

第 35 回運用委員会議事要旨

1. 日 時:平成 22 年 2 月 24 日 (水) 18:30~19:55
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) 次期中期計画 (案) について

- 議事に先立ち、本日の臨時の開催の事情、趣旨につき法人の方から説明をお願いします。
- 前回の運用委員会で中期計画 (案) を審議して頂き、次期基本ポートフォリオについては、運用目標がまだ決まっていなかったが、仮に賃金上昇率+1.6%という目標が示された場合には、それまで議論して合意を頂いた線で対応し、その他の部分についても文言などの若干の修正はあり得べしということを進めていくことをご了解頂いた。

しかし、ここへ来て、厚生労働省のほうで中期目標の内容が詰まってきて、その中で、運用目標は、我々が想定していた通りにはならず、暫定的な性格のものとして目標数値が示されない抽象的な目標となることとなった。

これを踏まえて、次期基本ポートフォリオをどのようなものにするのか、又、その他目標に追加された事項もあるので、これも含めて中期計画の修正につきお諮りしたい。
- それでは、中期目標について厚生労働省から説明をお願いします。
- (厚生労働省) まず、運用目標については、今までは財政検証をベースに考えてきたが、新政権になって、年金制度そのものの抜本的な見直しが今後予定されており、又、この独法の在り方についての検討会での議論も行われている状況の中であって、今回、従来の路線どおりに目標を決めるのではなく、暫定目標というような形とすることとなった。具体的には、達成すべき利回りの数値は示さずに、「この運用目標は、暫定的なものであることに留意し、安全・効率的かつ確実を旨とした資産構成割合を定め、これに基づき管理を行うこと。その際、市場に急激な影響を与えないこと」という目標になった。暫定的であるということと、市場に影響を及ぼさないこと、この二つを併せ

ると、結果としては当面ポートフォリオを余り変更しない、つまりは現行の基本ポートフォリオを引き続き暫定的に用いるということを基本的に想定しているものと受け留めて頂いて良いかと思う。また、基本ポートフォリオが安全・効率的かつ確実ということから外れる場合には見直しが必要であろうということで、資産の構成に関する事項の中で、「市場動向を踏まえた適切なリスク管理等を行い、急激な市場の変動があった場合には、中期目標期間中であっても、必要に応じて見直しの検討を行う」旨を盛り込んだ。

この他に、前回の中期目標案に追加した事項が二つあり、一つは「内部統制の一層の強化に向けた体制整備」ということで、「法人の業務が運用受託機関等との不適切な関係を疑われることがないよう、役員の再就職に関し適切な措置を講ずること」とした。

もう一つは「透明性の向上」ということで、運用委員会で運用受託機関の選定過程に関わって頂く際に、管理運用委託手数料の水準についても審議の対象とすることが加えられている。

- 中期目標の期間は5年間と明記してあるのに、暫定的であるというのとはどういう意味か。暫定的な状態が5年間続くのか、それとも5年間のうちに暫定的なものを見直すということなのか。
- (厚生労働省) 5年間のうちに暫定的な目標の見直しがあり得るということ。
- 暫定的ということの中身だが、年金制度を見直す、法人の在り方についても検討を進める、従って、目標が暫定的なものになるという論理がよくわからない。100兆円を超える資金が現にあり、運用しなければいけない訳で、最新のリスク・リターンの数字を使って絶えず見直す、そういうことは暫定的でも何でも無いのではないか。「この運用目標は、暫定的なものであることに留意し」とあるが、何に留意したらいいのか。
- (厚生労働省) 今後いろんな見直しが進んでいく中で、こうだといったようなことを申し上げる時期が、この期間中にもあり得るという意味である。
- 文面としては一応わかるとして、これが今のポートフォリオを維持することには論理的にはならないように思えるが、そういう理解でいいのか。それから、暫定的で安全・効率的ということと、長期的な視点から安全・効率的ということが若干整合性を欠くような気がするが。
- 運用期間が非常に短いのであればリスクは取れないという考え方もある。今までのように、これは長期的なポートフォリオだということにならないのではないか。
- (厚生労働省) これまでの、例えば賃金上昇率プラスいくらだからこうした基本ポートフォリオになるといった論理性は、この目標からは必然的には出たはこないが、一方で、市場に急激な影響を与えないということがあるので、

