

式でもそれを保有することは多分認められない。成長性や安定性を考慮して、特に信用リスクを現在であれば考慮して、また将来の成長性という意味でいうと、店頭、二部、外国株も含めてきちんとしたユニバースを考えるべきだと思います。

ある意味でフィルター、東証に 1,400 社程度上場されているわけですが、そのうちから、何らかのガバナンスのフィルター、あるいは安定性のフィルター、信用リスクのフィルター等で投資対象を絞り込むことが必要であると思います。これは例えば社債においても、野村のボンド・パフォーマンス・インデックスにおいて現状ではA格以上ですし、それから社債の運用においても、BBB格以上ということで運用が行われているわけですから、同じように株式においても説明ができないような過度のリスクを取るべきではなく、リスクの高い個別銘柄を年金資産のポートフォリオに組み入れることは適切ではないと考えております。ですから、こういったことを考えて、将来的にはカスタム・インデックス、そもそも年金の運用、負債サイド、将来のマクロの経済見通しを考慮して、それに適した公的年金の運用に適したTOPIXでないカスタム・インデックスを検討する必要があるのではないかと考えております。

それから、コーポレート・ガバナンスに関しては、将来のキャッシュフローにつながるようなきちんとした経営資源を持たない企業、明らかに衰退していく企業、それからガバナンスに問題のある企業に関しては最初から投資をすべきではないし、経営に関与してはならないのではないのでしょうか。そのためのフィルター・ルールだと思っております。

むしろ、そのときに当然運用対象から外れる企業が出てくるわけですが、そうした企業の経営者は、本来の意味でのリストラクチャリングにより、きちんと将来においてキャッシュフローが出せるということを示す、あるいは我々が使ったフィルターが間違っているとすれば、それが間違いであるということ徹底したディスクロージャーによって明らかにする、そういった経営努力が必要になるかと思われま。

以上です。

○ 若杉分科会長

竹原先生、どうもありがとうございました。

お二人の先生から、それぞれのご主張とそれに基づいた具体的な提案をお伺いいたしました。ただいまのお二人のお話につきまして、ご意見、ご質問等がありましたら、どうぞご自由にお願ひします。小島委員どうぞ。

○ 小島委員

今、お二人の先生からお話いただきました。私の基本的な立場は前回も分科会でも発言し

ましたけれども、基本的には、公的年金については賦課方式を基本にするべきということですから。その意味で、今の積立金の規模が妥当かどうかということにも疑問がある。そして、今の積立金は、それを運用するとすれば国債・債券を中心に運用するべきで、株式運用からの撤退という方向に向かうべきと考えております。

そういう立場で、お二人の先生に伺います。加藤先生も株式運用はすべきでないという立場から国債を中心に運用しろということですから。市場運用については二つのリスク、すなわち市場運用リスク、それから、ポリティカルリスクがある。ポリティカルリスクは、特に株価維持についてのPKOですが、既に今の公的年金の資金はこのPKOに組み込まれているという認識を持っています。

撤退して株式運用をやめるといった場合には、株式市場が混乱をするということになり、すぐに撤退することはできないということですから、既にPKOに組み込まれているというふうにも言えると思います。

そういう観点で言いますと、加藤先生がおっしゃるように、国債運用に徹底すべきといった場合に、株式運用の撤退の方法としてどういうふうに考えたらいいかというのが加藤先生に対する質問です。

それから竹原先生は、基本ポートフォリオの考え方について再考すべきだというお話です。では積立金が今150兆円ぐらいありますが、これをもっと増やすべきなのか、あるいは減らすべきなのかということについて、お聞きしたいと思います。

○ 若杉分科会長

加藤先生の方から、お願いします。

○ 加藤氏

株式運用からどうやって撤退するかということですが、撤退に関して私は具体的なプランは持ち合わせておりません、申し訳ありませんが。ただ、相当な金額であることは事実ですから、これは内海委員のご専門のところですが、日本の外貨準備というのはたしか今40~50兆でしたか、これの運用、あれだけの規模の外国為替の市場でこれを運用することに対しての物すごい神経を使うわけですから、そのことを考えると、日本の株式市場における年金、本当は郵貯も含めて考えないといけないのですけれども、その規模は先ほど申し上げましたように比率が高いわけですから、やはり相当な時間をかけて徐々に撤退していくとか、それなりのプロセスを経ないとかなりの影響がある。

ただ、逆に、今までそれにしても割合無造作にやってきたのではないかなという感じは私はしておりますけれども、無造作にやったけれども、その問題はそれほど顕在化してない。

