

第 48 回運用委員会議事要旨

1. 日 時: 平成 23 年 5 月 16 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. 出席者: ・植田委員長 ・宇野委員長代理 ・稲葉委員 ・臼杵委員 ・小幡委員
・草野委員 ・佐藤委員 ・能見委員 ・村上委員 ・山崎委員

4. 議事要旨

(1) 平成 22 年度のキャッシュアウト対応と今後の見通しについて

平成 22 年度のキャッシュアウト対応と今後の見通しについて事務局より説明が行われた後に、資金回収方法について質疑等が行われた。質疑等の概要は、以下のとおりである。

委 員 市場運用分からの回収は、マーケットインパクトがあまり大きくなければオーバーウエイトのアセットを取り崩す、場合によっては少し債券を早めに取り崩すといった理解でよろしいか。

事務局 必ずしもオーバーウエイトのものを自動的に売却するというのではなく、その時どきのマーケットの状況等に応じて最も影響が少ないと思われる方法での売却を考えている。

(2) 国内債券運用の見直しについて事務局より説明が行われた後に、見直し内容について質疑等が行われた。質疑等の概要は、以下のとおりである。

委 員 キャッシュアウトに活用するために満期まで保有するという新たなファンドについては、国債は流動性も十分あるので、特に満期保有する必要はないが、流動性の低いものを中心にするのであれば意味のあるやり方だと思うが、具体的にはどういうことを考えているのか。

事務局 流動性の低いもの、あるいは一般債だけを移管すると、パッシブ運用を維持するために元のファンドでリバランスする必要が生じることになるので、一般債を含めたパッシブファンドをそのままの形で移管するのがいいのではと考えている。

委 員 そうだとするとファンドを分別する意味合いは何か。

事務局 国内債券のファンドは、ベンチマークに合わせて残存期間が 1 年未満となっ

た債券を売却し、新発債を買うというリバランスをやっているが、新たなファンドは満期まで保有し、売らなくて済むというメリットがあると考えている。

委員 ベンチマークのインデックスが1年未満の債券は含まないつくりになっているため、運用者は1年未満になった債券を市場で売却し、わざわざ取引コストを払って他の債券へ再投資をする。ベンチマークに合わせて機械的に1年未満債を売却し続けるのは、無駄なのではないか。

現状は、キャッシュアウトの際にもマーケットに与える影響を考慮し売却資産を選択しなければならぬ状況であり、1年未満の債券売却の無駄を省く形にすれば、キャッシュアウトやリバランスの際に柔軟に対応できるようになる。このため、規模については積極的に考えるべきではないか。

事務局 規模については、例えば市場運用分全てを満期保有とした場合、ベンチマークより相当程度デュレーションが短くなり、基本ポートフォリオへ影響を与えることになる。

委員 満期保有の場合、最初はベンチマークと同様な構成比だったとしても、満期で償還になる都度構成比が変わっていくことになる。その点を加味したベンチマークを作るのか。

事務局 カスタマイズ・ベンチマークは、ファンドを移管した日に市場に存在するNOMURA・BPIの構成銘柄を特定し、その後発行される新発債は入れない形で満期まで保有するとどうなるかを、ベンチマーク・ベンダーの時価で計算して頂くことを考えている。

委員 ベンチマークの意味は、事後評価ではなく、入れ替えというか、この新しいファンドに次に何を組み入れるかという目標設定のリードではないのか。

事務局 このファンドは、一度移管をしてしまうと満期償還までは基本的に売買しないので、新発債が出ても買い増しをするということはない。

委員 アクティブを解約したときの受け皿にもなるというような、多少の流入があるということか。

事務局 その場合は、新発債を買うということではなく、ファンドを追加で受け入れるタイミングで、さらにそこから始まる評価ベンチマークをカスタマイズするということになる。

