

第 80 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 26 年 6 月 20 日(金)13:00～15:00

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
・菅家委員 ・武田委員 ・能見委員

4. 議 事

- (1) 平成 25 事業年度 財務諸表等 (案) について
- (2) 平成 25 年度 業務概況書 (案) について
- (3) 平成 25 年度 業務実績評価シート (案) について
- (4) その他

●青木審議役 それでは、出席予定の委員の方は全員おそろいでございますので、ただいまより第80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、清水委員におかれましては、所用により御欠席とのことでございます。

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、

委員限り 1 平成25事業年度財務諸表等(案)

委員限り 2 平成25年度業務概況書(案)

委員限り 3 平成25年度年金積立金管理運用独立行政法人業務実績評価シート(案)

委員限り 3 参考資料 平成25年度業務実績評価シートに関する自己評価について(案)

資料 1 平成25年度委託調査研究について

委員限り 4 平成26年度委託調査研究(案)について

資料 2 国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し

委員限り 5－1 平成26年財政検証結果と当面のキャッシュフロー

委員限り 5－2 モデルポートフォリオ及び基本ポートフォリオの策定について

委員限り 6 リスク管理状況等の報告(平成26年 4 月)

なお、委員限り 1 の平成25事業年度財務諸表等(案)、委員限り 2 の平成25年度業務概況書(案)、委員限り 3 の平成25年度年金積立金管理運用独立行政法人業務実績評価シート(案)及び委員限り 6 のリスク管理状況等の報告(平成26年 4 月)、この 4 点につきましては、恐れ入りますが、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、よろしくお願いいたします。随行の皆様も同様にお願いいたします。
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、米澤委員長にお願いを申し上げます。

○米澤委員長 本日は、お忙しい中をお集まりいただきまして、ありがとうございます。

それでは、きょうの議事に入っていきたいと思います。

委員限り 1 の平成25事業年度の財務諸表等(案)、委員限り 2 の平成25年度業務概況書(案)について事務局のほうから説明をお願いしたいと思います。よろしくお願いいたします。

●青木審議役 資料は2つございますが、まず、委員限り 2 の平成25年度業務概況書(案)のほうから御説明させていただきます。

1 ページが理事長の御挨拶でございますけれども、今回、有識者会議の報告書で示された御提言についても、真ん中のあたりですが、言及しております。

3 ページは、収益率でございますけれども、第3四半期まではプラス9.45%でしたが、第4四半期はマイナス0.80%となり、通期でプラス8.64%でございます。下の図に資産ごとの収益率が出ておりますが、最も収益率が高かったのが外国株式のプラス32.00%、次いで国内株式のプラス18.09%、続いて外国債券14.93%、財投債1.58%、財投債を含んでおりませんが、市場運用分の国内債券0.60%などとなっております。

4 ページは、収益額でございます。平成25年度の収益額は10兆2,207億円となりました。これも資産別で下の表をご覧くださいますと、一番大きいのが外国株式の4兆7,387億円、続きまして、国内株式、外国債券、以下、市場運用分の国内債券、財投債と続きます。いずれにいたしましても、全資産、プラスの収益率、収益額であったというところでございます。

5 ページは、運用資産額・構成割合でございますが、平成25年度末の運用時価総額は、この表の下、左のほうにございますように、126兆5,771億円でございます。基本ポートフォリオと対比すべき年金積立金全体の構成割合といたしましては、参考の欄のところになりますけれども、国内債券53.43%、国内株式15.88%、外国債券10.66%、外国株式15.03%ということで、全て乖離許容幅の範囲内におさまっていたというものでございます。

7 ページは、年金財政上求められる運用利回りとの比較でして、長期的に見ると年金給付は名目賃金上昇率に連動して増加すると考えられるということで、名目運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いた実質的な運用利回りを見る必要があります。また、実質的な運用利回りを、下の表ですけれども、年金の財政計算上の前提として設定された数字と比較することになっておりますが、実質的な運用利回りにつきましては、文章のところに書いてありますように、自主運用を開始した平成13年度以降の13年間の平均で2.52%、当法人が設立された18年度以降の8年間の平均で2.78%となりました。

続きまして、15ページをご覧くださいと思います。それぞれの資産ごとの超過収益率の状況でございます。順番に申し上げますと、国内債券、一番右の(A)－(B)のところでございますが、プラス0.04%ということでおおむねベンチマーク並み、国内株式につきま

してはマイナス0.47%、外国債券はマイナス0.17%、外国株式につきましてはマイナス0.10%、短期資産につきましてはプラス0.03%ということでございます。国内株式、外国債券アクティブ、外国株式アクティブの超過収益率がマイナスだった要因の説明につきましては、14ページに書かせていただいておりますので、御参照いただければと存じます。

28ページに飛びまして、昨年度中の取り組みということでこのページ以降幾つか書いております。この中で、2は、平成25年6月に行った基本ポートフォリオの見直しでございます。

29ページの3は、運用受託機関構成、マネジャー・ストラクチャーの見直し、ここでは昨年度行ったことを2つ書いております。

1つ目が、国内株式のアクティブとパッシブ運用のマネジャー・ストラクチャーを一体的に見直し、パッシブ運用における新たなインデックスの採用、スマートベータ型アクティブ運用や企業との対話により価値向上を目指す運用の導入、J-REITの組み入れ開始を行ったほか、一部ファンドに実績連動報酬を導入したことなどを書いております。

30ページは、2つ目の外国株式アクティブ運用でございます。平成24年度に見直すこととし、平成25年度に第3次審査ということで最終審査を行いまして、リザーブファンドを含め、運用受託機関を選定し、一部のファンドには実績連動報酬を導入したことを書いております。

32ページでございますが、国内外の機関投資家との共同投資協定に基づくインフラ投資の開始です。開始した趣旨や共同投資の仕組み、投資規模等々について記載しております。

33ページは、リバランスの実施等ということでございますが、この文章に書いておりますのは25年度におけるリバランスの基本的なルールということで、乖離許容幅を超えた場合には資産構成割合の変更を行うということ、また許容幅の範囲内におきましても、定期的に検討を行うこと等を書いております。

また、リバランスに加えまして、キャッシュアウト等のための資金配分・回収の結果による各資産の資金の動きを表として掲載させていただいております。国内債券につきましては4兆8,165億円の回収、国内株式は1,048億円、外国債券は4,288億円、外国株式は1,243億円、それぞれ配分となっております。

37ページの手数料コストの効率化でございますが、国内債券では24年度に実施したマネジャー・ストラクチャーの見直しに伴う手数料の引き下げ等により11億円の減少がありました。ただ、全体としては時価の上昇もございまして、前年度に比べまして31億円増加いたしました。

38ページでございますが、オランダ株式配当金源泉税の返還について記載しております。オランダ租税当局に対し返還を請求し、交渉しましたが、25年8月に約48億円の返還金を受領できたところでございます。

39ページ以降が、年金積立金運用の枠組みと管理運用法人の役割ということでございます。

51ページに飛びまして、このページ以下、各種資料等ということでございますけれども、運用委員会委員につきまして、平成26年3月31日現在、次のページで26年4月24日現在を記載いたしております。

その後、各市場の動向の説明が続きまして、58ページ以降が各資産のパフォーマンス要因分析です。前にちょっと出ておりましたけれども、それをより詳しく説明した内容です。

63ページは、各資産の年度中の資産構成割合の実績をグラフ化しております。基本ポートフォリオが変わりましたけれども、変更前後の基本ポートフォリオを示す線も記載いたしております。

64ページからは、複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析、リスク管理のトラッキングエラーの状況等です。

71ページは、運用手法・資産別運用資産額等でございます。

72ページ、73ページは、運用受託機関別運用資産額の一覧表ということでございまして、平成25年度末の数字、すなわち外国株式と国内株式のマネジャー・ストラクチャーの見直し後の運用受託機関名等を記載しております。

また、73ページの左側の外国債券アクティブ運用のところに自家運用というのがございますけれども、これはインフラ共同投資の関係でございます。

75ページ以降、ファンド数の推移やいろいろな資料を掲載させていただいております、最後のほうに用語の説明も入っております。

全体の資料が多くございますので、前年度から変わった主なポイントを中心に、以上、簡潔に御説明申し上げた次第でございます。

なお、業務概況書の公表の日程は調整中でございますが、7月上旬となる見込みでございます。

●井上管理部長　続きまして、私のほうからお手元の資料の委員限り1の平成25事業年度財務諸表等（案）につきまして御説明を申し上げます。

決算数値の概要につきましては、決算の状況を簡潔に示す目的で作成しております事業報告書に沿って御説明申し上げます。

まず、59ページをおあけください。ここに平成25事業年度事業報告書とございまして1. 国民の皆様へと記入がございます。その中ほどでございますが、（2）平成25年度の事業実績の概況に記載しておりますとおり、当法人の財務諸表上の総資産額は、126兆5,779億円となっております。また、平成25年度の運用実績から得られました当期総利益でございますが、10兆1,938億円を計上し、結果、平成25年度期末の利益剰余金でございますが、平成24年度期末の13兆7,126億円から8兆822億円増加いたしまして、21兆7,948億円となったところでございます。

次に、64ページをおあけください。4. 財務情報の（1）財務諸表の概況（法人単位）という項目がございます。これは、損益計算書及び貸借対照表上の主要な数値につきまして簡略に記載したものでございますが、これも順を追って説明申し上げます。

まず、経常収益でございますが、10兆2,209億45百万円と、前年度比で1兆13億72百万円減となっておりますが、昨年に引き続きまして、10兆円を超える資産運用益となっております。

また、経常費用でございますが、271億19百万円と、前年度比で30億67百万円増となっております。これは、先ほどディスクロでも御案内したとおりでございますが、運用委託手数料の増加による運用諸費の増が主な要因となっております。

以上の結果、平成25年度の当期総利益は、前年度に比べて1兆44億35百万円の減となっております。

次に、資産ですが、平成25年度末現在の資産合計は前年度末比6兆1,119億82百万円増となっております。これは、資産運用益の計上による増加があったことが主な要因となっております。

次のページ、上段に目を転じていただき、負債につきましては、平成25年度末現在の負債合計は104兆7,829億78百万円と、前年度末比1兆9,702億44百万円減となっております。これは、運用寄託金の受け入れに対しまして、償還が上回ったことが主な要因となっております。

次に、今年度の会計方針につきまして説明いたします。ページを戻っていただきまして8ページをご覧くださいませでしょうか。財表の注記ということでございますが、重要な会計方針等をここに記載しておるものでございます。特に前年度から追加等のあった項目についてのみ申し上げさせていただきたいと思っております。

まず、8ページの1. 重要な会計方針としまして、本年2月27日に運用開始いたしました共同投資協定に基づきますインフラストラクチャーへの投資、インフラ投資に係る評価基準及び評価方法について記載しております。

