

第 81 回運用委員会議事要旨

1. 日 時：平成 26 年 7 月 10 日(木)13:00～15:00

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 ・堀江委員長代理 ・大野委員 ・佐藤委員
・清水委員 ・菅家委員 ・武田委員 ・能見委員

4. 議事要旨

(1)「外国債券運用受託機関の選定（第一次審査結果）」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、コンポジットの運用資産残高が大きなものがあるが、
どういった通貨なのか。

事務局 ローカルだと南米、アジア圏、東欧、ロシア、トルコが入っている。

委 員 一つ一つのファンドは、いくつかの通貨を運用しているのか、それとも一つの
通貨に特化しているのか。

事務局 大体ベンチマークが複数通貨に分かれているので、そこに目線をおきながら、
分散をしているものが多い。

委 員 運用受託機関の個々の条件とは別に、例えば、エマージングに偏らないとか、
先進国に偏らないとか、ファンド全体としてのバランスはどのように考慮しながら
決めていくのか。

事務局 分散投資の観点から、まず世界的な市場規模を考慮に入れなければならない。
それを見据えた上で、例えば、エマージングは従来の先進国の国債、投資適格
債とは全く違うリスク特性を持つので、どのような組合せが最適なのか、他の資
産との関連も踏まえながら、全体の構造を考えていきたい。

今の段階ではまだ見えていないところがあるが、全体構成を決めて、その構成
の中でいいものを選択していくことを考えている。

(2)「運用受託機関等の法令違反及び事務過誤等への対応状況」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 行政処分を受けた先に対する取引停止の解除のタイミングについては、金融庁
が業務改善計画書を受理した翌日に取引停止を解除しているとのことだが、早す
ぎないか。金融庁は計画書を受理した後、定期的に報告を求め、半年後とか、1
年後とか様子を見て、構造的な問題は改善できていること、PDCA がうまく回っ
ていることを確認した上で、報告不要という判断をしていると思うが、そのタイ
ミングで停止措置の解除をすると実務に支障が出るのか。

事務局 取引をしている対象資産にかかわる部署で重大な事故や違反が起きて、金融庁
へ引き続き報告しなければならないといった事案であれば、おっしゃったような

対応も必要になると思うが、ここに挙げている事案は対象資産の取引とは距離のある部署で起きたようなケースだったので、業務改善計画が受理された時点で、私どもの取引とは関連性が薄いと判断をして、取引を再開したという対応をとったところである。

委員 事の軽重などの判断が必要ではあるが、金融庁が業務改善計画書を受理した時点で、改善のための手当は打たれたということで、取引停止処分は解除するというのが一般的なやり方だと思う。

委員 業務改善計画書が実効性のあるものとして本当に回り始めているのかどうかの確認が必要ではないかと思う。

事務局 フォローアップで金融庁へ報告しなければならない状況の場合は、原則非開示なので、外形的にフォローアップが終わったのかどうかを確認できないことも、実務的に管理が難しい問題である。

委員 運用受託機関と資産管理機関の事務過誤が散見されているが、これは全て先方から報告があったのか。

事務局 基本的には、先方からの報告で発覚するが、我々も資産管理機関からの日々のデータを通じて、データの訂正の仕方などから事務過誤等を発見した事例も一昨年はあった。昨年度については全て先方からの報告で判明したもの。

委員 報告を受けないと分からないものもあるのか。監査のような、チェック機能は設けられているのか。

事務局 資産管理機関からの日々のデータを我々も見ることに加え、資産管理機関、運用受託機関には内部統制監査として、外部の会計監査が入ってプロセスを見る活動を行っていただいている。

(3)「基本ポートフォリオについて」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 二期目の基本ポートフォリオの変更案を決めようとしており、それらを土台として来年4月からの基本ポートフォリオが決まるということか。

事務局 第2期中期計画の中で、新しく示された財政検証と最近の情勢等を踏まえつつ、基本ポートフォリオを前倒しでつくっていくということが我々に要請されていることだと理解している。

その後半年程度先の、来年4月から第3期中期計画期間が始まるわけで、その時点では、その基本ポートフォリオをそのまま受け継いだうえで、その後情勢の変化等があれば、その段階で第3期中期計画の変更を考えるということになるだろう。

委員 発表するときは第2期中期計画の変更として発表するということか。

事務局 そういうことである。

委員 第2期中期計画の中で変更しても、来年4月にもう一度、第3期中期計画の基本ポートフォリオとして発表するのか。

事務局 第3期中期計画の中に、今回変更するものと同じ基本ポートフォリオが入ることになる。

委員 「乖離許容幅内での機動的な対応」とは「年金財政における経済前提と積立金運用に関する専門委員会」の報告の中の「機動的な運用」という表現を指しているという理解で良いのか。

