

グの機能といいますか、そういうものは委ねられている感じがします。運用結果は相当下ぶれしてしまったわけですが、私が思うにはスクリーニングが本当にかかっていたのかということについてはかなり疑問があるわけで、もう少しインデックスの考え方とスクリーニングの考え方に工夫の余地があるのではないかというのが私のイメージなんですけど、具体的にどんな方法があるかをお伺いしたいと思います。日本にスクリーニングとかフィルターをきちんとかけられる会社が存在していないというのも、また疑問があつて、どのくらいこれがフィジブルなのかということについてコメントがあればお願いします。

○ 若杉分科会長

最初の点は、加藤先生は、基金を廃止すべきだという意見ですけど、基金の場合にガバナンスを活かせるにはどうしたらいいかという質問ですけれども、何かレスポンスはございますか。

○ 加藤氏

本日、Canada の Pension Plan Investment Board についてのペーパーを持ってきたつもりだったのですが、すいません、持ってき忘れてまして、その中に例えばこんなものでガバナンスがある程度保たれるという一つのお手本というのか、サンプルがあつたのですが、申し訳ありません。ただ、さっきも申し上げましたけれども、役員を選任から予算まで含めて極めて独立しておりますし、まさに board 自体に全員が金融あるいは投資の専門家であるというような相当細かい条件があります。

それに加えて運用機関の役員なり会長がたびたび外に出て行って、これは単なる情報の開示以上に独立性を、さっきちょっと売りにするというふうに言いましたけれども、いろんな形の、例えば会長のスピーチという形で、今、こういう運用をしているとか、我が社はこういう方針で役員を選ぶとか、金の使い方はこうであるとか、かなり詳細かつたびたび独立性に関する具体的情報を発信しているというようなことも含めて、残念ながら、今の基金とは雲泥の差だなと思っております。

私が手元に持っております資料程度でしたら後でお送りいたしたいと思えます。

○ 若杉分科会長

竹原先生お願いします。

○ 竹原委員

スクリーニングをどうやるのか、アクティブ運用の在り方についてのご質問かと思うんですが、これは基金の立場と受託の立場と二つあると思えます。まず、基金に関して言うと、パフォーマンスの評価方法を変更する必要があると思えます。現状ではインフォメーション

・レシオ、すなわちベンチマークとどれだけ乖離したかということだけをリスクとしているわけですが、もともと TOPIX が効率的な市場ポートフォリオのプロクシーになっていない以上、これはほとんど無意味だと思います。ALM全体の、もちろん国債も含めて、外貨建ての資産も含めてのALMの中で多少のトラッキングエラーをなぜ許容できないのかということを考えております。

そういう意味で言うと、今のインフォメーション・レシオを中心にしたパフォーマンス評価ではなくて、本来の意味での、ALM的なダウンサイドリスクの意味で、給付を賄えるかどうかという意味でもきちんとした貢献を測定する方法に変更することが必要だと思います。

そのためには、現在の場合には詳細なディスクロージャーは行われてないわけです。例えば受託財産ごとに過去1年間、毎月のインフォメーションレシオがどうであったかなどは一切公開されてないわけですが、そういったものも公開するなど、必要なディスクロージャーを行うことが基金にとっては必要だと思っています。

それから、受託に関して、果たして、今、日系、外資系の企業において、そういったスクリーニングを行うだけの能力のある企業がどれだけあるかということですが、私は、今それをやっているところがないとしても十分できると思っております。例えば、昨今、研究会ですとか、証券アナリスト協会を始めとしているんなところで株式の運用の在り方、それに関わるアナリストの在り方、ファンドマネージャーの在り方というのが非常に積極的に議論が進められております。それから、決して公表された論文という形では出てきておりませんが、各研究機関等でかなり基礎研究が進んでおります。

そういったことを踏まえていけば、すぐにということは難しいと思いますが、基本ポートフォリオの見直しを含めて、2～3年の期間を見ていただけるならば、十分に今の日本の金融機関はそういった業務をこなすことが可能であると私は信じております。

○ 若杉分科会長

どうもありがとうございました。米澤委員どうぞ。

○ 米澤委員

余り重ならないように追加的なコメントを述べさせていただきます。

一つは、基本的に株式運用が平たく言ってもうからないならやるべきではないと思いますし、もうかるのであればやる必要があって、最初からそれをやらないというのはちょっとロジックがおかしいのではないかという感じがしております。もうかるか、もうからないか、今、現在非常に悩ましい状況ではありますが、実はそれは別な言い方しますと、多少言わず

