

## 第4回産業競争力会議フォローアップ分科会（立地競争力等）

### 議事要旨

---

#### （開催要領）

1. 開催日時：2014年4月8日（火） 9:00～10:00
2. 場 所：中央合同庁舎第8号館1階講堂
3. 出席者：  
西村 康稔 内閣府副大臣  
  
竹中 平蔵 慶應義塾大学総合政策学部教授  
  
伊藤 隆敏 政策研究大学院大学教授 兼 東京大学公共政策大学院特任教授

#### （議事次第）

1. 開 会
  2. 公的・準公的資金の運用等の見直しについて
  3. 閉 会
- 

#### （西村内閣府副大臣）

GPIF、国家公務員・地方公務員共済を始めとする公的・準公的資金に関しては、伊藤隆敏教授が座長の有識者会議のもと提言を取りまとめていただき、それも踏まえて各省・各資金において改革が進められていると理解している。

年金の被保険者を始めとする資金の受益者の利益につながるものが基本にあるが、運用を通じて日本経済に貢献していき、経済の好循環をつくっていくことにもつながっていくものと考えており、成長戦略の一つの大きなテーマであると理解もしている。

安倍総理からも、本年1月のダボス会議において、GPIFについては、ポートフォリオの見直しを始め、フォワードルッキングな改革を行うとの発言があったところである。本日は、この改革への取組状況を伺いたい。

既にGPIFでは、アクティブ運用の積極的な活用やパッシブ運用のベンチマークの見直しについて一定の取組を行っている。また、金融庁ではスチュワードシップコードを取りまとめている。これも、日本経済の構造改革につながる大きな一つだと考えており、仮にGPIFがそういう改革をしたところに投資をすとなれば、改革を促していく効果もあると思うので、この点も伺いたい。また、昨年、専門性の高い人材の活用・採用について、給与等の一定の制約が外れたので、そのあたりの取組も伺いたい。

全体として、日本経済にとって大きなプラスになるような効果を期待したい。本日は御意見をいただきながら、よい方向に進むように意見交換ができればと思う。

#### （赤石日本経済再生総合事務局次長）

本日は、公的・準公的資金の運用リスク管理等の高度化に関する各省・各資金での取組状況についてフォローアップをさせていただきたい。なお、本日は有識者として公的・準公的資金の運用リスク管理等の高度化に関する有識者会議の座長を務めて提言を取りまとめられた、政策研究大学院大学の伊藤隆敏教授をお招きしている。よろしくお願ひしたい。

(竹中主査)

昨年の6月に産業競争力会議としての成長戦略の第1弾を取りまとめる段階で、GPIFについて積極的に見直そうという政権としての意思決定がなされたと思っている。それを受けて、伊藤教授を座長とする有識者会議がつくられ、昨年11月に大変立派な報告書を出していただいた。そして、政府は今年の1月に「産業競争力の強化に関する実行計画」を閣議決定しており、その中でもこの有識者会議の提言に沿ってしっかりと進めていくことが明記されていると理解している。

私の担当している産業競争力会議のフォローアップ分科会の立地競争力等では、国家戦略特区の話、コンセッション等のPFI/PPPの話、そしてこのGPIFの話と3つ大きなテーマを掲げているが、このGPIFの話は今日が最初の会合になる。会議を重ねてよい結論を出したいと考えている。大分議論は深めていただいているとも聞いているが、キャッチアップの意味もあるので、今日は問題点の整理などをして議論を深めことができればと思う。

(香取厚生労働省年金局長)

私どもとGPIFの資料をまとめた資料1に沿って説明していく。

最初に、この問題についての私どもの基本的なスタンスを説明しておきたい。この点はこの間、何度も国会でも質問されており、大臣からも答弁しているが、1つは基本的に積立金の運用の問題は年金制度に対する信任の問題、あるいは長期的な持続可能性の確保という観点から非常に重要な問題である。年金資金については、基本的には公的年金の原資として安全、確実に被保険者のために運用するという法律の規定がある。それを踏まえながら、他方で市場の中で非常に大きい役割を果たしているGPIFなので、経済の成長に結果として貢献していく、いわば年金制度と日本の経済のウィン・ウィンの関係をどういうふうにつくっていくか。基本的には、そういう観点でこの問題は考えていきたい。

今年は財政検証もあり、新しいポートフォリオをいずれにしてもつくらなければならないタイミングに来ており、我々としても最大限の努力をしながらよい結果を導きたい。その上で、この間の経緯について簡単に説明する。

1ページ。有識者会議で昨年11月に提言をいただいた後、年末の経済対策で、デフレ脱却を見据えた運用の見直しやリスク管理体制等のガバナンスの見直しについて、有識者会議の提言を踏まえて私ども厚労省も含め関係各省において検討を行う、という基本的方向性が示されている。

