

第 66 回運用委員会議事録

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. 参加者:・植田委員長 ・宇野委員長代理 ・稲葉委員 ・臼杵委員 ・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

(1) 基本ポートフォリオの検証について

(2) その他

●大江審議役 それでは、定刻より早いようでございますが、おそろいでございますので、ただいまから第 66 回の運用委員会を開会いたします。

まず委員の出欠状況でございますが、本日は全員御出席いただいております。委員の皆様方が過半数を超えておりますので、会議は成立をしていることを御報告申し上げます。

初めに、4 月 1 日付で新たに運用委員に御就任をされました味の素株式会社取締役常務執行役員の大野弘道委員を御紹介いたします。

○大野委員 大野でございます。よろしくお願い申し上げます。

●大江審議役 続きまして、資料の確認をさせていただきます。お手元に議事次第、座席図のほかに、本日は、委員限り、基本ポートフォリオの検証について、という一部のみでございます。

以上でございますが、おそろいでしょうか。

それでは、以後の進行につきましては、委員長にお願いいたします。

○植田委員長 今日はお忙しい中、ありがとうございます。

議題は 1 件ですが、基本ポートフォリオの検証について、資料に基づいて御説明をお願いします。

●清水調査室長 基本ポートフォリオの検証ということでございまして、1 ページ目、今回の検証の背景でございますけれども、昨年 10 月の会計検査院からの指摘ということでございます。それに基づきまして厚生労働省から定期的検証を実施するという形でございますので、これに基づき今回実施するというところでございます。

本日ににつきましては、どのような枠組み、どういう考え方に基づいて検証するのかというところについて幾つか論点をお示しします。また、前提としまして、今回の検証に

当たりまして、中期目標については変更なしというところでございます。

現行の中期目標がどういう形になっているか、確認するために3ページ目の表をごらんいただければと思います。これは第1期と第2期の中期計画が対照表になってございます。第1期の中期計画、中期目標におきましては、これは年金財政との関係で、いわゆる平成16年の財政再計算と申しますか、それにおける実質的な利回り、賃金を超える利回りとして1.1%、これが国の方で設定され、我々に対しても長期的に賃金上昇率プラス1.1%を確保するようなポートフォリオを策定するといったマンドートが与えられたということでございます。

これに対しまして、第2期の中期目標でございますけれども、これは平成21年の財政検証におきましては、その数字については賃金上昇率プラス1.6%という形になったわけでございますけれども、この4段目に書いてございまして、その前提といたしまして、例えば賃金上昇率が2.5%、あるいは運用利回りは4.1%。ここに書いてございせんけれども、長期金利といたしまして3.7%、こういう形でかなりそのときの実勢に比べて数字が高いのではないかという議論がそもそもあって、またこの運用委員会の場においても、経済前提の数値について若干なじまないといった議論があったということです。ただ、それでも長期金利等々どう設定するかについて、ある意味、運用委員会が独自に設定するとしても、運用目標との関係では、賃金上昇率プラス1.6%が示されるだろうという前提のもとに議論を進めてきたということでございます。

ただ、そもそも平成21年の財政検証は、その当時の自公政権のもとに100年安心の検証という形で実施されたわけでございますけれども、その後、我々に対するマンドートと申しますか、中期目標が示される前に政権交代が起きまして民主党政権になったということであり、最終的にはそういった数値目標は示されずに、ここに中期目標を書いてございますけれども、年金制度に関する抜本的な見直しが予定されていること等から、暫定的な目標であるということで、具体的には市場に急激な影響を及ぼさないよう、安全・効率的かつ確実な資産構成割合を定めること、こういう意味において定性的な運用目標しか示されなかったという経緯がございます。

今回の検証に当たりまして、何らかの数値目標が今回示されればそれに基づいた検証という形になるわけでございますけれども、今、そういう意味において定性的な目標しかないということでございますので、よりどころとしてはそこしかないであろうということで、こういったことを御説明するわけでございますけれども、それでは安全・効率的かつ確実、こういう定性的な目標のもとに、1期から2期のポートフォリオをどういう形で策定したのかということですが、1ページ目に戻っていただきまして、我々としては安全ということについては国内債券並みのリスク水準であるということ。さらに効率的ということにつきましては、これは通常、分散投資によって追加的なリターンが得られる、そういう意味において有効フロンティアに近いという考え方のもとに、検証作業をそのときに行ったということでございます。

具体的には、その際に各資産の期待リターン、リスク、相関係数を見直して、それまでの基本ポートフォリオが有効フロンティアの近傍にあり効率的であること、国内債券並みのリスク水準であることを確認し、第1期の基本ポートフォリオを継続することを決定したということでございます。

その数字が下に書いてございますとおり、短期資産5%以外、国内債券67%、国内株式11%、外国債券8%、外国株式9%、この構成を維持したということでございますけれども、その際、期待リターン、リスク、相関係数を見直したことによってポート全体のリスクについては5.90%、期待リターンについては3.34%ということで、これは第1期の策定時におけるものと比較いたしますと、リスクについて5.55%から5.90%と、こういう形で若干上がったということでございます。

その際、実際具体的にどのような数字を使ったかということが3ページの下から1段目と2段目、2段目がそのときに再設定した期待リターン、下の部分がリスク・相関係数でございますが、先ほど申し上げたような形で、厚生労働省におきましては、実質長期金利を2.7%、それに物価上昇率を1.0%として、長期金利を3.7%としたわけでございますけれども、運用委員会、我々いたしましたしましては、例えば長期金利につきましては実質で2.0%という形で独自に設定をしたということが1点。

あと、リスク・相関係数について、ちょうどそのときリーマン・ショック直後だったということがございますけれども、その影響を受けて、例えば外国株式、国内株式につきましては1期と比べて若干上昇と。一方で国内債券のリスクについては5.42%から5.09%と、こういう形になったということでございます。

先ほどの話に戻りますと、国内債券のリスクが5.09%という中で、1ページ目でございますけれども、継続したポートフォリオのリスク水準は5.90%になったことをどのように考えるか。これは国内債券並みと言えるのかどうかということが実はこの場で議論になったということでございますけれども、これにつきましては、1ページ目の下に書いてございますけれども、デュレーションの長期化を考慮した国内債券のリスクである6.0%を基準にしたということでございます。

これを具体的に御説明いたしますと、先ほど申し上げました5.09%とデュレーションの関係でございますが、これは過去36年のデータから計算された数字でございますけれども、実はこの数十年の間に、昔は国債もほとんど10年債等短いものが中心ということでございまして、デュレーションも大体5年ぐらいであった。それがだんだん国債の長期化ということに伴いましてデュレーションが延びていったという経緯がございます。先ほどの5.09%というのは、過去10年債がメインだったときのようなリスク水準でございますので、そういう意味からすると平均的なデュレーションというのは、第2期に移行する際のデュレーションと比べるとかなり小さいことが想定されている。36年間のデュレーションの平均は統計がないのでとれないのですが、例えば1994年からのデュレーションの単純平均は大体5.64年でございます。

