

第 29 回運用委員会議事要旨

1. 日 時：平成 21 年 7 月 27 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：・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 ・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）次期基本ポートフォリオについて

（オルタナティブ投資について）

《前回からの継続。以下質疑等》

- オルタナティブ投資については、前回、投資を行うべきかどうかという基本論、あるいはヘッジファンドのリスクをどう考えるのかといった議論が行われたが、特に結論とか合意めいたものは出ずに今回に持ち越しとなった。今日の議論であるが、オルタナティブの一般論ではなかなか議論が収束しにくいと思われるので、問題を、次期ポートフォリオを策定する際に新たな資産として組み込むかどうか限定して、私どもとしては、オルタナティブ投資は入れずに従来どおりの内外の債券、株式で策定することについてご了解をいただければと思う。

その主たる理由としては、二つあると考えている。一つは、我々のファンド規模から見て意味のあるほどの金額の投資が難しいということ。二つ目に、ヘッジファンドやプライベート・エクイティに典型的に見られるように、オルタナティブのリターン・リスクはファンドによる個別性が強く、アセットとしてのリターン・リスクを考えることは難しいということ。したがって、他資産との相関を出すことも難しいことから、現在考えているポートフォリオの策定方法にはなじまないのではないかとこの点である。

もちろんこのほかに、ある意味でもっと本質的な論点として、例えばオルタナティブのリスクとは何か、言いかえればリターンの源泉は何かということや、公的年金の投資対象としての適格性といったこともあるかと思う。ただ、もともと広がりのある問題であり、委員方の見方、立場もそれぞれ違うので、幅を広げていけばいくほど合意は難しくなるのではないかと。

問題を来年 4 月から適用となる次期ポートフォリオに絞って考えていただくとすれば、先に申し上げた二つの理由から、基本ポートフォリオに入れられないということについての共通のご理解がいただけるのではないかと考えている。

- 前回は、いろいろ賛否両論があったと記憶している。今、事務局の方からかなり強い意思が表明されたが、この点も踏まえて、ご意見ご異論があればいただきたい。
- 事務局に伺うが、先程説明のあった、今までの4資産、あるいは短期資産を加えた5資産で基本ポートフォリオをつくるということで考える場合に、そのフレームワークは維持するとして、オルタナティブやその他の資産について、全くそれを入口から排除するものなのか。あるいは、状況によっては何か新しい取り組みとして考慮するというようなことは排除しないということなのか。その辺はいかがか。
- オルタナティブについては、意見が分かれるところであるが、ここで決めていただくのは、あくまでも次期基本ポートフォリオをつくるときに、現在の4資産で行うということで、オルタナティブを未来永劫やらないのかどうかという話ではない。もし次の期に入って、法人としてやってみてはどうかということになれば、そうした話を運用委員会に申し上げることになるとは思うし、あるいは運用委員会がどうしてやらないのか、やるべきではないかということを経営に勧告するといったことも考えられるのではないかと。
- つまり、今回の委員会で、そこまでの議論をしていただくような話でもなく、ご議論いただくのは、次期ポートフォリオをどうするかということなので、そういう意味で、今のようなお話をさせていただいた。
- 私自身は事務局としての意向にそれほど大きな異論はない。最近の大きな流れは、どちらかというと投資対象をややコンサーバティブな方向に考えていった方がいいのではないかとというのが大勢であるから、それに反してオルタナティブを入れていくというのはかなり説得力を持つような議論を展開しなければいけないので、難しいという気はする。ただ、外部からこの委員会は十分な議論を経た上で入れないことにしたのかと問われたら、前回の議論からするとまだ途中だったような気がする。入れないという決定がやや唐突であり、その辺がややひっかかるという感じがする。
- 十二分に議論して、どの程度の議論まではかなり合意が得られているのか、どの程度の議論に関しては結構意見が割れているのかということの確認をさせていただいているというふうに認識している。
- 議論を尽くしていただくのは大切なことであるが、これを十分議論して、やるかやらないというような結論が出るのかが疑問である。オルタナティブ投資をどう見るか、我々がやるのが適当かどうかという議論はいろいろあると思う。ただ、次期基本ポートフォリオには入れないことについては、そうした幅広い議論を深めない段階でも、先程申し上げた二つの理由でもって、普通に考えてたどり着く結論といったことで合意ができるのではないかと考えている。
- 補足であるが、基本ポートフォリオの新たなアセットクラスとして位置づけないとオルタナティブ投資ができないかということと必ずしもそうではなくて、例えばプライベート・エクイティであれば株式に近く、あるいは債券が原資産となっているへ

