

## 第 67 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 25 年 4 月 22 日(月)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. 開 会

5 議 事

(1) 基本ポートフォリオの検証について

(2) リスク管理状況等について

(3) その他

●大江審議役 それでは、定刻より前でございますが、皆様おそろいですので、第 67 回の運用委員会を開会いたします。

本日は委員全員御出席ということでございます。なお、能見委員、途中退席されるとお伺いしていますので、よろしく申し上げます。

続きまして、資料の確認をさせていただきますが、議事次第、座席図のほか、

委員限り 1-1 基本ポートフォリオの検証について (第 2 回)

委員限り 1-2 基本ポートフォリオについて

委員限り 2 国内株式運用受託機関公募にあたっての基本方針等について(案)

委員限り 3 リスク管理状況等の報告 (平成 25 年 2 月)

というものでございます。

なお、このうち委員限り 1-2 基本ポートフォリオについては、運用委員会終了後に回収をさせていただきますので、机の上にそのまま置いてお帰りをいただきますようお願いいたします。随行されている皆様方も同様の取り扱いになりますので、重ねてよろしくお祈りを申し上げます。

以上でございます。資料、おそろいでしょうか。

では、以後の進行につきましては、委員長をお願いいたします。

○植田委員長 お忙しいところ、皆さんありがとうございます。

最初に基本ポートフォリオの検証について、委員限り 1-1、1-2 に基づきまして御説明をお願いします。

●清水調査室長 それでは、私から御説明させていただきます。委員限り1-1、委員限り1-2、これをあわせて御説明させていただきます。

まず、委員限り1-1でございます。前回のこの委員会におきましていろいろ基本ポートフォリオの検証について御議論いただいたわけですが、今回いわゆるデータを更新して数字をこういう形でお示しさせていただいたということで、これについて御議論いただければということでございます。

まず、1ページ目でございます。前回、村上委員から御指摘いただいた点で、そこが1ページ目の下の3行でございます。デュレーションの長期化を考慮した6.0%を国内債券のリスクの中心値として、基本ポートフォリオのリスクを再計算した場合にどうなるかを確認する必要があったということでございまして、具体的には2ページ目でございます。当方から前回御説明いたしましたのは、1期から2期に継続するに当たって単純な過去データによる国内債券のリスクは、5.09%。これに対して1期のポートフォリオを継続したわけでございますけれども、このポートフォリオに当てはめたところ、基本ポートフォリオ全体のリスクは、5.90%になりました。すなわち、5.09%に対して5.90%、これが果たしてこれは国内債券並みのリスクと言えるかどうかという点に関して、1期から2期に当たっては、あくまでも5.09%は過去のデータでございまして、これは過去のデュレーションが短い時代のものも反映された数字であり、直近のデュレーションが長期化していることを考慮して、国内債券のリスクを計算し直すと6.0%ぐらいになるので、それならば基本ポートフォリオのリスクは5.90%なので、大体国内債券並みと言えるのではないかと。いったことだったわけですが、これに対して村上委員から、ということであれば、基本ポートフォリオのトータルのリスクを計算する際に6.0%というのを新たに代入して、それでポートフォリオトータルのリスクを計算すべきだということでございまして、実際に事務局で作業いたしますと6.34%になります。結果的に6.0%に対して6.34%を国内債券並みのリスクと考えたのが1期から2期の継続に当たっての考え方ということで、ここでちょっと確認させていただきたいと思います。

これは割合的には6.0%に対しまして6.0%増しの1.06倍ということでございますので、これが今回リスク許容度を考える上での1つの目安にもなり得るといことが1点でございます。

次に基本ポートフォリオの検証ということに移らせていただきますが、まず期待リターンでございまして、前回、諸環境、定性的な部分について、今回の検証において各アセットクラスの期待リターンを見直すのは難しいということをおし上げたわけですが、そうはいつでもエビデンスも当然必要となるということですので、今回はそういった意味において、具体的には1期から2期において、これは前回御説明したとおりで、期待リターンの更新を行ったわけですが、そのときの考え方をベースにデータのさらなる更新をした上で、そこから得られる結果を確認してみようという趣旨でつくった資料でございます。

前回の1期から2期に当たっては、3ページ目の真ん中の表でございますけれども、実質期待リターンについて、国内債券2.0%、国内株式3.8%と書いてある数字を運用委員会独自でセットしました。実際に使う際にはこれに物価上昇率1.0%を足して、例えば国内債券であれば3.0%とセットしたということなのですが、当時、厚生労働省の財政検証においては長期金利3.7%、これがこの場においては若干高過ぎるのではないかとの意見が多く、そうした中で、検証に当たっても、運用委員会独自で期待リターンをセットしようと、こういう流れの中で実質2.0%、名目で3.0%という長期金利、あるいは国内債券の長期的利回りをセットさせていただいたといった経緯がございます。

その際の考え方でございますけれども、実際そのときの資料は、14ページ以降についてでございますけれども、これと同じような形で検証を行ったのが9ページ以降をご覧くださいと思います。

簡単に申し上げますと、前回、期待リターンの設定に当たっては、過去の統計データ等々から、各アセットクラスの期待リターンの範囲についてセットをして、その範囲の中からワンポイントとして期待リターンをセットしたといった経緯がございますので、今回もデータをアップデートした上で各アセットクラスの期待リターンの範囲を今回改めて確認して、その範囲の中に前回使った数字が入っているのかいないのか。もし入っていれば、一応今回見直す必要はないのではないか、こういう考え方のもとにこの辺りの検証を行ったと御理解いただければということでございます。

その際に、各アセットの期待リターンの間の関係についてどういう格好でセットしたかということを経括したのが9ページ目の上の表でございます。まず前回、1期から2期の継続に当たりましては、まず国内債券、長期金利といたしまして3.0%をセットいたしました。これをベースに、短期資産につきましては、いわゆる長短スプレッド1.1%と書いておりますけれども、これを過去の統計データからセットいたしました。長期金利から引き算することによって1.9%としております。

