

## 第 77 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 26 年 3 月 27 日(木)15:00~16:00

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: ・植田委員長 ・宇野委員長代理 ・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) 平成 26 年度計画 (案) について
- (2) リスク管理状況等について
- (3) その他

●青木審議役 ただいまより、第 77 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、白杵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。なお、稲葉委員におかれましては、御都合により遅れて御到着とのことでございます(稲葉委員は都合により欠席)。

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、

- |        |                                 |
|--------|---------------------------------|
| 委員限り 1 | 平成 26 年度計画 (案)                  |
| 委員限り 2 | 外国債券運用に係る受託機関構成見直しの基本方針等について(案) |
| 委員限り 3 | 積立金運用におけるフォワードルッキングな対応について      |
| 委員限り 4 | リスク管理状況等の報告 (平成 26 年 1 月)       |

以上でございます。

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 お忙しいところ、ありがとうございます。

最初に平成 26 年度計画 (案) について、委員限り 1 に基づいてお願いいたします。

●青木審議役 それでは、御説明申し上げます。

まず、年度計画については、前回御説明申し上げましたけれども、その文章部分につきまして、前回の案から 1 点変更がございます。お手元の資料の委員限り 1 という表になっているものですが、最後のページの 4 ページの第 9 の 1. 主たる事務所の移転に伴う関係のところをご覧ください。ここで下線を引いた文章と同内容の文章を、以前はその次の文章の後に、また書きで記載しておりましたけれども、昨年末の閣議決定、すな

わち政府の最新の方針を踏まえた話を最初に書くべきだろうということで、その位置を前に持ってきたという変更でございます。

次に、今回、記載を追加いたしました平成 26 年度の予算等につきまして、担当の井上管理部長から御説明いたします。

- 井上管理部長 委員会限り 1 の 10 ページ以降の別表 1 から別表 3 に沿って御説明したいと思います。

まず、別表 1 でございますが、国の予算書に相当するものでございます。別表 2 は、企業会計における損益計算書に相当する収支計画を示したものでございます。別表 3 は、これも企業会計におけるキャッシュフロー計算書に相当する資金計画を示したものでございます。

本日は、別表 1 を用いまして御説明をしたいと思います。

4 点ほどポイントがございます。1 つ目は、別表 1 の収入の部の寄託金の部分です。これは、国の年金特別会計からの厚生年金寄託金、国民年金寄託金があり、この合計額がいわゆるニューマネーと呼んでおるものでございます。平成 26 年度は国民年金勘定のみ 276 億円を計上しておるところでございます。これは国の予算と整合しております。

2 つ目でございますが、収入の部の中ほどに運用収入という項目がございます。これらの積算の根拠といたしましては、基本ポートフォリオの期待収益率を 3.42% とし、これに平成 26 年 1 月末の資産残高をもとに試算した平成 25 年度末の運用資産残高の見込額、これに乗じまして算出した金額でございます。

3 つ目は、支出の中ほどに国庫納付金繰入という項目がございます。年金特別会計厚生年金勘定及び年金特別会計国民年金勘定からの国庫納付の金額でございます。平成 26 年度は、年金特別会計厚生年金勘定へ 5,844 億円、年金特別会計国民年金勘定へ 417 億円の納付を予算計上しております。なお、この金額も国の予算と一致する金額となっております。

最後でございますが、寄託金償還でございます。いわゆるキャッシュアウトの金額でございます。平成 26 年度は年金特別会計厚生年金勘定で 4 兆 5,018 億円、年金特別会計国民年金勘定で 3,659 億円を計上しております。

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。

それでは、次にまいりまして、委員限り 2 の外国債券運用に係る受託機関構成見直しの基本方針等について（案）の御説明をお願いします。

- 陣場運用部長 それでは、委員限り 2 でございます。外国債券のマネジャー・ストラクチャーの議論ということでございます。

マネジャー・ストラクチャーについて、昨年度は国内債券のアクティブ・パッシブを実施しました。今年度に入り、まず、外国株式のアクティブを実施し、次いで、先般の運用委員会においてご説明した国内株式のアクティブ・パッシブを実施したところでご