それを踏まえ、年末に取りまとめられた「独立行政法人改革等に関する基本的な方針」の中で、大きな独法制度改革についての考え方が示されているが、その4の中で、各法人の実態に合わせて画一的でない目標を立てるという記述がなされた。私どもも、GPIFについては、基本的には中期目標管理型、つまり、今の財政検証に合わせた5年の中期目標で目標を定めて運用する法人の形を取った上で、運用委員会について、常勤委員の配置、運用の重要方針について独法は理事長独任制をしいているが、実質的にその運用委員会で決定できるような制度の整備、高度人材の確保、職員や給与水準の弾力化、任期制・年俸制の導入といった独法の中では特別な記述がなされ、有識者会議の報告に沿った改革ができるように一定の整備をしていただいた。その上で、ガバナンスについても資金の性格・規模に合わせて厚労省においてきちんと検討しろという指示をいただいているところ。

次に3ページ。今年が財政検証の年になるが、財政検証における経済前提をどのように考えるかということと合わせて、積立金の運用についても有識者会議の提言も踏まえて一昨年前から検討してきた。そして、3月に報告書を取りまとめ、その中で運用に関

して一定の方向性を示している。基本的には年金財政で必要な運用利回りを GPIF には運用目標として与えることになる。与え方としては、名目賃金上昇率に対して一定のスプレッドをとる。それを目標に掲げて運用していく。運用に当たっては、基本的には最小限のリスクということだが、確たる根拠があれば一定のアクティブリスクも許容する形を示した上で、リスクについての考え方も示している。全額国債で運用した場合でもこの目標利回りを下回るリスクはあるので、その下ぶれリスクも踏まえて全体の運用についてフォワードルッキングなシナリオ分析をなささいということを示している。

加えて、ポートフォリオについては、基本的には年金は長期的な収支を見るものなので、長期的な観点から基本ポートフォリオを設定するわけだが、他方で現状の経済環境・市場環境が大きく変化しているので、ある程度機動的な運用ができるよう乖離許容幅の中での機動的な運用について GPIF の判断でやって下さいと明記している。

さらに運用手法については、運用に関して一般的に認められた専門的な知見に基づいて専門的な機関である GPIF において行う、基本的には GPIF の判断に委ねると示している。

従来、GPIF ができたときの国会でのいろいろな議論もあり、「国内債券中心」あるいは「パッシブ運用中心」といった一定の考え方の中でのポートフォリオ設定を示していたが、基本的には予めそういったものを示さないで、多事考慮はしないで被保険者のために運用するのが年金の基本の運用の考え方だが、それが最終的に結果的に経済にも貢献するようなウィン・ウィンの関係ができるような運用をすることを示している。

そのような観点から、議論があったスチュワードシップコードや ESG の話も含めて GPIF に判断をいただきたいという構成をとっている。

公的年金全体については、一昨年成立した被用者年金一元化法で、積立金について共通の方針に基づいて運用することになっており、2階部分が一元化した後は財政単位が1個になり、積立金についても、基本的には共通の考え方に基づいて運用することになった。作業の途中だが、積立金についてはモデルポートフォリオをつくって、その中で各主体が足並みをそろえて運用していくことになる。共済・各省も含めてこれから議論を進めていくことになる。

最後に、財政検証のスケジュールを示している。ポートフォリオの見直し、新しい運用目標の設定も含めて、全体の年金財政の長期的な収支、年々歳々の収支がどうなるかが議論の前提になる。財政検証のスケジュールとポートフォリオの見直しの議論はリンクをしているが、現在経済前提について8パターンを置いて作業に入っている。財政検証の結果が出てきて、それを踏まえて制度改正の議論をする。この流れの中で GPIF の改革も並行して進める。

### (三谷年金積立金管理運用独立行政法人理事長)

私からは、資料の6ページ以下に沿って説明する。

平成26年度計画において次期中期計画の基本ポートフォリオの見直しに着手することから、乖離許容幅については運用委員会の意見を聞きつつ弾力的に運用する旨を明記して、厚生労働大臣に届け出たところ。

基本ポートフォリオの見直しそのものについては、運用委員会のもとに設けられた検討作業班において、昨年12月以降、できるところから検討課題について議論を開始している。

今後、主務大臣が策定する積立金基本指針に基づいてモデルポートフォリオをつくるのと並行して基本ポートフォリオの見直しを進めるスケジュールになると考えている。

次に、7ページの「ベンチマーク関係」。ベンチマークについては、従来は TOPIX をベースにしてきたが、もう少し多様なベンチマークを採用してはどうかという議論が有