また、国内株式につきましては、同様、対長期金利に対するプレミアムということで、このときには対長期金利のスプレッドとして1.8%を過去の統計データ等からセットしているということでございます。一方、外国資産につきましては、国内の短期金利にリスクプレミアムを乗せるという形で、外国債券1.3%、外国株式3.1%、こういう形でセットしたということでございます。

こういう中で今回検証するというので、まず下の国内債券ですけれども、国債10年のフォワードレート、これを期間別にプロットしたものでございます。例えばこれを見ていただきますと、右に10年度2.94%という数字が書いてあります。この意味ですが、これは市場が予想している10年後の10年金利が2.94%、あるいは20年後の2.59%、30年後の2.89%については、30年後の10年金利の予想が2.89%ということで、これは現在の長期国債、例えば10年後の10年金利であれば出発時点の20年国債の利回りから出発時点の10年国債、この利回りを引算というか、調整することによって市場にインプ

ライド（内在）された、市場が見通している、そういう金利が導かれるという性質のものでございます。

これをざっと見ていただきますと、大体 10 年金利の水準につきましては概ね 2.0%後半の範囲に入っているということでございます。12 年後 3.03%ということで、かなりぎりぎりということではあるのですけれども、一応現行使っている 3.0%はこの範囲に入っているということで、見直す必要性は強くないとこういう形で整理をさせていただいたということでございます。

続きまして 10 ページ目が短期資産の期待収益率ということで、これはいわゆる国内の長短金利のスプレッドで、これの統計を数字としてお示したものでございます。これは過去の長短スプレットの平均値を各期間ごとに見たのが一番下の表でして、1970 年以降で見ますと 0.82%、これに対して最近 2000 年以降、あるいは 1990 年以降ですと大体 1.2%の水準ということで、前回使った 1.1%というのはそう悪くはない数字で、範囲に入っているということで、これも見直しの必要性は強くないという判断ができるのではないかといったところでございます。

また、国内株式を見たものが 11 ページで、これは対長期金利の株式超過収益率。これはアニュアルデータとしての株式リターンから、そのときの長期金利を差し引いたもの、これを 1970 年以降とりまして分布の形にお示したものでございます。ご覧のとおり、諸外国の数値もあわせて表示してあるところでございます。株式収益率ということでかなり分布的には幅がある分布でございますけれども、この中からあえて数字を選ぶということであれば、目安となるのが、1つは平均値であり、もう一つは中央値である。特に分布自体が若干ゆがんでいることを考えると平均値と中央値を両にらみで考えるということが1つ考えられる方法だろうということで、日本について見て見ますと、下の表に書いてあるとおり、1.0%から 4.1%の範囲内ということでございます。現行 1.8%ということですので、これも一応範囲内ということでございます。

次の 12 ページ、13 ページが外国債券、外国株式それぞれのリスクプレミアムでございまして、両者ともいわゆる短期金利に対するスプレッドを見ておりますが、例えば外国債券は、使ったのは 1.3%ですが、表でございまして、過去 30 年平均で見ますと、1.31%、34 年で見ても 1.44%となっております。

また、各年次ごとにそれを見たのが右のグラフですが、かなり振れが大きいものですから、ここで例えば 20 年の移動平均を見ますと、大体 1.2%～ 1.6%の範囲に入っているということで、1.3%がその範囲であることが一応確認できるということでございます。

また、外国株式につきましても、同様な形でみますと、外国株式は変動が債券に比べてより激しいことから、30 年の移動平均で考えると 2.8%～5.9%。これからバリュエーションの変化(PER の変化分)を差し引くと 1.5%～4.6%ということで、前回使った 3.1%は妥当であるといったことが言えます。

3 ページ目に戻っていただきますと、以上、前回使った期待リターン、ほぼ今回検証

した範囲内に入っているということでここを見直す必要性は薄いということで整理できるのではないかといた点が3ページでございます。

続いて4ページがリスクと相関係数でございます、前回はリーマン・ショック直後までのデータということで、前回は御説明したとおり、その前の1期に使ったデータと比べたらかなり各アセットクラスのリスク自体が増えたということを御説明したところでございますけれども、その後、4年たつ中で、見ていただくとおり、外国株式、外国債券、国内株式ともそれぞれリスクの水準は小さくなっていることが見てとれます。

また、一方で、相関係数につきましては、国内債券と国内株式、外国株式の2資産との相関については若干相関が薄く、逆にいえば分散投資効果が効く方向に動いているものの、一方でリスクアセット間の相関については、リスクオン、リスクオフという流れの中で若干高くなっていることが一応観測できる。トータルで見れば各アセットのリスクが小さくなった分も含めれば、トータルとしてはいわゆる分散投資効果は分散の効く方向に動いているのではないかといた点が言えるかと思えます。

これに関連いたしまして、今回、国内債券のリスク、これをどうするかという議論でございます。4ページ目の前回の国内債券のリスクに書いてありますとおり、過去データに基づく5.09%に対してデュレーションの長期化を考慮して6.0%に置いたということでございます。前回5.09%に対して6.0%に調整する背景といたしましては、5ページの2行目に書いておりますが、2009年11月末時点の修正デュレーションが6.32年とかなり長くなったということですが、現行、例えば昨年12月末の修正デュレーションを見ますと、さらに延びて7.24年ということで、これを今回も反映させようということで計算をいたしますと6.5%になるということでございます。

この6.5%を国内債券のリスクとセットいたしますと、次の6ページでございますが、国内債券並みのリスク水準、これは前回、いわゆる6.0%に対して6.34%で6%増しまで一応並みと言えるという整理をしたことを踏まえますと、6.5%に1.06を掛けると6.9%になります。

