

第 74 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 26 年 1 月 20 日(月)15:00~17:00
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:・植田委員長 ・宇野委員長代理 ・稲葉委員 ・臼杵委員 ・小幡委員
・薦田委員 ・佐藤委員 ・能見委員 ・村上委員
4. 議 事
 - (1) 平成 25 年度第 2 四半期運用状況について
 - (2) その他

●青木審議役 それでは、ただ今より、第 74 回運用委員会を開会いたします。

まず、委員の出欠の状況でございますが、本日は、大野委員におかれましては、御都合により御欠席とのことでございます。稲葉委員におかれましては少し遅れるという御連絡を頂戴しております。

御出席いただきました委員の皆様方が過半数を超えておりますので、会議は成立しておりますことを御報告申し上げます。

続きまして、資料の確認をさせていただきます。議事次第、座席図のほか、

- | | |
|--------|---|
| 資料 1 | 平成 25 年度第 2 四半期運用状況 |
| 委員限り 1 | 各資産の運用状況の補足説明 |
| 委員限り 2 | 平成 25 年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通し |
| 委員限り 3 | リバランスの検討及び実施について |
| 委員限り 4 | 平成 25 年度 運用受託機関等の総合評価結果について |
| 委員限り 5 | 物価連動国債の導入について |
| 委員限り 6 | エマージング株式の運用について |
| 委員限り 7 | 公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者
会議報告書 |
| 委員限り 8 | 独立行政法人改革に関する報告 |
| 委員限り 9 | リスク管理状況等の報告（平成 25 年 10 月・11 月・12 月） |

なお、委員限り 2 平成 25 年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通し、委員限り 3 リバランスの検討及び実施については、運用委員会終了後に回収させていただきますので、机の上に置いておいてくださいますようお願いいたします。随行の皆様も、同様をお願いいたします。よろしいでしょうか。

それでは、以後の進行につきましては、植田委員長にお願いいたします。

○植田委員長 本日は、お忙しいところ、ありがとうございます。

それでは、最初に資料1平成25年度第2四半期の運用状況及び委員限り1各資産の運用状況の補足説明について、事務局から説明をお願いします。

●青木審議役 それでは御説明申し上げます。

この第2四半期、平成25年7月から9月の運用状況につきましては、11月末に公表させていただいたものでございます。1ページにございますように、第2四半期の収益率は、国内外の株式の上昇等によりまして、プラス2.71%、収益額はプラス3兆2,418億円、第2四半期末の運用資産額は、123兆9,228億円となりました。

2ページをご覧ください。第1四半期と第2四半期を通じた年度の上半期の収益率が4.58%、収益額が5兆4,518億円ということでございます。

下段は市場運用分と財投債の収益率等の表でございます。

各資産別の収益率の状況につきましては3ページ、収益額につきましては4ページをご覧ください。5ページは運用資産額及び資産構成割合、これは平成25年9月末の数字でございます。左側の表の参考が、基本ポートフォリオと対比して見るパーセンテージとなります。

次に6ページをご覧ください。超過収益率の状況でございまして、第2四半期につきましても、ベンチマーク対比での超過収益率ということになりますが、いずれもプラスマイナス0.1%未満ということでございまして、4資産いずれもおおむねベンチマーク並みの収益率となりました。

7ページは、第2四半期の運用環境でございます。

次に、委員限り1をご覧ください。資産構成状況が一番左側でございます。各資産のパッシブ、アクティブ別でございます。

各資産のパッシブ、アクティブ別収益率の状況につきましては、中央の表をご覧ください。国内債券のアクティブにつきましては、注にございますように、残存期間構成の選択がプラスに寄与し、プラス0.10%、外国株式のアクティブにつきましては、エネルギーセクター等における銘柄選択がプラスに寄与しております。8月に外国株式の運用機関のトランジション、運用委託先を変更しておりますけれども、この際のトランジションに伴うコストの影響によりまして、外国株式全体ではプラス0.03%の超過収益率ということでございます。

説明は以上でございます。

○植田委員長 いかがでしょうか。

○臼杵委員 トランジションコストというのは内訳として、パッシブ、アクティブのどちらに入ってきているのですか。

●陣場運用部長 内訳としてはどちらにも属してございません。トータルにだけ含めるという考え方で整理してございます。

○白杵委員 わかりました。

○植田委員長 それでは、他にございませんでしたら、次に進みます。平成 25 年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通しとリバランスの検討及び実施について、委員限り 2、3 に基づいてお願いいたします。

●青木審議役 それでは、委員限り 2 に基づいて平成 25 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申し上げます。

平成 25 年 10 月から 12 月のキャッシュアウト実績は約 1 兆 1,028 億円。所要資金は、財投債及びキャッシュアウト等対応ファンドの償還金・利金及び短期資産を活用して実施をいたしております。市場から回収することは、この時期については無かったということでございます。

今後の対応につきましても、回収資金につきましては、財投債及びキャッシュアウト等対応ファンドの償還金・利金を活用して対応していく予定でございます。不足が生じた場合には、市場への影響等を考慮の上、市場運用分から平準的に回収を実施していく予定でございます。

2 ページでございますけれども、10 月のキャッシュアウト額の数字がマイナス 2,252 億円でございます。これは注 4 に記載がありますように、新規寄託金が 4,553 億円ございました。10 月につきましては、差し引きで、当法人に入ってきた金額が正味で多かったということでございます。

12 月につきましては、注 5 にございますように、寄託金償還額の 349 億円と国庫納付額の 1 兆 2,931 億円を合算した額となっております。

続きまして、委員限り 3 により、リバランスの検討及び実施について御報告申し上げます。

1 の運用委員会での議論内容、2 のリバランスの検討に当たってのポイントにつきましては、従前から同じ内容でございますので、恐縮ですが省略をさせていただきます。2 ページの 3. リバランスの実施についてをご覧ください。

①にございますように、平成 25 年 9 月末の年金積立金全体の基本ポートフォリオからの乖離状況を踏まえまして、9 月末の数字を見た上、定期リバランスにつきましては実施しなかったということでございます。

この際の検討内容につきましては、②でございまして、9 月末の資産構成割合は国内株式がプラス 3.80%、国内債券がマイナス 3.72%、外貨建て資産につきましては、資料に記載のとおりとなっております。

10 月上旬におきましては、米国における政府機関の閉鎖や財政問題の不透明感等が市場動向に影響を与える可能性等も踏まえた上で、リバランス案を検討する必要があったため、当面、市場動向のモニタリングを継続していたところでございます。

その後、米国の上下両院で暫定予算と債務上限の一時撤廃を含む法案が成立し、米国債のデフォルトは一時的に回避されましたが、暫定予算の期限である平成 26 年 1 月 15

日もしくは債務上限が復活する2月7日までに、混乱が繰り返されるおそれがあり、また、量的金融緩和の縮小等をめぐるFRBの動向が市場動向に影響を与える可能性があること等を勘案して、定期リバランスは行わないことを11月初めに決めたものでございます。

御説明は以上でございます。

○植田委員長 御質問等をお願いします。

それでは、よろしければ次に進みまして平成25年度 運用受託機関等の総合評価結果について、委員限り4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4平成25年度 運用受託機関等の総合評価結果についてということでございます。年1回の総合評価となり、定例のものでございます。

1でございますが、まず今回の総合評価の対象ということでございます。目下のところ、国内株式のアクティブとパッシブは、マネジャー・ストラクチャーの真っ最中ということでございます。それから、外国株式のアクティブ、これは年度前半に実施をいたしました。この国内株式アクティブ、パッシブ、外国株式アクティブを除いたファンドが今回の総合評価の対象ということございまして、国内債券、外国債券のアクティブ、パッシブ、外国株式のパッシブと外国株式のエマージング、この6つが評価の対象となってくるわけでございます。