識者会議の報告書に盛り込まれたと承知している。

また、TOPIX についての問題点はかねてからいろいろ指摘されていたので、平成 25 年度の調査研究で「非時価総額加重平均型ベンチマーク」に係る調査研究を昨年 8 月以降、外部の研究機関に依頼して行ってきた。その成果を踏まえて、先般、国内のマネージャー・ストラクチャーを見直したが、それに合わせてベンチマークの在り方等についても抜本的な見直しを行った。

具体的には、パッシブ運用については従来の TOPIX に加え、ユニバースの拡大や流動性確保等の観点から、新たに「JPX 日経インデックス 400」「MSCI JAPAN」「Russell | Nomura Prime」を採用するとともに、アクティブ運用についても「小型」「バリュー」「高配当」「低ボラティリティ」の特性を有するインデックスで運用するファンドを「スマートベータ型アクティブ運用」として採用した。

次に、8 ページの「新たな運用対象の検討等」。インフラ投資について、平成 24 年度の調査研究において実際にオルタナティブ投資を実施した場合の留意点、問題点、対処策などについて、複数の外部機関にいろいろ調査研究を委託し、その結果が昨年 3 月に出されたところで、運用委員会で様々な議論を重ねてきたところ。

そうした中、オルタナティブ投資に知見を有する先進的な機関投資家との共同投資協定に基づいて共同投資でやるのがいいのではないかという意見もあり、現在約 6 兆円と年金基金としては世界最大のインフラ投資残高を持つカナダのオンタリオ州公務員年金基金とこれまでインフラ投資の経験を積んでいる国内の政策投資銀行との共同投資協定を締結し、今後 5 年程度かけて最大 2,800 億円程度のインフラ投資を実施するというところで、先般、合意に至ったところ。

次に、「物価連動国債」。物価連動国債についても報告書の中で触れられたことと承知している。新しいタイプの物価連動国債が昨年 10 月に初めて発行され、その実績を見た上で、4 月以降、発行規模や市場動向を見ながら購入することを決定した。

次に「J-REIT」。先ほどの株式のベンチマーク多様化の中で、J-REIT を含むインデックスもベンチマークとして採用している。具体的には、MSCI Japan とスマートベータ型アクティブ運用の S&P GIVI Japan という指数の中に J-REIT が入っている。そういったことで J-REIT を解禁するので、アクティブ運用全体についても国内株式の運用の一環として J-REIT を投資対象に追加することを先般決定して、今回のマネージャー・ストラクチャーの見直しから適用しているところ。

そのほか、国内株式、外国株式のアクティブ運用の運用受託機関の一部について、成績に連動した報酬を導入している。

それから、このほかの運用多様化についても、今後運用委員会の意見も伺いながら検討を進めてまいりたい。

次に、9 ページの「リスク管理関係」。今後の金利や物価の上昇に備えるため物価連動債の購入を進めるほか、平成 26 年度計画において「次期中期計画の基本ポートフォリオの見直しに着手することから、乖離許容幅については運用委員会の意見を聴きつつ、弾力的に適用する」旨を明記したところ。

「次期基本ポートフォリオでの対応」だが、その検討に当たっては経済及び市場の分析を行い、市場及び年金財政についての中長期の見通し及びリスクシナリオを策定することとしており、将来見通し及びリスクシナリオに基づいたシミュレーションを実施予定。

また、実際の運用に当たっては、経済及び市場の分析やシミュレーション結果に基づき、十分な確信が得られる場合には運用委員会とも相談しつつ、基本ポートフォリオの乖離許容幅内における機動的な対応も検討してまいりたい。

また、「独立行政法人改革等に関する基本的な方針」に基づく職員数、給与水準、経

費等の弾力化を図るための中期目標及び中期計画の変更を踏まえて、今年度中に給与体系等の見直しを行い、フォワードルッキングなリスク分析に必要な高度で専門的な人材を随時採用するとともに、リスク管理の高度化に向けた情報収集体制やシステムの充実を図ってまいりたい。

次に、「エクイティ資産にかかるリターン最大化関係」。

第1に「スチュワードシップコードへの対応」。「スチュワードシップ責任」として示された「中長期的な投資リターンの拡大を図る」ことは、国内株式を長期保有している私どもとして重要なものと認識。

ただ、実際の株式運用は運用受託機関に全て一任しているので、「資産保有者としての機関投資家」である GPIF として、スチュワードシップ責任をどのように果たすことができるのか、早期に運用委員会で意見も伺った上で方針を決定してまいりたい。

