

第81回運用委員会議事録

1. 日 時:平成26年 7 月10日(木)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
・清水委員 ・菅家委員 ・武田委員 ・能見委員

4. 議 事

(1) 基本ポートフォリオについて

(2) その他

●青木審議役 ただいまより第81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、本日は全員御出席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。

まず、当法人におきまして人事異動がございましたので、御報告申し上げます。7月1日付で青貝企画部長が就任いたしましたので、御紹介いたします。

●青貝企画部長 青貝でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

●青木審議役 なお、私は審議役兼企画部長から審議役へ、兼務解除となりましたので、あわせて御報告いたします。

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 外国債券運用受託機関の選定（第1次審査結果）について

委員限り2 運用受託機関等の法令違反及び事務過誤等への対応状況

委員限り3－1 ポートフォリオのリスクについて

委員限り3－2 各資産の期待収益率モデルについて

委員限り3 参考資料 第80回運用委員会資料

以上でございます。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いたします。

○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、議題に従って進めていきたいと思っております。最初は、委員限り1の外国債券運用受託機関の選定（第1次審査結果）についてを、まず、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。

●陣場運用部長 委員限り1の外国債券運用受託機関の選定（第1次審査結果）についてをご覧いただければと思います。

今期に入りまして、公募ということで5月20日まで募集をいたしたところでございます。その間、127ということで多数のファンドの御提案をいただいたところでございます。このうち、アクティブが122、パッシブが5でございます。

結論のほうから先に申し上げますと、このうち半分弱の59ファンドを不通過といたしまして、68ファンド、うちアクティブ63、パッシブ5を一次審査通過といたしたいと考えておるところでございます。

この68ファンドに加えまして、私どもが既に委託しているアクティブ、パッシブの13ファンドを加えまして、合計81ファンドで2次のヒアリングに入りたいと考えているものでございます。

続きまして、この選定のプロセスということで申し上げます。

まず、1番目、形式審査ということでございまして（1）から（5）まで掲げております、形式的な基準で幾つかファンドを不通過としてございます。

まず、（1）の金商法上の投資運用業として業務を行うことができるといったこと、また、再委託をしているケースにおいては、海外の現地でしかるべく認可等を取っていることでございますが、こちらについては、全社が業務ができることを確認しているところでございます。

2ページ目の（2）、足元の年金運用資産残高がグループ全体として1千億円以上ということでございます。こちらも全社基準を超えていたところでございました。

（3）の基準は、実際にこの応募の対象となるコンポジットの実績が原則として5年以上、足元の残高が5百億円以上ということでございます。

こちらにつきましては、著しく運用期間が短いもの、具体的には運用期間が1年程度しかないといったもの、残高が著しく小さい、1百億円に満たないといったファンドにつきましては、ここで不通過としたところでございます。

3ページ目、●が3つございますけれども、例えば、残高が16億円しかないファンドでしたり、シミュレーションデータだけの御提案だったりといったものは、ここ不通過としている。こうしたものが6ファンドあったところでございます。

（4）の要件は、再委託しているケースでは、その再委託先の投資判断で全て行われていることという要件でございます。要するに、再々委託はだめだということで、中抜きにならないようにということでございます。こちらにつきましても、再委託先で投資判断が行われていることを確認したところでございます。

（5）の要件でございます。過去3年以内に資金運用業務に関して著しく不適当な行為をしていないかどうかということでございます。

こちらにつきましては、1社、いかがなものかという社がございましたので、この社の3つの提案ファンドについて不通過といたしたものでございます。

具体的な事案でございますけれども、この再委託先がアメリカの法人でございます。アメリカの現地で、

で
ございまして、これはさすがに看過し得ないということございまして、3ファンドを不通過といたしたものでございます。

形式基準では、ここまで9ファンドだけが不通過ということでございますが、数も多数に上るということで、この選定プロセスをできるだけ効率的に進めたいという観点で、パフォーマンスが相対的に良好なファンドを中心に選定を行いたいということで、スクリーニングを今回いたしたところでございます。

まず、今回の応募プロダクトにつきましては、募集の際もエマージングとかハイイールド等の募集も受け付けるということで、もともとプロダクトが非常に多岐にわたるということがございました。

