

第 32 回運用委員会議事要旨

1. 日 時:平成 21 年 12 月 18 日 (金) 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 ・臼杵委員 ・草野委員 ・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)

議事

(年金積立金管理運用独立行政法人の主要な事務及び事業の改廃に関する勧告の方向性 (総務省資料))

(年金積立金管理運用独立行政法人の組織・業務全般の見直し案 (厚生労働省資料))

(「年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会 (第 1 回)」関係資料 (厚生労働省資料))

《厚生労働省より説明。以下、質疑等》

- 検討会について、検討事項で 5 点挙げられているうち、「①運用の基本方針について」と「②運用委員会の責任・権限について」は制度変更にかかわる可能性もあるので今後時間をかけて議論し、「③次期中期目標における運用目標について」については今月議論するということだが、①はこの運用委員会が今まさにやっている次期基本ポートフォリオの議論にも深くかかわってくるのではないかと。検討会の議論の進め方と今取り組んでいる次期基本ポートフォリオの議論との関連、要するにどういう座標軸を頭の中に入れておいたらいいかという点についておたずねする。

次に、組織・業務全般の見直し案に関連して、特に公的機関は不断の見直しの努力を怠ってはいけないと思うが、改めてここに挙げられている項目を見ると、それぞれの項目一つひとつは意味があると思うが、まとめているいろいろな改善しなければいけないとなったときに、これは相当大変なことではないかと思う。

調査・分析の充実、運用高度化のための専門性の向上、質の高い人材の確保、内部統制システムの構築・運用などが挙げられているが、しかし、一方で組織運営自体の効率化ということで、給与・人件費についても削減しないといけない。要するに右から引っ張られ、左から引っ張られ、個々の項目は

ミクロでは正しいけど、全体のマクロになってくるとこれはどうなのかなと思う。

「角を矯めて牛を殺す」ということわざがあるが、全体の運営をどういう具合にするのか、独立行政法人の経営というのを基本的にどのように考えていくのか。実質的な運営、ある程度の自由裁量の余地のもとで、取捨選択しながら効率的な運営を図っていくということも非常に重要だと思う。

最後の各部門の人員配置を見直すというのも、今の管理部門の20人が法人全体の80人に比して多いという指摘があったということだが、この辺は、内部統制も重要だから管理部門の人を手厚くしなければいけないとか、中には病気になったりする人も出てくるから、本当に牛を殺すことのないように、経営の自主的な立場を尊重しながらやるといったような大事な原則もあるのではと思う。

- （厚生労働省） 1点目の検討会については、私どもからGPIFに中期目標を提示するために、特に運用目標のところについて最初にご意見をいただきたいという趣旨であって、それを実現するために例えばどういう運用手法があるかといった話は、また別途その先でご意見をいただくという考え方で進めたいと思っている。

2点目もごもっともであり、GPIFからも同じ趣旨の意見を随分もらっており、私どももそういうつもりで関係先ともやりとりをしてきた。ただ、独立行政法人をめぐる今非常に厳しい視線がある中で、角を矯めて牛を殺さないようなやり方ができるかどうかという点については、来年1月以降も関係先との間でやらなければいけないと思っている。また、むしろこういう場でも少しご意見をいただいて、主張できるものは主張していきたいと思っている。

- 独立行政法人の見直しには基本的に賛成で、組織の不断の見直しは重要だと思う。ただ、一方で、その組織がどういう使命を担っているかという点を考えると、賃金上昇率プラスアルファという実質的な運用目標を達成するというのがGPIFにとって一番重要なことだと思う。直近の業務概況書に過去6年間の運用状況があるが、平均では名目賃金上昇率プラス1.1%という目標を上回って目標よりも1%ぐらい高い成績を実現している。そういう観点では、私はGPIFは与えられている目標を基本的にクリアしていると思う。