これに対して1期から2期に移行した際の、例えば2009年11月、このときのデュレーションでございますが、これが大体6.32年とかなり延びていたということでございますので、この5.09%をデュレーションの長期化で調整いたしますと、リスクは大体6%ぐらいになったということで、この5.9%というのは6の範囲内だということで、国内債券並みのリスクであると考えたということでございます。

以上が大体そのときの議論でございますけれども、具体的な議論として7ページをらんいただければと思います。

そのような形で、リスク、期待リターンをリセットいたしまして、いわゆる有効フロンティアを書いたのが、全体の図といたしましては、この7ページ目の左の図でございます。ここで、その当時の基本ポートフォリオがどこにあるかということ、左の図の黒い四角の枠、ここの部分を顕微鏡みたいな形で拡大したものがこの右の図でございます。この右の図を見ていただきますと、○が書いてございますけれども、これが大体整数で構成されているポートフォリオ。☆のところは現行、第1期のポートフォリオでございます。現行の基本ポートフォリオは5.90%というリスク水準のもとにあるわけですが、実はそれよりも若干リターンが優れるBでございますとか、それよりもリスクが若干低いAでございますが、そういうようなポートフォリオが代替的な選択肢として実は過去に存在したということでございまして、当時運用委員会においても、A、Bに逆に変えるのもあるのではないかとといった議論も実はあったということでございます。

ただ、その当時は、1つは厚生労働省からの説明におきまして、この中期目標は実質的に現行ポートフォリオを維持することを念頭に書いているということでして、実際に市場に影響を与えないということが書かれてございますので、当然ポートフォリオを変更しなければ市場に影響はないのだということが1つですし、あともう一つ、A、Bと基本ポートフォリオのリスク・リターン特性を見たのが6ページ目の下の表に書いてございますけれども、期待リターン、リスクを見ていただくと、ベース未満ぐらいの違いしかないということでございますので、AまたはBに変更したとしてもほとんど変わらないので、そういう意味からすると現行維持ということでいいのではないかと、こういうような議論を経て第1期の基本ポートフォリオを継続する形になったということで御理解いただければということでございます。

そういうことを前提として、2ページ目でございますが、今回の検証に当たっての論点という形で整理をさせていただきましたので、これに基づいて御議論いただければということでございますが、まず①として、中期目標において目標リターン等が示されていない。中期目標は変わっておりませんで、安全かつ効率的、そういう定性目標が継続したままの中で、例えば年金財政との関係からすれば、賃金上昇率プラス1.6%でございますとか、そういった別の数値を立てて、我々として今回検証することが考えられるのかどうかということが1点目でございます。

それがなかなか難しいということであれば、先ほど御説明したような形で、あくまで

も安全かつ効率的、こういうような有効フロンティアに近い、リスク水準が国内債券並みのリスクである。こういうことに着目した検証が考えられないかということが①でございます。

②としましては、もし、そういう形で有効フロンティアを引き直すといったときに、数字をどうするかという議論になるわけでございますけれども、まず、期待リターンを今回リセットするのかどうかという話でございます。これについては幾つか書いてございますけれども、1つは、政権がかわって、これからアベノミクスの三本の矢、こういった経済政策が大きく変わる。あとは既に日銀の体制も変わったことによって金融政策もかなり大きく変わってきている。こういう中で、今、この場において、期待リターンを見直すということであれば、当然そういうような金融政策、経済政策の変更、これを期待リターンの設定にどう織り込んでいるかということが当然説明責任として問われるということ。これをどのように考えるか、あるいはそれが可能なかどうかという話が1点でございます。

もう一つは、実は次の国の財政検証、100年の財政見通しでございますが、これが来年(平成26年)の従来のスケジュールに従えば2月には収支見通しが行われるということで、今現在、そのための審議会・専門委員会も国・厚生労働省で、植田委員長もメンバーでございますけれども、実際議論されている。そこでは次期の第3期中期目標、中期計画における基本ポートフォリオ、これを念頭に置いて、次の平成26年の財政検証にどのような期待リターン、長期金利をセットするか、こういったことが既に議論され始めている中で、今回それとは別の検証と枠組みの中で、我々として独自に期待リターン等々長期金利等を見直すと、こういうことの整合性、影響、これをどう考えるかといった論点があるだろうということでございます。

そもそも、第2期中期計画において見直した現行の基本ポートフォリオの前提となっている期待リターン、これをそのまま継続的に用いることが適当かどうかといった話がございます。

次は、ただ、そうはいつでも、リスク・相関係数について、これも変えなければ結局有効フロンティアも変わらないということにもなるわけですし、また前回はちょうどリーマン・ショック後で、かなり相関が弱くなったなかで実際に有効フロンティアを描いた。その後、この委員会の場におきましても、いわゆる短期的なリスク等々に関するウォッチを実際データも含めてお示しして御議論いただいていたところでございますけれども、1つは各アセットクラスのリスク水準もリーマン・ショックを経て随分落ちついてきている。さらには相関の若干の平均的な高まりも観測される一方で、イベントが発生したときにはかなり相関が効いている、相関が戻っている、こういう状況も認められますので、このリスクと相関関係につきましても、直近のデータでアップデートする必要があるのではないかとございます。

さらに国内債券のリスクですが、先ほど2009年11月でデュレーションが6.32年と申

上げましたけれども、その後、3年たって、さらに国債発行の長期化に伴いまして、今現在では7.24年、こんな感じまで延びている。こういったデュレーションの長期化、これを前回と同様、国内債券並みのリスク、こういったことを考える際に考慮するかといったことでございます。

あと、②の最後でございますけれども、金利でございます、現在の超低金利、先週は一時0.3%台とかかなりのところまで行ったわけで、今、若干戻っていますが、いずれにしても0%台、1%未満の金利水準を前提といたしますと、仮に第2期中期計画の長期金利を前提としましても、第2期におきましては、引き続き、実質長期金利2%という水準を使ったわけでございますので、足下とその水準までとの間にギャップがある。これをどのように考えるかといったことが当然論点になってくる。

具体的な対応としては、現在の金利から長期的な水準に近づくとどの程度のシナリオ、例えば2年、5年、10年、そういった形で実質長期金利2%に近付いていくといったシナリオを想定してポートフォリオがどのような影響を受けるのか、受けないのか、こういったところをポートフォリオ選択に生かしていく、こういった対応が考えられるのではないかということが最後の点でございます。

