

## 第 66 回運用委員会議事要旨

1. 日 時: 平成 25 年 4 月 12 日 (金) 16:00~17:30
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 ・白杵委員 ・大野委員  
・小幡委員 ・薦田委員 ・佐藤委員 ・能見委員 ・村上委員

### 4. 議事要旨

- (1) 「基本ポートフォリオの検証について」について  
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 今回の検証では第 3 期中期計画に向けての基本的な考え方を整理することにもウェイトを置いた方がいいのではないかと。GPIF の基本ポートフォリオはリスク性資産のウェイトが少ない。債券運用を基本としつつも、リスク性資産を含めたより一層の分散投資を進めるべきではないかと。

厚生労働省 現在、26 年の財政再検証に向けて作業を進めており、そこでの諸前提を踏まえつつ、運用委員会の方で第 3 期の中期計画を作っていただくことになる。今日お願いしている検証は現在の基本ポートフォリオのリスク・リターンが「安全かつ効率的」でない場合、必要に応じて見直すことは、現在の中期計画の途中で「ある」と考えている。

委 員 国内債券並みのリスクといっても、国内債券のリスクが変動しているのだから、改めて考えなければならないのではないかと。足下のボラティリティが上昇していることもあり、中長期の予測ボラティリティも上昇している。その点も検討する必要があるのではないかと。

委 員 リスクを上げなくてもリターンを高めることができる基本ポートフォリオがあり得るならそちらを選んだほうがよいが、リスクを上げてリターンを高めようとしているのであれば、そのリスクをどう評価するか議論しなければならない。

委 員 安全かつ効率的というのは、トレードオフでありながら、長期的な観点に立ってみると、両立させることは可能なのではないかと。つまり短期的なボラティリティはあっても、長くならしてみると、相対的に安全で効率的なパフォーマンスを実現することはあり得るのではないかと考えている。

委 員 長期的にリスクを評価する方法に変えれば、よりよい基本ポートフォリオを見つけることができるということか。

委員 目先のボラティリティだけがリスクとして認識されていて、長期的ということが生かされていないと一貫して主張してきた。リーマン・ショックという鋭角的なリスクが示現したときでも、リスク性資産を5割以上保有する他の基金も長期的に見れば十分耐えられた。

委員 期間の考え方によってリスクが異なるというのは明らかなのだと思う。日々のリスクを管理するのも大切だが、1年当たりで見るのか、5年当たりで見るのかによって、リスクが異なってくるので、年金としてどのようなリスクを重視すべきかよく考えなければならない。

今回は中期目標期間中の定期検証ということなので、構造的なものが大きく変わっていなければ、数字の微修正として粛々とやればいいのではないか。次期中期計画にかけて考え方を整理しなければならないところもたくさんあると思うが、その辺は分けてやったらどうか。

委員 次の第3期に向けて GPIF の基本ポートフォリオの基本的な考え方をいろいろな角度から見直す必要があるという意見に賛成する。現行の基本ポートフォリオが直面している潜在的なリスクの大きさをきちんとこの時点で把握する必要があるのではないか。

第2期中期計画を検討した時は、リーマン・ショックの後で、世界経済や日本経済がどのようになるかわからないこともあり、何も変えなかったという経緯があるが、日本国内の金融政策や経済政策が変わってきていて、金利の動きが当時考えたパスとは随分違ったものになる可能性が出てきている。

基本ポートフォリオの検証は、会計検査院からの指摘に基づいて議題になったともとれるが、運用委員会として、現在の基本ポートフォリオが、今まで想定しなかったような金利リスクに直面しているという意味で、その程度をきちんと把握することが緊急の課題なのではないかと思う。

委員 第3期中期計画がスタートするまであと2年あるので、検証する過程で、ある程度の考え方、方向性が見えたら、その範囲内でポートフォリオ転換の準備する必要がある。ただし、マーケットはこうなりそうだからというのではなく、あくまでも基本ポートフォリオの検証をして、きちんとした認識に基づいて動き始めることが大事だと思う。

委員 会計検査院から指摘を受けているので、安全・効率的かつ確実かということについて検証しなければならない。目標リターンの提示が無い中で、基本ポートフォリオを見直す必要があると判断されたとき、具体的にはどうやった手順で見直すことになるのか。