したがいまして、まずはプロダクトを5ページ目の①から⑤まで5つのカテゴリーに分類をいたしまして、それぞれのカテゴリーの中でグローバルなベンチマークと比較して、相対的に超過収益を獲得しているもの、良いものを拾い上げようといった考え方でスクリーニングを実施してございます。

具体的な投資の対象期間、超過収益の計測期間でございますが、従来、私どもはこうしたスクリーニングをする際には、基本的に5年という期間を一つの節目として行っているところでございます。

大体5年たちますと、景気のサイクルも一回りして、良いときも悪いときも出てくるところでございまして、昨年度の国内株式、一昨年の外国株式などは、5年の基準で閾値を設けてございました。

今回は、外国債券ということで7年を基準にしようと考えたものでございます。この理由でございますけれども、サブプライムとかリーマンショックの時期は、非常に外国債券の運用は厳しい時期でございまして、この時期をいかに乗り切ったかというところを見ていきたいという考え方でございます。

ちょうど7年とりますと、2007年度から2013年度ということで、ちょうど2007年のサブプライム、2008年のリーマンショックの時期が入るということで、外国債券を見るにはこの期間がよからうと考えたところでございます。

具体的な超過収益の基準でございますが、まず、7年以上データがある場合には、過去7年間の通期で超過収益が1%以上、これがグローバル総合の、一番裁量の広いファンドのケースでございます。エマージング以下のプロダクトにつきましては、ユニバースが狭まる、裁量の余地が少し小さくなることを考慮いたしまして、超過収益の基準は0.5%以上としたところでございます。

一方、データの期間が7年に満たないファンドの場合は、従来同様、5年の基準で過去

5年の通期で超過収益の閾値を設けたところでございます。

ただし、グローバル総合等につきましては超過収益が2%、エマージング以下については1%で、7年の場合よりハードルを倍に上げたところでございます。

6ページ目、プロダクトごとに過去7年、5年のベンチマークの収益をとったものでございます。

一番上のグローバル総合等はバークレイズのインデックスになりますけれども、過去7年間をとりますと、やはりサブプライム、リーマンショックの時期が入った影響で、ベンチマークのリターン自体が3%台で非常に低い水準になるわけでございますが、リーマンショックも明けた2009年4月から計測すると6.88%ということで、パフォーマンスが倍以上違ってくるところでございます。こうしたことに鑑みまして、超過収益もハードルも倍に上げたところでございます。

また、円ヘッジのプロダクトにつきましては、少し数が少なかったこともございまして、若干基準を下回るものも拾い上げて、3つのファンドを通過させたところでございます。

別紙に、今回の1次審査通過、不通過のものを全てリストとして掲げてございます。最下段の第1次審査通過の○が打ってあるものが、通過の68ファンドとなります。ちょっと数が多いでございますので、本日は省略をさせていただきます。後ほどお時間のあるときにご覧いただければと思います。

私のほうの説明は、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す。

それでは、ただいまの説明につきまして、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が、いかがでしょうか。

○堀江委員長代理 68ファンドとありますけれども、運用会社1社で幾つも出していますね。運用会社の数でいうとどれくらいなのか。

●陣場運用部長 社によっては、複数以上提出した社もございます。

○堀江委員長代理 何社ですか。通過した68ファンドというのは、運用会社の数でいうとどれくらいですか。

●陣場運用部長 社数では、ちょっと正確にカウントしていません。

○堀江委員長代理 半分くらいですか。

●陣場運用部長 半分よりはもうちょっと多いと思います。

○米澤委員長 ほかにいかがですか。

○大野委員 単純な質問ですが、エマージングについて、明細を見ると運用資産残高がかなり大きいものがありますが、こういった通貨なのでしょうか。

●陣場運用部長 ローカルな通貨ですと、南米とかです。あとはアジア圏です。

○大野委員 ブラジルのリアルとか、ルピアとか、バーツとかですね。

●陣場運用部長 あとは東欧、ロシアといったところです。

○大野委員 あとはトルコとか。

●陣場運用部長 そういうところも入ってまいります。

○大野委員 よく見る通貨ですね。

●陣場運用部長 おっしゃるとおりでございます。

○大野委員 それで、一つ一つのファンドは、幾つかの通貨を運用しているのですか。それとも、ある通貨に特化しているのか。

●陣場運用部長 ベンチマークが複数通貨に分かれていますので、そこに目線を置きながら、分散をしているものが多数と考えております。

○米澤委員長 ほかにいかがでしょうか。

○清水委員 この後、またどんどん数を絞っていくのだと思うのですが、今の質問にも関連しているのですけれども、その運用受託機関のいろいろな条件とは別に、最終的に幾つかのファンドを選ぶときには、例えば、エマージングに偏らないとか、先進国に偏らないとか、そういったファンド全体としてのバランスというのは、どのように考慮しながら決めていくのでしょうか。

