

第 82 回運用委員会議事要旨

1. 日 時：平成 26 年 7 月 24 日(木)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. 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 ・水野委員

4. 議事要旨

(1)「平成 26 年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通し」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 キャッシュアウトのプロジェクトは月次でつくっているのか。

事務局 例年 2 月頃に翌年度の資金計画をつくり、それを年度が推移し、実際の数字が変わっていく中で見直している。

委 員 運用委員会としては、この説明を受けたらどのような議論をしたらいいのか。報告を受けるだけでよいのか。今後のキャッシュアウトの方向性等について話し合うべきものなのか。

事務局 3 年前にキャッシュアウト等対応ファンドをつくったときは、基本的に財投債の償還金しか自動的にキャッシュとして入ってくるものが無かったので、相当な金額を市場で売却していた。そのためこのような形で過去四半期の対応の御報告と、次の四半期の対応予定を御説明して、御意見があれば伺うこととしていた。

現在は、キャッシュアウト等対応ファンドと、財投債でほぼ賄える形でポートフォリオを組んでいるので、御報告だけで殆ど終わっている。

(2)「個別資産の期待リターン・リスクについて」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 国内債券のリターンについて、今回、想定投資期間を精緻に計算した意味はどこにあるのか。長期的な観点から設定するという考え方は一貫していると思うが、これまではどうだったのか。

事務局 これまでは、足元は全く考慮せずに、単純に将来の長期の均衡長期金利イコール国内債券のリターンだとして計算してきた。例えば、これまで長期金利を 3 % に設定してきたが、足元の長期金利はずっと低いではないかとの批判もいただいていた。

今回は、デフレ脱却を視野に入れたフォワードルッキングな観点からということで、足元の 0.5%～0.6%の低金利をベースにおいて、例えばマーケットにインプライドされた長期金利に行くまでの道のりを実際の運用実務に取り入れることにしようとする、想定投資期間が重要になる。

委員 財政検証で示されたAからHのシナリオとの関連であるが、財政検証のシナリオには、来年から長期的にキャッシュアウトが続くというようなケースもあり、そのようなケースでは一体どのようにしてキャッシュアウトに対応するのかといった、さまざまな議論を呼ぶ可能性があるのではないだろうか。その辺について、整合的に説明できるようにしなければならないと思う。

事務局 例えばケースEだと今後 2022 年ぐらいまでに 24 兆円ほどのキャッシュアウトが出る。これは現在のキャッシュアウト等対応ファンドの規模プラスアルファくらいで概ねファイナンスできるが、ケースGだと今後 10 年で 35 兆円を超える。これを全て賄えるようにする選択肢もあるが、その場合はリターンが落ちる。結局、キャッシュアウトへの対応を優先するのか、効率性を優先するのか、そのバランスをどう考えるのかということになるが、その部分は一定の前提を想定した上で、フォワードルッキングに検証を行い、その中で必要に応じて見直していくということではないか。

委員 財政検証のA～Hはどれが標準ということではなく、いずれも並列。それにどう答えるか。

事務局 経済前提のシナリオでは、運用利回りが名目賃金上昇率+1.7%未満のケースも想定されているが、我々に与えられた目標はあくまでも名目賃金上昇率+1.7%である。いずれのケースであれ、許容されているリスクの範囲でポートフォリオをつくることになるが、名目賃金上昇率+1.7%の利回りが確保できれば名目賃金上昇率+1.7%未満のケースにおいて、財政検証の想定以上の収益をあげることに繋がると考えている。

委員 仮にケースGでは、財政検証上の運用利回りは名目賃金上昇率+1.2%だが、これに 0.5%乗せて、1.7%で運用したとすると、どのくらいの効果があるのか。

事務局 単純に試算したところ、例えばケースGの 100 年後の積立水準は 0.7 だったものが 4.6 になり、財政に対する影響は非常に大きいと考えられる。

委員 運用の立場からすると、政府から与えられているいくつかのシナリオよりも悪いケースを想定するのは安定的なポートフォリオを運用するためには絶対的に必要だと思う。また、フォワードルッキングという言葉は非常に誤解を招く言葉。もともと年金の運用は 30 年先とか 50 年先しか考えていなかったものを、もっと手前を見ましようということが有識者会議で提言されたのだと理解している。

