、積立金・準備金を取り崩してし

まうのは大変まずいだらうと思う。だから、当面4年分ぐらいは持っていて当然だらうと思う。

ただ、この積立金というものをやはり準備金として見るべきであって、その意味としては、さまざまな経済的前提がずれた場合、変動があった場合、あるいは人口予測にずれが生まれた場合、政策的に何らかの理由で制約があった場合に、金融リスク以外のリスクをしのぐためのバッファーのための積立金だと思っている。そういう意味では、そのリスクを吸収する性格を持っている以上、有効ポートフォリオの中で余り無理な、高いリスクは取らない方がいいのではないかと思う。

私は、直ちに崩してしまうのは少し違うのかと思う。

(池尾副主査) どうぞ。

(伊藤メンバー) その賦課方式という点に関して、税金を投入しているのだから、これは純粋賦課方式では既にある。それから、積立金を積んできたわけである。それが1点目。

また、賦課方式だからと言われると、それは少し事実と違うのではないか。賦課方式だというのはフィクションなわけである。

更に言えば、今、大崎メンバーからもあったように、人口構成がどんどん変わってきた日本では、賦課方式は必ずしも望ましいことではない。人口構成が安定していれば賦課方式でも世代間の公平は保たれるが、今のように少子高齢化が急速に進み、これからも進みそうだとするところでは、積立金を積んできたというのは非常に賢い選択肢だったわけである。

したがって、これを賢く使わない手はない。駒村教授がおっしゃったとおりだと思う。やはり、この150兆円があることを前提に、できるだけ少子高齢化による世代間の不公平を緩和することが重要ではないかと思う。

どのくらいのスピードで崩すかというのは、我々のこの場ではそれほど決めるつもりはなく、150兆円を何とかうまく生かす方法はないだらうかということを中心に考えている。間違っていたら訂正いただきたいのだが、先ほど小島局長と西沢主任研究員は、理想的な運用というのは100%国債で持つことであるという意見をお持ちのように感じたのだが、果たして、それが150兆円を賢く運用することなのかという疑問を呈したい。

それで、ハイリスク・ハイリターンという言葉が何回か出てきたが、ハイリスク・ハイリターンという言葉が我々として提唱したつもりはなく、強いて言えば、ミドル・ローリスク・ミドル・ローリターンを目指している。そのぐらいは認められるだらうということである。だから、ハイリスク・ハイリターンと言ったつもりはない。

それでは、ゼロリスク・ゼロリターンというものがあるのか。キャッシュでもってゼロリスク・ゼロリターンか。しかし、それもインフレが生じれば目減りするのだから、リスクがある。それでは、インフレ連動国債というものを持てばインフレリスクをカバーできるが、それが

絶対安全かという、必ずしもそうではないかもしれない。もう半歩リスクを取れば、もう半歩高いリターンが得られて、それを99%の確率でリターンが高まるのであれば、99%の確率を取ることを選択することが国民の総意かもしれない。総意というのは難しい、多数決が取れるかもしれないということで、絶対に安全なものを目指すというのが年金積立金の目的かという、私は疑問だと思う。

先ほど、アメリカのOASDIの話が出たが、私の理解では、アメリカでも必ずしもこれが理想であると思っている年金の専門家は多くないのではないか。これは全部聞いたわけではないが、たまたま、そういうことになってしまった部分が大いと思う。御存知のとおり、州ではあるが、公的年金であるカルパスは積極運用しているので、米国の国、州すべてのレベルを考えるとすると、私はやはり、大勢は100%国債という方針は取っておらず、もう少しリスクを取ってリターンを高めようと考えているところが大勢であると思う。

とりあえず、以上である。

(池尾副主査) どうぞ。

(大崎メンバー) 1点、そこを補足させていただく。伊藤メンバーがおっしゃったことに関連してだが、もう一つ、私が問題だと思っているのは、例えば100%国債で持っている状態を変えようと言っている議論であれば、乱暴だという御批判も真っ当だと思うのだが、GPIFはリスク資産に対して三十何%の資産を現実に運用している。ガバナンスという言葉がもし誤解を呼んだとすると、そこは考えなければならないが、重点を置きたかったのは、GPIFの運用体制が現在の体制で本当に大丈夫かということについて疑問を呈することで、その点是非御理解いただきたいと思う。

つまり、今はもちろん、運用はされているが、その体制が不十分であるための機会損失というか、逸失利益のようなものがあるのではないかという議論である。

(伊藤メンバー) ただ、小島局長や西沢主任研究員は、今の体制ではだめで、株や海外資産から撤退して100%国債で持とうという立場なのではないのか。

(菅野メンバー) そこは先ほどの伊藤メンバーのお話とも関係するが、私が1つ、どうしても理解できないのは、国債だと元本が確実に保証され、安全であるという論理である。国債も含めて、世の中に安全かつ確実なものなどない。全ての商品の実質価格は動く。債券はインフレに弱い。世の中が変化する時に投資対象として何がベストかというふうな問題をまず提起していただかないといけない。

(大崎メンバー) 国債はベターぐらいの位置付けか。

(菅野メンバー) そうであろう。

さらに、もう一つ指摘するが、アメリカのOASDIの例に関する議論に関係するが、我々が今、生きているのはグローバル化した世界なのである。明らかに昔の世界や、アメリカの公的年金ができた当時とは状況が変わっている。例えば国債で100%運用しろというのは、日本という閉鎖社会の中で全ての資産の運用を完結するしかないとき

