

第 30 回運用委員会議事要旨

1. 日 時：平成 21 年 9 月 15 日（火）10:00～12:00
2. 場 所：年金積立金管理運用独立行政法人 会議室
3. 参加者：・米澤委員長 ・宇野委員長代理 ・臼杵委員 ・草野委員
・小峰委員 ・佐藤委員 ・富田委員 ・能見委員 ・引馬委員
・本多委員

（○は委員、●は事務局（オブザーバーを含む））

議事（１）平成 20 年度の業務実績の評価結果について

（２）中期目標期間の業務実績の暫定評価結果について

《事務局より評価結果を報告。また、厚生労働省作成の『年金積立金管理運用独立行政法人の組織・業務全般の見直し当初案について』の概要と、その中の一般管理費及び業務経費の在り方については、業務の効率的な運営のための機能強化等が必要となるため「一律の削減目標の設定には慎重な検討が必要」である旨が盛り込まれていることを説明。以下、質疑等》

—質疑等—

- 評価結果については、総じて高い評価を受けたということで理解してよいと思う。
- 業務効率化のところは、独立行政法人に対する一律の経費削減というのは乱暴な議論であり、G P I Fには適用すべきでないという意味であると理解するが、こうしたことはどれぐらい珍しいのか、例外はどの程度あるものなのか。
- 私どもが把握している限りでは、例外は全くではないにしろ基本的にはないようだ。機能の強化等が必要だということを説明して頑張ろうといった趣旨である。
- 現状は一般管理費で年 3 % の削減が求められており、これが次期中期目標期間においても適用されることとなれば、実額では年約 3,600 万円ずつ削減額が積み上がることとなり、一般管理費のうち約 7 割が人件費であることを踏まえると、人員を約 1 割減らさなければならず、今の陣容が維持できなくなる。約 120 兆円の運用の効率性に影響が出かねないことを考えれば金額的にはかなりバランスを失する話ではあるが、多くの独立行政法人の中で当法人だけ特別にというのはなかなか難しいことかとは思っている。
- 総論としては賛成であり、金融分野や情報システムに精通した人材確保のために努力することは、組織を運営していく上では不可欠と思うが、一方、そうした専門

性が高い人材はなかなかいないという現実もあるのではないかとと思われる。

- そういう人材がいないということはない。給与との関係で当法人が採用できるかどうかは別だろうが。
- この問題は、当法人が現状よりもう少し人を増やしたいと言っていてそれが通らないというように誤解されやすいのだが、実際には現状維持よりもはるか後方のラインが問題になっている。
- 諸外国の公的年金などの運用機関と比較して見ても、この法人の組織は圧倒的に小さい。世界一の金額をよくこれだけの人数でやっているなという感じはしている。

議事（３）次期基本ポートフォリオについて

（基本ポートフォリオの策定の考え方について）

- 次期基本ポートフォリオを策定する際の経済前提をどう考えるのかについては、今年の３月に、一度この場でご議論いただいたところであるが、そのときは、新たな財政検証の長期の予定運用利回りが現行の 3.2%から 4.1%に引き上げられたこと、当時はリーマン・ショック後の金融・経済危機のさ中で先行きが非常に不透明な状況であったこと等から、長期的観点に立った基本ポートフォリオ構築はなかなか難しいのではないかとといった意見が多かった。今回は、長期の前提で作る、短期・足もとの前提で作る、あるいは暫定的なポートフォリオとするといった選択肢と、年金財政との関係等のそれぞれの考え方・問題点を整理してみたので、その後の状況の変化も踏まえて、どのように考えるのか、再度ご議論いただきたい。
- 議論のスタートラインとして幾つかの問題点の整理ということで申し上げますと、財政検証の経済前提として名目で 4.1%の利回りが想定されているが、これを達成できるような基本ポートフォリオを現状で組めるかどうかについては、リスク量をこれまでに比べてかなり増やさない限りは難しいであろうし、リスク量を大きく増やすという方向は好ましくないと考えられる。

