

第 78 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 26 年 4 月 24 日(木)10:00～12:00
2. 場 所:年金積立金管理運用独立行政法人 会議室
3. 参加者: ・米澤委員長 ・堀江委員長代理 ・大野委員 ・佐藤委員
・清水委員 ・菅家委員 ・能見委員 ・武田委員
4. 議 事
 - (1) 運用委員会委員長の選任について
 - (2) 基本ポートフォリオについて
 - (3) 日本版スチュワードシップ・コードについて
 - (4) その他

●青木審議役 それでは、ほぼ定刻でございますので、ただいまより、第 78 回運用委員会を開会いたします。

委員の出欠の状況でございますが、本日は、全員御出席をいただいております。

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。

このたび、4 月 22 日に大野委員が再任されました。また、新たに 6 名の方が委員に就任されましたので御紹介を申し上げます。

東洋大学文学部英語コミュニケーション学科教授の佐藤節也委員。

学習院大学経済学部教授の清水順子委員。

連合総合生活開発研究所専務理事の菅家功委員。

三菱総研チーフエコノミストの武田洋子委員。

野村総合研究所上席研究員の堀江貞之委員。

早稲田大学大学院ファイナンス研究学科教授の米澤康博委員。

なお、本日は佐藤委員、能見委員におかれましては、御都合により途中で退室をされると承っております。

続きまして、事務局の紹介をさせていただきます。

理事長の三谷でございます。

理事の大久保でございます。

私は審議役兼企画部長の青木でございます。どうぞよろしく願いいたします。

運用部長の陣場でございます。

調査室長の清水でございます。

それでは、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 運用委員会規則

委員限り2 次期基本ポートフォリオの検討について

委員限り3 日本版スチュワードシップ・コードについて

以上でございます。よろしいでしょうか。

それでは、本日は新任の委員の方が多くいらっしゃいますので、開催に当たり、当法人理事長の三谷より一言御挨拶申し上げます。

- 三谷理事長 理事長の三谷でございます。新メンバーによります運用委員会の発足に当たりまして、一言御挨拶申し上げます。

御承知のとおり、当法人は昨今世の中から非常に大きな注目を集めております。昨年6月に閣議決定されました日本再興戦略の中で、公的・準公的資金について、分散投資の促進等の運用、また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の方策等にかかる横断的な課題について、有識者会議において検討を進め提言を得ることとされたところでございます。

これを受けて設置されました有識者会議、当委員会の新しく任命された委員の方々のうち3名がこの会議にも参加しておられたわけではありますが、ここから昨年11月に報告書が公表されたところでございます。この報告書に盛り込まれましたさまざまな御提言、例えば国内債券比率の引き下げ、運用対象の多様化、ベンチマークの工夫等々についてはかねてより当法人におきましても、問題意識を持ち検討を進めてきたものでありますし、また、ガバナンスの見直しと制度に関するものは基本的には役所のマターではありますけれども、専門人材の確保といった、これまで予算上の制約から思うに任せなかったものについて弾力化が推奨されるなど、大筋においては私としても歓迎すべきものと受けとめております。

既に幾つかの課題については実施に移しつつありますが、その他についても、当委員会で御議論をいただきながら検討を進めてまいりたいと考えているところでございます。中でも当面最大の課題は新たな基本ポートフォリオの策定でございます。その前提となる年金の財政検証は5月末から6月中にも公表されると伝えられておりまして、私どもとしても、これを踏まえつつ速やかに当委員会において結論を得るべく、できる限り努めてまいり所存でございます。現在の中期計画期間の開始、ちょうど4年前になりますけれども、このときに向けて基本ポートフォリオの検討を行った際には、事前準備を含めて約1年半、当委員会のもとに設置しました検討作業班での議論も含めまして30回余りのもの会合を開いたと聞いておりますが、それに比べますと、今回は短期間のうちに密度の濃い議論が必要となるわけで、誠に恐縮ではありますが、皆様方にもよろしくお願い申し上げたいと思います。

また、新たな基本ポートフォリオに関しましては、一部の市場関係者等の間では、国内債券比率の引き下げが国内株式での運用比率の大幅な引き上げにつながる、そういった観測のもとで、一方で国内株式相場がこのところ足踏み状態であるということもありまして、さまざまな思惑が乱れ飛んでおるようでございます。当法人の運用規模からすれば、市場の注目を浴びるのはやむを得ない面があるとはいいまして、私としては市場の価格形成や民間の投資行動をゆがめないように配慮するといった中期目標における厚生労働大臣の指示でありますとか、積立金の運用は専ら年金保険の被保険者の利益のために長期的な観点から安全かつ効率的に行うことにより、年金保険事業の運営の安定に資することを目的とする、こういった法律の規定に従い、外部の声に惑わされず、速やかかつ整齊と見直しを進めていきたいと考えております。

いずれにせよ、当委員会での皆様方の活発な御議論を受け、また忌憚のない御意見を承りながら、必要な見直しを行いつつ、当法人の業務を進めていきたいと考えておりますので、改めてよろしくお願い申し上げます。

●青木審議役 続きまして、本日は厚生労働省の藤井大臣官房審議官に御出席いただきありがとうございますので、御挨拶をいただきたいと存じます。

●藤井審議官 御紹介いただきました厚生労働省で年金担当の大臣官房審議官をしております藤井と申します。よろしくお願ひいたします。

本日は、第1回目でございますので、理事長が先ほど申し上げたことと大分かぶってくるところもあるかと存じますけれども、私からも一言御挨拶を申し上げたいと思います。

まずは、本年4月から新しく委員に御就任をいただきました皆様方におかれましては、いろいろ難しい状況がある中でも、委員の御快諾をいただきまして本当にありがとうございます。

御案内のように、年金積立金は被保険者の方々からいただいた保険料を原資といたします将来の年金給付のための貴重な財源でございます。年金積立金の運用に当たりましては厚生年金保険法等で専ら被保険者の利益のために長期的な観点から安全かつ効率的な運用を行うこととされております。当法人 GPIF におかれましては、そうした法の趣旨にのっとり年金積立金の運用をお願いしている、こういったことでございます。

本委員会につきましては、委員の皆様は GPIF の中期計画、あるいは業務方法書の審議、GPIF が行います年金積立金の管理運用業務の実施状況の監視等をお願いしておりますところでございますが、委員の皆様方には GPIF が行ってまいります年金積立金の管理運用業務が適切に行われますように、率直な御意見、御助言を頂戴できればと思っております。

先ほど理事長からもございましたけれども、年金積立金を取り巻く、ここ最近の状況ですけれども、昨年6月に閣議決定をされました日本再興戦略を受けまして、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におきまして、GPIF につ

きましても議論が行われました。11月に報告書が出まして、例えば運用対象の多様化を図って分散投資を進めることを検討すべきだということですか、あるいはベンチマークの選択に工夫を凝らすこと等でリターン向上を目指すことが望ましいといったようなことですか、あるいは資産、負債の両面に係るフォワード・ルッキングなリスク分析が必要であること、そういった提言がまとめられたところをごさいます、厚生労働省、あるいは GPIF において必要な見直しを順次実施をしてくておるところをごさいます。

また、一方で、本年は年金制度全体、5年に一度の財政検証の年に当たっております。今度平成 26 年の財政検証に関しましては財政検証に必要な経済前提、まさに年金積立金の運用のあり方につきまして、社会保障審議会の年金部会のもとに設けられました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におきまして、本年 3 月に報告書が取りまとめられまして年金部会へ報告もされております。現在も厚生労働省において財政検証に向けた作業を進めておるところをごさいます。今後、GPIF におきましては、この財政検証の結果を踏まえつつ、ポートフォリオの見直しを実施していただくというようなことになってまいります。

次期中期計画、この GPIF の次期中期計画の期間は来年 4 月からというふうになっておるわけをごさいます、先ほど申し上げました社会保障審議会年金部会の専門委員会におきまして、ポートフォリオの見直しにつきまして、市場の構造的な変化に対応するように機動的に行うというようなこととされておまして、昨今の経済環境や市場環境の情勢を考えれば早急な対応が必要であるというふうにも考えておりますので、本委員会におかれまして、ぜひ精力的な御議論をお願いできればと考えております。

なお、これは十分御認識いただいていることで、少し余計なことかもしれませんが、GPIF の動向につきましては、理事長が冒頭おっしゃいましたように、非常に GPIF の動向、市場へ与える影響が大きい状況をごさいますし、メディア等々含めまして、大変関心も非常に高くなっておりますので、本委員会の議事も含めまして、情報の取り扱いにつきましては、ぜひ十分に御留意をいただくようお願いをできればありがたいというふうに住じます。

本日は、本委員会の委員長の互選からお願いをすることになっておりますけれども、委員の皆様方におかれましては、どうか適切な御指導、御助言をいただきますようよろしくお願いたします。

●青木審議役 それでは、続きまして、本日の議題の 1 番目をごさいます。委員限り 1 の運用委員会規則をご覧ください。運用委員会の委員長につきましては、運用委員会規則第 3 条第 1 項に委員の互選により選任するとされているところをごさいます。委員長の候補につきまして、御提案がございましたらお願いたします。

○能見委員 私は米澤先生に委員長になっていただきたいというふうに思っております。

というのは、かつてこの席上で、2 年ほど米澤先生のもとで議論をしてきたわけです

けれども、今回もそうですけれども、さまざまなバックグラウンドを持たれた各委員の方々それぞれさまざまなお考えを述べられる。そういったさまざまな多くの意見を十分議論させて、なおかつ1つの委員会としての結論なり方向性をきちんとリードされると、そういう審議の仕方、リードの仕方について、私は米澤先生の進め方については大変敬意を表しております。

2点目は、先ほど理事長からも少しお話がありましたけれども、米澤先生は公的・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にも議論に参画しておられたし、あるいは厚労省における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議論にもかかわっておられて、幅広くそういった社会的な要請なり、そういったものに、少なくともこの委員会の中では一番精通しておられると私は判断しておりますので、ぜひ米澤先生にお引き受けいただきたいというのが私の意見です。

●青木審議役 ありがとうございます。いかがでしょうか。

それでは、皆様、能見委員の御提案に特に御意見等はなく、御了解いただいたものと存じますので、米澤委員、よろしく願いいたします。座席を前のほうに用意してございますのでお移りいただければと存じます。

(米澤委員、委員長席に着席)

●青木審議役 これからの議事の進行は委員長に行っていただきたいと存じますが、その前に、委員長から一言御挨拶をいただければと存じますので、よろしく願いいたします。

○米澤委員長 早稲田大学の米澤です。まずは過分な御推薦いただきまして本当に恐縮、ありがたくいただいています。謹んでお引き受けしたいと思っております。座らせていただきたいと思っております。