あと、③でございますけれども、いわゆる基本ポートフォリオの議論になりますと、これは第1期の終わりの議論におきましても、1つは、いわゆる伝統的な4資産で構成されているものに、プラスとしてオルタナティブのような枠を設けるべきではないか、新たな資産クラスの検討。さらには、今、我々のポートフォリオは国内資産に偏っているというホーム・カンントリー・バイアスの問題があるわけでございますが、こういった議論についてはかなり本格的な根本の話になりますので、検証では除いて、来年の2月以降、財政検証以降の第3期のポートフォリオの本格検討の中に織り込むという形かどうかといったことでございます。

以上、簡単ではございますけれども、今日の基本ポートフォリオの検証の枠組みという点について、論点を御説明させていただいた次第でございます。

以上です。

○植田委員長 ありがとうございます。

それでは、難しい点ばかりですが、どなたからでも御自由をお願いします。

○能見委員 口火を切ってよろしいですか。第2期中期計画を立てるのに実際にかかわってきて、その議論をやってきたので、そのときに結局さまざまな、今、説明されたような状況で、第1期中期計画をそのまま延ばしたようなそういう中期計画をしたのですね。ですから今回の基本ポートフォリオの検証といっても、明確な意思を持って、こういう状況設定で、こういう基本ポートフォリオでというふうに設定されたアロケーションでは必ずしもないので、もちろん暫定的なものということであるのですけれども、そういうことで、それを検証した、そこがどうだった、こうだったということはあるのでしょうかけれども、そういう意味では、今回の検証のねらいは、むしろこの段階から、第

3 期中期計画に向けての基本的な考え方の整理をして、そこに反映するための検証というところかなりウェイトを置いた検証をした方がいいのではないかと思います。

その上で、今日いろいろ御議論があるでしょうから、少しその後のこともお話ししますと、私は長期的に見て安全かつ効率的ということだけでも、第 2 期中期計画では決して安全かつ効率的ではなかったと見ております。基本ポートフォリオの分散投資という中で、とりわけ GPIF の基本ポートフォリオはリスク性資産のウェイトの少なさが、結局結果としてはパフォーマンスの比較劣位につながっているということは、世界金融市場でのリスクが極大化したリーマン・ショックを挟んだ 5 年間、10 年間、つまりリスクが極大化した中で、本当はより安全に力点を置いたもののパフォーマンスがよくなっていなければならないのですけれども、リーマン・ショックを挟んだ 5 年間、10 年間どこをとっても、他国の基金運用のパフォーマンスと比較しても明らかに劣位しているということだと思うのですね。そここのところをきちんと押さえなければいけないのではないかと思います。

そこからかなり方向性は見いだされるわけですが、債券運用を基本としつつも、かつ一定のホーム・カンントリー・バイアスを認めるとしても、リスク資産を含めたより一層の分散投資を進めるべきであるという結論がこの検証から導き出されてくるのではないかという気がするのです。それはもうちょっと数字で検証したらいいですね。

ここにも少し表も載っていますけれども、結局オルタナティブ投資も含めた、そういう意味では分散投資によって有効フロンティア曲線を押し上げた有効フロンティア曲線を描けば、現在いるポジションが、そこからいかに乖離しているかということは非常に明瞭であります。

それから、もう一つ大事なことは、次期中期計画を考える、今、この議論ではないかもしれませんが、2 年後、2% の物価上昇を実現するとしている日銀の金融政策目標を通常考えると、2 年後に 3% 以上の長期金利のシナリオは十分想定できるわけで、そういうことも考えると、今回の検証は、もう少し諸外国との比較においても思い切った分散投資をしないとこれを乗り切れない。そういう解を導き出すような検証であるべきだと私は思います。

○植田委員長 ありがとうございます。いかがでしょうか。今の能見委員の御意見の確認ですけれども、これまでのポートが必ずしも安全かつ効率的ではないという御意見なのでしょうか。

○能見委員 安全かつ効率的＝国内債券並みリスクといいますか、それは本当にそうなのかということに疑問に思っているし、前回のように、いわばリスクを非常に危惧して国内債券並みということにしましたけれども、リスクが極大化したときを含めてさえも、相対的にパフォーマンスが劣位しているということは、リスクのそれを含まなかったから圧倒的な乖離があるわけですね。ですから本当に効率的なポートフォリオなのかということについては。

- 植田委員長 有効フロンティアが正しいものが書けていないということになるのですね。
- 能見委員 そういうふうに言い換えることができると思います。ベタッと張りついた有効フロンティアで、近いからいいではないかということでしょう。でもそうではないのではないか。
- 植田委員長 それをさらに詰めると、有効フロンティアの計算が間違っていたとすると、期待リターンに影響が出る。
- 能見委員 間違っていたというより、想定を動かせば有効フロンティアは膨らんでいきますから、上に押し上げる働き、組み合わせの項目をどう入れるかということです。
- 植田委員長 新しい資産をもっと入れた方がいいということですか、オルタナティブなどの。
- 能見委員 もうちょっと新しい資産が入ってもいい。
- 植田委員長 もう一つの可能性はリターンとかリスクの相関の想定が間違っていたということですね。
- 森参事官 私どもから補足的に説明させていただきますけれども、清水室長から御説明ありましたけれども、現在、平成 26 年の財政再検証ということで厚生労働省は作業を始めています。これは年金財政の要請に基づきまして、基本的に諸前提がどうなるかということで、多分それが出ましたら、この委員会で、また、それを踏まえまして、第 3 期中期計画をつくっていただくことになると思います。
- ただ、今、いただいている御議論は基本ポートフォリオの検証ということでございまして、現在のポートフォリオ、これはいろいろ清水室長からの御説明あったと思いますけれども、私どもとしましては定性的な目標しか示していなかった。ただし、検証でございまして、現在のポートフォリオのリターン・リスク、もしくは有効フロンティアでございまして、これは、今、御指摘いただいたように、安全かつ効率的ではないということでありまして、場合によっては必要に応じてその段階で見直すということは途中であると考えております。そういう趣旨で、今回、会計検査院からの御要請も踏まえて検証することをお願いしたということでございますので、誤解なきよう御理解願います。
- 小幡委員 基本的に能見委員のおっしゃったことに 100%賛成なのですが、一言だけ言うと、国内債券並みのリスクといったときに、国内債券のリスクが変動している中で、それも改めて考えなければいけないのではないかと。以上です。
- 植田委員長 それは、それこそアベノミクスとか、そういうことで。
- 小幡委員 足下のボラティリティがかなり高くなっているの、それがインフレ目標 2%で達成できるかどうか分からないのですけれども、分からないということは、足下の短期のボラティリティも上がっていて、中長期の予測ボラティリティも上がっているわけだから、普通に考えて、いろいろな意味でリスクが高まっているということも考慮に入れるべきか、入れないべきかという議論もあるのですけれども、その点も検討する必要はあるのではないかと。