事務局 基本的に、基本ポートフォリオは長期の観点で設定するものだが、それとは別に、より短期的、機動的な対応ということで、フォワードルッキングというものをベースにリバランスを行う。本格的に行う場合には戦略的なものになるので、必要な体制整備を進めることとしている。

厚生労働省 年金部会での御議論を踏まえて、GPIFでは、フォワードルッキングの確度を高くするために、情報ツールの導入や、コンサルタントとの契約、モデル開発などを考えられていると理解している。

委員 コンサルタントとの契約が、機動的な対応に必要となる調査・分析能力の向上に直ちに繋がるわけではないことに注意が必要だと思う。

事務局 機動的運用というのは、乖離許容幅がある中で、市場環境に応じて基本ポートフォリオの中心線から離れるようなリバランスもあり得るとというのがこの趣旨で、いろいろな情報ツールを入れたり、コンサルタントの意見を聞きながら、全体的な判断として、どのような基本ポートフォリオを策定すればよいのか、どのようなリバランスをその都度すればよいのかということを考えていくことが専門委員会のペーパーの「機動的な運用」の趣旨だと思う。

委員 今後インフレが2%になると言われている中で、長期的に考えた基本ポートフォリオと足元とは大分違うと思う。

しかしながら、長期と短期の基本ポートフォリオを2つ作ると、モデルポートフォリオもあるので管理しづらいということもあり、1つの工夫として、あくまでも目標はここだが、今の経済状況であれば乖離許容幅の中で対応するということがむしろ合理的に説明できるという場合は、基本ポートフォリオから外れることも認めたらいいのではないかという趣旨だと理解しているがそれでよいのか。

事務局 そのような理解だと思う。

委員 最近「フォワードルッキング」という言葉が導入されてきたが、色々な文章の中での使い方に気をつけないといけないと思っている。

例えば株式の場合、長期的に考えると株式のテールリスクは割と許容できると思う。また、30年、50年という長期的なスパンで考えれば、流動性リスクがとれて、それを収益化できると言うことも非常に大事なところである。

一方、フォワードルッキングは、短期的にみて機動的に対応した方が、ポートフォリオとしては収益性の確率としてはいいだろうということ。

「長期的」と「フォワードルッキング」は狙っているものが全然違うので峻別すべきであり、使い方も気をつけた方がいいと思う。

事務局 おっしゃるとおりで、年金部会から出ている「フォワードルッキング」という言葉の意味は2つあり、1つは長期的なポートフォリオをつくるときに、何らかのフォワードルッキングな分析をするということ。ここで用いられているフォワードルッキングは、長い目で見たフォワードルッキングな見直しをどのようにポートフォリオに取り込むかということ。例えば、足元の長期金利は0.5%台であり、

それが将来的には何になるだろうということを、今回の基本ポートフォリオの中にどう入れ込むかは、1つのポイントになってくると思う。

一方、ここでの機動的対応というのは、かなり短いタームでのフォワードルッキングであり、確度を持って慎重にやっていかなくてはならないと思っている。

委員 GPIFに期待されているものというか、要請されているものは少し変化したと思う。

1点目として、以前はとにかく国債は元本が返ってくということで運用されてきたが、年金財政あるいは運用目標にウェイトを置くと、一定の収益が以前よりは期待される度合いが強くなってきている。

2点目はフォワードルッキングというものの意味で、将来的な金利リスク、つまり金利上昇リスクを意識するようになるという意味合いが入った。

委員 特にリスクの扱い方に関しては、大きく変わったと理解している。今回は全額国内債券運用において名目賃金上昇率から下振れするリスクを超えないということで、上限は示されているが、年金財政上整合的なリスクをとれるようになり、大分自由度は広がった。基本ポートフォリオのつくり方も、その分責任も大きいし、チェックしなくてはならないことも増えてきているという感じがする。

委員 経済前提についてはかなり年金部会のものを取り込んでいくという方針か。

事務局 年金部会でしっかり議論がなされているので、その果実をきちんと我々の責任として受け止めることが国民に対する納得性という観点からも一番大切ではないかと思う。

委員 全然違うモデルを使っているのではないと言われるよりは、はるかにいいと思う。

委員 従来の考え方では、投資のリスクとは、価格が変動するリスクや元本が償還されないリスクを意味しているところだが、今回、賃金上昇率プラスアルファの収益を達成できないことをリスクであると捉えるという考え方は、国民に適切に説明できるのか。

