

日本年金学会 年金研究会  
公益社団法人日本年金数理人会 第73回研修会

## 公的年金制度の未来

マクロ経済（金融・資本市場・GPIF  
・成長戦略）との関係を題材に考える

香取照幸氏

本資料に関する権利は、日本年金学会および公益社団法人日本年金数理人会に帰属し、本資料の一部または全部の無断複写複製を禁じます。

○司会 それでは、定刻になりましたので、「日本年金学会年金研究会」並びに「日本年金数理人会第73回研修会」を始めさせていただきます。この講演は、年金数理人会で実施している継続的能力開発制度の1号CPDの対象となります。本日は、香取照幸様に約90分ご講演いただいた後に、約30分の意見交換を予定しております。

ご講演に先立ちまして、香取様のご経歴を簡単に紹介させていただきます。香取様は、1980年に厚生省、現厚生労働省に入省されました。その後、2012年に厚生労働省年金局長、2015年に厚生労働省雇用均等・児童家庭局長と要職を歴任された後、2016年6月に退官され、現在は在アゼルバイジャン共和国日本国特命全権大使でいらっしゃいます。

本日は、年金局長時代の改革を題材に、「公的年金制度の未来」という演題でお話いただきます。

それでは香取様、よろしく申し上げます。

○香取氏 御紹介いただきました香取でございます。日本から8000kmほど離れている、カスピ海のほとりにあるアゼルバイジャンという国の大使をしております。赴任してちょうど1年半になります。

来年は財政検証の年になるということで、この機会に前回改正時に行った年金資金運用改革、GPIF改革の総括をしておこうかと思っておりましたところ、ご縁をいただいて、今回日本年金学会でお話をさせていただけることになりました。

今日は「年金とマクロ経済」というテーマでお話をしたいと思います。

皆さん御案内のように、公的年金制度をはじめとする社会保障制度と経済は非常に密接な関係があります。単に移転所得・所得再分配ということにとどまらず、さまざまな形で日本経済のパフォーマンスに大きな影響を与えています。

事前にお示ししたスライドにはないものなのですが、これはフローで国民経済と社会保障の関係を示したものです。2010年のデータですが、当時GDPが約480兆、国民所得が約350兆でした。この間日本は経済成長していないので残念ながらこの数字は今もほとんど変わらないと思います。政府部門から一般行政サービスとして移転しているお金が約75兆円、それに対して社会保障給付は100兆円を超えています。社会保障以外、つまり厚生労働省以外の全ての役所がやっている仕事を全部足したよりも厚生労働省が扱っているお金のほうが大きいということになります。かつ、負担の面でも直接税が法人・個人合わせて約38兆円なのに対して社会保険料負担は55兆円になりますから、租税よりもはるかに大

きいお金が動いているということになります。

このように、国民経済から見ても、社会保障は負担・給付両面で非常に大きな規模になっています。公的年金は約50兆円あって、県によっては県民所得の15%、20%近いお金が公的年金給付であるというところもあります。これはフローのお金です。加えて公的年金には積立金というストックがあります。公的年金は積立金の運用を通じてマクロ経済に非常に大きな影響を与えます。

つまり、マクロ経済や金融をやっている人から公的年金制度がどう見えるか、公的年金のお金の流れ、特に年金資金がどう見えるか、どういう意味を持ち得るかという議論がGPIF改革の一つのテーマだったということで、そのことを頭に置いて、きょうの本題に入りたいと思います。

### < GPIF改革論議の背景 >

GPIF改革は、一言で言えば、アベノミクスを背景にした金融・資本市場政策と社会保障政策の交差点の上で展開された改革論議、ということができると思います。そして、その背景には大きく4つの要素がありました。

1つは日本の金融市場政策。金融資本市場政策をどう考えるかという金融庁の問題意識です。2つ目は、言うまでもなく、安倍政権によって推進されているアベノミクス。3つ目は、アベノミクスと表裏一体をなすものとして議論されてきた成長戦略・日本再興戦略。そして最後は、まさに公的年金制度として積立金の運用をどう考えるかという公的年金制度の財政検証です。

まず金融・資本市場政策の話をしていただきます。

御案内の方も多いと思いますが、金融庁はかねてから「日本の民間部門の資金運用の絵姿が非常に偏っている。その改革をしないといけない」ということを考え、外向きにもそういうことを言っていました。スローガンのように、「貯蓄から投資へ」ということであり、「資金運用の多様化・高度化」ということです。

よく言われることですが、日本の個人資産、家計の資産構成は極端に貯蓄、つまり銀行預金に寄っている。株式とか債券といった、いわゆるリスク性資産にお金がほとんど回っていない。これに対して、アメリカなんか特にそうですが、諸外国では持っているお金の半分ぐらいは株式で運用する。そもそもお金の運用の仕方が根本的に違っている。投資にお金が回らない、いわば成長分野への資金配分、市場を通じての資金配分が十分行われな

いということで、言ってしまうと、日本全体のポートフォリオ、資金運用の配分を見直すべきだ、ということを金融庁はずっと言ってきたということです。

例えば NISA というのがあります。あれなんかもそうで、できるだけ個人の資産を投資に振り向けようと考えてきたわけですが、なかなかうまくいってない。数字を見ていただいても、日本の個人資産の運用構成は定期預金と預貯金で8割ぐらいになって、リスク性資産は10%ぐらいしかない。

加えて、個人だけじゃなくて機関投資家も、最近でこそ一日銀が国債を買い占めてしまうので一比率が下がってきましたけど、基本的にはみんな国債を買っている。それが日本の金融機関、機関投資家の資産の運用状況です。

当時、金融庁は僕らにどういう説明をしたかという、GPIFもそうだけど、国債に過度に依存している運用というのは実は非常にリスクが高いんです、国債というのは国の信用がついているからリスクフリーだというけど、このまま財政赤字がどんどん大きくなって国債の信認が下がったら国債だっていつ吹っ飛ばかわからない。だから「あなたたち、国債にずっと頼っているというのは実はリスクが高いんだよ。金融市場全体のリスク軽減という意味でもバランスをとらなければいけないんだ」と。

財政赤字が拡大したときのリスクというのは確かにありますから、それは確かにその通りです。でも、『国債だってリスクフリーじゃないですよ、財政赤字が拡大すると国債が飛ぶかもしれないんだから、国債を余り持っているのは危ないですよ』、って、政府の一員である金融庁が大きい声で言って歩くんですか」と、この間退官された森さんに言った覚えがあります（笑）。

冗談はともかくとして、実際にそういう議論が金融庁からなされていたということでもあります。

2つ目はアベノミクスです。アベノミクスとGPIF改革の関係というのはわかるようでわからない。まずアベノミクスって、どういう構造になっているかということなんですけど、最初、アベノミクスは三本の矢で構成されていました。1つ目の矢は金融政策、いわゆる異次元緩和ですね。日銀の異次元緩和。二つ目の矢は財政出動、財政政策ですね。で、3つ目はいわゆる経済構造改革、いうところの成長戦略です。

GPIF改革というのは、公的年金資金の運用改革、金融市場・資本市場改革ということになるので、この3つの中でどれかというとならば多分3番目になるんだろうと思うんですが、3番目の経済構造改革というのは、産業競争力会議であるとか、規制改革会議である

とか、要するに「民間主導の成長」を目指したさまざまな改革ものの束なので、それ自体が一貫した体系的説明ができるような中身ではありません。なので、G P I F改革がアベノミクス全体の理論的バックボーンや政策体系・政策哲学とどのように関わり、どういう時間軸・因果律・起承転結関係になるのか、ということについては、当時の内閣府からも経産省からも、もちろん金融庁からも体系的な解説は行われませんでした。

とはいえ、当時のいろいろな説明を総合すると、アベノミクスがうまくいけば、デフレを脱却して安定的な成長が実現される、そして安定的な成長に見合った金利の上昇が実現される。とすれば、公的年金はアベノミクスがうまくいけば最大の受益者の一人になる。いわばアベノミクスの成功につながる改革を通じて、自らもその成果を受益するということで、アベノミクスの成果を国民に還元する改革というのがG P I F改革だ、という説明になっていました。実際、安倍総理はそういうロジックでG P I F改革の説明を行っていました。

あれから何年も経っているので、現時点でのアベノミクスの評価はいろいろあるかと思いますが、アベノミクススタート時であるあの時点で、これから行われるさまざまな改革が功を奏してデフレからの脱却が現実のものとなるのであれば、デフレ脱却を前提とした形に運用を変えるというのはある意味当たり前のことです。当時の言葉を借りれば、緩やかなインフレ基調への経済環境の変化というものがアベノミクスを通じて起こることであれば、それにあわせて運用改革を行う。さらにいえばそれを先取りして運用改革をするということ自体は、年金運用の論理から言ってもおかしくはない。

そういう論理立てをすることによって、G P I F改革とアベノミクスとの関係を整理するというのが、あの時点で僕らの受けとめだったということでもあります。

3つ目は成長戦略、日本経済再生戦略です。

経済構造改革を進めていく上で、さまざまな立場、さまざまな考え方がある中で、いわゆるリフレ派と言われていた人たち、アベノミクスの理論的な主導を行った人たちは、経済構造改革、経済再生の一環として、金融・資本市場政策においてもより積極的に成長に資する改革をするべきだ、という考え方でした。

彼らの考え方からすると、G P I F改革というのは、アベノミクスの上がりをいただく、その成果を国民に還元する、ということにとどまらずに、より積極的に成長に貢献する分野にお金が回るような改革を金融市場改革として行う、その尖兵として、G P I F—及びG P I Fをはじめとする公的・準公的資金—はより積極的に、より多くの資金を成長が期

待される分野に回すということのみずから行う、あるいはそれができるような制度的な枠組み、体制をつくっていく。

具体的に言えば、G P I Fの資金をより多く成長分野やベンチャーキャピタルなどに振り向けていく改革を行う、ということです。

この話が一番典型的に展開されたのは自民党の日本経済再生本部です。本部長は政調会長。当時は稲田さんですね。実際に取り仕切っていたのは政調会長代理であった塩崎さん、後に厚生労働大臣になる塩崎さんです。

2013年4月に党本部でヒアリングがありました。私と当時のG P I Fの三谷理事長が呼ばれて、向こう側に座っていたのは投資顧問協会とベンチャーキャピタルの方。ここでされた議論は、このスライドにもありますように、日銀が異次元緩和という大きな政策転換をしている、金融市場が動いていて、いわばデフレ脱却へ向けて市場が動いている、長期金利の上昇トレンドがあるんだから、それに合わせて改革をするということをしなければ、G P I Fは乗り遅れる、今のG P I Fの運用の仕方というのは、低コスト、低リスク、低リターンで、この形ではG P I Fは市場の変化についていけない、運用目標も見直して積極的な運用ができるようにG P I Fに専門家をもっと登用すべき、きちんと金払って優秀な人を集め、運用対象を拡大してリスク性資産にもっと資金を振り向けるべき、再生ファンドやベンチャー投資に資金を回して国内ベンチャー市場の育成を図るべき、債券中心の運用はリスクが高いので、より運用の多様化を図るべき、(当時行っていなかった)プライベートエクイティとかベンチャーにもっとお金を投資すべき、、、。

自民党の経済再生本部って、こういう感じだったんです。他方、自民党の中にもさまざまな議論があって、公的な資金でベンチャー投資をしてベンチャー市場の育成をする、というのは本末転倒でおかしいんじゃないのか、公的年金のお金はそういうことに使っているのか、という議論とか、こういうことができるようにするためにはさまざまな規制緩和をする必要がある、運用に関する規制、特に他事考慮の規制とか、そういうのを外すということになるんですけど、そんなことして本当にいいのか、そもそも何でそういうふうにしてあるんだということを議論すべきじゃないかと、特に社会保障に詳しい厚労族の先生方からそんな意見が出ていました。