そのような観点からすると、5年に1回基本ポートフォリオを見直すということは、今後5年間でどのようなことが起こるのかということで最適化するポートフォリオにしなければ、フォワードルッキングとは言えないのではないだろうか。

特に、全てのアセットクラスが一緒に動くといった、リーマンショック以降に起きているような現象は、明らかにここ5年、10年ぐらいの現象なので、国内債券のリスク水準等は短めのデータをとった方がフォワードルッキングという文脈に適合するものではないだろうか。

事務局 今回与えられた目標である名目賃金上昇率+1.7%というのは、元々長期の経済の均衡状態を描いたときの水準なので、仮に足元5年間のポートフォリオということであれば、足元の名目賃金上昇率プラスアルファに勝てばよいという話にな

り、実際極めて低い水準となる。そこは制度側から我々に対する運用目標の与え方に関する話だと思う。

フォワードルッキングという言葉の理解についてはおっしゃるとおりだと思う。フォワードルッキングというのは2つ言われていて、1つは長期的なポートフォリオをつくるときにフォワードルッキングをするということで、これは今までもやってきたこと。例えば長期の均衡金利の水準自体を勘案すること自体、間接的にはデフレ脱却を織り込んでいるということになるが、今回、そのプロセスをより明確にするということ。

もう1つのフォワードルッキングは、許容乖離幅の中での機動的な対応ということである。御指摘の、足元5年間の対応については、まず長期の基本ポートフォリオをつくって、それに基づいて短期の機動的な対応をどのようにやっていくのかというところで検討していきたいと考えている。

委員 足元の短期的なポートフォリオも考えられなくはないが、名目賃金上昇率＋1.7%という要請自体、長期の均衡水準を想定した上でのものである。これまでは、この均衡水準のところの情報だけで基本ポートフォリオをつくってきたが、それにはいろいろな批判があり、それを受けて手前のところも取り込むことにより、今までとは違ったスタンスで作ろうということだと理解している。例えば5年のポートフォリオでいいということであれば、厚生労働省からの目標の与え方も違った形でないといけないと感じる。

委員 経済前提のシナリオによっては、所得代替率が50%を下回るケースもあるので、うまく説明しないと国民に誤解を与える事になるのではないかな。

委員 今後金利水準がどの程度になるかといったシナリオは、環境が変われば変わるものなので、どのケースを選択するということではなく、現在市場が織り込んでいる金利水準を比較的ディフェンシブに見ておき、その上で、環境の変化に応じて機動的に見直していく体制をしっかりと確保しておくことが重要だと思う。

財政検証のAからHのシナリオは、年金財政の持続可能性を維持できるように年金制度の改革として議論すべきこと。安全かつ効率的な運用の議論と、所得代替率の議論はここでは一旦切り離すべき。あくまでも我々は、運用の観点から保守的に、ただし一方で、効率性とのバランスをどう判断するかというところに力点を置いて議論したほうがよいと感じる。

委員 ケースEというのは内閣府の高成長のケース。ケースGというのは低成長のケース。それで、両方からとったということではないかな。

厚生労働省 あとは、様々なケースでシミュレーションをやり、どのような結果となるか見れば、いろいろなケースに対応できるという話ができるのではないかな。

委員 今までホームカンントリーバイアスの議論はあったかと思うが、ホームカンントリーバイアスをサポートする1つの大きなファクターはやはり為替リスクだと思うが、為替リスクあるいはリターンをポートフォリオにどう入れ込むかということについての議論をしたい。