保有目的区分につきましては、(1) 金銭等の信託のうちの、その他有価証券に区分いたしまして、時価は原価法(移動平均法)によることとしております。

(2) の外貨建資産及び負債の換算基準につきましては、括弧内に記載のとおり、その他有価証券は決算日の為替相場により円換算いたしまして、換算差額につきましては、全部純資産直入法により処理することとしております。

次に、10ページをお開きください。一番下の段に注2がございます。時価を把握することが極めて困難と認められる金融商品といたしまして、金銭等の信託のうち、その他有価証券の貸借対照表計上額を記載しております。

11ページでございますが、上段に、その他有価証券につきましては、現行の日本会計基準によれば非上場株式を含むものであり、時価を把握することが極めて困難な有価証券であることから、時価開示の対象とはしていないという理由につきまして、ここに注記しております。

次に、会計監査人の監査報告書について御報告いたします。資料の最後の1枚をご覧くださいませでしょうか。あずさ監査法人より6月19日付で独立監査人の監査報告書を頂戴

しております。

80ページに監査意見が記載されておりますとおり、無限定の適正意見を頂戴している状況でございます。

監事意見につきましては、近々監査報告書を頂戴することになっておりまして、本日の資料には間に合っておりませんが、適正である旨の御意見をいただけることとなっております。

最後に、今後の取り扱いでございますが、この財務諸表は今後、法人内で所要の手続を経まして、6月26日もしくは27日に厚生労働大臣宛て提出する予定でございます。また、大臣からは、今夏に開催されます独法評価委員会における法人の審議を経て、9月中には決算の承認をいただけるものと思っております。ちなみに、昨年は9月18日付で承認をいただいたところでございます。

説明は以上でございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございました。

それでは、今の2点、平成25事業年度財務諸表等（案）及び平成25年度業務概況書（案）につきまして、御意見ないし御質問があれば伺いたいと思います。よろしくをお願いします。

○堀江委員長代理 業務概況書についてお聞きします。14ページに国内株式のパッシブ運用で、多分3月末の入替の影響だと思いますが、非常に大きなマイナスのパフォーマンスになっています。これについての要因分析とか、そういうものは内部でやっておられるのかという質問です。

●陣場運用部長 まず、年度では47ベースス負けています。基本的にアクティブ運用、ちょうど入れかえ途上で、結構、不振の先が多くて、アクティブ運用の効果だけで11ベースポイント年間負けていたということがございます。これは入れかえとは関係ない部分で負けています。

堀江委員から御質問いただきました3月終わってから4月にかけてのマネストの入れかえ作業で36ベースポイントくらい取引コストがかかったと認識しているところでございます。

少し御説明をさせていただきますと、入れかえのやり方として、まず新しいマネジャーを選定いたしまして、これはJPX運用、新しいパッシブのベンチマークの運用も含めまして、新しいマネジャーの方々から新しいポートフォリオをどういう銘柄にするのかという情報をまず頂戴いたします。一方、既存のアクティブ・パッシブ、全部のポートフォリオを集めて、新しいマネジャーに渡すもののうち、既存のポートフォリオで充足できるものは全て新しいアクティブ・パッシブマネジャーにお渡しをして、残ったポートフォリオを今度はTOPIXのパッシブの運用機関に与えまして、TOPIXのベンチマークから随分乖離したポートフォリオになっておりましたので、そのポートフォリオをTOPIXに戻すためのトランザクションを3月後半から行ったということでございます。したがって、TOPIXと比べて飛び出ている銘柄を売り、不足している銘柄を買うというオペレーションの中で取引コ

ストが少しかかったかなというところでございます。

今回、マネジャー・ストラクチャーにつきましては、既存のマネジャーが不振をきわめておったということもありまして、既存のマネジャーはほとんど残らないという大規模なマネジャー・ストラクチャーになってしまいましたので、必然的にこのトランザクションが大きなものになってしまったという結果でございます。これだけのマネストということであればやむを得ない結果かなとは思っておりますが、おっしゃるとおり、確かに実施の時期、タイミング等、もうちょっと工夫すべき点はあったのかということは考えておりまして、もちろん今後もトランジションをどうするのかといった議論の中で詳細な分析をして活かしてまいりたいと考えているところでございます。

○堀江委員長代理 これは中で評価したのですか。このくらい本当はかかるだろうということで落ちついたという、事前に見積もったコストと事後にこれだけかかったコストについての評価は中でされているのですか。

●陣場運用部長 それはTOPIXのパッシブの5つの社に対してこういう入れかえをするのでということは伝えて、このくらいの期間でできますといった話も聞いた上で行いましたけれども、少しコストがかかったのかなというふうには考えております。

○堀江委員長代理 これは当時の運用委員会の席では議論されたのですか。例えば宇野先生みたいな日本でも第一人者、マイクロストラクチャーの専門家がおられたにもかかわらず、そういう議論がなされなかったのではないかと思います。

●陣場運用部長 これまで我々はトランジションマネジャーを使ってこういう場合には移行しておりました。ただ、外国株式、国内株式等での総合評価にもとづく入れかえの際に、トランジションマネジャーを使ってやっておったのですが、1社にお任せしてもコストが随分かかるという状況が過去ございまして、これでよいのだろうかという問題提起をする中で、ではパッシブの運用機関に分散して任せてみてはどうかと考えて行ったものでございます。

宇野委員とは、そういうアイデアについていろいろディスカッションいたしまして、解約先に売らせるとそうした先については高値で売るインセンティブはないので、取引コストが高くなる可能性がある。一方、新しいマネジャーであれば、高く売れば自分の受託資産が膨れますので最良執行するインセンティブがあるのではないかと。従って、新しいマネジャーにトランジションの作業をやらせるのがよいのではないかとというサジェスションを受けて、今回やってみたというところでございます。

○堀江委員長代理 そうすると結論的には事前評価よりもかかったのですか、かかっていないのですか。高かったのですか、安かったのですか。

●陣場運用部長 少し高かったのかなと考えております。我々のやり方は、5社に分散してやらせる分散執行ということで、1社集中よりも、よりばらける効果があるのではないかとということでトライしたわけでございます。結果としてみると5社それぞれ少し自己中心的な動きになって、前半に集中し過ぎたかなといったこともございまして、その辺は我々、

工夫が足りなかった部分はあったのかなという反省はしております。

○米澤委員長 もう一度整理すると今回においてはトランジションマネジャーを使わなかった。

●陣場運用部長 使わずにパッシブの運用機関にお任せした。パッシブの運用機関5社にお任せしたということでございます。

○米澤委員長 使った場合のコストを引いてこれよりかよかったか悪かったか、私も詳しくわからないのですが、マーケットにいる人から聞くと非常に荒れたということなので、何で使わないのだろうかというような意見を聞いたことがありました。

○堀江委員長代理 私も同じ意見ですが、海外に行ったとき多くの株式マネジャーから非常に批判を受けて、私は自分と全然関係なかったのですけれども、謝りました。

●陣場運用部長 ただ、我々はアクティブの中でへこんだものを買ひ、出っ張ったものを売るというオペレーションをやったわけですが、マーケット全体という観点で見ますと3月のTOPIXは0.2%の上げということで、マーケット全体で見るとほとんど動きはなかった。当たり前ですけれども、売った金額と同じ金額買っただけですので、マーケット全体に対しては与えていたのかなと考えるところです。ほかの機関投資家がどういうアクティブポートフォリオを持っておられるか我々もちょっとわからないところでございますので、確かに持っているポジションによっては大きなエラーが出たケースもあったのかもしれませんが、マーケット全体を見たときに3月の相場というのは、通して見るとTOPIXベースで0.2%の上げということで、ほとんど何も動いていないという状況でした。

○米澤委員長 マーケット自体も、原因がGPIFかどうかはわからないけれども、荒れたという言い方をしていますが、私もわかりませんというふうに言っておきました。

今、堀江委員も言いましたように、今後こういうことは、まだというかむしろあり得る話なので、極めて重要な点ですね。

●陣場運用部長 総括はいたしたいと考えております。

○米澤委員長 ほかにいかがでしょうか。

よろしいですか。

私も久しぶりにこれを見させていただく中、相変わらずアクティブがマイナス、前と同じという感じで、15ページあたりのパッシブ・アクティブのところではアクティブのほうがやはりマイナスというのは余り変わっていないのかなという感じがしますね。

●陣場運用部長 まず、外国債券については、年度当初、金利が大きく動いたりということがありましたので、アクティブの人たちのポジションがちょっと市場環境に適合しなかったというのが要因と考えております。また、外国株式につきましては、これも昨年夏にマネジャーを入れかえたということもありまして、全体としての評価はもう少し時間が必要のかなと思っておりますけれども、銘柄選択が昨年のうちは効かないで終わったと考えているところでございます。

○米澤委員長 よろしいですか。

まだ日程は決まっていますが、業務概況書のほうはいずれ公表されるということですね。

●青木審議役 はい。7月上旬に記者会見とホームページを同時期アップする。その際に、英語版の10ページくらいの要約版のものもあわせてホームページにアップするということ考えているところでございます。

○米澤委員長 それでは、続きまして、委員限り3の年金積立金管理運用独立行政法人業務実績評価シート（案）及び委員限り3の参考資料の平成25年度業績実績評価シートに関する自己評価について（案）について事務局のほうから説明をお願いしたいと思います。

●青木審議役 それでは、御説明を申し上げます。

まず、当法人は独立行政法人でございまして、独立行政法人は、独立行政法人通則法の規定によりまして、各事業年度の業務実績について所管省庁の独立行政法人評価委員会の評価を受けなければならないこととされております。当法人は、厚生労働省独立行政法人評価委員会の評価を受けることになります。例年7月から8月にかけて、評価委員会に設置されました年金部会及び評価委員会の総会で前年度の業務実績について御審議をいただいております。今年度も、平成25年度の業務実績につきまして、7月中旬から8月下旬にかけて審議される予定でございまして、

なお、厚生労働省の評価委員会は、中期目標期間の最終年度においては中期目標期間の業務実績の暫定的な評価を行うということになっておりまして、その翌年度には確定した最終的な評価ということですが、中期目標期間の最終年度においては4年間分をもって暫定的な評価をするということです。本年度は当法人にとりましてまさに最終年度でございまして、平成22年度から25年度までの4年間の業務実績をもとに暫定評価のほうも行われる予定でございまして、その関係で、厚生労働省に提出する資料につきましては現在作成中でございまして、次回以降の運用委員会で御報告できればと考えております。