ッジファンドであれば、それはまさに債券の代替投資として位置づけることができるので、伝統的資産のアクティブな行為としてオルタナティブを位置づけることは可能だと思われる。そういう観点から、次期ステージのときに、もしやるとした場合個別具体的にご議論いただくということになるのではないか。

- 議論をしないということではないと理解するので、オルタナティブ投資についての一通りの議論ということで、考えているところを言わせていただく。そもそも論として、特に国内株式、国内債券というアセットクラスに大きなウエートで投資しているが、年金財政との関係で伝統的資産以外の資産に投資する必要がないのかどうかということを考えていくべきだと思うし、それは5年に1回しか議論しない基本ポートフォリオのあり方という議論にもなるので、そういう意味ではもっと議論はしていくべきと思う。

いろいろあるが、国内債券の金利の変動と国内株式の期待収益率というのにどれぐらい期待できるかは一つ大きな論点になる。それから、後で出てくるインフレも重要なファクターになってくると思う。

結局、ポートフォリオの目標は年金財政に対して寄与することだと思うが、それを考えた場合、国内の金利、株式、インフレーションというリスクは大きくて、今のポートフォリオで年金財政の安定に十分に寄与することができているのだろうかというところは納得できていない。

実際問題として年金財政は前回の検証から今回の検証を見ても好転してない。それは一体なぜかを考えなければいけないのではないか。そのときに、実際には難しいという面は十分理解できるが、株式、債券以外のところで収益機会があるのであれば、それは探そうということになるのではないかと思う。確かに基本ポートフォリオはこれから年度内に決めなければいけないという制約はわからなくもないが、今まで4年間あったのだから、これまで議論してくる余地はあったわけで、時間が足りないというのは少し納得し難い。

ただ、現実問題として、基本ポートフォリオの中のアセットクラスに入れるとか来年からヘッジファンド投資を始めるなどという議論になるとしたら、それはそれで非常に驚いてしまうというのが正直な感想である。やるのであれば、それなりの体制を十分に整えた上で始めるべきで、むしろ明日からヘッジファンド投資を始めるという話が急に出てきたとしたら、これは当然反対するし、十分に準備し、調査してやって欲しいということだと思う。だから現実的に順番を追ってということは理解できるが、そもそも論として、国内債券、国内株式にこれだけ投資してそれなりのリスクを持っており、それ以外での投資による収益チャンスについて考えることをやめていいほど運用成績がよかったのか、また、年金財政に対して十分に寄与してきているのかというところを議論しなければ、5年後ぐらいに振り返ってみて、何だか随分何もやってくれなかったということになるのではないかと思う。

- オルタナティブ投資みたいなものは投資するべきかどうかをきちんと議論しな

ければいけないと思うが、それを基本ポートフォリオの枠内で考えるかどうかについては、これを入れることによってどれぐらい意味があるのか、まさに事務局から冒頭に話があったとおりで、意味のある金額でできないというのであれば、基本ポートフォリオのレベルで議論することは難しいのではないかと思う。基本ポートフォリオに入れないといっても、それはやってはいけないという話ではなくて、先程事務局から補足があったように個々の戦略レベルで考えればよい。