○稲葉委員 能見委員の御発言で確認、私の理解が足りないのかもしれないのですが、リスク度を上げなくてもリターンを高めることができたのではないかという検証をした方がいいとおっしゃっているのか。もしそうだったら、それは当たり前で、そういうふうになるようなポートフォリオがあり得るわけだから、そちらを選んだ方がいいということなのだけれども、リスク度も上がりながら、しかしリターンを上げられるという領域に持っていくことができたということであると、そのリスクをどう評価するかという議論をやはりしないといけないということなのではないかと思うのですが、その辺のところ。

○能見委員 わかりました。私はずっとここで主張し続けているのだけれども、安全かつ効率的というのは、安全と効率はトレードオフであり得ないと思っているのですね、そんな資産は。だけど、それを長期的視野に立ってというのは、必ず法律も業務方法書も全部同じ表現で、それは多分賢い書き方かなと思っているのですけれども、長期的な観点に立って安全かつ効率的だと、安全と効率的を調和させる要素があるのではないかと。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思っているのですね。特に年金財政の資金ですから、非常にそういうことが考慮されなければならないのはわかっています。ですから基本的に債券をベースにすることも異論はないのですけれども、ただ単純に、安全かつ効率的で、それが国民の許容するリスクは債券ですというのは、それは全然非科学的で違うのではないかと。実態のパフォーマンスも必ずしもそうならない。決して効率的なポートフォリオになってない。

安全という部分は、ほかの基金も比べてどうかと云ったら、そういう意味だつて、5年とか、確かにリーマン・ショックの単年度とれば鋭角的に下がっている中で、非常にリスクが具現化してパフォーマンスが一挙に悪くなっていますが、でも5年、10年とつたら、結局は全体としての蓄積、利益の蓄積もあるのですけれども、平均すればパフォーマンスは、日本の言っている安全かつ効率的、債券並みリスク云々より、リスクも期間分散されることによってパフォーマンスはよくなります。

○稲葉委員 ということは、長期的に見てリスクを評価する仕方について、もう少しリファインされるようなことがあれば、もっといい領域、ポートフォリオを見つけることができる。

○能見委員 私の考えはそれに尽きるのですね。これだけ長い期間を、私、最初にこの職についたときに、長期的とは何年ですかとお聞きしたら 30年ですとお答えいただいたのですね。そしたらやりようがあるのではないですかというんだけれども、物すごく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、長期的というのが生かされていないというのがずっと一貫してこの委員会でも主張してきたことなのですね。

今回、リーマン・ショックというものすごく鋭角的なリスクが示現したときにも、他の基金は十分長期的に見れば耐えられたので、それは他の基金はどの位かという、リ

スク性資産は5割以上ですね。ですから、もうちょっと長期的ということを生かしたらいいのではないかということなのです。

○稲葉委員 そういうことであれば、私もそういった意味での吟味というか、検討は意味あることだと思います。先ほどの厚生労働省の方からの御発言の趣旨がわからないのだけれども、そういうことまで検討することは期待されてないとか、そういう御趣旨なのですか。

●森参事官 今回、検証ということで、現在のポートフォリオが、委員がおっしゃるように、本当に安全・確実でないものであれば、それは必要に応じて今でも見直しをしていただいても構わないということでございます。それはあくまで、今のポートフォリオを検証、そしてだめだということだったら、それは違うものを見ていただくということでございます。

ただ、先ほど申しましたが、厚生労働省の方では、年金財政上の経済前提というのを別途検討しています。それはまた違う作業として御認識いただければいいのではないかとございます。

○村上委員 今、議論されていることに関して少しお話しいたします。まず期間の考え方によってリスクが違うというのは、いろいろ検証してみると明らかなことだと思います。日々のリスクを管理するのも大切なのですが、その日々に対して1年当たりで見てというのと、5年当たりで見てというのとではそれぞれリスクの数字が変わってきますので、年金というのはどのような期間のリスクを重んじたらいいかということとはよく考えなければならぬことなのだと思います。

それから、先ほども能見委員からお話がありました外国の公務員年金などに対して GPIF の運用が劣っていたかどうかということについては、リスクも含めたリスク・リターン平面で評価してみないと効率性がわからない部分があるのではないかと思います。リターンだけで見てよい運用だったかどうかはわかりません。リスクに対する効率からしたリターンをみるということもあると思います。加えて、外国の公務員年金などの問題は、今、予定利率が7～8%というようなとても高いものを達成しなければならないということで、それがオルタナティブ投資やさまざまなものに走らせているということがあって、これがまた非常に問題化しているところがあります。そのところについてもよく注視をしておく必要があるのではないかと思います。

それで、いろいろ抜本的な検証することになると、もう一度この運用に求められているもの、今度また新たな財政検証によって、その辺でどのようなことが求められるのかということも出てきますし、その辺まで含めないといろいろな検証ができてこないと思います。運用方針というのは負債側の条件などが整って初めて全体の構造が描けるということなので、私が考えるには、今回の中間目標、期間中の定期検証ということなので、中間目標、期間中の構造的なものが大きく変わっていなければ、もうそのところは数字の微修正をして粛々とやったらいいのではないのでしょうか。

ただ、先ほどから議論がございますように、次の中期計画にかけてはいろいろもっと考え方を整理しなければならないところがたくさんあるのだろうとっておりまして、その辺を分けてやったらどうなのかと思われるのです。

それと、もう一つ、先ほど室長のお話を伺っていて、どうもわからない点が、債券のリスク並みということで目標設定し、ポートフォリオ選択時にはデュレーションの長期化を考慮していながら、最適化のシミュレーションを行うときの債券のリスクはヒストリカルデータから変えてないわけですね。

●清水調査室長 債券の。

○村上委員 そのリスク自体も変えてやっているかどうかという点です。

●清水調査室長 7ページをごらんいただきますと、ヒストリカルな単純平均としての債券のリスク、これは1期から2期のときでございますが、5.09%という数字だったので、ところが、そのときのポートフォリオに照らして債券のリスクのところには5.09%を代入して、あとは相関係数を代入して、ポートフォリオのリスクを計算するとそのトータルが5.9%になったと。そうすると、債券のリスク5.09%に対してポートフォリオ全体のリスクが5.9%だと若干高いのではないかという議論になったわけでございます。そのときに、いや、5.09%というのは、過去デュレーションが非常に短かったときのデータも含んだ数字であり、現行の逆に長いデュレーションのもとでは債券のリスクは、6%なので、ポートフォリオ全体のリスクは大体国内債券並みと言えるだろうと。実際7ページ見ていただくと、現行基本ポートフォリオのリスクが5.9%ということで、これは国内債券並みだというふうに言っている。