●陣場運用部長 そこが大変難しいところでございます。一つ考慮に入れないといけないのが、いわゆる投資適格のもの、国債とか、ハイイールド、エマージング、それぞれ世界的にアグリゲートしますと、大体グローバル総合と言われているものを10としますと、エマージング、ハイイールド、インフレ連動債はそれぞれ1対1対1というのが世界的な市場規模になります。これが分散投資の観点からの一つの出発点になると思います。

それを見据えた上で、全体の構造、リスク、リターン、それぞれハイイールドとか、エマージングは、従来の先進国の国債、投資適格債とは全く違うリスク特性を持っておりますので、どういう組み合わせが最適なものか、かつ、ほかの資産との関連も踏まえながら、多元連立方程式を解くようなことで最後は考えていきたい。

今の段階では、まだ見えていないところで、そういったことを考えて全体構成を決めて、その構成の中でよいものをはめていくことで考えてございます。

○米澤委員長 5ページの下の方の(1)なのですが、運用期間が7年以上ある場合、グローバル総合では超過収益率が1%以上で、②のエマージング、ハイイールド等は0.5%以上となっており、②のほうが高くとれそうな感じなのだけでも、いかがですか。

●陣場運用部長 グローバル総合のタイプというのは何でもできるマンドレートですので、時にはエマージングを組み入れたり、ハイイールドを組み入れたりということが、許容されているものが多いようでございます。

したがって、超過収益の出方もグローバル総合のほうはやはりちょっと高いのです。一方、エマージングとか、ハイイールドとか、ちょっとユニバースが狭くなると、なかなか超過収益の獲得の余地もどうも狭まる傾向が見られました。

○米澤委員長 何か理論では逆のような感じがするのだけれども。

○堀江委員長代理 いや、理論どおりです。ベットするところが多いのだから。

○能見委員 絶対リターンとは違うから。

●清水調査室長 ベンチマーク自体のリターンが違います。

●陣場運用部長 それぞれのユニバースごとにベンチマークを設定していますので、そこでの勝負となると、ハイイールドとかエマージングにはちょっと厳しいということになります。

○武田委員 ベンチマーク対比ということですね。

○能見委員 超過収益のところだから。

○米澤委員長 わかりました。 続きまして、委員限り2の運用受託機関等の法令違反及び事務過誤等への対応状況について、事務局のほうから説明をお願いしたいと思います。

●陣場運用部長 委員限り2の運用受託機関等の法令違反及び事務過誤等への対応状況で、これは運用委員会に対する定例の御報告のものでございます。

具体的には、昨年度1年間に起きた事務過誤ですとか、ガイドライン違反、法令違反等を集めて、それに対する対応をまとめて御報告をさせていただいているものでございます。

カテゴリーとしては、まず、運用受託機関に関するもの、資産管理機関のもの、私どものインハウスで取引をしている証券会社に関するもの、3つのカテゴリーに分かれます。

パターンとしては、その中でさらに法令違反、ガイドラインの違反、事務過誤の3つのパターンということで、3掛ける3の9つでございます。

ちょっと数も多くなりますので、具体的に重目の事案についてかいつまんで御紹介をさせていただきます。

別紙1をご覧くださいと思います。

まず、運用受託機関に対するものでございまして、昨年度につきましては、法令違反といった重いものはなかったところでございます。ただし、ガイドラインの違反というものが3件出てございます。

1つ出てきたのは、A社の事案でございますけれども、こちらは外国株式の運用をお願いしている運用再委託先で起きた事案でございます。私どもはファンドマネジャー等、キーパーソンの変更については、事前に報告してくださいとお願いをしているものでございますが、この社につきましては、このファンドマネジャーの退職が事後報告になったところでございました。

その理由を究明していきましてところ、イギリスの運用機関でございますけれども、イギリスの法令の制約があつて、投資家を平等に扱わなければいけない。したがって、このファンドマネジャーの退職という事案について、我々にだけ特別に早く事前に伝達することとはできなかったということでございました。