この水準ですけれども、別紙3、一番最後のページにこの6.5%に対して6.9%、あるいは6.5%に対して0.4%乗せる。これが大体分布的にどのくらいのレベルなのかということ簡単なモデルを使って推計した結果をお示してございます。どういうモデルかといいますと、我々が短期的なリスクを把握する際に用いているSVモデルです。SVモデル自体は、いわゆるボラティリティが時系列的に変化するモデルでございますので、時系列的にボラティリティ、リスクが時系列的に変化するそのモデルに当てはめて、それで過去のリスクの平均を計算する。計算いたしますと、下から4行目、1標準偏差に相当するのが6.5%に対して1.2%程度。そういたしますと、先ほどの0.4%、あるいは6.9%というのは、 $1/3\sigma$ ということですので、正規分布において $\pm 1/3$ 標準偏差以内のところの確率は26%ということですので、そんなに過大な水準ではなく、かなり保守的な水準であることも一応ここでは確認できるということかと思えます。

6 ページに戻っていただきまして、制約条件としては、前回 1 期から 2 期のときに等号付きまで制約条件を見ましたけれども、今回はこれと同様ということでございます。

こういう数字的な計算をした上で、それをセットした上で有効フロンティアを書いたものが 7 ページでございます。特に右の図につきましては、有効フロンティア内の取り得る整数ポートフォリオということですが、このうち黒いマルでプロットしたものがフロンティアからのリターンの乖離が 1 bp 以内ということで、いわゆるフロンティアから近いポートフォリオを見たもので、また、右のページの×印でお示してあるものが現行の基本ポートフォリオであると御理解いただきたいということでございます。

これを前回との比較という意味におきまして引き直したのが 8 ページでございます。あくまでも我々のリスク許容度としては国内債券並みのリスクということで、今回はそれが 6.9%、前は 6.34%ということですが、そこを右の下の軸の 0.0 に置いて点線が前回の有効フロンティア、それに対して今回が実線の有効フロンティア、上の方については、今回の整数化ポートフォリオ、先ほどの 1 bp 以内のポートフォリオをプロットしたものでございます。

前回、御議論いただいた A、B みたいな話がありましたけれども、これは 1 期から 2 期のときに A、B という複数の選択肢もある中でも基本ポートフォリオを維持したということでございます。それが実は、そのときの基本ポートフォリオが点線で示される有効フロンティアに近い中での選択肢であったのに対して、今回、基本ポートフォリオを更新したリスク・リターン・相関係数で計算し直すと、リスクで見ると -0.4% ぐらいリスクが小さくなるということでございまして、逆に同じリスクで今回新しく引き直した有効フロンティアを見ますと、かなり上の方に、明らかに現行のポートフォリオよりも効率性の高い、そういうポートフォリオが複数存在することが逆に確認できるということでございます。

以上が委員限りの 1 - 1 でございますけれども、この辺の状況を具体的にお示しするために作成いたしましたのが、次の委員限り 1 - 2 でございます。

委員限り 1 - 2 の 1 ページ目でございますけれども、先ほどご覧いただいた有効フロンティアに近く、かつ国内債券並みのリスク水準以下にある整数ポートフォリオ、これをリターンが高い順にプロットしたものがこの表でございます。これを見ていただきますと、現行の基本ポートフォリオが上から 33 番目でございます、これよりも明らかにリターンが高い、具体的には 10bp 位リターンが高いポートフォリオがあるということで、それが上から見ると A、B、C 案、こういったポートフォリオになるわけです。

この具体的なポートフォリオを実際見ていただきますと、例えば A 案と書いておりますけれども、これは国内債券の構成割合が 60% に対して国内株式が 12%、外国債券 11%、外国株式 12% ということで、これについては、例えば現行の国内債券の割合を 7% 減らして、国内株式に 1%、あと外国資産に 3% ずつシフトさせた、こんなポートフォリオになっているということでございます。いずれにいたしましても、現行のポートフォリ

オよりも効率性の高いポートフォリオが 30 個以上もあると、こういう中で、我々この検証における基本ポートフォリオの見直しを考える必要があるだろうということでございます。

そういうことを考えますと、2 ページ目でございますが、例えば 1 つの見直し候補として、A、B、C みたいなものをプロットしたのが、先ほどの図につけ加えたのが 2 ページ目のグラフですが、見ていただきますと、現行のポートフォリオ、前回、今回とありますが、国内債券並みのリスクの水準としては前回のポートフォリオと同じぐらいの水準でより効率性が高い、あるいは、現行のポートフォリオよりも明らかに効率性の高いポートフォリオが存在するというので、前は検証、A、B というかなり微細な選択の中で変更はしなかったわけでございますが、ここまで明らかに効率性の高いポートフォリオが検証の結果あらわれたということであれば、そこに変更することを逆に考える必要があるのではないかとといったこと。そういう意味において A、B、C が、今回の検証における具体的な変更先のポートフォリオとしての案と考えられるのではないかとということでございます。

ただ、もう一つ、留意する必要があるということが、新しいポートフォリオへ実際に移行したときに、市場がどのようにこうした変更を受け取るかということですが、有効フロンティアの右上の部分に現在のポートフォリオ (12 月末) に×印がついてございますけれども、実は現行の基本ポートフォリオと比べれば、A、B、C 案は現実のポートフォリオにより近いところに存在するというとも言えるわけでございます。これは現在のポートフォリオの資産構成、右の横の表に書いておりますが、そういう意味においては、A 案、B 案、C 案、いずれも現状の実際のポートフォリオに近いという意味においては、実際オペレーションという意味で、我々がかなり大きく動くということではないわけですから、市場への影響はそれ程ないということも逆にあわせて言えるということでございます。

あと、これともう一つ、議論すべき部分として、基本ポートフォリオを変えるということであれば中期計画を変更することになるわけですが、あわせて中期計画には許容乖離幅について記してありますが、具体的には国内債券±8%、国内株式±6%、外国資産それぞれ±5%、これの許容乖離幅について中期計画、基本ポートフォリオを変えるということであればこれをどうするかという話になるわけですが、これは先ほどご覧いただいたとおり、期待リターンもそもそも変えてないわけですし、リスク・相関も若干変わったものの、それほど大きな変化ではないことを考えれば、中期計画上の許容乖離幅については、そのまま従来どおりということでもいいのではないかとということが 1 つございます。