2でございますが、評価結果が一定水準に満たなければ、解約、資金の一部回収及び配分停止を行うこととしております。

結論から先に申し上げますと、今回の総合評価の結果、資金の一部回収、配分停止となったファンドが4つ、解約やむなしというファンドが1つ出てきたという状況でございます。

別紙にまいりまして、個別に見てまいりたいと思います。まず別紙1の1ページ目、こちらはパッシブ運用でございます。国内債券パッシブ、国債パッシブ、外国債券パッシブ、外国株式パッシブでございます。

パッシブ運用については、いずれも適切な運用が行われ、また運用経験の豊富な人材が適切に配置されていることで、課題は無しと認識をしているところでございます。

2ページ目をご覧ください。こちらは自家運用、私どものインハウスの運用でございます。国内債券パッシブ、国債パッシブの2つでございますが、いずれも適切な運用が行われていると認識をしているところでございます。

続きまして3、4ページ目が国内債券のアクティブでございます。国内債券のアクティブにつきましては、昨年度マネジャー・ストラクチャーを行いまして、新しいマネジャーも採用しているところがございます。3ページは、従来から運用を行っている先、4ページ目は、昨年度のマネジャー・ストラクチャーで新たに採用された4つの運用機関でございます。いずれも運用スタイルに沿った適切な運用が行われている。また、運用経験の豊富な人もきちんと配置されているということで、特段の課題は無いと判断をしているところがございます。

続きまして、5、6ページ目が外国債券のアクティブになります。

外国債券のアクティブにつきましては、定性面では運用スタイルに沿った適切な運用がされ、また運用経験の豊富な人材が配置されているということで、

をしているところがございますが、6ページ目のAB5というファンド、こちらは というところがございます。定量評価については、過去5年間の実績をもとに評価をしていますが、このAB5というファンドは、

この社のスタイルにとっては、アゲインストの風が吹いていることから、定量点では低い点になっているところがございます。この結果として、AB5社のファンドについては、 ということになってまいりまして、

、一部回収、配分停止という対応を考えているところがございます。

続きまして、次の外国株式のエマージングでございます。7、8ページ目でございます。

外国株式のエマージングにつきましては、AC1、AC2、AC3、ここまでは定性評価におきまして、運用スタイルに沿った適切な運用がされている。また運用経験の豊富な人が配置されていると判断をしているところがございますが、AC4以降が課題のある先ということになってまいります。

まずAC4というファンドでございますが、こちらは でございます。その主戦場のところでは相応の成果を残しているところがございますけれども、 以外の銘柄のパフォーマンスが悪く、その結果として全体のパフォーマンスがさえない状況になってございます。このファンドにつきましては、引き続き、運用状況の注視が必要ということで配分停止及び一部回収の対象となってくるということで整理をしてございます。

続きましてAC5は、銘柄のスクリーニングのモデルで というものを使ってございます。これは というところがございますが、足下の相場環境下では、 は効いていないという状況でございます。運用状況の注視が必要ということで、配分停止及び一部回収ということで考えてございます。

続きまして、8ページ目のAC6社がでございます。こちらについては、

ということに
なっております。こちらにつきましては、組織・人材面で課題が見られるところでござ
います。 するとといったことがございました。ま
た、

しまい、新しいファンドマネージャーが配属になったという状況で、組織・
人材面で少し課題が見られるというところでございます。こちらにつきましても、今後
の状況の注視が必要ということでございまして、配分停止及び一部回収という対応を考
えてございます。

なお、このファンドにつきましては、ファンドマネージャー交代以降、足下の成績が
非常に良い状況でございまして、この状況が続けば良いと期待しておるところでござい
ます。

次に AC7、こちらが一番問題のファンドでございまして、

でございます。 の運用として採用したのですが、成績が
芳しくないということで、定量モデルを少し変え、 の指標をつけ加えまし
た。その結果としまして、 としての特性から少し変質をしてきている
状況でございまして、また、チーム・コンセンサス重視ということで、少し機動的な投資
判断ができていないということもございまして、これらの点を踏まえ、
とし、このファンドにつきましては解約やむなしと考えているところでございまして、

続きまして、別紙2で、AC7 の解約についてコメントをさせていただいているところ
でございまして、1. 解約対象ファンド及びその理由ということで、これは繰り返しにな
りますが、当初の としての特性から変質をしてしまっていると考えら
れるということ。それから、 、これは一昨年の6月
から昨年の9月までの対ベンチマークでのパフォーマンスとなりますが、非常によろし
くないということでございまして、

2のこれまでの経緯ということで、このファンドにつきましては、実は私どもも大変
注意をしながら見ておったという状況でございまして、一昨年の6月に、当初 を投
入したのですが、スタート当初から、パフォーマンスの不調が続いておりました。他の
エマージングのファンドにつきましては、追加資金の投入も何回か行っていたわけです
が、このファンドについては、追加資金の投入は見送り、当初の のままでずっと
状況を注視しておったところでございまして、今回改めて総合評価をいたしました結果、
事務局としては、解約やむなしという結果に至ったところでございまして、

私からの説明は以上でございまして、

○植田委員長 それでは、御質問等をお願いいたします。

○村上委員 特にエマージングについては、開始して間もないにもかかわらず、評価が芳
しくない先がかなりあるのは、余り良い状態ではないと思っております。特にその辺りの
定性評価などで、選考時に、いろいろ見た部分がどうだったのか、今後のためにも考え

直してみる必要があるのではないかと思います。もう一つ、定量評価について、例えば 6 ページの外国債券の AB5 というファンド、

なファンド、こういうようなファクターを重点的に見ているということはどう考えるか。

また、エマージングの、7 ページの AC5 の みたいな、こういうようなレシオを見ていると、そういう理由でパフォーマンスが、不調であったという理由だったかと思うのですが、この辺りについて、例えば外国債券にしても、財政が良い国、また悪化している国の評価が、多分時期毎にかなり跛行性があるのではないかと思います。それから、エマージングだけではなくて、株式などで使われているいろいろなレシオも時期によってすごく跛行性があると思いますので、配分を止めてしまうのが結果として良いのかどうか。

逆に、波があるとすればコンスタントに配分していったほうが、全体としてはよくなるかという点も考えていく必要があるのではなからうかと思ひ、その辺りはまた事後的に評価してみる必要があるのではないか。配分を停止してよかったのかどうか。マネジャー・ストラクチャーを考えるとときにスタイルが違うそれぞれのマネジャーのバランスを考えて行っているということは、ある期間、不調なマネジャーもいれば、良いマネジャーもいるというのが出てくるわけですね。そのときに良いマネジャーにだけ配分すると、どういう結果になるかということもよく考えておく必要があるのではないかと思います。

- 陣場運用部長 基本的な配分、回収の方法については、前委員の草野さんの御意見で、キャッシュアウトのフェーズになって、パフォーマンスが良いマネジャーに報いようとしてもなかなか報いられないという状況下で、マネジャーのインセンティブを重視し、成績の良いファンドには配分をし、芳しくないファンドからは一部回収をするといった、主にマネジャーのインセンティブという観点を主に実施しているところでございます。

実際に一部回収とはいっても、多額ではございませんので、ストラクチャーとしてはそれほど大きな影響はないだろうと考えております。特に外国債券などは、全体としてのパイもそんなに膨らんでおりませんし、成績の悪いファンドと良いファンドの間で多少の入れ替えをする程度だということでございます。ストラクチャー上は大きな影響はないと思っております。