例えば目標を達成していないではないかとか、何か不祥事が起こって組織的に問題があるかとかということがあれば、あっちも直さなければいけないこっちも直さなければいけないという議論になってくると思うが、本当に成績が悪いのかという点からいけば私は違うと思う。仮に去年1年間に注目して10兆円ぐらいの損失だということであったとしても、今年に入って大分取り

返しているわけだから、この組織がどういう役割、どういう使命、法令に基づいて何を重要な課題として担っていて、それに対する達成度合いがどうか、というのを評価しながらやることが重要ではないかと思う。

○ ①と②について最終的にいつまでに結論を出すということが決まっているのかどうか聞きたい。

●（厚生労働省） ①と②について本格的に議論ができるのは年明けからで、ヒアリングを何度か重ねた上で来年いっぱいぐらいといったタイムスパンで物事を考えていきたい。

また、何か一定の方向を最初から定めてそれに向かって議論をするということではなく、幅広に議論をするつもりで進めていきたい。

● 夏の厚労省の評価委員会年金部会では、要するに機能の強化みたいな話と予算制約というものは両立しないというか、トレード・オフだという議論があって、強化するためには経費について今までと同じような制約をかけるべきではないという意見を出していただいた。ところが今度いろいろ見ると、機能の強化も経費の削減もということになっていて、そのトレード・オフというか矛盾について、私からも評価委員会でいろいろと説明したが、なかなか理解されていないなと思っている。

議事（１）次期基本ポートフォリオについて

（期待収益率モデルの概観、長期金利を基礎とした賃金上昇率の設定）

《事務局より説明。以下、質疑等》

● 中期目標をどうするか、まだ検討中ということなので、私どもの作業も腰だめのものにならざるを得ないが、年金財政の長期の経済前提である長期金利 3.7%、運用利回り 4.1%というのは、足下の状況からかなり乖離しているという感じが強いので、とりあえず現行の考え方に沿って賃金上昇率プラス 1.6%を想定して、作業を進めるということとしたい。これを踏まえて、今後具体的にどういう形でポートフォリオをつくっていくのかということだが、まず、長期金利について仮に 3%というものをベースとして、賃金上昇率、国内株式、外国債券、外国株式のリターン等々をセットし、その後、最適化の計算によって複数のポートフォリオ候補を出し、候補の中から将来の積立金との比較などを通じて一つの案を特定していくという段取りを考えてみた。

その場合にどの程度の賃金上昇率を見込むかについては、基本的な考え方として、長期金利はマクロ経済、GDP 成長率と長期的に見て安定的な関係があり、賃金上昇率と GDP との関係も安定的なので、GDP と長期金利および賃金上昇率の関係を想定して、GDP をドライバーにして金利水準に見

合った賃金上昇率をセットするという考え方で検討した。

その結果、名目GDP成長率で大体2%ぐらいを念頭に置いていることとなり、この水準は、財政検証の経済前提とほぼ同じになる。また、エコノミストの経済見通しに照らしても、それ程おかしな水準ではないと言えるかと思う。

賃金上昇率は、将来の人口推計で労働力人口が年換算で0.7%ぐらい減っていくことを織り込んで、結果として、1.6%~1.9%程度となった。

金利と賃金との相対的な関係では、財政検証においては金利と賃金との間の開きを1.2%としているが、今回の結果は1.1%から1.4%の開きということなので、財政検証とも概ね平仄がとれる結果になった。

