

第 84 回運用委員会議事要旨

1. 日 時: 平成 26 年 9 月 19 日(金)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 ・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)「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 ポートフォリオの候補が幾つか挙げられているが、ストレステストによる絞り込みは、候補の中からいくつかを選んで、その選んだものに対してのみストレステストを行うのか。

事務局 ある程度の絞り込みをした上でストレステストを行いたいと思っている。

委 員 ストレステストを実施する前に絞り込みを行うことにより、より頑健であったはずのポートフォリオが選択肢から外れてしまうというリスクはないのか。それをどう担保するのか。

事務局 頑健性については、この段階である程度はチェックできていると事務方としては認識している。

委 員 25 年後の積立金の分布は次回示してもらえるのか。

事務局 お示しする。

委 員 どのようなシナリオで作るのか。

事務局 モンテカルロシミュレーションをやって下から積み上げていく。

委 員 25 年後となると結構大きな幅になるのではないだろうか。

委 員 相当大きな幅になると思う。

事務局 そこはターゲットリターンとの兼ね合い。我々としては、平均値として予定積立金を下回ってしまうということとはできない。

委 員 賃金上昇率+1.7%がいいのかという議論もある。

事務局 そこはどのような形で我々にマンデートが与えられるかということに依存する。

委 員 前は、足下のところは考慮せず、10 年先から 100 年先までのところでポートフォリオを作っていた。ただ、そこに関しては批判があった。今回はそれに正面から応えて足下からの動きも織り込んでいる。そのため、+1.7%という水準になっているというのが私の感想である。

厚生労働省 従来は定常状態における目標があり、各資産のリターンも定常状態を前提としていた。今回はフォワード・ルッキングという足下も見てやっているわけで、そこでの資産のリスク・リターンの見方と目標との関係をどういうふうに調和していくのかというのは、専門の皆さんでお考えいただいた方が良い。

委員 足下の10年間については、内閣府の経済見通しに基づいて数字がセットされており、財政検証でもその数値をそのまま使っている。

厚生労働省 財政検証ではデータが出ていて、平成27年度ではスプレッドはマイナスの数値となっている。

委員 現実問題として運用目標が賃金上昇率を加えると名目で3.8%とか4.5%というのが国民に理解されるかどうかということだと思う。現状がこうであるということから、もう少しリアルな感覚で検討した方がいいのではないだろうか。

委員 そのような意味では、財政検証の中でも絶対水準ではなく、+1.7%という示し方になったということ。

委員 いくつかの論点があるが、国民への説明責任が重要。国民が納得できる説明ができるのかがポイントだと思っている。国内債券が、たった1年前に決めたポートの半分程度になるということで、理論的に積み上げればこの数字だといったところで一蹴されてはどうしようもない。この1年間の時間の経緯の中で、何ゆえ国内債券がこれだけ減少してしまうのかということについて、きちんと自信を持って説明できるのか。

委員 それは極めて重要だと思う。キーワードはデフレ脱却で、アベノミクスがある程度うまくいってインフレが生じつつあるというので、次は金利の上昇ではないだろうかというのが一番大きなポイントだと思う。本当にそのとおりのシナリオになるかどうかは議論があるにしても、現に国の政策がそのような方法で施行されているので、それと整合的にポートフォリオを見直しているということだ。

委員 現在国内債券の割合が低くなってきたが、長い目で+1.7%を達成しようとするときには、この割合ではまだ不十分だという絵を見せることによって説明できると思う。

これから25年、成長をとっていくということを実際に考えたときに、今のポートフォリオでは無理であると。海外の成長もいかに取り込んで日本自体を豊かにしていくかということを考えるというのを大前提とすれば納得できる。

委員 オルタナティブについて、個々の案件毎に運用委員会の議を経ることが現実的なのかどうか。伝統的資産のように常に投資先が決まっているわけではなく、具体的な案件が出たときにデューデリジェンスを行いながら進めていくものである点にも留意が必要。

委員 乖離許容幅などに関して、GPIFにある程度裁量幅を与えるようにしていかないと、機動的な運用ができないと思う。そういう意味でも方向性としては少し余裕を持たせた方がいいのではないかと思う。

事務局 オルタナティブに関しては、インフラ投資については、既に議論して投資を開

始しており、御了解を得ている。その他の分野については運用委員会で御議論いただくが、そうした分野が投資対象としてよいということであれば、その後の案件についてはある程度お任せいただき、進捗などを適宜御報告するというところで進めたいと思っている。