他事考慮の規制というのは、ある意味、時の政治のいろいろな介入から公的年金資金を守る規制、ということでもある、そのための法律的な枠組みでもあるわけだから、いわば運用の仕方に政治が介入する余地を残すような改革をするというのは運用の効率性を妨げ

るのではないかと、そんな議論もありました。

こういう流れの中で、いわゆる伊藤委員会というのがつくられます。「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」です。

伊藤委員会は、G P I F改革の一番初め、第1コーナーから第2コーナーにかかるぐらいのところで作られたわけですがけれども、内閣官房と厚労省が共同事務局になって回しました。伊藤委員会というのは、先ほど言った金融庁とアベノミクス、より積極的な運用をすべきだと考えているリフレ派の人たち、それぞれのいろいろな思惑の交差点の上ででき上がった委員会といえると思います。

厚生労働省としても、いずれ公的年金の財政検証の中で運用の話はしないといけない、特にアベノミクスで経済環境が変わっているということがあるわけですから、そこをどう織り込んで経済見通しを立てるか、その上でどういう運用方針を考えるかという議論はせざるを得ない、そうすると、この種の議論は全部受けて立つ必要があります。どうせ受けて立つんだったら、自分が事務局になって受けられる議論は一緒にやろうということで、内閣官房の再生本部と共同事務局になりました。ただし、内閣官房の再生本部のメンバーは基本的には金融庁の人ですので、実質的には金融庁が全体を取り仕切っていると、そういう構造であったということでもあります。

会議の委員はご覧の通りです。委員構成を見ていただくと、大体どういう結論になりそうか想像がつくと思います（笑）。

伊藤委員会はどんな結論になったかということですが、伊藤委員会のキーワードは「フォワードルッキングな運用」です。フォワードルッキングでない運用ってあるのかなと思いましたが（笑）、アベノミクスはうまくいくんだと、これからデフレを脱却し、緩やかなインフレ基調に経済は動くんだと、動くのだから、そのことを頭に置いてそれにうまく合うような運用をしていく必要があるんだと。そういうことですね。

具体的に言うと、国債に過度に依存した運用はやめましょう。分散投資を進める。これを「高度化」と書いています。もう一つはリスク性資産に投資をもっとふやしなさいと。ベンチャーであるとか、他にもいろいろなのを書いてあるんですけど、REIT、不動産投資、インフラ投資、プライベートエクイティ投資、コモディティ投資も検討しろって書いてあるんですね。それから、積極的な運用を行え、アクティブ運用をしろと。そのためにG P I Fの手数料は安すぎるから運用手数料をもっと上げろって、普通こういうことは書かないと思うんですけど、そういうことも書いてありました。

あとは、130兆も持っているわけだから、その資金規模にあわせて運用体制を充実して、人をふやして、体制も強化してより積極的な運用ができるようにしろと。意思決定の仕方を変えて、体制がでかくなるんだからガバナンスの強化もすべきだ、こういう議論でありました。

ということで、伊藤委員会の報告は、「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化」に関する報告といいながら、事実上GPIFをターゲットにした報告になっていました。公的資金、っていうんだったら郵便貯金だってあるんじゃないかなあ、と思いました（笑）。

で、厚労省サイドの受けとめですが、先ほど申し上げたように、金融庁の言っている政策の基本的考え方そのものは首肯できるものというか——首肯できるものという言い方は僭越ですけど——、基本的には間違っていないし、我々として協力すべきものは協力すべきだろうと思っていました。

もう一つは、政府全体としてアベノミクスを中心にさまざまな改革が進んでいるわけですから、基本的には、それとの整合性をとりながら公的年金制度改革をするというのは考えざるを得ないので、そこはきちんと考えましょうということで、こういった枠組みの中で、あるいはこういった枠組みを自分たちの年金改革と整合性がとれる形で展開できるように伊藤委員会のハンドリング、あるいはその後の制度改革のハンドリングを進めようと考えていました。

この後、閣議決定がなされましたが、そこではこういう文章になっています。

「各資金の性格・規模に応じ、長期的な健全性の確保に協力しつつ必要な改革をする。」霞ヶ関文学の典型みたいなものですけど、要するに、それぞれの資金には規模と性格があるので、長期的に健全な運営ができるということを頭に置いて有識者会議の提言を踏まえた改革をしましょうと、そういう言い方になっているということでもあります。

繰り返しになりますが、伊藤委員会の報告書というのはなかなかすごいことが書いてあるんですよ。ちゃんとリスク管理の体制をとった上で、という前提ですが、REIT もやる、不動産投資、インフラ投資、ベンチャーキャピタル投資、プライベートエクイティ、コモディティみたいなやつも積極的にやりなさい、アクティブ比率も上げなさい。自家運用の話、いわゆる外部機関への委託じゃなくて自家運用——インハウスですね——、インハウス運用もやりなさい、などなど、野心的なことがいっぱい書いてある報告ということでもあります。

そうなってくると、こういった積極的な運用ができるような体制をつくれという話になります。で、運用改革の話の次に組織改革、G P I Fの組織問題というのが出てくるといふことになります。

運用改革と組織改革の話は跛行的に進んで行きました。当たり前ですが、どういう視点・考え方で運用改革をするのか、どこまでG P I Fの金を積極的に運用するのか、株式市場であるとか、リスク性のある資産にどこまで資金を回すのか、そこをどうするかというところで、どのくらい組織をいじるかということが決まるわけですね。

先で紹介した再生本部での議論のような文脈からいえば、そもそも現行厚生年金保険法やG P I F法で定められている「専ら年金受給者の利益のため」「安全かつ確実な運用」「他事考慮の禁止」といった法規制やそれを前提とした現在の厚労省の運用方針からG P I Fを解き放つ必要がある、という議論になります。そして、「（彼らの考えるような）高度な運用を行える組織体制」「G P I Fがみずからの判断でその資金を経済再生に資する運用対象（=VC・PE・インフラ等々）に投入できるような組織体制」にする、そのための体制強化=専門人材の登用、意思決定システムの変更（運用専門家の合議による意思決定）を行う、そしてその先に「組織の独立」という議論が出てくる、という流れになります。

従って、この文脈で語られる「組織の独立」とは、「運用改革—基本ポートフォリオの見直し」のためというよりは、G P I Fそのものを「アタマの硬い厚労省事務方（本部での某議員の表現）の軛から解き放つこと」という意味になります。

実際、本部での議論では「金融庁と共管にしろ」「民間の資金運用のプロに運用を任せろ」「素人の役人（厚労省）が運用に口を挟むな」といった議論が展開されていました。

ところでみなさん、G P I Fって職員が何人いるか知っていますか。130兆—直近だと170兆超になります—の資金の運用しているG P I Fの職員の数、どのぐらいいると思いますか。1000人？2000人？ そんなにいません。もともと80人ぐらいしかいないんです。今回のG P I F改革で増やしてやっと130人くらいです。

G P I F改革の議論をしている時に、民主党中心に野党の国会議員がみんなして、「G P I Fってどういう運用をやっているんだ。みんなでG P I Fに視察に行く」という話になって、当時G P I Fは虎ノ門の日土地ビルにいたんですけど、大挙して議員さんがやってきました。G P I Fはワンフロアしかありません。行くと、普通のオフィスみたいのがあって、ドドォッと民主党の議員が来て、ワアッと見て、「ディーリングルームはどこだ」、

「済みません。自分でやっていないので、ディーリングルームはありません」といって、すごく拍子抜けをしたという話があります。

率直に申し上げますが、GPIFの運用体制は決して大きくありません。むしろ脆弱です。運用改革をどうするかにかかわらず、そもそも論としてあれだけの大きな資金の運用をするには体制が小さい。きちんと体制を強化すること、専門家をきちんと入れることが必要だということは常々私も思っていました。なので、程度の差はあれ、組織改革、運用改革も必要だし、意思決定については見直しも必要だし、運用環境はどんどん変化していくんだし、いずれはインハウスとかいうことも考えなければいけないので、それに対応できるような専門家をきちんと内部で養成するということは必要だろうと思っていたので、随分いろいろなことを言われましたけど、基本的にはじっと我慢して（笑）聞いていたということでもあります。

最後、4つ目は年金の財政検証です。

ここは年金学会ですから、皆さん十分御案内のことなので余り詳しくお話しはしませんが、2004年改正でマクロ経済スライドを導入してから後の公的年金制度では保険料の上限が設定されています。「財政再計算」として行われてきた5年ごとの年金財政の見直し一現在は「財政検証」と呼んでいます一は、保険料の上限が設定されていることを前提に長期の財政収支が成り立っているかどうかを定期的にチェックする、いわば公的年金制度の「定期健康診断」ということになります。

前回の財政検証は、これからお話しするいわゆる伊藤委員会での議論と相前後して2013年から開始され、2014年6月に検証結果が公表されました。

前回の財政検証では、複数試算（いわゆる破綻シナリオも含めた複数試算）の実施や一定の制度改革を前提としたオプション試算の実施など、新機軸をいくつか導入しましたが、公的年金資金の運用についても財政検証に際して改めて整理を行い、新たな考え方をお示ししました。

ここにお示ししているのは経済前提委員会の最終報告です。これももうみなさん御案内と思いますけれども、読んでいただければと思います。

人口減少が進行している我が国は、概ね2040年まで、高齢者の増（受給者の増）と現役世代の減少が同時進行するという人口動態上の問題に直面することになります。公的年金制度としてはこの時期が一番厳しい時期で、これを乗り切るために2004年改正で導入された制度的仕組みが「マクロ経済スライド」と「年金積立金（元本＋運用益）の計画的

な取り崩し」です。ですから、公的年金積立金の運用について考える場合は、この2004年改正の基本フレーム、すなわち計画的に元本と積立金を取り崩していくことで人口動態の変動に対応した公的年金財政の長期的安定を確保していく、という仕組みが機能する運用益の確保＝運用利回りの設定を行う、ということが求められることとなります。

具体的に申し上げれば、公的年金というのは給付も賃金スライドで動きますし、保険料収入も賃金で動きますので、基本的には経済成長に見合っただけで収入サイド、負債サイド、両方が動くということになります。従って、積立金の運用についても、基本的にはまず名目賃金上昇率に見合う運用利回りを確保した上で、そこにどれだけの上積み＝スプレッド、と呼んでいます—をとれるか、あるいはどれぐらいの上積みを設定すれば長期的に年金財政が安定するかという試算をするということになります。なので、積立金の運用利回り目標のセットの仕方は「名目賃金上昇率＋スプレッド（ $\alpha$ ）」という設定の仕方になるわけです。

この考え方は別に今に始まったわけではなくて、前々回—2009年—の財政検証でもそのような考え方で運用利回りはセットされていました。前々回は名目賃金上昇率が2.5%でスプレッドを1.6%と置いて仕上がりの運用利回りが4.1%ということだったのですが、「名目運用利回り4.1%」という数字だけを示したので、この4.1%が一人歩きしてしまい、「このご時世にそんな高利回りで長期に運用できるわけじゃないか」とさんざん批判されました。

そこで前回の財政検証ではそもそも運用利回りの示し方を「名目賃金上昇率＋ $\alpha$ （スプレッド）」へと変更することにしました。要は「 $\alpha$ ＝スプレッド」をどう設定するかというのが運用利回りの話なんですよ、実質的な運用利回りというのは「スプレッド＝ $\alpha$ 」なんですよ、という説明をするということです。

で、財政検証で示された複数のケースにおいてそれぞれ必要とされる実質的な運用利回り（ $\alpha$ ）に十分対応するという観点から、ケースE、経済再生ケースでTFP上昇率ももっとも低位のケースでの実質的な運用利回り（ $\alpha$ ）の中央値1.7%を採用することにしたわけです。