多分私は相対的に年も上だということもありますし、それ以上に所属が独立した機関にいるということが一番のポイントで委員長になったのかなというふうに理解しております。いろいろわからない点もあるかと思いますが、よろしく御協力のほど、助けていただければ幸いかなと思っております。

今、少し紹介もありましたけれども、5年前にも実は委員長代理から委員長に格上げになって委員長を務めてまいりました。2年強務めた記憶がありますが、そのときのGPIFの置かれている立場と今とは雲泥の差でございまして、そのときは特段ほとんど話題には出てこなくて、大きなロスを出すと話題に出てくるという程度でございまして、その程度の扱いで、GPIFと言ってもわからない方が多かったかと思っております。それに比べると、今、理事長、藤井審議官からも紹介がありましたけれども、毎日、新聞等に出ていないことはないくらい話題になっているかと思っておりますので、皆様方、委員に関してもそうだと思いますが、特に委員長に指名されましてから身の引き締まる思いというのは、本当に文字どおりそういうような感じで、おなかが痛くなるような感じもしている次第です。

加えて、理事長からの御挨拶もありましたけれども、皆様方、御苦勞かと思いますが、この委員会はたくさんの方が山積しております。しかも重要なことを比較的短い期間に決めなくてはならないということで、多々いろいろ御苦勞、私のほうから言うのもあれですけれども、いろいろ負担をおかけすることが多いかと思っておりますけれども、その節はよろしく御協力、よいポートフォリオを策定できるようにしたいと思っております。

最後にいろいろメディア等で、本日の日経の経済教室でもその大家が書かれていますけれども、言っていること、いろいろごもっともだし、それからいいことも言っていたいて、大半は既に GPIF の中でも取り入れられているのですけれども、どこへ行っても年金財政の話とか年金受給者、被保険者というのですか、そここのところの話が出てきてないのですね。私も電車の中で立ち読みしてきたのですけれども、もう少し具体的に言いますと、賃金上昇率が上がっていくから大変なのだよということは一言も書いてなくて、金利が上がっていくから大変だということは書かれていますけれども、それはそのとおりのことなのですけれども、年金財政のところではと工夫させる必要があるということですし、それを私から言わせれば一番重要なポイントかと感じておりますので、もちろんインフレも金利上昇も大変でございますけれども、そここのところを改めて強調していくのが必要かと思っております。

重ねてですけれども、今後ともよろしくお願ひしたいと思ひます。

私の最初の仕事としましては委員長代理を決めたいと思ひます。委員限り 1 の運用委員会規則の第 3 条第 3 項に委員長は、あらかじめ、委員のうちから、委員長に事故がある場合にその職務を代理する者を定めておかなければならない、とされております。

この運用委員会委員長代理につきましては、ぜひ堀江委員にお願ひしたいと思ひますけれども、堀江委員よろしいでしょうか。

○堀江委員 はい。

○米澤委員長 ありがとうございます。

それでは、堀江委員には、委員長代理の席がございますので、こちらのほうに移っていただきたいと思ひます。

(堀江委員、委員長代理席に着席)

○米澤委員長 改めて一言よろしいですか。

○堀江委員長代理 はい。

○米澤委員長 それでは、この体制で臨みたいと思ひますので、よろしく御協力のほうをお願ひしたいと思ひます。

それでは、引き続きというか、本日の議事に入りたいと思ひます。まずは、委員限り 2 の次期基本ポートフォリオの検討についてを始めたいと思ひますので、事務局から説明をお願ひしたいと思ひます。よろしくお願ひします。

●清水調査室長 調査室長の清水でございます。よろしくお願ひいたします。

私から、早速ではございますけれども、次期基本ポートフォリオの検討について、御

説明をさせていただきたいと思います。

まず、資料でございますけれども、委員限り2の次期基本ポートフォリオの検討について、これに加えて、基本ポートフォリオを取り巻く厚生労働省等々のいろいろな検討会等の資料といたしまして、参考資料1の平成26年財政検証における経済前提の範囲について、これはもととなります公的年金の財政検証、現在厚生労働省で行っているそのベースとなる経済前提に関する部分、参考資料2の賃金上昇率を上回る運用利回りについて、参考資料3の今回の財政検証の基本的枠組み、参考資料4の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、これを参考資料として用意させていただいたところでございます。

本日は委員限り2の本体の資料を中心に説明をしたいということでございます。まず、1ページ目でございます。今回、大幅に新体制になったということでございますけれども、実は昨年9月ごろから旧体制におきまして、厚生労働省等々の議論に並行する形で運用委員会において議論を重ねてきたということでございます。まずはそこでどのような議論がされてきたかということも含めた形で、今回初めてでもございますので、全体の枠組みも含めまして御説明を差し上げたいということでございます。

1ページ目が次期基本ポートフォリオの策定プロセスということでございまして、従来、前回は平成21年の厚生年金、国民年金の財政検証を受けた形で基本ポートフォリオの検討を行ったということでございますけれども、その際は、この真ん中に書いてございます社会保障審議会年金部会の議論、さらにはこれに基づく厚生労働省の厚生年金、国民年金の財政検証結果を踏まえた形で、我々に対して運用目標が与えられ、それに基づいて、私どもとしてポートフォリオを作成したということであったわけでございますけれども、今回それ以降、いわゆる一元化ということの流れの中で、この右でございまして、積立金基本指針、これが一元化との関連で新たにつけ加えられました。それによって基本ポートフォリオの策定のフレームワークが変わったということでございまして、この下の部分ですが、5年前は基本ポートフォリオというものしかなかったということでございますけれども、今回一元化ということを受けまして、まずは管理運用主体、これは私ども以外に国共連、地共連、私学事業団、この4つの管理運用主体が共同で一元化された年金財政を対象としてモデル・ポートフォリオというものをまず策定して、それを参酌する形で個々に基本ポートフォリオを策定するというたてつけになったということが前回5年前との大きな違いということでまずは御理解をいただければということでございます。これについては、後ほど詳細な説明をさせていただきます。

次、2ページ目でございますけれども、これが年金部会の年金積立金運用のあり方についてということでございまして、社会保障審議会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におけるポートフォリオ策定に関連する事項でございます。これが近い将来、私どもに対する次期基本ポートフォリオに関する運用目標

等々という形で、厚生労働省から示されると理解しているところでございます。

そういう中で、まず、運用目標でございますけれども、ここで書いてございます1つ目の箱のように、名目賃金上昇率+ α の形で運用利回りの目標が示されるということです。ここにつきましては、第1期の基本ポートフォリオにつきましては、例えば長期金利、あるいは物価上昇率、これについても、実際には具体的な数値、例えば物価であれば1%、長期金利であれば実質で2%、名目で3%、こういうものを我々が基本ポートフォリオをつくる際に使いなさいということが併せて示されていたということでございますけれども、今回は名目賃金上昇率+ α の α の部分だけが示されるということで、名目賃金上昇率をどのくらいにセットするのか等々については、この運用委員会の場で決める、そういう自由度が与えられたということでございます。

この α でございますが、これは第1期の平成16年の財政検証の際には α として1.1%が示され、平成21年の財政検証ではこの α が1.6%になり、今回26年の財政検証で1.7%という数値が示されました。したがって、一番基本的な部分といたしましては、次回の基本ポートフォリオについて、賃金上昇率は変動するわけですが、長期的にそれを1.7%アウトパフォームするようなポートフォリオをつくるのが基本的な考え方になるということでございます。

そのほか、長期金利+分散投資効果で運用利回りを算定する。あるいは分散投資効果につきましても、賃金上昇率を上回る実質的な収益率ベースで算定するというところがございます。特に賃金上昇率+ α ということがございますが、これは先ほど米澤先生からお話ありましたとおり、公的年金というのは、まずは給付、これは賃金に連動して決まる。あとは当然保険料も総賃金に対する保険料率ということで、賃金にリンクするわけで、このように年金財政が賃金にトラックするということを考えた場合、積立金からの実質的な収益は賃金を上回る部分であるということから来ているということでございます。

次にリスクの示し方でございますけれども、これは従来から全額国内債券で運用した場合のリスクが想定されておりました。これについては、この積立金運用のベーシックな考え方として、安全かつ効率的ということが法定されているところでございますが、安全かつ効率的の1つの解釈として、安全というのは全額国債で運用する場合のリスクであり、効率的というのは、そのリスクのもとで、分散投資によって、なるべく高い追加的なリターンである α をとろうということでございます。ただし、国内債券で運用した場合のリスクの尺度でございますけれども、これについては、従来は通常の実質的な収益率を標準偏差で図った場合のリスクで捉えてきたということでございますけれども、ここにつきましては、専門委員会で、リスクの尺度について見直したほうがよいのではないかと示されています。具体的には、これは運用目標自体が賃金上昇率+ α という形で、賃金に対するアップサイド、ダウンサイドという観点から設定されることになるわけですので、リスクについても、全額国債で運用した場合に賃金に対してどれだけダ

ウンサイドがあるのかという形で捉えるべきだという考え方です。

そのようにリスク尺度変更、すなわち運用目標と統合的な尺度に改善した上で、ポートフォリオの選択について、年金財政上必要な利回りを最小限のリスクで運用すべきとしていますが、この最小限のリスクで、というところで、先ほどのリスクの尺度が勘案されると、このように理解をしておるところでございます。

あと、想定運用期間等でございますけれども、基本ポートフォリオは長期的な観点から設定するというところでございます。

また、ポートフォリオの策定時の検証でございますけれども、年金財政上の予定積立金額を下回る確率や損失額の平均額が考えられます。損失額の平均額については、いわゆるコンディショナル・バリューアット・リスクというような専門用語にもなっていますが、これらは年金の運用なのだから、年金財政との関係をきちんとチェックすべきだと、こういう考え方から来ていると理解していますし、また、その検証の際も例えばTFPの上昇率の変化に応じるなど複数のシナリオで検証する。また、株式、こういうものにつきましては、いわゆる正規分布ではなくて、ある種、下振れのファットテイル性というのがありますので、そういうものを勘案するというところでございます。

ポートフォリオの見直しでございますが、財政検証が行われた際、当然それに加えて、定期的な検証の際に、何らかの構造的な変化が認められる場合には基本ポートフォリオ自体の見直しについて検討するといった内容でございます。

あと、最後、乖離許容幅の位置付けでございます。この乖離許容幅でございますが、現在私どものポートフォリオは国内債券60%、国内株式12%、外債11%、外国株式12%、短期資産5%になっているわけですが、それを中心として、8%、6%、5%、5%という形で乖離許容幅がセットされていまして、その範囲を超えた場合には中心に向かってリバランスをする、こういうルールで、これまで運用してきたということでございます。今般厚生労働省から、市場環境の適切な見通しを踏まえ、この乖離許容幅の中で機動的な運用ができる、ということが明示されたということでございますので、今後は必ずしも中心に向かうリバランス以外にも、この乖離許容幅の範囲内で、ある種機動的な運用ができるということでございます。ただし、その際には何らかのフォワード・ルッキングというものが必要であり、それは決して投機的なものであってはならない、このような内容になっているところでございます。

