

第 48 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 23 年 5 月 16 日 (月) 14:00～16:00

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:・植田委員長 ・宇野委員長代理 ・稲葉委員 ・臼杵委員 ・小幡委員
・草野委員 ・佐藤委員 ・能見委員 ・村上委員 ・山崎委員

4. 議 事

(1) リスク管理状況等について

(2) その他

●大江審議役 それでは、定刻より早い時間でございますが、全員お揃いですので、ただいまから、第 48 回の運用委員会を開会いたしたいと存じます。

まず、当法人におきまして人事異動がございましたので御報告を申し上げます。3 月 31 日付で審議役兼企画部長・玉木が退任をいたしまして、その後任として 4 月 1 日付で、私が就任いたしましたことを御報告申し上げます。引き続き、よろしくお願いいたします。

続きまして、委員の出欠でございますが、今、申し上げたように、全委員御出席でございます。御出席いただいた委員の皆様方が過半数を超えておりますので、会議は成立しておりますことを御報告申し上げます。なお、小幡委員におかれましては、所用のため途中で御退席というふうにも伺っております。

○小幡委員 そうでしたか。

●大江審議役 御都合が大丈夫でしたら、ますます結構でございます。

○小幡委員 4 時から予定があったのですが、そっちは調整したので。

●大江審議役 承知いたしました。また厚生労働省・渡辺参事官におかれましては、都合により遅れて御出席という連絡を受けております。

続きまして資料の確認でございますが、議事次第、座席図のほか、4 点ございますが、委員限り 1、「平成 22 年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通し」

委員限り 2、「国内債券運用の見直しについて」

委員限り 3－1、「リスク管理状況等の報告（平成 23 年 2 月）」

委員限り 3－2、「東日本大震災の市場への影響について」

以上でございます。よろしゅうございますでしょうか。

なお、委員限り 1 の「平成 22 年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通し」につきましては、当委員会終了後に回収とさせていただきますので、そのまま机の上に置

いてお帰りをいただきますようお願いをいたします。

それでは、以後の進行につきましては、植田委員長をお願いをいたします。

○植田委員長 それでは、きょうはお忙しいところありがとうございます。

1 番目の議題は、「平成 22 年度」の、これは 22 年度ですか。

●大江審議役 22 年度でございます。

○植田委員長平成 22 年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通しでございます。資料 1 に基づきまして御説明をお願いします。

●大江審議役 それでは、委員限り 1 に基づきまして、私から御説明を申し上げます。左上にございますように、委員会終了後回収というものでございます。

1 の「平成 22 年度の実績」ということで、これは 22 年度のキャッシュアウトの実績の御報告でございます。資料にございますように、22 年度のキャッシュアウト実績は 6 兆 1,983 億円。所要資金でございますけれども、財投債の償還金・利金を含む国内債券からの回収を中心に賄ったものでございます。詳しくは図表 1 に、毎月のものを記載しておりますが、まず国内債券につきましては市場が年度を通して安定的に推移していたことも踏まえまして、財投債の償還金・利金 2 兆 6,000 億余を活用して、市場への影響が比較的小さかった同資産を中心に回収を実施してキャッシュアウトに充てたところでございます。

また、外国株式につきましては、第 1 四半期等で売却しておりますが、第 1 四半期は為替が安定的に推移していたこと等を踏まえ、同資産から回収を実施しております。その後は為替の円高により回収を見送ったという経緯があるところでございます。

それから、裏を返していただきまして 2 ページ目、2. 平成 23 年度の対応ということでございますが、23 年度のキャッシュアウト額は、当初予算で約 6.5 兆円、これは既に 3 月に御報告しているところですが、震災以降は基礎年金の国庫負担の問題、経済状況、そういった点から流動的な状況でございます。

回収資金については、今年度の財投債償還金・利金が 5 兆円ございますので、それを基本に活用して対応していく予定でございまして、不足分につきましては、市場への影響等を考慮の上、市場運用分から平準的に回収を実施していくといった予定でございます。

私からの説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは御質問等をお願いします。

○草野委員 これはこれで分かったのですが、今、報道によりますと、基礎年金の 2 分の 1 と 3 分の 1 の問題があるのですが、あれは政治マターでどういうふうになるか、まだ最終的な姿は分からないと思いますけど、もしそうなった場合、こちらには影響はないのですか。渡辺さんに聞いた方がいいのか。

●大江審議役 渡辺参事官は 1 時間ほど遅れるので、再度そのときにお時間を設けてもよろしいのですが、ただ、私どもとしては、数字が変わるというお話はいただいてはいま

すけれども、また、それが増減ということはもちろんあり得るということでございまして、国庫負担が2分の1にならなかった分というのは、もちろんその分で影響あるといったところでございます。

○臼杵委員 今のお話と関係するのかもしれないのですが、最後の不足分については、市場への影響等を考慮の上、市場運用分から平準的に回収を実施していく予定というのは、要は足りない場合は、原則、従来のやり方のように、オーバーウエイトになっているアセットのマーケットインパクトがあまり大きくなければそのアセットを取り崩すし、場合によっては少し債券を早めに取り崩すと、そういうような理解でよろしいのですか。

●三谷理事長 現実問題から言いますと、外国株式がオーバーウエイトになっておりまして、明らかにアンダーウエイトというのは国内債券という形になっております。これは図表1を見ていただきますと、昨年度のキャッシュアウトのかなりの部分は国内債券で賄っていると。その結果、国内債券のウエイトがアンダーウエイトになってきているということでもあります。

問題はこれからなのですけれども、少なくとも私は今の外国為替市場の状況、特に国庫負担金がまたどうのこうのというのはかなりマスコミ等で喧伝されていまして、我々が、例えば為替、外国資産を取り崩して為替市場で GPIF が為替を売っているというふうになると、短絡的に例の2.5兆円が、GPIF で全部外貨から円貨に円転されるのではないかみたいな話が出ますと、これは為替市場に大きな影響を与えるだけではなくて、私どもの実際の収益に対しても、円高という経路を通じていろんなマイナスの影響も及ぼしかねないということもございます。

したがって、必ずしもオーバーウエイトのものを自動的に売っていくというよりは、その時どきのマーケットの状況等を見ながら最も摩擦が少ないと思われる方法で売っていくのかなというふうに考えておりまして、今の時点ですと円相場が80円前後のところに来ておりますので、国内債券が売却対象としては最もスムーズに市場に受け入れられるのかなと思っています。現実にはまた国内債券市場、このところ比較的堅調な地合いも続いていますので、こういった状況の下では差し当たっては国内債券を中心に考えていくのかなということです。もちろんこれからマーケットの環境がいろいろ変わってきますれば、その時どきの状況に応じて考えていくことになろうかと思います。

○臼杵委員 お考えを基本的には理解します。その結果をまたここで御報告いただくと、そういうことですね。

●三谷理事長 はい。

○植田委員長 よろしいでしょうか。

それでは、よろしければ、次のテーマで、委員限り2の国内債券運用の見直しについて、御説明をお願いいたします。

●大江審議役 私から説明をさせていただきます。委員限り2の国内債券運用の見直しについてでございます。国内債券運用の見直しにつきましては、進め方としては、今回と

次回2回ほどで議論をさせていただければと思っております。

今回は第1回目ということで、基本的なデータと論点を中心に御議論いただきまして、次回、例えばアクティブ運用、こういったものも中心に資料をお出しした上で御議論いただければと思います。

まず1ページ目でございますが、そういったいわゆるファクトシートにわたる部分でございますが、1. 国内債券運用をめぐる状況、(1) 自主運用開始以来の国内債券運用でございます。①で書いていますのは、配分・回収と運用残高の推移ということで、財投債と市場運用分につきまして、下の図を見ていきますと、左がフローベース、右がストックベースとお考えいただきまして、財投債が薄い棒グラフ、市場運用分が黒い棒グラフとなっております。説明文の一番目の・ですが、これは財投債について書かせていただいておりますが、13年度から19年度にかけて財投債を引き受けておりますけれども、18年以降は償還額が引受額を上回っているということで、運用残高としては右の図にございますように、17年度末の31兆円がピークでございます、それ以降は年々減少し、特にキャッシュアウトが始まっているここ1～2年では減ってきておりまして、22年度末で大体18兆円というところでございます。

それから、市場運用分は、これまでニューマネー、20年度にかけまして市場運用分に、各資産の一環として国内債券にも配分をしてまいりましたけれども、21年度以降はキャッシュアウトのために売却をしております、右側の運用残高を見ていただきますと、ピークは20年度末の62兆円を境に減少してきていることがお分かりをいただきたいと思います。

1枚めくっていただきまして2ページでございます。②財投債の償還金等の見通しでございます。

この図を見ていただきますと、薄い棒グラフが償還金、黒いのが下に出ているのが利金、折れ線グラフが残高になりますけれども、22年度末の18兆円という、先ほど申し上げた数字から年々減りまして、第2期中期計画期間、昨年度を初めといたします第2期中期計画期間5年目の最後を終えた平成26年度末では5兆円まで減りまして、むしろ第3期からはほとんど財投債が使えない状況になってくるというのがお分かりをいただけたと思います。それから、下の③収益率の推移でございます。

左が市場運用分、右が財投債でございますが、市場運用分は年度の収益率が棒グラフ、累積が折れ線グラフでございますけれども、棒グラフを見ていただきますと、いろいろな年によって違いございますが、累積でとっていきますと大体1～2%の間を行ったり来たりしているのがお分かりをいただけたと思います。

それから、財投債、これは1%よりちょっと上になっている、こんな状況が続いてきております。

それから、3ページで、(2) 市場運用の状況ということでストラクチャーでございます。パッシブ運用、アクティブ運用の割合でございますけれども、13年度末のパッシ

ブ運用比率を見ていただきますと、13年度で50%ほどということでございます。当時、年金福祉事業団から年金資金運用基金に移行いたしまして、いわゆる寄託金による自主運用を開始しておりますが、当時の状況としては、我が国の運用はバランス型運用、一つの運用機関で複数資産を運用する。その中身としてはアクティブ運用をやっておりました。