今のポートフォリオを基本的に維持するといったことがこの目標から読めると考えている。

二点目については、目標の中の基本的な方針で、長期的な観点から運用することとしており、この点は今までと変わらない。

- 「急激な市場の変動があった場合には、中期目標期間中であっても、必要に応じて見直しの検討を行うこと」とあるが、現在は、策定時に想定した運用環境が現実から乖離していないかどうかをチェックして行動を起こすということだから事を進めやすいと思うが、今回は、計画が暫定的なところであって、市場の急激な変動というのをどう定義して対応していくのかがよくわからない。100兆円を超える規模を考えた時に、この表現には不安を覚える。
- (厚生労働省) 見直しというプロセスには必ず入って頂いて、検討の結果として、ポートフォリオを維持するかしないかはその時のご判断だと思っている。
- 目標についてはこれぐらいにして、これを受けた中期計画(案)について、事務局から説明をお願いします。
- 基本ポートフォリオについては、この目標をどう受けとめるのかについて整理が必要。まず、「安全・効率的かつ確実」という点では、現行の基本ポートフォリオは安全・効率的かつ確実なものとして策定され、その後も今まで毎年度の検証を経て実際に使われて来ているという意味において、これが担保されていると考えられるのではないかと。補足だが、これまで運用委員会で検討してきた案のリスク・リターン特性も現行基本ポートフォリオと結果的にそんなに変わらない。そういう意味でも現行のものが安全かつ効率的であるということについての一応の確認は取れていると言えるのではないかと。

次に現行を引き続き用いるということは、資産構成割合の変更がないという意味で市場に影響を及ぼさないということが確実である。従って、あくまでも長期的観点から定められたポートフォリオを暫定的に使うという意味合いで、現行の基本ポートフォリオを次期中期計画における暫定的な基本ポートフォリオとするという整理になるのではないかと考えられる。
- 目標から直ちに現行の基本ポートフォリオが出てくるという訳ではないのだが、諸般の事情を考えると、このようなことが期待されているのではないだろうか、予定されているのではないだろうかということでの整理と理解する。
- 私は、運用委員会が今まで検討してきた案を次期基本ポートフォリオとして決定することのどこに問題があるのだろうかと思う。この案は、現行の基本ポートフォリオとリスク的にはあまり変わらないこと、市場に大幅な変動を与えるような資産構成の変更もしないことを考慮し、かつ重要なことは、

2008年秋以降の世界の金融市場の動向を踏まえつつ選択したものであり、それを選ばないで現行のものを選ぶということは、運用委員会で議論したことを否定するというか、無視するというか、忘れるというか、そういうことを意味することになるのではないか。

今回の中期目標は、運用委員会が時間をかけて議論して考えた一定の方向性に対して、それをやらないでくれということまで求めているのかどうか、確認させて頂きたい。

- この前から議論してきた案は、賃金上昇率+1.6%を求める為にこれが良いだろうというものであったが、今回はそういった目標が無くなる訳で、この目標で新しいポートフォリオは出来ないのだと思う。

また、暫定的ということを経年保有するポートフォリオというふうにと考えると、一種のシナリオを置いて作らないと意味が無くて、このポートフォリオは30年ぐらい持った場合にこういうふうなことだからということも言えないのではないかと。新しいポートフォリオを作るということは出来ない中で、現行のものとするのの意味づけは何かということ、積極的にこれが良いからということではなくて、先程の事務局からの整理にあったように、現に今まで用いてきて一応安全・効率的、確実なものだということに解釈できるのではないかと考えている。

- 確かに今まで検討してきた案を選ぶ理由が一つ抜けたとしても、現行のままが良いとする理由にはならない。直ちにそれに代わるものを選ぶことは出来ないことから、現行ということにならざるを得ないという事情もわからない訳ではない。しかし、我々としては、海外資産のウエイトを少し増やしたほうが良いのではないかと真剣に議論したことに対して、その暫定と言われている数年の間、放って置いてもいいということにはならないのではないかと。思う。

- この運用目標を踏まえてポートフォリオをこういうふうに変えたということには言いにくいように思う。

- それはわからないではないが、このタイミングを外してこの問題を議論して具体化することは出来ないのではないかと。現行で暫定の形で行くという枠の中では、今後見直しの検討をしても、結局見直すような意味での行動は暫定が解けるまでは出来ないのではないかと私には思える。

資産構成をたとえ僅かずつでも海外へシフトしようと思ったことを小さいと考えるか、大きいと考えるか、重要だと考えるかというところの判断の違いはいろいろあるとは思いますが、そこが運用委員会として一番難しい判断を迫られているのではないかと。思う。

- 我々は今まで賃金上昇率+1.6%ということに検討してきたが、今回の中期

目標の一番強いメッセージは、それは無しとしてくれ、年金財政から外すということだと思う。つまり、根幹のところを外さないしはもう少し先で考えるというのが趣旨だと、私は理解している。