では、どのように対処するかであるが、名目ではなくて賃金上昇率プラス 1.6%という実質的な利回りを確保するという方向で行くとした場合、世の中が名目で見てくることに対して分かりにくさが残るのではないかという問題がある。

長期か短期かという点については、直近の経済状況から考えると、（長期の経済前提である）長期金利が 3.7%になれば基本ポートフォリオは 4.1%を達成できるというような計画を出すのは、余りにも現状認識を問われることになるのではないか。一方で、現状が長期の経済前提から大きく乖離していることに対して説明力のある一つの方法として、向こう 5 年ぐらいの短期的なポートフォリオを考える方がよいのではないかという議論があるが、長期との整合性がとれるのかどうか、あるいは、財政検証の前提と不整合になるのではないかといった問題があり、更に議論を深める必要がある。また、資産構成が長期的に維持すべきポートフォリオと余りにも乖離してしまうと、そこに戻すために移行するという実行上の困難が生じるので、そ

こをしっかりと見極めながらでないと、短期又は足もとのポートフォリオも構築しにくい。

- 今、ご指摘いただいたとおりで、いずれにしてもすべて二重丸でこれがいいというものはないので、満たさなければいけない目的から一番遠くないのはどれかというところで考えていただいて、ご議論いただきたい。
- マクロ的には半年ぐらい前に比べて、特に金融面では随分落ち着いてきてはいるが、一方でさらに霧が深くなってきているところもある。短期の前提のベースになっている内閣府の見通しだが、既に違うものが新たに出されているので、内閣府のデータに基づいて策定したという説明はもう通らない。もう一つは、政権交代によって年金システムそのものの今後が不透明となっている。そういう点からすると、我々としてできることは 4.1%は不可能だというメッセージをきちんと出して、厚生労働省にもう一度考え直していただく、それが難しければ、暫定的なものを考えていくしかないのではないかと思います。
- 今日のテーマから外れるが、前回のオルタナティブについての議論について、私は欠席したので、決して話を蒸し返すつもりではなく、記録としてということで一言申し上げたい。

基本ポートフォリオの中でオルタナティブを一つのアセットクラスとして設定することが難しいことはよくわかるが、意味のあるほどの金額の投資が難しいという理由については、私は1%以下でも意味のある金額になると思うし、そういう意味ではその道を閉ざすべきではなく、何らかの形でアクセスを常に検討する姿勢は保つべきと考える。

また、他の資産との相関を出すことが難しいという点であるが、相関が特定できないものをアセットクラスの中に入れること自体が分散投資の意味になることもあるので、この点は理由にならないと思う。

次に今日のテーマについて、結論を先に言えば、足もとポートフォリオを基本にしながら長期ということの意味を両にらみしていくということであろう。暫定については、多くの指標がリーマン・ショック前に大体戻ってきているので、混乱した状態での暫定ということではもうないし、暫定の期限を切ることができないのであり得ないと思う。

長期という意味は二つあって、一つは、アロケーションは過去10年、20年といった長期のデータで分析したリスク、リターン、相関係数等を参考にして検討するもので、年金の運用にはそういった長期のスタンスが必ず入ってくるということ。もう一つの意味は、構造的な変化などをどのように捉えるかということになるが、今の段階ではなかなか見出しづらいので、足もとも見ても若干コンサバティブに行くということではないか。

- オルタナティブについての前回の議論の取りまとめとしては、アセットクラスとしては入れないこととするがそれ以外については蓋をせず、加えていろいろ調査を

することを否定するものではないということなので、ご心配には及ばないと思うが、ご意見として記録しておくこととしたい。

- 私は5年程度のポートフォリオをつくったらいと思う。5年ごとに財政検証がなされるのでこれを無視せずに、できるだけ制度側の動きと行政レベルのところに寄せた方がいい。

ただ、財政検証の短期の前提については、賃金上昇率などの数値が物すごく現実感と違っているという点があるので、何か根拠ある数字に基づくならば、制度は賃金上昇率プラス1.6%をクリアしたら維持できるのだからその1.6%をもっと強調したポートフォリオにしたらいと思う。そうすると、賃金上昇率をいくらで見るのかという話になるので、内閣府のデータを補正してそれに1.6%を乗せたものを中心にとりあえず5年のものを作る。ただ、5年でも長いので、毎年見直して補正をするというのが一番現実的で説明もしやすいと思う。