よその公的年金などのやり方を見ても、まず最初は段階的に取り組み、そしていろんな経験をして認知ができてきてから基本ポートフォリオとして入れてきている。CalPERSはまさにそういうステップだったのではないかという気がする。この資産クラスの持つ意義とか効能を考えると、やるべきかどうか検討するのは非常に大事だと思うが、それが基本ポートフォリオの枠内であるかどうかとは必ずしも一致しない。入れないなら入れないで、それでだめということではなくて、戦略レベルで考える。ではどうやってこの委員会も巻き込んで考えていくのか、そういうフレームワークみたいなものを整理していったらいいのではないかと思う。

- とりあえずの整理は、今のご意見の最後の方にまとめていただいたように、アセットクラスとして認めるのは、なかなか実現が不可能ということだと思われる。ただ、一方で今後の検討の余地を残しておこうというような格好で、何となく合意というか、議論がされているのではないか。

例えば、仮にアセットクラスとしてではなくて、事務局から補足のあったようなアイデアがあったとしても、オルタナティブとして何をやるのかといった場合、そののところに关しては皆さん方の意見が一致している訳ではないということではないか。

- 事務局の言う基本ポートフォリオの中に入れないというのは、新しくオルタナティブ投資というアセットクラスを設けることはしないという意味で理解している。まだ議論が熟していないし、さらに言えば、ファンドサイズとかリスク・リターン特性からして、これを議論していてもタイムスケジュールを考えると、多分ゴールになかなか入らないのではないかと懸念される。

一方、今総括されたご意見は、新たなアセットクラスとしては設けないけど、少し研究をしていって、大々的にはならなくとも、可能性が出てきたらもう一度運用委員会なり何なりで議論して投資することは可能ではないかということを行っているということか。

- 確かに十分な議論はここで尽くされてはいないと思うものの、私も基本ポートフォリオに入れるのは物理的にかなり難しいと思うので、結論から言うと事務局に賛成である。一方で、今、議論があったように、今度は運用の中での具体的なやり方として、オルタナティブをやろうとすればできるとは思うが、それはこの運用委員会の中での議論と無関係でやれるのか、それとも運用委員会で一遍その辺も議論した上でやるのか、そののところは明確に整理しておく必要がある。

- 運用委員会で議論するのではないか。そこで議論して、やっぱり無理だということだってあり得るし、こういういいオルタナティブがあるということであれば、それは比較的早く実現するように検討をお願いすることになるかもしれないし、そのところは芽をつぶしてほしくない。
- 法人と運用委員会との関係では、次の基本ポートフォリオについては明確に運用委員会のご了解を得なければならないことになっているので、新たな資産としないというところはご了解を得たい。あとのところは、今、積極論と消極論とが併立している状況だと思うが、次期のこととして考えると、まず、責任を負うべき執行部の方で考え方を固めるということだと思う。その過程で、もちろん運用委員方のご意見を参考にさせて頂きながら、ということになるだろうが、そのこのところがないまま議論しても、法人としての方向性を出すことは難しいのではないか。
- 少なくとも今の時点で、運用委員会として何か結論を出す状況にはないと思う。オルタナティブについての事実確認というか、実際に市場がどうなっていて、どういふものがあるって、本当のリターン・リスクはどうなっていて、ファンドがクローズになるのは何があるってなどということをもっと確認して議論しないと、ここで準備されている材料、資料だけで議論したって結論は出ないし、これで結論を出してはいけないと思う。