- ただ、先程の意見にあったように、運用は継続していくのだから、新たな目標が示されない限り従来の目標を一つの示唆として動いていく。その点に照らして、今何も変える必要が無いのかということに関しては再検討する必要があるのではないか。
- （厚生労働省）先程は、暫定ということなので今をベースに考えるのが基本になるという意味で、基本的に現行の維持を想定しているというふうに申し上げた。変えるという選択を全く否定するものでは無いのだが、現行を維持するのであれば目標の範囲内だが、それ以外のものに変えるということであれば、それだけの積極的な理由、どうしてそうするのかという部分が必要になってくるであろうということだと思う。
- ならば運用目標で「暫く従来どおり」とすれば良くて、そこを曖昧にしておいて、ポートフォリオを決めてください、しかし、現行と違うのを決めるには説明が必要だと言うのは、透明性に欠けた議論ではないか。
- （厚生労働省）ポートフォリオの策定は一義的には運用委員会に諮った上での管理運用法人の権限であり、そういう意味で申し上げた。
- であれば、基本ポートフォリオの策定について運用委員会が決定する時期を延期するという事でないと、運用委員会としては困るのではないか。つまり、これを運用委員会として決めるとした時に説明がつかない。検討する為の前提条件を与えられない状況になったのだから、それを与えられる状況になるまでは、策定の作業は延期して欲しいというふうに要望して頂く方がいいのではないか。
- 安全かつ効率的という目標は、国内債券並みのリスクで出来るだけ高い実質リターンをとるというふうに理解してもいいのかなと思う。実質で1.6%というものはとりあえず外されたとしても、現行ポートフォリオが同程度のリスクで一番実質リターンが高いのかどうかという検証をやる。我々今までそのパラメーターも検討してきた訳だから、そういう過程を経て、少なくともチェックはして、現行に落ちつくのか、そこを若干微調整するのかという検討はしてもいいのかなというふうに思う。
- 私も、それは一案だと思う。暫定的というのは2年か3年後に制度の変更により見直さざるを得ないのは覚悟の積もりでという意味だけれども、我々には受託者責任があり、無責任なポートフォリオを4月1日から走らせる訳にはいかないということは重要だと思うので、今の意見のような検証作業を至急にやってみてはどうか。

- 今度の場合は、暫定的と言うことで数年ぐらいしか予定してないポートフォリオとなるが、その検証を長期間保持した場合のリスク・リターンで行うということは矛盾しないのか。新しいポートフォリオを作った時には、どういうポートフォリオかという話になり、リスク・リターンの説明を求められることについてどのように考えたらいいのだろうか。
- 今までも毎年一回データを追加して検証をしている。私はせめて、それはやる必要があると思う。
- 検証する時に、今度は具体的な目標がない中で何を見直すのだろうかと言うことになるのでは。目標が無い中で、資産構成が変わる、あるいはデータをアップデートしたら資産構成が変わるというのもおかしいのではないかと。つまりは、新しく変えるということの進めそのものが出来ないのではないかと。思うが。
- より効率的なポートフォリオがあれば、それに変わるというのが我々の責任だと思う。例えば、現行と同じリスクでより高い期待リターンがあるポートフォリオがあるのに、何故それに変えないのだということになるのではないかと。
- ご指摘のとおり、より効率的なポートフォリオがデータをリバイスすると出て来るかも知れない。リターンが今と同等でよりリスクの小さいポートフォリオで行くのか、それともリスクが同等でより高いリターンで行くのかという、少なくとも二つの選択肢があり得るだろう。その際に、どちらの選択肢をとるのか、今までは基本的に年金の制度運営から出てくる具体的な目標があって、それに照らして決めていたが、今回は、そこのところが次の年金制度が出てくるまでは、今の時点では、確たることが言えないということなのではないか。
- 確かにそこのところが最終的には難しいが、検証をやってみるといことなのではないか。
- 目標が、我々が想定していなかった形でぎりぎりのタイミングで急に出てきたのはサプライズだ。今回の目標の趣旨は一応理解して酌むとしても、余り時間が無い中で、我々として出来る最低限のチェックとして、今までの検討に用いてきたデータで現行基本ポートフォリオの特性を検証し、次回の運用委員会で対応を議論するという事としてはどうかと考えるが、よろしいでしょうか。また、基本ポートフォリオ以外の部分についての目標とそれに対する計画（案）はこれでよろしいですね。