そういうことであればやむを得ないということで、運用ガイドラインにただし書きを打つ、事前開示が難しい場合があるというただし書きを打つことで解決を図ったということでございます。

ただし、そもそもこのキーパーソンが抜けること自体が、運用の継続性といった観点から好ましいことではございませんので、体制の安定化を強く要望した事案でございました。

次のページ、事務過誤ということで7つほど運用機関の事務過誤の例が挙げられております。

軽微なものがほとんどでございますので、一つだけ御紹介をさせていただきますと、上から2つ目、E社のケースでございます。こちらは外国株式の運用をお願いしている先でございますが、株を売却した際に、為替の指図が二重になって、その取り消しで損が出たということで損失の補填をしていただいて、再発防止を同時に要望したものでございました。

続きまして、5ページ、こちらは資産管理機関で起きた事例になります。昨年度は、事務過誤だけの発生でございました。

軽い事案が多かったわけですが、その中でB社というものが少し重い事案でございます。こちらでも為替絡みでございますけれども、自動為替サービスというものを提供しておりましたのですが、ちょっと使い勝手が悪かったということで、為替の二重指図、二重取得になって、要らない取引を解消した結果、損失ということで、これは損失の補填をいただいて、かつ運用機関にこの利用方法の徹底といった措置をお願いし、かなり時間がかかって終結した事案でございました。

7ページ目、自家運用の取引先の事案ということで、こちらは全て法令違反に係る対応でございます。金融庁及び証券取引等監視委員会からの勧告といったものに対して、私どもとしては一旦取引を停止いたしまして、状況を注視して、事なきを得ていることを確認した上で、また取引を再開したものが3件あったところでございます。

私のほうの説明は、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す。

それでは、ただいまの説明に関しまして、質問等がありましたら、お願いします。○佐藤委員 特に行政処分を受けた先に対する取引停止の解除のタイミングの件なのですが、けれども、拝見していると、金融庁が業務改善計画書を受理した翌日に取引停止を解除していますね。

金融庁は、当然、計画書を受理した後、定期的に報告を求めるわけです。もう報告しないでもいいというタイミングが。その後、半年後とか、1年後とか様子を見て、ちゃんとルートコースは改善できている、それを解決するためのPDCAが回っているのを確認した上で、報告不要という判断にするとするのですが、そのタイミングで停止措置を解除するのではやはり実務に支障が出るとか、何か相当ネガティブな面があるのですか。どこまで慎重にやるかという話です。

●陣場運用部長 私どもは、基本的には国内債券の取引をこういう証券会社としております。基本的には、状況を確認して国内債券にそんなにかかわりがなければ、取引を再開するのが基本的な考え方でございます。

ただし、おっしゃるように、国内債券にかかわる部署で重大な事故や違反が起きて、ちょっと金融庁に引き続き報告しなければいけないといった事案であれば、佐藤委員がおっ

しゃったような対応になるかと思いますが、これはいずれも国内債券の取引とは少し距離のある部署で起きたようなケースがほとんどでございました。

こういう場合には、業務改善計画が受理された時点で、私どもの取引とは関連性が薄いと判断をして、また取引を再開したという対応をとったところでございます。

○能見委員 そのことに関してだけでも、一般的には、実務としては受理した時点でオープンにするというか、どこも大体そうです。

私もアセットマネジャー会社の社長をしていましたけれども、そうしないと委託先の範囲を絞られて、受託者としてはかえって自分で自分の首を縛るようなケースになるということです。

もちろん事の軽重とか、そういう判断が必要ですが、金融庁が受理した時点で、一応、改善のための手当ては打たれてその報告をするということで、事後の監督のところまで期間を延ばしていたら、実務上ほとんど回らなくなるということで、どこの機関もそうですけれども、皆、業務改善計画を金融庁が受理したら、全て解除するのが普通のやり方ですよ。

○佐藤委員 業務改善計画書というのは、あくまでも作文の世界を出ないので、もちろん受理するに当たっては、相当ぎりぎり金融機関はやられますけれども、やはりある程度安全を見込むというか、本当にそれが実効性のあるものとして再発防止ということで本当に回り始めているのかどうかという確認を経ないと。