「名目賃金上昇率＋1.7%」という設定の仕方は、もちろん公的年金の側からの説明ですけれども、同時に、より高い収益を求めるべきだ、年金として経済の成長を積極的に織り込んだ、あるいは経済状況の変化を織り込んだ運用利回りを設定すべき、という議論に対して、公的年金の側で必要にして十分な運用利回りは何なのか、どこまで目指せばいいの

かという、いわば年金の側の運用の相場観をお示しする、それをロジカルにお示しをするという意味をもっているものでもあります。

とにかく、運用利回りは高ければ高いほどいいでしょうという議論になるんですね、運用したい人の側からすれば。ビジネスチャンスも増えるわけだし。少子高齢化で公的年金財政は大変なんだから、積立金はできるだけ高利運用して給付原資を稼ぐべきじゃないか、って、それも確かに一理あるわけですし。そんな議論に対して、運用にはリスクも伴うんだから、高ければいいというだけのものではない、必要にして十分な運用利回りは何かということを公的年金制度側から説明するための説明の道具立てとして、これを考えるということでもあるわけです。

そうして考えていくと、そもそも公的年金の資金運用ってどういうふうになればいいのか、という議論になっていきます。

公的年金の積立金は当時で130兆円、今は170兆か180兆ぐらいになっています。これだけ巨額の資金を一体どういう考え方で運用するのか。

まず、公的年金制度のファイナンスは非常に長期のサイクル、「人の一生」に合わせて動きます。人生100年。前半、20歳から60あるいは65歳まで保険料を払い、その後、20年、30年と給付を受けます。なので、財政検証は「概ね100年間の公的年金財政の長期的収支を見通す」ということになっているのです。公的年金の資金も人間の一生という長期のライフスパンにあった運用をするわけですので、超長期な運用をすることになります。短期的な経済変動を超えて30年、40年、50年というタームで運用するということになるので、そのときどきの経済変動にあわせて運用姿勢を変えるということは必要ないし、それをしたところで最終的な運用の結果にそんなに大きな影響を与えないということになります。

加えて、日本の公的年金積立金の規模は非常に大きい。GPIFは日本の株式発行時価総額の8%ぐらいを持っています。ポートフォリオの見直しをしましたからもうちょっと持っていると思うんですけども、とにかくかなり大きな機関投資家ということになります。まさに「鯨のような存在」です。これだけ大きいと、超長期に考えれば、運用実績はその国の経済、つまり運用している資本市場のパフォーマンスで決まりますから、どういう運用の仕方をして、というと言い過ぎかもしれませんが、運用のパフォーマンスは基本的には自分が運用している国の経済のパフォーマンスでほぼ決まります。日本の市場で50年間運用すれば、50年間の日本経済の成長に見合った運用成績が出ることになるし、アメリカで運用すればアメリカの成長を反映した成績になる、ということになります。言っ

てしまえば、そういうもので、それ以上でもそれ以下でもない。

したがって、長期の資金である年金の基金に関しては、年金資金の機能、役割という観点から見ても、資金の性格から見ても、長期保有を前提とした安定的なポートフォリオで回すというのが基本的な運用の仕方ということになります。その前提で市場の果実、つまりは経済成長の果実を確実に取っていくということになります。

そのベースの上に、先ほどの1.6%あるいは1.7%というスプレッドをどういうふう to 確保していくかを考える、ということで、分散投資によってリスクを最適化しながら必要な運用利回りの確保を目指す、そのためのさまざまな運用の工夫を行う、ということになって、これはすごく当たり前の結論になります。

オルタナ投資をどうするかとか、ベンチャーにどのくらいお金を回すんだという話も、基本的にはこういう枠組みの中でどの程度のことができるか、あるいはする必要があるかというふう to 考えることになります。

当時、田村厚生労働大臣は、国会でこういうふう to 答弁していました。

「アベノミクスによるデフレ脱却、緩やかなインフレ基調への移行を見据えて今後の年金財政を考えると、現在のような国債に過度に依存した運用では必要な運用利回りが確保されないので、分散投資によるリスク分散を図りつつ、運用の多様化高度化により必要な利回り（＝名目成長率＋1.7%）を確保すべくポートフォリオの見直しを行うこととする」

すごく当たり前のことを当たり前に田村大臣は御説明されました。これもまた、これ以上でもなければ、これ以下でもないということでもあります。

### <基本ポートフォリオの見直し>

次に基本ポートフォリオの見直しの話です。今申し上げたようなことで基本ポートフォリオの枠組みを考えると、運用の基本的考え方と運用目標が与えられた後のポートフォリオの組み方それ自体は、実際に運用をやっているプロフェッショナルたちの議論ということになりますから、どういうポートフォリオを組むか、株式債券比率をどう考えるかといったことは、政策的な判断というよりはまさに専門家の見通しに基づく考え方ということになるわけですが、ポートフォリオをめぐることは、ここで具体的な資金の配分が決まるということになるので、さまざまな議論が全部ここに集約されることになります。

その中の主なものをいくつか紹介しておきたいと思います

最初は、伝統資産の構成をどう考えるかという点です。今のポートフォリオは、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式—それと当座のキャッシュフローを支える短期資産というのがありますがこれはちょっと別なので考えなくて結構です—という、いわゆる伝統資産4つの組み合わせで構成されています。当時、国内債券が60%で全体の過半を国内債券、つまり国債で回していました。これをどう考えるのか。国債への過度の依存、というのがそもそもの話の始まりですから、これをどういうふうに解消するのか。逆に言えば株式投資をどれくらい拡大するんだということ、そして国外資産、つまり外国株式・外国債券をどれくらい買うことにするんだという議論です。これまでもあった、伝統資産の構成を巡るポートフォリオの見直し議論です。

ふたつ目は伝統資産以外の資産、非伝統的資産と言われている、いわゆるリスク性の資産を運用対象に入れるのか入れないのか、あるいはそれをどういうふうに運用上位置づけるんだという議論です。

非伝統資産に関しては申し上げたように様々な制度的な制約もあるので、実際にやるとなると制度的な制約を外す、規制改革であるとか法律改正であるとか、そういうことも必要になってきますので、非伝統資産をどうするかということは運用の見直しにとどまらず規制緩和・制度改正の議論にもなります。また、これまでに投資したことのない新しい分野で資金を運用することになるので、そういったことができるような専門家を新たに確保する、運用体制を変える、といったGPIFの組織改革問題にもなってきます。つまり、非伝統資産をめぐる議論は単にポートフォリオの議論にとどまらないことになります。

非伝統資産への投資はオルタナティブ投資ともよばれます。ベンチャーキャピタル（非上場の株式なのでプライベートエクイティ（PE）投資の一類型ということになります）や不動産投資、コモディティ、REIT、インフラ投資、その整理としては外国株式・外国債券に分類されますが、発展途上国・新興国の市場（エマージング市場）への投資なんかもあります。

現在の法制では株式は市場を通じて調達・売買することになっていて、非上場の株式（ベンチャーキャピタルやバイアウトファンドなど）には投資することができません。非上場の株式ですから「市場価格」がありませんし、売ろう（エクジット、といいます）と思っても市場がないので相対で買い手を探して価格交渉して売るしかありません。そういう市場性がない（客観的な価格がない、流動性がない）株式に投資するのはリスクが大きいかからよろしくない、というのが今の考え方です。他方で有望な企業にいち早く投資をす

れば将来大きな収益が期待できます。

こういった新しい分野で運用をやるとなればそれなりの制度改正が必要ですし、リスクの評価、将来の収益性の評価がきちんとできるような体制整備（専門家の確保）も必要になります。インフラ投資とかREITとか不動産投資なんかもそうで、それぞれ規制の仕方も違いますし、投資環境も違いますし、求められる専門性・投資手法にも違いがあります。そうなってくると、個別の非伝統資産それぞれについて、不動産はどうするんだ、PEはどうするんだ、REITをどうするんだという話になって、非常に議論が大きくなります。

成長戦略とか再生戦略にかかわっている人たちは、ここにこそお金を入れるべきだ、入れてほしいと考えています。他方で伝統的な機関投資家の皆さんは、国内株式の比率がどうなるかとか国債はどうなるのかといったことに関心があります。それぞれ違うステージで議論が行われることになります。

運用手法の話というのもあります。長期で安定的にパッシブ運用するのか、ある程度アクティブ運用を組み込んで機動的に運用するのかという話です。

これに関連してインハウス運用の話もあります。インハウス運用というのは、外部の運用受託機関に資金運用を委託するだけではなくて、GPIF自身が自ら直接運用を行う、つまり自分で株式を持ったり国債を持ったりオルタナ投資を行う、ということで、受託機関の評価や市況に関する情報を的確に入手する観点から、GPIFは自ら運用を手がけることで自身の運用スキルの向上を図るべき、という議論です。他方、これをやるとGPIF自身が直接個別企業の株主になる、ということになるので、株主議決権の話であるとかコーポレートガバナンスをどう考えるのか、株主というか投資家としてGPIFがアクティブに活動するのかもしれないのか、すべきなのかするべきでないのかという、年金資金運用とは別次元の議論、それもかなり大きな議論につながります。

そもそもGPIFのような大きな機関投資家は積極的に株主議決権を行使して企業価値の向上や企業の行動変容につながるようなアクションを起こすべき、という議論で、昨今はやりのESG投資（社会的責任投資）をどう考えるかというのもこの流れで出てくる話です。

というわけで、ありとあらゆる金融市場をめぐる議論、株式市場をめぐる議論がどこかでポートフォリオの議論、あるいはGPIFがどこまで何をするんだという議論にかかわってくるということになって、とにかく、いろいろな人がいろいろなところでいろいろな議論をする。百家争鳴のようなことに実際はなったということでもあります。

当時のポートフォリオは、国内債券60%、外国債券11%なので、債券7割、株式3割、株式のうちの国内株式は12%ということでした。

見直し後の新しい基本ポートフォリオは、国内債券35%、外国債券15%で債券が50%、株式は国内・国外は25%づつで計50%となっています。

ちょっとテクニカルなことを言うと、ポートフォリオというのはこう決まっていますが、株式なんていうのは日々株価が動くわけですね。そうすると、この比率って日々動くわけです。例えば株価が15%上がりましたという、株式の比率は上がりますよね。そうしたら、株を売ってこの比率にするのかということですけど、そういうことはしないわけです。基本的には安定的に持ち続けることになるので、比率が変動してもいいように一定の乖離許容幅をつけてあります。今回はかなり大きな乖離許容幅をつけたので、大きな市場の変動があっても、GPIFがポートフォリオに規定されて売り買いをしなければならないということは必ずしもないような形になっています。

これ、ちょっと考えてみれば分かるんですが、ポートフォリオは公表されていますから、株価が変動したり国債の金利が動いて債券価格が動いたりすれば、GPIFの資産構成比がどう動くかは市場関係者には分かるわけです。仮に厳密にポートフォリオの構成比通りに常に維持しないと行けないということになれば、GPIFが何をどれくらい市場で売買するか予想ができてしまうわけです。巨大な機関投資家の動きが先に読めるとなれば、それを見越して市場関係者は動くこととなりますから、善くも悪くも市場での取引に大きな影響を与えてしまうこととなります。不必要に市場に影響を与えない、混乱を招かないというのは巨大機関投資家としての責任でもありますし、プレーヤーとしての立場からすれば手の内を読まれるという意味で損失を被ることにもなりかねません。

そのためにあるのが「乖離許容幅」というもので、GPIFはこの許容幅の範囲内で市況を見ながら行動します。時々の株価の変動に左右されることなく、それこそ「運用の専門家」としての判断で行動するわけです。

さて、ここから先は、当時、運用改革に関連して厚労省やGPIFが言われていた様々な批判、というか議論について、果たしてそれがどうだったのか、正鵠を射たモノだったのか、ということについて、改めて振り返って検証してみたいと思います。