したがいまして、私どもこれから規模も大きくなるということもありまして、パッシブ中心、そういう方針をこのときにうたっているわけでございますが、パッシブ運用を中心にするためにということでニューマネーの配分をほとんどパッシブ運用中心ということで配分してきた結果、足下では8割程度ということでパッシブ運用比率が上昇しているところでございます。22年度末ですと、パッシブ運用が49兆円、アクティブ運用が11兆円といった規模でございます。

それから、4ページ目にまいりまして、「②マネージャー・ストラクチャー」でございます。

まず左の上のパッシブ運用ファンド数という図を見ていただきますと、13年度に8ファンド採用ということになっておりますが、先ほど申し上げたように、13年度からパッシブ中心に運用をしていくということでパッシブ運用機関バランス型を転換したり、新規で採用したりということで8ファンド採用しております。その後、合併等によりまして、一部減っておりますが、19年度のところを見ていただきますと、薄い棒グラフ、採用ということで、これは上の説明に書いてございますが、19年度にストラクチャーを見直したしまして、従来、一般債を含めた総合パッシブというものをやっておりましたけれども、その下の図にありますように、既に当時で1ファンド当たり4兆円、5兆円の規模になってきておりまして、そういった中ではパッシブファンドにおける一般債の売買等がなかなか難しくなってきたこともございまして、国債のみをベンチマークとする、いわゆるBPI国債型パッシブファンドをいくつか採用したわけでございます。

それから、アクティブ運用の方でございますが、平成13年度に15ファンドということで、これもバランス型を切り替えたりしてつくったものですが、16年度にマネージャー・ストラクチャー見直しということで新規採用と解約というものがその図に書いてあるかと思えます。この時点では、従来運用手法としてはデュレーション戦略が重視されていたものが多かったということで、このときにクレジット戦略を重視するファンドを増やすという意図の下に見直しをして、新規と解約ということで見直しをしております。現在10ファンドでございます。

1ファンド当たりの運用残高は下の図、先ほど申し上げたように、パッシブとしては大体5兆円ぐらい、アクティブも1兆円ぐらいということで、どちらにいたしましてもなかなか1ファンド当たりの規模としてはマーケットに存在するものとしては極めて大きなものになってきているというところでございます。

それから、5ページ、③パフォーマンスでございますが、アクティブの方を見ていた

だきますと、単年度では 19、20 年がマイナス、21、22 年がプラスということですが、19、20 年というのは、いわゆるサブプライム、リーマン・ショックでございまして、その後はリーマンからの回復期ということでございます。上の説明に書いておりますが、アクティブ運用機関は事業債あるいは円建外債といったもののオーバーウエイトを継続しているファンドが多く見られておりまして、こういった影響で信用スプレッドが急拡大いたしました 19～20 年にかけてはベンチマークを大きくアンダーパフォームいたしましたけれども、スプレッドが縮小に転じた 21 年度以降はアウトパフォームということで、ただ、いずれにしてもこちらの棒グラフで幅を見ていただきますと、リーマンのときでもマイナス 0.6%、回復期のときでも 0.5%ということで、規模が 1 兆円という大きな規模の制約もあるのかというお話なのですが、なかなか大きなリスクをとって運用しているわけではございませんので、グラフで見ますと大きな負け、勝ちのようには見えますが、大きさとしてはそれほど大きくないもので上下いたしております。

それから、6 ページでございます。マーケットの状況ということでございまして、金利とスプレッドの推移でございます。5 年、10 年、20 年と載せておりますが、長期金利、新発 10 年国債利回りで行きますと、年度によって変化はございますけれども、大体 1～2%の範囲の狭いレンジで推移をしてきております。

それから、一般債の対国債のスプレッドは右の図にありますように、リーマンの前後に大きく拡大。特に円建外債は大きく拡大しておりまして、その後、縮小してきているのが見てとれるかと思えます。

それから、7 ページ、「②ベンチマークのリスク特性」でございます。

左の図を見ていただきますと、かつて 7 割弱であった国債の BPI に締めるウエイトが足下では 4 分の 3（75%）ほどになって上昇しております。これは国債の大量発行による影響でございます。

また、国債発行年限が長期化されておまして、かつて平成 13 年頃ですと、デュレーションが 6 を切る、5 をちょっと超えるあたりでございましたけれども、今や 7 年に近づこうとしているところでございます。

それから、ファクトシートの最後、8 ページ目、「③市場に占める当法人の運用資産の割合等」ということですが、ある意味、一種の流動性を見ようというお話ですが、左の図を見ていただきますと、20 年度まではニューマネーの配分を続けておりましたので、市場に占める当法人の運用資産の割合は上昇しておりましたけれども、21 年度以降はキャッシュアウトに伴って当法人の割合は低下をしてきているということでございます。このあたりのデータについては、毎回御報告しているリスク管理の資料に記載をしているとおりでございます。

それから、店頭市場での売買高ですが、大体 1 日当たり 4 兆円ぐらいの額になっておりますが、95%以上は国債の売買ということで、ストックベースでは国債 75%ですので、逆に残りの 25%ほど占める一般債については、実際の店頭売買高の 5%未満ということ

で一般債の流動性が低いことが見てとれると思います。

それから、9 ページに入りまして、2. 国内債券運用見直しの論点でございます。(1) 基本的な論点ということで二つほど書かせていただいています。①にキャッシュアウト専用ファンドの設置というものでございます。①にございますが、20 年度以降、ニューマネーがなくなり、キャッシュアウトが始まってくる中で、財投債の償還金・利金を有効に活用してきたわけです。しかし、先ほど来、申し上げていますように、財投債の残高は減少を続けておりまして、国内債券等を市場で売却して資金の確保を図る必要性が高まってきております。ただ、その場合はマーケットに与える影響や当法人のオペレーション上の問題がございます。このため今後のキャッシュアウトに対応するため、専用ファンドを設置してはどうかというのが一つ目の論点でございます。

一番目の○にありますように、国内債券ファンドのうち、一部をキャッシュアウト専用ファンドに移管をいたしまして、ベンチマークから除外される残存期間 1 年未満の銘柄も含めて満期まで保有をいたしまして、償還金・利金をキャッシュアウトに充当してはどうかというものでございます。

その場合というのが、二番目の○でございますが、専用ファンドの規模、あるいは評価ベンチマークをどうするかということでございます。まず規模ですが、専用ファンドの規模としては以下の点を考慮いたしまして、まずは 10 兆円程度とすることが考えられるというものでございます。この場合は、国内債券ファンドのうちから一般債を含む総合パッシブファンドを中心に専用ファンドに移管し、インハウスにおいて管理いたします。移管する場合は、パッシブファンドの例えば年限の短いものということではなくて、パッシブの形のまま持つてくるというものでございます。

規模の考え方といたしましては、・に二つ記載しておりますが、①が財投債の規模でございます。そこにございますように、17 年度末に 31 兆円に達した後、減少に転じ、足下 18 兆円となりまして、ピーク時から 10 兆円以上減少しています。専用ファンドは満期まで持つことによりまして、そのまま売却せずにキャッシュアウトに使えるという意味では財投債の代替になり得るものということで、規模感としては 10 兆円を単位として考えてはどうかというものでございます。

②、26 年度までの第 2 期ということで考えますと、この 10 兆円程度の専用ファンドを設置いたしますと、毎年度 1 兆円程度の償還金・利金の確保ができます。その前に財投債の償還金・利金、先ほど今年度は 5 兆円と申し上げましたが、来年度以降、第 2 期では大体毎年 3 兆円程度が出てくるということですので、合わせて 4 兆円程度は売らなくて良いキャッシュアウト資金が出てくるということになります。そういったことから、まずは 10 兆円程度ということでございますが、今後のキャッシュアウト額の動き等を踏まえまして、さらにこれをももちろん追加で積み増しをすることは十分考えられるところでございます。

二つ目の評価ベンチマークでございますけれども、ベンチマークの構成銘柄を専用フ

ファンド設定時点のまま固定したカスタマイズド・ベンチマークとすることが考えられます。今、NOMURA- BPI は 5,500 銘柄ほどでございますが、ある時点でそのうち 1,000 銘柄をファンドに移したとして、その銘柄でベンチマークを作成し、それをそのまま満期償還まで固定するとどういったリターン、指数になっていくのか、それをベンチマーク・ベンダーに計算してもらおうというのがここでの案でございます。

それから、10 ページ目、最後のページになりますが、論点の二つ目、金利水準のお話でございます。

②自主運用開始以来で見ても、長期金利は概ね 1 %～2 %の間で推移しているということで、これは先ほどのデータで見ていただいたとおりでございます。基本ポートフォリオで想定しているのは名目では大体 3 %でございます。もちろん私も実質的利回りの確保ということではございますが、名目の水準でいけば乖離は見られるということで、これをどのように考えるかということですが、○の一つ目で書いておりますが、基本ポートフォリオは長期的な観点から設定されているものでございまして、また、国に示された中期目標に基づく現行の基本ポートフォリオ、これは暫定的ということで第一期中期計画と同じものを定めているということを考えますと、今回の国内債券の見直しは、現行基本ポートの枠内で考えておくことになるのではないかと考えております。

なお、二つ目の○に書かせていただいておりますが、専用ファンドは、元本償還は元本で償還が行われますので、100 円のものは 100 円で返ってくると。この限りにおいて、金利、もちろん時価評価にはさらされますが、最終的に確定的なものが確保できるということにはつながると考えております。

(2) その他の論点、①でございます。国内債券のベンチマークには、先ほど見ていただいたように国債の発行政策によってデュレーションは変化し、残存期間 1 年未満でベンチマークから除外される、という指摘がございます。これについてどのように考えるべきかということです。特に残存期間 1 年未満の銘柄が除外されるという関係で、BPI 総合の年間回転率は 20%程度。ですから株式のような完全法ですと、新規上場とか上場廃止がない限りはほとんど回転しないということになるのとは、対照的になってくるわけでございます。

一番目の○に書かせていただいたのは、現行の基本ポートフォリオにおいては、国内債券のベンチマーク NOMURA- BPI 総合を基にリスク計算を行っております。これを変更することについては、基本ポートフォリオの見直しが必要ではないかということ。