しかし、撤退の方がより神経を使うのは間違いないのではないかと思います。

○ 若杉分科会長

では竹原先生お願いします。

○ 竹原氏

積立金を今後増やすべきか、それとも減らすべきかということに関してですが、私は基本的には賦課方式の部分と積立方式の部分は、分けて考えるべきだと思っております。積立方式に基づく積立金の部分については、これはむしろ今の現役世代、今、掛金を払っている世代の個人間のリスクテイクだと思います。だから個人が将来における自分の掛金を減らすために、今リスクを取るか、取らないかという意味で、積立金の規模は少なくとも現状の維持を行う、それによって将来、自分の掛金が急速に増加するというリスクを低減させる、それが必要だと思っております。

ただし、積立金が本当に増えるのか、減るのかという点については、負債の測定がされていない以上、正確に計測することは非常に難しいと思います。むしろそれは、これからの公的年金において、給付をどうやって行っていくのか、その制度設計がきちんと定まった段階でALM的な立場から議論すべき事柄であると考えます。

○ 若杉分科会長

内海委員、どうぞ。

○ 内海委員

前回、私出席してないので意見を申し上げてないものですから、お二人の意見を伺った上で、私の意見を言ってもいいのでしょうか。あるいはもっと後の段階になるのでしょうか。

○ 若杉分科会長

御意見・ご質問ともどうぞ。

○ 内海委員

主として加藤さんのご意見へのコメントも含めた私の意見ですけれども、こんな損ばかり出していてしょうがないじゃないかということはわかるのですけれども、それで思い出すのは、ちょうど円がプラザ合意の前、1ドル240円とか250円だったころ、その後も200円を割ってから生命保険会社が高い金利にひかれて相当外貨投資をし、不動産も買い、その後、ドルが更に下がって、保険会社では運用責任者たちが左遷されるというような状況だった。

でも、今になってみると、これを保有し続けていたら、投資利回りは、この投資が一番利回りがよかったのです。日本で投資していたら、恐らく銀行がさんざん貸した後、保険会社

がまた日本で不動産だ、株だと買っていたらどういうことになっていたかと思うと、投資特に年金の運用は長い目で見ないと、今どうだからというのは言えないのではないかという素朴なコメントが第1です。

第2に、国債だけというのも、さっき竹原さんからご指摘あったように、私はリスクがあると思う。今はたまたま金利がどこも下がっていますね。恐らく今年中に連邦準備委員会も欧州中央銀行も金利を下げるでしょう。しかし、長い目で見ると、市場に50億人の人間が住むようになってどういうふうに変わっていくかということを考えないといけない。長期的に見て、私は数年前に三つの仮説を立てたのです。

一つは、製品の価格、比較的単純な製品の価格は下がるだろう。それから、第1次産品は、50億人の、マーケット人口の生活水準が上がっていく仮定で、恐らくその供給はなかなかキャッチアップできないから、その価格は上がるだろう。それから金利は当然エマージング・エコノミーズ、体制移行国、それから先進国でも投資需要は拡大するので、金利は上がるのだろうと思っていました。製品の下がる方はもう既におこっている。第1次産品は下がり続けていたのがこのところ上がり出しました。金利は、今、下がり続けているようだけれども、10年というオーダーで見たら、私は上がる可能性の方が大きいだろうと思うので、長期的に見たら固定金利の国債はリスクがあるということは考えなければいけないし、そして一つの国の通貨だけで運用することのリスクがあるから当然ある程度外貨ということも必要です。その意味で国債だけというのは、賛成し難い。

アメリカも、10年前は財政赤字で国債を出していた。それがあつという間に財政が立て直り、国債をだんだん出さなくなったら何をベンチマークにするのかというような議論さえやっていた時期があった。アメリカの財政は再び悪くなりだしましたけれども、日本も10年とか、もっと長い方で見たらどういうふうになるかということもわからない。だから国債だけというのはおかしいのではないか。そういう意味で、私はもう少し長い目を見て、株も含めてある程度のポートフォリオをきっちりをつくっておくことは必要ではないかという感じがするんです。

アメリカでは確かに今は公的年金の運用に株式は入れていません。日米交渉でアメリカが投資顧問を公的年金に使うことができるようにするべきだという議論があったときに、私は大蔵省はやめていたのですが、日本の大蔵省とアメリカの財務省と両側からいろいろ要請されて、間に立ったことがあります。加藤さんも言われたように、国がどういう株を買うかとか、それがまた表に出るとするのはちょっと問題がある。だからブラインド・トラストという考え方がアメリカの中にあつて、運用している国の公務員はどこの株を買っているかわか