には一つの選択肢なのだと思う。このような場合に150兆円を民間の株式市場に投資したら、株式市場は機能しなくなり、崩壊してしまう。

我々が海外の例を見たところでは、米国以外の国では米国とは異なる投資方法を採用している。今回、このワーキンググループでの議論でも様々な国の例を検証し、もちろん、アメリカの例も検証した。そのような検証を経て、日本のこういった人口構成の問題等を考えた上で、何が日本にとって一番ベターなのか、あるいはベストに近いのかという議論をすべきなのだと思う。

私は、国債というのはむしろ非常にリスクが高い選択なのだろうと思う。もちろんこの点については意見が分かれるだろうが、将来、人口が減っていく中で、どうも日本のGDPの伸び率が低そうだということは、おそらく、かなりコンセンサスに近いと思う。そうであれば、海外への投資は、分散投資という意味で、日本の今後50年、100年かけて、あるいはそこまで行かなくても、何十年かかけて運用していく方法のうちの、リスクを減らす方法の一つである。要は、100%国債にしろというのは、全ての卵を1つのバスケットに入れよということである。しかも、今の日本の国民の家計のポートフォリオ自体は、50%が銀行預金や郵便貯金であり、銀行や郵貯が預貯金に対応して保有しているのは、実はほとんど国債である。

したがって、国の全体を考えたときに、国債での運用に集中してリスクが高まっているのではないかというのがむしろ私の率直な考えである。なぜ国債にすると安全かつ確実なのかという点について、是非、お答えをいただきたい。

(池尾副主査) どうぞ。

(西沢主任研究員) 私も、別に国債、社債、株式、どのアセットがいいかについて特段申し上げているのではなくて、政府が社債と株式を持つことの是非を問うているのである。どんなアセットを採るかは、本来、家計や企業が独自に判断すればいい話だと思う。

(伊藤メンバー) それは、先ほどの白地に絵を描こうとした場合の議論なのではないか。すでに、運用資産として持ってしまう。

(西沢主任研究員) 伊藤メンバーや菅野メンバーは国債もリスクが高いとおっしゃったことと承知している。私は、既に申し上げたが、政府が株式や社債を持つことの是非を問うているのである。持ってしまったものはしょうがないということを前提として話を進めるのであれば、実は幾つかアイデアがある。

1つはベビーファンドの話であり、スウェーデンのように幾つか分散していくことである。

あと3つほど、年金制度との絡みで申し上げる。1つは、不作為の罪について先ほどから大きな論点になっているが、不作為の罪はあると思うということである。例えば税制改正でもそうである。今、嫌なことをしないので後にツケを回すということはすべきではないということについては、私も全く同感するところなので、それであれば例えばマ

クロ経済スライドの適用長期化を通じて、運用の失敗を解消することをしないという仕組みを盛り込んでおかないとだめである。5年なら5年の短期スパンで、予定利回りに実績未達だった場合は、その未達分はリスクを取ると決定した我々の世代で即座に負担すると制度上で担保しておかないとリスクは取るべきではない。これはどんな企業でもそうである。こういった仕組みは盛り込んでおく必要がある。

2つ目は、繰り返しになるが機関を分けるということである。スウェーデンのAPファンドのように分けておく、その中で競わせるというのが2つ目のアイデアである。

3つ目が、厚生労働省の方々にいただきという言葉で申し上げたが、これはあくまで期待収益率であって、財政再計算という、より保守的に計算すべきもの前提にするべきではないということを明記しておくことだと思う。

つまり、ポートフォリオを変えたり、運用体制を変えたりすることによって、期待収益率が4.2%想定できるといっても、年金の財政再計算の前提にそのまま使うべきではない。財政再計算の前提では、例えば3.2%、2.8%、こういった保守的なもので計算すべきである。ここにいらっしゃる皆さんの趣旨が、後世にツケを残さない。不作為の罪に問われないように責任を負うということにあるのであれば、そういった制度に対する、あるいは年金行政に対する意見を同時に制度上盛り込んでおくべきだと思う。

持ってしまったものはしょうがないということで、現実的な政策判断をすれば、以上のようなことになると思う。

(伊藤メンバー) 今のお話を聞いて安心したのだが、未達の場合どうするのかということ考えた場合、未達分を我々の世代で負担するということは、消費税を上げて、今、住んでいる世代が全部負担するということか。

(西沢主任研究員) 保険料でもいい。

(伊藤メンバー) しかしながら、保険料は若い世代が負担することになる。我々の世代の場合には、年金受給者も負担することになる。過去に積み立てた人は、もう退職してしまっている。

(西沢主任研究員) 退職してしまっているから、60~70歳ぐらいまでの人が、税でも保険料でも良いけれども、払って穴埋めしてくれれば良いのではないか。

(伊藤メンバー) 未達の場合どうするかということを書き込めということか。

(西沢主任研究員) 私の意見ではそうである。

(伊藤メンバー) 意見として伺いたいですが、未達ではなくボーナスが出た場合はどうするのか。

(西沢主任研究員) 積立金として積んで将来世代の給付財源に充てるか、ボーナスとして明確に位置づけて、その帰属先は将来世代に持っていくべきである。我々の現世代が、例えばそれを保険料軽減なりで取ってしまうのではなくて、将来世代に回すボーナスという位置づけが望ましい。