「○」の二番目は、専用ファンドをつくりますと、満期まで保有いたしますので、この限りにおいて、主要運用分 60 兆円のうちの 10 兆ということですが、残存期間 1 年未満でベンチマークの構成債券が入れ替わることはなくなるということで、もちろんこれを今後さらに追加していけば、その分、こういったものが増えていくことになろうかと思えます。

それから、②アクティブ運用については、アクティブ運用比率、1 ファンド当たりの

運用規模、運用戦略について、見直しの検討が必要ではないか。

この点につきましては、次回また私どもの運用しているアクティブ運用機関のリターンの源泉の構造につきまして少し資料に追加でお示しをして、再度御議論いただければと思っております。

私からの説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等お願いいたします。

○稲葉委員 この 10 兆円の新しいファンドをやってみてはどうかという提案はなかなか興味深い提案ではないかと思うのですが、技術的にいくつか分からない点があったので教えていただきたいのですけれども、このファンドをつくる時に引っ張ってくるものとしては、売りにくいもの、流動性の低いものを中心に持ってくるのか。償還年限が近くなっていて、満期に近いものを持ってくるのか。要するに国債とかそういうことであれば、流動性も十分あるわけだから、特に囲い込む必要はないわけけれども、売りにくいものを流動化することが満期のタイミングに合わせてできるのであれば、そういったものを集めておくのは意味のあるやり方だと思うのですけれども、これの選別といいますか、最初にファンドをつくる時の持っていく方というのは具体的にはどういうことを考えておられるのですか。

●大江審議役 御指摘の点はもっともな点でございます。実はここに書かせていただいたとおり、パッシブファンドをそのままということでございますので、年限や種別もパッシブをそのまま持ってくるという形を考えております。といいますのは、実は売りにくいものだけ、あるいは一般債だけ持ってきますと、残ったものがパッシブを維持しようとするともた買わなければいけないということがございますので、額も巨額ですので、そのまま切り出した方がいいのかなということを考えております。

なお、そういった意味では、実は今回はここまで議論しないと思っておりますが、アクティブ運用を実際議論して見直しをしていく過程では、例えば解約や縮小といったことがあると思います。そういったものが今おっしゃったような意味で、特に一般債、事業債、円建外債でそれをパッシブなり次のアクティブが受け取ったとしても、使えないものがあるのだろうということを思いますと、結局、専用ファンドで事後的にそういったアクティブファンドからのものもそのまま受け入れるということを考えると、おっしゃる意味で、売りにくいものだけというものももちろんあり得るのですけれども、残ったファンドをどうするのかということを考えまして、ここでは一般債を含めたパッシブファンドをそのままの形で持ってくるのがいいのではないかと。それから、特に年限で短いものだけにした場合に、実はキャッシュアウト額が、まさに変動しようとしておりますし、短いものだけ抜いたとしても、今度はリバランスのために別に売買しなければいけないこともございますし、そういった意味ではパッシブファンドというか、ファンドの形をそのまま持ってくるということを考えております。

○稲葉委員 そうすると分別する意味合いというのが、もう少しきちんと出るのは。

●大江審議役 それは1年未満の銘柄を全部売って、また新発債を買ったりするリバランスをやっておりますので、そのリバランスが必要になるということで、売らずに満期まで持っていることができる。そこが売らなくて済むメリットがあろうと考えております。

○宇野委員長代理 御提案の方向は基本的には私は賛成です。もっと早く、こういう方向の変更をとるべきだと前から考えていたこともあって、この時期にぜひこういう方向への見直しをしてもらいたいと思っています。

一つだけ、御提案の中で、もう少し検討の余地があるかもしれないと思っているのは、10兆円分を専用ファンド用に移すというこの10兆円というのが適切かどうかということです。10兆円にされた理由は、先ほど説明があったように、当面の間、まだ財投の償還金があって、加えてこの10兆円を移すことによって、このファンドから1兆円ぐらいの償還の資金が捻出できる。それでキャッシュアウトにかなりの部分が対応できるのではないかということが決められた理由だったと思います。

もう一つの考え方があるかと思っていますのは、BPIのベンチマークのインデックスが1年未満の債券は含まないというつくりになっているために、運用者が自動的に1年未満になった債券を市場で売却しているということは、わざわざ取引コストを払って他の債券へ再投資をしているということであったり、あるいはキャッシュアウトのための資金をつくったりしているということで、ベンチマークに合わせて機械的に1年未満になると売ること続けるのは無駄なのではないだろうか。むしろそれは償還まで持っていることによって確実にキャッシュとして償還されるわけですし、このキャッシュアウトの資金にも使える。

それから、リバランスが償還金でできなくなってきたことも考えると、柔軟なリバランスをしようと思っても、先ほど理事長がおっしゃったように、他のマーケットに与える影響を考えて資産を選ばなければならないということまで考えると、必要な金額だけを捻出するというよりは、この無駄を省く形でキャッシュアウトとリバランスに柔軟に対応できるような形に変えていくことをむしろ積極的に考えるべきなのではないか。もちろんそれに伴って、10ページに指摘されているようないろんな問題にも派生すると思いますので、そうでなければならないと強く言うつもりはないのですが、必ずしも控え目というか、私から見ると控え目なところから始めるという御提案に思えるのですが、取引コストをできるだけ節約するというメリットの大きさと比較して規模を決めるという考え方もあるのではないかと思います、いかがでしょうか。

●大江審議役 その点に関してでございますが、この論点の資料の10ページのその他の論点の①の一番目の○、基本ポートフォリオにどういった影響を与えるかということで、計算としては単純にいかないもので、一応デュレーションというレベルで私どもも計算をしたデータがございます。現在、NOMURA-BPIのベンチマークは大体デュレーションでいくと6.7～6.8年というところございまして、これを先生のおっしゃるように全て市

場運用分 60 兆円を償還まで持ち切るとした場合のデュレーションが、大体 1 年未満のデュレーションが 0.5 年で、これが 1 割強入るということを考えますと、6 年ほどになり、要するに 1 割ぐらい短くなります。この変動はなかなか大きくて、おっしゃるように効率化のコストという意味では、もちろんメリットがありますが、恐らく普通は例えばデュレーションをどうしたいのかということと組み合わせて議論がされるような問題なのだろうかということで、なかなか厳しいものがあるのかと思っております。

おっしゃる意味では、実は 10 兆円の専用ファンドの方は、これは最初 10 兆円で持っていても当然積み増しが可能で、恐らく 5 兆円とか 10 兆円という単位で、今後キャッシュアウトの額の見込みを踏まえながら追加はあり得るべしということでございます。それから、先ほど申し上げたように、アクティブを見直したときにそこを少し受け入れていくのだろうと思っていまして、そういったものの兆円単位での受け入れが想定されます。

一方、この 10 兆円の専用ファンドを持った場合には、最初は基本的にベンチマークぐらいのデュレーションからだんだんと、もちろんこれは短くなっていくのですが、ウェイトが減りながら短くなっていくので、そういう意味ではポートフォリオ全体に与える影響は、先ほど申し上げたようにデュレーションが 0.5 年の部分を満期まで 1 割強組み込むということにはなりませんので、そういった影響は小さいわけですが、そういうような形で考えてはどうかというのが事務局の考え方でございます。

○植田委員長 ほかに。

○山崎委員 最初は輪切りでつまり構成比を変えないで移して、残ったファンドについては何もしなくていいというのは分かるのですが、最初はとりあえず当初の構成のままのベンチマークでいいのでしょうか、1 年たつと 1 年分は現金化されていって、1 兆円なくなって、残った部分は、移したときと構成が変わってくるわけですね。そこは何らかの形で加味をしながらベンチマークを補正していくことになると思ったのですが、そういうことでしょうか。

●大江審議役 それが 9 ページの一番下の「・」のところでございますが、先ほど説明が言葉足らずで大変恐縮だったのですが、これはどういうことかといいますと、例えばですが、ある 8 月でも 9 月でもいいのですが、今回の議論を受けて、例えば 1 日時点でファンドを移管しますと、ここでいうカスタマイズ・ベンチマークというものは、1 日現在に市場に存在する、今、NOMURA- BPI は大体 5,500 銘柄ほどございますが、それを特定いたしまして、その後新発債で発行されるものは入れない形でそれを満期まで償還するとどうなるのかというものを、ベンチマークド・ベンダーが時価を持っていますので、それで計算だけはしていただくと。そういう意味では 1 年たつと当然そのときに、1 年前に発行されていたものは、もちろん 1 年残存期間が短くなる。そういうような形で管理をしていくというものでございます。

○植田委員長 ベンチマークをつくる意味は何なのですか。入れ替えはもうしないわけで

すね。

●大江審議役 はい。これは中期目標、中期計画、特に中期目標ではちゃんと評価しなさいということでございます。財投債は完全に別世界ですので、評価対象外ということを確認にいたしておりますが、それ以外のものはベンチマークをつくって評価をしなさいという枠組みができております。その中で、評価ベンチマークをカスタム化しないと、NOMURA- BPI からの乖離が大きくなっていくということでございますので、乖離をなくするために専用ファンドだけのベンチマークをつくるという御提案でございます。

○小幡委員 今の御趣旨だと、ベンチマークをつくる意味は、ベンチマークにフォローする目標としてつくると、事後評価ではなくて。つまりこの新しい枠組みをつくったことによって、つくってちょっと損したねという。

●大江審議役 そうですね。

○小幡委員 可能性が、そういう考え方もあります。何が損か、そうなるちょっと難しいのですが、そういうためにベンチマークをつくるわけではなくて、入れ替えというか、この新しいファンドに次に何を組み入れるかという目標設定のリードとしてベンチマークをつくると。

