

第74回運用委員会議事要旨

1. 日 時: 平成26年1月20日(月) 15:00~17:00
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 ・薦田委員 ・佐藤委員 ・能見委員 ・村上委員
4. 議事要旨
 - (1) 「平成25年度 第2四半期運用状況について」について
質疑等はなかった。
 - (2) 「キャッシュアウト及びリバランスについて」について
質疑等はなかった。
 - (3) 「平成25年度 運用受託機関等の総合評価結果について」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 エマージングについては、始めて間もないにもかかわらず、評価が芳しくない先が結構あるのはあまり良い状態ではないと思うが、今後のためにも、選定の時に定性評価などで見たポイントがどうだったのかなど、考え直してみる必要があるのではないかと思う。

定量評価については、評価時期がパフォーマンスに影響しているものもあるのではないかと。例えば、外債にしても時期毎に財政がいい国、悪化している国があり、株式などで銘柄選択等に使われているレシオも時期によって跛行性がある。この評価結果によって、配分を止めてしまうのが結果として良かったのかどうか事後的にでも評価してみる必要があるのではないかと。時期毎に跛行性があるとすればコンスタントに配分していった方が全体として良くなるかという点も考えていく必要があるのではないかと思う。

事務局 配分、回収のやり方については、マネージャーのインセンティブを重視して、成績を上げた人にはそれなりの配分をし、芳しくない人からは少し削るといったような、マネージャーのインセンティブという観点を主にしている。

特に外債などは、一部回収・配分とはいっても多少入れ替えをする程度で、ストラクチャー上はそんなに大きな影響はないかと思っている。

ただ、おっしゃるとおり、これは投資哲学が効く時期、効かない時期がある

ため、総合評価については今年から過去5年のパフォーマンスで見えており、我々としては基本的に長期的な視点で見ているところである。

委員 マネージャーのインセンティブを重視する必要もあるかもしれないが、スタイルを変えてでもリターンをとりに行くというように、インセンティブが逆に働くこともありうるので、その辺はウォッチしていただければと思う。

(4)「物価連動国債の導入について」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 物価連動国債の購入には反対である。理由は、インフレリスクは多少ヘッジできても、名目金利上昇リスク、クレジットリスクに対しては対応できていないので、あまり購入の意味はないのではないかと思うからである。また、市場も十分発達していないため、価格面でも不利になる懸念があるし、リスクをヘッジすることに対するリターンが得られないのではないかという懸念がある。

委員 インフレで金利が上がる分はヘッジになる。

委員 インフレ分はせいぜい2%までということなので、名目金利上昇リスクに対して得られるものは少ない。

委員 債券は、これを持っていたら何かをヘッジできて安心というものではない。物価連動国債も同じで、持っていればインフレ対応できるというよりは、投資先を分散しておくという意味で有効なのではないかと思う。

既に持っている固定利付きの国債と比べて、買ってもよいのかどうかというところを勘案して、インフレをヘッジするために買えるプライスの適正感とか、市場の育ち方とかを見て、投資を徐々に進めていくというのが良いのではないかと思う。

GPIFの投資があてにされ、不利な価格とならないよう相当慎重に対応すべきだ。

委員 基本的には GPIF にとって物価連動債というのは運用対象に加えていくべきだろうと思っている。米国でも、物価連動債を長期保有する人にとってはインフレヘッジ効果があり、短期で保有した場合には逆に効果が上がらないという実証分析も出てきているので、長期保有型の満期まで保有するというタイプの GPIF の債券運用の中に物価連動債が入ってくること自体は、これまでに比べて多様化するという効果はあるのではないかと思っている。

ただし、昨年12月、GPIF が投資をするという意思表示をして以降、市場の期待感是非常に高まっていて、それが昨今の物価連動債の価格に影響しているのではないか、割高にプライシングされているのではないかということが懸念される。

したがって、必ず一定規模を GPIF が入札していくのではなく、条件にセン

シティブなのだという印象を市場に対してつくり出していく必要があるのではないか。

事務局 御指摘はもっともであり、市場の動向を見て、工夫を凝らしながらやっていると思う。

(5) 「エマージング株式の運用について」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 3年半前の委員会で、エマージング株式はグローバル株式市場において既に一定規模のウエイトを占め、今後さらに経済成長等によりウエイトの増加が見込まれるので、これを投資対象に加えることにより、収益機会の拡大を図ることが目的とされている。今後も同じと理解して良いか。

事務局 変わらない。

(6) 「有識者会議報告書及び独法改革に関する報告について」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 具体的にどのようなタイムスケジュールを念頭に、どのような手順で進めていくのか。

厚生労働省 現状は、経済前提と運用のあり方に関する専門委員会、年金部会等にこの提言を説明させて頂いた段階である。

委員 これまでは運用に関して「安全かつ効率的な運用」という非常に定義の難しい文言でやっていたわけだが、この議論の中に出ているのは、もう少し絶対リターンを上げろということが背景にあるのではないかと思う。その辺の議論の中身はどういうことだったのか。

