

## 第 31 回運用委員会議事要旨

1. 日 時：平成 21 年 11 月 20 日（金） 14:00～15:50
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）次期基本ポートフォリオについて

（次期中期目標と基本ポートフォリオの策定）

《事務局より説明。以下、質疑等》

- 次期の基本ポートフォリオを検討するにあたっては、年金財政検証における長期の前提である長期金利 3.7%、運用目標利回り 4.1%が、足下と余りにも乖離しているという意見があり、次期中期目標をどうするか厚生労働省の方で検討中という状況である。ただ、重要なのは名目値ではなく、実質的な運用利回り、即ち賃金上昇率プラスアルファであり、これは現計画期間においても運用目標は名目の 3.2%ではなく賃金上昇率プラス 1.1%であるということを年金局にも確認している。次期においてのこのアルファは、財政検証の内容から見て 1.6%ということになるから、当面、この線で作業を行っていくこととしたい。  
この場合、今回も現行と同様に考えると、実質値だけを考えることは難しく、名目の長期金利水準を想定してポートフォリオの名目期待利回りを考え、同時に賃金の伸び率を想定して、差し引きで 1.6%を長期的に確保するということになる。したがって、中期目標そのものに名目の長期金利は出てこなくても、最適化のための名目の長期金利を決める必要がある。
- 実質的な利回り 1.6%のみが与えられた場合のポートフォリオ構築の手順であるが、法人として設定する必要がある名目の長期金利の水準と賃金上昇率については、厚生労働省の経済前提モデルでの両者の安定的な関係をデータで確認しており、長期金利の水準を決めれば、それと相対的な関係で賃金上昇率をセットするという形になると考えている。  
であれば、長期金利をどう決めるかということになるが、GPIFはマーケットに近い存在であり、マーケットがどのような見方をしているのかといったことも一つのヒントになるのではないかと。この点からは、現在の 10 年金利に近い水準で 1.5%、

現在の 30 年金利を意識したきりのよい水準ということで 2.5%、10 年後あるいは 20 年後の 10 年フォワード金利ということで 3% といった水準が出てくる。また、マクロ的な環境認識としてどう捉えるかというとき、今次経済前提では金利を前回の 3% から 3.7% へ上方改定しているが、運用面では、リーマンショック後の状況を考慮し、やや保守的に考えて上方改定をしないという考え方もあるのではないか。他方、平成 16 年以降の金利の環境の推移を見ると、現行の 3% というのを下方に改定するという方向感もデータの的には出てこない。こうした意味での 3% があり、3 案をお示ししているが、我々としては 3% ということで作業を進めたいと考えている。

○ 3.7%、4.1% から離れて、これから考えていこうということになり、事務局から長期金利を 3% とする提案がなされたところであるが、我々としてはどのように設定したら一番いいのだろうかという視点からご意見をいただきたい。

○ 私の整理を申し上げますと、名目の長期金利をどのようなレベルで設定するのがいいのか、また、賃金上昇率の見通しについてどういうことから導いていくのかという点で、それをサポートするような現実のデータやマーケットのレートが存在するのかどうか、いろいろな視点から確認する必要があると思う。向こう 30 年程度の長期間にわたって長期金利が平均的にどういった水準で推移するのだろうかということ考えたときに、3% が仮に妥当だとしても、現状の金利水準から上昇していく局面においてはロスが発生するので、運用利回りと長期金利の平均値が同じままでいいのかというポイントもある。

いずれにしても、詰める上ではもう少しさまざまな材料を集めてみる必要があるだろうし、現実的にどういう長期金利の設定がいいのかということのを改めて考える上での議論がスタートしたということであろう。

○ 厚生労働省の当初見込みでは長期金利 3.7%、賃金上昇率 2.5% でその差は 1.2% であったことを踏まえると、例えば 3% にした場合に、その時点で賃金上昇率プラス 1.6% のうちの 1.2% については確保されているという理解でよいか。であれば、プラス 0.4% をどうやって確保するかということが、まさにポートフォリオの選択になると理解していいのかどうか。