●大江審議役 これは一度移管をしてしまいますと、満期償還までは売買をいたしませんので、新発債が出てこのファンドで買い増しをするということはないと。

○小幡委員 受け入れるということは何か入れるということですね。

●大江審議役 受け入れるというのは。

○小幡委員 アクティブを解約したときの受け皿にもなるという話、さっきあったということは、多少何か流入はあるということですよ。

●大江審議役 はい。ただ、それは例えば新発債を受け入れる、買うということではなくて、ファンドごと丸々来ると。ですから実はファンドを追加で受け入れるタイミングで、さらにそこから始まる評価ベンチマーク、カスタマイズド・ベンチマークをさらにつくっていく必要があるということになります、このやり方ですと。お分かりいただけますでしょうか。今年の例えば8月1日、9月1日時点でカスタマイズド・ベンチマークをつくって、例えば来年の4月1日アクティブの受け皿になる。4月1日に存在する銘柄を特定して、またそこからスタートするカスタマイズド・ベンチマークが出てくると。そういうたくさんのカスタマイズド・ベンチマークを走らせることになるのだらうと、追加のために。

○小幡委員 ということは、事後評価のためということ。

○臼杵委員 実際に売り買いはしないのですね、このファンドでは。ベンチマークに合わせて層化抽出とか、そういうこともしないのですよね。

●大江審議役 はい。

○山崎委員 私の理解は移した後は何もしない。

あとは満期で償還するだけで10兆円あっても、毎年1兆円ずつ減っていく。

●大江審議役 9、8、7、6と。

○山崎委員 だんだん残高が減ってくるという理解ですが。

●大江審議役 そうです。

○植田委員長 同じパッシブでも微妙に違うわけですよね、切り取ってきたのによって。

●大江審議役 はい。

○植田委員長 それぞれについてつくるのではなくて、全体で1個というイメージですか。

●大江審議役 委員長の御意見は、持ってきた銘柄をそのままベンチマークとするということでしょうか。

○植田委員長 えらい細かい話で。

●大江審議役 その点につきましてはこの議論の重要な論点なのですが、持ってきた銘柄を特定して、まさにそのウエイトでスタートをして、例えば時価はベンチマーク・ベンダーにつけさせるのですが、実際に今、私どもがパッシブで保有する銘柄数は2,000ないし3,000銘柄ぐらいですから、それが5,500にならないわけですね。持ってくる銘柄に特化してウエイトも、まさに特定物を固定して、後は例えば時価だけはベンチマーク・ベンダーにつけさせて、カストディのものとベンチマーク・ベンダーとの若干の時価の差はあるかもしれませんが、基本的に保有している銘柄の比率はそこで特定するという考え方もございます。

ただ、その場合に、私どもが中期計画でも市場ベンチマークを使いなさいと。市場ベンチマークの解釈として、そこまで許されるのかどうか。そこは正直言いまして、参事官おられません、年金局側との調整も必要かなということでございます。ただ、ここに書いてある方は、まさに市場のウエイトどおりですから、これは市場ベンチマークというふうに言うことができるのかなということで提案させていただいていますが、そのあたり、持ってきた銘柄をそのまま、時価だけはベンチマーク・ベンダーの時価をつければいいということであれば、少し年金局とも相談をさせていただいた方がいいかなと思います。

○佐藤委員 持ってきた銘柄についてはバイ・アンド・ホールドというなんですけれども、持っている途中でクレジットリスクが悪化し、例えば何かあった場合はどういう対応をとられるのでしょうか。ベンチマーク運用、パッシブ運用をしていれば、当該銘柄がベンチマークから除外される場合には自動的に除外されますし、信託銀行さんの運用手法によっては、クレジットリスクが高くなると事前に除外といったこともあるかと思うのですが。

●大江審議役 そこはなかなか実務として難しいところなんですけれども、実はそこは三つございまして、そもそもカスタマイズド・ベンチマークのつくり方としてクレジット

をどういうふうに管理していくのか。したがって、もともと満期まで持ちますから、私どもの使っている BPI 総合、普通のもので、銘柄の格付けが A 以上になってくると。そこで例えば BBB までなったときに、今、BPI 総合から外れるのですけれども、そういったものは仮に BBB まではいいいよというルールにするのかどうか。

もう一つは、それはそれとして、実際に私どもが、ちょうど運用機関に与えるガイドラインと同じなのですけれども、それをどの段階でどういうふうなガイドラインを与えるのかという問題。それと現実には、最終的にはインハウスが運用するのですが、格付けは格付けであるのだけれども、そういうイベントみたいなところがあったときに格付けに関係なく売却するのか。要するに段階としては三つの段階がございまして、なかなか今直ちに言い難いのですけれども、そういうクレジットリスクの問題が適切に管理できるように、今言ったようなことを設定しなければならないのかなと、そういうふうに考えております。

- 村上委員 先ほどのベンチマークの点なのですけれども、これは基本的には当法人の基本ポートフォリオの債券の 67%の内訳でやるということであれば、カスタマイズド・ベンチマークはつくったとしても、10 兆円ぐらいの投資にもなることがあるとすると、67%の 1 割以上のウエイトになるわけですから、債券全体のベンチマークと差が出たところを説明しなければならないということになってくるのではないかと思います。それが、結局は NOMURA- BPI に対して、どういう構造だったためにこれだけのブレが出ているというところを評価しておかないと、説明責任を果たせないのではないかと思います。

結局のところ、そのようなブレを許容しても、ファンドをつくるメリットがあるのだというところが、このファンドをつくるに当たっての判断の一番核心のところではなかろうかと思います。

- 能見委員 私は基本的にはこの提案に賛成なのですけれども、実務的に言うとキャッシュ・マネジメント・コストを非常にミニマムにする可能性がある。もちろん取引コストとか、金利リスク、デュレーションの問題とか全部ひっくるめてミニマイズする可能性がある。非常に判断が難しいのですが、例えば、今、佐藤さんが言われたクレジットの問題も今回非常にデリケートな問題が一応そうなるかどうか知らないけれども、通常ファンドだったならば、何らかのアクション起こしている可能性があるわけですね。しかしながら、なかなか社債市場を壊すというのは今までもいろんなデフォルトの様々なことを何度も経験しているけれども、めったに社債市場を壊すようなデフォルトの仕方というのは現実にはできないし、やってないですね。

ところがファンドの決まりなどで言うとクレジットが一定程度劣化すると外していくとかということで、実は一番コストのかかる外し方を多くのファンドが現実問題としてやっているのです。このように一定の割り切りを持って、持ち切らずと落ちていくのをそのままにしておくということで、なおかつキャッシュ・マネジメントに関して

は、10兆円の規模から出てくる償還というものがある程度計算できて、キャッシュ・マネジメントのコントロールがさらに差額であればいいということで物すごくコストが少なくなる可能性があって、私は実務的には結果として非常に効率的な対応の仕方になる可能性が高いと。言い切りはしないけど、そのときによって。そんな気がしていて、これも一つのやり方かなと。だからあまり細かい管理しないで割り切った方がいいと思います。

○臼杵委員 今回のファンドの話には、私も基本的には賛成なのですが、村上委員がおっしゃったように、確かに債券全体とすれば NOMURA- BPI からずれてくる、ミスフィットリスクみたいなのは当然大きくなるわけですが、ただ、あまりそこにしぼられるのはどうかなという気はしていて、例えばかなり性質が違うのかもしれませんが、エマージング株を入れて、全体としては MSCI-Kokusai で管理するというようなことを我々も認めているわけですから、そのミスフィットはある意味のみ込むというような方向で、キャッシュ・マネジメント上、償還のファンドをつくるメリットをとるような方向でいいのかなというふうには思っています。それが一つ目です。

それから、10 ページの②のところと、(2) の①あたりにあって、今の話と全く関係がないわけではないのですが、債券ファンドのベンチマークとして本当に NOMURA- BPI にずっとついていくことがいいのかどうかという点があります。もちろん基本ポートフォリオの議論になってくるのかもしれませんが、さっきから申し上げているように、そもそも基本ポートフォリオを、7 ページのグラフにもあったように、今の基本ポートフォリオ、今は暫定で、その前を受け継いでいるわけですが、それをつくったときの NOMURA- BPI のデュレーションというのは5年半ぐらいだったわけですね。ある意味で勝手に国のほうがデュレーションを延ばしているわけであって、当法人としてリスク計算をしたときのデュレーションと全然違っているわけですね。

そういうことを考えていくと、そのところをどう考えるか。もう一つは、前から申し上げているように、金利上昇をこれからどう考えるかという問題もあり、もちろんすぐには金利上昇しないとは思いますが、インフレが起きた場合に、年金として一番まずい状況、インフレによる金利上昇というのはまずい状況になるわけですから、そういうことも少し考えていて、少しフリーハンドというのですか、債券のポートフォリオを、基本ポートフォリオを正面から見直すということではない範囲で、何かそういう対応をできるようなことがもうちょっとないのかと思っているということです。

○植田委員長 いかがでしょうか、ほかに。

○小幡委員 大体多くの皆さん基本的には賛成という議論だと思うんですけど、ということとはもう一回議論する。次はもうちょっと細かいというか、インプリメンテーションがあるのでしょうか。

●大江審議役 基本的な方向性がよければ、あと細かな詰めという意味では、実はベンチマークにつきましては、私どもいわゆる管理運用方針に明文で定めておりますので、結

局それをやらないと実際の運用ができないということもありますので、そういった今御指摘としては、もう少しカスタマイズド・ベンチマークを丁寧にうまくできないかというお話ございましたので、これは役所側とも調整の上、それをつくり変えて、できるかどうかという、むしろそういう方向になろうと思います。むしろ次回はアクティブ運用について少し御議論を深めていただくのかなというふうに思っております。

○小幡委員 外に打ち出すというか、何らかの形で外に伝えるのは。

●大江審議役 多分議事要旨の話になりますので、議事要旨はあまり金額や、もしかすると「専用ファンド」という名前が適切かどうかという議論があるかもしれませんので、少し概括的な形でこういう議論をしているということは何らかを示すことになるのかなと。

○小幡委員 そうしたら次回アクティブのことがメインだったら、今回もう決まったのかもしれないですけども、はっきりこれで議論終わりというか、どこかの部分までは終わりで、そちらで動ける体制というか、もう動くように進んだ方が広報等の関係では。