あとは、そういう意味からすると、A、B、C の中でどういう形で選ぶかということですが、先ほど見たとおり、期待リターンでは、有効フロンティア近傍に位置するという点では A が 1 番ということですが、次に前回の議論、一番大きくここで議論になった

金利上昇に対してどのようにとらえるのか。これにつきましては、国内債券のリスク自体をどうとらえるのか、かなり本質的な議論もあったわけですが、これへの対応の1つとして、私どもとしては3ページ目、金利上昇局面におけるリターン、この資料を用意させていただいたところでございます。

具体的には、今回期待リターンを変えないということで、実質で長期金利2%、物価上昇率1%を前提とすれば名目金利3%という数字をセットしているわけでございますけれども、現在の超低金利、ここでは0.75%としておりますが、0.75%から3%に行くまでのシナリオ、これに幾つかのケースを想定して、そういうシナリオが起こったときに、A案、B案、C案、現行のポートフォリオを前提としたときにどのような影響があるのか、こういうことを試算したということです。

具体的には上の表でございますが、実際0.75%から2年、5年、10年かけて3%まで金利が上昇したことを想定して、それに伴いまして、国内債券にはいわゆるキャピタルロスが発生するわけでございますので、例えば2年で3%まで上昇する場合には、国内債券、そこまでのリターンとしては-4.3%ぐらいになる。

こういったシナリオのときにポートフォリオがどういう影響を受けるかということを試算したのが、この図表の金利上昇局面におけるリターンの比較ということでございます。これを見ていただきますと、現行の基本ポートフォリオ、例えば2年で上昇のシナリオを見ていただきますと、現行のポートフォリオを前提とすると2年で3%まで上昇した場合、そのときのポートフォリオ全体のリターンが-1.8%、-2.0%弱まで悪影響を受けるということですが、A案、B案、C案ですと、大体50bp前後リスクが緩和されて大体-1.3%程度におさまる。そういう意味からしますと、A案、B案、C案は、確かに国内債券の割合を小さくしているわけですが、こういう金利上昇リスクという観点から申し上げますと現行ポートフォリオよりもリスクが緩和されている、こういったポートフォリオであるとも言えるということについてどう考えるか、また、これを前回の議論とどのようにつなげて考えるかということが1つあるのではないかとございませう。

あと、4、5ページ目についてですけれども、これは年金の運用でございますので、年金財政との関係、これはチェックする必要があるだろうということで御用意させていただきましたのが、平成21年財政検証において、見通された積立金の額、これとの関係のチェックということでございまして、書いておりますとおり、財政検証上は2038年度、これはいわゆるマクロ経済スライドの調整が終わって給付水準がちょうど均衡する、そういった財政の均衡状態になるときの積立金の額、これが206兆円。これに対してA案、B案、C案を当てはめたときにどうなるのかということシミュレーションによって試算したものでございます。

シナリオとしては、初めから名目金利3%のベースシナリオに対して、先ほど同様、金利上昇シナリオ、10年かけて3%、5年かけて3%、この2つを追加的にセットして、



予定積立金額との比較を行ったということでございます。特にここでチェックすべきは、いわゆる予定積立金額を下回る。下回るということは潜在的に給付水準のさらなる調整、つまり給付水準のさらなるカットが必要になりますので、その程度を調べるという意味において、ここでチェックしたのが、2038年度末に予定積立金額を下回る場合、そういうシナリオの下回る額の期待値、これは専門的な言い方で CVaR(コンディショナルバリューアットリスク)の額でございます。

これをざっと見ますと、①、②、③それぞれのシナリオとともに、わずかな違いであるのですが、B案が一番リスクが高くて、あるいはダウンサイドリスクが高く、A案、C案がほぼ同程度ということでございますけれども、ただ、50%tile、あるいは積立金の額そのものを見ますと、実はC案よりは若干ではあるのですが、A案の方が積立金そのものは高いということですので、ほとんど微細な差ではありますが、あえて優劣をつけるとすればA案、C案、B案の順番ということでございます。

初めにA案、B案、C案を抽出するときには期待リターンの高い順にとってきた。それに対して金利上昇した場合の影響と年金財政上の影響を見て、いずれもこの中ではA案が最もいいということでございますので、今回の検証の結果、私どもとしては、基本ポートフォリオをA案、これに変更するということが適切ではないかということでございます。

以上、長くなりましたけれども、御説明にかえさせていただきます。

○植田委員長 ありがとうございます。それでは、御質問等お願いいたします。

○小幡委員 1-1の9ページのイールドカーブの話ですけれども、基本的にイールドカーブが逆イールドではなくて普通に傾きが立っているというか、それなりになっているときに、長期のものほどイールドが高い理由は、将来の10年物の利回りが今よりも上がるという前提といたしますか、リスクプレミアムは織り込んでいないということですか。

●清水調査室長 この9ページの計算の方法ですが、例えば20年後の2.59%という数字については、いろいろな要素があるのですが、単純に申し上げますと、ある基準時点の20年国債の利回り、それとその時点の30年債の利回り、20年運用して、さらに10年X%、その時点から30年後の利回りにちょうど一致すると、こういう前提で計算をしているものでございます。今の小幡委員の御質問は、多分20年債、30年債の利回りの決定要因として、いろいろございますけれども、例えば市場分断仮説みたいなものもあれば、一方でリスクプレミアムというか、そういうようなもののある中で、こういう形のフォワードレートにどういう形を織り込まれているかということで、それは結論的には、使ったもともとのデータにきちんとそういったプレミアムが織り込まれているのかいないのかに結局依存するということになる。

これについては理論上、かなりいろいろなことが言われているわけでございますけれども、多分おっしゃった意味の流動性リスクプレミアムのようなものはあるのだろう。すべてではないにしろ、そういう意味では100%反映されているわけではないのですが、