結局、考え方としては、ある程度継続審議みたいな、継続マターみたいにしておいて、もう少し市場の実態をしっかりとつかんだ上で、やるならば運用委員会で議論したらいいと思う。また、一つのテーマとして議論をするということにしてもいいのではないか。
- 今後については、事務局に、オルタナティブを検討することをゼロにするのではなく、ぜひ、今ご意見のあったようにどういうふうにしたらいいかという工夫も含めて検討を続けていただくことをお願いすることとおきたいと思う。次の5年間は検討しないということではなくて、5年間の中だっただけ入れる工夫はあるのだから、その検討の余地を残していただくということではいかか。
- 先程も申し上げたが、手続的にややどうかと思う。というのは、今回欠席の委員の方も含めて委員の意見を十分に聞いたのかやや疑問だということと、それから、事務局が説明したような理由だとすると、最初からわかっていたことであり、だったら最初からそういう枠をはめて議論に臨んだほうがよかったのではないかと思う。もし私が外から聞かれたら、委員が議論している途中で事務局が結論をこれでやってほしいということでもうなりましたという説明になってしまうような気がする。
- 私が受ける印象では、新たなアセットクラスとしては設けないという意味では、今日の議論で一応コンセンサスはできているのではないか。そのことは非常に重要なことで、ここに日経新聞の「公的年金運用進まぬ改革」という記事があるが、オルタナティブ投資というのは、伝統的な4資産を代替する資産ということで一つのアセットクラスとして新たなグループを設けるといふ、そういうとらえ方だと思う。

そういう意味ではファンドのサイズなどまだまだ検討することもあって、新たな柱は立てないというところでは一応コンセンサスができていないかと思う。かといっても、先ほどから委員長がおっしゃられるように、こういうものは日進月歩の点もあるであろうから、引き続き検討し、運用委員会として提言していくという点も含めて、それは当然排除されるものではないものと思う。

- 合意というのは、今までいくつか合意らしきものをした中のワン・オブ・ゼムとしては理解できる。ほぼ事務局の意見と同じようなことに近づきつつあるが、それを今までと同じような格好で扱っていただければ、そう違和感がないという感じがするのだが。
- 事務局の意見に賛成される意見も相当あるのではないかと思う。これまでの議事の進め方としては、運用委員会においてどのようなご意見があるかを把握して、基本的なコンセンサスを把握することをやってきた。事務局サイドに相当懸念があるということは、意見として非常に重要な指摘であり、これからの議論のなかで十分に踏まえるということではないか。
- 事務局の言う、意味のある金額の投資ができないのではないかとか、マネージャーのデューデリリーとかに左右される面が大きいのではないかとというようなところはもっともだと思う。だから、オルタナティブを来年4月からの基本ポートフォリオに入れたいということについてそれほど違和感はない。ただ、そこでピリオドになって、次の5年間議論しないのかどうか少し気にはなっている。オルタナティブは、そもそも平均分散法でこれまでの4資産のような形でポートフォリオに入れるようなものではないと思う。ただ、何らかの形で運用にプラスになる面がもしかしたら出てくるかもしれないし、そのブレークスルーというのか、そういうものの可能性を否定してしまうのはどうかと思う。

あくまで一例であるが、例えば全資産の1%まではやってもいいけど、やらなくてもいい。そういう枠みたいなものを設けて、全然自信がなければ、今までどおりの4資産でやるし、もしいろいろやってみて、だんだん自信が出てくればそれを増やしていくとか、そういうようなやり方も考えられるわけで、その辺のところをもう少し可能性として検討していく方がおそらくプラスの面が多いのではないかというような気がする。

- 今までの議論をまとめると、オルタナティブ投資をアセットクラスの中に入れるのは事実上難しいということに関しては、皆さん方そう異論がないことが確認できたので、今までいくつか得られた合意のワン・オブ・ゼムとして、そういう合意が得られたということにしておいてはいいかがか。それで、合意のところは大事にしていきたいと思うが、事務局の方から話があってそれでもって決定したということにはまだしたくないなという感じがする。
- 基本ポートフォリオに入れたいということだったら、例えば国内私募不動産とか海外コモディティは、4資産のうちどこへ入るのかどこで議論すればいいのかと