ざいます。今回、外国債券を実施することにより、伝統的運用資産のマネジャー・ストラクチャーがほぼ一巡するといった状況です。今回は、外国債券のアクティブ・パッシブをまとめて見直しをしようと考えているところでございます。

まず、外国債券のアクティブ・パッシブの現状ということで、8ページをご覧ください。できればと思います。アクティブ・パッシブの超過収益及びトラッキングエラーの数字を、ファンドごとに掲げてございます。

まず、アクティブをご覧ください。A6のファンドは5年平均の $\alpha$ がマイナス0.20%ですが、残りの6つのファンドについて、5年平均の超過収益を見た場合、プラスという状況でございまして、まずまず順調であると考えているところでございます。

続きまして、パッシブでございます。こちら、ほぼベンチマーク並みのリターンとなっており、これもまずまず順調と考えているところでございます。

それから、世の中にあるファンドとの比較ということで、13ページをご覧ください。13ページの表は、私どものコンサルタントから、マネジャーのユニバースデータ、超過収益率と残高のデータを頂戴し、当法人のファンドを当てはめてみたものでございます。上からアルファの高い順に並べておりますが、50%の点線がございまして、ここを境に見ていただきますと、世の中にあるファンドの50%以上に、私どものファンドが4つ、50%以下に3つのファンドがあるということでございまして、大体標準並みの選択ができていないかと考えているところでございます。

14ページをご覧ください。こちら、アクティブと同じことを、パッシブファンドで行って見たものでございます。サンプルが少ないですが、パッシブにつきましても、上から下まで私どものファンドがばらけているということでございまして、こちら、標準並みの選択ができていないかと考えているものでございます。

1ページにお戻りいただきまして、こうした状況のもとで、今回のマネジャー・ストラクチャーの概要、方針ということですが、まず、(2)の最初の○でございます。外国株式、国内株式でも実施をいたしました。外国債券についても多様なプロダクトについて幅広く募集をかけてみたいと考えているところでございます。

2つ目の○をご覧ください。パッシブ運用につきましても、私どもの基本ポートフォリオにおける政策ベンチマークが、シティ世界国債インデックス、これは国債だけのインデックスということになります。これを基本としていることから、パッシブにつきましても、これを基準としたファンドの募集をしようと考えているところでございます。

3つ目の○をご覧ください。アクティブ運用でございますが、昨今、外国債券の市場は随分多様化している状況です。こうした状況を踏まえまして、現行のシティ世界BIG債券インデックス、これは国債と社債を含めたインデックスですが、これをベンチマークとする運用に加え、投資ユニバースを拡大させて、さらなる収益向上を目指すこととしてはどうかと考えてございます。

具体的にどういうユニバースとするかというのが2.の議論でございます。

まず、(1)として、エマージングのローカル通貨建て債券の分野でございます。エマージングのローカル通貨建て債券につきましては、昨年5月に既存のアクティブの運用機関に対しガイドラインを緩和いたしまして、エマージングのローカル通貨建ての債券を組み入れてよいということをお願いをしたところでございますけれども、ちょうどガイドラインの制約を緩めたころから、アメリカのQE3のテーパリングの話等も出て、エマージングの通貨市場が混乱していることもございまして、運用機関も少し慎重になっています。したがって、なかなか組み入れが進まないという状況でございます。

2ページをご覧ください。エマージングの債券はもともと利回りが高いものが多い状況です。また、足下でこそエマージング通貨は弱含んでおりますが、いずれ経済力が復活していけば、エマージングのローカル通貨も再評価されるだろうということを考えますと、これらを含めて高いリターンの源泉となり、有望なユニバースの1つであると考えているものでございます。

続きまして、2つ目の分野ということで考えておりますのが、ハイイールドの債券ということでございます。ハイイールド債券、投資適格未満債券につきましては、現在組み入れを許容していないところでございますけれども、そこそこの市場規模があり、多くの投資機会が存在します。また利回りが高く、株式よりもボラティリティが低いといった特性を考えますと、この分野も有望なユニバースであると考えております。