若干は反映されている。それは結論的には、市場の利回りの決定要因に結局依存するということしか言えないのかなという気はします。

補足いたしますと、これを見ていただくと、13年後から21年後まで若干利回りが下がっているわけですね。これというのは確実にリスクプレミアムみたいなものしかなくて、それがきちんと反映されるということであれば、当然10年債より20年債の方が、リスクが高い分だけ、その分プレミアムが乗っているはずなので、そういう意味からするともうちょっとフラットというか、上に上がるような感じに多分なると思うのですけれども、それがないということは、逆に別の要素もあるというか、そういう市場分断的な需給関係、特に20年債、30年債は生命保険会社の実際の投資行動とかなり密接に関連している部分もありますので、そういうような需給関係で決まってくるファクターもあるとは当然考えています。

○小幡委員 ただ、そう言われるとフォワードレートが正しくないということになってしまいますね。

●清水調査室長 これにおいて100%、将来の例えば10年金利が100%適切な形で予想可能かという、これはインフレ連動債に入っている、予想インフレ率と同じ話でいろいろな要素の中でそういうものが混ざっているということではあると思います。ですから、これは100%正しい予測かという、それは言えないわけですが、全体をならしてみると、現行使っている名目金利3%というのはそれなりの水準ではないかということは、一応範囲という意味では言えるかと思っています。むしろこの辺は専門家の方に御意見をお願いしたいと思います。

○植田委員長 そこを突き詰めると、この図で11年後から右はフラットとも大体読めますね。フォワードレートが、ちょっと下がったりしていますけれども、ということは、そこから先はほとんどイールドカーブがフラットになっている状態なのではないですか。

●清水調査室長 とも言えると思います。需給関係を正確に取り除ければいいのですけれども、そこがなかなか難しいので、本当に需給関係で決まる部分を取り除いたときにどんなカーブになるかというのはちょっと難しいので、こういう形になっていると御理解いただきたい。

○植田委員長 ほかにいかがでしょうか。

○稲葉委員 最初の前提からして国内債券並みのリスク水準を基準に考えるという考え方は踏襲するという事の中で、順次計算をしていくとこういうことになるので、そういう意味では事務局が選択したAあたりのところに持ってくるということは論理的には妥当だろうと。今回のところはそういうふうにとめておいてよろしいのではないかと思います。

問題は前回も議論しました国内債券並みというのを本当にどのぐらいの意味があるのかということですし、それが長い目を見たときに大きく変化するという事は、いずれの段階かでも議論をしておいた方がよろしいかと思います。

- 三谷理事長 そのあたりは多分第3期の中期計画を考えるに当たって、また議論していかなくてはいけないなど。今回、第2期の計画の中での検証ということですので、ご覧のとおり、手法なども基本的には第2期を出発する時点での手法を基本的に踏襲しているということになります。
- 能見委員 前回発言したので、要するに国内債券並みリスクというのにこだわった場合でも、一番最初のポートフォリオのアロケーションというのはそれを実現するに必ずしもフィットしなかったと。それを前提にして、現時点でリスク・リターンをそこに合わせるとA案。A、B、C、そんなに変化ない。A案みたいなもので有効フロンティアにより近い効率的なポートフォリオを、現状により近づいた形で、ここでいう評価をしたと。こういう形で、期間中の微修正というか、それをやりましょうということですね。ですから、それはそれで合理的な判断だと思うので私もそれでいいと思います。

次の期をやるときには、もう少しいろいろな選択肢の中で、リスク・リターンを考えていくということになるとアロケーションももう少し違ってくるかもしれませんが、この段階ではこういう考え方をとることは合理的であると私は思います。
- 小幡委員 今日は検証の結果ということですか。それでA案がいいというのは提案ということ、検証の結果からの提案。
- 清水調査室長 検証の結果、現行のポートフォリオよりも明らかにより効率的なポートフォリオが確認されたので、今回はそこに軸足を移す、検証の結果、ポートフォリオの変更をするということで対応したいということでございます。
- 小幡委員 私たちが今日この審議を経たということは、A案に変えるという、基本ポートフォリオを変更するということを、決議ではないか、何て言うのだろう、それがいいのではないかという意見の合意を見たということになるということですか。
- 清水調査室長 出来ればそうしていただくと非常に。
- 臼杵委員 1つちょっとお伺いしたい。先ほどの債券並みのリスクということで、1-1の6ページのところに、債券の1.06倍まで許容するのだ、それが6.9%だという点が、A、B、Cを選んだ理由になっていると思うのですが、あえて何うとしたら、1.06倍まで許容できるとは書いてあるけれども、1.06倍にしなくてはいけないとは書いてないわけで、その中で現行基本ポートフォリオからA、B、Cにしたのは、理由としては、先ほどの有効フロンティア上の効率性なのか、今の実際のポートフォリオに近いということなのか、あるいは私が探した感じだと、1-2の5ページのシミュレーションかなとも思うのですが、そのあたりはどういう根拠ということになるのですか。
- 清水調査室長 まず理屈といたしましては、前回の検証では国内債券のリスクの6.0%増しのリスク水準を国内債券並みのリスク水準とする場合の上限としたということで、今回の検証ではそれ以下に抑えるということも当然あるのですけれども、今回は前回、国内債券並みのリスクの上限としたところを我々の選択の基準と結果としたということがありますので、今回も前回と同様の目線でポートフォリオを選択しようということ。

そういう意味で言うと、基本ポートフォリオのリスク水準の基本線は 6.9%で、これに近くて、なるべく効率性の高いものを選ぶというのが1つ基本的な考え方になる。

一方で、現在のポートフォリオに近いというのは、これはあくまでも結果として市場の、我々は現行の中期目標でも市場への影響に配慮しなくてはいけないということが明確に定められていますので、そういう観点から見ると、現行の足元のポートフォリオとも近いので、そういう意味でマーケットインパクト等々の心配は、新しいポートフォリオに適切に移行すれば、そこは問題ないのではないかとということでございます。