(伊藤メンバー) 付け加えて言えば、厚生労働省のいただきにならないようにするとい

うのは、もちろん大賛成である。

(池尾副主査) 実際、広い意味の財政規律を確保する仕組みをどう作るかということは、非常に重要なポイントだと思う。それは大事なことで。それとの関連で、国債を持つということの財政規律に与える影響ということも同じように議論されなければいけないと思う。

国債が安全・確実な資産かという質問をされた。私も同様な疑問を持つのだが、やはりそこに財政錯覚があると同時に、自動的に国債を保有してもらえることが財政規律に与える影響みたいなことが、同じ程度以上に考慮される必要があるのではないかと思う。

(小島局長) 今、国債以外に財投債も引き受けている。それは押し付けられている形である。

(伊藤メンバー) 例えば 150 兆円を全部国債で持っていたとして、それでだんだん減らしていくということを考えた場合、国債を減らし償還してもらうことになる。誰が国債を償還するのか。将来世代の税金で償還するしかないわけである。そうすると、国債で持っているということが実は将来世代の税金を高くしている。保険料で払うか税金で払うかというのが同じだとすると、別に保険料が上がるのと同じではないかということになる。我々が国債で運用して、それを下げていくということは、要するに将来世代、これから生まれる人たちにツケを回すことにほかならないのではないかと思うのだが、いかがか。

(小島局長) 将来世代も国債を保有しているくことにもなる。

(伊藤メンバー) つまり、ネズミ講のようにどんどん先にツケを回していけば、それはいいのだが、先ほどから出ているように少子高齢化で人口が減っていくかもしれない。多分減っていくだろう。そうすると、1人当たりが同じだとしても、今よりは国債の総額は減っていかなければいけないわけである。

(小島局長) それは、年金基金が国債を持つかどうかとは別の問題で、赤字国債自体の性格だと思う。

(伊藤メンバー) ただ、それ以外に、国債というのが次の世代に回していく、次の世代が税金で払うものだとすると、別に国債で持つ場合と、完全賦課方式で将来保険料で払っていただくというのと、それほど変わらないのではないかと思う。

(駒村教授) もう発行されてしまった国債を買うのと異なり、引き受けてくれるからどんどん国債を発行して財政規律が緩むというのは、まさに賦課方式そのものようになっていくわけであり、持つことそのものが、むしろ害になってしまうわけである。これは、既に発行済みのものをどう持つかということと、また別だと思う。

(菅野メンバー) 発行済みの国債を保有したとしても、その分だけ国債の需給が改善し国債の価格が上がって国は国債を発行しやすくなるから、結果的には、マクロで考えれば同じである。



(駒村教授) 確かに、既発の国債を買い支えると、結果的に財政規律が緩む。

(菅野メンバー) 結果は同じである。

(大崎メンバー) 少し違う論点だが、私は、小島局長がおっしゃった、労使がもともとの拠出者であるから、一定の誠意を持つべきであるというお話と、西沢主任研究員がおっしゃった、委託・受託というけれども、もともとそんな筋合いはないという話に関係してお伺いしたいのだが、委託・受託の覚えがないというのは、少し言い過ぎかなという気がする。これは一種の社会契約のようなもので、もともと国民は国を作った覚えがないというような話と似てくるので、余り生産的な議論ではないと思う。

私は、労使のお金を預かり、そのために運用していく、管理しているというのは全くそのとおりだと思う。そのときに労使が望むのは安定運用だとおっしゃったのだが、私は、そうではなくて、労使が真に望むのは年金がたくさんもらえること、あるいは掛け金が低くなることではないかと思う。別に、国債で運用してほしいというのが労使の願いではないというふうに思うのだが、そこはどうなのか。

そのときに、受託者責任ということを経験するべきだという意見をつけているのだが、それはなぜかという、受託者責任というのは、専門家が負うべき責任だからである。つまり、年金受給者というのは、申し訳ないけれども金融に関しては素人なのである。年金受給者は素人なのだけでも、素人が自分でやるのではなくて専門家がやることで、よりよい結果がもたらされる。そのため、専門家は素人に対してより重い責任を負うということを経験したかったのである。そうではなくて、ご発言の趣旨は、素人の判断でやるべきだというお話なのか。やや混ぜ返すようで恐縮だが、そこを確認させていただければと思う。

(小島局長) 素人の判断で運用しろと言っているわけではなく、労使の拠出者の意向を汲んで、受託者が専門家としての責任を持って運用するという趣旨である。そういうシステムが必要である。原則はそうだと思う。そこが今は極めて希薄なところである。

(大崎メンバー) その意向とおっしゃっているのは、別に国債を買えとか、株は買うとか、そういう意向ではなくて、責任を持ってきちんと資産を安定的に増やしなさいということなのではないか。

(菅野メンバー) その意味では、連合による年金制度の運用に関する提言と、我々の提言とは、実はかなりオーバーラップしているところがある。使っている言葉は違うのだが、我々が言っている説明責任、そこをガバナンスという言葉を使って言っているわけだけれども、同じことを言っているということなのだと思う。

ただ、運用資産の対象を国債中心にするかどうかというところで、意見はかなり違っている。

(安田メンバー) 私も大崎メンバーと菅野メンバーと似ているのだが、ゲストの3人のお話を聞いて、非常に同感だと共鳴する点と、少し誤解があるのではないかと思う点がある。