○村上委員 そうすると有効フロンティアを描くときの債券のリスクも変えないと整合性がとれないのではないのでしょうか。

●清水調査室長 そこは認識しておりまして、あのときは、最適化というよりは、むしろ現行ポートを維持するという観点からやったものですから、本当は国内債券のリスクのところ6%を代入すべきであることは認識しております。ですから、もし今後、この考え方に沿って実際に作業するときには、当然その考え方というか、それを考慮に入れることはしなくてははいけない、それは御指摘のとおりでございます。

○村上委員 今の点に関しまして、結局、このように相関係数、リスクをヒストリカルデータなどで置いたときに、それは過去データではありますが、シミュレーションに使った途端にその時点での予測データということに置きかわることになると思うのです。その時点から将来に向けての予見、最善の見積りを行ったということになるのだと思いますので、その意味合いをよく考えなければならないのではないのでしょうか。36年で長ければいいかというものでもないのではないかと思います。先ほど御説明がありましたように、国債の発行条件などが今と全く変わっているときだとか、日本が4%成長していて、かなり高金利な時代も含まれたデータもあり、また国債の窓販などはまだ行われていなくて、流動化も非常に乏しかった時代のデータ、このようなデータまで含

んだヒストリカルデータが、果たして最善の予見として置くのにふさわしいのかどうか。そのような吟味も今度は中期計画を立てるときのシミュレーションの中では必要になってくるのではないかと考えています。

●清水調査室長 それにつきましては、以前検討作業班で議論をしたとき、あのときの議論をちょっと振り返りますと、これはあくまでも次期の基本ポートフォリオに向けた議論になりますけれども、例えばバブル崩壊以降のところからのデータでセットした方がいいのではないかと、こういった議論があったということですので、それは次の議論として受けとめさせていただきたいと思います。

○植田委員長 これは整理しますと、有効フロンティアをどうやって正しく、完全に正しいのではないにしても、なるべくいいものを計算するかという種類の問題と、有効フロンティア上のどこを選ぶかという問題がありますね。後者については、私の理解では、それは年金財政上のいろいろな考え方、要請から、どれくらいのリスクで、どれくらいのリターンを目指していくのかということが、ここに対しては一応外から与えられるということではないのですか。これまでは、結果としては、厳密かどうかは別にして、債券並みのところでフロンティアの点を選んで、そのリターンで満足、その計算が本当に合理的かどうかという問題はあるのですけれども、考え方としてはそういうことだということですね。

●清水調査室長 おっしゃるとおりです。その問題、先ほど能見委員からの御意見にも関連するのですけれども、私はどう解釈したかということ、リーマン・ショックがあったと。ただ、それを一時で見れば非常にリスクが高かったのだけれども、長期的に見ればもとに戻ったと。これは平均回帰性をきちんとモデルとして織り込めば単年度で見たリスクよりは長期的なリスクのほうがよりリスクが小さいというようなみなしができるだろうと、私は受けとめたということですので。

これについては、確かに本当におっしゃるとおりでございますけれども、ただ、今の検証方法はあくまでも単年度のリスクに着目した検証方法でございます。平均回帰性みたいなものを織り込むポートフォリオの構築法というのは、今現在、大学との共同研究等々で実際に我々として研究している状況でございますので、その部分については、次期の本格検討の際の宿題として、私どもとしては考えさせていただきたいということでございます。

○宇野委員長代理 能見委員が最初におっしゃったように、次の第3期に向けて GPIF のポートフォリオの持ち方、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御意見に賛成です。今、この時点で基本ポートフォリオの検証をするという命題を与えられたときに、私は一番気になるのは、現行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と。

今の第2期の第1期を引き継いだポートフォリオを運用してきたときもリーマン・ショックの後で、世界の経済や日本の経済がどうなるか、よくわからない中で何も変えな

かったということがあったわけですが、今、起きていることは日本国内の中の金融政策であるとか、経済政策が変わってきていて、金利の動きが、当時、第2期中期計画を検討したときに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。あのときも長期的に3%とかというのが、あの時点の水準からどのように変わるのかということについて納得のいくシナリオを考えるのに苦労した覚えがあるわけですが、今はそこを非常に強烈に金融政策を含めて動かそうとしてきているということを考えると、どういうふうになるかということのを的確に予測することは難しいにしても、こういった展開になったときに、現在の GPIF のポートフォリオがどういう影響を受けるか、どの程度の大きな影響を受けるかということの把握が一番優先される課題なのではないか。

次の第3期が1年後ぐらいのところまで迫っているということを考えると余り時間ないと思いますので、結局それが準備作業になって、第3期をどうするかという議論の土台になるのではないかと思います。とりあえず基本ポートフォリオの検証というのは、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ますけれども、運用委員会として、現在のポートフォリオが、今まで想定して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評価するというか、把握することが緊急の課題なのではないかと思いますが、いかがでしょうか。

○能見委員 私の問題意識も実は全く宇野委員が言った問題意識、ですから今回検証するのだったら、第3期中期計画のありようというか、そこに反映するようなことでやらない限り意味がないということ。それから、第3期がスタートする時点を考えて、ちょうど2年ですか。

●清水調査室長 2年後です。

○能見委員 2年後でしょう。先ほど最後に2年後と言ったのはそれで、そこまでポートフォリオの変革を、第3期中期計画を意識して方向性を求めるということだったら、今のポートフォリオを少しずつその方向に向けて変革していかないと、中期計画ができましたから、それに合わせてやりますといっても、なかなかそうはいかない状況があり得るわけですね。ある意味ではポートフォリオ転換のチャンスで、今の GPIF の持っているポートフォリオからすれば絶妙のタイミングになっていると。いろいろなリスクを含めてポートフォリオを検証する過程の中で、ある程度の考え方、方向性が見えたら、その範囲内で、そちらに向かってのポートフォリオ転換を準備していくというようなオペレーションを少しずつやってみて、そして第3期中期計画はこうですと、これを世の中に出しますから、出したときにはそういうふうにはほとんど組み変わっているという状況でないと、マーケットでのオペレーションは不可能なので、私はそこまでは今日言う必要ないと思っていたから言わなかったのだけれども、私は自分でマーケットの実務やったくさんのポートフォリオを動かしてきたので、発表したときにはその時点で、例えば、前にいた農林中金のことを言うと、平成25年度決算は3月31日で終わってい