また、選択に当たって、とりあえず現行よりも効率的なポートフォリオは30もあるのですけれども、我々としては効率性に着目して期待リターンを高いところから3つ選んで、その中で年金財政との関係、金利上昇率局面への対応といったところを複合的に検証した結果、その中でも絞り込みとしてA案がベストであろうと、こういう選択をしたということでございます。

- 白杵委員 確かに前回の検証では 1.06 倍であったということだと思のですが、1.06 をとりあえず目線と今おっしゃったと思うのですけれども、1.0 ではいけないという理由は余りないということですか。
- 清水調査室長 そこは、特に国内債券並みのリスクということを考える際に、ぴったりそこにすべきだというのは1つの議論だとは思いますが、これまで我々1期から2期に継続するとき、国内債券のリスクと国内債券並みのリスク、そこは違う概念として我々として整理をしたということがございますので、その考え方ですね。その考え方は、今回1期から2期の検証の枠組みをそのまま援用して検証して、いいものがあればそこを見つけようと、そういう枠組みは変えないという観点からは、1.06 倍は変えないことになる。ですから今回、国内債券並みのリスクと国内債券のリスクは一致しないといけないのだと、こういう議論があるとすれば、それをここで行って、前回の検証の枠組みとは別にモディファイするという形で今回それを取り入れると、こういう形に多分なるのだろうと考えます。
- 白杵委員 私が思ったのは、1つは1-2の5ページのシミュレーションで、①というのがありますね。これで現行基本ポートフォリオは、A、B、Cに比べると、例えばこれだと2038年度末の予定積立額に対するコンディショナルバリュアットリスクだと思うのですがこれを見ると劣っているということになるのですか。それだったらA、B、Cでいいかなという気はするのですけれども。
- 清水調査室長 これを見ていただきますと、まさにコンディショナルバリュアットリスクを考えると、AとCがほぼ同じでBが若干劣っていると、こういうことです。
- 白杵委員 現行基本ポートフォリオも劣っている。
- 清水調査室長 現行基本ポートフォリオはもちろん劣っているということです。
- 植田委員長 これはどういうことでしたか。
- 清水調査室長 これは、まず1つは、期待リターンが現行ポートフォリオの方が低いわ

けですので、これを見ていただきますと、例えば①の長期金利ベースシナリオでご覧いただきますと、50%tile で見て、A案が、例えば277.5、これが206兆円という財政検証上の予定積立金額に対してかなりリターンが高いわけですから277、280までであると。

○植田委員長 現行ポートフォリオはリスクをとっていない分、リターンが低いから、その積み重ねでということですね。

●清水調査室長 その影響が出ているということでございます。

○稲葉委員 結局みんなそこへ行っている。

●清水調査室長 そこはリスクとリターンのかなり微妙な部分で、逆にリスクをさらに高くするとコンディショナルバリュアットリスクが逆に高くなるケースも当然ありますので、そこはうまくバランスの中で期待リターンも高く、さらにはコンディショナルバリュアットリスクも低くということが一応成り立ち得る、そういうところで、今回の部分はそういう検証結果になっているというふうに御理解いただければと思います。

○小幡委員 A案に賛成なのですからけれども、何で今なのだということはどういうふうに答えるのかなというか、例えば4か月前でもいいのではないかと問われたときに、4か月前にしておくべきではなかったのではないかと議論があった場合には、そこは慎重にやったということなのでしょうか。

●大江審議役 それは私からお答えした方がいいのかもしれませんが、経緯論だけから言いますと、10月に会計検査院に御報告をいただいた。その後、私どもは準備をしてきたわけでございます。その後、政権交代もあり、政策も変更されてきたわけですが、私どもは定期的に検証するというのであれば、恐らく新年度の前後であったろうというふうに考えております。たまたまその準備の都合、それから、準備が整ったところでの運用委員会での御議論がこの時期になったと。ただ、これを過ぎますと、前回申し上げたように、今後専門委員会の議論、あるいは財政検証で数字が出てくるということで、日程が遅れていきますと定期検証ができなくなってしまうと。ですから結果としてはこの時期に重なった部分で、やや対外的な説明は丁寧に慎重にする必要はあると思いますが、タイミングとしては我々としてできる最善のものを行っていると考えております。

○小幡委員 そのときに、会計検査院に言われなかったらやらなかったのか。それは言われなくても、こんないいことあるのだったら、やるべきだったのではないかと議論に対してはどう答えるのですか。

●大江審議役 その点、なかなか厳しい御指摘ではあるのですが、私どもは中期目標、中期計画、特に中期目標を踏まえて検証するというところで、国の方がどういう方針に立っているかということ踏まえて検証しておりますが、第1期のときはもともと定期的な検証ということで年に1回検証してきたと。ところが第2期に入るときには、毎年の検証ではなくて、マーケットが大きく変動したときに検証すべきであるというふうなことで、この間、東日本大震災とか世界同時株安、こういったときにも短期的なリスクモデルを使って、この場でも御議論いただき、なかなか長期的な市場の構造変化まで

は見てとれないというふうな作業をやってまいりました。その後、会計検査院の報告を踏まえて、厚生労働省側からも、正確に申し上げますと、本来、定期検証するのであれば中期目標を変えるかどうかという議論はあるのですけれども、そういった国からの指示ではなくて要請になるわけですけれども、要請も踏まえた結果、このように検証している。

ですから手続的にはそういった国が大きく示している方針をもとに、また結果として変わったわけですけれども、多分委員の御指摘はリーマン・ショックのときからすぐ変えられたのかどうかという御指摘でもあるのかもしれませんが、その点に関して申し上げますと、恐らくリーマン・ショック後、今、もう既に 2013 年ですから 4 年以上たっているわけですけれども、直後の場合はなかなか、今の状況を織り込んでこうだというふうに、そこまで言えるかどうか。また、今から振り返ってその当時、言えたかどうかということも含めていろいろ考えるべき部分もあるだろうと。