それでは、平成25年度、昨年度の業務実績評価に関して申し上げますが、まず縦長1枚紙の委員限り3参考資料のほうで全体像を御説明申し上げます。

評価委員会における評価結果は、中期計画に掲げた項目ごとに行う個別的な評価がございまして、また個別的評価を踏まえて行う総合評価というものも示されますけれども、当法人からは、評価委員会での審議に先立ちまして、個別評価の12ある評価項目につきまして記載した業務実績評価シート等を提出いたします。委員限り3参考資料では、12の評価項目につきまして、平成24年度と25年度の自己評価と独立行政法人評価委員会の評定ということで書かせていただいております。

まず、平成24年度の例から申し上げますと、24年度は、全体で12項目ありますうち、自己評価ではS3、A9、B0と提案させていただきましたところ、独法評価委員会の最終的な評定は、S1、A10、B1でございました。なお、Sというのは中期計画を大幅に上回った、Aは中期計画を上回った、Bは中期計画におおむね合致しているという意味でございまして、

そこで、平成25年度の自己評価の案でございますが、一番下でございますように、S 4、A 7、B 1ということで考えております。

S の 4 項目は何かということを御説明いたします。

まず、評価項目 3 の運用手法、財投債の管理・運用でございますが、この中身は、インフラ共同投資の導入、国内株式・先進国外国株式の運用の見直しなどでございます。

次に、評価項目 5 の基本ポートフォリオでありますが、昨年 6 月に基本ポートフォリオを変更したということで書かせていただいております。

3 つ目は、評価項目 9 の調査・分析の充実等でございますが、非時価総額加重平均型ベンチマークの活用についての委託調査研究などを積極的に進めたということで書かせていただいております。

4 つ目は、評価項目 11 の業務運営の効率化に伴う経費節減でありますけれども、これは、オランダの株式配当金に係る源泉額について返還を受けるなど経費節減について成果を上げることができましたので、書かせていただいております。

次に、業務実績評価シート、委員限り 3 の横長の分厚い資料につきまして簡潔に御説明させていただきます。

このシートは、12 の評価項目ごとにまず関係の中期目標、中期計画、年度計画の規定、年度実績を 4 つ欄がある表で記載しております。

評価項目 1 について申し上げます、今申し上げました 4 段表、中期目標から書いてある表が 1 ページから 6 ページまで続きます。

次いで 7 ページに、評価の視点等、自己評価評定という 3 つの欄がある表が続いております。左側の欄記載の評価の視点につきましては、厚生労働省の評価委員会等からお示しをいただいているもの、真ん中の自己評価は、A とか S とか当法人が記載いたしまして、その下にその理由と特記事項、さらにその下は各評価の視点についての取り組み状況の記載が続いております。右側の欄は、斜めの線が入っておりますが、ここの部分は、評価委員会で後日評価結果の一環として記載がなされまして、それが当法人のほうに戻ってくるという欄でございます。

評価項目 2 以降につきましても、今、評価項目 1 について申し上げましたと同様の構成となっております。

次に、自己評価を S とした 4 つの項目についてこのシートの記載を御説明申し上げます。

評価項目 3 のマネジャー・ストラクチャー運用手法のところでございますけれども、27 ページをご覧いただきたいと思います。自己評価、S、真ん中でございますけれども、理由及び特記事項に書かせていただいております。アとして、インフラストラクチャー投資、イとして、国内株式運用について運用受託機関構成を一体的に見直すこととし、運用受託機関を選定した。その中でパッシブ 10 ファンド、アクティブ 14 ファンドを選定した。このほか、業務概況書の御説明の際にも申し上げましたようなことを記載しております。ウとして、先進国の外国株式のアクティブ運用の見直しについて記載しております。9 ファン

ドを選定しました。最後に、エとして、平成26年度から物価連動国債の入札に参加するということでやっておりますが、その導入に向けて種々準備、関係省庁との調整を含めて進めたということを記載しております。

36ページでございますが、評価項目5の基本ポートフォリオですが、一昨年10月の会計検査院報告に基づきまして、厚生労働省から基本ポートフォリオについて定期的に検証を行うよう要請があったことから、各資産のリターンの検証やリスクの見直しを行った結果、国内債券並みのリスクのもとで明らかに、より効率的なポートフォリオの存在が確認できたということで、運用委員会でも御議論いただきまして、基本ポートフォリオの変更を行ったという内容を記載しております。

次に、評価項目9の調査・分析の充実等でございますが、64ページをご覧ください。当法人における非時価総額加重平均型ベンチマークの活用について委託調査研究を行い、その結果は国内株式のマネジャー・ストラクチャー構築に活用した。また、平成24年度に実施したオルタナティブ投資スキームについての調査研究に基づいてさらに検討を進めて、インフラ投資の開始につながったといったこと、最初のほうに書いておりますのは4つの大学との共同研究を引き続き進めていく、こういったことに着目してSとさせていただいております。

最後に、評価項目11の業務運営の効率化に伴う経費節減、73ページでございます。ここもオランダの租税当局への返還請求交渉の話などについて記載しております。また、年金積立金データ管理システムに係る契約に係る経費節減等の記載もしております。

業務実績評価シートは分量が多いということで恐縮でございますが、主に自己評価をSとした部分について御説明を申し上げます。

以上でございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございます。

それでは、ただいまの説明について、御意見、御質問になるかと思いますが、ありましたらお願いしたいと思います。

よろしいですか。こういう形で、昨年はこうなっていたということと、今年はこう自己評価で出したいということです。

では、そういうことで承りましたということで先へ進ませていただきたいと思います。

続きまして、資料1の平成25年度委託調査研究について、委員限り4の平成26年度委託調査研究(案)についてにつきまして、事務局のほう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。

●清水調査室長 それでは、資料に基づきまして私のほうから御説明申し上げます。

例年この時期に、昨年度の委託調査研究結果の概要をこの場に御報告し、これが資料1でございますけれども、この部分につきましては、委員会終了後ホームページに公表するという形で取り扱っているということでございます。あわせまして、今年度、平成26年度にどのような内容の委託調査研究をするのかについての御提案でございます。

まず、資料1でございまして、平成25年度委託調査研究につきましては、1本、先ほどもございましたけれども、非時価総額加重平均型ベンチマークについての調査研究を行ったということでございます。

調査研究の趣旨でございますけれども、非時価総額加重平均型ベンチマークについて、資産ごとに、その種類や特性、理論的な背景、海外での導入事例を整理し、GPIFにおいて投資可能な金額、各資産レベルでの位置づけと導入の効果、基本ポートフォリオ上の位置づけ及び影響等、GPIFでの具体的導入と効果を調査するものということでこの調査を行ったということでございます。この結果につきましては、先ほど御説明したように、今回、日本株式のマネジャー・ストラクチャーに一部反映したということでございます。

この調査研究の概要でございますけれども、まず委託先といたしましては、右に書いておりますとおり、MSCIジャパンとみずほ第一フィナンシャルテクノロジー株式会社の2つにお願いしたということでございます。

概要でございますけれども、時価総額加重平均型ベンチマークの非効率性への対応として、市場に残されているプレミアムの獲得を目指す非時価総額加重平均型指数であるスマートベータの導入や、特徴の異なる市場型指数の追加導入による市場インデックスの分散が考えられる、こういうことでございます。

まず、株式投資におけるスマートベータでございますけれども、この部分につきましては、企業規模、低ボラティリティー、バリュー、配当利回り、モメンタム、クオリティー、こういったいわゆるリスクファクターがスマートベータとしての源泉としてあるということでございます。また、これらのファクターを組み合わせるとトラッキングエラーが大幅に低下し、情報レシオにつきましては、キャップウエイトのインデックスに対するトラッキングエラーを分母にしてそれに対してどのくらいのアルファがとれるか、いわゆるトラッキングエラー分のアルファ、こういう定義でございますけれども、この情報レシオ、IRが改善するというところでございます。

スマートベータの位置づけでございますけれども、従来のアクティブ運用の一部として位置づける、あるいは従来のパッシブの一部として位置づける、こういう位置づけのほか、リスクファクターを通じたシステムティック・リスクプレミアムを獲得する観点から第3の箱も考えられるということでございまして、実際、私ども日本株のマネジャー・ストラクチャーの折には③の第3の箱に位置づけるといった選択を行ったということでございます。

さらに、従来のベンチマークの非効率性を補う観点からの対応ということで、より広いユニバースを持つインデックスや投資可能性を考慮したインデックスに分散することも検討に値する。いわゆる非時価総額加重平均型ベンチマークでない通常の市場型指数においても、例えば日本株式においてはTOPIXを使ってきたわけでございますけれども、これが東証一部上場企業に限定されている等々のことを考慮すると、よりユニバースを広くする等々の観点からほかのインデックスに分散することが考えられるのではないかと、こ

ういった趣旨でございます。先ほどの日本株のマネストの際にも、通常のTOPIXを一応コアと位置づけつつも、サテライトとして1つはRussell/Nomura Prime、2つ目にはMSCI Japan、これはJ-REITも入ってございますけれども、3つ目といたしまして、JPX日経400、こういったインデックスを追加導入したということでございます。

以上が株式でございまして、後半、債券投資におけるスマートベータということでございます。通常、債券におけるいわゆるマーケット運用でございますけれども、例えばソブリンということであれば、各国のある種の借金規模のウェイトで投資することになりますので、こういったことが果たしてよいのかどうかという御指摘もあったわけございまして、例えばGDPウェイトみたいなもので加重平均した指数に投資するということについては、GDPウェイトは国全体の成長でございますので、ある種、返済能力に基づいたウェイトづけであるといった指摘もあるということでございます。GDPウェイト指数がリスク・リターンの観点から通常のキャップウェイトと比べて改善するのかどうかということについては、リスク調整後のリターンの改善は必ずしも見られなかったということもございますけれども、いわゆるアメリカへの集中の緩和にはつながったということもございます。

債券に係るスマートベータの源泉でございますけれども、ここに書いておりますとおり、為替キャリー・プレミアム、これは金利の低い通貨をアンダーあるいはショートして金利の高い通貨をオーバー、ロングする、こういった部分、あるいは新興国のプレミアム、さらにはクレジットリスク・プレミアム、あるいはターム・プレミアム、タームにつきましては長短スプレッドということもございますが、さらにはこういった4つのプレミアムを均等配分した分散プレミアム、こういった5種類の債券ファクター指数、インデックスを検討したということもございます。その結果、円ベースの分析では、全ての債券ファクター指数がキャップウェイトを上回るようになったということもございます。

最後、海外における導入事例ということもございますけれども、海外年金基金におけるスマートベータの採用は拡大しており、採用事例における共通点としては、長期的観点からリスク低減あるいはリターンの強化を図ることができる、こういう考え方で多くがインデックスプロバイダーの提供するようなスマートベータインデックスみたいなものを選択している、こういった流れであるということもございます。

以上が平成25年度の調査結果でございます。

続きまして、委員限り4の平成26年度委託調査研究（案）についてでございます。今回、平成26年度につきましては、とりあえず2本、テーマを設定させていただいたところでございます。