- 賃金上昇率の1.6%から1.9%というのは、本当は上限だと思う。企業が今後どういうことをするかを考えると、被用者が減る分、生産性改善とか、海外生産に逃げるとか、外国人労働者が入って来るといったことがあり、将来の人口減少の0.7%というのは本当は全部が賃金上昇率にはつながらないのではないか。ただ、私は高めの運用をした方が良いと考えているので、そうした意味で賃金上昇率については安全弁があると理解している。
- 保守的に見込むことになると言える。
- ここ14~15年見ても失業率が高く有効求人倍率が低い状況の中で賃金上昇率は異常に低くなっていて、これはノーマルな状況ではないと思う。だからといって、すぐに高くなるとも思わないが、今は余りにも低すぎるなという感じはする。
- 財政検証でのGDP成長率は2%程度、一方今回のGDP成長率の推計が2%程度。ほぼ同じ成長率で、長期金利は片や3.7%でこちらは3.0%、その違いの背景をどのように理解したらよいか。
- 現行の財政検証では、過去の利潤率と将来の利潤率との比である倍率を使って、過去の実質金利から金利を推定しており、必ずしもGDPと直接リンクした求め方ではない。一方で、今回は過去のGDPと長期金利との関係を使って推定している。財政検証の経済モデルを重視するのか、過去の間係を用いるのかという推計の考え方の違いから出てきている。
- 成長率はほぼ同じだがそのアウトプットである利潤を少し低くみている、というようなイメージでいいのではないか。

(アセットクラスの期待収益率の考え方とその幅)

《事務局より説明。以下、質疑等》

- 国内株式のリターンをどうみるか難しいところであるが、一つの考え方と

して、リスクとリターンはトレード・オフの関係にあり、国内株式のリスクは債券に比べるとかなり高いので、リスクに応じた高いリターンが期待できるのだろうという考え方はどうかということである。海外物については、基本的には現行と同じ考え方で、日本の短期金利の見通しにスプレッド分を乗せる形でセットする。日本の短期金利は3%の長期金利と整合的に定めるという考え方である。

長期金利の水準と株式収益率は両者とも経済成長率におおむね連動し、株式収益率が長期金利をどのくらい上回るのかについては、先進12か国での長期金利に対する株式の追加リターンをとらえるということに安定性、妥当性があるのかどうかだが、金利に対する株式のスプレッドを平均で見ると大体1%弱、あるいは中央値で見ると4%弱であり、標準偏差は20%台でかなり安定的なバラツキになっているといえる。

短期金利は、過去の平均的なイールドカーブを用いてリスクがゼロ近辺のところの水準でセットすることになる。

- 外株、外債は、短期金利にスプレッドを乗せているが、この短期金利というのは具体的には何になるのか。どこの短期金利でいつの短期金利を使って計算することになるのか。
- 長期金利3%に見合う日本の短期金利の水準を推定して、それを海外資産のリターンのベースとなる短期金利にすることである。短期金利については内外で金利差が存在するが、その差は長期でみると基本的には為替で調整されるという考え方をとると、期待できるリターンは国内短期金利プラス海外の長短金利差という形になる。
- 10年物の国債の利回りをアメリカと日本で比べて見ると、2008年度で2%ぐらいあり、1989年からのデータでは大きいときは5%ぐらいありその差はずっと残っている。ヨーロッパはもう少し低いが、それでも2%前後の差がある。
- 日米を過去10年で見ると、短期金利の差というのがマイナス3.3%、為替レート変化率がマイナス1.7%なので、金利差が結局残っているということだが、期間を長くってみると、その差は為替で消えてしまうということである。
- 長期で考えて、国内10年物金利の3%はそれでいいということで皆さん方からご意見があったが、足下の金利は1.5%あるかないかのところなので、そのところをどうつなげるのか、どう理解していったらいいのかということが詰まっていないという感想である。
- 先程の説明は、リスク・リターンの関係で国内株式の期待収益率を考えていくという議論だと思うが、私は余り見たことのない新しいモデルだなとい

う印象である。

これで見るとであれば、CAPMにおける β というような考え方を横軸にして見ていくべきではないか。国内債券のイールドカーブから直線を引っ張っていったところに国内株式の期待収益率があるのかどうか、余りこういうことはやらないし、私は見たことがない。

また、このモデルでは国内株式の期待収益率と債券の利回りの関係进行分析しており、長短金利差が国内株式の期待収益率に対してある程度の予測力があるという議論をしていると理解すれば、そこはそれで理解できるが、リスク・リターンという関係で見るとであれば、国内債券の期待収益率を縦軸に持っていかななくてはいけないということだと思う。3%の金利に至るまでの国内債券の期待収益率には当然キャピタルロスもあるわけで、そのキャピタルロスも考慮した上で国内債券のリスク・リターンを考えて、それで国内株式のリスク・リターンも考えようということであって、収益率というものと、利回りというのが、ごっちゃになってしまっているのではないかと思う。