○能見委員 それはなかなか現実としては難しいし、いつになるかわからなくて、ある種のものだったら、受託先を本当に限ってしまうと、かえってデメリットがあるという判断だと思うのです。一般的には、業界ではそうだと思います。

○佐藤委員 おっしゃったような、事の軽重を考えて、やはり重大な場合には慎重に考えるということですね。

●陣場運用部長 悩ましいのは、フォローアップで報告しなければいけない状況は、事によっては続くわけですが、それというのは原則非開示なのです。

金融庁とその社の間だけのお話であって、本当はこれはほかの人に言うてはいけない話で、それは本当に個別に教えてもらえるような話になってしまっていて、外形的にフォローアップが終わったのかどうかというのが確認できないことも、実務的に悩ましい問題としてございます。

○能見委員 キーマン条項の契約は、単に事前に報告すればいいというだけの契約なのか。

●陣場運用部長 基本的に、まず、事前に報告をいただいて、場合によっては、ファンドマネジャーに依存したファンドであれば、その時点で解約というケースも過去にはございました。だから、報告をなさいと。

○能見委員 ただ、契約上は契約解除しますという契約になっているわけではない。

●陣場運用部長 なっていないです。事前にとりあえず報告をなさいと。

○能見委員　それで、こちらで判断すると。

●陣場運用部長　おっしゃるとおりです。○大野委員　運用受託機関と運用管理機関の事務過誤が結構散見されているのですが、これは全部先方から御報告があったということでしょうか。

●陣場運用部長　基本的には、先方からの報告に依存しますが、私どもは、いわゆるMRKシステムで日々の運用データを資産管理機関を通じてもらっています。

場合によっては、そのデータのおかしな訂正の仕方とかから手繰り寄せていって、どうもおかしなことが起きているというものが発覚した事例も、一昨年ございました。昨年度の事例につきましては、全て先方から報告があったものです。

○大野委員　言っていないとわからないこともあり得るのですか。今みたいなチェックとか、監査とか、何か担保するものはあるのでしょうか。

●陣場運用部長　例えば、担保するものとしましては、日々のデータを資産管理機関からとって我々も見ていることと、あと監査ということで、内部統制監査を資産管理機関も運用機関もとってくださいということです。

○大野委員　それは、自分たち組織での内部監査ですね。外部の監査はないのですか。

●陣場運用部長　これは内部統制監査ですので、外部の会計監査人が入ってプロセスを見る活動を行っていただいております。

○米澤委員長　ただ、データを毎日見ているといっても、その目的で見ているのではなくて、たまたま気がついたのが実際なのですね。そんなに見ている人まで張りつけられませんか。

●陣場運用部長　膨大なデータになりますので、全て確認するわけにはいきませんが、データを一旦送信したものを後から直すケースがあるのです。この直し方が変なものはございまして、それを追っていくと、君たちは何をやっているのかというものが発覚するケースがたまにございます。

○米澤委員長　以前にもこういうものを聞いた記憶があるのですが、例年と比べて少ないほうですか。

●陣場運用部長　一昨年に比べると数は半減しています。一昨年はインサイダーとかいろいろな事案が多かったものですから、いっぱい出てしまったのですが、昨年は数がちょっと減ってございます。

○米澤委員長　わかりました。　次は、今日の本題になりますが、基本ポートフォリオについてです。

前回、時間が足りず、後半急いでやった記憶がありますので、もう一度、前回の資料、委員限り3の参考資料あたりから説明してもらい、後半の残り全部をこの基本ポートフォリオの話としたいと思います。