ここにいるメンバーの中で、一番、今まで保険料を拠出して、これから年金を受け取るのに近い立場にいるのは私である。つい最近、例の年金特別便を受け取ってみると、私は年金がもらえないことが判明した。昔の18年間の就労の記録が消えていたということであった。しかし、よしんばもらえるよう修正申請する際にも、考えてしまうだろう。35年間の保険料がどれだけの含みを作っているのかと期待したら、この低さに、いくら物価高といえどどういう運用をしてきたのかとってしまうだろう。ローリスクだから、ローリターンであると説明されても納得いかないだろう。もちろん逆に、短期志向で投機的な運用をされて損失を作ってしまったとしても怒るだろう。

どのくらいの運用利回りが適切だったのかは、結局、他の年金運用方法と比較して、ベンチマークで評価することになるだろう。そして、現在の GPIF の運用が、さまざまな制約があるために、海外の年金運用機関、それから日本の企業年金運用や大手運用機関の運用利回りと比べて、必ずしも5年、10年タームだとパフォーマンスは上ではないことを知ると、なぜなのかと疑問に思うだろう。

株式投資や海外投資、そしてオルタナティブ投資をやるのはハイリスク運用で危ないと思いついでいる方もいるが、もし、そのような懸念があたっているならば、実は、昨年は、カルパースの運用結果は、当然 GPIF の運用結果に比べて低くなっているはずである。アメリカの株式市場はサブプライムの影響で、大幅に価格が下がっているからである。ヘッジファンドやプライベート・エクイティ投資も悪化している。ところが、GPIFよりカルパースの方が、昨年も運用結果がいい。逆に、今後、インフレが進み長期金利が急上昇すると、債券価格は下がり損失が生まれ、株式や不動産はインフレヘッジになるかもしれないといわれるのを聞くと、GPIF の国債偏重は本当にローリスク・ローリターンの安全な投資なのかと首を捻ってしまう。一体誰が、私の年金を守ってくれるのだろうか心配になる。

よく、一番安全な運用は、郵便貯金か国債だといわれている。けれども、よくよく考えると、実はリスクに合わないリターンではないかと思う。投資ポートフォリオ理論で言うと、分散投資を行い、様々な資産をミックスしたポートフォリオの方が、最適なリスク・リターンを実現でき、しかも一番変動する環境に適応できるはずだ。したがって、有効フロンティアの図で説明すれば、有効フロンティアの内側に位置する現在の状況を、分散投資を進めることで、もっと有効フロンティア上に移行することが出来るのではないかと期待するのは当然ではなかろうか。

例えば、150兆円を運用している GPIF が、日本の企業年金や他国の年金運用のように、柔軟に運用を行い、現在よりも利回りを2%上げられたとすると、年間3兆円にもなる。そうなれば、将来、私にはもう少し給付してくれるのだろうと思うし、子供達ももっと払わなくてもよくなると思ってしまう。

つまり、今回ここで議論しているのは、これから保険料を払う若い国民と、今から年金をもらう我々世代の国民にとって、双方にとってメリットがあり、年金への信頼を勝ち

取るには、どういう運用が望ましいかということである。年金は安定的な運用が望ましいから、極端にリスクがある運用で遊ばれるのは嫌だけれども、リスクを回避するという名目で、大きな機会ロスを生むことも承知しにくい。少なくとも、GPIF の今までの運用形態は見直すべきだというのは、私を始め、他の委託者にとっても納得できることではないだろうか。

もっとフレキシブルな運用をした方が、実はリスク分散することによって本当のリスクは小さくなるし、収益も高まる機会が多いはずだ。国債一辺倒で、衰退する日本国と一緒に沈むこともない。その方が年金を払う若者にも、受け取る老人にとってもメリットがある。

実際の運用で大事なものは、では、どこまでどんなリスクをとっていいのかを見極めることである。おっしゃるように、変動する株式や、為替リスクがある海外投資、そして高リスク高リターンといわれるオルタナティブ投資に大半の資産を配分するようなことは慎むべきである。かつてのようにグリーンピアのような事業投資をやって巨額の損失を出すようなこともやるべきでない。また、流動性リスクについては、保険料の流入と年金給付の流出のバランスを考慮した ALM 的考えがある。この辺りの運用方針については、委託者側から相当注文を付けるのだと思う。その方針の枠の中で、ポートフォリオを最適に組み合わせる概念が生まれてきて、それを運用のプロフェッショナルが運用することによって、まだまだ、リスクをコントロールしたリターンを高めることが出来るのかなと思う。

したがって、将来の老後の年金生活資金を確保し、できれば若者の保険料負担を減らそうという使命に関しては、皆さんが考えていることと同じである。問題は、その後、皆さんが言うように、だからできるだけ国債で運用し、運用対象も狭めたままでいよという議論になると、そこには大分考えの相違がある。

おそらく、大分誤解がある点は、我々が、どんどんリスクをとって、何が何でも表面的なハイリターンを目指した運用をせよといっているかのように思われていることである。そのようなことは言っていないはずである。

(菅野メンバー) 誤解がないようにしなければならないのは、ファンド全体のリスクと個別金融資産のリスクの違いという点である。運用先として採用しているようなものの中には、たまにハイリスクのものがあってもいいと思う。だが、それはそれぞれハイリスクかもしれないけれども、別の資産を持つことによって打ち消し合うリスクというものもあるから、全体としてみるとほどほどのリスクにすることは可能だ。ハイリスク・ハイリターンという言葉について誤解がないようお願いしたいのは、全体のリスクはコントロールされているということである。それが我々の言っているガバナンスである。