まず、1点目でございますけれども、テーマといたしまして、GPIFにおけるスチュワードシップ責任及びESG投資等のあり方についての調査ということでございます。

趣旨でございますけれども、まず1つは、年金部会の報告書の中に、GPIFとして、責任ある機関投資家の諸原則を踏まえた方針の策定・公表や、収益確保のためのESG等を含めた非財務的情報に着目することの是非を検討すべき、こういうふうにされたということ。

さらに、5月末に運用委員会でも御議論いただいたスチュワードシップ・コードにつきましては、資産保有者としての機関投資家として、その受け入れを表明したところでございますし、またその中において、被保険者のために中長期的な投資リターンの拡大を図ることを目的とした長期的な株式市場のリターン拡大に資する活動について、受託者責任の観点から検討、こういったことを明記したということでございます。

本調査研究におきましては、これら2つの課題に総合的に対応するという観点から、まず1つは、運用機関あるいは年金基金におけるスチュワードシップ責任の社会的、制度的背景とその内容、実際のプラクティス。

次に、年金基金等の資金委託者としての運用機関のスチュワードシップ活動の評価の仕組みと方法、スチュワードシップにつきましては、あくまでも我々アセットオーナーとして運用機関のほうに適切な執行を求める、こういうたてつけでございますので、運用機関の実際の活動をどう我々として評価すべきなのか、こういったところにフォーカスした部分でございます。

さらに、ESG投資の社会的背景と制度的枠組み、ESG投資において考慮されている諸要因及び投資プロセスへの組み込み方法並びにコーポレートガバナンス・コードとの関係ということでございます。特にコーポレートガバナンス・コードにつきましては、今年度、成長戦略等においても位置づけられつつある、こういうことがありますので、包括的にこの部分につきましても対象とするという趣旨でございます。

4番目といたしまして、スチュワードシップ活動とESG投資との関係、及び実行に当たって当然コストがかかるということでございますので、コストと効果、外部性についての考え方等について、内外の運用機関や年金基金の導入事例を含む包括的な調査研究を行う、こういう趣旨でございます。

以上がスチュワードシップ責任並びにESG関連ということでございます。

裏をめぐっていただきまして、2点目につきましては、資産・財政統合リスク分析モデル開発とプロトタイプツールの作成ということでございます。

これにつきましても、年金部会におきまして、当法人に対しまして、フォワードルッキングな視点でのポートフォリオ分析、さらには財政サイドも含めた統合的なリスク管理、こういうことが求められているところでございますので、当法人としては、賦課方式という公的年金の特殊性を踏まえた資産・財政両サイドを統合したリスク分析ツールの開発を行うという趣旨でございます。

このようなシステムについては1年で完璧なものができることでもないと思いますので、まずファーストステップとして、今年はこの形で調査研究を行い、今回につきましては、第1段階として、まず資産については非伝統的資産を含む資産もしくはセクターレベル、財政につきましては、主としてキャッシュイン、キャッシュアウトのフロー予測、これを統合したリスクモデルあるいはプロトタイプツールの開発を目的とするという趣旨でございます。

以上、平成26年度の調査研究でございます。

○米澤委員長 ありがとうございます。

ただいまの説明に関しまして、御意見、御質問等がありましたらお願いしたいと思います。

○大野委員 一企業として、特にESG投資のところ、環境、社会問題、ガバナンスということではありますが、当然、ESGに着目した投資を行うこと自身は企業がポジティブに評価する、これは全く否定していませんし、これはやるべき問題だと思います。ただ、特にGPIFにおいては、巨額な公的資金を投資しておりますので、ESGについて何らかのハードな基準のようなものを仮に掲げることになるとしますと、その影響は非常に大きいことになると思います。ここは十分慎重に議論されたいと思っています。

なぜならば、もし特定の価値観に基づいて評価を行うということを仮にしますと、一つは投資先の企業行動をゆがめることがある。もう一つは、ひいてはGPIFの運用の選択肢が非常に狭まるおそれもあるということでありまして、ここは慎重に考えていただきたいと思います。

例えばガバナンスということでありまして、企業の統治機構というのは、日本においては、御存じのように監査役会設置会社、委員会設置会社、ここは設計が自由になっているわけでありまして、また今度の改正の会社法ではこの中間形態も新たに出てきています。こういった選択があるわけでありまして、全てどれをとっても日本の社会の中では合法であります。

また、環境についても様々な認証制度やコンソーシアムもあるわけで、どういうメニューをとるか、これは企業ごとでありまして、相対的な判断で考えていくところだと思います。

それが私の意見であります、一つ質問です。先ほどコーポレートガバナンス・コードということが上がりました。日本経済再生本部で提言がなされまして、特に日本の上場企業においては東京証券取引所の動きというのが非常に大きい状況でございまして、現在、こちらでコーポレートガバナンス・コードを策定するということを言っています。これがどういうタイミングになるかわからないのですが、これとの連動をどうするか、スケジュール感として少し配慮をいただければと思います。

●清水調査室長 その部分につきましては、御指摘のとおりでございまして、東証等を中心にそういった検討がなされるということは仄聞しているところでございますので、この調査研究においては、たしか来年4月くらいにはということだったと思いますけれども、そういった議論の経過等を調査対象というか、情報収集の対象という形でまとめるという流れになるのではないかと考えています。

特にここはコーポレートガバナンス・コードそのものというよりは、例えばスチュワードシップ活動とコーポレートガバナンスとの関係をどう考えるのかといった関係性に着目したもののほうがむしろメインになるものと考えているところでございます。

○米澤委員長 ほかにいかがでしょうか。

○武田委員 2点ございます。

まず、清水調査室長が最後におっしゃったことと関係すると思いますが、本調査では、スチュワードシップ責任の制度的な背景よりも、恐らく世界が中心だと思いますが内外の運用機関や年金基金においてどう実践されてきたのかという点、それから評価の仕組みなど調べてみないとわからないところもありますので、実際どのように運用されているのかという点を中心に調査していただくのがよいと感じました。

2点目は、2ページ目のリスク分析モデルの開発の件です。1年では難しい、要するにファーストステップとして今年から取り組むというお話でした。昨年からいろいろ新しいことにチャレンジされていて、インフラ投資などの話も出ておりますし、財政検証でキャッシュインとアウトの関係なども変化していることや今後の基本ポートフォリオの変化などなど踏まえますと、総合的なリスク管理をベースとしてしっかり強化していくべきではないかと思っております。その意味で、少し時間はかかるというお話でしたけれども、比較的早目に進めていったほうがよいのではないかと思います。

○大野委員 私も全く同感でありまして、アセットミックスを大きく変更しようという議論にこれから入るわけでありまして。ここにまさしく、フォワードルッキングな視点でのポートフォリオ分析と書いてあるわけでありまして、第1段階、少なくとも早目にやられて、今回のアセットミックスに役立つようなスケジュール感が必要ではないかとすごく感じました。

●清水調査室長 おっしゃるとおりでございまして、このシステムの使い方というか、これをどういう形で考えているか、簡単に補足的に御説明します。

今、検討を始めたというか、基本ポートフォリオについては、かなり長期のインベストメントホライズンを前提としてセットするという理解でして、そこでフォワードルッキングという言葉が出てくるのですけれども、まさに長期的なところをどうフォワードルッキングに捉えていくか、これを長期的な基本ポートフォリオにどう反映させるかという観点から検討を進めるということが一点と理解しています。

これに対して実はもう一つ、これは米澤先生からいただいた宿題でもあるのですけれども、いわゆる許容乖離幅の中での機動的な対応ということでございまして、ここの部分については長期的なポートフォリオを前提としつつも、許容乖離幅の中で機動的に運用する。当然そのときにはフォワードルッキングな分析をきちんとしなくてはいけないということになっております。

その2つの要請を我々はクリアしなければいけない。まずは長期的なものをつくるということでございますけれども、長期のポートが決まった後、具体的にどういう形で機動的な対応をよりきちんとやっていくのかという観点から、例えば毎年1回ぐらいずつ、財政サイド、負債サイドの収支見通し、これは次に御説明する部分にもなりますけれども、そのキャッシュフローをきちんと我々としても予測して、それに応じて当面のキャッシュアウト対応と長期的なポートフォリオをどうバランスさせて管理していくのか、そういった

ところで考えていくものなのかなということでございます。おっしゃるとおり、なるべく早期にここらあたりをしようと思っていることについてはそう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。

○佐藤委員 単純な質問ですけれども、海外の年金基金のリスク管理手法、その辺の研究というのは大分していらっしゃるのですか。

●清水調査室長 これについては、我々、同じピアな年金基金としてよく行ったり来たりしているところとしてCPPIBなどがあります。実は本日も午前中、GICとどういうリスク管理をしているのかのミーティングをしたところでございます。そういうことで彼らのプラクティスみたいなものはダイレクトに知見として入る、そんなリレーションはつくっております。

○佐藤委員 GICもかなり有益なインサイトはあるのですか。

●清水調査室長 CPPIBもGICも投資の世界ではかなりスマートと言われている投資家なのですが、例えばオルタナティブのリスク管理に関して見ると、違う部分もあって、CPPIBというのは通常のオルタナティブアセットをポートフォリオ全体のリスク管理上もディール・バイ・ディールでかなり数値化して管理するという感じになっています。ところが、GICの場合は、例えばインフラやリアルエステート、プライベートエクイティ、そういうものはむしろリスク管理としては流動性がない分だけ逆にかなりディール寄りの質的な方法を重視するという部分がございますので、そういった質的なところにもっとより重点を置いたリスク管理をしていて、同じところでも違いがあることを現状でも私ども把握しているようなところでございます。そういうものも参考にしながらどういう管理がよいのか考えていきたいと思っています。

○米澤委員長 これから行います調査研究というのは、決定され次第、1年間くらいを予定して研究してもらうというイメージですか。

●清水調査室長 そうですね。年度末というのを一つの区切りに考えて。

○米澤委員長 では、途中ではいろいろアウトプットは出つつ、段階ではヒアリングするとか会議を持ったりしてやっていくわけですね。

●清水調査室長 通常のやり方といたしましては、1カ月、2カ月に少なくとも1回は我々サイドと委託先との間でコミュニケーション等も図りながら進めます。また、必要に応じて、例えば運用委員会の場合というよりはむしろ会議をセットして委員にお声をかけるという形になりますが、そういう形で中間報告の場を使って委員の皆様方の御意見をさらに反映させて最終報告に結びつける試みは従来からやっているという理解いただければということです。

○堀江委員長代理 リスク管理に関して言うと、やはり皆さんおっしゃったように定性評価と定量評価、両面が重要ですが、海外の年金を見ているとリスク管理システムにかなりお金をかけているところが多いです。調査もいいですけれども、システムの費用をどのくらい担保するとか、そこを聞かないでこんな話をしても絵に描いた餅で、全然できないと