そういう意味では、結果的にはこういった検証をこの時期に行って、変えるということが適切であると考えております。

- 小幡委員 別の解釈は、リーマン・ショック前から傾向は徐々に変わってきて、トレンドとして変更することによってより良いポートフォリオになる可能性は少しずつあった。ところがリーマン・ショックのようなイベントがあったために、逆方向といいますか、別の動きもあったために、そのトレンドをつかみ取る決断をできる状況になくて、今回マーケットが落ちついてきた結果、いよいよトレンドの変更をチャンスとしてとらえるタイミングがやってきたと、そういう解釈をしているのですけれども、正しくないですか。
- 能見委員 現実的にはそういうことです。
- 小幡委員 そういうことですね。
- 能見委員 リーマン・ショック前から、このポートフォリオについては、一部意見かもしれないけれども、そういうことを言ってきたわけですから、その中でリーマン・ショックがあったので、今の段階での議論は少し難しいでしょうと。相関係数がめちゃくちゃになっていますから、落ちついたところで、それらの議論も踏まえて検証したということでもいいのではないのでしょうか。
- 小幡委員 ということですね。
- 能見委員 ええ。
- 小幡委員 ありがとうございます。
- 佐藤委員 「定期的」の定義の確認なのですけれども、次回中期計画の見直しが入るときにはもちろんそこが中断されるというのは理解できるのですが、それが終わると、また定期的に行うと思うのですが、それはどういうタイミングを想定されているのですか、新年度の年初ということなのではないでしょうか。
- 三谷理事長 毎年、毎年というのはどうかという感じもしてしまっていて、まだ別に詰めて

いるわけでは全くないのですけれども、少なくとも中期計画の間に1回は見直さなくてはいけないだろうとは思っています。毎年ということになると、本当にそこまでやる必要があるのかどうかというのについては、また、いろいろ関係者と議論してみなくてはいけないかというふうには思っています。

○佐藤委員 恐らく国内債券並みのリスク水準は徐々に上がっていくのだと思うんですね。この潮流が逆行しない限り。ですから、どの程度のタイミングで見直ししていくのかと思った次第です。

○小幡委員 ただ、そこは変わる可能性があるということですね。その次の中期計画で、その考え方は変わる可能性はあると思います。

○佐藤委員 もちろん。

○村上委員 先ほど理事長もおっしゃいましたように、今回は中間段階ということなので、今までの手順を踏襲した見直しでいいと思うのですが、次の中期計画にかけては、前回と今回の2回の運用委員会が出た議論の中で、社会保障審議会などからの前提が出なくても整理しなければならない問題、すなわちリスクの取り方だとか、長期と短期の考え方とかいろいろな問題が出ていましたので、そのようなものについては前提が出されなくても整理できるものとして議論を続けていったらいいのではないかと思うのです。

●清水調査室長 そこは次期の、平成26年財政検証もそれなりに視野に入っているという中で議論も進んでいるわけですので、そういう中での本質的な議論ということで宿題にさせていただきたいと思います。

○臼杵委員 同じことなのですが、私も財政の前提が出る前にも、今回の議論とか前の中期計画の議論のときからも積み残しというか、問題がいろいろあると思います。前の中期計画を策定したときには、時間切れになってしまったので、早め早めに運用関連の論点の打ち出しというか、切り出しをお願いしたいと思います。それから、もう一つは、先ほど懇切な説明が必要だということ、今回の変更に関してということもおっしゃっていただいたと思うのですけれども、そういう意味では、資料1-2というのは、今日は確かに回収ということでやむを得ないと思うのですが、ここでそれなりの議論をしたという意味では、どこかの段階できちんと外部にも説明するような形にさせていただいた方がいいのかと思います。

○植田委員長 ほかによろしいでしょうか、どうぞ。

○薦田委員 今のようなことで段階を踏んで、あるときに表に出て行くという形だと思うのですけれども、たまたま先週ですか、総理が党首討論で、昨年11月、野田前総理が解散発言して以来、公的年金の運用実績が5兆円黒字になったのだと。年金を支えているのは勤労者の保険料と税金だと、こういうふう発言されておられて、まさにいろいろな角度から理論的に詰めるという話と、別にといたら変な言い方になってしまうのですけれども、それらの発言も踏まえてみると、年金を支えている勤労者・被保険者の多くの人に対して、検討やここでの議論の詳細ということではなくて、要するにどうい

うことなのかというのがわかるような説明が、何か世の中、いろいろなことがあったところで、GPIFが中期計画で重要な部分を変えましたというような理解のされ方になるので、その辺をそういう人たちにわかるような説明の仕方をぜひ考えていただいて教えていただきたいと思います。変な意見で恐縮ですけれども。

●大江審議役 今、臼杵委員と薦田委員から御指摘ありましたけれども、このタイミングの問題、中身の問題、こういったところを、これまでこの運用委員会でも行ってきた議論を踏まえて、しっかりとわかりやすく説明して誤解のないように受けとめていただけるようにしっかり頑張りたいと思っております。その点、御安心いただけるかどうか別にして努力はしていきたいと思っております。

○大野委員 今回、国内債券のポートフォリオに占める割合を減らすということになるわけですが、検証の結果として、結論はオーケイだと思います。しかしながらマスコミに対し、年金の運用でこういうきっちりした検証をしたということはもちろんなのですけれども、公的年金が国債から逃げるような、誤解を招く取り上げ方をされないような御配慮をいただきたいというのが私からの意見でございます。そのような可能性が有ると思いますのでよろしくをお願いします。

○植田委員長 それでは、ほかによろしゅうございますか。

では、次の議題に移りたいと思います。国内株式運用受託機関の公募について、委員限り2に基づいてお願いいたします。

●陣場運用部長 それでは、委員限り2、国内株式運用受託機関公募にあたっての基本方針等について（案）ということでございます。これは前回3月21日の運用委員会におきまして、国内株式のマネジャー・ストラクチャーについて議論をさせていただきました。その論点整理を踏まえまして、公募の基本方針という形で今回まとめたものでございます。

