

第 34 回運用委員会議事要旨

1. 日 時:平成 22 年 2 月 15 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 ・臼杵委員 ・宇野委員 ・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)

議 事 (1) 次期基本ポートフォリオについて
(ポートフォリオ特定化について)
《事務局より説明、以下、質疑等》

- 運用目標がまだ決まっていない状況だが、今までの流れに沿って一応「賃金上昇率+1.6%」という目標が与えられたとして、どのような案が考えられるのか、前回ご議論頂いた候補案の中からどのようなことで特定するのかを検討した。

まず、年金財政に与える影響を測るために、実質的な予定積立金額の水準とばらつきをモンテカルロシミュレーションにより測り、また、過去の各資産の実際の収益率の分布を使ってバックテストを行った。結果を比較すると、予定積立金額を下回る場合の度合(下方積率)においてもバックテストでの収益率においても大きな差は出ず、こうした数値的な基準だけで特定するのは難しいのではないかとと思われる。

一方で、特定に際しては、運用の戦略や方向性などの質的な考慮も重要であり、こうした面からは、①ポートフォリオ全体としてのリスクの水準は少なくとも現行並みかそれ以下とするのではないかと、その際には株式の比率が一つのメルクマールになるのではないかと、②世界経済の中での日本の位置づけの変化を踏まえれば若干でも外貨建資産へシフトする方向性なのではないかと、③資産規模が大きいので構成割合の変更に伴う市場への影響について慎重に考えるべきではないかと、といった点がポイントかと考えられ、こうした質的な要素をも勘案して絞り込んでどうか。

なお、乖離許容幅についても検討したが、いずれの案でも現行に比べて構成割合の大きな変更は無いことでもあり、現行のままというのが一つの選択肢かと考えている。

- 予定積立金額を下回る下方積率というのは、どのように読み、評価したらよいのか。現行ポートフォリオ策定の際も検討したと思うが、それとの比較

のようなことは出来るのか。

- 下回る場合のみに着目してその不足額を平均化したもので、額が小さいほうが好ましい。前回とは前提が異なる外、名目ベースと今回の賃金も変動させる実質的なベース、前回の1ケースと今回の金利パスに応じた3ケースでの検証といった違いがあり単純な比較はできないが、前回に近いケースで大まかに比べると、前は下方積率が予定積立金額の約一割程度、今回は一割よりは低い結果となっている。

○ リスク・テイクのスタンスという点では今回の方が慎重になっている。

- どの案にするかについては専門的な検討が加えられており、またそれほど大きな差はないので特に意見はないが、むしろ、国民の付託に答えるという観点から次のような問いかけにどう答えるのか。第一は、今回は現行との構成割合の変化は小さく、また海外への投資を若干だが増やす方向感だが、リーマン・ショックによる世界的な金融危機の経験をどのように評価しどう織り込んでいるのかという点。第二は、財政検証の前提である長期金利3.7%を3%に下げて考えているが、財政計算はやり直す必要があるのか、つまりは年金財政の維持可能性というのは大丈夫なのかという疑問。

- 一点目の金融危機の経験については、今回は、リーマン・ショック時の市場データを追加的に取り込むことによって、当時の資産間の相関の高まりが、分散投資効果の減少という形で最適化に反映されている。海外投資への方向性については、現象としてはショック後の株価の戻りは海外の方が大きいという面もあるが、基本的にはポートフォリオ全体での株式比率で押えるといったことではないかと考えている。

二番目の点については、平成21年財政検証においては、給付や保険料は賃金上昇率にリンクしているので、運用には財政への貢献として賃金上昇率+1.6%が求められているので、これが満たされる限りは運用としては問題は無いということになる。

- その理屈だと長期金利が何%でも、3.0%ではなくて2.5%、3.5%でも同じことになるのでは。

- ポートフォリオを考える際には、賃金上昇率や各資産のリターンを捉える上で基準となる長期金利が必要であり、最適化のパラメーターの検討の中で議論頂いたとおりであるが、長期金利の水準の変化に伴って賃金の伸び率も概ね連動して変わることを想定している。

- 危機の経験をどう活かしているのかという点に関しては、規模の大きな公的年金の運用の仕方として、国内債券を中心にリスクの小さい運用をしてきたのでショック時の損失が他の年金に比べても小さくて済んだということで、リスクのとり方としては間違っていなかったということが基本的な姿勢、前

提だと思う。

その上で、この危機を契機として、これまであった世界の資本市場の成長、リターンの源泉についてシフトが起こることが懸念されていて、そういう意味で、新興国の株式への投資も含めて、グローバルなマーケットの成長軸に対して少しシフトをしていくことが必要であるということを織り込もうとしているということだと理解している。

- 昨年度約 10 兆円のマイナスだったが、リスクを抑えてきたが故にマイナス幅が非常に少なく済んだことは、ある程度評価されてもいいのではないかと考えている。リスクのとり方を大きく変える必要は無いのだと思う。また、外貨建資産へのシフトという方向性については、これからの流れの中での説得性はあるのではないかと感じる。

- 乖離許容幅は、国内債券が±8%で一番大きく、外国債券とか外国株式でも±5%あるが、これを変えないというのは何か根拠があるのか。

- 国内債券の±8%については、国内債券の変動だけではなくて、株式の大きな変動の反射的なものとしてセットされている面がある。

一見大きそうに見えるが、リーマン・ショックの時のように、内外株式が同じ方向で下落してウェイトが大きく下がり、その分国内債券のウェイトが上がる場合があり、さほど広過ぎるということではないと考えている。