また、「エンゲージメント運用の採用」。先般の国内株式マネージャー・ストラクチャーの見直しにおいて、投資先企業との良好な関係に基づく対話により、持続的に企業価値を向上させ、超過収益の獲得を目指すファンドを採用したところ。

また、「ベンチマーク選択の工夫によるリターンの向上」。先ほど申し上げたように様々なベンチマークを新たに採用した。

最後に、10 ページの「ガバナンス関係」。平成 25 年 12 月 24 日の閣議決定に基づき厚労大臣から中期目標の変更が示され、私どもも中期計画について所要の変更を行ったところ。中期目標・中期計画の変更の内容で、「基本的方針に基づく施策の実施に必要な経費」を経費の節減対象目標の対象外としている。従来、一般管理費、業務経費について一部経費を除いてそれぞれ 21 年度対比で 15%以上、又は 5%以上節減する課題が課されていたが、一部経費をもう少し拡大していただいた。

また、給与水準についても、高度で専門的な人材確保の観点から、平成 26 年以降弾力化を検討するとされており、中期計画もこれに従って改正しているところ。

実際の変更は今年の 3 月 25 日に認可を受けて変更したが、これを踏まえ、今年度中に給付体系の見直し等を行い、運用の多様化に必要な高度で専門的な人材を採用したい。

現在、外部の専門コンサルティング会社に給与体系の見直しについて調査等を委託しており、その提案を踏まえ検討を行い、採用につなげていきたい。

いずれにせよ、年金積立金は国民から徴収された保険料の一部であり、将来の保険給付の重要な財源になるので長期的な観点から運用を行ってまいりたい。それが日本経済にとってのウィン・ウィンの関係になればベストであるという考え方のもとで引き続き努力してまいりたい。

(岡本財務省主計局次長)

国家公務員の年金に関する業務、年金の積立金運用を担当している国家公務員共済組合連合会 (KKR) の対応について説明をする。

KKR においても、昨年の有識者会議の提言を踏まえ、足元の市場環境に対応した基本ポートフォリオの見直しなど、順次見直しを行ってきているところ。資料 2 に記載しているが、その具体的内容については KKR の専務理事から説明させていただく。

(岡本国家公務員共済組合連合会専務理事)

資料 2、1 ページで運用の見直しについては、昨年 12 月に基本ポートフォリオを見直してリスク資産のウエートを高めた。これに引き続き、外国株式の委託運用機関の再選定を行い、ベンチマークの多様化を図るとともに追加投資を行っている。また、このとき新たな投資先として新興国株式を導入した。

さらに、基本ポートフォリオの見直しに当たってはフォワードルッキングな分析を行

っているが、その中で日米金融当局の政策の相違などから当面円安傾向が続くことを想定しており、これと平仄を合わせ、これまで行っていた為替ヘッジを廃止した。現在、国内株式委託運用機関の公募を行っており、これに合わせて既に一部行っているベンチマークの多様化を更に進めたい。

それから、パッシブ運用の一部として本年の2月に「JPX 日経インデックス 400」に投資をしている。

新たな基本ポートフォリオの決定については、平成27年9月までの共済年金としての基本ポートフォリオについて、次期財政再計算に合わせ検討を進めるとともに、平成27年10月の被用者年金一元化以降の基本ポートフォリオについても、これと並行して検討を行う予定としている。

新たな運用については、当面流動性が高く時価検証のできるものについて、市場動向等を踏まえ随時検討を進め、運用の多様化を図っていききたい。

次のページ。物価や金利上昇に備えたリスク管理としては、既に平成18年～20年にかけて物価連動国債を購入したが、発行再開に伴い新たにこれを購入した。

また、基本ポートフォリオの見直しに伴いリスク資産を買い増し、その財源に充てるため国債を売却している。また、今後ともフォワードルッキングの視点を加味して基本ポートフォリオの検討に取り組みたい。

最後に、「体制の整備等」。この4月から、資金運用部の定員をわずかだが増員した。また、専門知識のある人材の確保に努めている。あわせて、資産運用委員会の機能強化についても検討を行っている。スチュワードシップコードについては、既に定めて公表している私どものコーポレートガバナンス原則がこの趣旨に沿ったものと考えている。今後、受託機関とも話し合いながら、受入れの方向で検討を進めてまいりたい。

#### (三輪総務省自治行政局公務員部長)

地方公務員共済組合関係についても有識者会議の議論等を踏まえて運用の見直し、リスク管理の見直し等につき既に対応し、あるいは一層の対応をするべく検討を進めている状況。具体的な内容については、資料3に基づき地方公務員共済組合連合会から説明する。