事務局 第2期の基本ポートフォリオを策定する時も目標リターンが無い状況での検証となったが、有効フロンティアを見て、候補となったポートフォリオのリスク・リターンの性質が現行ポートフォリオとほとんど変わらなかったの見直す必要がないという判断で継続した。今回の検証でも、データを更新して有

効フロンティアを描き直すことによって、現行よりも明らかに安全かつ効率的なポートフォリオがあるのか、実際に見て判断することになると考えている。

委員 有効フロンティアを描くときに制約条件をつけているが、再考する必要があるのではないか。例えば株式投資では国内に集中するよりは先進国、先進国だけでなくエマージング、ひいては公開株だけでなく未公開株と投資対象を広げたほうが効率的であるというのは一般によく知られている。

日本の年金と海外の年金のリターンの比較の議論は、為替の影響も大きいのではないかと考えている。2008年以降は急速な円高局面だった。そういう面も含めて検証して、どのようにリスクを定義するのかなどを考える必要がある。

委員 この検証はどれぐらいの期限までに完了することを想定しているのか。

事務局 委員の皆様のご意見次第だが、次期財政検証の傍らで我々がそれとは別の数字で議論するのは難しいので、次期財政検証が本格的な議論になる前には終わりたいと考えている。

委員 第3期中期計画につながる方向性が好ましいと思うが、時間軸を考えつつ、そこまでにやるべきことと次につなげて考えるべきことを整理してやってほしい。

委員 抽象的な感想になるが、我々の責務は長期的に見て、安全・効率的な運用を実現することだと思っている。今の財政・金融政策の影響を議論するのはよいが、そのために我々の持っている原理原則や基本ポートフォリオを変えるのは、長期的な視点に立った検討姿勢ではないと思う。検証の頻度を高くすることと短期的な視点で検証することは違うので急ぐ必要は特にない。もう少し原理原則を議論できるとよいと思う。

委員 長期と短期の乖離が重要な局面になっている。仮にインフレ率が本当に2%になるとすると、長期金利も上昇する。長期的にはポートフォリオとして債券をたくさん持つのがよいことだとしても、向こう2～3年のポートフォリオを運営するなかで、債券を持つことがよいのかという問題は残る。

委員 長期的に見て、現行のポートフォリオは必ずしも安全かつ効率的に適合していないと考えている。足下の金利の上下動は捨象してもよいが、基本的に国内債券の比率を下げたほうがよいと思っているので、オペレーションをやるのは今からやるべきと考えている。

全体的にはキャッシュアウトの傾向にあるので、少々キャッシュポジションを持っていてもそんなにロスにはならない。今を考慮することも1つのオペレーションとしては必要なこともある。

委員 今までの平均分散法を使った有効フロンティアの考え方ではとらえきれないリスクが今のポートフォリオにはあるのだろうと思う。ファイナンスの世界で確立されているとは言えないが、この数年出てきているような手法、系列相関を入れるとか、足下の動きをもう少し何らかの時系列のような形で入れてい

くことも考えられるし、ストレステストを入れる方法もあるだろう。どれが正しいということは多分なくて、いろいろと見ながら、最後は定性的に考えていくということなのだと思う。

今回、仮に従来の方法を大きく変えないとしても、債券並みのリスクであることを安全と見てよいのか気になっている。

委員 年金財政との相関が高いと考えられる賃金の上昇率からの乖離という意味でのリスクをどの程度最小化するかという観点から見るべきだという議論もある。

事務局 厚生労働省の専門委員会の中で、我々に対する目標の与え方、リスクの尺度について議論されていると認識している。

委員 安全かつ効率的というのは、人によって解釈が違うので、もう少しわかりやすいように、言葉の意味を定義しなければいけないのではないかと思う。私は公的年金には財政上求められるリターンがあるので、できるだけ最小化したリスクの下でその目標とする利回りを達成する方法と考えたほうがわかりやすいのではないかと思っている。ただ、そのリスクの定義もどのくらいの期間で考えるかなど、いろいろと整理しなければならない問題がある。

長期的には金利水準が3%になったとしても、実質で考えれば問題ないのかもしれないが、例えば、少し金利が上昇しそうなときは、基本ポートフォリオは変えずに乖離許容幅での実践の対応を考えるのか、それとも、そのようなトレンドを基本ポートフォリオに織り込んで策定するのか、ポートフォリオのつくり方が分かれるところだと思う。どのような考え方をとるのかを整理しなければならない。

以上