●大江審議役 そうさせていただけるなら、そうさせていただきたいなという。

●三谷理事長 御議論があるかなと思って、2回ぐらいに分けて議論することで考えていたのですが。

○小幡委員 2回議論するのだったら、今回、議事要旨に載せないというか、何か工夫をしないといけないのではないかなと思うのですけど。

○植田委員長 さっきの村上さんがおっしゃっていた点ですけども、これ、キャッシュアウト対策として、持っているものは債券なのだけでも、普通のベンチマークからはずれて、もう少しデュレーションの短いもの、10兆円近く大量に持つようになるわけですよ。ポートフォリオ全体の中で無視できない割合ですし、そのリスク・リターン特性は、例えば中期計画を考えたときの債券のところについて、前提としていたものからはだんだん大きくずれてくるわけですよ。それでいいのかどうかとか、ある種リスク・リターン特性が違う資産を大量に持つわけなので、というところの説明というか、言いわけぶりはどういうふうに。

●三谷理事長 そのあたり、持っていく規模の問題で、20兆円、30兆円と一度に持ってってしまうと、そこはかなり大きな問題になってくるのかなと。その辺のバランスぎりぎりのところで、まず差し当たり10兆円ぐらいかなと考えているのですね。ですから今のリスク特性に一気に大きな変更は加えないと。その辺のぎりぎりのところが10兆円程度なのかなというのが一応我々の考え方です。

○能見委員 切り取り方ですよ。リスク特性に変化を与えないような切り取り方、どういう切り取り方をするかで随分違ってくるのではないかな。

●三谷理事長 差し当たっては、今、パッシブファンドから持ってくるのであれば、そのままの構成で持ってきますので、1年以内のところはすぐにはまず変わらない。ただ、だんだん時間が経つにつれてその部分が短くなっていく。したがって、リスク特性がだ

んだん離れてくることになります。ですからその段階でまた追加的にある程度移管するとすれば、また長いものも出てきて、今の NOMURA- BPI にそれなりに近づいていくということにもなりますから。

- 大江審議役 要は、専用ファンドは償還していきますので、10 兆円で始まったのが1年で、9、8、7、6、5 兆円と。もちろん残高が減るに従って当然デュレーションは短くなっていきますが、ポートフォリオ全体に占めるウェイトは逆に言うと減っていきまので、そのいわば加重をとるとあまり大きな影響が 10 兆円ではないというふうには、デュレーションベースでは考えております。

- 岡部理事 現在も債券の中に財投債という市場運用の債券とは別の性格のものが含まれています。財投債は、財投改革で経過的に資金需要に協力することで、7年間、毎年予算編成のときに政府でお決めになった金額を引き受けてまいりました。その部分は新発債をそのまま買って満期まで保有し、その部分は償却原価法によってずっと評価をしてきておりまして、残高も多いときに 30 兆円あまりあったのが今 18 兆円まで落ちてきております。

今後、この持ち切りのファンドのサイズが小さくなる一方で、キャッシュアウトというものが相当大きな金額で当面継続することが見込まれており、その中でいかにスムーズに私どもの方から特会の方に資金を、マーケット・インパクトをそれほど起こさないようにしながらキャッシュアウトをしていくことが必要となっております。

確かに NOMURA- BPI が債券のベンチマークなのですが、これまでも財投債の部分についてはそれとは違う評価機軸を入れて、トータルとしてのリターンはお示ししてきたということでございますので、今回キャッシュアウト専用ファンドで、財投債の場合は新発債をそのまま買いますので、償却原価法が使えるのですが、今回のキャッシュアウト専用ファンドは、マーケットで買ったものを一たん売却して買い直すということをするれば、また償却原価法をどうも使えるようなのですが、それをするためにはまた 10 兆円なら 10 兆円を一旦売っても買い戻すという、まさに 100%の売買回転率を入れないとできないものですから、その部分をしないようにしながら、なるべく持ち切りということをするためにはどういうベンチマークを使っていくのがいいのかということが検討課題になります。

ベンチマークの機能というのも、持ち切りのファンドをどう評価するか。評価というのは、ベンチマークに勝ったか、負けたかという評価ではなくて、時価総額なり、トータルの中で、それが今どのくらいの金額になっているのか、また、基本ポートフォリオの中での債券のウェイトを算出するときに、その部分がどれぐらいの評価額になっているのか、そういうことを把握するためにベンチマークは必要だろうと考えております。

- 村上委員 私も、基本的にはこのファンドをつくった方がいいのではないかと考えているのですが、それが目的ではないにせよ、債券運用全体の利回りの中で、当ファンドがプラス、マイナス、どのように影響しているのかというところを逐次ウォッチしていっ

た方がいいのではないかと考えるのです。ひょっとすると、いろいろな影響が出てくる可能性があるかもしれない。それが常に把握できるような状況にしておいて、また何かあったときに対策を考えることが投資管理の上では重要なのではないかと思います。

○植田委員長 この部分、時価評価して、時価が下がったからといって大きな問題ではないという面があるわけですね。持ち切りのファンドであれば。

○村上委員 ただ、ベンチマークとの乖離ということであれば、意図があってつくったファンドがどのくらい影響しているか、そののところを見ていけばいいと思います。市場平均に対してです。

○植田委員長 キャッシュ・マネジメント対策としてつくったファンドということの意味は、ベンチマークではかれないのだと思うのですよね。

●大江審議役 技術的には、先ほど申し上げたように、移管する銘柄を特定して、そのウェイトで、時価だけ、例えばベンチマーク・ベンダーの時価を使うということになりますと、そこで起きるベンチマークとの乖離要因というのは、ベンダーはベンダーの時価をつけますが、実際には私どもが決算としてつける時価は、カストディが複数の時価をとってきて時価を確定するという作業をいたしますので、そういう決算上出てくる時価とベンチマークで使う時価の差が、いわゆる評価時価差として現れる。あるいは先程出ましたように、クレジットがあるので、例えばファンドの方が先に売った、あるいはずっと長く持っていたという差が若干出るぐらいなのかと。ですからベンチマークをカスタマイズすれば、結局その差分というのは事実上評価時価差のみで説明ができることになろうと思います。

○山崎委員 私の理解が違っているかもしれないのですが、今の専用ファンドは、国内債券のカテゴリーの中で財投債のように別にするのではなくて、国内債券としての評価の中に入っていて、そのカスタマイズするベンチマークは、トータルのパフォーマンスを説明するときに、説明しやすくするために必要と思ったのですが、それでよろしいのですか。

●大江審議役 要するに市場運用部分というものは、私ども与えられている目標では、アルファを獲得するように努めなければいけないと。それはパッシブでもアクティブでも同じだと。したがって、運用機関の評価でもパッシブのときでも超過収益率を気にしているのはそういった面があるからでございます。そういった意味で、全体の与えられている目標でアルファを得なさいというところのアルファの計算においては、まさに専用ファンド部分もベンチマークと実際のパフォーマンスの微細な差にはなるとは思います。そういったものは若干影響してくる可能性がある。そういう意味では、できるだけその差を少なくするようにすることは考えておかなければいけない。ある意味では、村上委員の御指摘はそういったところになるのだらうと思います。

○植田委員長 それではいかがでしょうか。特にキャッシュアウト対策の専用ファンドの部分は、論点も割と十分出たように思いますが、技術的な面でもうちょっと考えてみた

いとおっしゃる方もいらっしゃるかもしれませんから、どうですか、次回までに今日の議論を整理していただいて。

●大江審議役 はい。今、カスタマイズド・ベンチマークをどうするのか、そういった点について少し整理をして次回お示しをします。

○植田委員長 次回時間をいただいて。

●大江審議役 アクティブの議論する際に併せて議論していただきたいと思います。

○植田委員長 ということでよろしいでしょうか。

それでは、このテーマは、次回も引き続き議論いただくということで、最後に「リスク管理状況等の報告」及び「東日本大震災の市場への影響について」、事務局から御説明をお願いいたします。

●橋谷田運用部長 運用部長の橋谷田でございます。よろしくお願いいたします。私の方からは、委員限り資料3-1、リスク管理状況等の報告につきまして御説明を申し上げます。

今回お示ししておりますのは、23年2月という段階のものでかなり時間が経過をしておりますが、今、ちょうど3月までの状況につきましてはディスクロージャー向けでいろいろと数字、分析等を精査している段階でございますので、本日は2月末の状況で御説明を申し上げたいと思います。

1ページをお開けください。基本ポートフォリオからの乖離状況でございますが、2月の相場動向につきましては、概括を説明いたしますと、世界的に株価が堅調、金利が内外とも上昇傾向、そのような状況でございました。また為替につきましては、金利の上昇の差、いわゆる日本と米国、欧州の金利差の拡大等がありまして、円安の傾向に一時期動いたといったところでございます。ただし、下旬にかけてはリビア情勢の緊迫化から市場の頭が抑えられたということで、あるものについては行って来いの相場付きといった状況でございました。

その中で国内の債券でございますが、2月の乖離のところを見ていただきますと、1月から2月に向けてはマイナスの拡大という状況でございました。これは2ページにお示ししておりますが、2月キャッシュアウトが約3,000億円弱あったことから構成比が下がったことと、金利の上昇で多少金額が落ちたということでございます。

国内の株式につきましては、1～2月にかけてはプラス乖離が拡大をしている状況でございます。

外国の債券につきましては、金利と為替の状況がございまして、ほぼフラットな動きということでございます。

外国株式につきましては、プラス幅の拡大と、このような状況でございます。

次に2ページ目のところで、資金の配分・回収でございますが、これは先ほど委員限り1で、既に3月、年度の数字につきましては御説明をしましたので割愛をさせていただきたいと思います。

3 ページ目でございます。資産全体のリスクのところでございますが、一番上の表の C の欄、推定相対リスクでございますが、ここにつきましては、先ほど御説明しました国内債券のマイナスの乖離幅が拡大ということ。それから内外の株式がプラス乖離の拡大ということで、1 月の 0.38% から 2 月の 0.52% へ上昇した状況になってございます。特に問題があるという水準ではないと理解をしております。

次に 4 ページ目、資産毎のリスクの状況ということでございますが、ここでは国内債券のデュレーション、海外の債券のデュレーションについて多少の動きがあったということでございます。