#### (淵上地方公務員共済組合連合会理事)

資料3、最後の3ページに、現在の基本ポートフォリオと許容乖離幅を記載している。昨年12月に許容乖離幅の拡大を行い、国内債券の欄にあるように、従来は他のリスク性3資産と同様に5%の許容乖離幅だったが、それを国内債券のみ10%としたところ。

基本ポートフォリオの見直しを行わないで、許容乖離幅の弾力的な運用により対応するというような措置をとったが、その理由は3点。

1つ目は、当時アベノミクスの効果により、国内株、外国債券、外国株等の資産が拡大し、国内債券の許容乖離幅が限界に近づいて、5%という小さな許容乖離幅では少し無理があるということと、2つ目は、拡大する株価、あるいは外国債券、外国株の上昇の動きの中で、きめ細かくリバランスをすることによって獲得し得る収益を失うようなこともあり、許容乖離幅の拡大を容認した。

3つ目は、リスク性資産についてもいわば投資の多様化、分散を図ることによりリスク低減を図り、その結果リターンを高めることも十分あり得ることとっており、そういった要素を含めて許容乖離幅の拡大を図ったところ。

直近の平成25年12月末の運用状況では、19兆円をわずかに上回る規模であり、リスク性資産の割合が4割を少し超えている。国内債券は57.7%だが、私どもは各単位共済組合の資金を預かり、いわば共同運用をしている機関である。まだ交付金の状況が

少ないので、短期資産の割合も少ない。概ね地方公務員関係の共済組合資金の 45%程度を運用しているところ。

国内株が少し下がっており、若干国内株式の割合が下がっているが、足元の状況はほぼ同じで、概ね現在はこのような状況で推移しているところ。

資料の 1 ページ。この 1 月から、ポートフォリオの 1%程度の資金規模を想定した国内株式についてのアクティブの運用の新規公募をスタートしており、近々最終決定したいと思っている。

この要素はいくつかあり、1つはスマートベータという新たなベンチマークを導入しているところ。安価で透明性が高く継続的に安定的な超過収益を獲得できるベンチマークとして、様々なスマートベータを導入することを予定している。また、国内株式に加えて、外国債券、外国株式についても新規公募を予定している。

JPX 日経インデックス 400 については、速やかに導入する方向で検討している。また、JPX 日経インデックス 400 の趣旨に沿ったような形のスマートベータは今回の新規公募で導入する予定。

基本ポートフォリオの決定については、他の公的年金と連携をして今後検討してまいりたい。

リスク管理体制の問題だが、デフレ傾向からインフレ傾向へ経済が転換するときなので、特に資産のリスク管理は極めて重要だと思っている。市場動向に様々な影響を及ぼす要因について、資産全体、そして個別の資産分類ごと、あるいは個別のプロダクトごとのリスク管理をきめ細かくやっていきたい。このため、新年度からリスク管理を行うラインを創設して組織的に対応するとともに、民間金融機関からシニアクラス、部課長クラスの業務に精通した職員を 2 名採用することになっている。

それから、日本版スチュワードシップコードについては、従来から私どもも議決権行使ガイドラインなどに取り組んできたので、速やかに受入れ表明することになっている。

#### (常盤文部科学省高等教育局私学部長)

私学共済の年金積立金の規模は公的年金の中では最も小さいものである。また、その運用を担う日本私立学校振興・共済事業団は、資金運用に加えて各種私学振興のための事業を運営している。事業団においては、有識者会議の提言を踏まえて、GPIF の見直しに関する工程表を参考にしつつ、分散投資の促進等の観点から前向きな取組を進めている。具体的な対応状況については、事業団から説明させていただく。

#### (山下日本私立学校振興・共済事業団理事)

まず 1 ページ目。運用の見直しに関しては、現在のポートフォリオの枠内で許容乖離幅を利用して株式や外国債券の比率を高めた運用を実施している。

2 点目のパッシブ運用のベンチマークについては、平成 17 年に TOPIX からラッセルノムラ・プライムに変更して現在使用している。新たな指標としては、JPX 日経 400 等の活用についても検討していく予定である。

3 点目は、運用対象。市場成長と書いてあるが、例えば REIT 等についての所要の検討を進めている。

それから、新たな基本ポートフォリオについては、他の共済と同じように財政検証等を踏まえ、所定のプロセスを経た上で策定したい。

2 ページ、リスク管理。物価や金利の上昇に備えたリスク管理策の一環として、物価連動国債への投資に関して所要の検討を進めている。

今後取り組む事項の「その他」のところ、リスク分析を行っていくための体制強化、資金運用等に関する専門性の高い人材の確保について、今後検討する予定である。

なお、日本版スチュワードシップコードについては、所定のプロセスを経た上で受入れを表明する方向で検討する予定である。

(伊藤教授)