委員 そのつもりでいたのだが、もしオルタナについてパーセンテージを設けるということであれば、説明責任という意味でも、想定されている投資分野についてはある程度議論して、そのカテゴリーについては前向きに検討を進めるということと一緒に出すべきではないか。

委員 この場で共通の理解が得られれば、オルタナについて示すのは構わないと思う。個別のオルタナとしての箱はつくらないが、オルタナ全体として上限は設けた方が良い。

委員 上限は設けるべき。

委員 それを全部埋める必要は無い。

委員 リスク特性も伝統的資産とは違うので、個別にパフォーマンス管理、リスク管理はやっていくべきであるし、慎重に個別に判断して投資していくべき。

委員 上限の管理は実際の残高であるのか、コミットメントであるのか。

事務局 ポートフォリオ自体がストックベースになるので、実際の残高で管理することになる。

委員 ポートフォリオを組むときの制約条件が外国株式 \geq 外国債券だけということ、いわゆるホームカンントリーバイアスがなくなり、非常にすっきりしたと思う。

委員 キャッシュアウトが最優先で、それと基本ポートフォリオの関係についてはどのように考えているのか。例えば、財政検証のケースEやGでは今後5年で20兆円前後のキャッシュアウトが必要とされている。また、ケースF・G・Hだとずっとキャッシュアウトしていくシナリオである。その対応は、基本的にキャッシュアウト等対応ファンドにより、国内債券で対応するということだと思うが、そのこととの関係で基本ポートフォリオをどういうふうに変えなければならないのかということについてお考えを伺いたい。

事務局 キャッシュアウトが続いていけば、どんどん国内債券が減っていくのではないかとことだと思うが、当然乖離許容幅も決まっているので、それに抵触するような場合には、他の資産から回収し、国内債券を増やす。乖離許容幅に抵触しないときでも、市場の状況いかんでは、もう少し国内債券を復元しておいた方がよいということであれば、それはまた他の資産を売って国内債券を復元すればいい。

事務局 キャッシュアウトと運用の効率性というのはトレードオフの関係であって、キャッシュアウトを優先すれば、効率性は減る。それを全体としてどう考えるかという問題で、ある程度はキャッシュアウトを前提として、そこについてはきちんと手当てをしておくということ考えている。

委員 3点意見を述べたい。

1点目は、説明責任が非常に重要という点。選択と決定に対して国民に分かりやすく説明する必要があるわけだが、あくまでも受給者の利益、将来の年金積立金をしっかり残すことが大きな目的なので、それが最大の目的ということはしっかり述べた方がいい。そのために過度に集中している部分のある程度分散することと、効率性だけではなくて、しっかりリスクも考慮してポートフォリオを選択したということの説明が必要だと思う。

1年前から比較して、2つの変化があった。1つ目はマクロ環境の変化で、物価が1%台前半で推移しており、需給ギャップも縮小傾向にある。2つ目は、財政検証の結果が出たこと。国民にわかりやすい説明は必要不可欠だと思う。

2点目は、ポートフォリオ選択に際して考慮すべき要素について。効率性とリスクという観点だけでなく、移行に際するリスクも考慮しなければいけないと思っている。

日本銀行が量的・質的金融緩和により、大規模に国債を購入しているが、この環境自体も変わりうるので、ポートフォリオを選んだ後の変化にどう柔軟な運用をしていくかということも大事な視点ではないかと思う。

3点目は、ポートフォリオ決定後のリスク管理体制をどう整えていくかということ。今回はフォワード・ルッキングということで、今想定されるマクロ環境を踏まえ、見直しをするわけだが、マクロ環境が今後変わってくる可能性は十分にあるので、そういったところも把握できるような体制を築くことが重要。

経済環境分析などをコンサルタントに委託する、また、資産と年金給付を一体的に分析するシステムを導入するといったお話があったが、そういうことを進めている点をアナウンスするとともに、内部でそれらをチェックできる体制を整えることもあわせてしっかりと進めてほしい。

(2)「キャッシュアウト等対応ファンドの再構築について」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 キャッシュアウト対応ファンドをつくるメリットは。
事務局 マーケットの状況によっては損を確定してでも資金回収を行わざるを得ない局面もあるが、キャッシュアウト等対応ファンドにより元利金で対応できる部分が相応にあれば、市場環境に応じて柔軟に対応できる。

(3)「平成26年度第1四半期運用状況の訂正について」について
質疑等はなかった。

以上