それでは、委員限り3の参考資料について、事務局から説明をお願いしたいと思います。

●清水調査室長　私から、まず、この委員限り3の参考資料、前回、時間の関係で議論で

きなかったこともございましたので、ちょっとここで改めて時間をとらせていただきまして、御議論いただければという趣旨でございます。

詳しい説明については、前回、御説明していますので、簡単に御説明申し上げたいと思いますけれども、その前に、ここに書いてございますとおり、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、これ自体があくまでも年金の一元化を踏まえて、まず、各運用主体共同で、国共済、地共済等を含めて共同でモデルポートフォリオをつくってそれを参酌する形で、それぞれが個別に基本ポートフォリオをつくることを行う際の全体のフレームワークについて記述したものであるわけでございます。若干状況が変わっているということであるとすれば、6月3日に財政検証が公表されまして、財政検証、今回の新たな運用目標であるところの賃金プラスアルファとしての1.7%に従って作成するポートフォリオというのは、通常であれば来年の4月、これは第3期中期計画からスタートになるわけでございます。また、一元化との関連でございますと、モデルポートフォリオ自体の発効というのは来年10月でございますので、基本的にはそういうタイムスケジュールだったわけでございますけれども、前倒し要請という形になったわけでございますので、今回、ここで御議論いただくモデルポートフォリオと基本ポートフォリオの関係につきましては、現行の第2期中期計画の中で、この中期計画、中期目標の変更という形で、我々の基本ポートフォリオの変更のほうが先行し、それに後から結果的に整合的になるような形だと思っておりますけれども、モデルポートフォリオがついてくるという、若干変則的な部分が出てきている状況だということをご理解いただければと思います。

そういう意味で、モデルポートフォリオの議論については、ここで御議論いただく論点を十分念頭に置きながら、主として基本ポートフォリオを議論いただく形になると思っております。

そういう意味で、まず、1ページ目は積立金基本指針、一元化関連でございますけれども、特に（イ）の部分、モデルポートフォリオに関する事項ということで、運用目標としては、厚生年金保険の財政上の諸前提と整合性を持つことで、実質的な運用利回りとして賃金プラス1.7%を長期的に確保するような資産構成割合にすることです。

その際に、積立金の見通しと整合的な形で実施するとともに、フォワードルッキングなリスク分析をポートフォリオ構築に生かすことが明記されているわけでございます。

基本ポートフォリオとの関係におきましては、厚生年金保険の一元化された財政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。

2ページ目、そういうモデルポートフォリオを前提としてこの基本ポートフォリオをどういう形でつくるかでございますけれども、このモデルポートフォリオに即して定めることになるわけでございますが、基本ポートフォリオ策定の際のリスクの検証としては、やはりモデルポートフォリオと同様、財政上の積立金の見通しと整合的かつフォワードルッキングなリスク分析を行うといった格好でございます。

そういう意味において、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、2 ページ目の下の図にあるような形で、モデルポートフォリオをベースとしつつ、各運用主体がそれぞれの自主性を発揮する形で基本ポートフォリオを個別に定めるという立てつけになるということだと思っております。

そういう中で、3 ページ目の今後の検討事項でございますけれども、この部分については、モデルポートフォリオ、さらに言えば基本ポートフォリオを実際に策定するに当たってポイントとなる検討事項となるわけでございますが、まず（ア）の基本ポートフォリオに位置付ける資産クラスについては、特にオルタナティブ投資をどう扱うかといった点です。

（イ）の各資産のリスク、リターン、相関係数の推計、想定運用期間をどうするか、特に国内債券における金利シナリオをどうするか、あるいは長期とされている運用期間をどういうふうに設定するか、何年くらいに設定するかという想定運用期間の話です。

（ウ）のリスク尺度とポートフォリオ候補の選択という意味において、ポートフォリオの期待リターンと賃金上昇率を下回る確率の関係については、本日、この後で資料を用意させていただいているところでございます。

（エ）のポートフォリオ候補のリスク分析ということで、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あるいは株式のテールリスクをどう考慮するのかといった内容です。

あとは（オ）の乖離許容幅といった内容でございます。

3 のモデルポートフォリオ策定にかかる諸前提の検討でございますけれども、モデルポートフォリオ策定にかかる諸前提について、以下の通り他の共済に提案することとしてはどうかということでございまして、1 つは、一元化された年金財政を前提として、運用目標を長期的に最低限のリスクで達成すること。

また、モデルポートフォリオにおける資産でございますけれども、1 つは、グローバルな株式及びグローバル債券という国内と海外を区別しない簡潔な形も考えられるわけでございますけれども、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、外国株式といった伝統的な4資産を共通に対象としていることからすると、これはシステムの問題にも関連することにもなるわけでございますので、ここは伝統的運用資産のみで構成することではどうかということです。

また、モデルポートフォリオ上に位置づける資産でございますけれども、これはいずれもが取引可能でなければいけないということでございます。そういう中でベンチマークでございますけれども、国内債券についてはNOMURA-BPI、国内株式においてはTOPIX、外国債券はシティ世界国債インデックス、外国株式についてはMSCI ACWI、現在、私どもはMSCIのACWI化というものを進めている状況でもございますので、ここではACWIにしてはどうかということでございます。