厚生労働省 今回厚生労働省の専門委員会で、なぜ下振れリスクが出てきたかという、従前から年金については運用目標を下回った場合は国民の負担増加に繋がるため、やはり下振れリスクを見るべきとの意見があり、専門委員会において、運用収益率が物価上昇率や賃金上昇率を下回るリスクの目安を新たに設定した方が良いという議論もあった。また、有識者会議でもリスク許容度を明確にすべきとの提言もあり、設定されたものと理解している。

事務局 これまでは、例えば、平成16年の財政再計算では名目で3.2%という運用目標だったが、平成21年の財政検証では4.1%になった。名目の利回りを達成できないと給付の引下げに繋がると思われがちだが、3.2%や4.1%という数値は、高い賃金上昇率を前提にした値であり、実際の賃金上昇率が低い場合には、そのような利回りを達成しなくても財政上は問題ない。むしろ、賃金上昇率を上回る利回りを達成してきたことを説明してきたが、この点をなかなか御理解いただけなかった。

委員 これまでずっと賃金上昇率プラスアルファが根幹だったということは理解して

いるのだが、今回は運用の方もそれと整合的な格好で運用目標、特にリスクが与えられたというのが大きな点だと思う。

委員 なぜ名目賃金上昇率をカバーすることが年金財政上必要なのかについて、かみ砕いて国民へ説明することが肝心だと思う。

また、昨年基本ポートフォリオを変更したが、分散投資がとても大事だと思っている。国内投資にバイアスがかかっており、例えば日本株は世界の時価総額のうち 10%未満である。リスク分散という意味からも、今後はこのような観点も入れて議論をした方が良いと思う。

委員 確かに GPIF に求められるものが近年は変わってきており、絶対リターンが意識され、将来的な金利上昇リスクも意識され始めている。この点は、専門家の間では議論されている一方で、国民へ賃金上昇率プラスアルファの考え方を分かりやすく伝えていくところはまだまだ必要な部分があると思う。

また、外債の運用受託機関の選定に関して、運用受託機関を選定するときはベンチマークを上回っていることを優先して収益率が高い方から採用すると理解している。同じような運用をしている機関の中で、収益率が高い先がよいというのはその通りだが、結局は、様々な運用をしているアセットクラスをミックスするので、賃金上昇率プラス 1.7%を 1つの資産だけでクリアするわけではないが、組み合わせた後の絶対リターンとリスクの関係も大事ではないか。

事務局 マネジャーを選ぶときに、賃金上昇率にどれだけ勝つのかは分からないので、アセットごとに定められたマーケットのベンチマークに対して選ぶ。

賃金上昇率プラスアルファの部分については、そういったベンチマークの統計的なデータがあるので、そういうものを組み合わせた形で、長期平均的に賃金をこのくらい上回るだろうという見通しのもとに、基本ポートフォリオを決めることになると思う。

事務局 例えば外国債券については、これくらいのプレミアムが取れるだろうという想定をしており、我々がマネジャーを選ぶときには、ベンチマークからどのくらい乖離するのかというリスクを考えて、それに対してこれだけ上乗せがあるだろうというリターンを見ながら、外債というアセットクラスから大きくはずれずにアルファが稼げるようなストラクチャーを目指して選定する。

我々のタスクとしては、基本ポートフォリオという大枠がある中で、それに沿ってマネジャーを選定するという流れになる。

委員 賃金上昇率を下回らないためには、株式を多く保有することになるのではないかなと思われがちだが、必ずしもそうではない。

私の計算では TOPIX と BPI とどちらが下振れ確率が少ないかというと、賃金上昇率を上回るという条件だけだったら、BPIの方がよい。

委員 オルタナティブについては、私は将来的にどういうものがあるかというのは沢山議論があると思うので、幅広くアセットを取り込めるようにしておいた方がよいと思う。

事務局 現状、残高がほとんどないオルタナティブについて、いろいろな区分けをするのではなく、伝統的資産以外のものは一緒に管理し、それなりの残高になったと

ころでどうするのかを考えればいいのではないか。

委 員 いろいろ試行的なものも入れてもいい。

委 員 オルタナティブのリスクプロファイルは非常に難しい。オルタナティブをこれぐらいのロットで入れて、結果として有効フロンティア曲線を上方シフトしましたという説明しかできないと思う。

委 員 オルタナティブ資産をどう位置づけるにしても、投資を始めるときは慎重に、リスクは個別にリスクプロファイルをきっちり作って管理しながらやっていかななくてはならないだろう。

委 員 漸進主義的に進めるという姿勢が見えた方がいいのではないかと感じる。

以上