また、駒村教授がおっしゃったように、支払い準備金としての流動性資産は、おそらく一定量持たなければいけない。しかし、そうだとすれば、それはむしろ与件としてその基金に与え、流動性のある資産の範囲で運用すればよい。それは、運用資産すなわ

ち国債などといった、そういう議論とはまた違うことであり、もしそういう要請があるのであれば、委託者の方からやっていただければいい。それは、特に我々の中の議論とは整合的なものだと思う。

それから、小島局長がおっしゃった点について伺いたい。我々はかなり注意したつもりなのだが、日本の金融市場を発展させるために年金の積立金を使おうというような誤解が生まれることは、絶対に避けようと考えていた。どこからそういうことを感じられたのか。

(小島局長) 国際金融センターを目指してということで、昨年、第一次報告が出され、骨太方針 2007 にもそれが反映された。その中で、我が国の金融資産が適切なリスクの下で収益率を改善していくような環境を作るという趣旨で、公的年金 150 兆円の収益改善ということになると、まさに国際金融センターを目指して、その環境整備のために公的年金資金のパフォーマンスをもっと上げろというふうに受けとめられる。

(安田メンバー) その点は誤解である。確かに、東京の金融資本市場の国際化というのが1つ目標としてある。それと今回のGPIFの年金の運用というのは、直接的には別の話なのである。GPIF に関しては、大事なものは、今まで基本的に議論してきたように、将来の国民の大事な年金をどうやって安定的な形で増やすかということである。運用利回りに合ったプランを作っていこう。そのときには、投資対象を広げて、運用ももっと柔軟にやった方がいいではないかということをしている。

そのような改善を行った結果、証券投資が活発化し、その投資対象に新しい金融商品が入ったならば、それは結果的に、日本の金融・運用市場の国際化にも良い効果を与えると評価しているのだ。あたかも、国際金融センターを作るために、公的年金を意識して利用しようという、目的と手段をごっちゃにした議論はそもそもこの委員会にはなかったと思う。

(池尾副主査) ここは金融・資本市場ワーキンググループなので、そのように考えられてしまうかもしれないが。

(伊藤メンバー) 過去に提言してできたことと、次の提言がつながってしまっているために、そのように考えられてしまうのだろう。

(大崎メンバー) 別に目的と手段を取り違えたということではないと思うのだが、これをやることで金融・資本市場が発達することを期待していることは間違いない。その気持ちは当然入っている。ただ、それが最初からの目的で、こちらが手段だということではなくて、同時に達成される目的ということだと思う。

(伊藤メンバー) つまり、結果的に副産物としてそういうことが起きるだろうというぐらいのことである。

(菅野メンバー) その点は報告書を丹念にお読みいただければ、御理解いただけると思う。金融市場が発展し、その結果雇用が創出され、加えて新しい付加価値が増え、新しい産業ができて、日本の富が増えるということは、多分御賛同いただけるのではな

いかと思う。

(安田メンバー) それともう一つ、今日の議論で非常に参考になったのは、政府との関係との観点での話である。先ほどおっしゃったように、市場環境の変動で、投資運用が一時的に含み損をこしらえたとき、誰が責任を取るのだろうか。ガバナンスに政府の考え方が必ず入ってくるのだが、先ほど西沢主任研究員がおっしゃったことは非常に参考になる。

もう一つ、小島局長がおっしゃった、株式で運用するときに PKO に利用されるべきではないということは、全くそのとおりだ。国の失策の支援をするために、公的年金の株式運用を使うのは大間違いだと思っている。そうすると、財務省に対してもガバナンス体制に参加することはあっても、PKO などへの使い方はできないというルールはきちんとしておくべきというのが我々の考え方と同じである。

ただ、PKO のようなことに恣意的に利用される恐れがあるから、公的年金は株式で運用するなという論理にはならない。長期の投資リターンを考えたら、株式での運用にしる、海外の投資にしる、こうした分散運用は、むしろ委託者にとっては非常にメリットのあることだと思う。

(大崎メンバー) それに絡めて、西沢主任研究員が懸念されていた株や社債を国が持つということの問題点であるが、これは結局議決権をどういう形で行使するかということだと思う。

私の個人的な考えは、こういう運用主体というのは、それが政府系のものであったとしても、政治的な要素ではなく、あくまでも運用資産のリターンの最大化ということを目的にして議決権、その他を行使すべきであると思っている。現実には半ば公的な主体である企業年金連合会などでも積極的な議決権行使をやっているわけだが、これは何も、何か特定の企業に圧力をかけよう、逆に特定の企業の利益になるようにやろうという話ではない。それは、多分調和を十分図っていくことはできると思う。

もちろん、特定の会社の株の6割を持ったり、8割持ったり、取締役を送り込んだり、そういうことをするべきではないというのは、そのとおりだと思う。

(安田メンバー) ものを言うということに関して言えば、ヨーロッパ系の年金は、しっかり議決権を行使している。

(大崎メンバー) 基本的に皆行っている。

(安田メンバー) つまり、政府のその時々政治的思惑によってものを言うということではなくて、年金の受託者責任を担った運用者としての視点でものを言うということだ。ものを言うのは多分厚生労働省や財務省ではなくて、それを受託したプロの運用者がその責任でものを言うのではないかと思っている。