- 過去の実績から、このくらい動くことも最大あり得るということか。
- 過去のヒストリーの中でも、これだけの幅をとっていても、国内債券が他の3資産の下落のために持ち過ぎという状態が発生し得るということがわかっている。リーマン・ショックの後でまだ資本市場のボラティリティが高い中で、乖離許容幅を急激に縮めるとか、他の考え方を整理しないで変更するというのはリスクがある。そういう意味では、基本ポートフォリオの中に入れる案としては、現行の乖離許容幅しかアイデアはないということかと思う。

私は、これがいわゆるリバランスをかけるトリガーになってくるという意味で非常に大事だという認識で、ポートフォリオと共に開示される情報であるということを考えると、何%ぐらい乖離すると管理運用法人のリバランスが掛かるかということを市場が読めるということになる。むしろ重要なのは実際のオペレーションをどうやるかであり、この点についてもう少し時間をかけて検討してはどうか。

- 私も同じ意見で、実際にそうなった時にどういう運営をするか、どこまで戻すのか、どれぐらいの期間をかけて戻すのか、なるべく早い時期にきちんとルールを詰められた方がいいかと思う。
- 今後詰めてゆくことだが、過去ニューマネーがある間は、そのキャッシュ

を使って出来るだけ基本ポートフォリオに近づくようにしていた。キャッシュアウトのフェーズに移っても基本的には同様に、キャッシュアウトの影響も含めてリバランスを考えていくということだと思う。ただ、実際に売却を考えてゆくと、なかなか単純にはいかなくて、その時その時のマーケットを見ながら執行部において判断する余地を残したものでないとうまく行かないのではという感じを持っている。

また、キャッシュアウトで足りない場合には、売買を伴ったリバランスをすることになるが、その際には中心線まで戻すと売却の量が非常に大きくなるので、幅を超えた分だけを上下限まで戻すことを小刻みにやっていく方が良いのではと思っている。

- 乖離許容幅を超えた時に始めてリバランスするという事で、超える前にはリバランスはしないという考え方か。
- 幅の少し内側にラインを設けるといったことも考えられるかとは思いますが、基本は、超えたら超えた分だけ戻すということかと思っている。
- この乖離許容幅の中でも裁量を入れてはという意見の方もいらっしゃるし、素朴にどうするのだということもあるだろうし、引き続き検討された方がいい。
- オペレーション上のガイドラインとして客観的なルールをどう決めるのか、執行部の判断に依存する部分をどのように織り込むのかということも含めて検討した方がいい。
- 乖離許容幅についてはそういった位置づけで、実際には運営の仕方をもう少し検討するという事でどうか。ポートフォリオの特定の考え方については、いかがか。
- 私はまず、百何兆円の資産の市場に対す影響を考えると、構成割合を変えてとしてもなかなか限界があって、そういう意味では動かしても1%、2%といった世界かと思う。二つ目は、リスク・テイクに慎重なスタンスであることが大切で、リスクが現行と同じかあるいは低い案となろう。先ほどの下方積率のシミュレーションの結果もどちらかといえばリスク・テイクに慎重なスタンスとなっているので、考え方として筋が通ると思う。

三点目は賃金上昇率+1.6%を目標にするのであれば、賃金と企業収益との関係はすっきり理解できるので、そういう意味で国内株式と他の資産の相対的なバランスが良い案になるのではないかと思う。

議 事 (2) 次期中期計画 (案) について

(年金積立金管理運用独立行政法人 第2期中期目標 (案) の概要)

(年金積立金管理運用独立行政法人 第2期中期計画 (案) の概要)

(中期目標(案)・中期計画(案)対比表)

《中期目標(案)について厚生労働省より説明、以下、質疑等》

- 目標に「運用受託機関等の選定過程においても、運用委員会の審議を経ること」とある点について、今までは選定に関する報告を受けてきているが、今後はそれとは違うことを何か具体的にお考えなのか。
- (厚生労働省) 管理運用法人と今後よく相談していくことになるが、基本的には、選定のプロセスにもう少し関わって頂けないだろうかと考えている。

《中期計画(案)について事務局より説明、以下、質疑等》

- 先ほど説明のあった中期目標に沿った計画とするほか、借入金に関して独立行政法人通則法に従いその限度額を定め、また、宿舍の売却に関する計画等を入れている。なお、運用受託機関の選定への関与については、委員の皆様のお知恵を効率よく拝借できるようなことを工夫して参りたいと考えている。
- まだペンディングのところもあるが、文言等は別にして、内容に関してはご異存ないと思いますので、これでよろしいですね

議 事 (3) 業務方法書の変更(案)について

(年金積立金管理運用独立行政法人 業務方法書の変更(案)の概要)
(業務方法書(案)新旧対比表)

《事務局より説明、以下、質疑等》

- 今回は、新たな中期目標・計画に即して、短期借入先の選定に関する条文の追加や、その他法律改正に伴う変更を行う。
- 業務方法書については、これでよろしいですね。

議事(3) その他

(平成21年度資産管理機関の総合評価結果について)

《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12月）)

《事務局より説明。以下、質疑等》

—質疑等—

特になし。