次に、(3)のインフレ連動国債の組み入れでございます。国内の物価連動国債につきましては、既に取り組みを進めている最中でございますが、外国債券におけるインフレ連動国債についても、同じように組み入れの理屈が立つと考えてございまして、期待インフレ率が上昇する局面では、名目の国債よりもインフレ連動国債のほうが高いリターンが期待できるであろう。また、名目の国債とインフレ連動国債の組み合わせにより、分散投資効果も期待できるのではないかとということで、この分野も有望なユニバースではないかと考えているものでございます。

この点を図で確認してまいりたいと思います。11ページをご覧ください。こちらは、過去10年くらいのインデックスデータをとりまして、いろいろな外国債券の分野のリスク・リターンをグラフィカルに表したものでございます。X軸にリスクをとり、Y軸に過去のリターンをとりました。

図の中央に▲で外国債券、ヘッジなしというものがあります。こちらは世界国債のインデックスのリスク・リターンで、過去10年間で10%くらいリスクを取って、4%くらいリターンがあったということでございます。その右上にインフレ連動国債のリスク・リターンが示されています。さらに右上をご覧くださいますと、エマージング国債、USハイイールド社債を●で表示しております。リターンで見ますと、ほぼ外国株式に匹敵する8%程度のリターンとなっております。一方、リスクという観点で見ますと、外国株式よりは5%くらい低いリスクとなっております。ちょうど外国債券（ヘッジなし）と外国株式の間くらいリスク特性を、このエマージング国債とUSハイイールド社

債は持っているということになります。

一方、左下をご覧くださいますと、△で外国債券、ヘッジありのリスク・リターン特性が出ています。ヘッジをかけてしまうと、かなり国内債券に近寄ることが見てとれます。

市場規模ということで、9ページをご覧ください。

まず、一番左の列の外国債券、これはシティ世界国債 Index、除く日本のユニバースですが、時価総額が1,588兆円であり、1,600兆円近くの非常に大きなユニバースになっています。

一方、その他のユニバースということで、エマージング債券の現地通貨建のユニバース、JP モルガンのインデックスのユニバースとなりますが、98兆円の規模となっており、もう一つ、右の米国ハイイールド社債のインデックスで見えてまいりますと、133兆円の規模、一列置いてグローバルインフレーション連動債券のインデックス、Bar Cap、Barclays Capital のインデックスで見えてまいりますと、ユニバースとしては204兆円となっております。世界国債と比較しますと、世界国債の1割前後くらいの規模をそれぞれのマーケットが有しており、ここまで育ってきていることが見てとれます。

こうした状況を踏まえまして、3ページの3. 公募の基本方針をまとめさせていただきます。

まず(1)が、これも繰り返しのようになりますが、パッシブ・アクティブ全体として、多様な運用プロダクトについて公募を行います。

(2)として、パッシブ運用については、シティ世界国債インデックス、除く日本、ヘッジなしを基本としますが、※印のところで付記してございますが、シティ世界国債インデックス以外のベンチマーク、ヘッジ付きを含むの提案があった場合には個別に検討をしていこうと考えております。

(3)として、アクティブについては、超過収益獲得機会の分散を図ることを目的とし、シティ世界 BIG、除く日本円、ヘッジなしのプロダクト以外にエマージング債券、ハイイールド債券、インフレ連動国債等を運用対象としたプロダクトについても募集をしていこうと考えてございます。

補足ですが、総合型の世界 BIG のプロダクトにつきましては、エマージング債券、ハイイールド債券、インフレ連動国債をオフベンチとして組み入れるプロダクトも応募を可能としたいと考えてございます。

それから、総合型以外の新しいエマージング債券、ハイイールド債券、インフレ連動国債につきましては、それぞれ適切なベンチマークの提案を受けたいと考えております。

こちら※印で記載をしてございますけれども、シティ世界 BIG 債券インデックス以外のベンチマーク、ヘッジ付きを含むの提案があれば、個別に検討したいと考えております。