(大崎メンバー) そのときは小島局長が御指摘の責任投資原則を当然全うする。そういう議決権行使準則を作るべきだと思うし、そうなると思う。

(小島局長) 今は年金積立金管理運用独立行政法人も議決権行使については、委

託機関が投資原則を作っている。その基準を、直接独立行政法人が作っているわけではない。

(大崎メンバー) ましてや厚生労働省が私の仲間を取締役にしろと言いに行くなど、そんなことでは全くない。

(菅野メンバー) 西沢主任研究員がおっしゃったように、別に政府が株式を直接保有するのではない。先ほどスウェーデンの例をお出しになられたが、まさにああいう形で、言わば最大限の規模という意味ではカルパース程度のものを、最初はもう少し小規模なところからスタートしたいと思っている。

なおかつ、重要なのは、小島局長が御指摘されたことと我々自身も全く同じなのだが、株価の価格維持目的で市場へ資金を注入することや、天下りを受け入れることはやめて、純粹に、むしろ、これまでになかった運用専門のプロ集団を作ることによって、委託者、受託者としての責任を果たしていただきたいと考えている。それでもSWFやいろいろなことを言う人たちが出てくると思うが、それらは排されるべきだ。小島局長の方は労使と書いてあったが、私はやはり労使というよりも国民を念頭において考えたい。将来、これから生まれてくる人たちも入るので、決して労使だけ、今、年金を支払っている人たちだけの問題ではないわけで、国民にとってベストになるような仕組みを我々は作りたい。

そういう意味で、実は小島局長がお考えになっていることと、根っこではかなり共通している部分があると私は思っている。そして、小島局長が運用はインハウスが中心になるのではないかとおっしゃったが、そんな議論はここにはどこにもなくて、多分、実際問題としては、新基金の人的な資源の制約などを考えるとアウトソース、すなわち、今のGPIFがやっているものに近い。ただ、インハウスの運用は一定部分残るとは思うが、そこは、ある程度彼らのプロ集団に任せようという話だと思っている。

(伊藤メンバー) 誰に任せるかを判断できるぐらいの人はインハウスにいないといけなから、インハウスにも何人か必要である。ただ、そこが誰に任せたらいいかということの評価していくことなると思う。

(菅野メンバー) どなたかから御指摘のあったガバナンスのところは、私も個人的に考えると、実はまだ詰めなければいけないところがあって、これも海外の例を見ると、各国ともここは苦労している。

おっしゃったように、確かに年俸として3億円を支給するというのは国民感情としては多過ぎるということとは思うが、難しいのは運用がマイナスリターンになったけれども、運用の基準となるインデックスはアウトパフォーマンスしたときである。その場合は、それなりにファンドマネージャーがよくやったことになる。したがって、パフォーマンスがマイナスになったら、その人のボーナスはゼロだとしてしまうと、運用結果がマイナスのときは何もやらないという人たち、すなわち寝転がる人が出てきてしまう。やはりそれもよくない。したがって、そこはきちんと考える必要がある。この点は国民にご理解いただかないと

いけない。これは、むしろ国民をいかに啓蒙するかということであって、これは国民に対する説明責任と表裏一体をなすものだと思う。

我々もガバナンスに関して、どうすれば国民にこのスキームが理解してもらえらうかということを経験的に議論してきたが、はっきり言ってまだ答えはないと思う。

例えばカナダの例があるが、日本で言うタウンミーティングを開いて、ダイレクトに国民に、これまでどういう運用をやっていたのか、今どのような運用をやっているのかということを経験的に説明していかないといけない。それは決してきれいごとだけでは済まないというのはそのとおりだと思うし、どこまでディスクローズすべきかという問題はあってもいいが、私はやはり最大限ディスクローズすべきだと思う。

マイナスのリターンになった場合に、その人たちにある程度の報酬を与えるべきなのかという課題に関して、かえってそこを隠すと、よけいに何かやましいことをやっているのではないかというような疑惑を招く。ディスクロージャーにまさるものはないと思うし、そこを避けていてはこの議論は通らない。何となく国債で運用するというのはそれをカモフラージュして、その議論を避けていることに他ならない。お互い国もみんなも金融の素人でいよう、リスクを回避しようという、縮み志向の考え方であり、国全体としては大きなロスを生むと思う。

(大崎メンバー) ただ、個々のファンドマネージャーの年俸を公開すべきかというのは、議論のあるところである。私はそもそも不要だと思う。

(菅野メンバー) 割り算すると、どうしても出てきてしまう。

(大崎メンバー) それはそうである。計算すればわかる。

(池尾副主査) 安かろう悪かろうではなくて、そこそこコストはかけているが、それに見合うものはあるということを経験的にわかってもらう努力は、言うほど簡単ではないというのは、絶対にそうだと思う。しかし、その努力をしなければいけないということ。

それから、公的年金の場合、強制加入だから、エグジットという形のガバナンスは効かせられないというのは、それは基本的限界としてある。エグジットできないからボイスだけでいくしかないという問題はもちろんある。ゆえに、難しくて答えがなかなか出せない。でも、そういう方向にいかないと、何度も言うが、結局は不作為で、せっかくリターンをあげられたはずのものをあげない形で、見えにくいかもしれないが、将来世代につけを回していることになるのではないかというのが、我々の基本的な問題意識である。要するに、こちらが失敗してつけを回しているというのは可能性としてあって、それはできるだけ避けたいと思っているが、それを避けることだけを考えて、結果的に機会ロスの形で将来世代に大きな負担をかけるというのは、やはり正しい態度ではないというのが基本的な考え方である。