## < GPIFの運用パフォーマンス >

当時一番言われたのが「G P I Fは運用のパフォーマンスが悪い」ということでした。

「例えば CalPERS（カリフォルニア州職員退職年金基金）であるとか、CPPIB（カナダ年金基金投資委員会）であるとか、諸外国の年金運用機関は非常に積極的に年金資金を運用している。アクティブ投資もやっている。ベンチャーもやっている。株も買っている。運用成績が非常にいい。5%とか6%とか7%で回している。おまえのところは2%とか3%でしか回っとらん。要するに運用のパフォーマンスが非常に低い。130兆円もお金を持っているのに、もっと上手に運用すれば、もっと高い運用益が確保できるはずだ。G P I Fはそもそも体制も弱い、人もいない、専門家もいない、しょうもない天下りがいる、だから改革が要るんだ。」ということです。

この中にもそういうことを言った方々いらっしゃるかもしれません（笑）。

さて、このことをどういうふうにか考えるかということなんですが、実際のデータを見ると、諸外国の年金、株式を一生懸命やったり、オルタナやったり、アクティブ運用を積極的にやっているような外国の公的年金基金とG P I Fを比べると、確かにG P I Fの運用成績は数字の上でよくありません。よくないんですけど、G P I Fはミッションを背負っているわけですね。財政検証で与えられた必要な年金運用を確実にゲットできているかどうか。

その意味でいうと、直近の数字までもらって表にしてお示ししていますが、G P I Fは財政検証上求められている運用成績をはるかに上回った成績を出しています。

ここで、先ほど言った話を思い出して下さい。仕上りの名目での運用利回りがどうか問題なのではなくて、名目賃金上昇率に対して+1.6%のスプレッドをちゃんと確保できているか、それをどれくらい超過達成できているかということが大事なのです。その意味でいうと、日本はデフレなので賃金はほとんど上がっていないので、例えば3%で回せば、賃金が0であれば、スプレッド3%で回っていることになりますから、公的年金財政への貢献ということであれば、十分な運用成績を出していることになります。

したがって、公的年金の側からすると、この議論は的外れというか為にする議論というか、そう言っちゃいけませんけども、別に問題にするような話ではないように思われます。ただ、申し上げているように、公的年金にとっていいかどうかじゃなくて、もっと日本経済に貢献しろとか、もっとベンチャーの役に立てとか、そういうふうにか考えている考え方からすれば、もっといけるだろう、できることあるだろう、というふうになるんですが、今度は逆に、そこまでリスクとってやる必要があるんですかと、公的年金の側として必要

な部分はちゃんと一というか十分すぎる位に一確保できているのに、そこまでやらないといけないんですか、ということにもなります。

もちろん、十分かどうかというのはさまざま御議論があります。ではありますが、G P I Fは必要な役割、求められている役割はきちんと果たしている。そういうことが言えるだろうと思います。

もう一つ、効率的な運用をしろと言われるんですけど、効率的な運用というのはどういう運用なんだろう。より低コストで必要な運用利回りが確保できているということですね。

G P I Fというのは受託機関泣かせの運用機関だそうで、G P I Fの運用手数料は0.025%。最近ちょっと上がったらしいんですね、0.03%位なんだそうです。0.03%で運用させられている運用機関って、確かにちょっとかわいそうかもしれません。諸外国の運用機関や国内の個人の投資家が払っている運用手数料から比べれば1桁違いますから。

実際に調べてみました。通常の機関投資家、主な外国の公的年金基金の運用委託手数料は、主にアクティブ運用の比率によって異なりますが、0.1%から0.9%ぐらいですから、これから比べれば破格の手数料。だって、0.9%手数料を払うということになると3%で回っても実質2%しか戻ってこないということになるわけなので、低金利の場合は下手すると手数料負けします。

ちなみにアクティブ運用、パッシブ運用の運用手数料の「相場観」について、日本の投資信託報酬を例にお示しすると、TOPIX連動型で0.2%程度、スマートベータ型で0.4%程度（いずれもパッシブ運用）に対して、国内株大型アクティブで1.5%程度、先進国株式アクティブでは1.7~1.8程度となっているそうです。

そういう意味でいうと、超格安の手数料でパッシブやっておいてくれという運用が運用受託機関にとってどうか、という議論はあるんでしょうけれども、G P I Fはこういう超破格の安い手数料で運用を委託しているということでもあります。

実はこの話は伊藤委員会の中でも資料としては出てきていて、3回目、4回目、9月から10月ぐらいにやった会合でPE、VCなどのいわゆるオルタナティブ投資をどう考えるか、アセットマネジメントをどう考えるか、という議論をしたんですが、その際にみずほ年金研究所の方がレポートを出して説明してくれています。

どういう報告かというと、

「各国の年金基金の長期的な運用成績はその国の債券・株式市場のパフォーマンスに規定される。日本のG P I Fの運用成績が他国の年金基金、例えば先ほどもお話ししたCalPERS や CPPIB に比して低い（低かった）のは、日本国内の債券・株式市場自体のパフォーマンスが極端に低い（低かった）ことが決定的な要因といえる。」

さらに、アクティブ運用のパフォーマンスに関して、

「オルタナティブ投資比率の高い（36%～54%）年金基金の運用実績は、そうでない（0%～9.9%）基金に比して高い運用手数料に見合うリターンは得られていない。」

前述のCalPERS（早くから運用多角化・多様な運用手法の採用に乗り出し、先端的な年金基金として有名な年金基金です）の過去20年の運用実績の分析として、

「米国債券と株式のインデックス運用を行ったとした場合の成果に比して、追加的な効果はあまり獲得できていない。」

また、CPPIBについても、

「過去10年のパフォーマンスを見る限り、単純にカナダ国内債券と株式で運用してきたとした場合に得られる成果を超えているようには見られない」、といった分析も示されていました。

要するところ、各国の年金基金の長期的運用成績は、基本的にはその国の債券・株式市場のパフォーマンスに規定されている、日本のG P I Fの運用成績が非常に低いのは、運用の問題というよりは日本の市場自体のパフォーマンスが極端に低いからそうなるので、いわば運用によってどうこうという問題ではない。とにかく、日本は20年間、デフレだったんだから、デフレの市場で運用したら当然、そうなる。運用とはそういうものだ、という報告でした。

アクティブとパッシブの違いについても、オルタナ投資比率が高い。つまり、一生懸命アクティブな運用をしている、50%近くアクティブで運用している年金基金と、ほとんどアクティブをやらない、オルタナをやらない基金と比べてみると、アクティブやると手数料が桁違いに高いわけですが、その高い手数料に見合ったリターンがあるかということ、残念ながら、余りない。

つまり、長期に運用するとアクティブでもパッシブでも余り変わらない、そういう結論の資料を出しておられました。そのときにいただいた資料をそのままつけてありますので、見ていただければと思います。

次にお示ししているのは、この議論を補強する資料で、過去10年間の各国の国内市場全

体の収益率を見たものです。日本は債券市場のリターンが1.5%、株式でも4%ぐらいですから、全体で3%ぐらいでしか回っていない。ほかの国の市場は7%、8%、10%で回っている国もありますから、そういう国の市場で運用しているのと、日本の市場で運用しているのでは成績が違うのはある意味では当たり前だということをこの資料は示しているということであります。

実際、この間日本国内で運用をやっていたGPIF以外のさまざまな機関投資家も同様の問題を抱えていたはずですから、これは首肯できる議論なのではないかと思えます。

### <PKO 批判>

次に、PKOだ、という批判を受けました。GPIF改革は株価対策だ、株価と内閣支持率は連動するというふうに政治評論家は言うので、株価対策イコール政権の支持率確保のための改革じゃないか、という批判です。

2013年9月、伊藤委員会が立ち上がる少し前ぐらいですが、安倍総理はニューヨークに行かれて、ニューヨーク証券取引所(NYSE)で演説をしました。覚えておられると思います。そのときに総理は「Buy Abenomics」と言ったわけです。

その後、2013年の第三四半期から第四四半期以降にかけて株価は大幅に上昇しました。1万2000円ぐらいだった株式が1万5000円ぐらいまで上がります。

このとき、巷(笑)ではどういう議論になったかということ、伊藤委員会をやっている真最中ですけど、「見てみる。市況はこれだけ動いている。株価は動いている。株式市場にお金が入って株価が上がっている。株価が上昇基調にあるときに、図体のかいGPIFが何もしないでじっと動かないでいること自体が、言ってみれば、こういった市況の流れに水を差すことになる。図体のかい人間が道路の真ん中でとまって邪魔しているようなものだ。なにもしないこと自体が経済構造改革の足かせになる。」

もう一つ言われたのは、これはなかなかおもしろいと思ったんですけど、「金融庁が盛んに金融市場改革だと言う。成長分野に資金をどんどん入れて、投資を一生懸命やるんだ、民間主導の成長戦略だと言う。そのくせ肝心の国自身は公的資金を相変わらず国債に回している。国債の買い支えに回している。いわば、安心・安全運用をしている。自分がそうやっていて、どうして個人資産とか民間資産をリスク資産に振り向けろと言えるのか。自分がやらんで、民間にそんなことを言えるんだ。」

この話、政権の支持率がどうのこうのとといった政治部的なものから見方からするとどうな

のか、ということはありませんが、市場関係者の感覚は、株価対策をする、株価を買い支えるためにGPIFをどうこうするというよりは、全体として経済がこういう方向に動いている、せっかく動いているときに、図体のかい奴が道の真ん中でもたもたしているのは邪魔で困るので、みんなと一緒に走ってほしい、そういう感覚だったと思います。

アベノミクスを確実に前進させるためにはGPIFもきちんとアコードしてほしい。強いメッセージを出してほしい。具体的には、さっさとポートフォリオを見直して、ちゃんとアベノミクスに対するエンドースをしてほしい。そういうことだったのではないかと私は思います。

### <外国人機関投資家>

さらにもう一つ、これもデータをお示ししていますが、データから見るとこういうことになるんだろうということなんですが、90年代以降、日本の株式市場における外国人機関投資家のプレゼンスはどんどん上がっている。外国の資金が日本に入って、外国の機関投資家は日本の株式市場でかなりの役割を果たすようになってきていたということがあります。

2013年、つまりアベノミクスが始まった直後ぐらいの段階で、外国人機関投資家の日本株式保有比率は30%ぐらいあった。30%持っているということになると、外国の機関投資家の動向は無視できない。売買の出来高で見ても、2013年夏に外国人機関投資家による売買は出来高の50%を超えました。外国人機関投資家の投資が株式市場を支えている、それに近い状態だったと思います。

2014年1月に総理はダボスに行きます。ダボスで、こう発言をしています。

「日本の資産運用も、大きく変わるでしょう。1兆2000億ドルの運用資産をもつGPIFについては、その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います。成長への投資に、貢献することとなるでしょう。」

外国人機関投資家がこれだけの存在感を持っている、つまり買い越している、という話と、国内市場で金融関係者がGPIFをめぐるご紹介したような議論をしている、ということのを合わせ技で考えると、外国人機関投資家は国内市場の動向を見ながらどこかで利益確定、ポジションの変更をすることになります。外国人機関投資家が売りに回れば株価は大きく動きますから、その時の受けを誰がするんだという議論はあったんだろうと思います。そこは僕にはわかりませんが。

当時の状況、2013年、14年、特に14年1月から3月にかけての株価の動向とGPIFをめぐる議論の背景には、そういうことがあったのかもしれませんが、ここはよくわからないところです。

## <総括>

最後に残った時間で総括をいたします。

まず公的資金の運用のあり方ですが、これまで申し上げてきたように、GPIFの資金規模ということから考えても、あるいは長期的な運用をするという資金の性格から考えても、その運用成績は長期的な日本国経済のパフォーマンス、一国の経済のパフォーマンスに見合うこととなります。したがって、一国の経済の成長の果実を確実にとるという運用を行う。安定的な運用をきちんと行えば、本来の年金の運用の目的、運用目的は基本的には達成されるというのが基本的な物の考え方だろうと思います。