ただ、おっしゃるとおり、投資哲学が効く時期、効かない時期はございます。総合評価についても、毎年継続して行っておりますので、過去5年のパフォーマンスで評価するとこのような結果になりましたが、成績が上がれば、また戻ってまいりますし、その辺は、我々としては基本的に長期的な視点で見ているところでございます。

- 白杵委員 今のお話で、AB5 の というのは、5年で ということですか。

- 陣場運用部長 5年で ということでございます。

- 白杵委員 去年は 。

- 陣場運用部長 去年は一部回収といった評価とはなりませんでしたが、今年度の評価を

実施したところ、少し下がり、一部回収の対象となったということでございます。

○白杵委員 今の御説明で大体わかりましたが、私も村上委員のお話に同感するところもあります。おっしゃるように、インセンティブは確かにあるのかもしれませんが、それが逆に働くこともあるというか、スタイルを変えてでもリターンをとりに行こうとになってしまうと困るので、その辺はウォッチしていただければと思います。

○植田委員長 他によろしいですか。

それでは、次に進みまして、物価連動国債の導入について、委員限り5に基づいてお願いいたします。

●青木審議役 物価連動債の導入について、御説明申し上げます。

物価連動国債につきましては、平成21年の基本ポートフォリオ策定時にも検討が行われまして、いずれ発行が再開されたところで、市場の影響に配慮しつつ購入することとされておりました。昨年10月に償還時の元本保証を設けた形で発行が再開されたことから、厚生労働省、財務省との調整を含め導入を検討してまいりました。なお、内閣官房の有識者会議の報告書でも、運用対象とすることについて検討すべき、と指摘されております。

そして、昨年12月16日の検討作業班におきまして、本日配付の資料、委員限り5とその参考資料1及び2により御議論をいただきました。これらの資料につきましては、委員の皆様にも過日お届けしたところでございますが、その後、一部変更した部分がございます。その点につきましては、後ほど御説明申し上げます。

委員限り5について申し上げますと、1. 検討の背景につきましては、今申し上げましたとおりでございますが、2. 保有割合の基本的な考え方で、国内債券のポートフォリオにどのくらいの比率で物価連動国債を組み入れたらリスク対比でのリターンが最大化するのかを、今回ヒストリカルデータを用いて試算すると、日本では0%から10%程度、欧米では30%から40%との結果でございます。試算の数字等は参考資料2に記載してございます。

そこで、長期的には2割程度組み入れることが考えられます。ただし、検討作業班におきまして、リスク・リターンの分析が余りインフレがなかった期間の相関を用いている、2割という数字は留保しておいたほうがよいのではないかといたした御意見を頂戴したところでございます。長期的な保有の割合につきましては、2. の一番下のところの○にございますように、基本ポートフォリオの見直しに合わせ再度よく検証・検討してまいりたいと考えております。

2ページの3. 購入・保有の方針につきましては、実際の発行の規模や市場の状況を考慮しながら、徐々に購入していくこととし、満期保有を考えております。満期保有の理由につきましては、検討作業班においても、市場が小さいから売買は慎む。しかし市場構造は尊重し、時価評価することによりリスクヘッジ効果を期待するというところではないか等々、御意見をいただいたところでございます。

4の管理の方法につきましては、自家運用にファンドを設けまして、評価ベンチマークは基本ポートフォリオ見直し時に、再度検討いたしますけれども、それまでの間は、NOMURA-BPI 国債に含めて管理することとしております。

12月16日の検討作業班の資料では、NOMURA-BPI 国債ではなく、NOMURA-BPI 除く ABS としておりましたが、物価連動国債は国債でございますので、NOMURA-BPI 国債を使うほうがより適切であろうということで、今回、資料の記載を変更させていただきました。

また、12月16日の検討作業班の配付資料におきましては、マネジャーベンチマークにつきまして、カスタムベンチマークをつくるとしておりましたがけれども、購入金額加重型のベンチマークを設定することの意義等を再考いたしました結果、カスタムベンチマークは設定せず、ここに書いてございますような時価総額、収益率、実質複利回り、デュレーション、ブレイク・イーブン・インフレ率等のリスク管理指標を把握して管理することに改めたいと考えております。12月の検討作業班におきましては、インフレ率の変動が時間的にどのように起こるかによって、インフレヘッジのため、物価連動国債をいつ、どの程度買うべきか、GPIFの大量保有が価格形成にもたらす影響に関する御議論等々、種々御議論をいただいたところでございます。

なお、インハウスで、実際の発行の規模や市場の状況を考慮しながら、徐々に購入していくことそのものにつきましては、特段御異論はなかったというように考えております。

その後、委員の皆様にもメールで関係資料をお送り申し上げましたように、12月20日には、来年4月以降、物価連動国債を購入する旨、GPIFより報告を受けたとの公表が厚生労働省より行われました。12月24日に閣議決定されました平成26年度国債発行計画におきましては、物価連動国債について、公的年金等の投資ニーズも踏まえて増額することとされまして、発行額は1.6兆円とされております。

なお、財務省は26年度中に状況を見ながら、必要に応じて、さらなる増額を検討することも念頭に置いているとのことでございます。

先日、宇野先生から、物価連動国債につきましては、ブレイク・イーブンの分析をして、割高の場合は購入予定を見直すなどインフレヘッジの目的に沿ったフレームワークなりガイドラインが必要なのではないだろうかという御趣旨の御意見を頂戴したところでございまして、当法人におきましては、4月の購入開始に向けて、今後、そのようなフレームワークについての検討や関係規定の改正等必要な準備を進めてまいりたいと考えております。

御説明は以上でございます。

○植田委員長 御意見、御質問等をお願いいたします。

○小幡委員 以前も申し上げたと思うのですがけれども、私は物価連動国債の購入は反対です。インフレリスクは多少ヘッジできても、名目金利の上昇リスク、要は裏にある実質金利の問題、クレジットリスクの問題ですけれども、そのリスクに対して対応できない

ので、余り意味はないのではないかと考えています。

お話にもありましたように、市場も十分発達していないところへ、我々が大規模というか、徐々に買うということになると、かなり価格面でも不利になる懸念がありますし、そこはうまくやるということだとは思いますが、現在の状況からいくと、かなりそれは難しいというか、相当少しずつというか、我々が余り買いたい意欲を見せずに買うのが本当は良いと思うのですけれども、そういうことも考えますと、現時点では、私個人の意見としては反対であるということで、強く懸念しています。要は価格の問題で、リスクをヘッジすることに対する見合ったものが得られないというか、リターンだけ損するのではないかと懸念です。

ヘッジはどうすればよいのかということですが、CDS を買うわけにもいかないと思うので、長期的には中期計画の中で、日本国債に対するやや過大なウェイトを調整するという方向で、もしそこにリスクがあると考えるのであれば、エクスポージャーを減らしていくという意味で対応すべきだと思いますので、私個人の意見としては反対ということで、ぜひ強く言っておきたいところです。

- 植田委員長 インフレリスクのヘッジにはなるけれども、デフォルトとかクレジットリスクに対するリスクプレミアムが無いということですか。
- 小幡委員 デフォルトはしないにしても、名目金利上昇リスクに対してヘッジにならないので。
- 植田委員長 インフレで金利が上がる分はヘッジになるわけですか。
- 小幡委員 なります。
- 植田委員長 それ以外の要因で上がることもある。
- 小幡委員 そうですね。インフレ分はせいぜい2%までということなので、考え方はいろいろあると思うのですけれども、クレジットリスクもあると思うので、その割にはリターンというか、得られるものが少ないのではないかとということです。
- 佐藤委員 債券は、これを持っていたら何かを完全にヘッジできて安心というのではないと思うのです。年金の運用でも、債務のマッチングと言われるのですけれども、債務のデュレーションに見合うような債券はなかなか買えない。これと同じで、アメリカとかイギリスの物価連動国債でも、これさえ持っていればインフレ対応できるというよりは、投資の先を分散しておくという意味で有効なのではないかと思えます。