まず国内債券のデュレーション、上の表の国内債券の枠の下、デュレーションの乖離ということでございます。1 月 0.04 年から 2 月 0.09 年、若干デュレーションが伸びているという状況でございますが、アクティブファンドで中旬以降のリビア情勢の状況を受けまして金利が低下をするということに対応して、1 月まではマイナスのデュレーションでございましたところ、若干プラスに動かした関係でデュレーションの乖離が伸びている状況でございます。

また、外国債券のデュレーションの乖離でございますけれども、御覧のとおり、2 月になりましてマイナス乖離ということでございます。御案内のとおり、海外につきましては、特に ECB 等では金利の上昇といった話がちらちらと出てきているところで、アクティブファンドのいくつかは 2 月に入りましてマイナスの乖離をより拡大した。このようなことから、全体でマイナスに出たというところでございます。

そのほかの指標につきましては特段大きな変更はないということでございます。

5 ページ目をおあげください。運用受託機関のリスク管理の状況ということでございますけれども、まず内外の債券につきましては、推定 TE 値の状況につきまして、いくつかコメントをしておりますが、いずれも定期リバランスでの一時的な乖離ということで、特に問題がないことを確認してございます。

また、下の段、内外の株式でございますけれども、推定 TE 値で若干基準値を超える部分があるということでございますが、私どもはバーラのツールで計測をして各運用受託機関の状況を把握しておりますが、各運用受託機関におきましては、自社モデルを使って管理をして、その水準を示しているということでございますので、これも特に問題があるという状況ではございませんでした。

6 ページ目でございます。上の段のカウンターパーティーリスクは御覧のとおり、特に 2 月の段階での変更点はございません。

下段の流動性リスクにつきましても御覧のとおりでございます。

それから、収益の状況、あるいは超過収益の状況を 7 ページ目から 10 ページ目にかけて載せてございますけれども、3 月の状況につきまして、今、業務概況書を作成中ということでございまして、2 月は途中経過でございますので、また後ほど御覧になっていただくこととしまして、私の説明は以上とさせていただきたいと思っております。

●清水調査室長 それでは、引き続きまして委員限り 3－2、東日本大震災の市場への影響について、御説明差し上げます。

この資料でございますけれども、前回 3 月の運用委員会の場におきまして御説明した資料、その後、リバイスのかけたという趣旨でございます。

まず 1 ページ目の短期的なリスク、ストカスティック・ボラティリティ (SV) モデルに基づくモニタリングでございますけれども、これは、直近のデータまで取り込む形でグラフをつくったということでございます。特に下の図を見ていただきたいと思います。前回も大体そうだったわけでございますが、特にこの赤線の国内株式、ここが③の部分ですが、震災を受けてポンと反応しました。その後、日銀によるオペ、協調介入等々によりましてかなり市場は安定してきていることが見てとれると思います。特に前回も御説明いたしましたけれども、①のリーマン・ショック、このときに比べますと、反応しているのは見ていただくと国内株式、赤の部分だけで、ほかの部分、外国債券につきましては震災前から若干リスク、ボラティリティでございますけれども、これは先ほど運用部長からもありましたとおり、中東情勢、欧州のソブリン、こういった問題で別の原因でも反応しているということでございますが、ポートフォリオ全体としてはかなり安定してきているという状況かと思えます。

特に次のページをめくっていただきまして、具体的な数値を確認させていただきたいと思いますけれども、①のリーマン・ショックのケース、このポートフォリオ全体の 5 段目を見ていただきたいと思いますけれども、イベント前に 0.039 であったリスクが、イベント後には約 5 倍の 0.215 ということになった。これがリーマン・ショックでの際の状況でありました。

今回につきましては、3 月 23 日、この時点ではイベント前の 0.033 から、イベント後の 0.048 まで上がったわけでございますけれども、これが前回お出しした資料でございますが、それから時間を経まして、これは 5 月 11 日現在でございますけれども、ほぼイベント前のポートフォリオ全体のリスクになりつつあります。

この間、国内株式につきましては、その 3 段上、0.483 まで上がって、その後、0.198 ということでイベント前とほぼ同水準になっていると、こういう状況でございます。

その下の表でございますが、その後の金融当局との対応をお示したものでございまして、4 月 7 日に日銀による被災地金融機関への 1 兆円規模の融資、これを受けまして、その後、4 月 11 日、18 日、28 日と、ここにお示ししております銀行が公的資金による資本注入の申請を検討している、こういったことがあったということでございます。

3 ページ目、これは市場見通しにつきましては、市場関係者からのヒアリングを、前回もお出ししましたが、それから再度ヒアリングをし直したということでございます。一応対象者としては、5. でございますけれども、

3 ページに戻っていただきますと、詳細はまた改めて御覧いただくこととして、全体的な傾向を御説明いたしますと、株価について、

また、三つ目の

こんな感じの見通し

でございます。

また、

四つ目の

こういう展開もあるのでは

ないかといったことでございます。

最後の

こういう中で、各機関の経済見通し、4 ページ目、まず 11 年度成長率につきましても、若干の見通しの変化がございました。この一番上の F 証券、真ん中下から 2 段目、3 段目の G 証券、H 証券、これにつきましては前回お示しした見通しと同じ、予測を変えてなかったわけですが、先ほど御説明したように、A 証券につきましては、▲1.2 から▲0.4%へと上方修正。

一方で、E 証券、あるいは B 証券、I 社、E 証券は 1.7 から 0.8%へとかなりの下方修正でございますが、B 証券、I 社につきましても若干の下方修正といった状況でございます。

一方で、前回の運用委員会以降、12 年度の成長率が新たに数字が出てきたということございまして、ざっと眺めていただくと I 社は 3.6%でかなり強気、A 証券が 1.9%ということで、この中では一番下。それ以外につきましては、大体 2 %台ちょうど半ばというぐらいの見通しになっています。

5 ページ目ですけれども、一方、日銀の展望レポート、この前の政策金融決定会合があった 4 月 28 日に出たということでございまして、これは 1 月時点の見通しと今回の見通し、これが比較できるような形で表をつくってございます。11 年度の成長率につき

ましては、真ん中、かぎ括弧で書いてございますけれども、中央値で+1.6%から+0.6%ということで、大体-1%ぐらいの下方修正。

その一方で、2012年度につきましては、中央値で見て+2.0から+2.9%ということで、0.9%ぐらいの上方修正とこんな感じになっているところでございます。

そういった中で6ページ目でございます。前回も私どもとしての今回の東日本大震災の市場への影響についてということで、このような形でコメントさせていただきましたが、今回それをベースにして下線で示したところが、前回からの修正点といったところで御理解いただければということでございます。

まず1点目でございますが、前回、適切な財政支出・復興計画がなされれば中期的には復興需要等から影響は限定的としたわけですが、それ以降、第1次補正予算約4兆円がプラス要因となるのではないかとといったこと。

あと、原発の関係でございすけれども、三番目の・の下線部でございす。4月17日に事故収束に向けた工程表が発表されたものの、計画通りに作業が進むかどうか予断を許さず長期化が懸念される。あと電力不足に関しては、当初25%節電目標だったわけですが、これが15%に緩和された。これはプラス要因。ただ、夏季に向けての電力不足の懸念はなおも残ると考えられます。

あと、次のSVでございす。これは冒頭ご説明したとおりでございまして、震災により一時的に上昇した国内株式が低下傾向となって、他の資産、ポート全体でも概ね安定してきているということでございす。

そういう意味で、下線はありませんけれども、下から2番目の・で、長期的な市場構造の変化の兆しは確認されていない。前回と比べれば、さらに安定、もとに戻りつつあるといったのが今回の状況ではないかということでございす。

追加点として、6ページの下でございまして、新たに数字がございす。生命保険支払額、損害保険支払額、これにつきましては、前回は関係機関の試算値が出たわけですが、これが生命保険で2,000億円程度、損害保険で5,000億円弱ということでございまして、いずれも予想機関の評価額を下回ってはいるわけですが、これは実績支払額ということで、これからまた伸びる可能性もありますので、注意が必要ということでございす。

7ページは、これも前回に加えて、さらにその後いろいろ言われているものを取り立てて下線で追加したということでございす。これは省略させていただきます。

あと8ページ目以降でございす。前回、委員から過去のイベントとの比較、ハリケーン・カトリナの例についても比較した方がいいのではないかと御指摘を受けまして追加をさせていただいてございす。このときでございすけれども、ドル円市場、10年債利回りが上がりまして、円からドルへ資産がシフトし、100日後には、110~120円まで円安が進行した。

これの詳細が12ページでございす。

このハリケーン・カトリーナでございますが、死亡者 1,577 人、行方不明者 705 人、株式市場への影響は軽微であったけれども、債券市場ではということで先ほどの話でございます。この間、ハリケーン・カトリーナの直接の影響かどうかは微妙ではあるのですが、ちょうど夏場の石油不足も重なりまして原油高が起こって、そういう意味でのインフレ懸念から金融の引き締めが行われて長期金利の日米金利差が拡大してかなりの円安が進行したという状況があったということでございます。

これにつきましては、後ほど詳しいご意見等をいただければと思います。

あと、13 ページ目以降でございますけれども、これも前回、これは冒頭であったと思いますけれども、GPIF にとって市場の変化、例えば金利がこのぐらい上がったら、どのくらいその影響が出るのかということについて、どのくらいなのか、その影響度合いをある程度把握しておくべきではないか、こういったことがございましたので、簡単に試算を行ったものでございます。

具体的には、市場環境が、例えば金利が 1 % ぐらい上下限したときに、国内債券にどのくらいの損失ないしは増加が出るのかといったことでございます。これによりますと、国内債券 10 年金利が 1 % 変化した場合、この詳細につきましては 15 ページに具体的な、どういう上昇のシナリオを想定したかということが大ざっぱに書いてございますけれども、国内債券の場合には、ちょうど真ん中の 3 月末の金利、これは 3 月末を基準にいたしまして、例えば 10 年のところ、8－10 年、1.02%、(C) 1% 増加、そうすると金利上昇後 2.02% になる。この場合に、我々の債券ポートがどのように変化するか。この場合は、その他のゾーンの金利がどのように変化するかということの仮定も必要になるわけですが、これは 10 年が 1.02～1.00、これに変化して、その割合だけ、大体金利水準が各残存期間の倍になると、こういったこと等の仮定を置きまして計算したということでございます。