るのです。つまり3月31日まで積み上げたポートフォリオでできるであろう収益が当該年度の必要収益に対して足りなければ4月の最初の2週間にキャピタルをとってしまっ、そして平残が足りない分だけ埋めてしまう。4月スタートした時点で、その年の決算は終わりましたというのがほとんど市場運用でやっている人間のポートフォリオマネジメントのありようなのですね。いずれそういう議論になることもというのがあったので、今、宇野先生がおっしゃったので、私はそういう意味を言っていて、おっしゃるように、中期計画でのねらいとする長期的に見て、安全かつ効率的だという大原則があるとしたら、それに向かっているいろいろな修正をしておかなければならない。ただ、修正しましょう、マーケットはこうなりそうだからというのではなくて、あくまでも中期計画の検証をして、きちんとした認識に基づいて動き始めることが大事ではないかというのが私の基本的な意見です。

○大野委員 過去の経緯もわかりませんし、今、能見委員がおっしゃったことをまさしく私も思っていて、今回やることは、まず1つは、会計検査院から御指摘が来ていますので、安全・効率的かつ確実かということについては、やはり検証はしなければいけないのですね。これに対してはお答えが必要だと、最新のデータ。

もう一つは、私は1月末の数字までしか持ってないのですけれども、今、かなり国内株が上がって円高の修正が起きて、相当ポートフォリオの中身が変わっていると聞いています。具体的に申し上げますと、国内債券、恐らくかなり乖離許容幅を超えているのではないかと。あとは外国株式も恐らく円安で膨らんでいると。これについて、もちろん第3期ということを考えながらですけれども、今までどおりリバランスを駆使して現状維持するということをやめるのか、あるいは中期計画に記載されていると思うのですが、必要に応じて見直しの検討を行うと。これは逆に必要がありというふうな感じをしています。これは大きくアベノミクスで円安、株高、金利もかなり変わっていますし、そういうことを見据えながらやはり必要があると思っています。

1つ質問なのですけれども、必要があるといった判断になったとき、具体的にはどうやった手順で見直すことになるのかというのがちょっとよく見えないのですけれども、というのは、目標リターンの提示が、今、ないわけでありまして、この辺、お聞きしたいのです。

●清水調査室長 7ページをごらんいただければと思いますけれども、今回想定していますのは、前回1期から2期、これも目標リターンがない状況のもとで検証を行ったと。このときには結果的に見直さなかったということなのですが、これを見ていただきますと、このときには現行の基本ポートフォリオに対してAとかB、より安全、より効率的なポートフォリオが存在したということでございます。ただ、このときにはほとんどリスク・リターンの性質が現行ポートとほとんど変わらなかったもので、そこまで見直す必要なかったらろうということに継続したということなんです。

したがって、今度はこういうようなものを、データを更新して描き直すことによ

って、現行よりも明らかに効率的なポートがあるのかないのか、明らかにリスクの低いポートがあるのかないのか、こういったところを実際に見て、これはより明らかにいいものがあるということであれば、そちらの方に移すということを考えるという形でやるのかなというふうには考えています。

- 大野委員　すごく具体的に申し上げますと、許容幅を超えている部分をどうするかということについて、これを是とするか。これはもちろん第3期、次のこともにらみながら、足下を見ながら、ということになると思うのですが、そこをしっかりと議論しておくというか、決めていく必要があるのではないかと思うのですけれども、いかがでしょうか。
- 大江審議役　私が補足いたしますが、委員がおっしゃっているのは恐らくマーケットが大きく変動した場合には変えるという、中期目標、中期計画のところの御指摘ではございますが、私どもとしては、ちょうど今、まさに定期検証を開始したところで、その中で、少なくとも今回リスクは修正をしていったほうがいいのではないかと。そういった中で、もちろん国内債券並みのリスクというところの考え方というか、数字も変わってくると思うのですけれども、そういったもの踏まえて、定期検証をしたときに、結果としてどういう有効フロンティアを描けて、どういった安全性・効率性に配慮したかわりになるポートがあるのかないのか。それが現行の基本ポートフォリオからどの程度乖離しているのかどうか。そういうのを総合的に考えて、その結果、委員が御指摘のように、結果としてリバランスとの関係等も出てくるのですが、最初からそれを意図としてやるというよりは、結果として、それがどういうふうに働くのかということを考えていけたらなど。

ただ、いずれにしても、今、既に定期検証の作業に入っておりますので、御指摘のマーケットが大きく変動というのは、逆に言うと、そういう中で、今、まさに定期検証をやっていると御理解をいただけたらと思います。

- 植田委員長　皆さんがおっしゃったのは、例えば昨年11月以来の動きで、今後を含めていろんな大きな変化が予想される中で、それに対応したフロンティアの再計算なり、基本ポートフォリオの見直しをするべきだということだと思っておりますが、一方で残念ながらファイナンスや経済理論は、11月以降に起こったことをうまく織りこんで、今後5年、10年、30年のリスク・リターン特性はこうなるということに対する信頼できる答えは与えてくれないのだと思うのですね。では、ヒストリカルデータでやるかということ、データでこの部分が入っているのは11月以降の数か月分ではないわけです。この辺をどういうふうに扱いつつ、我々のやりたいことを実現していくかという極めて難しい問題があるのだと思うのですけれども、それも含めて引き続き、佐藤委員。
- 佐藤委員　有効フロンティアのところでは1つなのですけれども、そもそも制約条件つけていますよね。制約条件つけた瞬間にかなりフロンティアは変わってしまうと思うのですけれども、資料の4ページにあるような制約条件つけるときに、なぜそういう制約条件つけるのがいいかという議論もあって、今の方針になっているとは思っているのですけれど

も、ここも再考する必要はあるのではないか。例えば株の投資1つにしても、国内株式に集中するよりは、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、広げていった方が効率的であるというのは一般によく知られているところだと思うのですけれども、制約条件をつける意味は将来的によく考える必要があります。

あと、先ほどの能見委員の日本のリターンと海外との比較なのですからけれども、これは為替の問題もすごく大きいのではないかと考えていて、特に2008年以降急速な円高で来ましたよね。そうすると日本の大部分の人たちは、保守的に行動していた割には円高でリターンが結構やられてしまいました。ところが海外の人たちはそういう弊害なかったどころか、逆にそういうところの恩恵とったわけです。その後少しショックが和らいだわけで、どの期間をとって分析するかにもよるのですけれども、日本の場合には為替の問題も大きいと思うので、そういうところも含めていろいろ検証して、どういうリスクの定義の仕方、とり方がいいのかというのを考えていく必要があるかと。