以上が、次の基本ポートフォリオを検討する上での基本といたしますか、ベースとなるものと理解しております。

3ページ、4ページにつきましては、これは厚生労働省の経済前提として幾つか、3ページの右上、例えばTFPの上昇率につきましては、内閣府の試算の経済再生ケースと参考ケース、こういうものを併せた形で、上は1.8%から下は0.5%まで全部で8つのシナリオが想定されている等々が書いてございます。

また、4ページ目でございますけれども、その8つのシナリオごとに、先ほど申し上げ

げました実質的な運用利回りがどのくらいになったかということについて、4ページ目の下の表に書いてございますが、これは「●」のところはシナリオごとの想定される実質的な運用利回り、すなわち賃金を上回る部分の α でございますけれども、これを見ていただくと、ケースE、これはTFPが1.0%のケースですが、このときに実質的な運用利回りが1.7%になるということで、ほかのシナリオは1.7%を下回るということでございます。どのシナリオにおいても、1.7%以下ということなので、逆に1.7%を確保すれば、どのようなシナリオでも耐えうるという趣旨で1.7%という数字が示されると理解しているところでございます。

5ページ目が積立金基本指針に関する検討会の報告書ということでございまして、これはいわゆる一元化の関連の、先ほどの1ページ目の図でいうところのモデル・ポートフォリオと基本ポートフォリオの関係に関する、米澤先生が座長でまとめられた報告のサマリーでございます。これも基本ポートフォリオの先ほどの説明とかぶるところがございますが、まず管理運用に関する基本的な指針ということで、積立金の運用は厚生年金保険の事業の運営の安定に資することを目的とし、実質的な運用利回りを最低限のリスクで確保するようということで、まさに一元化という文脈からも同様の部分が求められるということで、この実質的な運用利回りについても、先ほどお示しした1.7%になるものと理解しているところでございます。

2番目が積立金の資産の構成の目標ということでございまして、1ページ目の御説明のときにも申し上げましたとおり、まず管理運用主体が共同でモデル・ポートフォリオを定める。そのときには財政の見通しと整合的な形でリスクの検証を行う。そのモデル・ポートフォリオについて、2番目でございますけれども、実質的な運用利回り1.7%を長期的に確保する資産構成であること、また定期的な検証の必要性について検討するということです。先ほどは基本ポートフォリオについての定期検証等ですが、これはモデル・ポートフォリオに関する定期検証と理解しているところですが、そういう中で積立金の運用が厚生年金保険事業の共通財源としての一体性を確保しつつ、自主性を発揮できるようなものとするよう配慮するということです。

これについては、私どもとしては、共通財源としての一体性を、モデル・ポートフォリオとして確保して、さらに基本ポートフォリオのレベルで自主性を発揮できるように配慮する、こういう2つのフレームワークと理解しているところでございます。

3番目、積立金の管理及び運用に関し管理運用主体が遵守すべき基本的な事項でございますけれども、この基本ポートフォリオにつきましては、今度新たに定められました管理運用の方針という文書に定めるということですし、そのときに、当然基本ポートフォリオについても、年金財政運営の見通しと整合的な形でリスク検証を行うということです。更に分散投資を行う、各種リスク管理を行う、議決権行使についてスチュワードシップ・コードを踏まえた方針を検討する、原則としてパッシブ運用とアクティブ運用を併用する、ただし、アクティブ運用は超過収益を獲得できるとの期待を裏づける十分

な根拠を得ることが前提ということでございます。ここについては、従来はパッシブ運用を中心ということでしたが、ここではパッシブ運用とアクティブを併列するという形になっているということでございます。

あと、その他として、原則として時価評価で実質的な運用利回りの評価を行う、各資産の運用利回りはベンチマーク収益率による評価を行う、被保険者に関する情報公開・広報活動を積極的に行う、受託者責任を徹底するための機能を確保するとともに必要な人材を確保する、こういった内容でございます。

以上が、次の基本ポートフォリオを検討する前提となる報告書等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。

次、6ページ以降でございます。これが冒頭申し上げた、これまで運用委員会でどういう形で検討してきたかということのサマリーでございます。ここに書いてございませうとおり、次期基本ポートフォリオ、これは先ほど御説明した積立金基本指針、財政検証等を踏まえて進めていくことになるわけでございますけれども、さまざまな課題があるということでございます。そういう中で、当法人としての考え方を整理しておく必要があったことから、昨年、平成25年9月から検討作業班を運用委員会の下に設置をして、そこで技術的な課題等々について議論をし、それを適宜、本運用委員会にお示しをし、またフィードバックするという形で議論を進めてきたということでございます。以下、御説明するのはそのやりとりの中でどういう議論をしてきたかを御紹介するという趣旨でございます。

まず、1のモデル・ポートフォリオと基本ポートフォリオ、これらの関係をどう考えるかということでございます。これは先ほどあったように、共通財源としての一体性を確保しつつ自主性を発揮できるものとなるよう配慮する。それを管理運用主体4つで議論していく必要があるということで、こういう形で整理をしてきました。

この事務局案というのが、私どもとして、こういう形になるのではないかとということでお示したものでございますし、それに対してどのような意見があったかということが示されていますが、まずモデル・ポートフォリオは一元化された年金財政を前提とするということ。当然モデル・ポートフォリオは長期の期待リターン・リスク等に基づき策定するということでございます。そうすると、モデル・ポートフォリオと基本ポートフォリオのどこが違うのかというところがポイントになります。両方とも長期であることという中で、共通財源としての性格をモデル・ポートフォリオで確保しつつ自主性を発揮する、そういう2つの関係がどういうことになるのかということですが、1つのアイデアとして、モデル・ポートフォリオについては、当然各管理運用主体でアセットクラスをどうセットするか、これについては自主性があるということでございますので、逆にモデル・ポートフォリオのレベルでは、アセットクラスとしては伝統的4資産+短期資産のみで構成することではどうかということでございます。

一方で、基本ポートフォリオでございますけれども、どういう自主性が発揮できるか

ということですが、この基本ポートフォリオではモデル・ポートフォリオに対して、例えばオルタナティブ投資を独立したアセットクラスとして位置付けるということが考えられるのではないか。もう一つは、キャッシュアウト対応をどのように考えるか。こういったところでモデル・ポートフォリオと基本ポートフォリオに差が出てくるということが考えられるのではないかとということですが。

特にここで議論になるのが、そうした場合にオルタナティブをどういう形で位置付けるかということですが、オルタナティブ投資、これは投資対象としては、2月末に私どもとして公表させていただいたインフラ投資、これもオルタナティブの1つでございますし、あるいはプライベート・エクイティ投資、不動産投資、こういうことがあります。例えば我々は前回のインフラ投資につきましては、投資としてはエクイティの投資なのですが、その目的が安定したキャッシュフローということですので、外国債券の一部として位置付けたということですが、また、プライベート・エクイティについては、これは通常、非公開ということで、株式投資の一環として位置付けることは可能ですが、ただ、私どもオルタナティブ投資について、どういう目的、役割となるのかということを見ると、1つはオルタナティブトータルとして、従来の伝統的資産で構成されるポートフォリオといえますか、それに対するトータルとしての α でありますとか、あるいはいわゆる分散投資、こういうことを考えると、むしろオルタナティブとしては、それをトータルの1つの独立したアセットとして位置付ける、そういうほうが国民に対する説明責任等々の観点からもよろしいのではないか、こういった内容でございますし、またオルタナティブについては、これは投資機会に応じて徐々に積み上がっていくことでもありますので、構成割合をレンジであらわしてはどうかということですが。特にオルタナティブ投資の目的を α の獲得とする場合には、追加リスクを考慮したリスク調整後のリターンということですが。特にオルタナティブ投資、もしオルタナティブ投資を伝統的資産によって構成されるポートフォリオ、技術的に言えば、伝統的資産で構成される複合ベンチマーク収益率に対して α を獲得するという目的にすると、特に割合については、例えば5%とか10%、そういうある種、切りのいい数字で決めることも十分考えられます。

また、キャッシュアウト対応資産の扱いですが、キャッシュアウト対応につきましては、平成21年の財政検証のときには、足下から2017年まで大体25兆円くらいのキャッシュアウトが予定されておりました。これは18.3%まで保険料率が上がる、あるいは団塊の世代が受給者世代になるという状況の中で、前回、平成21年の財政検証では、それ以降、またキャッシュインのステージに入り、積立金がずっと積み上がって、たしか2043年ぐらいまで、これは実質的な価値としてピークになって、それから徐々に取り崩しが始まって、最後は100年後に積立金1年分、こういうスケジュールであったということですが。2043年というのは、いわゆる実質的な現在の価値ではなかったものでございまして、実際にはインフレによって増える部分もあります。名目の積立金として

は 2060 数年まで積み上がることにはなるのですが、実質的には 2043 年ぐらいがピークと、こんな状況でございます。

そういうことであると、今キャッシュアウトという感じで、みんな思っているわけですが、実はそれはもう少したつとまたキャッシュインに入る。こういうことをどう考えるかという話があるのだらうということでございます。

現状、私どものプラクティスといたしましては、当面のキャッシュアウトの部分については、キャッシュアウトにある程度対応するという観点から、現在国内債券の内訳として、キャッシュアウト等対応ファンドというものをセットいたしまして、そこについてはバイ・アンド・ホールド、例えば私ども国内債券運用というのは基本的には BPI で運用しているわけですので、いわゆる残存期間が 1 年未満になると、そこで売却するわけですが、バイ・アンド・ホールドということで、1 年未満になっても、そのまま持ち続けて、償還まで持ち、それを優先的にキャッシュアウトに充てるというように行っているわけでございます。

ただ、これを国内債券の内枠でやると、もしキャッシュアウト部分を国内債券から優先的に対応することになると、その減った分はリバランスの対象になりますので、それをどう考えるかということがポイントになってくるのだらうということでございます。例えば従来どおり、国内債券の内枠でセットするのか、あくまでも基本ポートフォリオは長期のポートフォリオなのだから、一方でキャッシュアウト対応は当面の対応ということであれば、長期ポートフォリオからある程度切り離す形で、リバランスの対象から外すことが妥当かどうかというような議論ですし、もし、それが妥当であれば、その部分については、モデル・ポートフォリオとの関係で何らかの独自性ということで整理できるのではないかとといった内容でございます。