日本の場合にはまだまだ市場規模が小さく、始めたばかりなので、ここに書かれているように、様子を見ながら徐々に積み上げていく方法が良いかと思うのですけれども、同時に、現在保有している固定利付の国債と比べて、購入した方がよいのかどうかというところをきちんと勘案していただくことが必要であると思います。例えば財務省に、GPIF が投資してくれるので、これだけ発行していこうというように、あてにされるのは順番が逆だと思いますので、あくまでも GPIF として、インフレヘッジをするために購入するプライスの適正感とか、市場の育ち方とか、そういうところを見て、投資を徐々

に進めていくというのが良いのではないかと思います。

○小幡委員 私自身の懸念はまさにそこにあって、財務省は GPIF をあてにすると思うのです。ですから、そう思われぬように、購入意欲はないというスタンスで、市場を見ながら購入していくと。インフラファンドについては、日本をリードするために先鞭を切ったほうが良い面があると思うのですが、この場合は、価格が相当有利になるなら別として、相当慎重に、購入意欲を見せない感じで購入すべきだと思います。

○宇野委員長代理 小幡先生が、今、おっしゃった点については、私も少し同感のところがあります。基本的には GPIF にとって物価連動国債を運用対象に加えていくべきだろうと思っています。ただし、昨年12月、財務省が発行額を増やす、GPIF が投資をするという意思表示をして以降、市場の期待感是非常に高まっていて、それが昨今の物価連動国債の価格に影響しているのではないかと、割高にプライシングされているのではないかと懸念されます。

ですから、来年の4月以降の中で、本日の資料にもあるように、市場の動向を注視しながら購入する。数千億円、必ず GPIF が入札してくるはずだと、市場がどうも思いたがっているところがある気がしますので、これに対しては、条件に対してセンシティブなのだと、そういう印象をつくり出していく必要があると思います。現状のような割高ではないかと考えられる価格については、将来の期待インフレが織り込まれているというよりは、需給に対するディーラーの期待が価格を押し上げている要因が高いのではないかと、少し懸念されるところがあるので、それをまだ4月まで時間がございしますので、その中でいろいろ修正する必要もあるし、入札毎の行動で、市場が思ったほど GPIF が購入してこなかったり、購入したりし、非常にマーケットをよく見ていると印象づける必要があるのではないかと思います。

それから、委員限り5の参考資料1の7ページの(2)で、物価連動債の欧米での先行研究が載っています。私も最近の文献などを見てみたのですが、ここ数年間でもかなり文献が増えており、基本的なトーンとしては、長期に保有する人にとってはインフレヘッジ効果があるという内容です。短期で保有した場合には、逆に効果が上がらないケースがあるというようなことが、米国のケーススタディといえますか、実証分析で出てきていますので、そういう意味では、長期保有型の満期まで保有するというタイプである GPIF の債券運用の中にこれが入ってくることは、これまでに比べて多様化するという効果があるのではないかと考えています。

○植田委員長 他にいかがですか。

●三谷理事長 今の御指摘はもっともなことであるわけです。私どもは、基本的に流通市場で価格をつり上げるようなことはしないと。したがって、発行の都度、入札で取れる範囲内で購入しようというのが第1の考えです。また、価格をつり上げることがないように、市場の動向を見ながら、例えば上限価格を念頭に置いてそれ以上の価格では購入しないとか、そういったようなことも工夫を凝らしながら行っていきたいと思っております。

ます。

○小幡委員 入札で購入するのですか。

●三谷理事長 そうなります。

○小幡委員 マーケットで購入するのではないのですか。

●三谷理事長 流通市場は現在ほとんどないような状況です。流通市場で購入しようとする、たまたま出てきたものが、いい値段であったら購入するというような形にしかない。私どもの希望としては、財務省に対し、一旦入札で決まったその条件で、入札とは別枠で一定額を購入させてもらえないかと、シ団方式的なものを打診したのですが、財務省は、すぐにはそれに踏み切れないということなので、入札の都度、入札参加者を通じて購入するという事しかないわけです。

○臼杵委員 持ち切りというのは外部的に公表になっているのですか。

●青木審議役 公表はしておりません。先日の公表の文面の中にも入っておりません。

○臼杵委員 入札時の流通市場の価格が反映されますので、もし仮に割高になった場合には売却するという事、含ませておいたほうが良いですし、実際に時どき売却してもよいかという気もします。

●三谷理事長 基本的には満期保有を念頭に置いています。

○臼杵委員 もちろんそうです。

○小幡委員 最初はショートで。

○植田委員長 割高かどうかのチェックは難しいですね。

○宇野委員長代理 難しいですね。

○臼杵委員 ブレーク・イーブンになるのでしょうかけれども。

○佐藤委員 それで購入できるポイントは過去余りなかったような気がします。

○臼杵委員 ただ、絶対売却してこないと思われてしまうのもどうかなという感じがします。

○植田委員長 それでは、絶対売却しないというよりは、少し慎重に検討するべき議論が新たに幾つか出されたことかと思えます。

続きましてエマージング株式の運用について、委員限り 6 に基づいてお願いします。

●陣場運用部長 委員限り 6 エマージング株式の運用についてということで、エマージング株式のエクスポージャー拡大についての議論ということでございます。

まず 1. の最初の○でございます。現在、MSCI-ACWI 除く日本のベースで、エマージング株式のエクスポージャーは、既に 12%程度に達しているといった状況でございます。

2 ページをご覧ください。【参考】①のグラフのとおり、エマージング諸国の GDP ウェイトはどんどん拡大していったというのが現状でございます。①の点線が MSCI-KOKUSAI 構成国である先進国の国々の世界の GDP に占めるウェイトです。一方、実線は MSCI Emerging 構成国である新興国の GDP ウェイトということでございまして、実線がどんどん上昇しています。IMF の予測では、2018 年頃には 40%を境にして先進国と

エマージングがさらに近づくという状況です。

一方、投資家サイドという側面から見てまいりますと、当法人の外国株式に占めるエマージングの比率、これは②のグラフでございますが、0.9%となっており、内外株式全体で見ても0.4%となっております。

一方、世界の大手の年金基金を見ますと、NBIM、オランダのABP、アメリカのCalPERS、カナダのCPPIB、スウェーデンのAP1の外国株式の中での比率は、10%から多いところで4分の1くらいがエマージング株式で占められているといった状況が見てとれます。また、内外株式における比率で考えましても、10%から20%くらいはエマージングの株式になっているという状況でございます。1ページにお戻りいただきまして、論点の2つの○でございます。これまでの基本ポートフォリオの策定におきましては、先進国のユニバースをベースにリスクを測り、リターンを推計し、基本ポートフォリオの策定をしまいったところでございます。ただ、世界の状況がこういう状況になってございますので、次期基本ポートフォリオの策定における外国株式のリスク・リターンの推計につきましては、エマージングを含めたMSCI-ACWIで検討していくのが良いのではないかと考えているところでございます。これは基本ポートフォリオの議論でもございますので、2月の検討作業班において、この辺の議論をさせていただければと考えているところでございます。

私からの説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御意見等をお願いいたします。

○薦田委員 1ページの【参考】にあるように、3年半前の運用委員会で、エマージング株式運用を行う目的について示されており、目的としてはまさにそういうことなのだろうと思います。これから、次期基本ポートフォリオに向けての検討が行われるわけでありまして、現時点でエマージング株式運用を行う目的は何だといったら、こういう説明をすると理解してよろしいのでしょうか。