というのが普通の感覚です。予算措置はどのくらいするつもりなのですか、リスク管理のシステムとして。

●清水調査室長 これはあくまでもプロトタイプツールでございますので、そういう意味での大きな、よりきちんとしたシステムをつくるためにどのくらいの予算規模が必要なのかも含めた形のファーストステップといいますか、そういう形になるかなと、予備調査的な形には多分なります。

○堀江委員長代理 これくらいかかるというのがこの場に出るのか、それとも予算制約があるのでこの中で考えてくださいというのか、全然答えが違いますね。どういう委託の仕方をするつもりですか。

●三谷理事長 ここでは本格的なシステムというわけではなくて、まさに調査研究の一環としてやっていただく。ただ、これくらいのシステムをつくるのであれば、これくらいの費用がかかる、そういうのがある程度見えてきましたら、ちょうど来年度から第3期中期計画期間になり、中期計画期間中の予算というのはその出発時点で設定いたしますので、その中にどういう形で反映できるのかということになるろうかと思います。

正直言いまして、これまでの第1期、第2期の経験からいけば、その辺の予算というのは相当削られる可能性が高いということでもありますので、そこの説得力をどれくらい持たすことができるかというところに一つかかってくるのかなという気がします。

○堀江委員長代理 当然ながら、これはリターンを改善できるかどうかとの見合いですね。

●三谷理事長 あらかじめこれをやればこうですというのが見つけられれば、費用対効果が非常にわかりやすいのですけれども。

○堀江委員長代理 明確にわかるわけないのですが。

●三谷理事長 例えば、よく言われるCPPIBなどは我々の年間予算の数十倍から百倍ぐらいの金額を使っています。そこまでの金額を一体どういう形で合理的に説明できるのか。彼らは自分でインハウスで投資を相当やっていますから、我々とはちょっと次元の違うところもあるわけですが。

○堀江委員長代理 やはりインセンティブスキームとの兼ね合いですね。コスト控除後でこれくらい目標にしますということをコミットするということであれば。

●三谷理事長 それもあるでしょうかね。ただ、正直言って、システムと収益との関係が必ずしも明確に説明できない。そこがこういう案件で我々が一番苦しいところではあります。一生懸命頑張るつもりではおりますが。

○米澤委員長 私も経験ありますけれども、独法の器の中でこういうのを増やすというのはしにくいし、認められにくい、そういうのがありますね。大学のときなども経験があります。ただ、バーラみたいなものを使って部分的に小さくコンパクトというのはできないのですか。

●清水調査室長 リスク分析ツールについては、余談になりますが、バーラもそうですし、あとはリスクメトリックス、そういう形でリスクファクターに分解して管理するというの

が基本的な考え方ではあります。我々かなり個別銘柄ベースでそういうようなことはやっていますので。

○米澤委員長 そうやってもらえればリーマンショック並みとかいうのはもうできるのではないのですか。

●清水調査室長 そこは、本日、後ほど御説明することになると思いますけれども、そういう形で対応させていただきます。

○米澤委員長 前も出ましたけれども、資産も多様化されましたので、リスク管理をよりちゃんとやっていかなければいけないというのは、皆さん同様だと思います。最終的には可能な限りとなってしまいますけれども、よろしくお願いしますというしかないかな。

よろしいでしょうか。

それでは、次期基本ポートフォリオについてということをお願いしたいと思います。

資料2の国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通しについて年金局より説明をいただき、その後に次期基本ポートフォリオについて、委員限り5－1の平成26年財政検証結果と当面のキャッシュフロー、委員限り5－2のモデルポートフォリオ及び基本ポートフォリオの策定についてに関しまして、事務局から説明をお願いしたいと思います。では、よろしくお願いします。

●森参事官 厚生労働省の森でございます。

資料2の国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し、財政検証について御説明いたします。

年金につきましては、年金保険料を原資としておりますので、年金財政の安定化という目的のために運用しておりますが、年金財政の安定化ということで財政検証結果を踏まえて今回ポートフォリオをつくっていただくということでございます。以前、御説明しましたけれども、平成26年3月に、アセットの部分、いわゆる年金財政における経済前提と積立金の運用のあり方について、これは先ほど調査研究の関係で言及ございましたが、そこでアセット面の与件につきましては出させていただきます。

年金につきましては、給付のほうは名目賃金上昇率で上昇しますので、フローティングターゲットは名目賃金上昇率プラス1.7%、ただし全要素生産性が若干高目になりますと、リスク管理には気をつけなければいけないという御意見をいただいておりますけれども、アセット面では名目賃金上昇率プラス1.7%ということで出しておるところでございます。

今回の平成26年6月3日の財政検証で、特に予定積立金額、これは将来の推計ですが、あとキャッシュイン、キャッシュフローにつきまして、場合分けについて出しましたので、ここは今後皆様のほうでALMのライアビリティの部分を検討していただくときに非常に重要な要素になると考えております。

資料2をご覧くださいまして、国民年金・厚生年金の給付と負担の関係と財政検証ということでございます。

我が国の年金制度をよく御存じの方ばかりだと思いますが、改めて申し上げますと、我

が国の年金制度につきましては、給付は1人当たりの賃金上昇率で改定されていきます。その後、購買力を維持しますので、支給額につきましては物価スライドで保持していきます。ここら辺、企業年金と大きな違いでございます。

7ページを見ていただきたいと思います、2014年でございますと労働市場の現役人口が70歳未満で6千万人ぐらいいますが、これがどんどん下がっていく。65歳以上人口というのは2040年にピークで39百万人、その後若干減りますが、労働力人口と65歳以上の比率というのが大きく変わっていくということでございます。賦課方式を基準として、今言ったような給付を行っていくとすとなかなか苦しいということでございます。

2ページ目でございますが、平成16年に年金の基本的なフレームを変えまして、まず、現役世代の方々に際限なく負担いただくのもどうかということでございまして、上限を固定した上での保険料の引き上げ、つまり保険料の上限を固定する。そのほかに、本来でしたら給付水準は名目賃金上昇率で増えていくのですが、負担の範囲内で給付水準を自動調整する、いわゆるマクロ経済スライドというものを導入して、その伸び率を抑えていく。今のシステムですと物価が上昇しないとかからないようなシステムになりますので、受給額を減らすとかそういうシステムでございませぬけれども、そういうものを導入しています。

我が国の場合、賦課方式ですけれども、積立金を活用しまして、まさにこれはGPIFにお願いしている話でございますが、100年間財政が均衡するように計画をしてという仕組みでございます。

財政検証自体は何をやるかといいますと、プロジェクションでございまして、後ほど説明しますが、内閣府の経済見通し等を踏まえまして、人口なり死亡率なり、そういうものが変動したときに年金財政はどうか、特に現役時代にもらっていた金額からどのくらい退職後もらえるかという所得代替率というものを基準としてお見せしているというものでございます。

2ページ目の四角の下の方にございますけれども、次の財政検証は平成31年ですが、そこまでに所得代替率が50%を下回るときには、幾らお金がないからといってどんどんマクロ経済スライドをかけていって給付を下げていっていいものかみたいな議論がございしますので、国民的に給付と負担のあり方について検討を行い、所要の措置を講ずるということで行っているものでございます。

今回の平成26年の財政検証の諸前提でございますけれども、特に4ページでございます。前回は御議論が出たかと思いますが、平成27年10月から被用者年金部分につきましては一元化ということでございまして、厚生年金は、私学共済、国共済、地共済という3共済を含めた形の推計を行います。

年金につきましては、いろいろ御議論もございまして、社会保障制度改革国民会議でいろいろと今後の制度改正についてもやりますので、オプション試算もあわせて実施したということでございます。

社会・経済状況に関する主な前提というところだと、厚生労働省に国立社会保障・人口問題研究所というのがありますが、そこで合計特殊出生率、女性が生涯にどのくらい子供を産むかという話でございまして、2060年には3パターン、高位のパターンと中位のパターンと低位のパターンでやっていますが、2010年の1.39は平成21年の見通しよりは若干高く、実績はよかったのですが、これが2060年には1.35くらいになるだろう。平均寿命は今後も日本人は元気ということでございまして、今が男性79.55歳、女性が86.30歳だったのが、中位でも男性84歳強、女性90歳強と伸びるだろうということです。

6ページ、労働力率の前提でございまして。今も日本の高齢者は、よく働いておるわけですが、労働力率がより進む場合と余り進まない場合、具体的に言いますと左側の下、女性の労働力率の将来推計を見ていただきたいのですが、今よく言われますように、子育て時期は一旦労働市場を離れるという話がございまして。これはM字カーブと言われているのですが、このM字カーブが解消していくような姿が労働市場への参入が進む姿です。M字カーブが残っているのが労働市場への参入が進まない姿でございまして。

右側の一番上、男性の就業率の将来推計を見ていただきたいのですが、先ほど申しましたように、日本の男性の高齢時における就業率は高いのですが、経済再生シナリオにおいては、さらに60歳から64歳の就業率が87.1%まで高まるというシナリオと、そうならないシナリオということで、2つ分けて考えています。

経済前提につきましては、5ページですが、内閣府の試算がございまして。全要素生産性が1.8%になるという基本的な試算と、そうならない参考ケースというのがございまして、それに接続するような形で内閣府の試算、向こう10年くらいしかつুক্তっておりませんので、その後になくなるかというものを経済前提積立金のあり方の検討委員会で検討していただいて、推定しているというものでございまして。

具体的な結果につきましては、11ページを見ていただくと、所得代替率の将来見通しということでございまして。ケースAは全要素生産性が最も高いケース、ケースHは労働市場への参入もなかなか進まないし、TFPも小さいケースでございまして。私どもの試算によりましますと、労働市場に参入が進むケースにつきましては、将来的に所得代替率が5割を超えるだろうと。ただし、労働市場への参入がなかなか進まないケース、例えばケースHでございまして、2055年には国民年金の積立金がなくなり、完全な賦課方式ということで、所得代替率が35%から37%、GPIFにおける国民年金の積立金の分は小さいですが、その分はなくなるケースもあるということでございまして。後ほどGPIFのほうからキャッシュフローについて御説明があると思いますが、このような幅の広い姿になっております。

一つだけ御説明しておきますと、先ほど保険料につきましては上限を固定すると申し上げましたが、これは平成29年まで厚生年金でいくと0.375%ずつどんどん上げていくケースになっておりまして、何を言っているかといいますと、今は団塊の世代が退職してきて、保険料が十分上がってきていないので、GPIFでいうと毎年キャッシュアウトしていただいている。今年でいうと5.5兆円いただいているという形になっております。その後、平成29