いずれにいたしましても、主な意見は、できるだけ運用主体としての自由度を確保できるようなフレームワーク、いわゆるモデル・ポートフォリオと基本ポートフォリオの関係という意味で、そういうフレームワークにすべきではないか。また、分散投資を効かせて収益を上げるのだという方向観について、それがしやすいフレームになっているかどうかという着眼点が必要ということでございます。特に分散効果という観点から、先ほどのオルタナティブでございますけれども、これは目的としては伝統的資産に対する α であったとしても、実際オルタナティブの対象資産、例えばインフラにつきましては、ある種、インフレにリンクするキャッシュフローがとれるという意味で、通常の債券運用に対して分散が期待されるということでもございますし、また、エグジットを前提とした PE 投資、インフラでもそういうものもありますし、不動産でもそういう投資があるわけですが、そういうものは基本的に絶対リターン、すなわちマルチプルを基本的な投資の目線としていると、そういう絶対リターン戦略のものについては、これは当然市場の β とは独立になるわけでございますので、実質的には分散投資を広げることになるという説明もできるということでございます。

次に7ページ目が乖離許容幅ということでございます。従来、乖離許容幅については、先ほど御説明したとおり、基本ポートフォリオに対する乖離許容幅、こういうことしかなかったわけですが、今回、新たにモデル・ポートフォリオが導入されることによって、実は2つの意味での乖離許容幅ができることになると思います。言葉を少し区別するために、ここではモデル・ポートフォリオについてはティルト幅と言って、基本ポートフォリオについては乖離許容幅と使い分けをしています。

このティルト幅でございますが、これは各運用主体がティルト幅の範囲内で基本ポートフォリオを定めるということでございます。一方で、基本ポートフォリオに対する乖離許容幅は基本ポートフォリオに対して実践のポートフォリオが機動的な運用という文脈も含めて、その中で離れることができる、こういうことになるわけですが、それでは、ティルト幅と乖離許容幅の関係をどのように考えればよいのかということが論点になるわけですが、これは基本的には別のものと理解したほうが整理しやすいのではないかと。つまり乖離許容幅というのはティルト幅の外側にまで及ぶ場合もあるということで、そういう意味でティルト幅と乖離許容幅と2つの段階で裁量の機会があると。この裁量の機会ということを整理いたしますと、ティルト幅というのは、長期の基本ポートフォリオをつくる上でのモデル・ポートフォリオから離れられるという裁量。

これに対して、いわゆる基本ポートフォリオに対する乖離許容幅は、これは実際のポートフォリオが長期のポートフォリオから離れられる、そういう裁量と理解すればいいのではないかと、こういうことでございます。

これに対する主な意見でございますけれども、基本ポートフォリオは長期の前提となっているが、実ポートフォリオは短期の考え方を反映する可能性がかなりあり、乖離許容幅をかなり大きくする必要はある。実ポートがティルト幅を超えてよいものとするか、あるいはティルト幅自体を非常に広いものとする必要がある。先ほど別建ての整理でございますと、こういうものは整合的になるということでございます。

2番目でございますけれども、リバランスの頻度と資産運用規模は相反するところがあり、GPIF の場合は余り頻繁にリバランスしているとコスト倒れになってしまうため、この乖離許容幅については若干広めにしたほうがよいのではないかとといった意見。

あと、乖離許容幅の位置付けのところにフォワード・ルッキングな分析という言葉は出てくるべきではなくて、ティルトというのはモデル・ポートフォリオと基本ポートフォリオの特徴づけみたいなどころであって、フォワード・ルッキングな分析をして、これを今の位置より変えるというのでは、それは基本ポートフォリオを改定するという作業になる。むしろ一たん決めたら乖離許容幅においては粛々と運用すべきである、こういった内容でございます。

次の8ページ、先ほどとも連動いたしますが、乖離許容幅におけるフォワード・ルッキングな対応ということでございまして、乖離許容幅につきましては、取引コストの観点から必ずしもリバランスを実施しなくてもよい範囲として運営を行ってまいりました。こ

これは冒頭、御説明した部分でございまして、それを超えたら必ずリバランスしなくてはいけない、こういうものであったということでございます。ただし、有識者会議の報告書、あるいは年金部会の報告書においても、乖離許容幅を利用した柔軟な運用ということが出てきているわけでございますし、有識者会議においては、それが直ちにに取り組むべき課題として整理されているということでございます。

この柔軟な運用をどう考えるかということでございますけれども、基本的には2つの方向、1つはフォワード・ルッキングなリスク分析に基づいて、基本ポートフォリオから乖離させる方向での資産構成割合の変更を行う。ただし、当法人の規模を考えると、取引コストが大きくなる恐れがあり、分析の確度が高い場合に限定するということ。

2つ目がフォワード・ルッキングなリスク分析に基づいて、基本ポートフォリオに近づけるリバランスのタイミングや取引量について判断を行う、こういう2つのベクトルがあるだろうということでございます。

これまで我々は基本的に②部分についての方向でしか考えてなかったということでございます。ただ、いずれにしても、①、②ともフォワード・ルッキングなリスク分析が前提となっているわけでございますけれども、現行、私ども果たしてフォワード・ルッキングな分析体制というのは必ずしも十分ではない。したがって、その分析体制の整備を進めつつ、乖離許容幅内で柔軟な運用を行うこととしてはどうかということでございます。この分析体制の整備といたしましては、エコノミスト、ストラテジストの採用を含む組織体制の整備を行うということでございます。

あとはグローバルなネットワークを有する調査機関からマクロ経済及び市場に係る情報を入手する、あるいはコンサルを活用する。あとはフォワード・ルッキングについては、資産、負債両面ということでございます。そういう意味から、負債も含めた形でシナリオ分析を行うためのシミュレーションツール、こういったことを進めていきたいということでございます。

これに対する主な意見でございますが、ここは実は結構いろいろ意見が出たところでございます。①の基本ポートフォリオから乖離させる方向での資産構成割合の変更ということですが、これは中心より上にある資産を買うというイメージであり、そのもくろみが当たればもっと乖離する。それは、基本ポートフォリオが間違っていることを前提としているのではないか。運用委員会での先行きの基本ポートフォリオの検討を見据えて考えて、こういう方向に変わる、次の基本ポートフォリオがこういう方向である、そういうようなイメージが共有されていれば、今の現行のポートフォリオと離れた方向のリバランスというものも是認されるが、通常では難しいのではないか、こういった御意見です。

長期的なトレンドとか均衡という観点で基本ポートフォリオはつくるのだから、そういう基本原則からすると、①はなかなかなじみにくいのではないのか、こういった御意見です。

そうは言うが、わかりやすいのは金融危機等で短期的に急激にマーケットの流動性が低下して、いろいろな資産が売られるようなときは買い場である、そういう原則を決めておいて、機敏に対応するのはあり得るだろうということでございます。これは実は私も 2008 年のリーマン・ショックのときに、実はリバランスについて2つ意見があったわけで、1つは、株等のリスク性資産のリスクが高くなったのだから、そのリスクを抑えるために、そういうリスク性資産の割合を減らすべきだという意見。これは実は企業年金などはそちらの方向の対応をしたわけです。

一方で、これはあくまでも長期に維持するポートフォリオなのだから、基本ポートフォリオというものを大事にする。そうすると、逆にそのときの状況は流動性が枯渇していて、一時的なものにすぎないのだから、むしろそこでリバランスをするべきだと。実際に行った行動は、当時のニューマネーを実際にアンダーウェイトの資産に配分した、こういう投資行動ということございまして、結果的にあのとき、我々はそれで結構良いリターンをとったということになるわけですが、そういう流動性のような、そういう指標を1つのメルクマールにして、長期性というのを活かすという発想です。

あと、4つ目でございますけれども、当面の数年間ぐらいの短期か中期のマクロ環境は、長期のマクロ環境とは多少、あるいはかなり異なっている可能性があって、そこで少し違うポートフォリオを組むのは、場合によっては正当化されるということでございます。これはあくまでも基本ポートフォリオは長期のポートフォリオである。長期の観点からつくられている。ところが足下から短期、中期のマクロ環境が長期とは若干異なっているということの確認があれば、それをむしろ反映させる。どういうことかということ、一種、長期ポートフォリオに対する α をとるために実ポートフォリオを戦略的に変える、こういう発想でございます。

最後でございますけれども、リスク分散をさらに図るとか、そういう方向が共有されていれば、基本ポートフォリオ自体をフォワード・ルッキングに考えると変わってくるのであろうから、とりあえずの対応は①にすること。これはどちらかということ、一番初めのご意見に近いと理解していますが、何らかの市場環境等々に関する方向が共有されていれば、基本ポートフォリオ自体はフォワード・ルッキングに見直す。これは実は次期基本ポートフォリオの見直しにつながるかもしれないわけでございますけれども、そういうフォワード・ルッキング性に基づいて、とりあえず中心から離れたようなリバランスを行うと、こういうことも考えられるのではないかと、こういった内容でございます。

これについては、この議論の後、また資料を出させていただきますけれども、この乖離許容幅について、年金部会において機動的な運用ができるとの新たな位置付けが与えられたことを踏まえてどう考えるか。これは次期基本ポートフォリオとは別の話として、現行の基本ポートフォリオの中でどう考えるかということも含めて、ここは検討が必要ということですので。これはまた改めて御説明したいと思います。

次に最適化における制約条件ということでございまして、第2期の基本ポートフォリオの検討時及び昨年の基本ポートフォリオの変更時には、ポートフォリオの最適化において、以下の制約条件を用いたということでございまして、この制約条件は、国内株式と外国株式と外国債券について、こういった不等号をつけるということです。

これについて、何でこういうものをつけたかという点、①は、キャッシュアウト対応を踏まえた為替リスクの抑制、我々年金は円で払わなくてはいけない中で、そういう意味でキャッシュアウト対応を考えると、なるべく為替リスクを抑制しなくてはいけないので、国内資産を優先する。②は、国内投資のほうが国民等の理解を得やすいということ。③は、資産構成割合の大きな変更はコストや市場への影響の観点から望ましくないこと。すなわち我々は今、先ほど御説明したように、国内株式と外国株式について、ちょうど両方とも12%で同じ割合だけ基本ポートフォリオ上はセットしているわけですが、一方で世界全体を見たときの、例えばMSCI-Worldを見ると、国内株式の割合は大体8%くらいになっているわけです。グローバル・マニフェストではそのくらいまで下がる。それを我々が行った瞬間に市場がどう反応するのか、こういったことを考えると、現状これだけ持っているような状況ではなかなかこういうような制約条件を外すことは難しい。一方で、外国株式と外国債券の不等号については、そもそも海外投資というのは、海外の成長機会を獲得するということなわけでございますので、そういうことから債券よりも株式のほうが望ましいだろう、こういった内容でございます。