●陣場運用部長 平成22年当時は、先進国株式の運用だけでした。エマージング株式を入れる、入れないの議論をしたときに、最初に掲げさせていただいたものでございます。これはエマージング株式運用を私どもが行うに当たっての基本的な考え方でございます。この点については今回も変わりはないと御理解をいただければと思います。

○植田委員長 特にございませんか。

○臼杵委員 MSCI-ACWI 除く日本ということなのですが、除く日本にしなければいけないのですか。

●清水調査室長 以前もその議論は何回か御指摘いただいているところでございます。論点としては2つあって、1つは外国株式のアクティブ運用のベンチマークとして、日本を除いたほうが良いのか、除かないほうが良いのかという話。今後は少し変わるかもしれないのですが、これまでの事実として、グローバル・マנדートは日本企業をアンダーウェイトすることによって超過収益を獲得してきたということがありました。

2点目として、基本ポートフォリオの議論とも関連しますが、国内株式のウェイトが高過ぎるということを修正する観点から、グローバル・マニフェストを基本ポートフォリオとして入れるべきではないかという議論があるのだろうと思います。いずれにしても、これはシステムとしてどういうふうに対応できるかという問題が実はあって、基本ポートフォリオの議論の中で御議論いただくこととしていますが、インフラ的な制約をどう考えるかということがあります。

○白杵委員 以前システムの制約の話が一度出て、御検討いただくという話になっていたかと思いますが。予算面で今後制約が緩くなるということであれば、ぜひ検討いただきたいと思います。

●三谷理事長 現在のGDPRシステムを手直しするような話ではなくて、全面的につくり替えるときにどうするかという話になるのだと思います。現在のシステムは、予算ぎりぎりの最低限のところをつくっていますので、そういう応用動作的なことができない状況であると、担当者から聞いております。

○白杵委員 ぜひ御検討いただければと思います。

○植田委員長 よろしいですか。

それでは、有識者会議報告書及び独法改革に関する報告について、委員限り7と8に基づきまして、年金局の森参事官からお願いいたします。

●森参事官

まず、委員限り7 公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議の報告書です。これにつきましては、かなり報道等もされましたので、簡単にご報告させていただきます。まず、委員限り7の別紙1に日本再興戦略とあります。これは産業競争力会議におきまして、ローソンの新浪委員から、例えば GPIF の議決権行使を通じ、コーポレート・ガバナンスについて貢献できないか。また、みずほの佐藤委員から、インフラ投資を何かできないかという意見がありました。さらに、金融資本市場の活性化会議でも出されましたが、眠れる資金を投資へということで、例えば NISA とか公的資金について、もっと活用できないかという問題意識もありまして、平成 25 年 6 月 14 日に、公的・準公的資金の運用の在り方ということで、各資金の規模や性格を踏まえ、運用、リスク管理体制等のガバナンス、株式への長期投資におけるリターン向上のために、有識者会議において検討を進め、本年秋までに提言を得るという閣議決定がされました。具体的には内閣官房におきまして、伊藤隆敏先生を座長にまとめられたものでございます。

本文に戻っていただきまして、2 ページをご覧ください。GPIF の規模が大きいものから、GPIF の検討会のように見られたところもございまして、対象としているのは公的・準公的資金ということで、GPIF の他に国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団、あと独立行政法人がございまして、合わせて大体 200 兆円程度となります。

最初に趣旨が書いてございますけれども、提言に示した各論点の各資金への適用においては、それぞれの規模・性格を踏まえた検討が必要ということでございます。

この運用目的のところ、先ほど申しましたように、産業競争力会議で御議論いただいたこともありまして、日本経済への貢献という話がございましたが、受託者責任というものもございまして、被保険者の利益を優先する資金運用が、結果的に、日本経済に貢献するというので、資金運用の目的と日本経済の関係が整理されました。経済成長と資金運用との関係は好循環・ポジティブサイクルが期待されるということで整理されたところでございます。

3 ページの運用目標・方針のところでございますが、ファイナンスの世界ですと、市場の動きはどちらに行くかわからない、マルチンゲールみたいな世界を考えるわけでございますけれども、現在の認識としましては、デフレからの脱却を図り、適度なインフレ環境へと移行しつつある我が国経済の状況を踏まえるべきだということでございまして、収益率を向上させ、金利リスクを抑制する観点から、国内債券を中心とするポートフォリオの見直しが必要であるとされています。

収益目標及びリスク許容度の設定につきまして、年金の世界等は、例えば名目賃金上昇率を基準とした相対的な目標になっているわけですが、これはインフレ等環境が変化するので、適切に考える。もしくはそれと併せまして、リスク許容度につきましても、注1にございますけれども、一定のモデルを用いたリスク計測や、シナリオ分析などにより、フォワード・ルッキングな検証を実施することが望ましいとされています。

運用コスト等につきましては、GPIFは0.02%という非常に低い水準でございまして、場合によっては、貴重な運用機会を逃しているほか、金融・資本市場の発達を阻害する要因になっている可能性があるという御指摘をいただいております。

4 ページでございますが、ポートフォリオにおける運用対象の多様化ということでございます。これは内外の先進的な公的年金資金運用機関を参考にして、市場環境の整備状況を踏まえつつ、リスク管理体制の構築を図った上で、新たな運用対象としてREIT・不動産投資、インフラ投資、ベンチャー・キャピタル投資、プライベート・エクイティ投資、コモディティ投資などを追加することにより、分散投資を進めることを検討すべきであるという指摘です。

ただ、国民に対する説明責任はきちんと果たすことが求められております。

アクティブ比率につきましては、各資金の規模・性格に応じて、アクティブ運用の比率を高めることについても検討してはどうかということです。

5 ページのパッシブ運用のベンチマークでございます。議決権行使のところにも出てきますけれども、この報告書は、グロース的な見方が強く、各運用受託機関は東証一部上場全銘柄を対象とするTOPIXを忠実にトラックしている場合が多いが、その対象先の中には、十分な収益性等が認められない先も含まれることから、ROEや企業収益等も加味したようなインデックスの利用を検討すべきということです。

ポートフォリオやヘッジ方針の機動的な見直しについては、常態的なものということになると、SAA のような戦略的アセットアロケーションが基本ですが、経済環境や市場環境の変化が激しい最近の傾向を踏まえれば、リバランスの実施等を含め、機動的な見直しも必要ではないか。

⑥でベビーファンドとあります。先ほどグローバル・マンドートの話もございましたが、ここでもアセットクラスをまたがる運用を任せる場合や、新たな運用対象を一括して任せる場合等につきまして、何か今までの運用と別枠で行うことも検討すべきという御提言をいただいております。

リスク管理体制等のガバナンスの見直しというのは、所管大臣と各運用機関の関係をどうするかということで、もう少し各運用機関の創意工夫を活かすような体制とすべきではないかということです。

また、合議制機関が必要であるということ。

専門人材の確保やステークホルダーの参画ということについても、御提言いただいております。⑤の GPIF のガバナンス体制については、合議制機関である理事会を導入してはどうかということです。

リスク管理体制につきましては、フォワード・ルッキングなリスク分析に基づくポートフォリオの構築ということで、過去のデータのみではない分析を行うべきという話です。発行が再開される物価連動国債を運用対象とすることについても検討すべきということでございます。

IVのエクイティ資産に係るリターン最大化です。別添とさせていただいております日本版スチュワードシップ・コードに係る検討の結果等を踏まえた方針の策定・公表を行い、運用受託機関に対して当該方針にのっとった対応を求めるべきであるという御提言をいただいております。