● おおむねそういう形になる。ただ、当初見込みでの長期金利と賃金上昇率との相対的な関係が保存されれば結果的にプラス 0.4% になるが、賃金上昇率をどう設定するかということにもよるわけで、必ずプラス 0.4% となるのかどうかは現段階では何とも言えない。検討の中でご議論いただければと思う。

○ そんなに整理できているわけではないが、経済前提における長期金利 3.7% はマーケット金利を考えてみると高いなと思っていた。したがって、今回、実質に基づくこととなり、手がかりとして市場実勢から考えるというのは非常に頭にストンと落ちてくる。

その場合に、先行き 30 年間の運用の平均の目標を考えるわけだから、立脚点は

30年金利になるのではないかと思う。発行量、取引量は小さいがマーケットで一応値段が立っているということは出発点としてそれなりに信頼を置いていいのではないか。また、今、我々が模索しているのは標準シナリオであり、3.7%というのは少し楽観的という印象があり、一方、30年金利は足下の影響があつて悲観的なシナリオと見ることができるので、結局、楽観シナリオと悲観シナリオの真ん中あたりが標準シナリオというぐあいに理解するのがわかりやすいので、この3%というのも意外に説得力があるかもしれないという印象を持った。

- 詳細な計量モデルが裏にあつて、そこからはじき出したという話をしているわけではなく、我々の相場観で違うのか違わないのかといったレベルでもって納得感を得られればよいと理解しているので、今のようなご意見でもいただければと思う。
- 悲観シナリオということに関する補足だが、仮に長期金利を2.5%で見通すとした場合、将来の労働力減少率がマイナス0.7%という前提を置くと、向こう30年の日本の経済成長率を名目で0.5%ぐらいしか見ていないという感じになる。
- 長期金利を3%でやるとなると、平成21年度財政検証における経済前提での長期金利と賃金上昇率との差を使うと1.8%の名目賃金上昇率が向こう30年平均であるということになる。確かに労働力が0.7%減るといっても、経済力は輸入などいろいろあるから国内の労働力だけで決まるものでもない。ご存じのとおり、賃金上昇率はこの11年総じてマイナスであり、経済成長率などより、何よりもグローバルな競合関係から押されているみたいなところがある。だから長期金利が3%でいいのかというと、ちょっと高いのではないか。

もう一つは、どちらにしても、今の長期金利との差の説明は絶対求められると思うので、ポートフォリオで今の経済情勢や金利水準からいったら利回りはいくらになるかを計算しておくべきだと思う。

- 問題は大きく二つあつて、長期金利の3.7%が高過ぎるかどうかということに対する批判が一つ、もう一つは、足下でいえば1.5%ぐらいのところから3.7%にどのように近づいていくシナリオを描いているのかということに対する批判があるのだと思う。だから二つ示さなければいけないことがあつて、例えば長期金利を3%でいくのであれば、なぜ3.7%から0.7%落ちるのかということの説明が必要がある。そもそも年金財政との整合性ということが求められている機関であるから、経済前提の条件に立ち戻って、どの変数を改定することによって、どういう予測の変化をGPIFとして判断したのかということの説明が必要があるのではないか。そうでなければ、0.7%という相対的な落とし幅に対する根拠がもう少し必要ではないか。

それから、今の1.5%からどの程度の期間で3%に戻るのか。例えば目先5年間で1.5%から3%にいくことを想定するとしたら、ほとんどインフレーションゼロの世界から、経済前提で議論しているような1%のインフレーションの世界に5年ぐらいで行くというような予測になるものかと考えるが、それは経済状況がかなり変

わるということである。今後5年間ということであれば中期目標や中期計画の議論になってくると思うので、楽観的なシナリオという印象を持たれるのではないか。

また、現在のフォワードレートが将来の金利に対してどれだけの予測力を持つかという点がある。ここ1年先とかであれば金利の期間構造の変動に対する予測力を持っているという議論は聞いたことがあるし、それなりに支持されていると思う。しかし、10年後の金利水準を予測するほどの力があるかということになると、私の知る限りでは見たことがなく、にわかには納得できかねる議論かなと思う。