いうことになってしまい、そこで止まるということになるのではないか。そこで検討をやめるべきではないという議論になっているのではないか。

- 原資産ベースで考えてみると、確かにおっしゃるとおり、おそらくコモディティは難しい。私募不動産は、ある意味、国内株式の中での不動産セクターに考えるといった工夫ができるかどうかということかと思う。ただ、コモディティについては、これをオルタナティブとして検討すべきだという積極的な意見はあまりなかったと認識している。
- そういうことではなくて、オルタナティブというのは定義によって伝統的資産以外であるから、4資産でしかしないとといったときに、ほかの道を議論する余地もないのではないか。
- もし仮に、例えば不動産をやるべきだ、その方がターゲットを達成するために有効だと考えられるのであれば、4資産の中でどう解釈できるのかを考えて、工夫の余地がなければ、基本ポートフォリオを一部、そのように変えるということになるのではないかと思う。そういう議論は常に排除されてはいない。
- 4資産の中での工夫の余地については、いろいろ議論の仕方はあるのではないか。
- 今の中期目標とか中期計画の文言では、4資産の中で、例えば外国株式のお金の中から海外コモディティに入れるお金をひねり出そうみたいなインセンティブはどこにも沸いてこない文言になっているから、今と同じ形でいくのだったら、そういう議論も出てくる余地はないのではないかということだ。
- 逆に5資産にして、統計的なスペックを出してオプティマイズするというのにもなじまないと思う。
- 皆さんのある程度の合意というのはそうした前提での話なのであろう。しかし、オルタナティブを外すということはイコール入れる余地はどこにあるのかということであり、それが止まってしまうというのがピリオドになってしまうということではないのか。
- 先程申し上げたのは、例えば海外プライベート・エクイティであれば、それは外国株式のアクティブとして位置づけるということは十分可能だろうということである。海外プライベート・エクイティと外国株式の相関は0.85であり、オルタナティブとして位置づけるよりは、むしろ外国株式のアクティブといったものとして位置づけたほうがいいとも考えられる。
- 今日の議論で、事務局の主旨は我々もよくわかったし、また、アクティブ的な運用として考えてゆく余地を否定するものでもないということも理解できたと思う。繰り返しになるが、アセットクラスとして入れることに関してはなかなか難しいなといったような議論がえられたということで、とりまとめたい。また、今日欠席の委員には別途ご説明することにしたい。

(外貨建資産投資における為替の取扱について)

《事務局より説明後、質疑等》

- (事務局より、現行基本ポートフォリオは、為替ノンヘッジであるが、為替ヘッジのコストと効果の検討の結果、実務上の課題等を考慮すると、引き続きヘッジ無しとする方向感が出てくる旨を説明。)
- 私はヘッジなどしてはいけないと思うので方向感には反対ではない。
- 為替ヘッジについては、アカデミックには結構いろいろな議論があり得るが、実践的な事例や経験も踏まえれば、今、事務局から説明があったように、これまでと同様、ベースとしてはノンヘッジというか、パッシブとしてはノンヘッジでいいのではないかと思う。もちろんそれに加えてアクティブでは、いろいろヘッジ比率を考えてやるということに関しては、それはアクティブの一環としてやっていただきたらどうか。

(インフレ対応について)

《事務局より説明後、質疑等》

- (事務局より、インフレと負債との関係、運用の本来の目標が賃金上昇率プラスアルファであること等から、物価の変動にリンクしたリターンの確保と、インフレによる国内債券の短期的なキャピタルロスへのヘッジを目的として、物価連動国債への投資が考えられること、また、市場規模が小さく、元本保証等の商品性の見直しの動きもあり、これらの状況を見極めてから、徐々に投資を始めてゆく方向感が出てくる旨を説明)
- インフレ対応については、短期的なインフレリスクが運用目標等の中にあるので、こういったインフレ連動型の資産を持つということを積極的に考えるべきだといった点がある。その中で議論になるのは二つあって、まずどういう形でこれを入れるか、スウェーデンのAP1のように債券の中の一部として物価連動国債のようなものを持つというやり方と、カナダの年金のようにインフレ連動という形での資産クラスを意識的に持つという二つの例があり、事務局はどちらかというところAP1のような形を指向しているようだが、カナダ型のような形で一つのアセットクラスとして認識していくべきではないかという議論がある。
もう一つ、具体的にどれぐらいの資産配分にするべきかについて、どれぐらいのウェイトが望ましいのかできれば試算してみてもどうかという点がある。物価連動国債のヒストリーというのはまだ5年弱しかなく、マーケットもまだ十分に競争的に価格付けされているような状況でもないのだから、他の資産と同様の精度のデータが得られないというテクニカルな課題があるのだが、しかし、何となくではなくて、