(伊藤メンバー) 150兆円で0.1%違えば、1,500億円違うわけである。1億円ぐらいあげるという考え方もありうる。

(大崎メンバー) でも、そういう意味では、小島局長が懸念として挙げられたように、費

用が増大する内容が含まれているというのは、実は自覚していることで、正直言って、短期的には費用が増える方が目立つかもしれないぐらいに思う。ただ、今の計画でも積立金を100年で1年分まで減らすという話であるから、当然この運用というのは10年や20年はやる話なので、20年後で考えたら、よりよい結果になっているであろうという期待を持って考えたつもりである。

(小島局長) まさにマザーファンド、ベビーファンドという議論が出されているが、本当に150兆円を1つの運用機関でいいのかということ、今回の独立行政法人化するところで我々は議論したのである。

それと国債だけでいいのではないかと主張した。それは極端な主張だったが、そういう議論の中で、大体7割が債券で、一部国内株式と外国株式とする基本ポートフォリオが、運用リスクとリターンとの関係で妥当だということになった。運用分科会などの審議会、国会の議論の中でここに落ち着いた。これでは収益率が低いという主張は当然あると思うが、ではどこまで収益率を高められるかとなると、そう簡単な話ではない。

(駒村教授) 100年のところであるが、あの仕組みをどう解釈するかであるが、改革からおおむね100年後ということなので、2100年に1年分という固定的な性格では多分ないと思う。2105年に1年分だとすると、2100年には当初の予測よりももう少し高目の積立金が残っていなければいけない。そうすると、どんどんずれていく。

正確にやれば多分そうなると思うが、年金改革法の中で財政検証に言葉を変えていて、悪く言えば、表面上をつくろう粉飾状態というのか、50%の給付保障の見込みがつかなくなったときに、初めて手を加えろというようになっているから、そういう意味では、財政再計算から財政検証に変えることによって、私は多少政府の「遊び」というような部分が逆に残っているから、それが積立金の残高に与える影響が出てくると思う。

(池尾副主査) 一通り意見交換ができたと思うが、あと追加的に何か御意見、御質問等あれば、願います。

(小島局長) 今、被用者年金の一元化法案が国会で、たなざらしになっている。国家公務員共済、地方公務員共済、厚生年金を一緒にすると、併せて積立金が多分200兆円を超えると思う。これも議論としては、今の独立行政法人に集めて、1か所で運用したらどうかという議論がある。私は、それは危ないという主張で、共済は共済で運用する。基本ポートフォリオをどうするかということはあるが、基本的には運用方針をそろえて、独自の運用に当たらせることが必要であると主張してきた。

(安田メンバー) 今、GPIFが持つ150兆円は、世界一の運用規模だ。しかし、資産規模が多いということは強さではなく、逆に弱さになっている。資産運用ビジネスでは、規模のメリットをこえて、規模の不経済を生み出す状況になっている。したがって、最適規模になるように分割してベビーファンドを作ろうという提案をしている。今おっしゃったように、あらゆる年金・共済運用をひとつに集めれば、もっと効率もよくなると思うのは大きな幻想だ。運用規模の最適化のためには、マザーファンドから分割してもう少しベビ



ーファンドを作った方がいいと思う。それも、一挙に沢山のベビーファンドを同時に創るのではなく、一つか二つの 10-20 兆円規模のベビーファンドを創って柔軟な運用をやりながら発展させていけばいいと現実的な提案している。

(菅野メンバー) 今の議論を拝聴していると、2つの議論が交じっているような気がする。

1つは、年金基金の負債サイド、すなわち年金資金を誰が負担すべきか、どのように給付すべきか、また各種の年金基金をどのように統合するか、に関する議論である。その議論と集められた資金をどのように運用をどうするかという年金基金の資産サイドの議論は分けた方がいいと思う。我々は負債サイドの議論をここでやっているわけではないので、厚生年金とほかの幾つかの年金を一緒にするかどうかは、別問題だと思う。それはそちらで御議論されればいいわけだが、いずれにせよ基金が統合されれば総運用資産は 150 兆円より大きくなるので、そうなったら、独立したベビーファンドを作って各ベビーファンドが責任もって資金を運用する必要性は高まる。

このほか、小島局長がおっしゃった中で、我々もこの中で実は議論が分かれているが、今の GPIF にあるような、運用資産のうち 67~68% が債券といった参照ポートフォリオのようなものを作るべきかどうかというのは、非常に難しい問題だと思う。仮に我々の案が通ったとしても、参照ポートフォリオを作るべきでないかという意見を支持する人たちは常に存在するだろう。しかし、参照ポートフォリオを作ってしまうと、1つはファンドマネージャーを余り変な方に走らせないという効果がある一方で、ファンドマネージャーからするとアセット・アロケーションが決まっているがために、悪い結果が出ても、その責任を負えないということになる。ということは、そこでモラルハザードが起きてしまう可能性がある。したがって、私は参照ポートフォリオは作るべきでないという意見だが、そうでない人たちもいるので、その議論は今後時間をかけて合意する必要がある。

御理解いただきたいのは、むしろ、本当の意味で、我々の次の世代、更にその次の世代にとってベストとなるような年金の制度を考える場合、特にこれまで年金制度改革という、我々の言葉で言うと、ほとんどが負債サイドの議論だった。今まで資産サイドの議論というのは余りまじめに行われていなかったのではないかと。我々からすると、十分に議論が尽くされていなかったのではないかと印象がある。