また、GPIF につきましては、直ちに取り組むべき課題、今後1年を目途に取り組むべき課題、目指すべき姿として、工程表が示されております。

これを受けまして、委員限り別紙2の、好循環実現のための経済対策（平成25年12月5日閣議決定）でございます。GPIF を始めとする公的・準公的資金の運用等の在り方について、デフレ脱却を見据えた運用の見直しやリスク管理体制等のガバナンスの見直しなどに係る有識者会議の提言を踏まえまして、厚生労働省等の関係省庁において、各資金の規模や性格に応じ、長期的な健全性の確保に留意しつつ、必要な施策を迅速かつ着実に実施すべく所要の対応を行うとなりました。

2つ目の「・」ですが、GPIF における運用対象の拡充に関連するものでございます。JBIC（株式会社国際協力銀行）やNEXI（独立行政法人日本貿易保険）では、インフラ案件等に係る債権の流動化が大きな課題になっていました。これは、GPIF において必ず購入すべきという話ではないのですけれども、そのような JBIC や NEXI の検討も踏まえつつ、GPIF において運用対象拡充の検討を進めるという閣議決定がなされたところでござい

ます。

このような有識者会議の報告書を受けまして独立行政法人改革につきましても、昨年末に報告等がまとまりました。委員限り 8 でございますが、それについて御説明させていただきます。

独立行政法人改革における基本的な方針ということで、別紙 2 の 1 ページをご覧ください。総論でございます。独立行政法人は従来の特種法人が余りにも国の監督権が強く、問題だということで、英国における政策の企画立案部門と実施部門の分離にならって導入されたのですが、問題点としまして、3 つ目の○でございますが、本来的な趣旨に則って運営されておらず、硬直的になっているという話もございましたので、独立行政法人全体については、自主性・自律性やインセンティブを最大限機能させるような改革を行う。一律・硬直的な運用は見直す。また、数合わせの統廃合をやめるとか、各法人の業務類型の特性を踏まえたガバナンスを整備するという話がございます。

また、GPIF につきましては、有識者会議の御提言もございましたので、委員限り 8 の別紙 1 をご覧ください。

基本は中期目標管理型の法人ということです。新しい独立行政法人改革では、行政の目的をそのまま実施する法人もございますが、GPIF については、中期目標が与えられ、目標管理型の法人とするとともに、運用委員会におきましては、複数の常勤委員を配置し、資金運用の重要な方針等について実質的に決定できる体制を整備する。

高度で専門的な人材確保ができるよう、職員数や給与水準の弾力化に加え、任期制・年俸制の導入を検討するということが閣議決定されております。

また、資金運用の観点から行う公的・準公的資金の運用の見直しやリスク管理体制等のガバナンスの見直し等に係る有識者会議の提言については、それを踏まえ、厚生労働省において、資金の規模・性格に即して、長期的な健全性の確保に留意しつつ、主たる事務所の所在に関することも含め必要な施策を迅速かつ着実に実施すべく所要の対応を行うこととなっております。現在の法律上の主たる事務所については、神奈川県となっておりますが、有識者会議では、東京の金融機能の充実等の観点から、GPIF の主たる事務所の所在は東京にしたほうが良いのではないかと話もございますので、事務所の所在に関することも含めて必要な施策を迅速かつ着実に実施すべく所要の対応を行うということです。独立行政法人のワーキンググループや独立行政法人に関する分科会等いろいろございましたが、先生方の御意見をいただきまして、GPIF につきましては、一定の経費等の緩和等が閣議決定レベルでされたところでございます。

最後に、金融庁で出された日本版スチュワードシップ・コード、委員限り 7 の別紙 3 につきまして簡単に御説明させていただきます。

スチュワードシップ・コードにつきましては、御存じの方も多いかもかもしれませんが、イギリスの場合、ブリティッシュ・ペトロリアムと金融業以外は産業が育たない。その背景としましては、非常に近視眼的な投資家の行動が目立ったというキーレポート等も

出され、投資家が長期的な観点から企業に働きかけておくことは重要ではないかということで、スチュワードシップ・コードができているところでございます。

金融庁で、日本版をつくるということで検討しておりまして、12月26日に公表されています。現在、パブリックコメント中と伺っております。

具体的には5ページでございますけれども、機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。利益相反についても、明確な方針を策定する。当然、責任を果たすためには、当該企業の状況を的確に把握すべきであって、目的を持った対話等を通じて、投資先企業と認識の共有を図る。議決権行使についても明確な方針を持って、投資先企業の持続的な成長に資するものになるよう工夫する。スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、顧客、受益者に対して定期的に報告を行う。こういう活動を適切に行うための実力を備えるというものでございまして、それぞれのコードに対し、指針がついております。

特徴としましては、プリンシパルベース・アプローチということでございまして、基本的には抽象的な原則であって、機関投資家が取べき行動について詳細に規定するルールベースの話ではないということです。

また、コンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用しており、十分な理由があれば実施しないことも可能であるという形で公表されております。春頃、第一陣としてこれに賛同するところを募るといって伺っております。

私からの説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等ありましたら、お願いします。

○薦田委員 委員限り8の別紙1についてお伺いしたい。報道などによると、GPIFについては、2番目の○と3番目の○は法律を変えないでできるのだという記事等が出ております。そういう理解でよいのだらうと思うのですが、具体的にどういうタイムスケジュールを頭に置きながら、どういう手順で進めていくのかというところを教えてください。

●森参事官 まず、厚生労働省内部の話で言いますと、資金運用のあり方につきましては、平成26年度の財政検証を目標にしまして、3年前に、経済前提と運用のあり方に関する専門委員会というものをつくり、ガバナンスも含めて検討してきたところでございます。

その中で、この報告書等を御報告いたして、また年金部会でも御報告いたしまして、それを踏まえた審議をいただくという形になるかと思っております。また、共済等にも係る御提言ですので、別途、今年度中を目途に共済等とGPIFに対し、被用者年金の一元化ということで、国で基本指針をつくる必要があります。その場でも有識者会議の議論も御紹介させていただきました。現時点では、そういう形で内閣官房の御提言等を御説明させていただいた段階と御了解いただければと思っております。

つけ加えて申し上げますと、高度で専門的な人材確保ということでございますが、給

与体系の見直しとか、そういうものを前提としてということでございます。基本的な方針が出まして、給与等経費の弾力化というものが前提となり、給与体系をどうするかといった話があります。それが決まった段階で、実際にどのように雇っていくのか、どのように実際の体制を強化していくのかという流れがあるのではないかと思います。

○能見委員 一連の議論の表に出てきたものがこういうことなのでしょうけれども、いわゆる経済前提とか、年金という負債サイドの特殊性というものを、これまでは運用に関して安全かつ効率的な運用という非常に定義の難しい文言で行っているわけです。しかし、この議論の背景の中にいろいろ出ているのは、もう少し絶対リターンを上げてくれよということが背景にあるのではないかと思います。その辺の議論の中身はどうだったのでしょうか。あまりよくわからないのですけれども。

●森参事官 考え方としまして、私ども年金財政上必要なリターンを確保するという話につきましては、これは年金だけではないのですけれども、スポンサーサイドのものに沿った運用だということにつきましては、御理解いただいたところでございます。ただ、年金サイドとしても、大臣も発言しておるところでございますが、日本経済の果実を確実にとっていく必要があると思います。それはまさに、金利がこれから上昇していきなり、インフレが増進するだろうという見込みでございますので、その中で年金財政についても対応した運用が必要なのではないかとすることは確かでございます。

○能見委員 難しい。

○稲葉委員 報告書に書かれていることは、GPIFが一生懸命やることというのは、日本経済にとって役に立つことだから、法に定めている受益者のために一生懸命頑張ることと全く矛盾しないということになるのだと思います。しかし、もっとリスクをとれとか、日本経済の成長戦略にもっと組み込めとか、あるいはフォワード・ルッキングを行っていないではないかという議論を1つひとつ正確に議論していったならば、大きな誤解をしているところもあるのではないかと思います。