年以降になりますと、逆に、団塊ジュニアの方々が退職するとき、将来には、所得代替率、一定の年金を支払わなくてはいけないということでございますので、ある程度積立金を保有しなければいけないということで、年金積立金が積み上がるようなフェーズが2040年ぐらいまで出てくる。これはケースAからHまで、一旦保険料収入が引き上がるまではキャッシュアウトが続くけれども、団塊ジュニアのためにまた積立金がだんだん増えていく、そういうフェーズが来るという形になっております。これが財政検証の積立金に関する主なところでございます。

6月3日の財政検証の公表を踏まえまして、田村厚生労働大臣から総理に対して基本ポートフォリオの見直しを前倒ししてやろうという話をしたところ、総理からは、了解した、ぜひ前倒しでやってほしいという話がございました。6月6日に記者会見で公表させていただきまして、その後、GPIFにも伝えさせていただきました。

基本ポートフォリオにつきましては、先ほど申しましたように、法律上は財政検証が出た後ある程度の検討期間がございまして、区切りがいいので、平成27年4月から改定するというのがたてつけなわけですが、運用環境がかなり変わってきているという御指摘がございまして、だったらそれを踏まえてできるだけ早くやっていくというのも一つの考え方でございます。ただ、ポートフォリオにつきましては、国民の皆様方に説明できるしっかりしたものをできるだけ前倒しにしてくれという形でGPIFに要請するというところでお願いした次第でございます。

私からは以上でございます。

●清水調査室長 それでは、続きまして、委員限り5－1、5－2につきまして、私のほうから御説明をしたいと思います。

まず、その前に6月13日の金曜日、ちょうど1週間前でございますけれども、メンバーがかわって実質的な第1回目の検討作業班を開催させていただいたことを御報告させていただきたいと思います。その中で堀江委員長代理のほうに検討作業班の座長をお願いするという形になりましたので、あわせて御報告をさせていただきます。

本日の資料でございますけれども、先週の検討作業班で議論した内容を踏まえて若干修正したものをこの場でお出ししたという趣旨で御理解いただければということでございます。

まず、委員限りの5－1でございますけれども、先ほど森参事官からございましたとおり、3月にアセットサイドの経済前提という形で、名目賃金上昇率プラス1.7%の数値が出たということでございます。さらに6月3日、いわゆる負債の情報、これは2つございまして、1つは当面のキャッシュアウトにどの程度対応しなければいけないのかということ、あと我々ポートフォリオを構築する際には、将来こういったポートを実際運用したときに財政上どういう影響があるのかということを経期的な観点から年金財政の積立金との比較で検証しているということがございます。この2つが6月3日に確定したということで、そういう意味において、私ども次の基本ポートフォリオを検討する下準備の材料が一応そ

ろった、こういうふうに認識しておりまして、その関係の数値的な部分を、5-1でまとめたということでございます。

まず、1ページ目は、先ほどもございましたので、省略させていただきますが、今回の財政検証の前提となる人口に関する前提、合計特殊出生率あるいは平均寿命です。

2ページ目が足元の経済前提と長期の経済前提、これは財政検証でどういうシナリオが想定されたかをまとめたということでございます。足元につきましては、内閣府の数字、経済再生ケースと参考ケースでございますけれども、再生ケース、参考ケース、それぞれ1本ずつという形で、シナリオは2つございます。

私どもの関係からご覧いただきますと、特に大切なのは運用利回りの対賃金に対するスプレッドということでございまして、ここを見ていただきますと、足元の0.3%が1回マイナスになってそれが戻って2023年に0.8%、また参考ケースでは2023年に0.7%のように想定されています。

長期の前提、これは2024年以降になるわけでございますけれども、先ほど参事官のほうからございましたとおり、全要素生産性について一番高いケースで1.8%から一番低いケースで0.5%、物価上昇率につきましても、一番高いケースで2.0%から一番低いケースで0.6%まで、それぞれ並べた形になっております。特に私どもにとってポイントとなる対賃金のスプレッドでございますけれども、ケースAで1.1%、それが1.2%、1.4%となって、ちょうどケースEで1.7%、また下に行って戻ってケースHで1.0%、こんな感じになっております。

それぞれのシナリオでどういう名目長期金利が前提とされているのかということを一覧右に書いております。ケースAで5.1%、ケースHで1.8%、こういったかなりレンジの広い複数のシナリオが用意されているということでございます。

その中で私どもに対する先ほどの1.7%でございますけれども、ケースEの1.7%、この数値が示されるということでございます。私どもがケースE以外の長期金利あるいは物価上昇率についてのこれらのシナリオとどういう形でリンクさせるのかということもこの場におけるイシューになると御理解いただければと思います。

そういう観点から、まずは経済再生コースをどう考えるのか、あるいは参考ケースをどう考えるのかといったことでございます。いずれにしても、1.7%という今の運用目標というのは、これが一番高いケースでございますので、どのケースでも1.7%というものが我々にとっての数値的な目標になることを御理解いただければということでございます。

そういう中で、3ページ目以降がキャッシュフローということでございます。今回、財政検証結果、キャッシュフローというものが公表されているわけでございます。ケースAからケースHの8ケースそれぞれについて数字が出ているわけでございますけれども、先ほど森参事官のほうからあったとおり、年金財政一元化後のものだということでございますので、国共済等も含めた厚生年金全体と国民年金、2つ数値があるということでございます。

ところが、実際、キャッシュアウトの対象となるのは、まず厚生年金全体のうちの、いわゆるサラリーマンの部分、さらには国民年金という部分でございます。その数字からダイレクトに我々が今後どのくらいのキャッシュアウトに備えるのかということが数字的にはわからないという仕組みになっておりますので、何らかの推計を行うことによって我々がどのくらい用意しなければいけないのかということを経推定する必要があるということで、以下の資料はそこら辺の試算を行ったということでございます。

ページをめくっていただきまして、4 ページ目が厚生年金全体のキャッシュフローということでございます。厚生年金の部分につきましても、厚生年金基金あるいは企業年金連合会にある代行部分については我々のマネージの対象ではありませんので、厳密に言うところこの部分は除いて考えなければいけないということになるわけでございますけれども、いずれにしても、全体ではこういった形でございます。

ケースAからケースEで、当面キャッシュアウトが続く、2022年、2023年くらいからキャッシュインのステージに入って、2035年から2038年くらいにまたキャッシュアウトになって、それ以降ずっとキャッシュアウトが増えていく、こういう形でございます。

ケースF、ケースG、ケースHの場合につきましては、ずっとキャッシュアウト局面が続くということでございまして、この一つの例をグラフ化したのが5 ページ目でございます。これはケースEとケースGでございます。

特にケースEの部分につきましては、2022年くらいから一旦キャッシュインに入りまして、山が出て、2035年、2036年くらいからまたネガティブになる、こういった内容です。

ケースGについては、機械的に給付水準調整をしたということでございまして、機械的に給付水準を42%まで下げたケースでございます。このケースではキャッシュインになることなく、キャッシュアウトが伸びていくということでございますけれども、2030年くらいが財政的には一番いい、そういうピークがあつて、それからまた増えていく、こういうふうに御理解いただければということでございます。

まず、厚生年金全体における足元のキャッシュアウト・キャッシュインをまとめたのが6 ページ目でございます。特に私ども、本格的なキャッシュアウトの部分と当面のキャッシュアウトとステージを分けて考える必要があるだろうと考えています。本格的なキャッシュアウトの部分については、当然それはそれなりのポートフォリオ的な対応が必要だということでもございますので、まずは当面のキャッシュアウトがどのくらいの規模なのかということがポイントになってくるということで、これをまとめたのが6 ページ目でございます。

ケースAからケースE、これは厚生年金全体でございますので、3 共済も込みの数字でございます。ケースAで2023年まで30兆円ぐらいのキャッシュアウトが続く。ケースB、ケースCに至るに従って少なくなって、ケースEですと26兆円ということでございます。その後またキャッシュインになるということが右の部分でございます。

一方、ケースF、ケースG、ケースHにつきましては、永久ということで、ちなみに当

面10年間ということで考えますと、40兆円くらいのキャッシュアウトが出る、こういった状況でございます。

これに国民年金全体を合計したのが7ページ目でございます。

さらに、8ページ目でございますけれども、こういった数字から当法人に係る当面のキャッシュフローを簡単に試算してみたということでございます。図表2でございますけれども、各制度別の直近5年間でどのくらいのキャッシュフローだったかということを実績としてお示した表でございます。これを見ていただきますと、トータルのキャッシュフローのうち我々の該当分というのは8割くらいである、こういうことがわかるわけでございます。とりあえずは全体の8掛けの部分が我々の対応部分だろうと見て、それに我々がさらにマネージしなければいけない国民年金の部分を調整してつくったのが10ページでございます。

これを見ていただきますとケースAで27.2兆円、ケースEで23.4兆円、ケースFで36兆円、こういったことが当面のキャッシュアウトということでございます。

ちなみに、この規模をどう考えるかということがポイントになってくるわけでございます。我々はこういうシナリオに対してどのくらいキャッシュアウトを想定すればいいのか。前回、5年前の、財政検証で、その額というのがトータル25兆円くらいということを上げたわけでございますけれども、その後、物価が上がらなくて給付の調整ができなかった、あるいは賃金も結局上がらなかったということで、結果的にはそれがケースAからケースEでも5年くらい遅れるといったことになるわけでございます。この部分については経済社会の情勢の変化を受けてかなり変動する、そういう性格のものであるということでございます。当然たくさん用意すればキャッシュアウトという観点からは安全なわけでございますけれども、その分、逆に運用の効率性が阻害されるということがございます。キャッシュアウトをどれだけ確実に用意するかということと、それによって運用の効率性をどれだけ犠牲にするかということのバランスをどう考えるか、それを先ほどもちょっと申し上げたフォワードルッキングという中で、どういう形でマネージしていくかということが今後の運用の我々の課題になるのかなということでございます。

現在、私どもといたしましては、キャッシュアウトにつきましては、キャッシュアウト等対応ファンドと財投債、いわゆる満期の持ちきりでなるべく市場に影響を与えないという形でやっているわけでございます。ちなみに現在、キャッシュアウト等対応ファンドが16兆円、財投債が8兆円ということでございまして、当然10年以降の部分も出てくるので、これが全部先ほど申し上げたところに充てられるということではありませんけれども、合計24兆円のうちのかなりの部分についてはキャッシュアウトに対応できる、こういうふうに御理解いただければということでございます。

以上がキャッシュアウトの分でございます。

引き続き、委員限り5-2のモデルポートフォリオ及び基本ポートフォリオの策定についてということでございます。

まず、1 ページ目、積立金基本指針で定められている事項、これも復習になりますけれども、基本的な方針として、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ということと、先ほども出ました保険給付等に必要な流動性を確保しつつ、必要となる積立金の実質的な運用利回り、これが1.7%になるわけですが、これを最低限のリスクで確保することを目的として行うということでございます。