もがな仮定かもしれませんが、結局のところ、公的な資金、郵貯、簡保も含めて400兆以上ある資金を最初から全部社会資本ないしは財政の部分にやるのか、ないしは必要があったときには、そこからも民間の資本の方に行くようにするのかという問題でもあります。もちろん財政投融资、政策投資銀行みたいなどころから、また民間に戻ってくることもありますが、もうかるか、もうからないかということは、実は入り口のところの資源配分の際に、海外も含めてもうかるところに流すというのが必要であり、そのためには民間の資本の方に資金を配分することが、最適な配分にもつながるのではないかと思います。マクロの面から見ればそのぐらいの必要性も考慮すべきではないかと思っています。

そういったときに、最初から株式運用という資金が民間に流れるところをふさごうということに関してちょっといかがかなと思っています。もうかるかということは、さっき言いました積立金に関して、いくらかでも将来の負担を減らすという目的と非常に整合的だと思います。これは、さかんに竹原さんなんかおっしゃっていますが、比較的フィックスに近いライアビリティを持っていても、もうかる場合には株式投資もすべきだという解は出ています。今、実際の政策アセットミックスは、それに近いものかどうかは、もう少し議論の余地があるかもしれませんが、そういう意味では最初から株式運用はしないというのは出てこないのではないかと、理論的に考えても厳しいのではないかという感じがします。

とはいいいながら、株式投資をすればリスクは国債に比べればあります。これは要するに日本の経済変動のリスクです。今、日本経済が非常に困っている。みんながそれから逃れたい、逃れたいとなったら、もうどうしようもなくなってしまいます。ある意味では、今、日本の経済の閉塞感というのもそれに近いところなので、あるところだけ勝手にリスクを逃れるということは難しいのではないかと、そのぐらいの気持ちで、最初に言ったことと同時に考えていくといいのではないかと思います。

それから、竹原さん、今、インフレのことは臨場感はないんですが、アメリカなどの長期データで見ても、実質リターンで、多少リスクのとり方が違うんですけど、一番安定しているのはインフレ連動債です。次は株式です。それからインフレに連動してない普通の国債です。インフレが将来的に非常にシリアスなものになったときは、今言ったような順番が事実としてあるということでございます。

最後に仮にいろんな状況で株式が御法度となったときに、債券の運用はそう簡単なんです、株式に比べて。特にライアビリティを持っていて、そこで債券の運用は、ある意味でかなり難しいロジックが出てきます。そのときに債券だから、国債だから安全というのはちょっと違うんじゃないかなという感じがします。

それから、加藤様からいろいろ出ていますカナダの例は、私ももう少し調べたくなくらい一つのいい仕掛けというか、工夫になっているのかなという感じがちょっとしました。以上です。

○ 若杉分科会長

どうもありがとうございました。では、大和委員お願いします。

○ 大和委員

お二方とも言うておられますけれども、年金の債務をどうとらえるか。それから、もう一つは賦課方式における積立金というのはどういうものなのか。それをはっきりさせないと、運用の仕方云々とか積立金の量をどのくらいにするかというのは問題があるように思います。確かに純粋の賦課方式で保険料の引上げも一切要らないような定常状態であれば資金繰りさえつければ積立金は要らないわけですね。資金繰り調整ぐらいで済んでしまうかもしれません。そのときには確かに収益とリスクということは一切考えないで流動性だけを考えるという考え方になるのだと思いますけれども、それでももう少し余裕を持って積んでおきたい場合、その量が非常に大きく、年間給付の何倍かにもなるというときに、リターンがほとんどゼロの状態、流動性だけを考えて持つというのが本当にいいのかという問題もあると思います。

しかし、今、日本の年金財政の現状はそういう状態にはないわけです。2050年かちょっとはつきり覚えておりませんが、そのくらいまでは、少子高齢化で保険料を引上げなければ給付が払えない。それをなだらかにするためにずっと保険料を上げてきているものだから、積立金がたまっているというふうに向っております。つまり賦課制度だけれども、保険料の引上げをなだらかにするために積立金を持っていて、しかも、それは2050年くらいまでは持っていないといけないという状態であるわけです。

年金の給付と保険料の間の制度をそもそも変えるということは別問題としてあるかもしれませんが、少なくとも現状、（その前提の場合でも積立金は一切流動性資産で年金財政に織り込む必要はないという考えもあるかもしれませんが、）5年分か6年分ぐらいの積立金があるのであればリターンを年金財政に入れた方がいいのではないかという考えで今この制度があるのだと思うんですね。ある程度のリターンを入れて、ある程度のキャッシュフローを将来のこととして織り込む形で積立金を持っているわけです。

そのように年金財政に繰り込むという前提に立ったときには、繰り入れたためにリターンを追求すると同時に、そのリスクも負ってしまうわけですがけれども、現在のそういう状況のときに積立金の運用どうあるべきかというのを、お二方からご意見をお伺いしたいのですけ