一方でこうした制約、いわゆるホームカンントリーバイアスと言っていますが、これが非効率であるとの主張としては、先ほど申し上げたとおり、MSCI、例えばワールドベースでは8%しかないというのも、そもそも投資家自身がそれが効率的と思っているからだという理論があります。あと、経済のグローバル化が進展する中では海外の成長機会の獲得によって分散を進めるべきである、こういった内容でございます。

次期基本ポートフォリオの策定においては、内外株式の割合を変化させるとリスクが上昇する恐れがあるものの、海外の成長を捉える、外国株式のベンチマークにエマージング市場を加えたことによりベンチマークがより分散されたものになったことを考慮すると、1つの考え方として、国内株式よりも外国株式を小さくする、こういう制約条件については緩和してもよいのではないかと。最終的にはポートフォリオの最適化の状況とリバランスのコストを考慮して決めるべきではないかと、こういった内容でございます。

主な意見といたしましては、ホームカンントリーバイアスの理由が、各資産クラスと賃金上昇率の相関であり、それを考慮したら別の制約条件は要らないというのであれば素直であるが、実際のデータからするとそうはうまくいかない。5年の長期で見ても株式ボラティリティが高いので、要は賃金との相関が余り出ない。債券の場合は、この20年くらいの日本の状況にかなり合っていて、賃金・物価と相関が実は高い、こういった内容です。

制約条件を外しても外さなくても余り変わらないというのが前回の結論です。実は昨

年の6月に基本ポートフォリオを変えたのですが、そのときに実際この議論をしました。5年前はそれほど変わらないという話がありましたので、そうであれば別になくてもよいのではないかと。日本株式について、例えば外国株式とほぼ同じくらいの期待リターンが期待できるという前提であれば、そんなに変わらないのではないかと、こういった内容でございます。

ホームカンントリーバイアスを他の運用機関と比較するのは、非常に慎重に行う必要があります、マーケットの大きさにかなり左右される。実質的に国籍は日本でも、海外のエクスポージャーというのは高まっているところもきちんと見なければいけない。日本企業の売上のうち、エマージングから得られるのは13%くらいと結構多いこともございますので、いわゆるエコノミカル・エクスポージャーということを考えると、特にそんなにこだわる必要はないのではないかと、こういった御意見もあったということでございます。いろいろな材料を出して見かけ上の偏りほど実質的には偏ってないと、そういうことも見ながら見ていく必要があるということでございます。

債券についてはキャッシュアウト対応の部分を除いて、その上でどんな割合になっているかという見方をしたほうがよい。それ以外のところについてはできるだけ投資機会を広げるといったスタンスなのだと考えていったほうがよいということでございます。

以上が、大体のこれまでの議論のまとめということでございまして、長くなって恐縮でございますが、10ページ、ポートフォリオ策定において今後議論すべき事項ということでございまして、ここでは5つほどあります。1つは、各資産の期待リターンの設定方法でございます。国内債券の期待リターンを設定する場合には、長期金利上昇の可能性の考慮についてどう考えるかということがポイントになります。

あと各資産のリスク及び資産間の相関係数の推計ということでございます。当然相関係数等を推計するためのベースとなるデータの期間の取り方ということでございますし、もう一つはオルタナティブのリスク等の評価の可否。特にオルタナティブについては個別性が高いという中で、本当に仮に1つのアセットクラスにするとした場合に、それに対するリターンが幾つで、リスクあるいは相関リスクということをきちんと決められるのかどうか。これについては、先ほど申し上げたように、伝統的資産に対する α というような形であれば、それは特段、そこはそんなに意識しないで、政策的割合ということで決定するということにもなるかと思えます。

あとは、技術的ではございますが、収益率が名目賃金上昇率を下回るリスク。これは従来、全額国債の収益率を標準偏差ではかったものということでございましたけれども、今回それが対賃金上昇率に対する下振れリスクということで、変わりましたので、これをどのように計測するのか。それをポートフォリオの最適化にどのように反映、考慮するのかといった内容。

ポートフォリオの検証におけるリスクシナリオの設定とシミュレーション等ということでございます。

以上、少し長くなりましたけれども、私からの説明でございます。

- 米澤委員長 どうもありがとうございました。多くの委員におかれましては、本日はキックオフという感じですので、それにしても余りにも話題が多過ぎて、私も5年前とは、浦島太郎ぐらいになって、いろいろ新しいことが出てきていましたので、むしろ分からないことは確認をするということで、質問をさせていただきます。いかがでしょうか。武田委員、どうぞ。
- 武田委員 御説明いただきましてありがとうございます。委員長からおっしゃっていただいたとおり、まず質問させていただきたいと思います。大変基本的なことでも恐縮ですが、モデル・ポートフォリオと基本ポートフォリオの概念と位置付けを確認させていただきたいと思います。運用委員会として、両方にかかわるのか、あるいは基本ポートフォリオ、つまりあくまでも各運用主体が策定する基本ポートフォリオについて議論するのか、その関係を御説明いただければ幸いです。
- 菅家委員 関連するので、一緒に。
- 米澤委員長 よろしいですか。
- 武田委員 もしご解説いただけたら大変ありがたく思います。
- 米澤委員長 今の関連ということで。
- 菅家委員 済みません、私もモデル・ポートフォリオと基本ポートフォリオの関係が頭の中で整理できてなくて、質問になると思うのですけれども、被用者年金が一元化されましたということでもありますので、しかも一元化の意味は、厚生年金制度にそれぞれ一元化されると、そういうことでもありますので、年金部会から示されている運用のあり方についてというのが2ページでまとめられておりますけれども、これはしたがって、共通のものとして提示されていると、そのように理解しなければいけないと思うのですね。そういうときに、この共通の検討の方針が示されていて、一元化された年金財政のもとでモデル・ポートフォリオと基本ポートフォリオが違うものになるのですかというのがどうもわからないのですね。そこら辺のところをもう少し説明していただければと思います。

もっと言えば、モデル・ポートフォリオがつくられますと。それぞれの運用主体はそれに基づいて、それを参酌してそれぞれの運用主体ごとに基本ポートフォリオを作成されることになっているのですけれども、自由度の問題もいろいろ書かれていますけれども、自由度を高めれば高めるほど、逆に言うと結果は違ったものになってくるわけですね。これまではそれぞれの制度が分立しているわけですから、それぞれの主体が作成した基本ポートフォリオの違いは当然あって、結果も当然あったわけですね。その結果の違いについては、それぞれの制度の中でそれぞれ吸収するというので整理できたと思うのですけれども、今度は厚生年金制度のもとに一元化されることになると、保険料とか給付水準が別々にならない、一本になるわけですね。一本になるときに、それぞれの運用主体の運用の結果、生じてくる違いというものがどういう責任のもとでそれが

反映されるのかというのがよくわからない。例えばある主体は目標を達成しました、ある主体は目標を達成できませんでした、といったときに、達成できなかった責任をどのようにとるのでしようかというのがよくわからないですね。その辺も含めて説明をしていただきたい。

それから、まずモデル・ポートフォリオを4者で作成することになるわけですから、そちらは先行するわけですね。それを参酌して基本ポートフォリオを作成するということになるわけですから、同時並行的な部分もあるのかもしれませんが、形式論からいうと、モデルがあって基本があるということになりますので、その辺の時間的なイメージも併せて、あるいは4者の共同で作成することになっていますが、具体的に4者で共同策定するということのイメージですね。誰がどのように集まって、どういうふうに決めるのかということについても少し教えていただければと思います。

○米澤委員長 森参事官をお願いいたします。

●森参事官 厚生労働省で、基本指針に関する検討会につきまして、事務局もやらせていただきました。あと一元化の関係、法律の関係もございますので、厚生労働省から御説明させていただきます。

一昨年8月に、今、菅家先生から説明いただきましたけれども、共済年金や私学につきましても、二階部分につきましては、一緒の厚生年金に加入していただくということで、これは平成27年10月から施行するのですけれども、そういう一元化法が通ったところでございます。運用につきましても、共済なり私学につきましては、二階部分につきましては、厚生年金の共通の財源になるということで運用を一体化する。ただし、それぞれ共済とか私学につきましては、医療保険料の徴収も行っていきますし、それぞれのところで今まで運用をやっていたノウハウ、蓄積等もございますので、組織はそのままにしたまま、御説明のありましたモデル・ポートフォリオなり、積立金の基本指針という形で運用を統合していくということに法律上整備されております。

それを受けまして昨年、厚生労働省を含む各省庁、財務省、総務省、文科省、あと各管理運用主体に集まっておきまして、そこで、まずは積立金基本指針をどのようにつくるかということで、米澤先生に座長をやっていただきまして、お手元でございます今回の参考資料5の積立金基本指針に関する検討会ということで、メンバーも後ろの7ページでございますけれども、連合の小島さんにも入っていただきまして御議論いただいたところでございます。

今、まさに難しいところを御指摘いただいたと思います。厚生年金の財政の一体性という観点から言えば、そもそも裁量をどこまで制限すべきかという話。あと、委員の方々からしますと、それぞれの団体の自主性、裁量性みたいなものをどれだけ認めるかという御議論がございまして、ご覧いただきたいのですが、参考資料5の報告書の3ページでございます。上から4つ目の「○」でございますが、積立金の資産構成の目標、これがいわゆるモデル・ポートフォリオです。モデル・ポートフォリオを定めるに当たって

は、当該目標を参酌して管理運用主体、これは GPIF、国共連、地共連、私学事業団でございますが、基本ポートフォリオの関係も併せて検討することということで、まず自分たちの基本ポートフォリオとモデル・ポートフォリオの関係も4団体で考えてくれという形で実施するところでございます。ただ、そのときには、まず厚生年金保険事業の共通の財源としての一体性を確保し、という話とそれぞれの自主性・創意工夫を発揮するという、この二面を配慮してくれということで、例えばここで言っていますことは、モデル・ポートフォリオの乖離許容幅の中で、例えばそれぞれの管理運用主体、GPIFの基本ポートフォリオを定めるとか、そういうような形の定め方が1つあるのではないかとということでまとめていただいたところでございます。

まずは、武田先生の御質問でございますけれども、この委員会は GPIF の委員会でございますので、GPIF の基本ポートフォリオ、中期計画等について御審議いただくのでございますが、当然モデル・ポートフォリオの作成につきましては、4団体で御検討いただくことになり、厚生労働省、文科省、財務省、総務省は直接関係なく、管理運用主体の中で自主的にやっていただくということでございますので、そこの御議論につきましては、これは GPIF の御判断だと思っておりますけれども、重要事項ということで、適宜この委員会に諮りながら御検討をいただくのかなと思っております。これは御議論次第だと思います。