このときのモデルポートフォリオにつきましては、ここに書いてありますとおり、運用目標というのは、厚生年金保険事業の財政上の諸前提と整合性を持つ実質的な運用利回りとして1.7%ということでございますし、運用期間としては長期となっているということでございます。

ポートフォリオ策定の際のリスクの検証でございますけれども、積立金の見通しと整合的な形、さらにはフォワードルッキングなリスク分析が求められているということでございます。

基本ポートフォリオは、モデルポートフォリオ策定の際に検討する。この際には、共通財源としての一体性を確保しつつ、自主性、創意工夫を発揮できるようなものとなるよう配慮する等々でございます。

ページをめくっていただきまして、2 ページ目、これも前にご覧いただいたものでございますけれども、モデルポートフォリオと基本ポートフォリオの関係はこんな感じではないかということでございます。

今後の検討課題、3 ページ目、これもアからオまで、前回も前々回もご覧いただいた部分でございます。基本ポートフォリオにおける資産クラス、特にオルタナティブ投資等の取り扱い、各資産のリスク・リターン、相関係数の推計、想定運用期間、特に国内債券における金利シナリオ、長期とされている運用期間の設定をどのくらいにするのか。さらに、リスク尺度とポートフォリオ候補の選択、ここにつきましては、厚生労働省のほうから賃金上昇率を下回る確率、ここが新たにリスク尺度の概念として出てきているところでございますので、ここら辺をどう考えるか。ポートフォリオのフォワードルッキングなリスク分析として財政検証のシナリオ等に基づくシミュレーションをどう考えるか。株式のテールリスクをどういう形で考慮するか。乖離許容幅ということで資産構成割合の変更に伴う適切な乖離許容幅の設定ということでございます。

そういう中でモデルポートフォリオでございますけれども、策定に係る諸条件については、以下御説明するような内容で他の共済に提案することとしてはどうか。このモデルポートフォリオにつきましては、3 共済、4 つの団体、共同で構築するというふうに決められているところでございます。そのベースとしての考え方をここで整理させていただいています。

まず1 つは、一元化された年金財政を前提として、運用目標である名目賃金上昇率プラス1.7%というものを長期的に最低限のリスクで達成するということです。

次に、モデルポートフォリオについてはグローバルな株式及び債券といった簡潔な形と

することも考えられるけれども、現状、各運用主体のポートフォリオが国内債券、国内株式、外国債券、外国株式という伝統的4資産を共通に対象としている。資産区分を変更する場合には、資産管理体制の見直しやシステム変更が必要となり、負荷が大きいということでもございますので、このモデルポートフォリオは伝統的4資産のみで構成することとしてはどうかということでございます。

3点目としましては、モデルポートフォリオ上に位置づける資産については、4運用主体のいずれもが取引可能なものである必要があるということでございますので、上場株式等の流動性の高い商品を前提としてはどうか。具体的には、モデルポートフォリオに位置づける各資産のベンチマークについては、国内債券はNOMURA-BPI、国内株式はTOPIX、外国債券がシティ世界国債インデックス、外国株式はMSCI-ACWI、特に外国株式につきましては、今ちょうど我々はACWI化を進めておるということもありますので、こうしたらどうかということでございます。

ただ、ほかの部分は、ポートフォリオを策定する場合には、各運用主体が独自にインデックスを設定することも可能である。こういうところで自主性を考慮できるというふうにしてはどうかということでございます。

次が流動性確保のための短期資産でございます。前提となるキャッシュアウトの額が今後大きく変化する。また、各運用主体の現在の基本ポートフォリオでも構成割合というのは1%から5%までそれぞれ異なるということもございますし、資産額や運用手法に応じて必要額は異なってくる。どれだけ例えばキャッシュアウト等対応ファンドみたいなもので対応するのか等々によってもかなり変わってくるということもございますので、このためモデルポートフォリオ上では短期資産を設定せずに、基本ポートフォリオ上でそれぞれが対応を検討することとしてはどうかということでございます。

想定運用期間でございますけれども、これは長期ということもございますので、運用目標を達成するのに十分な時間を検討してはどうか。

さらに、モデルポートフォリオの検証でございますけれども、各運用主体が行う基本ポートフォリオの検証の結果としてモデルポートフォリオの検証も必要と判断される場合に検証実施を発議する。4運用主体、どこでも結構なので、どこか気づいたら発議できるというふうにしてはどうかということでございます。

基本ポートフォリオについては、以下のような対応を行うことができることとしてはどうかということで、オルタナティブ資産等の追加による分散効果の拡大あるいはリスクプレミアム獲得、各資産における独自のベンチマークの選定、これは先ほど言った繰り返しでございます。乖離許容幅内における機動的な対応ということでございます。

モデルポートフォリオにおける乖離許容幅は、長期的な戦略的リスクをとれる範囲をあらわしています。これに対して基本ポートフォリオにおける乖離許容幅は、機動的な対応をとれる範囲であるとともに、時価振れの影響をコントロールし、またはキャッシュアウトのための一定の資産売却を許容するということでございます。したがって、私どもの規

模を考えると、ある程度の幅を確保する必要があるのではないかとということ。

また、オルタナティブ等のその他の資産については、各運用主体の考え方や取り組み状況に応じてそれぞれの基本ポートフォリオ上で独立した資産クラスに位置づけるか、あるいは基本ポートフォリオ上のいずれかの資産の内枠で行う。これもそれぞれ考えればいいのではないかとということです。

以上がモデルポートフォリオと基本ポートフォリオの関係あるいはそれぞれの考え方でございます。

GPIFにおける対応ということでございますけれども、基本ポートフォリオは当法人のリスク管理の基本であって、各資産の構成割合の基本ポートフォリオからの乖離を一定の幅に管理することによってリスク管理が行われているということでございます。

これまで基本ポートフォリオについては、年金特別会計も含めた短期資産を5%と設定したわけでございますけれども、より効率的な資産運用という観点から、年金給付に必要な流動性を確保しつつ、他の4資産の乖離許容幅を活用して柔軟に対応すること等を検討してはどうか。具体的に短期資産については、何%という構成割合をセットしないということでございます。

資産クラスでございますけれども、代替投資等の設定ということで、オルタナティブ投資については個別性が強く、伝統的資産に割り当てることが難しい場合があるので、被保険者、受益者に対して新たな投資についての情報開示をするという観点から、基本ポートフォリオ上に明示的に位置づけることとしてはどうか。また、マルチアセットのようなオルタナティブ以外の商品の組み入れも考えられるので、代替投資等を設けることとしてはどうか。これについては例えばアクティブ運用をグローバルでやるとか、そういうものと通常のオルタナティブと言われているインフラやリアルエステート、プライベートエクイティ、こういうものを一緒のバケットにしたほうがいいのか、それぞれ分けたほうがいいのかというのは当然議論が出てくることだと思います。

いずれにしても、オルタナティブ資産の組み入れというのは投資機会を捉えてのものとになり、時間がかかるということになるので、スペシフィックな数字は置かず組み入れ上限として一定のウェイトを置くということ、ウェイトの大きさについてはオルタナティブ資産の組み入れによってリスクがどの程度上昇するか検討の上、決定してはどうかということでございます。

具体的には6ページ目でございます。ここでは代替的投資等0%からa%、短期資産0~b%と書いておりますけれども、まず基本ポートフォリオは伝統的4資産だけでセットして、代替的資産あるいは短期資産の割合については各伝統的資産の許容乖離幅の中で吸収、そういう形で運営する。例えば、ここではそれぞれ5%ずつ組み入れたときでございますけれども、5%、5%で10%でございます。10%を4で割ると2.5%ずつ減るということで、それは各アセットクラスの許容乖離幅の範囲におさまる、こういう形で考えたかどうかということでございます。

ウについては、前回も前々回も御説明したものでございますので、省略させていただきます。

以上、長くなりまして恐縮でございますけれども、私からの説明は以上です。

○米澤委員長 これは極めて大事なところなので、何回もこれは出てきますね。

●清水調査室長 はい。

○米澤委員長 今日は皆さんにとっては頭出ししたということの位置づけですが、ぜひこの場でもってくぎを刺しておきたいとかいうことがありましたら、どうぞ。

○菅家委員 議論の前提を確認しておきたいという意味で、森参事官から作業の前倒しの要請の話がございましたけれども、その場合の作業というのは一体何なのか。つまり、財政検証が示されて、向こう5年間の中期目標、中期計画をどうするかというのが本来の議論の筋だと思いますが、そのことをもって作業と考えればよいのか。そうすると前倒し作業というものを来年度以降の中期目標、中期計画という文脈の中でどういうふうに考えればいいのかということについて、いまいちよくわからない点があるので、そのことを説明していただきたいということと、我々が今、一体何を議論しようとしているのかということについて改めて確認させていただきたいと思います。

●森参事官 前半に関しまして御説明いたします。

昨年6月も、会計検査院の御指摘を踏まえて、運用環境が変わっているということでポートフォリオの見直しを行ったと思います。私どもは、たてつけとしましては、最初御説明しましたように、まずは財政検証を踏まえなければいけない。ただ、そこから検討しましてポートフォリオを変えるということ、そもそもは1年間という形になっているわけですが、財政検証が出た以上、仮に運用状況等が大きく変わっていたとすれば、そこはきちんと時宜に合わせて早くポートフォリオを変えて、それを施行するというところでございます。菅家委員の御質問というのは、今から前倒しして来年4月からのものを検討という話なのかとの誤解もあったかと思いますが、仮に前倒しして、環境が変わっているとすれば、例えばできた段階で現段階の中期計画を変えていただくというのがよろしいのかなということでございます。

○菅家委員 つまり、今の中期計画の中にも経済環境が変わればポートフォリオを見直しなさいと書いてあるわけだから、その作業をやるということなのですね。現行の計画の中の世界でやるということ。

●森参事官 はい。ただ、財政検証ということで目標値等も今回示されましたので、今までのたてつけからすれば来年4月から施行されるような作業のことを前倒しという形でできるのではないか、そういう御要請でございます。

○菅家委員 米澤委員長、解説してみてください。

○米澤委員長 よくわからないので、後者のほうの我々が何をしたらいいのだろうかというのは清水さんにお聞きすればいいですか。私の理解だと、委員限り5-2のうちの基本ポートフォリオの策定というのを早めるというか、施行はまたいろいろな考えが入ってき

ますけれども、このポートフォリオの策定に関しては割と早く進める必要があるのではないかと理解していますけれども、そういう言い方でいいですか。

●清水調査室長 モデルポートフォリオの関係については、モデルポートフォリオの施行は来年の10月です。ただ、各共済とも予算との関係がございまして、秋くらいまでに何らかを示さなければいけないという話にもなるかと思います。ただ、我々に求められているのは、そういうようなモデルポートフォリオもにらみつつ、そうはいっても現段階で1.7%という数字はあるわけですし、あるいはキャッシュアウトフローも出たわけですから、検討のための条件は整った。さらには、厚生労働省のほうから前倒しで実施というような要請も受けたので、我々としてそういう形で対応できる環境は整ったということから、実際に作業を前倒しで進めるというふうに私としては理解しています。中期計画の変更等々について事務的に目標をどう変えるのかみたいなものについては、こういう形で森参事官と一緒にやっているわけがございまして、それはうまく調和できるかなと考えています。