昨年の11月に有識者会議の報告書を出してから、いろいろ動きがあり、特に12月24日の閣議決定、それから3月25日の決定と、非常に前向きの決定でよかったと思っている。我々がすぐに行うべきこととして、工程表の中で書いたことのいくつかは着実に実現していることは喜ばしい。以上を踏まえた上で、残っている課題についていくつか質問をさせていただく。

まずGPIF関係だが、資料の5ページにある財政検証は、いつごろ出てくるものなのか教えていただきたい。マクロ前提が変わり8つのシナリオが出てきたが、これのどのシナリオに沿ってどのようなこれからの年金財政を考えていくか。その中で、特にGPIF関係でいうと、その取崩しをどれくらい予定しているのか、数字が出てくるのはGPIFにとっては非常に重要だと思う。この点について、今すぐ答えは出ないだろうが、見通しをお聞かせいただければ幸い。時期については、できるだけ明快に教えていただきたい。

それから、6ページにあるポートフォリオの見直しのところで、乖離許容幅を弾力的に使うということだが、乖離許容幅の拡大も考えているのか。

それから、センター・中央値を変えていくことも当然考えていると思うが、どれくらい大きな変更を考える用意があるのかは重要だと思う。特に、これからインフレ目標が成功していくと考えれば、当然中期的に国債金利は上がっていく。今の0.7%前後から更に下がっていくのは考えにくい。そうすると、リスクとしてはワンサイドリスクで金利は上がっていくと考えれば、平均満期6年、7年の国債を大量に抱えているのは明らかにリスクだと思う。したがって、国債にリスクがないというのは嘘で、長期国債を金利が上がっていく局面で抱えているのはリスクだと思う。そういう意味では、タイミングとして今は思い切って国債の比率を下げて、もし将来国債の金利が上がってきたらまた買い戻せばいいのではないか。そういった弾力的なダイナミックな変更を許すような基本ポートフォリオと幅になるのか。

また数字を言うと怒られるが、例えば40%プラスマイナス10%とか、そういった大幅な変更というものが考えられるのか。それとも、何かインクルメンタルな手直しになるのか。特に、今、日銀が一生懸命買っているのは、売る方にとっては売り時だと思う。そういったマクロの観点も非常に重要で、環境としては今だったら買う人がいるから国債マーケットへの影響は小さいという判断があってもよいと思う。さっき言ったようにワンサイドリスクなので、売り時なのではないかと思う。

国債の満期構成も多分NOMURA-BPIが使われているので長目になっていると思う。それで、国債の比率はそれも下げていただくが、プラスやはり満期構成がパッシブという名目でNOMURA-BPIということだけでいいのか。もう少し金利動向を考えた国債のベンチマークを考えてはいかかがか。

それから、リスク、リスクと、たくさん各共済の話でも出てきたが、リスクの計算はどういう意味を持つのか考えてみる必要がある。これまでよく株式は危険だ、1年でこんなにどんと下がるというわけだったが、1年でどんと下がってもそこで年金は売る必要はない。年金が長期投資であることの優位性であって、そこが短期の投資家とは違うところで、取崩しは別として、10年以上長く持てる部分についてそのリスクというときに毎月、あるいは毎年の変動でそのリスクを測ってよいのか。10年持ったときのスプレッドとボラティリティをもう少し長目の基準で考えると、そのリスクは違った数字になってくるのではないか。

有識者会議の報告書の中に書いてあって今までの説明に一言も出てこなかったのがベビーファンド。ある程度まとまった金額を運用機関あるいは運用をする人を決めて預けて、いろいろダイナミックにアクティブに運用してもらう。こういった手法は考えられるのかどうか。

それから、非常に重要な点がガバナンスのところだと思う。ポートフォリオについて随分説明いただいたが、ガバナンスのところを改革しないとやはりアクティブなことを責任持てできない。説明の中で運用委員会の改革で運用委員会がある程度大きな方針を決められるようにすると書いてあったが、私は大きな方針を決めるのは理事会だと思う。理事会をきちんとつくって、大きな方針はそこで決めることができるようにするのが我々の報告の工程表の最後のところに出てくるが、これは法律改正が必要。理事1名を、例えば5名とか6名にするのであれば法律改正が必要。理事会の必要性についてどう認識されているか。法律改正をいつやるのか。