どれぐらいのウェイトを持つことによってインフレリスクに対してどのような対応が可能になるのかという点を認識することに課題として取り組んでいくべきという点である。

実際に試算をしたとして、そこで示された配分比率をいきなり持とうということがその意図ではなく、どのような形が基本ポートフォリオの姿として意識されるべきなのか、そしてその比率が大きい場合には、現状の小さな市場残高から考えると、どれぐらいの期間をかけてそういう姿にしていくのかといったような議論ももちろんしなければならない。元本保証の問題等、商品性を改良してもらった上で、GPIFが積極的に運用していくということになれば、マーケット自体も拡大していく可能性があるのではないかと。運用の際の調達方法もマーケットから調達するだけではなく、他のいろんな方法も含めて検討していく余地があるのではないかと。

- 私はどう考えてもメリットがよく理解できていない。一つは市場規模の問題から大きな規模はできないということをはっきりしている。あと、リターンの面で、本当にこれをやる方がメリットがあると明確に言えるかどうかがよくわからない。イギリスは名目債の方がリターンがかなり高い。アメリカは物価連動債の方が若干高い。日本はどうなるかわからないということで、まだ積極的にぜひともこれをやろうと言えるような段階にないように思える。

それとインフレとの関係で債券のリターンを見ていくと、2003年、2005年にキャピタルロスでマイナスになっているが、そのとき国内株式は上がっているから、ポートフォリオトータルでは大きなプラスリターンが出ている。インフレ対策はもう既にできている。何でこれをやる必要があるのかと思う。

- 怖いのは予想外のインフレであり、それに国債だについていけないといったときに、一方で、こういう商品があるのになぜ使わなかったのかということもあるし、使っておけばよかったなということもあるのだと思う。
- もう一点、物価連動債は名目債に比べ金利がインフレヘッジのコスト分だけ低くなる。それがいくらになるかわからないので、そのコストを長期的にどう考えるかという問題があり、そのコストを払ってまで、なお、インフレ対策をするということがよくわからない。
- 物価連動国債の金利は実質金利であると説明したが、より厳密には流動性が劣ることに対するプレミアムというのがそれに若干乗るということで、現在は非常にプレミアムが乗っている状態である。

我々の考え方は、いつ起こるかわからないインフレに対してある程度の保険をかけようということなので、満期までずっと持ち続けるのが自然。であれば、確かにリターンを犠牲にするという部分もある一方で、この流動性プレミアムの部分は全部取れるという面もあるのではないかと。

- 物価連動債を組み込むと実質ベースで見たリターンのリスクは激減するだろうと考えられる。

● それは定性的な話としてはあるが、データ制約もあり、なかなか数量的な検証は難しいと思われる。

○ 積立金の運用成果は、物価に対してなのか賃金上昇率に対してなのかの違いはあるが、実質でもって見ていくので、組み入れて損はないと思う。

○ 私自身は物価連動債への投資を行うことについて肯定的ではあるが、ただ、事務局が示している考え方と私の考え方が、論理というか、理屈として少し違うように思う。事務局は、長期的に判断すれば物価連動債の投資は不要とも言えるが、一方でリスク管理の観点からは短期的なインフレリスクは無視できないため、投資をすることが望ましいとしているが、これが果たして本当に正しい理屈なのだろうか。当法人は、あくまでも長期的に運用を考えているわけで、短期的な要請というのは、やや言い過ぎかもしれないが、極論すれば考慮する必要がないのだと思う。