(4)として、アクティブ・パッシブをまとめて見直しを行いますので、アクティブ・

パッシブの比率、現状は大体7：3くらいの比率でございますが、1ファンド当たりの規模、採用すべきファンド数については、公募の状況を踏まえて決定したいと考えております。

(5)は、従来どおりの選定の方針でございますが、投資方針、運用プロセス、組織・人材等をきちんと見て評価を行います。

4ページをご覧ください。具体的な公募の方法でございます。

従来どおりの方法でございますが、私どものホームページに公募要綱を掲げるということを行います。また、信託協会、投資顧問業協会等の関係業界団体にも公募要綱を送り周知徹底を図りたいと考えております。

公募期間は、4月上旬くらいから5月中旬を予定しております。

次に公募要綱の概要ですが、運用スタイル及びベンチマークについては、これまで述べてきたとおりでございます。

5ページをご覧ください。応募資格についても、従来どおりでございます。まず①として、金融商品取引法上の投資運用業の業務ができるということ。また、再委託先の運用拠点が海外であれば、その拠点において必要な免許等を受けていることを要件としてございます。

②が社としての要件ということで、年金運用資産残高が1千億円以上ということでございます。こちらにつきましては少し要件の緩和をしております。注2をご覧ください。年金の運用資産残高が、1千億円に満たなくても、機関投資家、具体的には金融機関、Endowmentと言われる大学基金等からの受託を含めた残高が、1千億円以上であれば応募可能としたいと考えております。

③がコンポジットの要件です。実績が原則5年以上、足下の運用資産残高として、原則5百億円以上であること。

6ページにまいりまして、④に記載がありますように、再委託までは可能として、再々委託は不可ということで考えております。

⑤ですが、過去3年以内に著しく不適當な行為をしていないこと。不祥事等のチェックということでございます。

参考として、大まかなスケジュールを掲げさせていただいております。先般の国内株式のスケジュールと随分重なる点があるかと思いますが、4月から募集を始めまして、大体年度内に選定まで終了でき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、御質問等をお願いいたします。

○大野委員 外国債券のアクティブ運用については、先ほど御説明があったように、ここ5年間でかなり良好なプラスの超過収益を獲得しておるわけですが、特に GPIF に期待されます被保険者の利益のため、安全かつ効率的という部分で、かつ管理運用方針にも運用ガイドラインとして、今、読ませていただきましたけれども、格付が BBB と規定さ

れており、さらに BBB 未満、非適格になったときには売却まで考えていくということになっております。先ほど投資適格でない BB 以下の債券にまで新たに投資を行う理由についての説明がありましたけれども、ここまで踏み込む、特に分散投資という観点からも、もう少し詳しく理由を教えてください。

- 陣場運用部長 現状のアクティブ運用機関からもいろいろコメントが寄せられているわけですが、BBB というところで、足を切ってしまうということで、かなり収益獲得の機会を逃しているのではないかとことはございます。格付けが BB とか B に下がった銘柄でも BBB に戻る銘柄もある。そういう銘柄について、BBB を外れた段階で売却してしまうと、収益機会を大きく逃していることになっているのではないかとこととでございます。

それから、いわゆる分散投資という観点で考えた場合、これまでは投資適格ということをしてリジット・厳格に運用をしてきたわけでございますけれども、世の中にはいろいろな投資形態が存在するわけございまして、そういう投資機会をいろいろ組み合わせることによってリターンの上昇も図り、一方、分散投資効果ということで、リスクをそんなに取らずにより高い収益を目指す機会があるのではないかとこととで、その可能性を追求してみようということが、今回ハイイールドにまで投資対象を拡大する理由であると考えております。

- 大野委員 11 ページにインデックスのリスク・リターンをわかりやすく、特性を記載していただいておりますけれども、US ハイイールドのリスクは外国株式に比べ若干低いですが、リターンも含め、US ハイイールドは、かなり外国株式に近いですね。分散投資というお話をされた中でいきますと、外国株式については、先進国を若干減らしてエマージングに持っていくと。したがって、先進国の株式を減らした分の見合いでこれを増やすというような観点もあるのでしょうか。