それで、運用委員会の改革はその理事会ができるまでのブリッジ的なものなのか。あるいは、本当に運用委員会を改革してそこに責任を持たせるということなのか。

それから、常勤化する、複数名常勤化と書いてあるが、複数名というのは2名なのか、5名なのか。もし感覚があれば教えていただきたい。

それから、細かい点で言えば、運用委員会の委員の任期は今月の下旬までに10名中9名が切れると思うが、これはどれくらい早く補充される予定か。

それから、三共済の方だが、ガバナンスのところあまりよく見えてこない。誰がどのように考えて、どのように責任をとって決めていて、どういったアドバイスをもらっているのだろうかということが見えてこない。

そのポートフォリオも、国共済は特にGPIFよりもかなり高い国内債のベンチマークを持っているが、これについて何かGPIFとこう違うということを積極的に説明する材料があるのか。

それから、地共済については民間の専門性を持った人材のところ、民間金融機関から採用すると言ったのは、民間金融機関から退職金をもらって完全に退職された人を採用するのか、単に出向で来てもらうのかではかなり大きな違いがある。三共済全部、あるいはGPIFにも関わることだが、民間金融機関から出向のような形で人材を受け入れるのは好ましくないと思う。これは利益相反の可能性があるので、きちんと退職金をもらって辞めた人たちを公募の中で選んでいく採用手続にして、利益相反をなくして、あるいは発生しないようにしていただきたい。

このようなことを全部考えると、三共済のそれぞれが独立にいろいろガバナンスをつくって運用していくのがいいのか。あるいは、GPIFに委託してしまったらいいのか。そのあたりも何か考えてみる必要がある。あるいは、GPIFと三共済の関係というのをもう少し考えてみて、監督官庁はそれぞれ違うからという日本的な縦割りの中でこういうことが起きているのかもしれないが、もう少しそのあたりのガバナンスの体制について関係を整理してみる必要もあると思う。監督官庁と年金運用機関の関係を総合的に整理することは、長期的な課題になるかもしれない印象があるが。

(竹中主査)

私が申し上げたいことを伊藤先生はほとんど言ってくれている。伊藤先生の提起した問題について、もう時間がないので、答えられる範囲でできるだけ今日答えていただきたい。

(香取厚生労働省年金局長)

まず財政検証だが、先ほど申し上げたように3月に経済前提をセットし、検証の作業

に入っている。今回の財政検証再編は負荷が大きく、従来3パターンだった経済前提を8パターン用意し、それに人口前提が3つあるので、24パターンつくることになる。

あわせて、今回は次の制度改革に向けて年金制度側のいろいろな課題があり、受給開始年齢の問題やデフレ下のマクロ経済スライドの問題などについてのオプション試算もかなり大量に行うことになる。事務的にはかなり負荷がかかっているが、基本的には来年の制度改革に向けて、GPIF などとの関係もあるので、できるだけ早く進めたいと思っている。

当然、その中で年々歳々のキャッシュフローを示すことになる。基本的にはこれから団塊の世代が受給者に回るので、当面5年くらいはGPIFに対してはキャッシュアウトを求めることになる。年間、大体数兆円のキャッシュアウトを求めていくことになるので、当面の運用はその負債サイドを見ながら計画を立ててもらふことになる。財政検証の結果が出れば、基本的にはそういった作業に入ってもらふことになる。

それから、ポートフォリオの見直しは、基本的に今の段階でどのくらいの数字を考えるか申し上げることは難しいし、予め申し上げるといのは市場との関係でも影響があるので難しいと思っているが、私どものスタンスや国債保有の考え方については、今までの説明で理解いただけるのではないかと思う。

それから、国債に関しては、国債の発行残高が800兆円強あるが、GPIFの保有割合は大体10%以下。かなりの部分は金融機関や保険会社で持っていて、全体の50%強を持っている。売り時だという話になれば、私どもよりもたくさん持っている人の方が売り時だということになるのではないかと思う。私どもとしても全体の状況を見ながら考えていきたい。

それから、長期保有の話はおっしゃるとおりで、有識者会議でも議論したが、当面のキャッシュアウトの問題はあるが、財政検証の中で長期的な資金の出入りが示され、それを前提に運用を考える、ということになるので、通常の市場のプレイヤーでは対応できないような長期の資金を持つという一種の優位性を持っていると考える。先ほどインフラ投資の話であるとか、いくつかあったが、ある程度そういったものも考えながら投資対象について考えていただいていると思う。