- 半年前ぐらいは危機が相当深化していく可能性があると思っていて暫定でいくのがよいと考えていたが、金融市場も安定化し景気情勢も改善に向かっていることから、今はどちらかと言えば長期ポートフォリオを考えるべきだと思う。どういう基本に立脚してポートフォリオを考えるのかということからすると、年金は基本的には長期の観点に立っている。長期データに基づきリターン、リスク、相関を計算するというのが、長期ポートフォリオのみそであろう。

では、何が問題かというところ、4.1%で考えるのか、賃金上昇率プラス1.6%で考えるのかというところに問題が収れんしてくる。答えは明らかで、現行の中期目標では実質的なベースで考えるということが言われているので、そこに立脚すべきと思う。しかし、今までの経験からすると、賃金上昇率は前提の2.1%に対して実際はほぼマイナスで来ているので、そうした経験を踏まえて、今回は、長期の前提で2.5%となっている賃金上昇率をもう少し弾力的に幅を持って考えたうえで長期ポートフォリオを組むのが素直な考え方なのではないか。

- GPIFのあり方を考えると、ベースは賃金上昇率プラスアルファだと思う。実質的なベースは説明が難しいという話だが、海外の年金もほとんど物価上昇率プラスアルファといった運営がなされていると思われるので、もう少しそういう事例を調べてみてはどうか。4.1%が難しいということは、長期の前提に何らかのひずみがあるということなので、一度出たものを否定するのは難しいとは思いますが、一つの意見としてきちんと厚生労働省に上申したらよいと思う。

長期のベースに立って5年ごとに検討していくのはあり方としてはよいが、問題は、長期と足もとの前提が余りにもずれ過ぎているので、あるべき論をやってもうまくいかないことにある。まずは4.1%のところをもう少し検討しないとこの先大きな問題に直面するので、もう一度前提のあり方を議論する機会があった方がいいのではないかなと思う。

- 今まで出されたご意見とそれ程違いはないが、マクロ経済全体の問題については、

円高がかなり心配でもあるし、日本経済も製造業で言えば元の水準に戻ることはおそらくもうあり得ないだろう。元の 70～80%の間に戻ったところで横ばいになっていくと考えると、マクロ経済そのものがまだ完全に霧が晴れたという状況ではないのではないか。

従来の財政再計算で5年に1回見直すということは、いくら長期という目標があっても状況は大きく変わっていくものなので5年ぐらいのタームで見直していかなければいけないというものであり、ポートフォリオも基本的にはそういう考えでいいのではないかと思う。

ただ一つ、賃金上昇率と金利の関係については、今の雇用構造の変化を考えた場合、過去 20～30 年での関係が今後も続くかどうかという点は若干注意して見ておかなければいけないのではないか。従来と同じような動きになるのかどうか、賃金の上がり方、正規、非正規の比重のあり方など多分これから大きく変わっていくということを少し頭に入れておいた方がいいのではないか。

- 賃金は、まさに年金全体の根幹にかかわるもので、今後長期的に一番足りなくなってくるのがレーバーなのだが、それが足もとでは、企業の財務状況や利潤は何とか格好がついてきたが最後のツケが雇用にきていて状況は非常に悪く、これがもう少し続いて賃金はしばらく上がらないのではないかという感じを持っている。
- 基本的には、長期ポートフォリオは必要だと思っている。そこ がまずあった上で、5年おきに前提を見直してそれに基づいてポートフォリオを決めていることを考え併わせると、足もとのポートフォリオと二本立てで行くのが妥当なのではないか。目標を実質でいくか名目でいくかという話は、多分実質でいくのであろう。経済前提については、もう一度厚生労働省と話をしてみるということであろうが、場合によってはこちらで考えてもよいのではないか。要は、1.6%なり、実質ベースである程度の目標を達成することがこちらに求められていることだと思う。
- 今のご意見のように、何らかの形で長期ポートフォリオはつくらなくては行かず、足もとに対応させるにしても、長期から大きく乖離していると現実的には難しいというのは共通の理解として私も持っている。ただ、年金財政との整合性を求められている中で、足もとのポートフォリオという方向を明示的に打ち出した場合に、厳密にやろうとすると、内閣府から出された数字に合わせた今後5年間のポートフォリオを長期のポートフォリオに移していくというかなり変な議論になるので、物事をシンプルにするということであれば、単純に長期ポートフォリオを一本置いて、その乖離許容幅の中でいろいろ動いていくという議論にした方がすっきりしているのかなという感触は持っている。