ドル建の外債につきましても同様でございまして、このケースで言いますと、真ん中でございますが、8－10 年のゾーン、これが 3 月末では 3.3% の金利が 1 % 上昇して 4.3% になったケースを想定しています。これに合わせて、そういう意味では 3.3 分の 4.3、これを各年度の 10 年以下につきまして掛け算いたしまして、またそれ以上についてはグラフで見えてお分かりのとおり、若干緩やかにダウンさせる形で計算をしています。

また、ユーロ建につきましては、これは ECB による短期金利の上昇、これは大体織り込まれているわけですが、そこが 0.5% だろうということで、8－10 年で 1 % になるというような線を書きまして、こういった仮定のもとに計算をしてみました。

その結果が 13 ページでございまして、国内債券 10 年金利が 1 % 変化したとき、このときには、約 5 兆 1,000 億円ぐらい変化するだろう。一方で、例えば金利が上昇した場合はそこでキャピタルロスが発生するわけですが、その後は結局インカムがそれに応じて増えますので、それで大体 1 年間で 3,400 億円ぐらい増えるということでございます。

外債につきましても、ドル債 10 年金利が 1 % の場合に 1,900 億円。一方でインカムの

変化、これは逆の変化でございますけれども、180 億円。

またユーロ債 10 年 1 %、これが 2,400 億円のキャピタルロス、あるいはキャピタルゲインでございます、インカム部分としては逆方向で 230 億円とこういったことでございます。

一方で、国内株式、外国株式、これにつきましては若干分かりやすいように TOPIX100 ポイントの変化、MSCI-Kokusai、これが 10%、こういう形でどのくらいかということ、これがそれぞれ 1 兆 6,000 億円と 1 兆 3,000 億円、こういった形です。

為替につきましては、これは株プラス債券、両方のトータルの資産への影響ということですが、全通貨に対して 10%の変化、これが 2 兆 3,000 億円。内訳としてはドルだけ変化すると 1 兆 1,000 億円でユーロだけ変化すると 6,000 億円。

したがって、その他のちょうど 2 兆 3,000 億円から除いた 7,000 億円部分が、ポンドとかカナダとか、オーストラリアドル、こういったところの影響と御理解いただければということでございます。

簡単ではございますが、以上でございます。

○植田委員長 ありがとうございます。御質問等ありましたらお願いします。

○小幡委員 これは前回、私の方で基本ポートについての再検討する必要があるかどうかということの話ですか。

●清水調査室長 その話もこの中で御議論いただければと考えております。

○小幡委員 今日の分析はすごくよく分かったのですが、細かい話をいえば、カトリナ・リーナのケースは、アメリカは結局財政支出を連邦政府があまりしなくて、結局連邦債の発行はそんなに増えなかったと思うのですけれども、今、おっしゃったようにインフレ懸念で上がった。そこはすごい重要なところというか、日本の場合、どうなるのかというのはまた別であり、参考になるというか、そういう意味でカトリナ・リーナのことを教えていただきたかったのですごくよかったと思うのですけれども、今日あえて先ほど議論しなかったのですけれども、先ほどの新しいファンドといいますか、債券運用見直しがあるということで、臼杵さんから基本ポートの見直しをしないぎりぎりのところで要は見直しという話があったので、トータル的に考えると、震災ということだけではなくて、トータル的な債券運用の環境の変化の中で、基本的には考える必要があるのではないかと個人的には思っています。ほかの方が賛成されるかどうか分かりませんし、どうなるか分からないのですけれども、次回に向けて細かいベンチマークをどうするかという話もそこでかかわってくるとか、デュレーションの話もありましたし、そして規模の話も、市場にどういう影響を与えるか。広報の関係もあって、規模、そこは控え目ということがあったのですけれども、そういうことをトータル的に考えると、広報の出し方も含めて、債券運用のファンドのことがありますから、5 年に一度で、この前決まったばかりだからということはあると思うのですけれども、議論する必要があると個人的に考えています。

その先の議論、私の意見をここで述べてもあまり意味がないかもしれないのですけれども、ファンドを切り出すということについては、先ほど議論しなかったのは、その件については全会一致で賛成みたいな感じだったので、それは当然やるという前提で話をすると、この部分だけ切り離されるわけですから、その他の部分の運用はもともと国内債券のウェイトが、運用ということで考えれば下がるわけで、そうすると前回の基本ポートフォリオのときに議論もあったと思うのですけれども、日本と海外という分け方がいいのか。もともとグローバルというカテゴリーの中で、日本のウェイトを考えればいいのではないかという議論はもちろんあったと思うのですけれども、そういう方向で議論した方がいいのではないかと個人的には思っています。

以上です。

○植田委員長 もう一度確認ですけど、基本ポートフォリオの見直しみたいな議論をちゃんとやるべきだということですか。

○小幡委員 そうです。前回から一連の。

○植田委員長 その後、特に債券の部分を日本と外国に分けない方がいいということですか。

○小幡委員 議論をするのであれば、個人的意見としては、債券も株式もグローバルというカテゴリーで考えた方がいいのではないかと思いますけれども、そもそも基本ポートフォリオ、こんなのでいちいち議論、小幡が言ったからといって議論するのかということではないかと推測しますので、まず基本的認識を踏まえて、ただ、たまたま国内債券運用のファンドの話が出て、基本ポートフォリオとの関係は確かに問題になるねと。ただ、そこまで踏み込むのはどうなのということで、実質的にはその枠組みを見直しの中で工夫をしようという話であれば、広報等の関係もありますし、議論は難しいのですけれども、さらに議論すれば、基本ポートフォリオの議論、かかわってくる部分があることは否定できないということだと思わないので、そうであれば、プロセス的な問題とか、官庁や政治等の問題もあると思うのですけれども、議論は短時間でもしておく必要があるのではないかと。議事録と議事要旨の関係があるので、その工夫は、先ほどのこのファンドの議事要旨の載せ方を聞いてみたい。聞いてみたいというか、議事要旨というのは多分持ち回りで、メールが来て、これでいいですかということだと思わなければならないので、今回の話は、ここまで書かない方がいいのではないかと議論があったときにどうするのかという疑問もあるので、それは聞いてみたかったですけど、ただ、今、あまり一緒にいろいろな議論してもあれなのですから、基本ポートの話は議論した方がいいのではないかと思います。

○植田委員長 これは私の考えですけど、さっきの国内債券運用の見直しについてという資料で、最後の方に、例えば自主運用開始以来でも、長期金利は、基本ポートフォリオで想定している金利水準とは大きな乖離が見られる。けれども今回は現行基本ポートフォリオの枠内で考えておくことにしようかという書き方ですけども、そこはそう

じゃなくて、もうちょっと根本的に考えた方がいいということであれば、ここの議論で、また次回でいただくということもできる。

○小幡委員　そこで議論しなかった理由は、そうするとこのファンドの成立自体に対して、運用委員会の性格上、一人何か反対しても動きにくいかなと思ったので、そこではあえて議論せずに、そこと切り離して意見表明をしたと。

○植田委員長　あれはキャッシュアウト対策ですね。もうちょっと違う理由で基本ポートフォリオの見直しが必要であれば。

○小幡委員　キャッシュアウト対策をするということではいろんな矛盾が先ほども出てきたわけですね。目的は純粋なキャッシュアウト対策で、手数料もつたいないねと。しかも、能見委員からも議論があったように、ベンチマークに無理に追随するために損している部分が、本当は債券だけでなく、全ての分野であると思うのですけれども、あるから、せっかくこういうのをつくるのだったら、無理にベンチマーク追随しなくていいのではないかという話もあって、ただ、そこのところは運用規則との関係もあって、どういうふうな説明にするかは難しいという議論があり、臼杵委員からは、基本ポートとも関係してくるけれども、この枠内ということでは概ねいいけど、関係はするねという話もあったので、正面からはそれらを総合すると、基本ポートの議論にはなるのではないかと思いますので、そこは個人的な意見をここで言っているのは、そういう流れの下に基本ポートについても一度正面から議論する必要があるのではないかと。私自身は変えた方がいいと思うと。

それとキャッシュアウトファンドをつくることは、基本的には、もし議論するという事になればもちろん関係してくるのですが、これで小幡の議論は分かったけど、議論する必要ないねということになれば、こちらのファンドの方の議論は、別に今までの議論全くそのままでいいと思うので、切り離して議論したいと。

●岡部理事　基本ポートフォリオのお話は、まさに私どもが第1期から第2期に切り替わるときに、第1期の運用委員会の先生方の下で1年近くずっと議論を続けていただいたのですが、一昨年2月頃に、厚労省の方から、年金制度の本体の制度設計を将来的に見直す必要があること、それから、植田先生に座長になっていただいて、私どもの組織の在り方の議論がなされていたので、そういう二つの大きなファクターがまだ十分その時点では決まりきってなかったもので、当面、暫定的なものとして考えてほしいという御要請をいただいて、とりあえず第2期も第1期のものを暫定的に踏襲するという形で今日に至ってきているというところでございます。

ただ、それとは別にマーケットそのものの構造変化があれば、それは基本ポートフォリオの状況がどうであろうが、従来の前提とは違うようなマーケットの構造になっているのであれば、それを踏まえて見直すべきだと考えております。それがまさに今回、小幡先生からも御指摘のあった、今回の震災というものがどうなのかということで、検証

させていただいて御報告をさせていただきました。

基本ポートフォリオの議論、いずれにしても現在のものは暫定的なもので、いずれか整理していかなければいけないと思うのですが、この5月、6月という段階で、それに着手できる前提要件が整っているのかと言われると、先ほど申し上げたように、中期目標の中では本体の年金制度の在り方を踏まえて見直すのだというようなお考えが示されているので、その辺をどう考えるのかというのは少し悩ましいと考えております。