事務局 為替については、長期を前提とした場合には金利と調整されるということからリターンはゼロでいいと思っている。ただ、短期的な機動的な運用をするに当た

って、足元の為替をどう見るかというところについては宿題として受け止めている。

委 員 今までは、結果として為替はノンヘッジか。

事務局 ポートフォリオ自体はノンヘッジである。

委 員 以前は 50%ヘッジとか 100%ヘッジのケースもシミュレーションしていたと思うが。

事務局 今回もその検証はやる。

委 員 長期・短期のどこまで見るかにもよるが、為替のボラティリティのリスクはどう評価するのか。

事務局 円ベースのインデックスで計測しているので、為替のリスクはそのボラティリティの中に入っている。

委 員 外国株式についてヘッジをかける運用機関はほとんどない。かけるとすれば外国債券だが、フルヘッジを想定すると短期金利差の分だけヘッジコストがかかることになる。ただ、今後仮にエマージング市場への投資が増えてくる可能性があるとしたら、これまでのように先進国通貨がメインであった時期とは違ってくる可能性があるのではないかと思う。

為替のリスクは、インデックスに織り込まれているとしても、例えば足元 10 年、20 年、25 年では、リスク相関係数に大きな変化が出るのではないか。そうした面からは、より厳しい、リスクが高くなっていることを反映したポートフォリオを組む必要があるのではないかと思う。

委 員 保守的に想定投資期間を捉えたと、キャッシュアウト期間について、一番厳しいのはケース G。ケース G でも対応できるようスパンを見積もった方がいいのではないかという点が 1 つ。もう 1 点は株のボラティリティについてである。国内株式はバブル崩壊を含む長期で捉えた方が保守的だが、一方で外国株式については、エマージングのウエイトが上昇しているため、同じ外国株式でもそのウエイトの変化を勘案してリスクを見る必要があるように思う。

委 員 ただ、ボラティリティはトレンドはあるが、期待リターンに比べればはるかに安定している。

委 員 確認だが、この 5 年間で名目賃金上昇率+1.7%は確保できるポートフォリオをつくるのですよね。

事務局 名目賃金上昇率+1.7%というのは、大数の法則的に、これをずっと続ければ長期平均的にはそこに収れんするだろうということで、これまでもやってきたし、これからもそういうことである。運用の世界なので、今後 5 年間についてそれをコミットするということはできない。

委 員 5 年間で+1.7%を守るための基本ポートフォリオをつくらなければならないと思っていた。しかし、5 年間では実際にそこまでできなくてもいいということか。

委 員 私はそう思う。

事務局 財政検証結果の数字では、例えば経済再生ケースの場合、27～31 年度の 5 年平均で名目賃金上昇率が 3.21%、名目運用利回りが 2.65%と、名目賃金上昇率を下回っている。しかし、我々に与えられたマンデートはこれに合わせるのではなく、

より長期的にみたときに、名目賃金上昇率+1.7%の運用をということである。

委員 それでは、我々として重要なのは、5年間平均で名目運用利回り 2.65%を出すということか。

事務局 例えば、27 年度については名目賃金上昇率 2.5%、名目運用利回り 1.9%、実質運用利回り 1.9%とされているが、我々の運用がこの実質運用利回りを達成していれば、一応年金財政上はプラスマイナスゼロという評価になると思う。

委員 厚生労働省の年金財政上の評価はそういうことだろうが、賃金も上昇しなかったのだから、運用利回りも多少悪くても良いというのでは、話がおかしくならないか。

事務局 従って、足元のシナリオに依拠するのではなく、長期的に見て名目賃金上昇率+1.7%のポートフォリオを構築することが我々のマンドートになる。

委員 足元5年のポートフォリオをつくれればいいということかもしれないが、長期的に名目賃金上昇率+1.7%をマンドートとして与えられているので、そういうわけにはいかないということか。

(3)「リスク管理状況等の報告（平成 26 年 5 月）」について
質疑等は無かった。

以上