

内容

(一) 日本銀行	1
(二) 厚生労働省 GPIF	4

(一) 日本銀行

Q1 (植田総裁) : 本日は大規模な金融緩和の一環として 2010 年から始めた、上場投資信託 (ETF) の大量購入と保有について議論する。

買い入れ状況は配布資料 1 に記載。昨年 9 月末で簿価で約 37 兆円。

先月 28 日の記者会見で日本銀行の植田総裁は次のように述べた。

「基調的なインフレ率が安心して 2% と言えるにはもう少し時間がかかりそうなので、現行の金融緩和を継続するのが基本。ただし、副作用もところどころに出ていることも認めざるを得ないので、現在何かを考えているわけではないが、政策の効果と副作用のバランスは間違えないように常に注意深く分析し、できる限り情報発信をしていきたい。」

ETF 大量買入れ・保有の政策の効果はあったか？ 日銀は買い入れの狙いとして「リスクプレミアムに働きかける」と説明してきた。これは分かりやすく言うと、投資意欲の行き過ぎた減少にブレーキをかけるということなのか、この点も含めて答弁を求める。

Q2 (総裁) : 配布資料 1 の通り、日銀の株式投資では含み益が出ている。21 年度末では約 14 兆 7 千億円。これは実際には未だ実現していない利益なので、いわば計算上の数字だ。また、資料 2 にあるように、21 年度では手数料などを差し引いた分配金等が約 8 千 400 億円。日銀が意図したかどうかはさておき、外観的には ETF 購入は中長期の積み立て、分散投資であり、利益を得ている。

一方で、主要国の中央銀行で、ETFを大量保有するのは日本だけであり、このことの副作用について私は以下のように考える。

日銀によるETF大量保有のマイナス面は株式市場本来の株価形成機能を損なったことだ。というのも、日本銀行はキャピタルゲインを目指して、つまり儲けるためにETFを購入していない。これは市場かく乱要因ではないか。通常、企業の将来性、株価上昇を見込み、市場参加者が利得を目指して投資する。これが本来の健全な市場。利得を目指さない巨大な投資家が市場に常時、存在することは「見えざる手」の働きのブレーキとなった可能性がある。植田総裁はこの点をどのように考えているか、お聞きしたい。

Q3（総裁）：次に、ETFの処分について。日銀が公表している方針によると、ETFの処分に際しては、損失を極力回避し、また、市場等へのかく乱的影響も極力回避しながら「適正な対価」で行うとなっている。ということは損失が出ず、つまり簿価以上で、かつ市場等に攪乱的な影響を与えなければ処分できるということになる。

日銀の公表方針からは「適正な対価」には可能性として、手数料を除外して言えば「簿価以上で、時価未満」が含まれると考えられる。この点、植田総裁に確認を願う。

Q4（総裁）：日経平均が2万円前後を下回ると、日銀保有のETFに含み損が出る可能性がある。さらに1万4千円を下回れば大きな評価損が出て、日銀の収益を悪化させ、国庫納付金が減ることになる。場合によっては債務超過の可能性も出てくる、との指摘もある。可能な限り早い段階で、保有資産から切り離すことが必要ではないか。新規の買い入れを停止しても、償還される国債などと違ってETFはいつまでも資産のまま。価格変動リスクに日銀はさらされ続ける。

このオフバランスのやり方については様々な提案がなされている。例えば、

- ① 政府系金融機関といった第三者に買い取ってもらい、割引などをして購入する者を募る、この場合には益出しのための売却が一挙に出ると困るので、一定期間の譲渡制限などが必要。

- ② 第三者に買い取ってもらい、ETFを解約、現物株に交換。配当金を使って経済成長につながる投資に振り向ける、等。

本年の2月24日の国会での質疑で植田総裁は「EFTは大量買買ったものをどうしていくのか大問題である」と述べた。賢明な日本銀行が内部でETFの将来のオフバランスについて頭の体操をしていないとは考えづらい。どう考えているか総裁にお聞きする。

Q5（事務方）：植田総裁は2005年の著書『ゼロ金利との闘い』の中で、量的緩和による中央銀行の財務悪化の可能性について強い警鐘を鳴らしたうえで、次のように述べている。「本当に損が発生すれば結局は国民の負担となる。しかし中央銀行の政策担当者は直接、国民の投票によって選ばれているわけでない。国民に大きな負担が発生するかもしれないような政策は、投票によって選ばれている政治家が決めるべきものと考えらるべきであろう」と。黒田・前総裁、植田総裁の人事につき国会で同意したのものとして、重い記述だと受けとめながら読んだ。

次に、日本銀行は2022年9月末時点で、プライム市場の時価総額の約7.3%を保有している。その議決権について聞く。議決権は日本銀行ではなく、投資信託委託会社が議決権を行使することになっている。