- 陣場運用部長 そこは資産配分の議論になってまいりますので、今回はあくまで外国債券という枠組みの中で、リスク・リターン特性を向上させるためのストラクチャーを組んでいくというのが基本であると考えております。

- 大野委員 エマージングの国債なのでございますけれども、これも非常にリターンが期待できるわけでありまして、一方で株式もエマージング株式ということで組み込んでいけるわけです。この2つの相関というのはどんなものなんでしょうか。

- 陣場運用部長 株と債券という関係で、現地通貨ベースではマイナスかゼロくらいなのでございますけれども、外物を行うときの我々の悩みとして、為替がありますので、為替を込みにした円ベースの場合、外国株式と外国債券はかなり相関が高くなってまいります。

- 大野委員 相関が高いのですか。

- 陣場運用部長 はい。これはエマージングも同じ状況です。

- 佐藤委員 2点ほどあるのですけれども、8 ページの過去の成績というのは、過去5年の2009年1月から2013年12月、この期間というのは、金利も概ね低下して、クレジ

ットスプレッドもぎゅっと縮まって、リターンも非常に良好で、アクティブのマネジャーにとってもやりやすい環境であったと思います。

これからの5年間、何が起こるかわからないですけれども、どちらかというところ、金利は下がるよりは上がっていく確率が高いし、クレジットサイクルというものを考えると、またクレジットスプレッドというのはどこかで開いていく。株と同じなのですけれども、困難な環境が来たときにガタッと崩れるようなことがないように、中身の分散、例えばハイイールドマネジャーのようなユニバースの拡大も誠に結構なのですけれども、ちゃんと困難な時期もしっかりやって、もう一度同じ困難な時期が来たときにきちんとやっていけるか。直近の例で言うと、2007年、2008年かと思いますが、過去5年というところ、今から選考すると、2009年からの良いときからしか入らないので、選考する場合には、そういう難しい時期のところもどうだったのかということも考慮に入れていただけたらいいのではないかとということと、もう一つ、大きな問題として、金利が上昇したときに、そこに相対的に耐性、耐える性格があるストラクチャーなのかどうかということも確認する必要があると思います。金利はずっと低下してきているので、ここは難しいところだと思うのですが、昨今は金利が上昇しても絶対リターン戦略で頑張りますとか、債券マルチストラテジーとか、いろいろな売り込みもあるみたいですが、金利上昇対策なども視野に入れたストラクチャーの構築もあったほうが良いのではないかとと思うのですけれども、特に後者はどうですか。

- 陣場運用部長 まず、前者については、5年の場合、2009年の回復期からのスタートとなり、好調時のデータになってしまいますので、そこは少し工夫をしたいと考えております。

それから、金利上昇耐性という観点では、1つはインフレ連動債はインフレ耐性を持つ重要なパートになるだろうと思います。それから、ハイイールド債券もいろいろ話を聞いてみますと、金利上昇期というのは景気拡大局面であり、ハイイールド債券のクレジットスプレッドは縮小する方向になります。エンピリカルデュレーションと言うそうですけれども、トレジャリーの利回りが上がっても、ハイイールドの利回りは逆に動くネガティブデュレーションになってしまうとか、そういう金利とクレジットとの分散投資効果みたいなものがあると聞いております。そういうことも含めて、金利リスク、金利上昇に対する耐性がどうなのだろうかとすることは、よく考えながらストラクチャーを組んでまいりたいと考えております。

- 佐藤委員 そういうことはよく言われているのですけれども、ハイイールド債券の金利の逆相関が本当にそうなのかどうか。2008年に起こったことは、クレジット債も株式も暴落しました。もう一つ気をつけていただきたいと思うのは、資産ごとの相関も重要なのですけれども、クレジット債が急落し、株が急落したときに資産全体の相関がどうなるのか、そういうところも注意を払ってストラクチャー戦略を構築していただければと思います。直近では、昨年6月がよい例だったのではないかとと思います。

