

第 33 回運用委員会議事要旨

1. 日 時:平成 22 年 1 月 22 日 (金) 14:00～15:51
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 ・宇野委員 ・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)

- 本日、「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」が開かれ、理事長のヒアリングということで出席した。議事の内容はいずれ議事要旨として公表されるので、申し上げることはできないが、ヒアリングに関連したところでの印象を簡単に申し上げる。まず、第 1 期が終わるということで、組織をどういうふうにして作り上げてきたかということと、運用状況についての説明をした。平成 20 年度は金融危機の影響でマイナス 10 兆円弱、－7.5%程度となったが、我々の受けた傷は海外の年金基金に比べても小さいし、過去数年で見ると長期的な運用目標を達成しているので、マંデートである「なるべく小さなリスクで目標を達成する」ということは出来ていると思っていると説明した。

次に、議論のポイントが三つあると思い、一言ずつ触れた。一つは運用目標をどう立てるかということで、今、世界的に年金財政が苦しくなっている中で、運用目標を上げれば、保険料率とか年金支払いに対して痛みを負わさないで年金財政が改善することになるが、高い運用目標の下ではリスクの高い株式などの比率が大きくなり、海外の年金の例をみても、昨年のような状況では大きな運用損が出て保険料の引上げに追い込まれる例があった。目標利回りを上げるとその分、年金財政を金融市場の不安定性に晒すことになるので、年金財政の健全性との兼合いで運用目標を考える必要があるということ述べた。

2 番目に、基本ポートフォリオに沿った運用か機動的な運用かという点について、当法人がリーマン・ショック時に、下落してウェイトが下がった株式をルール通りに買ってリバランスし、結果的に見るとその後の株価の反騰をとれているという例を挙げて、市場の状況に応じて機動的に運用を変えるというのは賢明なようだけれども、実際には、むしろ市場の動向に左右されて本来守るべき原則を外すということにもなりがちで、必ずしもうまくいか

ないのではないかと申し上げた。

3 番目に、組織の見直しに関して、「設立 2 期目に入る管理運用法人について、機能を強化させるのか経費節減を優先させるのか」の選択の問題がある。経費を節減するのであれば、人員を 1 割は減らさなければならず、運用経験のある人材の中途採用もなかなかできない。今後本当に経費を節減するのが重要なのか、それとも、機能を強化するのかということをよく考えて頂きたい旨を申し上げた。

これに対して、もう少しリスクを取ってもいいのではないかと、これとは反対に、アメリカは全額国債で運用しており国民をリスクに晒していないといった意見があった。又、状況変化に応じて基本ポートフォリオを機動的に変えないのはどうか、エマージング諸国の成長が高まってきたことや、アメリカの金融政策の変化などの大きな経済の変化を基本ポートフォリオや運用に組み入れているのかというような質問があった。人材については、G P I F はどういう人材が要るのかという質問があり、私からは、ウォールストリートで高給を取っているような人が要る訳ではないが、人員を 1 割も減らすということであれば今行なっていることもなかなか出来なくなるので、せめて人員削減をしないようにして頂けないかと答えた。

- ポートフォリオを機動的に動かしていないのはいかかなものかという指摘が複数あり、私はこれは一つの大きなテーマかと思う。
- 資産のアロケーションを過去データを用いた計量モデルの中で決めて運用していく従来の運用スタイルは、かつてはうまくいったが、こここのところうまくいっていない。ただ、その中でも、戦略的なアロケーション変更、単に相場を当てに行くのではなくて、計量モデルでの過去の相関係数は現実には変化していくので、その大きな傾向を捉えて、ルール の 範囲内で戦略的にアロケーションを変更してきたところはそれなりに成功している。

例えば、新興市場についてその成長を取るとするのかどうか、あるいは為替についても、大きな循環の中での為替と金利差の関係で、少し積極的に攻めた方がいいといった局面もある訳で、今のルールの中でも、マイルドなりバランスという程度ではなくて、逆にウェイトが高くなるような積極的なアロケーション変更も考えられる。しかし、少なくとも私がこの会議に出てきた限りは、そういった戦略意識を明確に持ったアロケーション変更はやっていないし、議論されてこなかったのが事実だ。