それから、もう一つ、気になるのは、定期的な検証の時間軸なのですからけれども、定期的な検証、年度の見直しということ。

- 清水調査室長 第1期は定期検証という形で年に1回検証することは決めていましたので、そういう意味でいうと、1年が1つの目安になるとは考えています。
- 佐藤委員 毎年やるからには、この検証はどれぐらいの期限までに完了されることを想定していらっしゃるのでしょうか。
- 清水調査室長 これはこの場で、今日御議論いただいたことを踏まえたと、多分次、実際の数字というか、もしよろしければということでございますけれども、数字を實際議論しないと前に進まないだろうということもございますので、検証を行った場合にどんな感じになるのかということも踏まえながら進めていくということで、委員の皆様の御意見次第ということしか私も言えないわけでございますけれども。
- 佐藤委員 申し上げたいのは、検証は気がついたら、12月ぐらいまでかかりましたというのでは意味がないので。
- 清水調査室長 そういう意味から申しますと、先ほどの次期財政検証が来年の2月ということで、それも大江審議役からありましたけれども、夏過ぎには、これは参事官の方がよろしいかもしれませんが、具体的な数字の話が出てくると。そういう数字の話が出てくると、その傍らで逆に我々がそれとは別の数字等々で議論するのはなかなか難しくなってきますので、そういう意味からすると、そういう本格的な、そちらの方の本格的な議論になる前には決着をつけるということには多分なると思います。
- 佐藤委員 もちろん第3期中期計画につながる方向性というのは好ましいと思うのですけれども、時間軸を考えつつ、そこでやるべきこと、次につなげて考えるべきことは整理してやっていかれると、そういうことですね。
- 清水調査室長 はい。
- 稲葉委員 先ほどの植田委員長の問題提起に自信を深めて私の感想めいたことを申し上げ

げたいと思うのですが、いずれにしてもこの検証についてはもう少し細かいところへどんどん議論が行くと思いますので、最初なので抽象的な感想をちょっと申し上げたいのですけれども、法律でも決まっているとおり、我々の責務は長期的に見て、安全・効率的な運用が求められているわけですね。ということは、短期的なことに余り拘泥するなということなのですね。例えば安倍内閣がアベノミクスやって日銀がこういう大緩和をしたと。それでどうしますかというのは、その影響について議論はするのはいいのだけれども、そのために我々の持っている原理原則なりポートフォリオを変えますというのは、長期的な視点に立った検討姿勢ではないと思うのですね。それより大事なものは、長期的に見て大切なポートフォリオをどういうふうに行っていくかという検討をすることによって、その検討の頻度を高めて、短期的に何回も行うというのは構わない。短期的に検討する、頻度を高くすることは短期的に検証することとは全然違うので別に急ぐ必要も特にないと思う。

そういうふうを考えていくと、今、我々の取り巻く状況は、政府の政策を含めて、あるいは年金政策を含めてノイズが多過ぎる。そういう中で長期的に見て、我々はどういう運用をしていくかということを考えていくことが本当は大事ではないかと思うのです。申し訳ないけれども、経済前提等いろいろ御議論されていて、それが変わるかもしれない。しかし、そういうことはそんなに大きな問題では実はないのではないかと思うのですね。もう少し原理原則を議論できるといいなと。

○植田委員長 ただ、長期と短期の乖離みたいのがとても重要な局面でもあって、仮にインフレ率が本当に2%に、2年か5年かわからないですけれども、間くらいになるとして、したがって長期金利も上がるということであれば、長期のポートフォリオとしては、金利が上がった後で、債券をたくさん持つというのはいいことだとしても、向こう2～3年のポートフォリオを決定する中で、それがいいのかどうかという、現在に特有の問題がやはり残るのではないのですか。

○稲葉委員 でも、その論拠となる金利がどういった動きになるかというのは、ファイナンスの理論でも経済理論でも、そこはなかなか難しいとおっしゃったのは委員長。

○植田委員長 ただ、リスクはあるという感覚はみんな持っているのではないのでしょうか。

○稲葉委員 リスクはあるから、そこを乗り越えるための方針はあり得るかという議論をすることが大事なのではないかと思います。

○能見委員 私の認識はずっと言っているように、長期的に見て、安全かつ効率的という大原則について、現行のポートフォリオは必ずしも適合してないという考え方があるのですね。それを動かすということは、これは圧倒的に国内債券の比率が60%で高いわけですから、それを動かすオペレーションを考えると、想定どおり2%の物価上昇が実現する、しないにかかわらず、財政危機も含めてリスク考えると、オペレーションするのは今からやった方がいいという、だから最終的なポートフォリオの形が、長期的に見てというのは、今のところの上下というのは捨象して考えてもいいかもしれないけれ

ども、私の考え方の中では基本的に国内債券の比率を下げた方がいいという考え方があるものですから、オペレーションをやるのは今からやるべきだということを考えて、そういう最初にあった危機感というか、ニーズがあるのですね。

○稲葉委員 違和感があるわけですね。

○能見委員 それから、もう一つは、途中経過で、キャッシュポジションが少し増えたというのが、キャッシュアウトの全体的な傾向ですから、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ということもありまして、別に相場観見ているということではなくて、ポートフォリオそのものは、今、おっしゃったような見方でいいと思うのですけれども、植田委員長がおっしゃったように、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という、ただ、ポートフォリオはおっしゃるとおりの考え方。

●清水調査室長 そういった部分につきましては、これは2ページ目の②の最後と申しますか、ここで想定していますのは、あくまでも実質長期金利2%という前提のもとに、物価上昇率が1%であれば、名目金利は3%になるわけでございますけれども、現行0.5とか、0.6、0.7%程度の水準の金利が、このポートフォリオの前提となる長期金利という実質金利2%に、あるいは名目金利3%に近づく、そういうシナリオを描いたときに、ポートフォリオ自体がどういう影響を受けるのかということ、ある意味でのストレステスト的な形として考慮することによって、今、議論になっているようなものも、結果的にはチェックしたことになるということとは言えるのではないかという気がします。

○臼杵委員 いろんな議論が出ていて、今、まだ整理ができていないのですけれども、1つあるのは、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みたいなものが今のポートフォリオにはあるのだろうなど。それは能見委員がおっしゃった債券のところかもしれませんし、あるいはまた別のところにあるかもしれません。それをどうやって、長期的な観点からとらえるか、あるいは長期と言えるかどうかかわかりませんが、今、もちろんファイナンスの世界でそれが非常に確立されているとは言えないかもしれませんが、いろいろこの数年出てきているような方法、例えば先ほど室長がおっしゃった系列相関のようなものを入れるとか、あるいは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というようなことはあるのかなど。あるいはまたストレステストみたいなものを入れる方法も多分あるのだろうなど。でも、どれが絶対的に正しいかということは多分なくて、それをいろいろ見ながら、最後は定性的に考えていくということなのだと思います。ただ、それをやっている時間軸というものが、先ほど佐藤委員もおっしゃったように、どこまでそれを今回やっていくのかということももう一つ課題としてあるのかなと思います。