その意味でいうと、利子・配当収入というものを通じて経済成長の果実を確実に確保するという長期運用が基本で、それに沿ったパフォーマンス、それに沿ったポートフォリオを組んでいくということが基本だろう。ここは変わらないだろうと思います。短期の収益をねらって運用スタンスを変える、あるいは売り買いをする、あるいはコストをかけて運用をいじるというのは意味がありませんし、余り結果も出ないだろうと思います。

この表は利子・配当収入でGPIFがどれぐらい収益を上げているかを示したモノです。利子・配当収入で累積計約30兆円は稼いでいますから、基本的に今の運用は間違っていないだろうと思います。

それから、他国の年金基金と比べて運用成績がいい悪いという話、これはどうしても必ず言われるので、政策担当者としては反論せざるを得ないというか、気にせざるを得ないんですけども、この議論は、先ほど申し上げたように、少なくとも年金財政・積立金運用のあり方との関係では余り生産的な議論ではありません。基本的には運用している市場の実勢に沿ったポートフォリオが組まれているかどうかということが重要なのであって、その意味でいえば、今回の議論にあったように、本格的なデフレ脱却基調で市場が動いていくということがあるのであれば、それに沿って見直すというのは、それはそれでありだろうと思います。

その大前提、基本的には市場の状況に沿って運用すればいいということではあるんですけども、日本は今後人口減少していきますから、国内市場での大きな成長は期待できな

い。その中で「名目賃金上昇率＋スプレッド」という目標を置いて運用するわけです。それこそピケティではないですが、長期的には  $r > g$  ですから、その中で名目賃金上昇率を上回るスプレッド、1.7%のところを安定的に確保する運用、ということを考えなければなりません。

その観点からすれば、金融庁の言うように、巨額の財政赤字を抱え、政策的に長期金利を低めに誘導している我が国の金融政策の下で、もはやリスクフリーとは言えない国債を過剰に持つ運用は確かにリスクがありますし、デフレ脱却ということをもし言うのであれば、そういう状況下で過度に国債中心に運用するというのは、スプレッドを確実に確保する運用をする、という観点から見ても合理的ではない。なので、仕上りの数字、国債35%、株式25%が正しいかどうかということとはともかくとして、今回のようなポートフォリオの見直しをこの状況で行うというのは、それはそれで合理的な判断だったと思っています。

さらに言うと、ここから先は今後運用の見直しを考えるとときに時の政策担当者が考えてほしいと思いますけれども、人口減少下の日本、長期的に高い成長率が望めない日本の国内市場での運用をどう考えるのか、恐らく世界全体の経済成長率のほうが高いでしょうから、外国資産の比率をどのくらい織り込むべきなのか、というのはもうちょっとまじめに考えたほうがいいかもしれません。もちろん外国資産といっても先進国市場なのか新興国市場なのか、当然カントリーリスクとかいろいろなことがあるので、国内に比べればリスクの評価は難しいし不確実、ということになるわけですが、外国債券、外国株式をどう考えるかというのは一つの大きな論点だと思います。

同じように、さまざまな金融商品が世の中に登場してきているわけですから、例えば株式市場からしか調達しない、PE は買わない、LP はやらない、既存の方針を一切変えない、というのは確かに硬直的すぎるかもしれません。今後も考えてもいい規制緩和、というか規制改革はあり得るだろうと思います。

まさにリスクを最適化しながら長期的な収益をねらうという運用、スプレッドの部分で機動的な運用をするということについて、ある程度柔軟に、というか積極的に考えるということは必要で、そこはまさに運用機関の実力の問題ですから、やるやらないに関わらず、議論し、判断できるようなGPIF自身の専門性・能力の強化、体制の強化、それこそ「世界にアンテナを立てて情報収集を行い合理的なリスク判断のできるプロ集団」になることが必要だと私は思っています。

もう一つ、「超長期の運用が可能な資金である」という年金基金の持つアドバンテージを生かす運用、というのはあるように思います。

20年、30年、場合によっては50年といった超長期にわたって資金を提供できるファンドというのはそうありません。大型インフラ投資、プロジェクトファイナンス。こういった超長期の（かつ巨額の）資金投下が必要な分野は、これはもう、世界レベルで考えても競争相手のいない分野です。

今のGPIFの体制ではもちろん難しいですが、きちんとしたリスク管理体制を整えてそれこそ長期的課題として取り組んだらいいように思います。

次に、インハウス運用との関連で、先ほどもお話しした株主議決権、コーポレートガバナンス、GPIFが個別企業の株主として発言したり行動したりするというのをどう考えるかという論点があります。

私は、この種の話はちょっと抑制的に考えるべきだと思っています。そもそもGPIFは巨大な機関投資家として市場でも圧倒的な存在感を持っています。なので、巨大な機関投資家としての自覚とか責任を考える必要があるだろう。

運用という観点からすると、運用機関としての合理的な判断はそれなりにあるわけですが、基本ポートフォリオの見直しをするときでも、GPIFがいつどんな動きをするかで市場に大きな影響が出ます。今回のポートフォリオの見直しでも、このことはいつも考えながら対応していました。

議論の流れからすれば、国債の比率は下げる、株式を買うとなるわけですが、それを巡って市場では様々な思惑、speculationが起こります。

例えば国債の比率を60%から35%にします、いった瞬間に、向こう何カ月かの間に一定の国債の売りが出るということをみずから宣言していることになります。巨額のお金をこれから市場で動かしますということを市場に向かって言うようなことになるわけですね。

そうでなくても、GPIFの動きを予測して、先を見越して思惑で市場は動きますから、何か言っても、あるいは何も言わなくても、とにかくGPIFは市場に大きな影響を与えてしまいます。市場に不必要な混乱を生じさせない、というのは法律にも書いてあることです。そういうことはできないので、できるだけ市場に影響を与えない形でポートフォリオのリバランスをかける、動きを読まれないようにする、例えば乖離許容幅を大きく取るとか、今回もやりましたが暫定的に乖離許容幅の上下限を撤廃するとか、常にそういうことを考えながら行動・発言するというのを私たち当局もGPIFの人たちも考えないと

いけないわけですし、実際そうしました。

GPIF自身がどういう投資行動をとるかとか、いつどこでどういう見直しをするかとかしないとか、それを市場がどう考えるかということは本当に市場に大きな影響を与えるので、そういうことに対しては常に慎重であるべきです。実際の投資行動をする場合もそうですし、運用改革をどういうふうに進めるか、さらにいえばガバナンス改革を進めるかということを考えるときでも、このことを常に考えながらやらないといけない。GPIFは、市場を動かそうと思う人からすればすごく大きな武器になる、そういう力を持っている組織ということになるので、ここは常に考えないといけないと思っています。

そう考えると、インハウス運用とか株主議決権の行使を考えるときでも、相当しっかりした内部的なチェックがきちんと働くような体制をつくっていないと、非常に危ないことが起こるのではないかと思います。個別企業に対して圧倒的な支配力を持つことになりすから、権限行使に関しての内部的なガバナンスがきちんとできない中でインハウス運用をしたり株主議決権の積極的な行使をするというのはちょっとリスクが大きいかもしれない。

この問題は個別の機関投資家、プレイヤーの問題というよりは、株式市場全体、資本市場全体の監視体制、透明性がどこまで確保されているのかということにもかかわると思うので、GPIFだけの問題ではないだろうと思っています。

隣国の例ですが、韓国の国民年金基金、NPS といいますが、NPS は国内市場でインハウス運用を積極的にやっていて、サムスンはじめ国内の主要企業の株主、それも大株主になっているということです。NPS は、2016年にサムスンの子会社の株主議決権問題をめぐって、政府の意向、政府の意向というのは要するに大統領の意向ということなんですけど、大統領の意向に沿って株主議決権の行使をした、サムスンの人事・経営に介入したということで、大事件になりました。基金の運用部長と当時の韓国政府の保健福祉部長官一年金局長です、要するに私ですね（笑）一が逮捕され、起訴されて、業務上背任・職権乱用で二人とも有罪になりました。

これは結構衝撃的な事件で、基金内部のガバナンスという意味でもそうだし、基金と政府との関係という意味でも、基金のガバナンスというか、独立性が担保できていないと、こういうことが起こるといふことでもあります。

で、最後に、いうところの「ガバナンス」の問題をお話しします。

GPIF改革をやっているときに、「最適な運用はプロの判断に任せるべき、どういう

運用をする、どの株を買う、どの時点でどういう資金の動かし方をする、仮にベンチャーとかP Eとか非伝統的な資産をやるということになればなおさらのこと、そういう分野にきちんと目利きが効いている人が運用するということがなければいけないし、その判断に対して、それこそ素人の厚生労働省の役人が口を挟んだりするのはよろしくない、したがって、専門家がきちんと運用判断をする、それを尊重すべきだ、資金運用はプロの仕事で、個別の投資判断とか運用判断はプロに任せるべきだ」、という議論がありました。

それはそのとおりです。運用機関というのは基本的には自らの専門性の上に立って独立して業務を行うものであるべきである。運用機関は独立して業務を行うという前提で、それを政府なり国民—運用原資は国民から集めた保険料ですから—が監視する、という意味でガバナンスをきちんとやりなさい。ガバナンスの議論というのは、こういう議論なんだろうと私は思います。

この議論からすると、まず、運用機関は与えられたミッションに沿って最適の運用判断をする。与えられた運用目標（プラス1.7）、法律上の規制、他事考慮をしないとか、効率的な運用とか、そういう規制がありますけれども、その規制に沿った運用をきちんと各運用機関のディーラーたちが行う、それぞれの判断として行うということを前提に、それを監視するガバナンスがあるということになります。

さて。

もしガバナンスというものが「運用機関の独立」を前提として、その運用を監視するという意味で議論されるものだとするならば、ベンチャーを育成しますとか、金融市場改革でも何でもいいんですが、一定の政策目的を達成するために、運用機関が行う資金の運用の仕方に、政府が一定の方向性を与える、ということはどう考えればいいでしょうか。

当時のガバナンス論議に、私が奇異な感じを持ったのはこの点でした。

「もっと運用機関の専門性を高めて独立して運用させるべきだ」「政府（厚生労働省）の関与・規制を外すべきだ」と言っていた人たちの多くは、G P I Fの資金をもっとベンチャーなんかに回すべきだ、成長に貢献する分野に振り向けるべきだ、といていた人たちです。

運用機関の行う資金運用に一定の方向性を持たせるために、あるいは運用機関がそういう運用ができるようにするために、運用機関を独立させる、他事考慮禁止の規制を緩める、政府（公的年金制度の責任者である厚生労働省）が運用に関与しないようにする、

それが「ガバナンス改革」ということなのだろうか。

この点に関連して、エピソードを一つ紹介します。

クリントン政権の時代、グリーンズパンがFRBの議長でした。アメリカにも公的年金があって、社会保障信託基金という日本のGPIFみたいな基金があります。ここは年金原資を全額米国債で運用している、というか買っていて、民間の市場には公的年金の金が出てきていないんです。このお金を株式市場で運用して株式市場の活性化を図るということをクリントン政権が言い出したことがありました。

そのとき、グリーンズパンは強硬に反対をしました。グリーンズパンは何と言ったかという、「公的資金による政策的な意図を持った投資が株式市場で行われることは、その政策意図の善し悪しにかかわらず、株式市場の自立性と最適な資金配分機能を阻害する」と。

株式市場というのは自立的であり、自由主義者グリーンズパンの面目躍如ですけど、株式市場に政府が介入することは市場のパフォーマンスを下げるからやるべきでない、と言いました。