●森参事官 そうですね。第2期もそうでしたけれども、中期目標と中期計画の改正というのは一体的に実施します。例えば第2期、財政検証が出まして、与件が出ているわけがございまして、仮にこの与件で検討していただいて、あわせて私どもも第2期の中期目標の変更という形になりますけれども、第2期の中期目標につきまして、今回の財政検証に合わせまして改定して、一緒にこの作業につきまして、最終的に厚生労働省のほうの先ほどの評価シートを上げる独法評価委員会がありますけれども、独法評価委員会の御審議を経て変えていくという手続になるかと存じています。

○菅家委員 環境が整ったという話は、5年に一度の財政検証というものが今終わって、あくまで、向こう5年間の基本ポートフォリオをどう定めるかという議論をする環境が整ったということだと思います。そうすると、それをどう活用するかという話はまた違う話というふうに理解してよろしいのでしょうか。つまり、作業する環境が整いました、作業をできるだけ迅速に進めていきたいと思いますということだと思います。その作業はいつ終わるかわからないわけです。終わる時期によっても結果についてどう活用するかというのは幅が出てくるでしょう。補正予算と本予算の関係みたく連続的にその結果を活用することもあり得るでしょうし、そうではないということも理論的には可能なのだと思いますけれども、実際は連続して活用するということだと思います。

●森参事官 今おっしゃったように、いわば、補正で実際上の本予算の前倒しみたいなこともあり得るという趣旨でございまして、政府各審議会等いろいろ出ている話としましては、デフレ脱却という運用環境が大きく長期的に変わっているだろうという話があって、仮に運用環境が変わったとすれば早目にポートフォリオも変更して対応したほうがいいだろう、それは結果として、今、菅家先生がおっしゃったように、ある意味、本予算の前倒しみたいな、第2期の中期目標、中期計画の変更でやっていく、そのような形のイメージのほうがわかりやすければそういうことだと思いますけれども、そういうふうに対応していくという話でございまして。

○米澤委員長 何となくイメージはついてきたようですが、乱暴な言い方をすれば、早く GPIFの基本ポートフォリオを策定しましょうと、実際の活用の仕方はまたそのときいろいろ相談する必要があるかと思えますけれども、つくるところまでは早目にやるというミッションで、理事長、そういうことで進めてよろしいですかね。

○菅家委員 その作業のいつまでという、特にそれは設けないということですね。

●三谷理事長 厚生労働省のほうから言われているのは、できるだけ早くということです。ただ、議論が煮詰まらない前に見切り発車で行こうというわけにもいきませんから、そこは十分議論をした上でコンセンサスをとってやっていきたいということです。

○米澤委員長 わかりました。また検討作業班でいろいろ詰めていくこともありますので、何かもしありましたらば。

●清水調査室長 個別にでも結構です。

○米澤委員長 それでは、引き続きまして、委員限り6のリスク管理状況等の報告について事務局のほうから説明をお願いしたいと思います。よろしくお願いします。

●陣場運用部長 リスク管理状況等の報告でございます。

今回は新しい委員も多いということで、私どもが日頃使っている資料をもとに説明させていただければと思います。通常、運用委員会にお出ししているものより少し詳しくなっております。

まず、29ページをご覧ください。4月の状況ということでございまして、4月は、ベンチマーク収益率を見ると国内株式がマイナス3%ということで、追加緩和期待の後退や円高、ウクライナ情勢の緊迫化といったものが国内株式にあらわれて、7千億円くらいのマイナスとなっています。ほかの資産はプラスですが、結果としては46百億円のマイナスとなりました。

1ページをご覧ください。そうした状況を踏まえまして、基本ポートからの乖離をお示ししておりますが、基本ポートの乖離幅で見いただきますと4月の国内株の乖離幅が3.4%まで縮小しています。3月末は3.9%近くまでいったものが少し戻ったという状況でございました。

2ページ目でございますけれども、私どもの4月末の総資産額は125兆円弱といった状況になっております。

ページが少し飛びまして、5ページ目をご覧ください。基本ポートからの乖離のリスク、トラッキングエラーを一つの数字であらわしますと、4月は推定相対リスクで1.35%程度ということになっております。

6ページ目をご覧ください。こちらは毎月私ども法人内でやっております複合ベンチマークで、基本ポートフォリオからどのくらいリターンが乖離したかの分析をこちらで行っております。4月のところを見ていただきますと、超過リターンということで我々の基本ポートフォリオに対しては0.13%負けたということでございます。この負けた要因を資産配分要因、個別資産要因ということで分類しますと、主にオーバーウエートになっている

国内株式の調子が悪かったため、資産配分要因で13ベースス負けたという分析になっています。これを毎月繰り返していくということをやっております。

7 ページ目は、運用委員会にはまだお示ししていなかったものでございますけれども、GARCHモデルによる短期的なリスクの管理ということでございます。ボラティリティーも時々刻々変動するものだとして認識いたしまして、GARCHという数理的なモデルを使いまして、時系列的に分析しているといったものでございます。

グラフを見ていただきますと5%前後で太い線が走っております。これは私どもの基本ポートフォリオの短期的なリスクということでございます。GARCHモデルでつくっているこの表のメリットは、比較的長いスパンの歴史の中で我々のポートフォリオの状況を見られるということでございます。

直近で見えますと、リーマンショックのときに基本ポートフォリオの太い線がぐんと数字が飛び出ておりまして、10%超のリスクを瞬間的に示したということでございます。そのマグニチュードは大変大きなものでございまして、ブラックマンデー、バブル崩壊、アジア通貨危機のレベルからすると、基本ポートフォリオベースでははるかに大きかったということでございます。

株で見ても、上のほうが外国株式、国内株式の線ですけれども、外国株式でいうとブラックマンデーレベルのことがリーマンショックのときには起こった。また、国内株式で申しますと、1991年頃のバブル崩壊のマグニチュード程度のことがリーマンショックで起こっているといった状況が見てとれるというものでございます。

8 ページ目は、より感度の高いストキャスティック・ボラティリティーというモデルを使いまして、こちらはデیلیベースで数字を捉まえてリスクを測定するといったことを行っているものでございます。こちらはデیلیベースですので、期間が2003年からということに限られておるわけでございますけれども、やはりリーマンショックの時期というのが瞬間的に140%近くのリスクを株式は示したということで、マグニチュードの大きさというのがわかるわけでございます。足元はそこそこ落ちついた環境ではないのかと理解しているものでございます。

9 ページ目は、先ほど申し上げましたGARCHモデル、ストキャスティック・ボラティリティーモデルを活用してバリュー・アット・リスクをはかってみようということをつくっているものでございます。

表が2段に分かれておりますが、上のほうがコンディショナル・バリュー・アット・リスク、CVaRでございまして、1カ月という基準で行っております。1カ月で最悪5%の事態が起こる中での期待値の期待損失という数字がこちらにあらわれているものでございます。足元は線が細くなっております。まず、ストキャスティック・ボラティリティーモデルを使って、基本ポートのベース、実績ポートのベースの線がございまして、GARCHモデルとコピュラ関数を使って、相関の非対称性と申しますが、私どもよく経験しますのは、資産価格が落ちるときにはいろんな資産が同時に落ち、一方で、上がるときはばらばらに上

がりますが、そういう相関係数の非対称性というものをコピュラ関数は捉えることができませんので、そういうモデルも組み合わせてバリュエーション・アット・リスクを出しているということでございます。CVaRの数字で見ていただきますとモデルによって数字の出方は当然違ってまいります、足元で見ますと2兆円弱から4兆円弱ぐらいの金額でいうとリスク、潜在的リスクを抱えているということがあらわれているわけでございます。

下のほうのバリュエーション・アット・リスク、これはシンプルなVaRということでございまして、ちょうど95パーセンタイル点のところにおける損失の金額ということで、CVaRに比べると1兆円くらいそれぞれ数字は小さくなっているというものでございます。

10ページ目は、今度は株だけを捉まえて、S&P500のボラティリティーをあらわしますVIX指数、それから国内株の日経VI指数ということでボラティリティーの足元の数字を捉まえているということでございます。見ていただきますと、VIXはリーマンショックの時期、日経の指数で見ますと東日本大震災のときに跳ね上がっていることが見てとれるというものでございます。

11ページ、12ページ目、こちらはカウンターパーティーリスクの管理でございます。私ども資産を預けている資産管理機関、短期資産のやりとりをしている先の格付、大手格付機関の数字を常にウォッチしているというものでございます。

13ページ目以降がカントリーリスクの管理ということでございます。私ども、外国債券、外国株式はいろんな国に投資しておりますので、それぞれの国の格付、まずOECDのレーティングを見、大手格付機関の国の格付を見ているというものでございます。13ページ目が先進国、14ページ目は、エマージング株式投資をしておりますので、MSCIエマージングで捉まえている国々の格付ということでございます。

15ページ目は、さらにフロンティア市場のカントリーリスクを見ているということでございます。

16ページ目は、エマージングの株の国別の投資状況でございます。MSCIエマージングのウェイトに対して我々エマージングのアクティブ運用機関がどのくらいティルトさせているかということを把握しているものでございます。見ていただきますと、中国、インド、ブラジルなどは私どもアクティブ機関が少しオーバーウェイトしていることが見てとれるものでございます。

18ページ目は、今回始めたオルタナティブ投資のコミットメント額と実際の額を管理しているものでございます。

後は通常の表でございまして、割愛をさせていただきます。

最後、31ページ目をご覧いただければと思います。こちらは、我々の個別運用機関ごとの各月の超過収益率です。アルファベットのところは運用機関の名前が入っているのでブラインドさせていただいておりますけれども、過去1年ぐらいのアルファの出方を見て、調子が悪い機関はあるのかなのかといったことを毎月チェックしているというところでございます。

少し駆け足になってしまいましたが、私の説明は以上でございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございました。

本日予定しました議事を終了しましたので、これにて終わりたいと思います。

事務局のほうから連絡事項等がありますので、よろしくお願いします。

●青木審議役 委員限りの1の財務諸表等、委員限り2の業務概況書、委員限り3の業務実績評価シート、最後に陣場部長が御説明申し上げました資料、以上4点ですが、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。随行の皆様も同様にお願いいたします。

次回、第81回運用委員会につきましては、本年7月10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、よろしくお願いいたします。

○米澤委員長 これにて運用委員会を終了したいと思います。御苦労さまでした。