- 陣場運用部長 かしこまりました。
- 薦田委員 5 ページの注5で、公募要綱において、多様なプロダクトの応募を期待している旨を明記するとありますが、いろいろなものを考えていらっしゃるということをおえて書くと、こういう表現になるということですか。
- 陣場運用部長 これにつきましては、国内株式でも実施しており、エンゲージメント型やサステイナブルグロース型等、かなり良いプロダクトの応募があったなという経験もございました。いろいろなプロダクトを見るというのは、やはり良いことではないかということで、今回も入れさせていただいているものでございます。
- 大野委員 運用機関の応募資格のことなのですが、原則、年金の受託残高が1千億円以上、これがあるのですが、注2で、それに満たない場合であっても、機関投資家、大学、金融機関等も含めて、1千億円以上の残高があれば応募可能となっております。この意味合いなのですが、1千億円の基準は満たしているが、極めて年金の受託が少ない場合やあるいは1千億円には若干満たないが近いところまであって、基本的には年金運用を行っている場合等は応募要件を満たすのか。
- 陣場運用部長 私どものところに来る社は大手が多いので、グループ全体で1千億円を十分満たすところが多いのですが、かなり先進的な運用を行っており、年金運用は保守的な面もございますので、年金基金ではまだ受け入れられていないのだけでも、ハーバードやイエール大学といったソフィステイクートされたところから受託している運用機関が応募してくる可能性があり、その場合、この要件によって救われる可能性があるのではないかと入れてさせていただいているものでございます。
- 大野委員 かなり例外的規定ですね。
- 陣場運用部長 そうです。
- 大野委員 そういう発掘するという意味において、わかりました。

先ほどのエマージング株式とエマージング債券の相関関係のところなのですが、例えば12ページのJPMorganのGlobal Diversifiedと株式のMSCIエマージング、この相関を、何かのときにご紹介いただきたい。どのくらい相関しているのか見たいので。
- 陣場運用部長 これを見ますと、為替の影響が随分入っておりますので、どうしても0.7とか、0.9とか非常に高い相関になっているというところでございます。それについては後ほど。
- 植田委員長 どれくらい買うか次第ですが、エマージング国債やハイイールド社債を組み込んでいくと、外国債券全体のリスク・リターン特性は大きく変わってくる可能性があるわけです。そこを注意する必要があると思います。
- 陣場運用部長 先ほど市場規模でも申し上げましたけれども、世界国債が10に対して、他のものが1とか0.5であり、市場規模を考えますと、規模制約は必要だろうと考えております。それらを踏まえて、最後にストラクチャーを決める際には、でき上りのもの

のが他の資産クラスとどういった相関となるのかということは、よくよく確認してストラクチャーを組んでまいりたいと考えてございます。

○植田委員長 他によろしいですか。

それでは、委員限り3の積立金運用におけるフォワードルッキングな対応について、御説明をお願いします。

●清水調査室長 それでは、私から委員限り3の積立金運用におけるフォワードルッキングな対応について、御説明を差し上げたいと思います。

このフォワードルッキングにつきましては、前回の運用委員会におきまして、添付しております年金財政における経済前提と積立金運用のあり方についての報告書、さらには、昨年の有識者会議においても、フォワードルッキングに言及されているということで、具体的にどうということを行うのかということについての御意見があったことを踏まえ、資料を作成しました。

今回は、厚生労働省の年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会の報告におけるフォワードルッキングというところに焦点を絞りまして、御説明をいたします。

資料2が、実際の報告書でございます。当該フォワードルッキングにつきましては、この資料の18、19ページに示されてございます。

まず、18ページのリスクの示し方等についての○の4つ目ですが、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が求められており、従来から GPIF で実施しているリスクシナリオ等による検証について、より踏み込んだ複数のシナリオで実施するなど、一層の充実を求めるとなっております。