公的年金資金の運用のあり方云々からではなく、資本市場の自立性とか健全性を政府の政策介入によってゆがめることになるから、ということです。

下院の通商委員会での議会証言の抜粋（和訳）をお示ししましたのでご一読下さい。

社会保障基金を長期にわたって政治的圧力から守るような制度的枠組みをつくることが可能かどうか自分は疑問だ、こうした圧力は直接、間接にせよ、資本市場のパフォーマンスを低下させ、経済的効率性を悪化させ、全体的な生活水準を引き下げる、と言っています。政治的な介入を防ぐような仕組みをつくることは可能かもしれない。しかし、社会保障基金を株式市場に投資しても、次の世代の引退世代の需要を賄うためにアメリカ経済全体の供給能力を向上させることはほぼ不可能だ。明らかなメリットがない以上——ここがすごい——、なぜ憲法改正をしないとできないようなこと、憲法改正なしには妨げないような政治的な介入リスクをなぜ冒すのか自分にはわからない、と彼は言っています。

この議論は、昨今話題のESG投資の話にも関係しますが、目的の正しさは必ずしも手段の正しさを導かないという意味で、やはりそれなりに慎重な議論が必要なのではないかと思います。

大事なことは、誰が誰に対して何の責任を負うのか、負っているのかということをもう一度考えましようということになるかと思っています。

つまり、運用判断は誰がするかということと同時に、その判断についての責任を誰が誰

に対してとるのかということです。

それぞれの運用担当者、あるいは運用受託機関は、自身の運用の結果について雇用主・寄託者であるGPIFに対して責任を持つこととなりますが、GPIFは国の政府から委託を受けて資金を預かっているわけですから、GPIFは政府に対して、具体的には厚生労働大臣に対して運用の結果についての責任を負っています。

さらに、最終的には、厚生労働大臣は国民から保険料を預かって公的年金制度を運営しており、資金運用はその事業の一部ですから、公的年金制度全体の運営の一環として、GPIFの運用について政府は国民に対して責任を負っているということになります。

この構図は、運用判断を運用機関が独立してやるとかやらないとか、運用機関が政府から独立しているとかいないとか、GPIFと政府との間でどういう仕組みをとったとしても基本的には変わらないはずです。

公的年金は政府管掌の制度で、運用原資は強制的に国民から集めた保険料です。個人が自分の判断で運用機関に運用を預けているわけではありませんので、資金の管理・運用の責任は政府にあります。どこまで行ってもあります。仮にGPIFが運用機関として運用の独立を果たしたとしても、だからといって政府が資金運用に関する国民への責任を免れるということにはなりません。GPIFに運用の委託をした厚生労働大臣が、委託の仕方も含めて国民に対して責任を負う。この構造は変わらないということだろうと思います。

そのことを踏まえて、運用の独立ということを考えるということになるのではないかと考えることでもあります。

ということで、ちょうど1時間半ですね、私の話は以上です。途中、少しはしよりましたが、当時の話を踏まえて、年金とマクロ経済の関係、あるいは金融市場と年金資金の関係を考えるということで、皆さんのこれからの御議論の参考になればということでございます。

以上です。ありがとうございました。(拍手)

○司会 香取様、貴重な講演、ありがとうございました。

引き続き意見交換に移ります。討論者は壇上へお上がりください。

意見交換を始めます。意見交換の討論者は大妻女子大学短期大学部教授の玉木伸介様と日本年金数理人会前理事長の和田貴一様をお願いしております。

また、ここからは慶應義塾大学商学部教授の権丈善一様に司会進行をお願いしております。

す。権丈様、よろしくお願いいたします。

○権丈氏 先ほど2時から年金学会の幹事会がありまして、そこで香取さんは年金学会の入会を許可されました。そこで本日は、学会が通例行っている年金研究会で学会員が発表をするという形式をとらせてもらいます。年金研究会の基本的な進行は、講演の後、討論会となります。討論者は、大妻女子短期大学の玉木伸介先生と日本年金数理人会・前理事長の和田貴一さんのお二人です。玉木先生からよろしいでしょうか、よろしくお願いいたします。

○玉木氏 こんにちは。玉木でございます。

何で女子大の短大教授がこういう話をするのかと言いますと、私はもともと日本銀行の人間でございまして、日本銀行から出向の機会を得て、ある研究機関で公的年金積立金の運用について研究をしました。また、私の日本銀行の最後のポストがGPIFへの出向でございまして、リーマンショック直後のGPIFにおきまして仕事をいたしました。そういった経験を踏まえてお話をしたいと思います。

ここにタイトルをつけましたけれども、「公的年金積立金の機能とGPIFの役割」ということについて、少し概念的に考えていきたいと思います。

まず公的年金積立金の機能という点です。2つあって、流動性機能と給付原資の補完機能です。経済変動によって失業率が例えば、極端な例ですが10%ポイント上がるとすると、厚生年金保険料の年金制度への流入額が10%減るかもしれません。しかし、だからといって、年金給付の遅れは絶対に生じてはなりません。そのときに、今のようなGPIFの資金繰りあるいは流動性の補完機能があれば、年金特別会計あるいは年金制度の非常に安定的な運営に資するということになります。

もう一つは、運用益というのはどうやって年金特別会計に入ってくるかということなんです。先ほど香取さんの話の最後のところで、強制的に徴収という話がありました。でも、運用益というのは強制的に徴収されるものではありません。これは自発的な等価交換としての市場取引の結果、年金特別会計に入ってくるものです。もちろん運用の原資になっているお金は、もともとは強制徴収されたものですが、過去において徴収されたものが、給付に当てられるまでの間、積立金として運用されている間は、ずうっと痛みなく、相手と合意の上で、等価交換の市場取引として配当とか利息とか、あるいは売買益としての運用益が、年金特別会計に入ってくるわけでございます。

この機能ですけれども、国民所得で考えてみます。国民所得というのは、その一部が労働に分配されます。この分配には社会保障の議論等ございますので、いわゆる事業主負担

の部分も含めて考えてみましょう。もう一つ、国民所得は、ここにあります資本にも分配されていきます。この資本への分配の一部がG P I Fの運用益になるはずです。

労働に分配されたものが現役の所得になって、これが保険料になって給付原資になっていくわけです。ただし、このときには保険料（あるいは税）なので、強制徴収の政治的な痛みって必ずあるわけです。ところが、G P I Fの運用益というのは、強制徴収の痛みがないわけです。ですので、社会保障の安定を民主主義のもとで図っていく上で大変都合がいいといえれば都合がいい、そういう代物かと思います。

もう一つ、機能として、これは権丈先生のお話は何回も出てくるんですけども、現役世代が生み出したアウトプット——Output is central というのは大変有名なフレーズですけれども——、それが高齢者にも移転していくわけですね、賦課方式の社会保険制度というのは。そのルートの一つが積立金の運用益になってくるということでございます。

ということは、運用益はアウトプット・国民所得がもとですから、国民所得の資本への分配と離れた運用益はそもそもあり得ないです。短期的にはあるかもしれないけれども、長期的、持続的可能なものとしては、これはあり得ないということになると思います。したがって、長期的なリターンを高めようとしたら、道は2つしかなくて、日本経済の成長を促して資本に分配される果実をふやす、あるいは日本より利潤率が高い経済に投資する。これしかないはずですよ。

もう一つ、これは賦課方式の制度であるということから、対賃金スプレッドが運用のパフォーマンスの評価として決定的に重要になります。賦課方式の年金制度ですから、年金財政は両サイド、保険料にせよ、給付にせよ、賃金との連動性が高いわけです。ということは、積立金の運用目標は対賃金スプレッドで設定されます。これが厚生労働省において設定されると、これが中期目標として独立行政法人たるG P I Fに運用目標としておいてくる。こういう仕組みになっております。G P I Fは、これを受けて専門家として基本ポートを設定していくという形になるわけでございます。

従来、結果はどうだったんだということなんですけど、先ほど香取さんの話にもありましたとおり、大幅な超過達成をしております。3%近い対賃金スプレッドが結構長い期間にわたって平均的に見ると確保されているわけです。ただ、賃金が停滞している時期でしたから、そのときの経験としてはこういうことになっているわけですけれども、これから人手不足だとか、黒田日銀の金融政策が効いていって物価が2%上がるとか、あるいは名目賃金が3%上がるとかいうふうなことがあったときに、果たして名目利回りで6%出る

のかとか、これはまだわからないといいますか、経験がありません。

この運用リターンについての国民への説明について、一言申し上げます。先ほど申し上げたように、リーマンショック直後にGPIFにおりまして、企画部長という仕事だったものですから、四半期ごとにパフォーマンスを厚労記者クラブでレクしました。当時、四半期ごとにやること自体、外国の同業者からは、そんなことやって何になるんだと随分言われたものですが、20人ぐらいのメディアの方がお越しになりまして、毎回、テレビが入っていました。テレビが入るということは、お茶の間の関心事だということでございます。国民の非常に強い関心を浴びているということです。こういうときに、本質的に大事なものが対賃金スプレッドであるということが、大変大きな困難をもたらすのです。

名目利回り4.1とか4.2とか、これはほとんどナンセンスです。もし賃金が5%上がっているときに、4.2なんか達成しても何もなりません。これは全くしょうがないわけですね。ですから、将来の長い期間にわたる平均的な利回りである4.1とか4.2を現在において短期間成立している市場金利と比べても、全くナンセンスです。グラムとメートルを比べるのと同じで、ナンセンスのきわみです。4.2は高過ぎる、今は0.5じゃないとか、0.1じゃないかと、大本営発表だ、みたいなことを言う人もいますが、賦課方式の公的年金の原理の無理解の露呈以外の何ものでもないということになります。

国民の側の平均的な知識の現実も、大変難しい問題をもたらします。平均的な国民において、国債が値上がりする、値下がりするということは基本的に理解されていないです。この中に銀行の方がたくさんおられますね、御自身の銀行の住宅ローンのパンフレットを見てください。住宅ローンのパンフレットには、変動金利と固定金利がありますよ、金利は変動するものなんですと、一生懸命説明してますよね。それは国民の常識じゃないということです。

変動することが常識でないときに、スプレッドなんて概念がお茶の間で通るわけがないです。対賃金スプレッドという年金の原理に従った概念を用いると、これが日本語ではあるけれども、何も通じないものであるということが大変大きなコミュニケーション上のハンディキャップになります。だからといって、対賃金なんかなんてわかりにくいからといって、将来の長期的な値を現在の短期的な数字と比べるというばかなことだけはやってはいけないということになります。

もうちょっとお話ししますと、対賃金スプレッドが確保されるということは、香取さんがかつてやられたような年金財政の責任者にとって大変都合がよろしいわけですね。GP

I Fに1.7と投げた。それが戻ってくるというのは大変いいことです。特にマクロスライドがちゃんと使われれば使われるほど、メリットが上がっていきます。

しかしながら、例えば経済学の教科書を開いて賃金上昇率と長期金利や運用利回りの関係を解明した一般的な理論ってあるのかというと、多分ないです。長期金利について金融論の本を開けば、将来の短期金利の期待値のかけ算だとかいろいろ書いてあります。あるいはフィッシャー方程式だとかってありますけれども、賃金上昇率なんか出てきやしないです。

それから、経済学において、金融論とは別にファイナンス論というのがありますが、これにおいて対賃金スプレッドを確保できるポートフォリオ策定の一般的理論はどこかにあるんですかね。これは余りないと思います。あるいは金融市場において対賃金スプレッドをやり取りするような賃金スワップなんていうデリバティブもないです。

先ほど申し上げたように、我々の経験はどうかというと、賃金停滞期の経験は10何年分があるので、これはうまくいったんですけれども、上昇期の経験はないです。だから、G P I Fの方、あるいは私は元G P I Fの人間ですけど、5%や7%で賃金が上がっていくときに、1.7%のスプレッドを長期的・安定的にとることができるか、確信があるでしょうか。5%や7%で賃金が上がる時、賃金の上昇率は非常に不安定になります。

平成に入ってから日本みたいに、物価も賃金もほとんどゼロ近傍で動いているという中で、我々は経験知を30年分ぐらい積んでいますけれども、その前の10年、20年、70年代、80年代の日本にせよ、アメリカにせよ、西欧にせよ、物価上昇率も賃金上昇率も何百パーセントポイントも毎年、動いていたわけですから、そういう環境下でどうするか、正直言って、よくわかりません。