ど、純粹の事前積立制度でもないし、純粹の賦課制度でもないわけですね。将来どうするかは別にして、現状そういう状態にあるという中での考えをお聞きしたいと思うんですが。

もう一つ、一番最初に海外の公的年金積立金運用のご紹介がありましたけれども、これもそれぞれのケースで、財政方式がそもそも賦課制度なのかどうか、年間給付金に対してどのくらいの積立金を持っているのか、それによってこの考え方は少し変わってくるように思いますので、それも教えていただければと思います。

○ 若杉分科会長

まず、海外の事例については、時間もありますので、次回に事務局より説明をお願いします。数理課長から、現在、積立金を保有している意味などについて、簡単に説明をお願いします。

○ 坂本数理課長

現在の厚生年金、国民年金の財政運営の考え方でございますけれども、基本的には世代間扶養の賦課方式を考え方の基本としておりますが、今、我が国は非常な勢いで少子高齢化が進んでおると、そういう現状でございますので、積立金をある程度保有いたしまして、高齢化のピークに備えるという財政運営をしております。そして平成 11 年の直近の財政再計算におきましては、最終的にもある程度の積立金を保有いたしまして、その運用収益でもって、将来の世代の保険料の負担を軽減する、そういう考え方の下に財政計画をつくっているところでございます。

○ 若杉分科会長

そういうことで、積立金と言っているんですけど、積立方式の積立金とは全然意味が違います。そういうことを前提に、今の委員のご質問にお答えいただけますか。加藤先生から。

○ 加藤氏

たびたび同じことの繰り返しばかり申し上げるのですがけれども、今の賦課方式の下での積立金というのはまさに流動性の問題なんですね。仮に純粹な賦課方式で、直ちに保険料の調整が可能であれば積立金はほとんどいらなくなる。しかも確定給付ですから、運用がうまくいっても、逆に損が出ても給付は同じなんですね。出す方が決まっているわけですから、直ちに保険料が調整できるのであれば、保険料で調整するわけですから、もらう側にとっては同じことなんですね。ですから私はそれがスタートとして考えるべきことではないかと思うんです。

ただ、日本の場合にはさっきご説明あったように高齢化が進む。それと政治的にすぐに保

保険料を上げたりというのはなかなかできないですから、あらかじめ先食い状態で、今のうちに保険料をとっておこうかということなんだと思います。その結果、積立金が5年分も、とてもたくさんたまっちゃったということですから、そこで運用の話が出てきたという順番だと私は思います。

ですからうまく運用して、そこでもってなるべくたくさん返せるようにというのは、そもそもその確定給付型で賦課方式でということの原則に反すると私は思っております。ですから、あくまでも賦課方式における積立金は、それが多かろうが少なかろうが預かり金であって流動性であると。それは会計上は資産サイドではなくて、負債サイドに考えるものであると。であれば、そこに高いリスクをかけて運用するものでは基本的にはないだろうと思います。

これは先ほどの繰り返しになりますけれども、現実問題としてリスク許容度というのは、オーバー・ファンディングで、今、資産と負債があって、これだけ資産が余っていると、これはなくなってもいいよというときにそれにリスクをかけるのはいいわけですがけれども、今は年金に関しては逆になっているわけですから、少なくとも今の時点で、単純にもうければいいではないかということではなくて、リスクをそもそもとれるスタート地点に来てない。

グリーンスパンのゼロサムというのは、マクロ的に、いわば原理主義的に考えたものですから、私はこれは正しいと思いますが、仮にそこを置いておいて、リスク運用をどうしてもするとしても、まずアンダー・ファンディング状態を正すところからしないといけません。それで、アンダー・ファンディングであるか、ないかということは、年金特別会計を発生主義でもう一回、資産、負債すべて洗って見ないと、とりあえず手元に百数十兆円のお金があるから、それはキャッシュとして積まれているのだということではダメなのではないか。年金特会の資産、負債を洗い直せば、私は今の時点で余資運用という形でリスクをとって運用できるような状態には決してないと思います。

余りほかのものと比較するのは適当ではないかもしれませんが、例えば今議論になっております道路四公団についてもキャッシュフローはあるわけですね。キャッシュフローはあるけれども、会計を発生主義的に見て、資産、負債を洗い直してみると、これは道路公団自身が出した数字でも債務超過になっているわけですから、私は年金についても同じ状態が今発生している、そこをスタートにしないとこの議論はなかなかそこから先に行かないのではないかと考えております。

もう一つ、つけ加えると、国民はそもそも百数十兆の積立金というものについてのイメージとして、どこかに150兆円ぐらいのお金が余って積み上がっていると、そういうイメージを持つのだと思いますね。ですから、その中身、それからそれをリスク運用すること