ベビーファンドについては、理事長から話があると思う。

それから、ガバナンス改革の問題は、話をすると長くなるので簡単に申し上げるが、有識者会議の報告書では、ガバナンス改革の議論は資金運用の観点からした場合に運用のガバナンスということでこういう体制がいいのではないかという提言だったと思う。それは私どもも受けとめていきたいが、法人の形態の問題とか法人内部の意思決定の形をどうするかという問題は運用の観点からだけではなくて、例えば理事の数を増やすとなると行革との関係も出てくる。執行と決定の分離という話もあり、運用についての独立性、運用についてのガバナンスという問題とは別に、法人のガバナンスの問題という議論が出てきた。これは、GPIFの場合には年金制度の中で運用部分だけ特化して切り離してアウトソーシングして運用させているという形態をとるので、当然法人所管という観点と、保険者としての政府がどのように運用にコミットするかという2つの問題が出てくる。共済などの場合には、共済がいわば自分でお金を集めて自分で運用しているということだが、国民年金・厚生年金の場合、お金を集めて払っている人と資産運用の主体は別だということになるので、政府との関係でガバナンスをどう考えるかということが出てくるし、さらに諸外国との関係でいうと拠出者が運用についてどういうコミットメントをするか。諸外国は全て理事として拠出者を入れている構成をとっているので、一種のそういう制度的な観点での検討が必要になるので、これについては少しいろいろな議論が出てくることだと思っている。ただ、基本的に運用についてできるだけGPIFに主体的に運用してもらふ、透明性を高める、その上で、一定の目標を合理的に達成し

てもらおうための執行体制を考えるという意味でのガバナンス改革は当然に必要なだと思っており、そういった観点でできることをきちんとやっていきたい。

運用委員については3月、4月で任期切れになり、今、任期切れの状態になっている。可及的速やかに人事を行って運用委員会について発足させたいと思っている。

(三谷年金積立金管理運用独立行政法人理事長)

まず、基本ポートフォリオの中央値を見直し、乖離許容幅の拡大については、まさに基本ポートフォリオの見直しそのものであり、特段現在でどの程度であらねばならないということの数値として持っているわけでは全くない。これからの検討課題と考えている。

それから、時に応じて今は金利が上昇しそうだからこのベンチマークを、今度は途中で金利情勢が変わりそうだからこちらのベンチマークをとというのは、実際の運用としてはなかなか難しい。そういった意味では、アクティブをいかに使っていくのかが一つの考え方であろうかと思っており、御指摘の点はこれからまた検討してまいりたい。

ベビーファンドの関係は、基本ポートフォリオの中でどう位置付けていくかも含め、今後新たな基本ポートフォリオの検討に際して、議論の中で検討してまいりたい。

(赤石日本経済再生総合事務局次長)

公的年金を全部一本化して運用したらどうかという最後の伊藤教授の意見について、香取局長から一言いかがか。

(香取厚生労働省年金局長)

その話は被用者年金の一元化のときに2階部分を全部一元化したが、積立金の運用をどうするかは大議論があり、現在の段階では法律上はそれぞれで運用する。ただし、財政単位が1個になるので、いわば共通する運用部分については同じ考え方でモデルポートフォリオをつくって、同じような方針でリスク管理をして運用していくのが現在の形になる。更にこれを統合して一本化するかは議論としてあると思うが、大きい法律改正が必要になるので、議論としては時間がかかると思う。

(赤石日本経済再生総合事務局次長)

時間がないので、共済については別途お答えいただくこととする。

(竹中主査)

本当に時間がなくなってしまったが、今日改めて確認できたのは、冒頭に香取局長がウィン・ウィンといったが、そういう問題意識は共有しているということだと思う。

それともう一つは、総理が1月22日にダボス会議でこの話をしていること。今後のアジアダボス会議やサマーダボス会議では、必ず総理の約束はどうなったのかが問われることになる。それで、各担当部署においても積極的に前向きに真摯に検討していただいていると今日は非常に強く感じた。

ただ、資料を見ると、検討する、早期に結論を出すというものが多いので、今申し上げた総理の約束を実現する意味でのタイムホライズンは更に踏み込む努力が必要だと思う。

伊藤教授には大変よい質問をいくつか出していただいたが、それに対する議論が今日は十分ではなかった。基本的には運用をどうするかという問題とガバナンスをどうするかという問題があり、短期で当面できることは何かという問題とその先の法律改正まで踏まえて何ができるかという問題がある。4つのマトリックスの象限の問題がそれぞれ

あると思う。議論を深めるために、今日の伊藤教授の質問に対してもまだ十分な議論がなされていないので、質問項目を整理していきたい。

(西村内閣府副大臣)

今、竹中主査にまとめいただいたとおりだが、基本的な問題意識は共有していると思う。スピード感とか進め方のところではまだ差があるようなので、これから整理していく質問項目を含めてお答えをいただきながら、基本的に着実に進めていただくことが大事だと思う。そのスケジュール感とかをぜひ共有させていただき、年央の成長戦略改訂にどう書き込むかも含めて、総理、官房長官の問題意識も分かっておられると思うので、スピード感を持って対応していただきたい。

(以 上)