委員 同じパッシブでも、ファンドごとに保有銘柄は異なるのではないか。それぞれの銘柄を基にベンチマークを作るのではなく、全体で一つとするのか。

事務局 ファンドへ移管した銘柄を特定し、時価はベンチマーク・ベンダーがつけ、基本的に保有している銘柄の比率はそこで特定するという考え方もある。

委員 持ってきた銘柄をバイ・アンド・ホールドするということが、持っている途中で何かクレジットリスクが悪化した場合はどう対応するのか。

事務局 クレジットリスクを適切に管理できるようにするには、三つの段階があると考えている。第1には、カスタム・ベンチマークにルールを設定する。BPI総合

では、格付けがA以上で、BBB以下になったときにベンチマークから外れることになるが、カスタム・ベンチマークではBBBまでとするルールにするのかどうか。

第2にどのようなガイドラインを与えるのか、という問題。最後に実際に運用を行うインハウスにおいて、そういうイベントがあったときに格付けに関係なく売却することとするのかどうか。

委員 国内債券のベンチマークと差が出た場合、その差に対する説明をどうするのか。

結局、ブレを許容しても、ファンドをつくるメリットがあるのだというところが、このファンドをつくる一番核心のところではなからうか。

委員 このファンドは、キャッシュ・マネジメント・コスト、取引コスト、金利リスク、デュレーションの問題等を含めて、ミニマイズする可能性がある。

一定の割り切りを持って、かつ償還がある程度計算できることにより、キャッシュ・マネジメントのコントロールについても、コストが少なくなる可能性があるという意味で非常に効率的な対応の仕方なのではと考える。

委員 債券全体として考えた場合、NOMURA・BPIとミスフィットする点については、ファンドのメリットの方をとるような方向でいいのかなというふうには思う。

ただ、ベンチマークとして本当にNOMURA・BPIがいいのかどうか。第1期の中期計画作成時には5年半程度だったNOMURA・BPIのデュレーションが、現状では全く異なっていること、また、金利上昇をこれからどう考えるかという問題もあることから、基本ポートフォリオを正面から見直すということではない範囲内でどういった対応ができるか考えたい。

委員 この新たなファンドでは、ベンチマークよりもう少しデュレーションの短いものを持つようになるわけだが、リスク・リターン特性は、例えば中期計画を考えたときの債券のところからずれてくるのではないか。

事務局 現在のリスク特性に大きな変更は加えない程度の規模としたいと考えている。

事務局 国内債券の中には、財投債の部分と従来の市場運用の部分が既にあり、NOMURA・BPIのベンチマークに対して、これまでも財投債の部分については償却原価法という別の評価機軸を入れて、トータルとしてのリターンはお示ししてきた。財投債ファンドの過去の規模から考えても、全体の中での位置付けでは、それほど大きく逸脱はしないのではないかと考えている。

基本ポートフォリオの中での債券のウェイトを算出する際、その部分がどの程度の評価額になっているのか、そういうことを把握するためにベンチマークは必要だろうというような観点で、先ほどいくつかご指摘をいただいた技術的な問題をもう少し整理をさせて頂き、次回ご議論頂きたいと考える。

(3) リスク管理状況及び東北地方太平洋沖地震の影響等について

事務局より、リスク管理状況及び東北地方太平洋沖地震の影響等について説明が行われた後に、基本ポートフォリオへの影響等について質疑が行われた。質疑等の概要は、以下のとおりである。

委員 前回提案した基本ポートフォリオの見直しについては、震災ということだけではなく、基本的にはトータルの債券運用の環境の変化の中で考える必要があるのではないかと思う。基本ポートフォリオについてはこの前決まったばかりだということはあると思うが、次回の論議の中でトータルの考え議論する必要があると個人的に考える。その際には、日本と海外という分け方がいいのか。もともとグローバルというカテゴリーの中で、日本のウエイトを考えればいいのではないかという議論があったと思うが、そういう方向で議論したほうがいいのではないか。

委員 特に債券の部分日本と外国に分けないほうがいいということか。

委員 議論をするのであれば、個人的意見としては、債券も株式もグローバルというカテゴリーで考えたほうがいいのではないかと考える。

委員 現行の枠内でということ概ねいいが、基本ポートフォリオに関係するという話もあったので、正面からそれらを総合すると、基本ポートフォリオの議論にはなるのではないかと考える。そこは個人的な意見だが、そういう流れの下に基本ポートフォリオについても一度正面から議論する必要があるのではないか。

事務局 基本ポートフォリオについては、第1期から第2期中期目標期間に切り替わる際、第1期の運用委員会の先生方の下で1年近く議論をして頂いていたが、年金制度の見直しが予定されていることや当時GPIFの在り方についての議論が行われていたことから、当面、基本ポートフォリオを暫定的なものとして考え、第2期も第1期のものを基本的に踏襲するという形となっている。