これが仮に企業年金であると、積立金の残高と退職給付債務との兼ね合いで、もし積立金不足が生ずれば、企業財務のほうに直ちに反映するわけだから、長期よりも年度単位の収益を稼がなければいけないという要請があるが、当法人の一番の違いは長期的に考えるというところなんだと思う。そうするとリスク管理の観点から短期的なインフレリスクは無視できないという理屈はどうなのか。もちろんリターンの振れがならされるにこしたことはなく、四半期ごとに運用実績は発表するし年度単位でも発表していくわけであり、しかもそれに対して国民がビビッドに反応しているという現実があるのも事実であるが、詰まるところ長期でどう考えるかという話だと思う。

ただし、長期的に判断すれば特段の対応は不要であるというのはインフレについてのある程度のイメージが前提になっていて、インフレのイメージという点からいくと、例えばマーケットが将来の物価予想を誤ることもあり得ると思う。期待インフレ率というものが最終的に締めくくってみたら実績インフレ率を上回ってしまうという事態もあるので、そういう意味で長期的に見た不確実性というものを考慮に入れると物価連動債に投資しておくということは検討に値するという理屈ではないかと思う。

● 我々はあくまでも長期だということになれば、例えば、なぜ株式をもっと持たないんだということにもなる。長期的に見れば株式の方が期待リターンが高いと見ているわけだが、株のウェイトを限定しようというのは、短期の収益の振れのリスクがあるからで、短期のインフレリスクで収益が大きく振れた場合にはリスクの許容水準にも触れかねず、そこはならしたほうが良いということは理屈として言えると思う。それがリスク管理になるからということだ。

○ 今の委員の話と事務局の話はそのとおりだと思う。ただ、インフレ連動債というのは長期的にもメリットがあって、仮に今の期待インフレが5%で、ところが実際のインフレが10%になったときには当然通常の債券だとしていけない。仮に10年後に新発債に乗り換えて、新発債は10%の期待インフレを織り込んでいるとして

も、その後、マーケットの予想どおりに10%のインフレが続く限りは、失った5%の購買力を取り返すチャンスというのではないわけだから、そういう意味では長期的に見ても意味はある。

それは最初のご意見にもつながっていて、イギリスで名目債券のリターンの方がよいのは、イギリスの70年代というのは物価が20%を超えるような上昇があり、世界的にそうだったのだが、その後、80年代からインフレ連動債が発行になって、恐らく期待インフレ率よりも低い実現インフレ率だったからインフレ連動債の方が低いリターンが出たという面がかなりあると思う。もちろんそういう状況になれば、インフレ連動債をしなかった方がよかったという結論になるとは思いますが、逆にもし予想以上のインフレが起きたときにはインフレ連動債の方がよかったという話になるのではないかと。

- ヘッジしておいて後になって損だ得だという話はあるわけだが、事前にそうしたリスクをなくしてしまうということにメリットがあると理解するべきと考えられる。

日本の場合のデータを見ていただき、使えないのであればアメリカ、イギリス等を参考に工夫して、試算をしていただいた上で、さらに詰めた議論をしていきたいと思う。今のところの位置づけとしては、物価連動国債はどうも使えそうだと、使った方がいいのではないだろうかというようなことか。

議事（2）その他

（中期目標期間終了年度における独立行政法人評価等の流れ）

《事務局より説明。以下、質疑等》

—質疑等—

特になし。

（法人の運営リスク管理状況について）

《事務局より説明。以下、質疑等》

—質疑等—

特になし。

（運用受託機関当の法令違反及び事務過誤等への対応状況）

《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 5 月))
《事務局より説明。以下、質疑等》

—質疑等—
特になし。

以上