その次に時間軸の話でございますけれども、法律の施行は、一元化法は平成27年10月になっておりますので、それぞれ各団体におきまして、基本ポートフォリオの改定をいつやるのか、いろいろお考えがあると思っておりますので、そこはまた GPIF も含めて調整いただくのだと思っておりますけれども、あくまでモデル・ポートフォリオというのは、その段階までにできていなければいけない。ただし、おっしゃったモデル・ポートフォリオができましたら、平成27年10月の段階においては各運用主体の基本ポートフォリオはそれに適合するものでなければならないということでございまして、論理的には、モデル・ポートフォリオと基本ポートフォリオの関係というのは、平成27年10月までにできていればよいということでございます。これは法律上の制約を今申し上げたところでございます。

責任ということは、菅家先生からいただいた重たい話でございます。これにつきましては、厚生年金、国民年金につきましては、専ら被保険者のためにということでございまして、一元化法におきまして、各積立金の運用につきましては、専ら被保険者のためにということで、共通な規定がかかっているところでございます。この運用主体につきましてはパフォーマンスの評価につきましても、各主務大臣が行うほか、4大臣が集まって、そこで評価する仕組みがございます。そこで仮に思わしくないということでしたら、いろいろ是正する仕組みも応じていますので、その中で調整していくことが、一応一元化法の中でつくられた仕組みでございます。仕組みの詳しいものが手元にございませんので、御要請がありましたら、また、次の運用委員会等で配布させていただきま

す。

- 米澤委員長 よろしいですか。概念の上ではわかったのかもしれませんが、これは実際どう走って、特に時間軸のところなど、どうなるのか、私も。
- 菅家委員 今回の作業は、そういたしますと、1ページとは少し違うという、要するに半年ずれるわけですね。だから、むしろそれぞれの基本ポートフォリオが先行するという理解でよいのですか。
- 森参事官 そういう可能性も一元化法上はあり得るということでございます。
- 菅家委員 作業としてはどちらか決めなければいけないですね。半年しか違わないというふうになれば、法律のたてつけどおり、モデル・ポートフォリオを先行して議論するというふうになるでしょうし。
- 森参事官 申しましたように、各団体、国共連、地共連、私学事業団の御意向というのもあり、これは4団体でつくることになっていますので、そこも含めまして、適宜御報告させていただきたいと思いますが、まず GPIF については、基本ポートフォリオをつくらなければというミッションは必ずあるということでございます。
- 清水調査室長 そこにつきましては、1ページ目ないし6ページ目でございますけれども、当然モデル・ポートフォリオと基本ポートフォリオの関係は、今、参事官の御説明にあったように、各運用主体と議論するという話になるわけで、そこで我々として、モデル・ポートフォリオと基本ポートフォリオをどういう仕組みで捉えるのかということについて、我々なりの考え方として、6ページ目で、こういうものをお示したところでございますので、順番についてはこれから議論されるということでございますが、とりあえず議論するに当たっては、時期は別としても、どういう関係なのかということについて、まずやらなくてはいけないという観点から、例えばこういうように捉えて、各運用主体と議論するという御了解いただければ、そういう方向で、我々としては対応したいと考えております。
- 米澤委員長 逆にわかる範囲でよろしいのですけれども、いわゆる GPIF の基本ポートフォリオは大体いつ頃までにつくるつもりでしたらよいのでしょうか、我々は。それは、あと1~2か月ですぐできるわけではないので、結果としてモデル・ポートフォリオとほぼ同時並行的につくっていくというのが現実的かなと思っているのですね。
- 三谷理事長 それは基本的には同時並行的に議論して、恐らくはそれぞれの主体が自分たちの基本ポートフォリオはこういうものにする。それとうまく整合性がとれるような、ちょっと逆かもしれませんが、モデル・ポートフォリオを議論していこうということになるのではないのかと思うのですが、そのときに、各主体がどの程度アローアンスを出せるのかというところは、実際に議論してみないと何ともわかりません。きれいな形としてはモデル・ポートフォリオができて、基本ポートフォリオができるというのがベストなのですけれども。
- 菅家委員 前提条件は同じものが提示されるわけですね。それぞれの団体。同じものが

提示されて、違うものが出てくるのですか。逆に聞きますけれども。

- 米澤委員長 ただ、各主体で、現在、既に持っている資産でかなり動かせないものもあるわけですね。伝統的4資産でないものを結構持っているわけですので、それをどう処理するかというのもあるので、期待の見方も工夫みたいなものもあるので、自由度を与えれば、少しは違うものがあったてもよいのかなというのが、私などの考えです。
- 菅家委員 抽象的にああじゃない、こういうじゃないと想像して議論するよりも、要するにこの前提を置いたときにどうなりますかという議論をして、それぞれの主体がどういう資産を今持っていて、どういう整備状況にあるのかという具体的な議論をしていかないと、6ページのような、こういう議論にはならないのではないですか。うちはどういうふうにします、お宅はどうしますかみたいな、そんな議論になるのですか。
- 清水調査室長 現実問題として、一元化された財政を考えたときに、実は我々がほとんどということでもございますので、実質的には、私どもが実質的にリードしなくてはいけない部分というのがかなり大きいのかなとは当事者としては思っています。
- 菅家委員 現実問題そうでしょうね。
- 清水調査室長 ええ。
- 米澤委員長 モデル・ポートフォリオは、このくらいにさせていただいてよろしいでしょうか。
- 大野委員 1個いいですか。
- 米澤委員長 はい、どうぞ。
- 大野委員 そういう観点からいきますと、6ページですけれども、基本ポートフォリオ、これも仮に GPIF がオルタナティブというのを1個階層として設けたときに結構もめるのではないですか、モデルをつくるときに。というのは、過去の議論の中では、例えば先ほど御説明がありましたインフラ投資は外国債券のアクティブ運用と位置付けましたね。そちらのほうが、議論としてスムーズに行くのではないかと思うのですが、いかがでしょうか。
- 清水調査室長 そこは考え方だと思いますけれども、まずはモデル・ポートフォリオと基本ポートフォリオ。基本ポートフォリオにおける自由度というものもある程度考えなくてはいけないわけで、そうでないと2つに分けた意味がないという話にもなりますので、そこは私どもとして考えているのは、オルタナティブの部分とキャッシュアウト対応、これがある種自由度というところで位置付けて、逆にモデル・ポートフォリオとしては伝統的4資産のみで構成すると。つまり伝統的4資産でつくっている資産構成割合、これについては各運用主体で共通、制約条件として、これを決めていただくと。あとはそれに応じて自由度でという形が1つの考え方なのかなと思います。
- 米澤委員長 モデル・ポートフォリオは恐らく伝統的4資産でつくるのが一番合理的だと思いますので、だからこそ、いろいろ乖離も認めましょうということになるのではないかと思うのです。

- 森参事官 大野先生がおっしゃったように CPPIB みたいなところは、いわゆる参照ポートフォリオとあって、債券と株式ということで、非常に広いアセットクラスでやっていて、その一部を置きかえるような形でつくっております。こういうやり方があるのと、あと、この表にあるのは、何かそれ以外でもう一つ、何かのアセットクラスをモデル・ポートフォリオのアローアンスみたいな形でつくるというやり方もあるかということだと思いますが、それは多分皆さんモデル・ポートフォリオをつくる時に、自主性、創意工夫の発揮の仕方をどのようにやるのかということで御検討いただくのかなとも思っております。
- 清水調査室長 特にキャッシュアウト対応の部分について、これは賃金とか物価等の部分によって、実際のキャッシュアウト額というのは随分変動するということがございますので、それをどのくらいの確度、例えば安全において 1.5 倍ぐらい確保しておくのかとか、あるいはある程度きっちり推計して、それをきちんと毎回、毎回よく推計していくのか、そういうような対応の違いによって、各主体間の違いが出てくる面、これはキャッシュアウト自体の量も含めまして、そういうようなことにはなるかと思っております。
- 大野委員 いずれにしても、キャッシュアウトというのは概念としては基本では必要だと思います。オルタナティブを独立で設けて、それをモデルと整合性を合わせるというのは、整理の仕方、考え方ですけれども、マッチしないような感じがします。
- 米澤委員長 対モデル・ポートフォリオとの感じだとすると、今、おっしゃったように、どこかに、伝統的 4 資産ではめたほうが落ちつきどころはよいかもしれないですね。
- 三谷理事長 その辺は実際に議論を始めてみて、中には国共済のように貸付金とか不動産なんていうのも運用資産に入っているところもありますので、そういうものをどう考えるか。例えばここはオルタナティブとしましたけれども、例えばその他というようなものをつくるのか、つからないのか。それともそうだったらつからないで、その 4 資産の中に含めて、そこから少しずつ出すという形で対応するのか、その辺はまだこれから議論してみないとちょっとわからない状況です。
- 佐藤委員 今の話の付言なのですけれども、この議論は昔の BIS 規制の議論をよく思い出して、要するにコモンデノミネーターとしてモデル・ポートフォリオというものを 4 つの異なる運用管理機関の中でどう捉えていくのか、要するに Tier1 とか Tier2 とか、それと乖離する部分、それぞれの管理主体にとってスペシフィックな部分というか、固有のもの、それをどうやって位置付けていくのか、その両者の関係が私の頭の中では余りうまく理解できなくて、さらにサイズワイズで見たときに、圧倒的に GPIF のウェイトが 126 兆円で、ほかは最大で 20 兆円に満たない小さな管理主体ですね。そうすると恐らく GPIF のリターンがオルタナティブを入れることによって非常に上がるという実績が出た場合に、恐らくほかの機関も一斉に右へ倣えで、自分たちのエキスパティーズもそんなにきつと GPIF に比べてないだろうから、みんな入れてくるということになると、モデル・ポートフォリオというのは一体何だと。みんながオルタナティブをその中

に入れることになるわけですね。

コモンデノミネーターとして、何を認識してモデルのいわばシミュレーションの対象の部分にするのか、特異性を発揮して、それは違うものとして管理するのか、その辺の切り分けが意外と重要なのではないかという印象を持ちましたけれども。

○米澤委員長　そういう傾向は十二分にあると思いますが、整理すると、そこはここのミッションのややグリーンゾーンのところにあるので、当面は余りモデル・ポートフォリオを考えずに GPIF の基本ポートフォリオを策定する方向でやって、でも途中ではいろいろ制約と言っているのでしょうか、かかってきますよねということになるのかなというふうに、今のところ、そのように想像するしかないかと思うのですね。まず余りモデル・ポートフォリオのことを想定しなくて、GPIF にとって、どういうふうにポートフォリオをつくっていくかということに進んでいって、最後に少し微調整が出てくるのかなというのが現実的な問題として、そんなようなイメージなのですが、これはどなたに聞いても、まだ、これからなのでわからないと思うので。