そのような経緯から考えると、未だ年金制度本体の在り方について具体像が一般的に示されていない中で具体的な議論に着手するのはなかなか難しいと考える。

ただ、それとは別にマーケットそのものの構造変化があり、それが従来の前提とは違うような構造になっているのであれば、それを踏まえて基本ポートフォリオ見直すべきであり、それがまさに委員からも指摘あった、今回の震災というものがどうなのかということで、検証したうえでご報告をさせて頂いた。

委員 基本ポートフォリオの枠内で、例えば債券のポートフォリオの中身をもう少し考えるかどうかを議論することも可能かなと思う。すぐに金利上昇がある状況では多分ないと思うし、制度的な制約もあるということから考えると、今基本ポートフォリオを見直そうということを出すつもりはないが、ただ、逆

にこれだけの大きな組織が、仮に何らかのきっかけで、期待インフレ率が高まったようなときに、金利が上昇したときに、すぐ何か対応できるかということ、なかなかそうもいかないということで、ある意味でコンティンジェンシーに備えるという意味で少しそういう研究をしつつ、場合によって、今の基本ポートフォリオの枠組みから大きく外れない中で、何か金利上昇に対応するようなことがあるのであれば、それを採用することを検討するというような形で議論をしてはどうかと考える。

委員 年金制度を含めた、あるいは経済見通しのつくり方のプロセスの改定という話は直には対応できないと思うが、一方で、マーケット動向について何か思われるところがあり、それが基本ポートフォリオの見直しに関連するものであれば議論しておくべきだと思うが、議論のタイミング等について意見はあるか。

委員 そういう方向性でいいと考える。中身の見直しを大きく振りかぶり過ぎると制度が変わるのが分からないから何もできないということになるが、一方で市場の動きに変化があるということになれば、その動きを踏まえ、技術的に見直しのポイントがあるか、ないかを議論していけばいいのではないか。

委員 前回のポートフォリオの見直しの議論においても、大きく根底からポートフォリオを見直すということにはならなかったと思う。そういう中で、年金制度そのものについての結論が政治的には先送りになってしまったので、とりあえず従来のまま延長しつつ、エマージング等も少し工夫しましょうよというのが今の状況だろうと思う。

震災後、金融マーケットに大きな変化があるかどうかはしっかりウォッチしていかなければいけないが、今のところ、大きな変化はありそうにないというのが大体共通した認識ではないか。今ここで、それをすぐ慌ててそれに対応するというより、状況を慎重に把握し、かつタイムリーに見ていくのが重要なのではないかと思う。

もう一点、政府が年金積立金をどのように使うというのは今のところ全く分からないが、それはその状況をしっかり見た上で、どう対応するかというような議論に持っていったほうがいいのではないかと考える。今の状況を私はもう少し様子を見ながら、ただ意見交換は並行してやることについては一向に構わないと思う。

委員 1年間、基本ポートの議論してきた経緯というのは、先ほどの事務局のとおりであり、私自身も随分いくつか意見、基本的にはポートフォリオの多様化等を言った。しかし、結局この枠組みとの矛盾や、どこまでリスクかということの意味合い、目標リターンをいくらししないと年金財政がもたないのかという根幹のところが決まらずにまとまらなかったという点もあったが、それでもコンセンサスを集めて現状の基本ポートフォリオとした。

私が、それでもいいと考えたのは、現在の枠組みの中でも、相当のことがや

ろうと思えばやれるからだ。例えば、新興国株式はアロケーションの一つのジャンルを設けたわけではなく、従来やっている延長線上ということで、それを意識的にやって運用でカバーしている。現行基本ポートフォリオの中でも、いくつかのイベントリスクに対して、本当に構造が変わりそうだといったときに議論をし、まずこうすべきだということがあれば、かなりのことができる。そこでまずやりながら、それでもなおかつ構造変化に対して基本ポートの枠組みがどうにも桎梏としてならないということであれば、前提条件がまだ決まってないわけだが、我々のほうから提案してもいいと思うが、今はそこまでの状況ではないのではないか。

以上