らないような仕組みにしようということで、何か複雑な仕組みを採用されたことがあると思います。この問題をどうしようにするかというのは、問題があるから株式運用をやめるというのではなく、年金資金運用基金の独立性など、国が直接どの株をどうこうすることを決定するのではないような仕組みを考える方がいいのではないかと思います。

その意味では、私は基金の独立性、政府の役割と年金の運用との間の距離などについてしっかり、考えておいた方がいいのではないかと思います。以上です。

○ 若杉分科会長

ありがとうございました。加藤先生、今のことに何かレスポンスはありますか。

○ 加藤氏

国債に関わるリスクというのは当然それなりにあるのだと思います。すべての大きい資産には何らかのリスクはあるわけですが、しかし、私は物事というのは一番スタートに戻って考えないといけないのではないかと思います。さっき小島委員からお話がありましたように、日本の年金は賦課方式であるということ、賦課方式における積立金というのは何なのかということ、ここがすべてのスタートなのだと思います。例えば日本は5年分に相当する積立金を持っているわけですが、このこと自体の問題も併せて議論しないといけないのではないかと。

本来は賦課方式であれば、積立金はもっとはるかに小さい規模でいいわけですが、この積立金というものが、先ほどの繰り返しになりますけれども、年金運用当局にとってはたまっているお金かも知れませんが、これは会計上の観点からいけば、決して資産サイドに勘定されるべきものではなくて、既に発生済みのコストというところとちょっと不正確ですが、負債サイドに考えないといけないものであると、ここを忘れると、そこにかけていいリスクが何なのかということがよくわからなくなるのではないかと思います。

直接のレスポンスということではないのですが、そういうことを考えると、この積立金に課していいリスクというのは何なのか。それは国債が持つリスクと一足飛びに株式が持つリスク、その間にはいろいろあるわけですが、それが一足飛びに株式が持つリスクまでいっていいことには、私は決してならないのではないかと思います。

○ 若杉分科会長

竹内委員どうぞ。

○ 竹内委員

加藤さんの方には、今の内海さんの議論とだぶるので若干のコメントで結構なんですけれども、基金に関するガバナンスの欠如という点は、率直に言って、私もこの会議にずっと出

ていて非常に疑問に思うというか若干不安を覚えていた点でございます。つまり大臣が最終的な責任者であって、我々は中間的な、いわゆる方針を決めるところであり、エグゼキューションはまた別なグループがやっているということでございまして、マニファクチュアリングというか、運用のプロセスは非常に見えにくい状態にあります。我々の当面の課題はどちらかというマクロ的な整合性といいますか、そういうような議論がかなり大きな比重を初期のころは占めていまして、結果責任、受託者責任という議論も大分やったのですが、どこにリスクをとる人がいるのかといいますと、誰もとらないというような状況が発生がしかねないということに関して非常に不安を覚えています。現在もその状態が続いているわけですが、その問題に関しまして、加藤さんがカナダの例を挙げられましたが、一定の独立性をもし担保するとすれば、こういった分科会のような形がいいのか、率直に言って、もう少し外に出た形がいいのか、あるいは公聴会みたいなものをもっとオープンにやるような形がいいのか、利害関係者が集まるような場所にした方がいいのか、その点についてコメントがあればいただきたいというのが一つでございます。

恐らくもともと財投改革と一緒に出来てきた話なので、結局、財投は危険だということからお金を引上げているわけで、また同じように国債を買ってしまうということについてもやや問題があるのではないかという意味で、国債に対して全面依存というのも問題があるのではないかと考えます。将来の税収というものの危険性もあるというのが私のイメージだったので、その点については国債運用のリスクが大きいのではないかとというのが若干のコメントでございます。

前者の点について率直にどういう形にすれば、少し透明度が上がり、独立性という意味での改善になるかというのが一つ目の質問でございます。

竹原さんの方のプレゼンテーションにつきましては、私もどちらかという賛成の部分がございます、いわゆるエンハンスド・トゥ・インデックスといいますか、単なるパッシブで売買手数料だけをめくらめっぽう払っているというのは非常にイージービジネスをやっているというような形になりかねなくて、まさに情報の加工ノウハウというところに力点を置いた運用体制に持っていくべきであると考えます。つまりスクリーニングをかけて、マニファクチャリングのところについても、つまりファンドの作り方のポリシーに至るまでもっと精査して、きちんとしたスクリーニングをかけながら移行するというような考え方に、私もかなり賛成なのですけれども、その場合の絞り込みといいますか、それを一体現行制度の下でどのようにやるのかという問題があります。

今は、やや丸投げではないんですけれども、各ファンドマネージャーの方にスクリーニン