ところが、先ほど御説明があったように、ここから先は、厚生労働省において適切な施策を迅速かつ着実に実施しろとなっているわけです。我々運用委員会としては、どういう態度で臨むことが厚生労働省から期待されているのか。あるいは期待されていなくても、どういうふうに行動するのかということだと思っております。その辺を議論してみることが大事なのではないかと思います。

●森参事官 GPIFの前身は特殊法人でありましたが、現在は独立行政法人となり、厚生労働省は中期目標を与えることになりました。GPIFは、運用に特化した専門家集団になったわけです。専門家として御議論いただくこととなりますので、私どもとしましては、先ほど委員会なり、財政検証について申し上げましたが、その中で、どのような運用目標、もしくは運用のあり方につきまして、専門委員会、年金部会等でまとめていくかということになります。

運用対象やリスク検証のあり方等につきましては、皆様専門家の御知見を踏まえまし

て対処していただければと考えております。

○稲葉委員 そうすると、議論が進展する都度、ある種の問題と思われるものを厚生労働省から、問題提起され、この運用委員会で何回か議論を重ねるといふ展開になると考えてよいのですか。

●森参事官 私どもとして、絶対提言でやっていただかなければならない話というのは、運用目標と運用のあり方について検討している場がございますので、そこで議論することになり、それにつきましては、何らかの形でお示しします。場合によっては中期目標という形になるかもしれませんが、お示しします。また、国家公務員共済組合連合会や地方公務員共済組合連合会は、今回の報告書が出され、自らがスポンサーであるので、自らが考えることになるのかなと思います。

例えば物価連動国債等につきましては、この提言でも御指摘がありまして、着実にということで、来年度から、市場情勢を見てということだとは思いますが、実施するというところで事務局で御提案されたのではないかと存じております。

○植田委員長 これはたんとやるしかないのではないかと。財政再計算を行っていただいて、その要求利回りが高ければ、ある程度リスクをとらざるを得ないわけです。一方で、今と同じくらいのもが出てきたとして、今と同じポートフォリオで良いのかどうか、これもなかなか難しい検討課題だと思います。もちろんそれとは独立に、フロンティアを拡大するような新たな資産の追加という議論も十分あり得るし、行っているわけですが、その上でガバナンスがどうなるかと、それはこの委員会では直接はどうしようもないので。

○稲葉委員 ガバナンスは別として、これまで行ってきたようないろいろな検討を重ねながら、もう一度、諸情勢、諸要因をチェックし直し、フロンティアをもう少し上方にシフトさせるとか、リスクテイクできるような状況になっていると判断できるかどうかをこの運用委員会で引き続き検討していくということですね。

○植田委員長 厚生労働省の作業と同時決定みたいな面があると思いますけれども。

○稲葉委員 それが一致しているということであればいいのですけれども。

●森参事官 具体的に言いますと、例えばアクティブ比率を拡大するかどうかというのは、厚生労働省というよりも、むしろ御専門の先生方で考えていただくことになるかと思えます。また、先ほどベンチマークの話がございましたけれども、これは極めて運用サイドの話でありますので、私どもも御相談させていただきたいと思っておりますけれども、いろいろと御議論いただければと存じます。

○植田委員長 他にいかがですか。

○小幡委員 稲葉委員もおっしゃられたように、良いことも言っていますし、誤解に満ち満ちているところもあります。運用委員の我々も専門家ですし、執行部も全員専門家ですから、専門家を登用するという意味がわからないですが、所在地や給与に関しては全くそのとおりの面もあります。ただ、委員長がおっしゃられたように、目標が定められ

れば目標に合わせて行うということですし、資産運用の多様化も進めているところですから、我々としては今までどおり行い、何か正式に決まれば、それに応じて行うということですね。

- 能見委員 委員長のおっしゃるとおりで私も良いと思うのですが、今まで、例えば財政検証で、4.1%というときに、とても4.1%を目指してないようなポートフォリオのアセットアロケーションになっていたのだと思います。私がずっと提示してきたのは、安全かつ効率的という名のもとに、年金財政が求めているのに達しないのに、例えば利率の低い国債、ずっと金利が下がってきたから、国債を増すことで利益が出てきたわけですが、その名のもとでポートフォリオ構築をなかなかしてこなかったという点が何となく幾つかの誤解に基づきながらも、この報告書の中に不満としてあらわれているのではないかと思います。

実際にこのくらいのリターンを全体として求めていると。かつ負債サイドのキャッシュアウトや年金という性格の、通常の投資資金とは違う、年金という性格のものがあるというのを配慮しながら、可能な限り、リターンを高める努力をするということをもう少し、やらなければいけないということだと思います。

- 稲葉委員 公的債務のリスクネスということを考えると、結果において、こういった方向でもっと分散化を図るとか、よりエクイティにシフトするということが是認される可能性もあるのではないかと思っているのですが、オーソドックスに議論を詰めていっても良いのではないかという感じはします。
- 小幡委員 ですから基本ポートフォリオを考えるとというのが一番の大枠で、基本ポートフォリオの中でも個々の運用、投資対象を考えるとということに尽きるということで、これの後押しも受けつつ、良い運用をするということですね。
- 植田委員長 難しいですね。4.1%でも、長期のインフレ見通しは1.0%ということで行ってよいと思うのです。それが本当であるなら4.1%もちょっとつらいですが、全く無理とも言えなくない。一方で、目先はデフレばかり続いているという状況だったので、そういう問題をどうするかというのは、ある意味、もっと悩ましい形で残っていると思います。割と早く2.0%になるかもしれないし、ならないかもしれないので。
- 清水調査室長 有識者会議からは、いろいろな御提言を受けているのですが、実際にやっている身からすると、ある一部、今すぐにでも52%まで下げられるではないかとか、そういうところを除いては、概ねこれまでこの場において議論してきた数々の論点と、ほぼ変わらないのではないのかと感じているところもございます。ベビーファンダやオルタナティブについては、この場でも実際に共同投資云々の中で着実に進めてきております。JPX 日経400とか、そういう話につきましても、現在、スマートベータの調査研究を行っているわけですから、その中で対象にはなっているということもございます。

そうすると、ポイントとしては、基本ポートフォリオをどのようにつくっていくか。

その議論の中で整理をしていけば、自然に出てくるのだらうと思います。例えばフォワード・ルッキングというのが、マイオピックといいますか、そういうような意識のものなのかどうか、我々は、これまでは長期という形でフォワード・ルッキングを行ってきたわけだし、逆にこの場の議論としては、長期のポートフォリオと、短・中期ポートフォリオというものの関係をどう位置づけるのかという議論の中に、当然絡んでくる話だと思います。

年金財政との関連も、タイムホライズンとの関係にもよるわけでございますけれども、安全かつ効率的という話を、一方ではリスクの尺度の問題、年金財政との関係をどう考えるかという話の複合的な見方の中で、これは当然マニフェストとの関係も出てくると思うのですが、そういう形で捉えるかということに尽きるということで、粛々とやっていくしかないかなと思います。

ポイントは安全かつ効率的。その部分をどう整理をつけるかという話に尽きるのかなと感じております。

●森参事官 今回、スチュワードシップ・コードみたいな提言もございますが、ここは労使の代表の方、これは年金部会という話もあるかもしれませんが、このようなものを仮に考えていくとしたら、一般論としては、運用委員会というのは適切な場ではないかと思います。

○村上委員 以前に、この委員会でも出ていたと思いますが、報告書にもリスク許容度のあり方についても検討すべきである、という文言があります。本来、もっとアクティブに行うべきと言う場合には、リスク許容度の前提がなければまともではないはずで、ところがこの報告書ではそれを他に委ねたまま出されているという点もありまして、結局、リスク許容度はどこが検討することになるのか、それをどのように定義するのかというのが最大のポイントになるのではないかと思うのです。