たとえば新基金に独立性を付与するという議論に関しては、ここにもあるように日銀法のようなものを作ろうというのが我々の提言だが、中央銀行というのは、民主主義の中でいくと非常に位置づけが難しい。日銀の9人の審議委員全員が暴走したらどうするのだというのがある。とんでもないときに金利を上げたり下げたりしたらどうするのか。しかも、日銀総裁は法律で強制的に辞任させることは原則できない。こうした懸念はあるのだが、そうはいっても、それなりの人を選ばれ、情報公開などの条件を付与すれば、こうしたリスクはほとんど無視しうようになる、ということは皆が理解していると思う。

要するに、新基金に独立性を付与した場合、同じようなリスクがゼロかと言われれば

そうではないかもしれないが、任命するときにきちんとした人を任命し、ガバナンスをはっきり規定すれば、そういうことはないのではないか。要は、現状と比べてどちらがベターか、という話だが、我々は独立性を与えたほうが結果的に見るといいのではないか、という結論だ。ただ、そこでのチェックポイントはいろいろあるので、そこはもっと知恵を出していこうという話ではないのか。

(安田メンバー) 小島局長の言うとおりで、今、年金への国民の信頼はすごく低下している。今は支払い問題で低下しているが、次に信頼を失いかねないのは多分運用問題だ。GPIFは今の運用は目標利回り以上のものを生み出しているが、それでも他と比較してこんなに運用利回りが低いのかという疑問の声が出てくると思う。企業年金の方はもっと高い運用利回りを上げている。個人年金保険で、民間保険会社がやっているものの中には保険料が更に高い個人年金商品がある。海外の同業の実績を知れば、何故こんなに日本と運用利回り格差があるのかと追求されるだろう。いやいや、安全第一に運用しているからだという説明も、インフレになり金利が上がれば説明がつかない。実はリスク回避には分散化が不可欠なのだ。国民の信頼を得、未来の年金に安心してもらえるためには、もう少しグローバルにもレベルの高い年金運用体制の確立を目指した方がいいのではないだろうか。その必要性の認識は、局長とも共有できるのではないか。最適ポートフォリオを実現するにはリスク分散した方がいいから、もう少し運用資産の幅を広げよう。ポートフォリオの中にはもう少しハイリスク資産をも含めた方がトータルリスク・リターンはよくなる。国と一緒に沈まない方がいいから、拡大する政府赤字を担う国債に偏重した運用は修正した方がいいだろう。そうした柔軟な運用は、一挙にするのではなく、10-20兆円のベビーファンドから始めたらどうか、と提案している。ガバナンスを念頭においたときにも、最も重要な受託者責任の観点から、国民に対する責任として過剰なリスクは取れないし、ある時期払えないという結果になってはいけないとも考えている。そういうブレーキというものをきちんと組みこめば、極端に変な運用をするようなことにはならないだろうし、急に国債運用が激減するようなことはありえない。チェック機能も確保するということができるのではないか。

今のままでは、関心が非常に低いために、やってもやらなくてもそんなに問題とされない形ですっとできるようなことになる。その方が、チェックができなくなってしまうのではないか。そういう意味では、こういうふうに動けば動くほど、チェック機能がはたらき、関心が相当高まるではないかと思っている。

(小島局長) 企業年金の基金、連合会もあるが、個別の年金基金は、公的年金よりも株式率が高いために、相当ぶれが大きくなっている。当然、株式の影響がある。本当にそれでいいのかというのが問題意識としてある。

(安田メンバー) ただ、企業年金はライアビリティーとの見合いを見ているから、必ず支払わなければいけない分はインタレスト・カバレッジで全部できるようになっていて、残りの部分を、キャピタルゲインを目指して運用している。ぶれには、実損益でない評

価損益もかなりはいつている。5－10年の期間で貯めた含みの厚さも考慮しないと、単年度で評価するのは危険だ。

(小島局長) 企業年金は、規約によっても違うのだろうが、確定給付の場合は、最終的に運用でうまくいかなければ事業主が負担する。公的年金はそうしたことができないので、そんなに運用結果のぶれが大きくなるようなことはできないという結論が当然出てくる。

(安田メンバー) おそらく、とっていいリスクの許容度が企業年金と公的年金とでは異なる。だが、企業年金の中でもポートフォリオは様々である。

(大崎メンバー) それと先ほど西沢主任研究員から御指摘があったように、単純にマクロ経済スライドを先延ばしして、問題の先送りをしない。どこかで何らかの税制措置をやることも重要であろう。

(池尾副主査) 非常に有意義な形で意見交換ができたと思うので、そろそろ終わりとさせていただきたいと思う。

基本的なところでそんなに考え方は違ってないのに、誤解を生みやすいような形になっていたりする部分が残されているようなので、本日の議論を踏まえて、若干の対応は必要だと思う。それは、今日、冒頭で御説明したように欠席されているが、主査一任ということで、私から主査には伝えて、対応して、第二次報告はグローバル化改革専門調査会の報告という形で公表する予定である。ここはワーキンググループなので、報告案をグローバル化改革専門調査会で御承認をいただければ、そこで発表されるということになると思う。

それでは、そういうことで終わりにしたいと思う。どうもありがとうございました。