まず、1. 公募の基本方針というところでございます。こちらは前回のおさらいということでございます。

まず（1）国内株式については、パッシブ・アクティブと一体的に見直すということでございます。

（2）アクティブにつきましては、トップダウンの形で、例えばグロース、バリュー、小型といったようなスキームをあらかじめ決めて募集をかけるということではなくして、ボトムアップで将来的に超過リターンの確信の高いものを選んでいこうということでございます。

（3）これは外国株式のアクティブでも実施したところでございますけれども、運用能力を最大限活用しようという観点から、多様な運用プロダクトについて幅広く募集しましょうということでございます。

（4）は、こちらは（2）の帰結ということになりますけれども、ボトムアップで優秀なマネジャーを選択していこうということですので、アクティブ・パッシブの比率に



つきましては、その結果として決まるということでございます。

項番 2 が具体的な公募の概要ということでございます。

まず(1)公募の方法ですが、私どものホームページに公募要綱を掲載するとともに、運用関係の関係者団体に対しても公募要綱を送りまして周知徹底を図るということでございます。

(2)公募期間でございますけれども、今週末から6月の中旬まで1か月半募集をしようと考えております。

続いて2ページ目でございます。(3)公募要綱の具体的な中身ということで、まずベンチマーク、アクティブ・パッシブともに TOPIX をベンチマークとして募集をかけようということでございます。ただし、(注3)にも記載してございますけれども、TOPIX 以外のベンチマークの提案であっても、その提案を踏まえて取り扱いを検討しようと、門前払いはしないということでございます。

続いて②応募の資格ということでございます。これは従来から私どものポリシーとして掲げているところでございます。

まずアとして、金融商品取引法上の投資運用業として登録しているということでございます。それから、再委託先を使う場合には、再委託先の法人がその国の監督当局から必要な資格・認可等を得ているということでございます。

応募資格のイ、国内外の年金運用資産残高、これはグループ全体を含めまして1千億円以上ということでございます。

具体的に応募をするコンポジットにつきましては原則5年以上のトラックレコード、直近の残高としまして、パッシブですと500億円、アクティブですと100億円ということで定めてございます。ただ、原則ということで書かれておりますとおり、弾力的に、外国株式の例などで申し上げますと、実ファンドのレコードとしては短いのだけれども、シミュレーションのデータも加えて5年以上になるといったものも幅広く受け付けているということですので、今回もそうした弾力的な対応をしようというふうに考えております。

エ、再委託までは可能ということでございますが、再々委託は不可ということでございます。

オ、これも当たり前のことですが、過去3年以内に資金運用業務に関して著しく不適当な行為をしていないこと。具体的には金融庁等の処分を受けてないといったようなことでございます。

参考ということで、今後のスケジュールを掲げさせていただいております。6月の中旬まで公募いたしまして、1次審査の書面審査を6、7月で行い、第2次審査でヒアリングを11月頃までに行い、最後、第3次審査として現地の実査を終えて、来年の1月位には選定作業を終えられればと考えております。

私からの説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等をお願いいたします。特によろしいですか。

では、引き続き、委員限り3に基づきましてリスク管理状況等の報告（平成25年2月）をお願いいたします。

●陣場運用部長 それでは、委員限り3、リスク管理状況等の報告（平成25年2月）について説明させていただければと思います。

まず、9ページをご覧くださいませでしょうか。収益の状況というところでございます。

まだ3月末の結果につきましては数字の精査中ということで、今回2月までの運用収益ということで記載させていただいております。2月単月で1兆2千億円の収益が上がっております。これは金融緩和の期待といったところが影響しまして順調に収益が積み上がっている。2月末の段階で8兆5千億円という収益の累計となっております。3月もこのような状況ですので、当法人にとりまして過去最高の収益になったのは確実な状況ということでございます。

続きまして10ページ目をご覧くださいませでしょうか。収益の内訳ということで、特に2月にフォーカスして申し上げますと、金融緩和の期待ということで、国内債券、国内株式が非常に堅調であったということでございます。外貨建資産も現地通貨ベースでは堅調であったのですけれども、2月、イタリアの総選挙がねじれた結果になったということもございまして、ユーロが少し安くなっています。したがって円建てで見ると外国債券は少しマイナスになったという状況でした。

続きまして2ページ目、全体の資産の構成比の状況を見ていただけますでしょうか。2月、リスク性資産の時価がやはり大きくなっていますので、国内債券で見させていただきますと、構成割合、乖離が-8.45%ということで、乖離許容幅が8%、1月に続いて突破しているような状況でございます。この間、私どもといたしましてはオーバーウェイトの資産を売り、国内債券を買うといったオペレーションをやっていましたが、2月末の段階では乖離許容幅の8%を超えた状況を改善できなかったというところ です。

なお、3月の状況ですが、引き続き、私どもといたしましては、乖離許容幅超えないようなオペレーションをやりまして、3月末には8%は辛うじて切ったような状況になっています。ただ、4月になって、また異次元緩和ということでリスク性資産の価値がぐっと増えておりますので、また引き続き厳しい状況になっております。簡単ではございますが、私の説明は以上でございます。

○植田委員長 御質問等お願いします。特にございませんか。

それでは、予定した議題はこれまでですが、事務局から連絡事項等をお願いいたします。

●大江審議役 会議の冒頭に申し上げましたとおり、委員限り1-2の基本ポートフォリオについてという資料につきましては、運用委員会終了後に回収をさせていただきますので、机の上に置いてそのままお帰りいただくようお願いいたします。

また、次回の日程でございますが、来月5月27日（月曜日）の午後2時から、最近午後4時が多かったのですが、午後2時ですので、お間違いのないようにしていただければと思います。

以上でございます。

○植田委員長 それでは、今日はこれまでにしたいと思います。ありがとうございました。