そして、「投資信託委託会社がそのスチュワードシップ・コードを受け入れているということを明記して行っている」と聞いている。

- ① 実際に適切な行使がなされていることを日銀は確認しているのか。
② どのように確認しているか、具体的に教えてほしい。

Q6（鈴木金融担当大臣）：

公的年金だけに頼る老後は心細く、個人の資産形成がますます重要に。

しかし、現実には資料3にあるように、2000年から2021年までの期間に、日本の家計の金融資産は1.4倍にしかならない。米英はそれぞれ3.4倍、2.3倍。日本の低い伸びの理由は、利子がほとんどつかない現預金が54%を占めるため。うまく運用していない。

個人の資産保有のあり方として、「投資より貯蓄」という過去の国民性を嘆いても、仕方がない。小さな成功体験を積み重ねる政策誘導が大事。そこで、政府は長期、積み立て、分散して投資する「積立てNISA」の拡充など税制面で支援し、「健全な」金融商品への投資を促し、国民の金融資産形成を後押ししている。

損が、市況の変動によるものか、粗悪な金融商品を買わされたのか、アマチュアにはなかなか区別がつかない。そこで、積み立てNISAについては金融庁が投資対象商品を絞り込んでいる。

さて、日本株への積極的な投資には前提条件がある。

*企業収益を上げるガバナンス（議決権の適正行使による経営へのプレッシャー）

*金融仲介業者の誠実性、効率性（目利き力、手数料）

これら2点について、懸念すべきところがあるとかねて思っていた。そうした中、4月26日の経済財政諮問会議で岸田首相は、「我が国の資産運用業等を抜本的に改革することが重要です。2,000兆円の家計金融資産を開放し、持続的成長に貢献する、資産運用立国日本を実現していくこととし、鈴木大臣において、政策プランを、関係省庁と一体となって、策定してください」と述べた。

鈴木金融担当大臣にお聞きする。我が国の資産運用業の現状、何が問題で、どうやって強化するのか、投資信託委託会社について、詳しくお聞きしたい。

Q7：（日本銀行総裁）：今の金融担当大臣の答弁に対し、ETFの運用を信託会社に頼んでいる日本銀行総裁はどのように受けとめたか、お聞きする。

（二）GPIF

Q8：次に日本銀行と同様、大量に日本企業の株を保有する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）について。

(厚労省 事務方) 資料4の右側をみていただきたい。運用先の資産配分(ポートフォリオ)。債権と株式をそれぞれ半分ずつ、かつ債券も株式も国内と海外で半分ずつ。2020年4月より、これでやっているようだ。

資料5を参照。内外の主な政府系運用機関の中で債権、株式のうち、半分を自国債券、自国株券に割り当てている例は他にあるか?最近、設けられた日本の10兆円大学ファンドは株式と債券の配分をそれぞれ65%、35%決めているが、内外の区別は設けていない。

Q9:(金融庁 事務方):①世界の主要株式市場の総時価総額に占める、日本市場の比率はいくらか?②我国の株式市場は世界の主要な株式市場の中で近年、高いパフォーマンスを上げているか?

Q10: 日本株比率の引き下げを検討すべきかもしれない。理論値を超える株価がついている企業への「覚醒効果」をもたらす期待がある。

次に他事考慮の禁止について。

(厚労省 事務方) 厚生年金保険法、年金積立金管理運用独立行政法人法などは、厚労省やGPIFに「被保険者の利益のために」運用するという善管注意義務・忠実義務を課している。つまり日本の国内株式市場を下支えするとか、株価水準を維持するために運用してはいけない、という理解で良いか?

Q11(厚労省 事務方) 議決権の行使について。

- ・ 東証上場企業の時価総額(2021年度末)約730.4兆円
- ・ GPIFの国内株式保有額(2021年度末)約49.5兆円

東証上場企業の時価総額に占めるGPIFの国内株式保有額の割合は約6.8%で。日本銀行保有のETFを足すと軽く10%を超えるのだろう。

法令等により、GPIF が金融市場や企業経営に直接の影響を与えないことが求められているため、GPIF の株式投資は外部運用機関への投資一任契約による委託運用となっており、議決権行使を含むスチュワードシップ活動についても運用受託機関に委託。GPIF は「スチュワードシップ活動原則」、「議決権行使原則」を運用受託機関に提示し、遵守を求めていると聞いている。

そこで、確認したい。GPIF が運用受託機関に遵守を求めている「スチュワードシップ活動原則」、「議決権行使原則」が実際に適正に順守されているかを確認しているか、どのように確認しているか。

Q12（金融庁事務方）

資料7、資料8を参照。先月、金融庁が公表した「資産運用業高度化プログ्रेसレポート2023」の概要版の4ページ、13ページそれぞれ要約部分を読み上げてほしい。

【締め】

証券市場を通じて、株主からプレッシャーを受けることが企業を強くする。そのためには議決権が適正にきちんと行使されることが必要。また、金融仲介業者が健全なガバナンスをもち、顧客満足に努めることも大事だ。この2点について、残念ながら現状は心もとない。

日本銀行も厚生労働省も投資会社ではなく、投資のプロフェッショナル人材を十分には抱えていないだろう。厚生労働省が社会保障政策の企画立案官庁として年金の制度設計を担うことと、運用までその傘下の機関が担うことは論理的に必然ではない、と考えたりする。時間が来たので、この点の議論は別の機会とする。謝辞 メ

以上