○ 金利をどこの水準に置くにしても、足下から上がっていくことには間違いないので、そここのところのシナリオをどう描くか、いろんなことが求められるのでいずれにしても答えは持っておく必要がある。もう一つの考え方として、各国の実質金利が長期的には等しくなるという議論も使えるかもしれない。

○ 名目長期金利の設定については、正直言って、2.5%にしても3%にしても、余り確たる根拠があるわけではなくて、設定しないと議論が進まないのでは設定するといった意味合いで、もともと当てきれないということが前提だと思う。

それから、目標とする運用利回りの中に含み損益が入っているのであれば、金利が上昇する傾き次第でポートフォリオのアロケーションが違ってくるのではないかという問題を考えなければいけないのではないか。

● 現行の考え方は、今の低い金利も長期的に見れば3%を中心とした一つの変動局面としてあらわれるものであり、3%を超えるときも当然あって、長期でならしていけば平均的には3%になるというロジックである。

実際の影響については、ポートフォリオの特定化の作業の中で計測していくことは十分可能だと考えている。

○ 金利については、民間のシンクタンクが出している長期金利の予測を見ると、例えば5年とか10年先を見れば大体3%ぐらいという印象を持っているので、3%でもそれほど違和感はない。ただ、どういう上がり方をするのかについて、5年なのか10年ぐらいなのかというようなところをどう考えるかがポイントになるものと思う。事務局が現行の考え方を説明されたが、普通は余りそういうことはしないだろうと思う。モンテカルロをするにしても、中心値は必ず要るわけで、その中心値をどこに置くのか。3%をそのまま30年の中心値には置けないとなると、債券の期待リターンが低くなり、株を増やさなければいけないという話になるかもしれない。ただ、賃金上昇率も1.8%にいきなり行くのではなく、徐々に上がっていくわけだから、実質をとれば必ずしもそれが債券に不利になるということでもない。むしろ、今の1.5%がどのように3%に行くのかということの考え方は入れて、そのときのキャピタル・ロスと賃金の上昇も含めてシナリオを描いていくのではないか。

ほかのパラメータがないので、余り長期金利だけを今ここで議論するというのもなかなか難しいところがあり、GDP成長率、賃金及び物価を総合的に見ていく必

要があるのではないか。

- 今、マーケットにこういう金利があるという話をし、フォワードレートの予測力の議論などもあったが、どういう根拠で長期金利を設定するのかを考える際には、年金財政とのリンクの中で捉えることが重要と考える。年金財政の一環として経済前提に合わせるというのが自然であり、「今次経済前提では現行の3%を3.7%に上方改定しているが足下の状況を考慮して上方改定を採用しない」という考え方を根拠とするのではないか。マーケットの数字は、マーケットの中にそういった見方が全くないのかどうかを見てみるといった意味合いであり、それを見て設定するということではない。
- いろいろご意見いただいたが、3%でそう大きな違和感はないかなということであろう。賃金上昇率との関係も見てゆかなければならないが、3%をベースにして進めるということにとりまとめたい。

(次期ポートフォリオにおける短期資産の取り扱いについて)

《事務局より説明。以下、質疑等》

- 現行の基本ポートフォリオの資産配分には、短期資産が5%入っている。これは平成20年度までは積立金として当法人への寄託のほか財投預託金があり、これを国内債券の一部として考えていたため、社会保険庁が持つ給付の資金繰りのための短期資産を、預託金との平仄をあわせてポートフォリオに入れていたもの。平成20年度で預託金がなくなり、運用目的の積立金については全てGPIFに寄託されていることから、短期資産は次期ポートフォリオに含めないということとしたい。  
なお、キャッシュアウト等のための短期資産は持つこととなるが、運用目的ではない。
- これは制度的な問題ということによろしいかと思う。

議事(2) 株主議決権行使状況の概要について

《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

(平成21年度のキャッシュアウトへの対応状況について)

《事務局より説明。以下、質疑等》

—質疑等—  
特になし。

(リスク管理状況等の報告(平成21年8月～9月))

《事務局より説明。以下、質疑等》

—質疑等—  
特になし。

以上