もう一点が、19ページの基本ポートフォリオの設定期間等についての真ん中の部分になります。基本ポートフォリオの乖離許容幅の中で、市場環境の適切な見通しを踏まえ、機動的な運用ができる旨明確にするとされており、この市場環境の適切な見通しについて、その際のフォワードルッキングは、決して投機的なものであってはならず、確度の高いものであるべきことを明示するという文言でございます。

委員限り3は、以上の2つの部分につきまして整理したものです。一つ目の部分につきましては、ポートフォリオ策定時におけるリスクの検証でのフォワードルッキングということでございまして、これは昨年6月にポートフォリオを見直した際に、実は同様のことを行っております。当時を振り返りますと、金利上昇局面における10年間のリターンや、3つの経済シナリオにおいて2038年度の資産額が予定積立金額を下回るリスクについて試算を実施し、ポートフォリオ選択の参考としたということでございます。このような予定積立金額を下回るリスク等について、より踏み込んだ複数のシナリオで実施するということがフォワードルッキングな対応ということでございまして、この部分につきましては、1ページの下段に、3点記載をしております。1つは、TFPの上昇率の変化に応じた複数のシナリオによる検証を行うというものです。

今回の専門委員会の報告書では、TFPの前提にしましても0.5%から1.8%と、複数あるわけでございまして、それぞれに応じて検証を行うということです。

もう一つは、この検証に当たってはリスク当たりのリターンの効率性のほか、株式等は想定よりも下振れ確率が大きい場合があることも十分に考慮することとするということです。これはいわゆる正規分布を仮定するだけではなくて、特に株式の場合はファットテイル性といいますか、下振れリスクのほうが大きい、こういうものを検証の際に十分に考慮するというものです。

さらには、予定積立金額を下回る確率や損失額の平均額について、シミュレーションALMによる検証を行ってきており、この検証の実施も、リスクに対する考え方として示すということでございます。

2ページをご覧ください。2点目として、乖離許容幅の中で、基本ポートフォリオからあえてティルトさせるという機動的な運用ができる旨を明確化する。ただし、そのときには当然市場環境の適切な見通し、こういうものをきちんとフォワードルッキングという形で示して、それに基づいてティルトさせるということでございます。

以上2点につきまして、今後、GPIFとして検討するというございまして、具体的には、3の報告書を踏まえた対応をご覧ください。

まず、1点目は、経済及び市場の分析を行い、市場及び年金財政についての中長期の見通しを策定する。当然その中にはリスクシナリオというものが入ってくるということでございます。

リスクシナリオを作成した上で、2点目として、将来の見通し及びリスクシナリオに基づいたシミュレーションを実施する。シミュレーションは、資産サイドと負債サイドという2つになるわけですが、それによって、ポートフォリオの期待損益等を計測することになります。これは、先ほど御説明した昨年のポートフォリオを見直した際に行ったようなものをよりきめ細かくやるという話です。

3点目として、そういうものも含めた形で乖離許容幅内における対応を検討する。さらには大きな構造変化があったと考えられる場合には、ポートフォリオの変更を検討するというものです。

この3点について、当法人として、実際に検討に着手するとしておるところでございます。

○植田委員長 それでは、御質問等をお願いいたします。

○村上委員 フォワードルッキングということについては、基本投資政策における意味合いと機動的な運用の場合とは全く意味合いが違うと思いますので、その点をしっかり定義をしておく必要があり、このように2つに分けて考えるというのは非常に大事なことであると思います。

有識者会議の報告書は、どちらかという機動的な運用の方を指しているニュアンスもありますが、この点については慎重な対応が必要だと思います。特に資料2の19ペ

ージにありますように、「決して投機的なものであってはならず、確度の高いものであるべき」ということですが、アセットミックスで基本から乖離させながら超過収益を求めていくというようなことは、一般的にアクティブ運用の中でも非常に難しいこととされています。そこのところで、本当に超過収益が取れるのかどうかということは、きちんと方法論を確立して一貫性を持ってやっていかないとなかなかうまくいかないと思います。その超過収益の根拠を明確にした運用戦略のようなものが必要になってくると思います。