●森参事官 村上先生はよく御存じだと思いますが、リスク許容度というのはファイナンスの理論から言えば、まず国民がどういう効用を持つかという効用関数があって、その曲率の逆数なわけでございますが、国民がまさに資金運用に対してどういう効用を持っているかということが調査できてないと、こちらからの議論は難しい状況です。私ども今回調べましたけれども、リスク許容度という観点から決めているという国は見当たりません。

そうすると、自主運用を始めたときから、もしくはその前から、年金財政上の必要なリターンという考え方と、分散投資効果をつくる時、国内債券並みのリスクという考え方がございまして、その辺から少しずつ御理解を得ていくのかなというところがございまして、リスク許容度につきましては、検証という提言がございまして、伊藤先生などがおっしゃっているのは、シナリオのようなもので、どのくらい年金財政に関する影響があるか、これはポートフォリオをつくる時にシミュレーションALMとかで行っているのですが、そういうものにつきまして、もう少し工夫なり考え方を入れている

くということがございまして、リスク許容度については、検証を実施することが望ましいという形になっているのは、実はそんな形の御議論があったということとございまして。

○白杵委員 現在の年金の仕組みでいくと、リスクをとってリターンが上がれば、マクロ経済スライドが早く終了して、給付水準が上がり、逆にリスクをとることが裏目に出て、リターンが下がればマクロ経済スライドが終了するのが遅くなるというトレード・オフの関係があり、それをもう少し数字できちんと表すことによって、リスク許容度の議論は幾らかは深まるのかなと思います。ただ、その場合、例えばスウェーデンなどでは、自動調整メカニズムが働いて、リターンが下がるとその時点で給付が下がる。要するにリーマンの後には実際に給付を下げて、財政をバランスさせています。将来世代にマイナスの結果を負わせるのか、その時点で給付を下げてマイナスの結果を負わせないのか、いずれにせよ、リスクというのは、給付に影響が出てくるということ、どこかで定量的に把握していったほうが良いのかなという気がします。もちろん委員長がおっしゃるように、リスクをとらずにフロンティアが上がれば一番良いことではありますけれども。

○能見委員 リスク許容度の議論は本当に難しい議論で、おっしゃるとおりだと思います。しかもリスクに関する認識に随分誤解があります。リスクは、それぞれの基金や資金の性格によって皆違います。常々GPIFに関して思っていたこととして、これだけ巨額のお金を持っていて、そして、非常に超長期の運用ができる極めてペーシェントなマネーが、普通の小さなお金を短期間で転がしている人たちのリスク許容度と同じはずがないということです。そのリスク、つまり資金の性格をもう少し有効に使うというか、それをリスクがあるとか、ないとかという非常にあいまいな言葉の中で使っていて、自らの持っているチャンスやパワーを活かしきれてないような気が非常にします。その点はもう少し工夫する必要があるのではないかと思います。

だから、ここで単純にアクティブ増やしましょう、よりハイリターンのもを組み入れましょうということではないと思います。もう少し GPIF の持っている、そういう意味で言うとリスク許容度かもしれないけれども、十分使い切っていないのではないのかというか、そういうことをもう少しアセットアロケーションの中に活かしたら良いのではないのか、私はすごくそういうことは強く感じます。

○村上委員 確かに先ほどお話がありましたように、これはファイナンス理論が定義するところのリスク許容度では全く解決しない問題だと思います。具体的にどのようなリスクに対する態度でこの運用は考えたら良いのかということ、もう少し平たい言葉でいろいろ表現をしてみて、そここのところのコンセンサスができないと、永遠にどのようなものが良いかという議論が続くのだと思います。

○植田委員長 フロンティアが仮にきちんと書けており、要求リターンが財政再計算で出てきたとします。それを平均的に当てていくとなったら1点が定まるので、そこはそれに対応したリスク許容度しかあり得ないのだと思います。ただ、平均的に当たらなくてもよくて、例えば向こう何十年間の間に、積立金がある金額を下回るようなリスクを少

し低くするという事も加えていろいろ行くと、多少振れが出てくるのだと思います。能見委員がおっしゃったのは、むしろ流動性リスクみたいなものを GPIF はとれるので、流動性が低い資産を時と場合において購入するというような投資戦略を組み込めば、フロンティアが拡大するという話ですね。

- 能見委員 それと併せて分散効果というか、そういうものも出てくるので、そういう工夫をしていく必要があるのではないかという気がします。
- 佐藤委員 流動性もそうですけれども、別に流動性を犠牲にしなくても、株式投資は株のプレミアムというものを信じていくのであれば、単年度で多少ぶれたとしても、そこは長期投資家であるがゆえにリスクをとれる。ただ、積立比率もそうですけれども、キャッシュアウト、支払いが迫ると、そこで損失確定をしなければいけないので、運用を考えるときは、そういう将来のキャッシュフロー予測で、どれくらいのリスクが単年度でもとれるのか、そういうことを考えていったらよいのではないかと思います。
- 植田委員長 次にリスク管理状況等の報告について、委員限り 9 に基づいてお願いします。

●陣場運用部長 委員限り 9 リスク管理状況の報告について説明させていただきます。

9 ページをご覧ください。10 月、11 月の状況ということでございます。先ほどリバランスのところでも説明申し上げましたけれども、10 月早々、米国で政府機関のクローズがございまして、市場環境としては厳しい局面もありましたが、その後、FRB のイエレン副議長が次期の FRB 議長に指名を受けたりですとか、また米国で雇用者数が順調に増加しているといったこともございまして、とりわけ外国株式のパフォーマンスが堅調であったということでございます。また、この間、リスクオンの動きもございました。為替は円安、ドル高、ユーロ高となり、外国債券及び国内株式についても良い影響を及ぼしました。10、11 月の 2 か月で約 4 兆円の収益という結果でございます。

こうした結果を踏まえまして、1 ページ目をご覧ください。リスク性資産のウェイトが増大し、その結果としまして、国内債券につきましては、基本ポートフォリオからのアンダーウェイト幅が広がっており、12 月末で 6.6% のアンダーウェイトになっているところでございます。一方、国内株式は 4.66% のオーバーウェイト、外国株式は 2.68% のオーバーウェイトといった状況でございます。

2 ページをご覧ください。財投債含めた私どもの全体の運用資産合計は、12 月末で 128 兆円に達しているという状況でございます。

11 ページをご覧ください。アクティブ運用の状況、超過収益の状況は、まず国内債券アクティブでは、10 月に 0.05% のプラス、11 月は 0.04% のプラスということで順調であります。

国内株式でございますが、アクティブの 10 月は 0.24% のプラス、11 月マイナス 0.10% ということでございますが、2 か月間ではプラスでございます。

また、外国債券は 10 月がプラス 0.09%、11 月がプラス 0.01% ということです。

外国株式は少し調子が落ちてございまして、10月が0.70%のマイナス、11月も0.11%のマイナスといった状況でございました。

私からの説明は以上でございます。

○植田委員長 いかがでしょうか。

本日予定の議事は全て終了しましたので、事務局から何か御連絡ございましたらお願いいたします。

●青木審議役 委員限り2のキャッシュアウトへの対応と今後の見通し、委員限り3のリバランスの検討及び実施につきましては回収させていただきますので、机の上に置いておいてくださいますようお願いいたします。随行の皆様も同様をお願いいたします。

次回、第75回運用委員会につきましては、平成26年2月20日の木曜日13時から、当法人の大会議室で開催いたしますので、よろしくようお願いいたします。

○植田委員長 それでは、本日はありがとうございました。