- 先程からのキャピタルロスの問題であるが、二つの考え方があるのではないか。

一つは、現状から金利が上がるプロセスを、長期の金利変動とは異なる一種の特別なフェーズととらえて、期待リターンを考える上でその分を考慮するか、あるいはその期間を長期とは別の期間として設定するという考え方。もう一つは、金利上昇によるキャピタルロスというのは債券のリスクそのものなのだから特別な配慮はしなくてもよく、ポートフォリオ全体のリターンの変動の中で吸収されるものと捉えるという考え方である。現行のポートフォリオ策定に当たってはこの考え方がとられている。金利は基準金利を中心に変動してロスもあればゲインもあるのだから、長い時間の流れの中ではロスとゲインが相殺されるし、短期の局面で見れば、金利が上がれば債券のキャピタルロスが生ずるが、投資を分散しているので、例えば同じ時期の株価の上昇によってロスがカバーされて、ポートフォリオの運用利回りが債券のロスの分だけ低下するというにはならないという考え方である。

ひるがえって、先行き30年か50年の金利を考えた場合に、3.7%が高過ぎるかどうか誰もわからないのだろう。ただ、運用する立場から見て、3.7%は足下との乖離が余りにも大きくてつなげないではないか、長期的な変動の一局面とみなすという現行の考え方をするにしても一つの局面としてはみなせないではないかと考えたわけである。

それでもキャピタルロスの問題が大きいのだということであれば、それを数的に処理するためには金利上昇パスの想定、つまり1年で上がるのか、5年で上がるのか、10年で上がるのかといった想定が必要となるが、これは

非常に難しい。キャピタルロスを特別扱いにするにしても、これを数値化して反映するのは難しく、長期的な変動の一局面としてとらえるほうが適切ではないかと思う。

最後に、この問題が議論になる要因の一つとして、3%で最適化した基本ポートフォリオの性格をどう把えるのかということがあるのではないか。最適化は、あくまでもポートフォリオをつくる一つの段階であって、そうして作ったポートフォリオは、金利が3%のときだけに有効という位置づけではなくて、金利が2%のときでも、あるいは逆に3.7%に上がっても、その金利が長期的な変動の中にある限りは、賃金も金利に沿って動くのでその相対的な関係で、賃金プラス1.6%を基本的にはトラックできるという性格のものだと考えられる。また、どうしても次の5年間で名目利回りが気になるといったこともあろうかと思うが、我々の目標はあくまでも長期的なもので、5年で達成云々といったものではない。

- そうであれば、あえて期間を短期と長期に分けなくても同じポートフォリオを使えるということになるが、この点についてはもう一度整理してみるということかと思う。
- 問題は、キャピタルロスを期待リターンに入れるかどうかということで、例えば金利が10年間で上がっていったときの債券のリターンはかなり低くなるので、本当に賃金プラス1.6%が確保できるのかどうかというところを懸念している。財政検証自体が足下の数年はキャピタルロスを含めた想定になっていてその期間の目標が賃金プラス1.6%ではないのであれば、一つのポートフォリオで対応できるのではないかと思う。
- 賃金プラス1.6%はあくまでも長期平均的な目標であり、短期間あるいは各年度の目標といったものはない。ただ、財政検証においては、最初の数年間はキャピタルロスが出るということが想定されており、その分は織り込まれているとは言える。
- 超長期のポートフォリオに関しては皆さんそんなにご異議はないと思うので、これはよろしいですね。ポートフォリオの見せ方とか説明の仕方のところにまだ議論の余地がありそうなので、もう少し検討するということにします。

議事（2）平成21年度第2四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（３）その他

（リスク管理状況等の報告（平成２１年１０月））

《事務局より説明。以下、質疑等》

—質疑等—

特になし。