●清水調査室長　そういう意味において議論の仕方としては、基本ポートフォリオというのは具体的なものですので、基本ポートフォリオを議論する中で必要に応じてモデル・ポートフォリオのあり方を御意見いただいたほうが進めやすくなるのかもしれない。

○佐藤委員　あるいは物すごく乱暴な言い方をしてしまうと、GPIF の基本ポートフォリオ等を決めた瞬間に、それがモデル・ポートフォリオのモデルになると。

○米澤委員長　現実的には結構それに近いこともありますし、私もそこまでは考えたけれども、ここがオルタナティブを使うとほかにもみんなオルタナティブを使う可能性もある。確かにそれもあるのかなという感じもしましたが、それは圧倒的にこちらが多いわけです。ただ、先ほども言いましたように、ほかにもすぐ償却できない資産を持っているのも確かですので、きちんと全部同じように揃えるというのは難しいのではないかなという感じはしています。

もう一点くらい、違った側面から何か御質問があれば受けたいと思いますが、いかがでしょうか。

○堀江委員　国内外の区分はこういう議論でいいのでしょうか。物すごくひっかかり、本社がある国で内外株を区分するというのは全然時代おくれなのではないかと思えます。大きな金額であることを置いておくと、モデル・ポートフォリオは、そもそもであれば、国民のお金でリターンを上げるためにやっているわけで、国内外を区分するのはかなりリターンを損ねるリスクがあると思えます。そこが本当に議論されなくていいのか。当然株式市場は清水さんがおっしゃったようないろんな問題があるので、現実的には難しいのかもしれませんが、そこを議論しないで、モデル・ポートフォリオ、基本ポートフォリオでもいいですけども、区分の仕方を、日本と外国というのは、債券はいいと思いますが、株式において分ける意味は今どきほとんどないのではないかな。

先ほどもおっしゃいましたけれども、日本企業でも、ユニチャームのようにエマージ

ング市場の売上割合が半分を超えている企業もあります。発行企業の本社で分けるという考え方について何か違和感が非常にあります、個人的には。

○米澤委員長 株式が1つのアセットクラス。

○堀江委員 で、議論した上で、区分けについてプラクティカルにどう制約をつけてやるかというのは当然議論すべきだと思うのですけれども。

○米澤委員長 こういう話は前の委員のほうでは出ていましたか。

●清水調査室長 まさにそういうこともあったわけです。この問題は結構大変な話で、小さな年金であれば、単純にグローバルマンドートという話で整理できる可能性はあるのですが、公的ステータスとして、これだけの量の運用をする中で、果たして本当にグローバルマンドートというものがフィージブルなのかというところのまさに実践の問題として、この問題を捉えないとなかなか理屈の話だけでは難しいのではないかと率直に、そんな感じだったとは思いますが。

それで、おっしゃるとおり、例えば MSCI-World を見たときには日本株は非常に少ないという話はあるのですが、ただ、一方で MSCI-World というものが一番効率的であるということも、これはなかなか言えないというのは、結局 SWF も含めて、それなりのホームカンントリーバイアスはあるのですね。全ての投資家が本当にグローバルマンドートで運用しているかということ、必ずしもそういうわけではなくて、何らかのホームカンントリーバイアスがあるということは、それはきちんと考えなくてはいけないのではないかと。

逆に例えば韓国とかカナダなどは、自国のマーケットが小さい、その裏返しとして、海外の割合が多いとか、そういうこともございます。市場が厚い日本としては、逆に我々の資産規模がマーケットに対してかなり大きいという、そういうような現状の中ではそれなりの存在理由に結局つながっていくのではないかと議論だったとご理解いただければと思います。

○米澤委員長 きょうはキックオフで、清水さん、この点に関しては、まだ何回か議論する余地がありますね。ということで、少しあずからせていただきたいということで、まだいろいろ。

●清水調査室長 きょうは本当にスタートでございますので。

○米澤委員長 そうですね。ただ、いろいろというか、たくさんあると思いますけれども、この後の予定もございますので、皆さん方と議論していただくと同時に、少し実務的な検討作業も必要となってきます。これは前回も何かいろいろ御紹介がありましたけれども、それと同様に、運用委員会のもとに設置された検討作業班で検討を行ったほうが、多分効率化かなと思っております。この検討内容については、事務局から随時運用委員会に報告してもらうようにして、そこのところは密に連絡を取り合いながら検討作業班というものを進めていきたいと思っております。

検討作業班のメンバーにつきましては、私のほうに一任していただければと思いますが、いかがでしょうか。

(「はい」と声あり)

○米澤委員長 それでは、そのようにさせていただきたいと思います。その方たちは少し忙しくなるかと思いますが、よろしく。必ずこちらのほうに上げて報告をするという前提のもとで進めさせていただきたいと思います。それでは、そのようにさせていただきたいと思います。

続きまして次期基本ポートフォリオに向けた資産構成割合の変更についてというテーマで、事務局から説明をお願いしたいと思います。よろしくをお願いします。

(資料配付)

●清水調査室長 先ほど私から、次期基本ポートフォリオに関連して、これまでの乖離許容幅の扱いについて言及させていただきましたけれども、これにつきまして、今、お配りした資料をご覧くださいと思います。

ここに書いてございますのは、まず現状の超低金利下、また、今後、いわゆる現政権のもとにデフレ脱却という中で将来的に長期金利が上昇して多額の評価損が発生する懸念があるということでございます。先ほども御説明したとおり、従来、乖離許容幅の中でのリバランスについては、基本ポートフォリオに近づけるということを原則として運用を行ってきたわけでございますけれども、先ほど御説明したとおり、1つは年金部会の報告書、これは乖離許容幅の中で機動的な運用ができる旨、明確にされたということでもございます。

これは次のページ、参考で書いてございますけれども、年金部会の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抜粋でございますけれども、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、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。また、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、という内容でございます。また、この下の部分でございますが、実はこの4月でございますが、平成26年度の計画におきまして、ただし、次期中期計画の基本ポートフォリオの見直しに着手することから、乖離許容幅については運用委員会の意見を聴きつつ、弾力的に適用する、これは乖離許容幅を超えたときであっても、これもそもそも次期の基本ポートフォリオの議論に入っているのだから、そこについてはこの場の御意見を聞きながら、弾力的に対応する、こういった内容でございます。

そういう中で、表でございますけれども、今後は御了解いただければ、乖離許容幅内の機動的な対応を開始することとしたいということでございます。具体的な部分といたしましては、まず1つは、現行の乖離許容幅の範囲以内、これは今現在国内債券60%でございますので、そのプラスマイナス8%ということで、下限については52%までは現行のポートのままでも、そこまでは一応認められているということでございます。

今、現行の構成割合はどうなっているのか。めくっていただきますと、これは平成26

年3月末ですが、53.43%ということでございまして、乖離がマイナス6.57%ということですので、まだ8%に届かないと、こういう状況でございます。

この範囲内において、国内債券から資金を回収するということ。それで、国内債券から回収した資金については、国内株式、外国債券、外国株式に配分する場合には、これも当然現行のルールということでございますので、乖離許容幅の範囲内での配分とする。さらに時価構成割合の変更後の時価振れによって乖離許容幅を超過した場合、これでも乖離許容幅内におさめるための配分・回収は行わない。こういうところで、実際の私どものプラクティスを行いたいということでございます。

○米澤委員長 ありがとうございます。これはあくまでも、現行のポートフォリオの中の話で、ただ、乖離許容幅を少し戦略的に使いたいというような考え方は先取りして、このような少しポートフォリオの調整を考えてはいかがでしょうかということですが、御意見、御質問等がありましたらいかがでしょうか。

○大野委員 よろしいですか。

○米澤委員長 どうぞ。

○大野委員 平成26年3月末に、53.43%だった国内債券割合を最大で1.43%更に減らす場合、GPIFの運用が注目されている中で、短期的な株価対策の様な間違った報道がなされないよう。今、御説明頂いた考え方を公表していくことが必要ではないかと思えます。

●三谷理事長 これは個別の運用にかかわる話ですので、私どもとして対外的には厳秘ということで対応したいと思っておりますし、少し口幅ったいようですけれども、委員の方々にも対外的には厳秘ということでお願いできればと思っております。

○米澤委員長 これはあくまで、清水室長、目的としては低金利が続いておるので、長期金利の上昇のために債券の評価損を抑えるというのが大目的ということの位置付けなわけですね。

●清水調査室長 はい。

○菅家委員 委員長。

○米澤委員長 どうぞ。

○菅家委員 そうしたことなのでしょうけれども、参考で示されているように、年金部会のお考えを踏まえてということですね、ベースにあるのは。そういたしますと、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、と書いてあって、つまりそういう体制の整備と同時にフォワード・ルッキングな運用ということ、これは有識者会議の報告にも、それはセットなのですよということになっているわけですね。その辺の体制整備といいたいまいか、投機的ではない確度の高いものであるということを担保する体制というものがきちんとあるのだ。その範囲の中でやるのだということ、少しはっきりしておいていただかないとまずいのではないかと思います。

○米澤委員長 そういう方向に向けて、体制を整備していくということで理解していいの

か。

- 清水調査室長 そこは並行に。本日は初めてでもございますので、若干御紹介いたしますと、今、GPIF といたしましては、従来から足下の市場動向分析を行って、これは対外的に多分初めてお話することと思えますけれども、実は私どもキャッシュアウトステージに入らる中で、実際政府にキャッシュを渡すためにはどの資産を売るべきかという話がまずあります。そのときに流動性等々によって売っても市場が影響を与えないような、そういうような資産が何なのかというようなことを毎月、1年半以上ぐらい前から実施しています。この際には、基本的にはいろいろなことをやっているのですけれども、各運用機関が足下の金利、株価等々についてどういような見通しを持っているか、そういうようなこともきちんと調査した上で、あるいはテクニカル的なところも含めた形で、実際に各アセット間の強弱感みたいなものを見ているということでございますので、そういう中で、仮にこれでやるとしても、今現状、例えば国内債券を売ることが市場の足下の判断に反すると、これをやると少し問題だというときには当然それはできないというガバナンスになっております。

これは、機動的な運用といってもいろいろな段階があつて、むしろ現行の基本ポートフォリオから実践ポートフォリオを逆にティルトさせるべきだ、もっと別の目標を置くべきだ、そういう機動的な、いわゆるタクティカルなアセットアロケーションを組むというときには、より体制の整備が必要と認識しておりますけれども、今現状の実際の慣行の中でも、大体足下の状況の分析という意味においては、きちんとしたことを過去から行ってきているということで御理解いただければと考えております。