G P I Fはいろいろな困難に直面しておりまして、対賃金スプレッドで与えられる運用目標の意味が国民に伝わらないんです。大変難しいですね。ですから、四半期ごとや単年度の数字が、むやみに大きな意味を持ってしまうことがあるのです。

ただ、最近国民への説明資料もよく工夫されていて、G P I Fができたのは財投改革の2001年とか、あるいは独法になったその後からとか、累積収益額で何十兆円とかって出てまいります。これは、四半期や年度などの短期の数字で世の中が非生産的にざわつかないようにするという意味で、大変巧みなプレゼンテーションだろうと思います。あるいは、最近インカム収入を累積させたものもグラフで出したりと、G P I Fは大変上手だなと思います。

もう一つ、誰でも近視眼的です。メディアもそうです。政治家もそうです。誰でもそうですから、パフォーマンスの短期的な変動は大きな関心事なんですけれども、短期的な変動は非対称に扱われます。プラスのときは小さく、マイナスのときは非常に大きく扱われるのです。とすると、国民は運用が失敗、というカリターンがマイナスであったときばかり強い印象を受けるわけです。私は2年間、G P I Fにいたので、四半期ごとの発表は8回やりました。そのとき、マイナスのときだけテレビに出るわけです。だから、私は地元の小学校のP T Aの草野球チームに入っていますけれども、草野球チームの方々ですから業界はさまざまですけれども、この話はみんな見えています。だから、「玉木さん、出てたね」というときは大損しているときです。でも、大損というのはG P I Fが悪いわけでも何でもありません。日本経済や市場がそうだったからです。

2008年度、9兆3000億円のマイナスでした。このときはもろにたたかれました。ところが、翌年は9兆円のプラスですけれども、誰も誉めてくれません。メディアの方々は、そういう非対称な判断をしたわけです。それはごく自然な判断なんでしょうけど、結果として、国民に残されたイメージについては、長い目で見れば、ネガティブなものが堆積していくということになります。

もう一つ、長期的なリターンを技術や努力で何とかできるというのは幻想です。こんなもの絶対無理です。ここにおられる方々は金融の実務に携わっておられますから、10年、20年、30年というオーダーでできるなんて、お考えにならないと思います。

困難は幾つかあるんですけども、もう一つは市場のパワー。香取さんも先ほど強調しておられましたけれども、これを使ってやろうという人は出てきます。もしかしたら、もう出ているのかもしれませんが。法律に書いてあるゴールはもっぱら被保険者の利益を図ること、これしかないわけです。ですけど、このゴール、法律に決められたマנדート、その責務に忠実に尽くす、フィデューシャリーとしてG P I Fあるいは年金局の方が頑張ろうとしたとして、そういうことがいつもできる環境があるかということ、必ずしもそうではない。

先ほどもありましたが、特に株のインハウスをやった場合、どうなるかということです。株のインハウス運用をやるということは議決権を行使するということでございまして、どういうことを具体的に意味するか。例えば武田薬品がでかい買収をして大きな話題になっていますけれども、薬品に関する多くの権限を有する厚生労働大臣が責任を持っている金で保有している武田の株の議決権をどう使えばいいのか。こんなものどうやって説明する

んですかね。

厚生労働大臣は厚生大臣であると同時に労働大臣です。何のために労働大臣とか労働省ってあるのかというと、資本家の搾取から労働者を守るためです。ところが、厚生労働大臣が圧倒的な最大の株主となっているのはどういうことなんだということです。利益相反として、これ以上のものがあるかということにもなりかねないわけです。

もっと実務的に言うと、何千、何万という株主総会の議案がありますね。その中で、例えば人事に〇×をつける必要があるわけです。こんなことを中立的に行うなんていうことは果たして可能か。それに関心を持たない政治家って、この世にいるかということ、いないと思います。これは非常な困難を伴うと思います。先ほど出てきた韓国のN P Sの事例。N P Sの方が逮捕されちゃったんですけど、もし日本でこんなことがあったときの国民の公的年金制度に対する信認の毀損の度合いは、記録問題の1000倍か1万倍かという話だと思っています。大変な話です。

あと、グリーンズパン議長の御指摘がありました。グリーンズパン議長はどういうお立場の方かということです。F R Bは、インディペンデントなはずなんです。あれは99年でしたから、まだドットコムバブルが膨らんでいるときに、アメリカ人はみんなハッピーです。F R Bの政策、すごい、すごいと言っていました。クリントンって、女性問題ありましたが、8年間全うできたのは株が上がって景気がよかったからです。そういうときにグリーンズパンのことはマエストロとかみんな言っていました。

独立であるはずのF R Bのトップが「長期的には独立は無理だ」と言っちゃったんです。これに対してほとんど反論は出ていないと思います。グリーンズパンに言われちゃおしまいだということです。グリーンズパンはいろいろありましたけれども、少なくともこの指摘に対して、あれはおかしいという人は出てきていないと思います。先ほどの香取さんのお話しではガバナンス構造が問題だというご指摘がありましたけれども、これは絶対に無理だと思っています。

最大の株主は機関投資家なので、一言、私も言いたいことがあります。我が国の企業と株主、投資家の間に、あるいはアセットオーナー、年金基金とか、それと投資顧問会社のマネージャーですね、この間の関係に、やっぱり甘いところがある。なれ合いと言っちゃ、ちょっと言いすぎかもしれませんが、我が国の経営者たちのアニマルスピリットをかきたてていないんじゃないかとか、経済の活性化にブレーキになっているんじゃないかというふうなところがあって、その辺のフラストレーションが近年であれば金融庁が音頭をと

ったコーポレートガバナンスコードやスチュワードシップコードになっている。あの両コードについては海外の投資家も非常に高く評価していますし、あれに対して、ああいうコードを金融庁がつくるのに関与するのはけしからんという人は、多分いないと思います。こういうふうな環境変化は、これから強まる方向だろうと思います。

もう一つ、G P I Fって日銀と一蓮托生の運命というか、日銀も20何兆、E T Fを持っているわけです。これは大変で、こっちは毎年6兆ふやすと言っているわけです。つい先日の日銀の決定によると、これから当面続くことが想定されると言っているわけで、これはまだまだふえていくということになると、政府・日銀をあわせた株式の保有って、さっきの香取さんのデータでは8%ぐらいですけど、既に10%を超えちゃうわけです。政府と中央銀行でここまで持つというのは、自由経済、民主主義国においては全く未曾有の事態です。

インハウス運用したっていいじゃないかという人はいるんですね。これについては、例えば市場情報がいっぱい入ってくるとか、G P I Fの運用に関する力量が上がる、これは全くおっしゃるとおりです。G P I Fの水野C I Oが年金部会か何かの御発言で、そういうことを言っておられました。私は議事録を読んで、運用実務としては100%おっしゃるとおりだと思いました。

ただ、ときどきこういう議論があるんです。ほんのちょっとだけインハウス運用すればいいじゃないかと。だけど、委託運用されているほかの分はどうなるかということなんです。委託している本人、例えば私がどこかの企業の社外取締役にするという議案があったとしますね。それに対してG P I Fの方が、あの人はだめだ、と×をつけたとします。本人たるG P I Fが×をつけている玉木という取締役候補に○つける運用機関っているのかということ。現実としているかいけないかという問題ばかりでなく、概念として、本人が示している価値判断に対して、代理人が違う価値判断を示すことはフィデューシャリーとしてあるのかということになります。この辺の議論をちゃんとしていないのであるならば、インハウスなんていうことは軽々しく言えないです。

もしG P I Fや日銀が持っているE T Fやらパッシブ運用、インデックスファンドなんかの株式の議決権を持っているパワーが、特に政府に握られるとか、ある政治の勢力に握られたとしたら、これを産業の国有化と言わずして何と云うのかということになります。これは体制の変革ですから、総選挙を2回か3回やるレベルの話でありまして、G P I F法改正ぐらいでやろうという話じゃないということになります。

つまり、公的年金制度の目的は、老後の生活保障であり、そのために長期運用を行うアセットオーナー（GPIFあるいは厚労大臣、年金特会）のあり方というのは、新たに概念的につくらないとだめです。今は運用目標すら容易に理解してもらえないのですから、なかなか理解が、まして共感は得られないです。今は株価も上がっていてネガティブな話が出てきませんので、国民は非常に落ち着いた気持ちで議論できます。こういうときにこそ皆さんのお智恵をおかりして建設的なお話をしたいと思います。

もう一つ、GPIFに私が期待することなんですけれども、先導機能と書いてあります。GPIFの運用に関する専門性あるいは内外のトップクラスの運用機関との接触の密度は大したものです。皆さんがお持ちのような数学的な、数理的な知見もあるでしょうし、マクロ経済の知見、金融制度の知見、あるいはさまざまな資産管理銀行で用いられているようないろいろな実務的な知見ですね、そういったものとか、あるいは運用の世界って日々変化していますので、それについてはどこの本にも書いてなくて、ウォールストリートジャーナルには全く書いていないことがたくさんトップクラスの運用機関とのダイアログから得られるわけですね。そういったことをやっている密度からいったら、GPIFは大変なものです。

それから、組織のガバナンスのあり方。これは経営委員会ができて、立派な方々がやっておられると思います。あるいは情報開示も大変すぐれていると思います。最近のGPIFの業務概況書、年次報告ですね、私のころは予算がありませんので大したものはありませんでしたけど、今は大変立派なものが出ていて、大変インフォーマティブになって、そういった意味で非常によくなっていると思います。

そういったもののレベルは、GPIFは非常に高いんです。でも、日本全体としては、この辺はまだまだ改善の余地があります。日本の社会の横並び意識に訴えるところがありまして、GPIFがやっているんだったら、変なことはないだろうと思う人が多いわけですね。そうすると、GPIFで一生懸命考えて、日本にあった仕組みを考えて、それを公表して実行するということをしていくと、言葉悪いですけど、みんなまねするわけです。

そうすると、世の中全体をよくするという意味でプラスの外部効果を持つのではないかと思いますので、ここはGPIFの皆さん頑張って調査、研究をしっかりとやっていただきたいと思います。この辺が非常に求められるところで、この辺をやっていないと、国民の理解と共感、特に共感は求めにくいというのが私の思うところでございます。

御清聴、どうもありがとうございました。（拍手）

○権丈氏 年金学会の研究会方式に則って討論という形になっているのですが、全然討論にはならなかったですね（笑）。と言いますか、公的年金保険の問題は分かっている人と分かっていない人の間の議論になるのが常ですね。そういう意味で、きょう専門家がこちらの壇上に上がっていらっしゃるので、強制的な公的年金保険が賦課方式で運営される場合の資金運用のあるべき姿やスプレッドとか、みんな当然共有している。だけど、普通の人やあまり制度や歴史に関心のない年金経済学者たちは大体知らない。だから、話がややこしくなるということが、もうほとんどです。

和田さんから一言お願いしたいと思います。

○和田氏 座らせていただいてコメントさせていただきたいと思います。私、スライドはございません。

ただいま玉木先生から熱い熱いコメントをいただいたところです。なので、実際のGPIFの運用とかガバナンスに関しては、特に私からコメントすることもなかろうかと思えます。

ただ、一つ申し上げておきたいのは、年金の資金ということでありますので、超長期の運用を安定的に行っていくというところ、これはしっかりと押さえた上でやっていかないといけないと思います。これは香取さんがおっしゃっているとおりだと思います。

それと、GPIFのあり方みたいところで、誰が責任をとるんだというお話が最後に香取さんからありましたけれども、GPIFに運用を委託する厚生労働大臣が責任をとるという話だったと思いますが、さぞかし厚生労働大臣は嫌がるだろうなと思いつながら聞いていました。