もう一つ、今回の仮に従来の方法を大きく変えないでやるとしても、1つ気になっているのが、皆さん非常に債券が危ないとおっしゃっている中で、債券並みのリスクであることを安全というふうに見ていいのかなど。あるいはちょっと違う議論かもしれま

せんけれども、債券ベンチマークのデュレーションが単に延びたから、リスクをそれで増やして、これは債券並みですよ、だから安全ですよ、という言い方をしているのかどうかというところがちょっと気になっていて、その辺は、例えば次期の財政検証などでも、そういうような考え方で安全ということを考えるのかどうかということ、もし参事官が御意見というか御知見があれば伺いたいと思います。

●森参事官 そもそもこの事業は年金事業の安定化ということでございますので、先ほど能見委員から30年ということもございましたけれども、昔、私どもでやっていたときには、モンテカルロ法とか使いまして、将来、平均的な予定積立金額がどのぐらい落ちるかとか、バリュアットリスクとかコンディショナルなリスク、そんな手続きをやっております、ポートフォリオが年金財政に適合するという観点からすれば、私どもシミュレーションALMですけれども、そういう手続きは少なくとも必要ではないかと思っております。

○植田委員長 今、臼杵委員おっしゃったことは、専門委員会での議論と関係しますね。つまり、これまでのようなリスクの考え方ではなくて、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れくらい最小化するかというような観点から見べきだという議論もあるわけで。

●清水調査室長 そこはまさに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、特にリスクについては、実はこの場でもリスクの尺度について、年金財政との関係、統合的なリスク尺度にすべきだという御意見をいただいて、専門委員会の方にも返しているという、そういう流れの中で議論されているという話は、おっしゃるとおりでございます。

あと、今の御指摘の部分でございますけれども、多分物価については、金利上昇リスク、これはいろいろあるわけで、実質金利が上がるケースと物価が上がって上がるケースといろいろあるわけですね。多分実質金利が上がる場合は、これは実際に景気がよくて株が上がっているという意味において、もし、それによって金利が上昇したとしても株が上がっているのです、それは全体の分散投資という中でオフセットされているというような状況が多分想定されるのだろうと。

問題は物価上昇によって金利が上がるというパターンでございますけれども、これは長期的に考えると、年金財政の方も物価に連動するということがあるので、そういう意味からすると、名目上の債券のリスクが高まったといっても、長期的に見た年金財源の方が物価に連動するという性質を考えると長期的には見かけほどではないということが多分言えるのだろうと私は思っています。ですからなかなか難しい話ですけれども、多分それは我々に対する運用目標のあり方、それにおいてリスクの尺度をどういうふうにするべきなのかという、ある意味、本質的な検討の中で議論される必要があるのかと考えています。

○稲葉委員 私は長期的な考え方が大事だと言っている問題意識の中には、まさに国債投

資を中心とした債券運用というのは本当にリスクがないのかということなのですね。これは政府からこれだけのお金があって、うまく運用するようにと言われているのだけれども、政府の財政とか年金財政に関する考え方が頻繁に変わっていて、例えば財政再建に対するコミットメントなんていうのがしっかりしてないわけですね。そういうときに国債を中心とする債券のリスク度を従来どおりに行っていてもよいのかということなのですね。

能見委員のお話にもつながるのですけれども、そういうことを、本当はこの運用委員会が議論すべきであって、有効フロンティアから若干動いているのを右に進むのか、左に行くかは、事務局に任せてよいのではないかと思います。

○村上委員 整理しなければならないこととして2点ぐらい申し上げますと、まず安全・効率的な問題というのは、人によって解釈が違うので、もう少しわかりやすい、共有できる言葉、この意味を定義しなければいけないだろうと。私もこれはそのままだと解釈しにくいので常々考えていますのは、公的年金なので財政上求められるリターンというのがあるわけで、その利回りをできるだけ最小化したリスクで達成すると考えた方がわかりやすいのではないかと常々考えているわけなのですね。資産運用ですから当然ながら制度上求められる目標がある。それを最小限のリスクで達成するにはどうしたらいいか。ただ、そのリスクの定義もどのくらいの期間で考えるかとかいろいろ整理していかなければならない問題があるかと思う。

それから、例えば国債固有のリスクというものは置いておきまして、長期的に例えば20年、30年の金利水準がもっと高いところになって、債券が長期で考えれば3%ぐらいとれるのではないかという、これは20年とか30年、それと足下から考えたときのリターンと違う可能性がある。これはいつも基本アセットミックスや実践的なアセットミックスを運営するときに課題になる問題だと思うのですけれども、中期の基本アセットミックスで考えるという、ポートフォリオで考えるというときにどちらをまず軸にして考えるか。長期的には20年とか10年をにらむと金利水準は3%ぐらいだとか、実質で考えれば問題ないこともあるかもしれないのですけれども、そういうもので考えて、例えば足下から少し金利が上がりそうなところは実践の方の枠内で対応を考えていくのか、それとも、もうそういうようなトレンドみたいなものを基本ポートフォリオに織り込んで策定すると考えるのか、ここによってもポートフォリオのつくり方は分かれるところだと思うのです。このところもどういう考え方をとるのかというのを整理しなければならぬと思います。

○植田委員長 用意していただいた紙の2ページで、全部ではないかもしれないけれども、かなり議論させていただいたのですけれども、なかなかまとめられないのですが、特に追加で御発言がなければ、とりあえず事務局の方から次回にでも、今日出たいろいろな御意見の中で、とりあえずすぐ取り扱えるものを入れて計算結果のようなものを出していただいて、それも含めて次回引き続き議論するという手順でしょうか。

●清水調査室長 なかなか難しい多くの宿題をいただいたと思っています。いずれにいたしましても、まずはデータをアップデートとして、プレーンなやり方でやった結果をお見せして、それで実際に変わるのか、変わらないのかというところをまず見ていただいて、それで実際のポートに照らして、今日いただいたような御意見がどうなのか、そういうような形で対応させていただければということでございますので、次回そういう計算の部分を進めさせていただければありがたいと思っております。

○植田委員長 何か追加的にいかがでしょうか。それでは、そういうことでよろしいでしょうか。特にほかに御発言なければ、議事はこれまでですので、事務局から御連絡等あればお願いいたします。

●大江審議役 次回の日程でございますが、今月 22 日（月曜日）、連休前になりますが、4 月 22 日（月曜日）の本日と同じ午後 4 時から、この会議室にて行いたいと思いますので、よろしくお願いいたします。

以上でございます。

○植田委員長 それでは、本日の運用委員会はこれまでとします。ありがとうございました。