- 米澤委員長 いかがでしょうか、菅家委員は納得されましたでしょうか。
- 菅家委員 結構です。
- 米澤委員長 ほかに御意見。
- 大野委員

恐らくかなり今後厚生年金基金の解散、代行返上という話が出てきて、恐らく皆さん同じような行動を大部分がとられるのではないかと。そうすると額はわかりませんが、かなりの額がニューマネーとして出てくる。この辺、どうするかという方針みたいなものはあるのでしょうか。

- 三谷理事長 それも基本的にほかのニューマネーと、今でもキャッシュアウトの局面ではありますけれども、時々資金に余裕が出ましたといったことで、特別会計から寄託金を受け取ることもあるわけで、それは基本的には市場の動向を見ながら、必要なところに配分していくということでやっていますので、一度に何十兆円も来たら別ですけども、そんなに大きな金額でない限りはそう難しい話ではないと思っています。
- 森参事官 残念ながら、今年度につきましては、5.5兆円のキャッシュアウトということで、代行返上分があつても GPIF から特会はいただく予定でございます。

○大野委員 キャッシュアウトに充てるという考え方もあるのですね。

●三谷理事長 もちろんキャッシュアウトに充てる部分もあり得る。

●清水調査室長 それが優先になります。

○大野委員 わかりました。ありがとうございます。

○米澤委員長 よろしいでしょうか。今言ったような整理のもとで。事務局においては、ただいま出されました御意見等を踏まえて進めていただければと思いますので、よろしくお願いたします。

多少おくれがちで申し訳ございませんが、もう一つ、大きなテーマでございまして、委員限り3の日本版スチュワードシップ・コードについて、事務局から説明をお願いしたいと思います。よろしくお願いたします。

●青木審議役 多少時間が押しておりますので、はしょった説明になるかもしれませんが、御容赦いただければと存じます。今回はコードの概要とそのコードに7つの原則がございすけれども、その各原則に関し、GPIFの取組の現状がどうなっているのかという点の御説明でございす。

委員限り3をご覧ください。1にございすように、金融庁で検討会が開催されまして、2月に日本版スチュワードシップ・コードを取りまとめ公表したということでございす。別紙1の資料が公表されたもので、その表紙の後ろ側に検討会のメンバーが記載されておりますが、堀江委員がメンバーに入っておられるということでございす。

委員限り3の続きでございすけれども、スチュワードシップ責任につきましては、2の(1)にございすように、機関投資家が、建設的な目的を持った対話などを通じ、企業価値の向上や持続的成長を企業に促すことによりまして、中長期的な投資リターンの拡大を図る責任という意味とされております。

(2)では、対象とする機関投資家は、資産運用者のみならず資産保有者としての機関投資家も入るということで、日本の上場株式に投資する投資家も念頭に置かれていて、GPIFも当然これに該当するということでございす。

(3)は、機関投資家に対して求められる資質でございすが、②の資産保有者のほうをご覧いただきますと、スチュワードシップ責任を果たす上での基本的な方針を示し、自ら、あるいは委託先である機関投資家のところを通じて企業価値の向上に寄与することが期待される。

次の2ページでございすが、委託先といひますか、運用者の評価に当たりましては、短期的な視点に偏ることなく、本コードの趣旨を踏まえた評価に努めるべきということでありす。

(4)ですが、コードは法令ではないので、法的拘束力は有しませんが、受け入れる機関投資家はその旨を公表することが期待されておまして、7つ原則がございすけれども、その中に、自らの事情に照らして実施することが適切でないというような原則があれば、実施しない理由を説明することにより、当該原則は実施しないことも

想定されている。

(5)は、コードを受け入れる場合でございますが、そのコードを受け入れる旨とコードの各原則に基づく公表項目を法人で公表。公表項目について、毎年、見直しもする。公表を行ったホームページのアドレスにつきましては、金融庁にお知らせすることになっております。

3で、金融庁では、コードの受け入れを表明した機関投資家のリストを3か月ごとに更新するというので、初回につきましては、5月末までに受け入れを表明した機関投資家のリストを6月初めに公表ということでございます。

3ページ以降が、7つの原則の内容と、これに対する当法人の現状でございます。1番目が、日本版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、公表すべきということですが、このスチュワードシップ責任のうち、議決権行使につきまして、当法人では基本的な考え方等を公表してありまして、(1)、(2)に記載のとおりであります。大臣から与えられました中期目標のほうで、民間企業への経営に対して影響を及ぼさないことが求められておりますので、直接この行使は行いませんで、運用受託機関の判断に委ねることになります。

ただし、委託に際して、コーポレート・ガバナンスの重要性を認識し、議決権行使の目的が長期的な株主利益の最大化を目指すものであることを運用機関に示してありまして、さらに議決権行使の方針や行使状況等について、運用受託機関に報告を求め、必要があればヒアリングを行い、改善も求めている。

原則の2番目でございますが、利益相反のようなことについても、明確な方針を策定し、これを公表すべきということですが、これにつきましては、運用受託機関に対しまして、株主議決権行ガイドラインに利益相反となる企業への議決権行使の基準等を盛り込むよう指導してありまして、毎年の運用機関の総合評価の際にきちんと設けているかどうか確認しているということです。

3番目でございますが、投資先企業の状況を的確に把握すべきという内容でございますが、これは運用受託機関に基本的には委ねざるを得ないということでございます。

4番目でございますが、企業との目的を持った対話を通じ、認識の共有を図る問題の改善に努めるべきということですが、これも運用受託機関に委ねているという現状でございます。

5番目の原則でございますが、議決権行使の行使結果の公表について明確な方針を持つ。また議決権行使の方針は、企業の持続的成長に資するよう工夫すべきという原則ですが、これにつきましては、上の「○」は、先ほど原則1で申し上げました内容でございます。

公表につきましては、2つ公表してありまして、株主総会の集中する4月から6月の議決権行使状況の概要を運用委員会に報告後、ホームページに公表ということで、一連の資料の別紙2に、平成25年4月、5月の概要をつけさせていただいております。

それと（２）ですが、各年度の運用状況の詳細について公表する業務概況書のほうに内容を盛り込んで公表している。

６番目の原則でございますが、顧客・受給者に対して定期的な報告ということですが、これにつきましては、今、申し上げました２つの公表をやっているということでございます。

７番目でございますが、企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を行うための実力を備えるべきということでございますが、これは受託機関のほうで適切に議決権行使に係る取組を実施できるように、そのような体制は確保しているものと考えておりまして、また運用受託機関につきまして、議決権行使の体制を運用評価の一環である定性評価の項目としているということでございます。

説明は以上でございます。

- 米澤委員長 急がせてしまいました。このように、既に全て対応できているので、改めて整理して、このように報告するというような考えでよろしいのですか。堀江委員、これで大丈夫ですか。
- 堀江委員 これは全然大丈夫ではありません。趣旨を少し取り違えておられると思います、スチュワードシップ責任は議決権行使のことだけを言っているのではないのです。これは物すごく重要な点で、スチュワードシップ・コードの目的の中にも書かれています。ですので、これをそのまま出されるのは、全く運用会社に対し非常にミスリーディングなメッセージ、つまり GPIF は全くやる気がないと思われま。日本株式全体のリターンを上げる責任が GPIF にはあると思っており、そのためには同じ条件であれば、例えばスチュワードシップ責任をきちんと果たしている運用会社に対して委託をするとか、そういう強いメッセージを出していただきたい。これでは議決権行使だけおざなりに何かやっていますという感じにとられるので、この程度では全然話にならない。
- 青木審議役 御説明が不十分な点がございましたけれども、これは現状の御説明でございまして、これを踏まえまして、次回、具体的な対応方針を、本日いただいた御意見も踏まえまして、また御議論いただければと考えております。
- 米澤委員長 間に合いますか、締切りが何とかと。
- 青木審議役 締切りが一応５月末ということで、できれば調整を進めさせていただいて、５月末までに受け入れる具体的な方針も含めて対応できればとは考えておりますが、また、御議論をいただきながら。
- 菅家委員 意見を申し上げますけれども、GPIF でありますので、日本を代表するのみならず世界を代表するような機関投資家でありますので、この原則をきちんと受け入れるということを宣言して、この原則に則った対処方針をきちんと確立していただきたいと思っております。その際、私も諸原則、コードを読ませていただきましたけれども、例えば現状で、運用受託機関に委ねている。これについても委ねているということで、GPIF は何もしてないかのごとく書いてありますけれども、そうではなくて、自ら実践するかどう

かは別として、責任を果たす上での基本的な方針を示すことが大前提として求められているわけですね。その上で自らやるのか、運用先を通じてやるのかは別ですけども、求められていることは一緒だということについて、自覚的に方針をつくっていただきたいと思います。

○米澤委員長 今までからいくと、相当踏み込むことを要求されている。これだとスケジュールシップ等を中心にやられた方から見ると、少しその線に達してないということの評価をいただきましたので、次回5月までにどういう点までできるのかどうか、できないものもあるのかもしれませんが、そのこのところ、調整をお願いしますし、ぜひ堀江委員も御協力のほどお願いします。

○大野委員 よろしいですか。結構いろいろな御議論が出てくると思うので、これは先ほど説明していただいた2ページ目の裏のほうですけども、5月までにまとめられたいということなのですけども、もし現状のあり方を変えるような議論になると、かなり影響も社会的に大きいので、9月初めまで時間があるような書き方になっているので、場合によっては、もう少し時間的余裕をみたほうがよいのかなという感じがしています。

○米澤委員長 9月初めで、その次のということ。

○大野委員 2ページ目、裏の一番下、予定ですけども、初回に限り、時間的な余裕があまりないことや云々、9月初めとなっていますね。これがどの程度猶予されるのかわかりませんが、結構な御議論になるのであれば、状況を見ながら、少し時間に余裕を持たせた方がよいのではと思います。ずっとまとめれば別に構わないのですけれども。

○米澤委員長 今のところで、例えばすんなりとならなかつたとなると、少し大変かなという感じがしてきたので。

●青木審議役 十分調整させていただきながら進めたいとは考えております。

○米澤委員長 それは大きな主題を抱えましたけれども、ということで、また、御調整は堀江委員、協力をお願いしたいと思います。

本日予定した議事を、少しはしよったところもございしますが、一応全部議論しましたので、本日はこれで終了にしたいと思います。事務局から連絡事項等があればお願いしたいと思います。

●青木審議役 後でお配りをさせていただきました1枚紙の資産構成割合の変更については、機密性の高い情報ということでございますので、これまでそのような資料につきまして、席上配付させていただいて、回収させていただくという取り扱いをしております、恐縮ですが、机の上に置いておいていただきますようお願いいたします。

次回、第79回運用委員会につきましては、平成26年5月23日、金曜日の13時から、当法人の大会議室で開催をさせていただきますので、よろしく願いいたします。

○米澤委員長 それでは、第78回運用委員会をこれで終わりにしたいと思います。いろいろ建設的な御意見ありがとうございました。