我々の運用スタイルのルールの中でもやれることがあると思うし、この委員会もそういう議論をするようになれば活性化するのではと思う。

- 機動的な運用というのは言葉の世界では魅力的で、経済局面の先々を読み、過去の投資対象資産の関係を読みながら、人間が判断を加えてやっていくと

ということで、私も引かれるものがあるが、いざとなった時に、損することもある訳だから、国民のリスク許容度も含めて、本当にやっていくだけの覚悟が必要だろう。

むしろ、そういう中で覚悟をしながら、いろいろ謙虚に詰めてきたのが、今の、長期的に見て一つのポートフォリオを考えるという知恵ではないかと思う。先程の意見に強い異論を唱えるということではなくて、それは大いに議論すべき価値があると思うが、長期的に考えるというのは、表面から見ると動いてないように見えても、色々なことを考えて、これまでの知恵が集積した積極的な判断、大きな判断をしていることだと、私はそういう理解をしている。

- この点については、今まで余りそういう観点からは議論してこなかったのは事実で、さらに議論を深めてゆくのではないかと考えている。
- 人材の話だが、私は、基本的には、すごい天才みたいな人はほとんどいないし、インセンティブをつけて高給で雇うのは絶対うまくいかないと思う。それから、有用な人材をある程度の高給で買ってくればうまくいくというものでもなくて、むしろオーソドックスに投資の基本に基づいて考えて、もう少しやり方があるのではないかと考えている。
- 運用の方針の考え方について、いきなり 100 兆全体でやろうとするとなかなか議論が進まないと思う。例えば全体の中で少しバジェットみたいなところを部分的に作って、本当に有効な方法があれば検討を重ねて、うまくいくのであればその範囲を広げるといったことはどうか。少しずつ積み上げていかないと、議論を重ねても議論だけで終わってしまって前に進まないのではないか。こうしたことも是非今度の方針の中で考えてみたら良いのではないかと思う。
- アロケーションの議論に関連して、その一つの材料として、リバランスをどう考えるかというのがあって、例えばニューマネーをプロラタで分けるのか、あるいはウェイトの低いところに配分するのか。例えば±5%がバウンダリーとして、-7%までいった時にそれを-5%に戻すのか、もっと戻すのかとか、そういうところは余り議論されていないのでは。場合によっては基本ポートフォリオ以上にパフォーマンスに影響があるので、どこまでをルールに基づいて機械的にやるのか、どこまでをその時その時の判断でやっていくのかということを、今回の基本ポートフォリオを決めるに当たって、もう少し議論してもいいのかなという気がする。
- 我々のルールは決まっていて、既にご説明しているが、ニューマネーは、アンダーウェイトのところにアンダーウェイトの比率に応じて配分してきた。今後のキャッシュアウトの時は、逆にオーバーウェイトの比率に応じて売っ

ていくことが基本になるのだろうし、それによりリバランス効果もある程度期待できるということではないかと考えている。

○ いずれにしても、今まで出たようなことについての議論は必要かなと思う。

議事（１）次期基本ポートフォリオについて

（国内株式・外国債券および外国株式の期待収益率・リスク・相関行列について）

（ポートフォリオの最適化について）

《事務局より説明、以下質疑等》

- 運用目標がまだ先述の検討会で議論されている状況なので、作業を詰めてゆくことが難しいが、一応「賃金上昇率+1.6%」という目標が与えられたとして、各資産の期待収益率を推計し、リスク・相関行列は期間を追加して過去データで測り、これらの前提を置いて最適化するところまで作業を進めた。

期待収益率であるが、今までご議論頂いた考え方に基づいて、国内株式は、アプローチの方法によりばらつきがあるが、ある程度の巾へ絞り込んで5%をやや下回る水準を中心に3通り、外国資産は、ベースとなる国内短期金利の巾に応じてそれぞれ3通りを設定した。

リスク・相関は、直近のデータを加えて更新したが、リーマン・ショック時にはほとんどの資産が同じ方向に動いたことの影響で相関が高まり、前回よりも分散投資効果がやや効きにくくなっている。また、国内債券のリスクは、低金利で変動が小さい状況が継続していることが反映されて、前回の5%半ばから5%程度まで下がっている。

次に、制約条件だが、現行の国内株式>外国株式>外国債券という制約については、世界での日本の位置付けの変化も踏まえ、海外の成長機会を獲得するといった観点に立って、同一の構成割合（等号）までは認めるという形で緩和してみた。

目標のリターンについては、年金機構での短期資産の存在やキャッシュアウト資金の一時的な滞留も考えて、賃金上昇率への上乗せ幅を1.6%より高めの1.7%以上とした。又、前は名目ベースで最適化しているが、今回は、賃金との関係を意識的に組み込むべく、結果において大きくは変わらないが、賃金上昇率に対する実質的なベースとした。