運用に関してはそれぐらいにして、GPIFの運用ということを考えるに際し、先ほどもスプレッドのお話が出てきて、これが国民の皆さん方になかなか御理解いただけないということなんですね。

時間が余りないので手短かにさせていただきたいと思いますが、先ほども玉木先生から名目運用利回りがけちょんけちょんにたたかれておりましたけれども、私は年金数理人やっていますので、企業年金の数理を見ているという立場から、香取さんのお話とちよつとずれる部分があるのですが、GPIFの運用を理解するという意味で、公的年金の運用の目標、そのスプレッドというところがなぜ理解されにくいのかなというところですね、これはもしかしたら企業年金の数理がその一因になっているかもしれない。

と申しますは、きょうの聴衆の中には年金数理人が200人ぐらいいますので、私がこれ

から話すことは当たり前の話なのですが、企業年金というのは一定の目標の運用利回りを設定して、これは予定利率といいますけれども、それに沿った形で積み立てを行っていくという仕組みですね、事前積み立て方式をとっていますから。そのときの運用利回りというんですか、目標とする運用利回りは名目ベースのものなんですね。要は、GDPがどんどん上がっていくのが、停滞しようが関係なく、3%と決めたら3%なんですね。そういう世界で企業年金は過去からずっと運営されてきた。

ちょっと横道に外れると、5.5%というのが大昔にあって、そのためにつぶれてしまった制度もあったわけですがけれども、名目の利回りということでやっておりますので、企業年金のステークホルダーの皆さんにも非常にわかりやすいんですね。毎年、運用の結果が出ますと、自分のところの予定利率と比較して、足りている、足りていない、足りてなかったら、直ちに不足金が出て掛金を上げなければいけないとかどうか、そういう話になってくるので、運用の話は非常に盛り上がるわけですね。その乗りで、もしかしたら公的年金のほうも見られているんじゃないかなというのが私の感じるところであります。

私は年金数理人なので、企業年金の決算のときに、負債側の責任準備金とか最低積立基準額とかそういう話もするんですけれども、全く盛り上がらないんですね。運用のほうはあんなに盛り上がっているのに、何でだろうといつも寂しく思っているわけです。

そういったところがあって、世間一般に名目の利回りというのは非常にわかりやすいだけに、公的年金のほうはそうじゃないんだよというところを御理解いただくというのは、本当に繰り返し繰り返し我々から発信していかないといけないとも思いますし、できればマスコミの報道などもそういったところに留意いただいて、国民の皆様にもそういう報道をしていただくということをやっているっていただかないと、これは絶対理解できないと思います。

広報といいますか、要は皆さんに知らしめるということと、もう一つは、これからの若い人たちの教育というんですか、企業年金はわかりやすいのでいいんですけれども、公的年金の考え方みたいなのはちょっと勉強しないとわからないと思うので、そういったところも何らかの形で学生に教育するような仕組みというか、そういったことをしっかり充実させていくということも必要なのではないかなということで、GPIFの運用と外れちゃいますけれども、私のコメントとさせていただきます。

ありがとうございました。(拍手)

○権丈氏 どうもありがとうございました。

名目運用利回りの話が素人さん達には人気があるというか、わかりやすいという話がありましたけれども、明日ぐらいに公開される「Web 年金時代」の対談の中で私が話しているところで、ガルブレイスという経済学者の「コンベンショナル・ウィズダム (conventional wisdom)」という言葉を紹介しています。コンベンショナル・ウィズダムというのは「通念」というふうに日本語では訳されています。事実とは違うのですが、広く人気のある考え方というものです。積み立て方式は少子化に影響を与えないとか、こんなに高い名目運用利回りを前提に置いているのは厚労省の陰謀だとか、事実とは違うんですけど、こういう考え方は、世の中に人気があるんですね。恐らくボオーと生きていたならば、天動説をみんな信じるんだらうけども、事実と照らし合わせて考えていくと、本当は地動説を考えざるを得ないというところの、認識のギャップが、どうも公的年金まわりにはある。きょうは年金数理人会の方々、普通と言いますか日々名目運用利回りの世界で生活をされている方々がこれだけ集まられた中、和田前理事長から、公的年金の積立金運用を名目利回りで評価することは間違いであると言っていた意味はとも大きいと思います。

もう一つつけ加えますと、厚生労働省の年金部会に経済前提専門委員会というのがあります。経済前提専門委員会は財政検証の経済前提を集中的に議論していくわけですが、その中で特に適した人たちが検討作業班というのがつくられて、財政検証で実際にどんな経済前提を設定していくかを定める作業グループがあります。その作業グループの座長を玉木先生が務められることになっておりますので、次回の財政検証の際には、物言う審議会委員として、何かおかしな報道とかがあったら、玉木先生が一番に活躍していただけるのではないかと期待しております。

さて、玉木先生と、和田さんから、いろいろなコメントがありましたけれども、討論ということですので、いろいろ批判をされたというふうに受けとめていただいて、香取さんから何かございましたら。

○香取氏 ありがとうございます。

今回のというか、前回の財政検証は、申し上げたように、年金の立場からすると、デフレから脱却をする、あるいはデフレから脱却をしようとしている日本経済の状況を前提に、どういう経済前提を置いて、その経済前提の上でどういう運用目標を立てるかという議論になるわけですね。

その前提となる日本経済について、例えば政治がどういう方向性を出しているか、ある

いはアベノミクスの中でそれぞれのプレイヤーがどういうことを考えているか、もっと大きいことを言えば、先ほど申し上げたように、成長そのものへのコミットメントをどのくらいG P I Fに求めるのか、その場合でもどういうやり方をするのか。

例えば、民間の資金需要に見合って一定の資金を株式市場に提供するというものでいいのか、お話にあったように、個別企業に対して企業のパフォーマンスが上がるようなコミットメントまで積極的にG P I Fがする、といったことまでするのか、あるいは従来の株式以外のさまざまな資金調達手法、ベンチャー市場に資金供給するといった形でファイナンスをサポートするようなことをやるのか。

確かに日本経済が成長することはG P I Fにとってもプラスだし、公的年金制度にとってもプラスになるので、さっき言ったように、給付も負担も両方とも賃金で動くわけですから、成長すれば両方とも高くなるので結果的には年金財政は安定する、それはそのとおりなんですけども、公的年金制度としての年金積立金の性格・役割・運用のあり方といった議論と、運用の手法、運用対象をどう考えるかという議論、さらには年金の資金で直接に成長政策への関与をやるべきなのか、やるとしても具体的に何をどこまでやるのか、やれるのか、やっていいのか、といった議論が全部一遍にされたようなところがあったので、少し整理が要るだろうというのが僕の感じです。

世の中的に言うと、「頑迷固陋な厚生労働省」ということになっていて、年金のお金なんだからほかのことには使えません、とにかくジッと黙って債券買っています、それでいいじゃないですか、と言っているように思われているんですけど、G P I Fも厚生労働省もそんなことは言ってなくて、資料には書きませんでしたけれども、G P I Fだってそれこそ玉木さんがおられた時代から、新しい運用手法の開発であるとか、新しい運用商品をどう考えたら、それこそエマージング市場をどう扱うかといったことなんかも、あれから3年前だから、今からだと6年ぐらい前から調査研究して少しずつ手がけたりしていました。市場が動く中でどういうふうに運用していけば必要な運用利回りが確保できるかということはずうっと考えていたし、運用のプロとして自分たちの知見を高めるということはずうっとやってきているので、別段頑迷固陋でもないし、国債にしがみついているわけでもない。自主運用をするといって始めた以上は、市場のプレイヤーとして伍していかなければいけない、ということでやってきたんだと思います。

なので、行け行けどんどの改革派と頑迷固陋な年金局とか、そういうふうには余り考えてほしくないということです。

ただ、この話は、玉木さんの話にもあったように、170兆のお金を使って何ができるかという話になるので、誘惑に駆られる人はたくさんいる。特に力のある人は誘惑に駆られるといろいろなことがしたくなるので、G P I Fが持っているいろいろな意味での市場に対する影響力をどういうふうにもコントロールするか、私はガバナンスの本質はそこにあるんだと思っています。

その意味でいうと、運用の独立は時の政治からの独立でもある。さっきの話でグリーンspanはそういうことを言っているわけですが、それを守ることは難しいとも言っているわけですが、そういうことも一方にある。

これは年金の話とは別の次元の話ですけど、そういうことも考えながら僕たちは仕事しないといけない。マクロ経済とか金融政策とかそういうものも頭に置きながら、あるいはそういう世界で行われている議論もちゃんと踏まえながら、その上できちんと国民に対して説明責任を負える政策を展開するということが求められる。

そういうことだということを今さらながら思い知ったのが前回の制度改正だったと思っています。

**○権丈氏** どうもありがとうございました。

私は、この話は、市場とか資本というのは、昔からそうなんですが、相変わらず膨張圧力が強いもんだと思いながら、当時、ながめていました。本研究会の最後に、話を少し加えさせていただきます。

2012年8月に消費税が参議院で引き上げられていくことが決まります。そのときまでずっと香取さんは社会保障・税一体改革をリードされてきた。それから3カ月後ぐらいの2012年11月16日の解散当日に、自民党内に作られていた日本経済再生本部が、政権交代後の方針といいますか、政治の方針、「中間とりまとめ（骨子）」を出すわけですが、その冒頭の基本方針が「均衡縮小の分配政策から成長による富の創出への転換」なんですね。来べき未来を、予感させるものでした。

それから2カ月後の2013年1月になると、金融庁の森信親さんが、リスクマネーの供給という観点からG P I Fについて、成長戦略について位置づけることはできないのかという言葉を残されている。そこからなんですね。あそこから大きくいろいろと始まっていきます。先ほどから話に出てきた伊藤委員会「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」が立ち上げられるのは、2013年7月で、報告書がまとめられるのは同年11月です。

先ほども、みなさんで制度の話はずっとされていたわけですが、制度についていろいろ分かっていると、ある程度議論は落ち着いていくんです。ところが、どうもそうではない形で議論が進んでいって、政権交代前に自民党内に作られていた日本経済再生本部は、政権交代後には官邸に作られ、再生本部の副部長、塩崎さんが2014年9月には厚生労働大臣になる。そのときに厚労側の年金局長が香取さんだったわけです。

今年の5月に香取さんから、この改革について総括をやろうという話がありました。私は、日頃から、学会にはリアリズムが欠けていて、政策形成における緊張感を研究者たちも共有すべきだと思っており、学会の発展、そして政策論争の進化にはダイバーシティが必要と考えていましたので、それは良い機会だという返事をアゼルバイジャンに送って、年金学会のほうで講演してもらうだけでなく、GPIF行政と強い関わりを持つ年金数理人会の前理事長の和田君は、高校の同級生だから、あっちにも声をかけようという話になって、きょうの講演会になったわけです。

私の手元には、香取さんが、GPIF改革について書いた文章があります。先ほど香取さんは最後の文章のところをおっしゃっていなかったもので、私から話をしておこうと思います。「政府が強制的に国民から集めた資金である以上、その資金の管理・運用の責任は資金を集めた政府にある。したがって、法的枠組みから言っても合理的に物事を考えても、GPIFは政府から年金資金運用を任されている。すなわち、GPIFは運用の責任を政府に対して負っている。政府は国民から強制的に資金を集めている、プラス公的年金制度の運営責任を負っている。すなわち、GPIFの運営のみならず、およそ公的年金制度の安定的な運営について国民に対して責任を負っている。この構図は変わらないし、変えられないし、変えてはいけない」で結ばれているんですね。

きょうも厚労省の後輩もいっぱい参加されているようですけれども、総括としてまとめなければいけなかったということは、「この構図は変わらないし、変えられないし、変えてはいけない」だったのではないかと思っております。

本日は、本当に長い時間でしたけれども、素晴らしい講演と討論者の議論、ありがとうございました。最後に盛大な拍手をお願いしたいと思います。

〔拍 手〕