市場環境の見通しが適切にできればよいのですが、そのような見通しによる運用が本当にうまくいくのかどうかということも含めて議論を詰めておく必要があるのではないかと思います。もう一つは、きちんと後で分析して、その判断の根拠に基づいて超過収益が取れたのかどうかということも評価していく必要があります、そうしていかないと戦略として継続した運用になっていかないのだろうと考えます。

- 清水調査室長 まず1点目については、フォワードルッキングということについて、この委員会でもこれまで行ってきました。長期のポートフォリオをつくるときに、我々が従来行っていた長期的なフォワードルッキングを、きめ細かく対応していけばよいのではないかと思います。短・中期的といたしますか、そういうものについては、長期的に定めた基本ポートフォリオとの関係をどのように考えるかということも踏まえながら、体制面等々技術的な部分も含めて検討していくことになるかと思います。

○植田委員長 他によろしいですか。

それでは、リスク管理状況等の報告（平成26年1月）について、資料4に基づいて説明をお願いいたします。

- 陣場運用部長 委員限り4のリスク管理状況等の報告をご覧ください。まず、1月の状況についてです。9ページをご覧ください。

1月の状況でございますが、12月まで随分上昇した反動というものもございました。特に1月下旬にかけてアルゼンチンペソの下落といったようなことがございまして、新興国に対する不安がマーケットに出てまいりました。その影響もあり、内外株式はかなり下落した状況でございます。金額ベースで見ますと、国内株式は1兆37百億円、外国株式は1兆29百億円程度のマイナスとなりました。また、同時に円高・ドル安・ユーロ安、特にユーロが下落し、外国債券もローカル通貨ベースではプラスでしたが、円ベースではマイナスのリターンとなり、金額ベースでは35百億円程度のマイナスになっております。国内債券は45百億円のプラスになりましたが、4資産トータルでは2兆55百億円のマイナスといった結果となりました。

こうした状況を踏まえた基本ポートフォリオとの乖離ということで、1ページをご覧ください。12月末の時点では、国内債券はマイナス6.6%と大きくアンダーウェイトの状況であったわけですが、1月はリスク性資産のウェイトが下がったということで、アンダーウェイト幅が12月末のマイナス6.6%からマイナス5.21%まで縮小しました。

一方、リスク性資産のオーバーウェイト幅は縮小ということをごさいますして、国内株式は 4.66%のオーバーウェイトから 3.94%のオーバーウェイトとなりました。また、外国株式につきましても、2.68%のオーバーウェイトから 1.99%のオーバーウェイトに縮小したところをごさいます。

トラッキングエラーという観点で 3 ページをご覧ください。基本ポートフォリオに近い方向に各資産動きましたので、Cの推定相対リスクの欄を見ますと、12月末は 1.50%近い状況でしたが、1月は 1.22%となり、トラッキングエラーは随分下がりました。

7 ページをご覧ください。株式の流動性ということで見えてまいりますと、特に国内株式は年度当初に売買金額が随分増え、ILLIQ も随分小さくなってきた状況でした。8月頃、売買高が細った時期もありましたが、年明け以降は売買高が回復し、ILLIQ という観点で見ると、非常に流動性の高い状態にまたなっているといった状況をごさいます。

最後に、アクティブ運用の状況ということで、11 ページをご覧ください。1月は内外で明暗が分かれております。国内債券のアクティブにつきましてもは 0.03%のプラス、国内株式のアクティブにつきましてもは 0.26%のプラスでしたが、外国債券のアクティブは 1月単月で 0.11%のマイナス、外国株式につきましてもは、0.51%のマイナスということで、外物の調子が悪かったといった状況をごさいます。

○植田委員長 よろしいですか。

それでは、議事は全て終了いたしました。事務局から連絡事項等あればお願いいたします。

●青木審議役 最後に事務的な御連絡をごさいます。今後の運用委員会の日程などにつきましては、新年度に入りましてから調整させていただきます。

○植田委員長 私もつたない司会で申し訳ありませんでしたが、皆さんありがとうございました。

本日はこれまでにしたいと思います。