○小幡委員 確認ですけど、もし制度が変わってくれば、6月末に政治状況で何か動くとも思えないような気もしますが、議論のたてつけとしては、制度の方が何か動いたら、即見直すという我々スタンスでいるということですか。

●岡部理事 それが、法律として成立し、新しい制度に移行できるのかというのがポイントになると思われます。○小幡委員 もちろん法律として成立して、制度がこう変わったら、それを踏まえて即見直しに入るとのことですか。

●岡部理事 新しい年金制度において資金運用の前提が変わるのか、変わらないのかというものの御議論は、これは年金局の方とも御相談の上ですが、させていただくことになるのかと思います。

●渡辺参事官 政府の方は、今、巷間出ている以上のものは、財政試算も含めて、まだ内部で検討中ということなので、この場でちょっと申し上げられるものはないのですが、ただ、当然 GPIF と共に検討していくことにはなると思いますし、あるいはこの場で、基本ポートフォリオの議論、いつ、どういう手順で始めていただくかというのは、そこはまたここの御判断というのもあるとは思いますが。

○臼杵委員 せっかく小幡さんに振っていただいたので。最終的にここの場でどういう議論するかという御判断は委員長と事務局と厚労省のところ、いろんなお考えがあるので、そこにお任せしたいと思います。基本ポートフォリオについては、本当に見直しの議論を今すぐやるという考え方もあるでしょうし、そうではなくて、私、さっき申し上げたように、基本ポートフォリオの今の枠内というか、それをすぐ見直すかどうかはちょっと横に置いておいて、ただ、例えば債券のポートフォリオの中身をもう少し考えるかどうかを議論することも可能かなと思うので、さっき申し上げたわけです。

ちょっと繰り返しになりますけれども、すぐに金利上昇がある状況では多分ないと思いますし、制度的な制約もあるということから考えると、私自身は今基本ポートフォリオを見直そうということを言い出すつもりはないのですが、ただ、逆にこれだけの大きな組織が、仮に何らかのきっかけで、期待インフレ率が高まったようなときに、金利が上昇したときに、すぐ何か対応できるかということ、なかなかそうもいかないということで、ある意味でコンティンジェンシーに備えるという意味で少しそういう研究をしつつ、場合によって、今の基本ポートフォリオの枠組みから大きく外れない中で、何か金利上昇に対応するようなことがあるのであれば、それを採用することを検討するというような形で議論をしてはどうかと思っている次第でございます。

○植田委員長 どういたしましょうか。今、出ましたように、年金制度を含めた、あるいは経済見通しのつくり方のプロセスの改定とか、そういうところから、根っこからという話は直ちには対応できないと思うのですが、一方で、マーケット動向について何か思われるところがあって、それが基本ポートフォリオの場合によっては見直し、ないしそれに関連した議論をしておくべきような話であるということであれば、議論はすべきだと思うんですが、そのまた一つの例として、今おっしゃったような債券ポートに關しますある種のテールリスク、インフレ事態、それに伴う金利の大幅上昇のリスクというのが一つあると思うんですが、その辺の、一般論として議論はすべきだと思いますが、議論のタイミング等について御意見おありでしたらお願いしたいと思いますが。

○稲葉委員 私も今委員長がおっしゃったような方向性でいいのではないかと思います。枠組みといいますか、中身の見直しを大きく振りかぶり過ぎると制度が変わるのが分からないから何もできないということになります。一方、市場の動き、変化しているということになれば、見直しの議論を実質的にしていって全然おかしくないと思います。

そういう中で、今回は一応市場の大きな流れとしては、長期的な変化の兆しがうかがわれないという御報告があったわけですが、一方、震災の影響についてどういうふうに出てきたかというのは若干触れられていますけど、今回のリスクの管理状況の御報告でも、まだ2月段階の数字しか出てなくて、もう5月なのですけれども、何でこんなに遅いのかなというふうな感じもあります。この辺のところも見ながら、市場の最近の動きを踏まえて、技術的な見直しポイントがあるか、ないかを議論していけばいいのではないかと。

○草野委員 先ほど理事の方からお話があった、前回のポートフォリオの見直しの議論にあまり参加はしてないのですが、聞いてきた経過から見ますと、いろんな状況の中で、基本ポートフォリオを見直す議論を約1年間ぐらい続けてきた中で、様々な意見はあったと思うのですが、大きく根底からポートフォリオを見直すということには多分行かなかったと思うのですね、あのとき。

ただし、そうはいつでも、エマージングだとかいろんなものがあるので、それをあのポートフォリオの範囲の中で工夫をしながら、言葉が適切かどうか分かりませんが、それにノウハウを積み重ねていくという意味での若干なる変化、研修していこうよというのが大体あのときの取りまとめだったと思うのですが、そういう中で、今、理事から話があったように、年金制度そのものについての結論が政治的には先送りになってしまったので、とりあえず従来のものをそのまま延長してくださいという中で、前々回ですか、議論もあったエマージング等のものも少しみんなで工夫しましょうよというのが今の状況だろうと思うのですね。

そういう中でこの大震災が起こって、金融マーケットの中に大きな変化があるかどうか。これはしっかりウォッチしなければいけないよという話で、今、いろんな資料をつくっていただいて、今、見ていますが、もう少し時間たたないと分からないかもしれま

せんけど、今のところ、そう大きな変化はありそうにないかなというのが今の大体共通した認識ではないかと思うので、そこで、今ここで、それをすぐ慌ててそれに対応するというよりも、もう少し状況を慎重に、なおかつタイムリーに、タイムリーというか、遅れないように見ていくのが今一番大事な事かなと思います。

それともう一つ、大きな話で言うと、6月に政府がまとめると言って、いや、それは無理だよと言っていたのが、またまとめるという二転三転しておりますが、いずれにしろ、まとめたときに、この年金積立金をどういうふうに使うという年金制度になるかというのは今のところ全く分からないわけですね。それはその状況をしっかり見た上で、こことしては、それにどう対応するかというような議論に持っていった方がいいのではないかなと思いますね。

一方で、10兆円という、今日提案があったキャッシュアウトの一つのルールについては、皆さん方大体それでいいのではないかと、私もそういう方向しかないかなと思いますが、財投債の状況を見ますと、26年度になるとほとんどこの10兆円が半分以下になる。その先は別として考えればいいのだろと思うのですけれども、そういうところに行く過程において、全体のポートフォリオをどうしていくかという議論は必ずそこでやらざるを得なくなってくるのだろと思うのですね。

だから、今の状況を私はもう少し様子を見ながら、ただ意見交換は、並行してやることについては一向に構わないと思いますけれども。

○能見委員 1年間、基本ポートの議論してきた経緯というのは、先ほど岡部理事が言われたようなことが正確なところだと思うのですけれども、私自身も随分いくつか意見、基本的にはポートフォリオの多様化というか、あるいは時どき小幡委員が言われているようなことについても、私、随分言ったのですけれども、結局この枠組みとのいろんな矛盾や、要するにどこまでのリスクかという意味合いと、目標リターンをいくらやらないと年金財政がもたないのかという根幹のところ、いつまでたってもあいまいもことしていたのでなかなかまとまらなかったという点もあったと思います。それでもコンセンサス集めてつくったのですね。

私はそれでもいいかなというふうに思ったのは、現在の基本ポートの枠組みの中でも、相当のことが、今までやってこなかっただけでやろうと思えばやれる。例えば基本ポートの枠組みの中で、先ほど新興国株式だって、新興国株式はアロケーションの一つのジャンルを設けたわけではなくて、従来やっている延長線上ということで、それを意識的にやって運用でカバーしているのですね。それからリバランスのバッファを見ると物すごいことができなくはないのですね。ですから今の基本ポートの中でも、いくつかのイベントリスクに対して、本当に構造が変わりそうだったときに、それに対してもう少しどういう偏りにした方がいいのか、この枠組みの中で、そういう議論はできるかなというふうには思います。

そういう私は理解していて、この基本ポートの枠組みの中で、まずこうすべきだとい

うことがあれば、かなりのことができるので、そこでまずやりながら、それでもなおかつ構造変化に対して基本ポートの枠組みがどうしても桎梏となるということであれば、前提条件がまだ決まってないわけですがけれども、我々の方から提案してもいいと思うけれども、今、そこまでの状況ではないかなと。まだやれることがあるのではないかと、そういう理解です。

○小幡委員 私が言った方が収束すると思うので。能見委員の意見とほぼ一緒なのですが、能見委員がおっしゃるのは全くそのとおりだと思います。ただ、もしそうであれば、できる範囲の枠組みの中で工夫するというよりは、本質はそうではないということであれば、そうではないようにすべきだというのが私個人の考えですし、基本ポートフォリオは変えるべきだと思います。

ただ、皆さんのきょうの議論を踏まえて、今、それを議論すべきタイミングではないというのにも賛成しますので、というか、私自身は一人で決めろと言われれば、変える方に賛成します。委員会というのはそういう場ではないと思いますので、議論すべきだという、あまり動議とか、そういう正式なものではないので、別にどうでもいいかもしれませんが、とりあえずこれ以上、議論してくれという意見は取り下げます。

○植田委員長 取り下げられるのですか。

○小幡委員 取り下げない方がいいですか。

○植田委員長 皆さん、微妙に意見が違っていらっしゃるというか、共通の部分も多少あったとは思いますが、ですから、どうですか。

○小幡委員 取り下げるといって、今、議論したという認識で、ある程度変化に応じて機動的に我々は議論しよう。前回やった1年間の蓄積もあるから、今度は1年もかけずに機動的に結構できるはずだと。状況によっては、委員から発議して議論もできますねということを確認できたので、きょう議論した意味はあると思いますし、それを踏まえて、次、議論すべきときに議論するということでもいいと思います。

○植田委員長 ありがとうございます。それでは次回でも結構ですので、債券のところをやるときに引き続き議論をいただきたいと思います。今日のところは予定した議事を終了しましたので、ここまでにしたいと思います。

連絡事項等、お願いします。

●大江審議役 次回の日程でございますが、6月20日月曜日午後2時から予定しております。場所はこの会議室でございますので、よろしくお願いいたします。

以上でございます。

○植田委員長 それでは、48回目の運用委員会はこれで終わりにいたします。