以上の前提を用いて最適化した結果、ポートフォリオとしては、期待収益率の組合せに応じて27通りをお示ししているが、今後、年金財政への影響

などをシミュレートした上で定性的な要素も加味して一つの案に特定して行くので、その検討の対象とする候補としては、国内株式の期待収益率の中位のケースとしてはどうかと考えている。

最後に、結果としてポートフォリオ全体のリスクが現行の5%半ばから6%台となった。一方で、国内債券のリスクが5%程度まで下がっているのも、現行ポートフォリオが国内債券並みのリスクであることとの関係で、この乖離をどう考えるかというポイントが出てきた。この乖離は、先述のとおり国内債券のリスクが低下している中で分散投資効果が効きにくくなったことによる面が大きい。一方で、最近の国内債券のデュレーションが長期化していることも考え合わせると、広い意味では国内債券並みと捉えることが可能という整理かと考えている。

- 資産毎のリターンを前回と比較すると、一番変わるのは外国債券だが、定性的にはどう理解したらよいか。
- 世界的な金利の低下の中で、短期金利だけでなく長短スプレッドも小さくなり、そのような最近のデータが追加された結果として期待リターンが下がったもの。
- 制約条件について、今回は「賃金上昇率+1.6%」を目標にするという旗印が明確になり、その分、賃金上昇率の変動の不確実性、変動のリスクヘッジがポイントかと考える。

その観点でいくと、現行ポートフォリオの制約条件の理由の一つとして「国内株式は賃金の変動に対するヘッジ機能を有している」ことが挙げられており、経済が成長し企業収益が上がって株価が上がり、その企業収益の分配として賃金上昇率も上がるということから、確かに賃金変動に対するヘッジと思えるが、一方で相関係数を見ると逆相関になっていて、この辺の意味がよく解らない。賃金変動に対するヘッジ機能を有しているのであれば、むしろ国内株式への投資の位置づけをもう少し積極的に評価した方がいいのではないかと考えられるのではないかと。

- ポートフォリオは単年度のデータに基づいて相関係数をセットしており、逆相関になっているが、例えば5年平均で国内株式と賃金との相関をみると0.37ぐらいある。そういう意味で、制約条件の議論に若干関係するかも知れないが、むしろこうした長期での関係は今後のシミュレーションの中で反映されるのではと考えている。
- ポートフォリオを組むに当たって、基本的にどういう思想、考え方に立っているかというところは問われそうかなという感じがする。
- この辺は考え方を良く整理しておいた方が良さだろう。
- 法令上の安全かつ効率的な運用ということで、国内債券並みのリスク水準

を意識してきている中で、国内債券のリスクとポートフォリオ全体のリスクとのズレについても良く整理しておく必要があるのかなと思う。

- 国内債券のリスクだが、もう少し別な環境条件、数字に出てこない要素も加味したら、相当ボラティリティやリスクは高まっていると見る見方だってあるのではないかな。
- 別にポートフォリオとしてリスクを取りにいつているということではないので、見せ方をもう少し工夫するのではないかな。
- 関連して、賃金上昇率と国内株式の関係だが、アメリカのデータでは、平均分散アプローチで使おうとした時は国内株式はほとんどヘッジ資産ではないのではないかなという指摘がある。一方で同じアメリカの場合、非常に長期のデータを使うといわゆる共和分関係という意味でヘッジ効果があるということをする人もいて、その辺の議論はなかなか収束していない。

国内債券並みのリスクに関しては、今後については金利横ばいシナリオと金利上昇シナリオが大きく二つ描けて、どちらかといえば急激な金利上昇シナリオの方が懸念されるが、それはこういう数字にはなかなか表れていなくて、こうした部分の検討は必要になってきているのかなと思う。低金利でデフレの環境が非常に長く続いている中での考え方として、多少なりとも定性的な判断がポートフォリオの中に反映されざるを得ないのかなというのが個人的な意見である。

- 事務局に、金利が上昇した場合にこうしたポートフォリオのリターンがどうなるか試算してもらっている。最終的にはどのように考えられるのか、どうプレゼンテーションするのかといったところは、いかがだろうか
- 年金財政の検証においては、100年での収支の均衡が図られているが、その中で、最初の数年間については、金利の上昇を見込んで「賃金上昇率-0.6%」程度のリターンが想定されている。長期的に+1.6%を達成するポートフォリオを作って、金利が足下から上昇するシナリオを置いてリターンを試算してみると、財政検証が想定している水準を上回っている。金利上昇パスをどう見るか難しいが、一応それでも足下の目標は達成できるという整理かと考えている。
- 基本ポートフォリオについては、概ねこんな感じで進めて行くということでもよろしいですね。

議事（2）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。