何点か私なりの意見を申し上げると、長期ポートフォリオと言ったときの長期のシナリオが、政府が言っているような形で経済が本当にリカバリーするのかということが、現実的には国民に受け入れられていないということが一つの事実であり、過去 15 年ぐらい見てきた経済状況がそろそろ長期的に安定的な状態として入り込

んできているのではという意見もあり、だとすると長期のシナリオはそこから急にジャンプすることになるというのが認識すべき一つの問題だと思う。もう一つは、賃金上昇率プラス 1.1%、1.6%という数字についての私なりの理解であるが、賃金上昇率や物価上昇率がマイナスの状況ではマクロ経済スライド調整が機能しないため、年金給付が削減されていないということが過去 5 年間起きており、運用としてはプラス 1.1%は確かに実現したと言えるかもしれないが、年金財政自体は悪化しているという現実がある。5 年間にわたってそういう状況が続いてきている中で、そういう経済シナリオを全く無視してポートフォリオを議論してゆくわけにはいかないのではと思っている。ポートフォリオを考えるにあたり経済再生シナリオに基づくのと、足もとの状況がもう少し続くことを想定するのでは、後者が保守的なポートフォリオだと思う。こうしたリスクは十分に議論して、認識していかなくてはいけないということではないか。

- これまでのご意見をうかがって、やはりどれをとってもどこかに問題があるということなので、我々もさらに案を考えてみたいと思うが、今まで出た議論につき二点申し上げたい。

長期前提における名目運用利回りが 4.1%と、現行の 3.2%に比べ高くなっているが、これは長期金利の想定が 3.0%から 3.7%に上がっていることによるものなので、要は 3.7%という想定が運用を考えるうえでどうなのかという話であろう。

もう一つは、賃金上昇率プラス 1.6%に絞ればいいではないかという点であるが、今までのポートフォリオのつくり方は、名目で 3.2%を出して、一方で賃金上昇率を出すと 2.1%となるから結果として賃金上昇率プラス 1.1%となるということである。だから仮に賃金上昇率プラス 1.6%だけで作って名目には触れないとしても、物価を置いたら名目はどうなるのかということが必ず出てくる。実質でゆくとしても名目をどうするのか、4.1%なのか、もう少し落とすのか、落とすとしたらどこにするのかという問題は避けて通れないのではないかと思う。

- 確かに実際に運用している人たちはほとんど名目で動いており、事後の評価として実質でプラス何%などというものが出てくるわけで、そこにはギャップがあって、実質だけでやるわけにはいかないというのが現実問題としてある。
- 一通りご意見をいただいて、前回よりは大幅収れんされてきたかと思う。まとめると、長期と足もとは必ずしも対立するものではなく、そのところをうまく融和する工夫ができないものかという意見がかなり多く出て、それは工夫次第ではできるのではないかということであった。我々としてはできることとできないことをもう少し峻別して検討を進めていくということかと思う。

議事（４）平成 21 年度第 1 四半期運用状況について

《事務局より説明。以下、質疑等》

—質疑等—
特になし。

議事（５）その他

（平成 21 年度 運用受託機関の総合評価結果について）

《事務局より説明。以下、質疑等》

—質疑等—
特になし。

（リスク管理状況等の報告（平成 21 年 6 月～7 月））

《事務局より説明。以下、質疑等》

—質疑等—
特になし。

以上