厚生労働省 年金のみならず、あらゆる資産運用はスポンサーサイドの要請に沿った運用だということは御理解いただいている。ただ、金利がこれから上昇していき、インフレが増進するだろうという見込みがあるので、それに沿った年金財政の運用が必要ではないかという議論と理解している。

委員 有識者会議報告書を受けて、厚生労働省において適切な施策を迅速、着実に実施することとされたわけだが、我々運用委員会としてどのような態度で臨むのかを議論してみることが大事ではないか。

厚生労働省 厚生労働省としては、財政検証の中で、どのような運用目標もしくは運用のあり方を専門委員会、年金部会等でまとめていくかという話はある。それを踏まえて、例えば運用対象、リスク検証のあり方等について、皆様専門家に対処して頂ければと考えている。

委員 たんたんとするしかない。財政再計算をやって、要求利回りが高ければ、あ

る程度リスクをとらざるを得ない。一方、今と同じくらいのもので出てきた場合の対応も、なかなか難しい検討課題だと思う。フロンティアを拡大するような新たな資産の追加という議論も十分あり得る。

委員 厚生労働省の作業と運用委員会での議論が同時並行みたいな面があると思うが。

厚生労働省 例えば具体的に言うと、アクティブ比率の拡大を考えていくとか、ベンチマークの話などは、極めて運用サイドの話なのかとも認識しているので、私どもも御相談させていただきたいと思うが、いろいろと御議論いただければと考える。

委員 これからは、年金という性格、通常の投資資金とは違う性格のものであるということに配慮しながら、可能な限りリターンを高める努力をもう少ししなければならぬと思う。

委員 公的債務のリスクを考えると、結果としてもっと分散化を図るとか、よりエクイティの方にシフトすることなどが是認される可能性があるのではないかと考えているので、オーソドックスに議論を詰めていってもいいのではないかという感じはする。

委員 基本ポートフォリオを考えるのが大枠で、その中で個々の運用、投資対象を考えるということに尽きる。この報告書の後押しも受けつつ、いい運用をするということ。

事務局 有識者会議でいろいろなご指摘を受けているが、概ねこれまでこの場において議論してきた数々の論点とそんなに変わっていないのではないかと感じている。

ポイントは結局「安全かつ効率的」と、リスク尺度の問題、年金財政との関係をどのように整理をつけるかという話であると感じている。

委員 リスク許容度というものをどこが検討することになるのか、それをどのように定義するのかというのが最大のポイントになるのではないかと。

厚生労働省 国民が資産運用に対してどのような効用関数を持っているのかを調査できていなければ、リスク許容度からの議論は難しく、リスク許容度という観点から決めている国は無いように思う。有識者会議の提言でもリスク許容度は「検証」することとされており、これまでも基本ポートフォリオを作るときに様々な市場の動向に関してシミュレーションをやってきたか、これにもう少し工夫なり新たな考え方を入れていく、という議論があったということである。

委員 超長期の運用ができるマネーが、普通の短期運用のマネーのリスク許容度と同じはずはない。

資金の性格をもう少し有効に使う、そのようなことをもう少しアセットアロケーションの中に生かしたらいいと感じる。

委員 報告書の中に、リスク許容度のあり方についても検討すべきとあるが、効用

関数を用いたファイナンス理論のリスク許容度では解決しない問題だと思うので、具体的にどのようなリスクに対する態度で運用を考えたらよいのかということ、もう少し平たい言葉で表現してみてはどうか。そのところのコンセンサスができない限り、この議論がずっと続くのだと思う。

委員 有効フロンティアがきちんと書けていれば、財政検証で要求リターンが出てきたらそれを平均的に当てていくと1点が定まるので、それに対応したリスク許容度しかあり得ないと思う。ただ、平均的に当たらなくてもよくて、例えば、向こう何十年間の中に積立金がある金額を下回るようなリスクを少し低くしたり、そのようなことも加えて調整していくと多少ブレが出てくるのだと思うが、こういうファンドは流動性リスクをとれるので、流動性が低い資産を時と場合において買うというような投資戦略を組み込めば、フロンティアが拡大するということかと思う。

委員 流動性を犠牲にしなくても、株式投資も株のプレミアムを信じていくのであれば、単年度多少ぶれたとしても、長期投資家であればリスクをとれる。ただ、キャッシュアウトが迫ると、そこで損失確定をしなければならないので、運用を考えるときは、将来のキャッシュフロー予測で、どの程度のリスクが単年度でもとれるのかを考えていったらいいのではないかと思う。

(7)「リスク管理状況等の報告（平成25年10月・11月・12月）」について
質疑等はなかった。

以上