あと短期資産の扱いでございまして、流動性確保のための短期資産でございますけれども

も、これは前提となるキャッシュアウトの額というものが、今後大きく変化する。これは前回も見ていただいたところでございますけれども、この数年キャッシュアウトが続くわけでございますが、それが2022年、2023年くらいまで減っていった、またキャッシュインの状態になるといったことを考えると、キャッシュインの状態になれば、それはまたフルインベストメントみたいなものが基本の部分になるだろうと思います。

さらには、当面のキャッシュアウトの部分についても、これは各運用主体ごとにその程度は違うわけでございますし、現在、我々は、その部分のかなり大きな部分をキャッシュアウト等対応ファンドという債券ポートフォリオで対応しているというプラクティスであることを考えると、特にこのモデルポートフォリオ上に短期資産を設定しなくてもよいのではないか。各運用主体が基本ポートフォリオ上で対応を検討するということです。

あと想定運用期間は長期でございますけれども、運用目標を達成するのに十分な期間を検討するということで、特にここはいろいろな考え方があることになると思いますけれども、一つの考え方としては、先ほどの文脈から申しますと、キャッシュアウトが続いて、それがまたキャッシュインになって、さらにその後またキャッシュアウト段階になって。そこから本格的なキャッシュアウトフェーズに入ることから考えると、長期的に見た場合、積立段階と取り崩し段階との2つにステージが分かれるので、例えば、積立段階みたいなものを一つの想定運用期間にするといった内容が考えられるということ、これはより具体的な数字に即して、それぞれ個別に議論すべき部分ではあると思っております。

あとモデルポートフォリオの検証は、各運用主体それぞれが、この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、モデルポートフォリオの検証実施を発議する。まずは各運用主体が基本ポートフォリオの検証をして、それを検証した結果、やはりモデルポートフォリオそのものの自体の変更もやはり何か必要ではないかと思ったときには、各運用主体がそれぞれ発議できるといった内容でございます。

次に（イ）の基本ポートフォリオでございます。モデルポートフォリオと基本ポートフォリオの関係にかかわるものでございますけれども、特に基本ポートフォリオは、例えば、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の獲得、あとは各資産における独自のベンチマークの選定、あるいは優秀なアクティブ運用機関の選定によるリターンの向上、先ほど申し上げたベンチマークをモデルポートフォリオとしてはセットするとしても、ここは独自に、ほかのベンチマークを設定できるといった自由度を与えることもできるようにすればよいのではないか。

あとは、これは年金部会の報告書あるいは有識者会議の報告書にも書いてございましており、乖離許容幅内における機動的な対応でございます。

このモデルポートフォリオにおける乖離許容幅については、長期的な戦略的リスクをとれる範囲をあらわしている。つまり、あくまでも基本ポートフォリオもモデルポートフォリオも、これを長期の観点から設定するポートフォリオであるということです。そういう中で基本ポートフォリオにおける乖離許容幅というのは、むしろ機動的な対応をとれ

る範囲にするとといったことが考えられるのではないかとさせていただきます。

あとは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、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と位置づける、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と、どちらかが選択できるということではどうかということでございます。

こういう中で、特に4のGPIFにおける対応でございますけれども、まず、基本ポートフォリオにおける短期資産の取り扱いでございます。基本ポートフォリオは、乖離許容幅を設けることにより各資産の構成割合を一定の幅に管理することでございますけれども、特に短期資産でございますが、ここはより効率的な資産運用を行う観点から、年金給付等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、具体的には、基本ポートフォリオ自体は4資産だけで設定することとしてはどうかということでございます。

(イ)の資産クラス『代替投資等』（仮称）枠の設定でございますけれども、オルタナティブ投資は個別性が強く、伝統的資産に割り当てることが難しい場合も中にはあるということで、特に新たな投資について情報開示をしていく観点からは、基本ポートフォリオ上に明示的に位置づけることは考えられないか。

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、そういう意味からすると、代替的投資等を設けることとしてはどうかということでございます。

オルタナティブ資産の組み入れは、実際に何パーセントというスペシフィックな数字がセットできるかという点、これは投資機会を捉えて、徐々に広げていくようなものでございますので、そういうことからすると、組み入れ上限として一定のウェイトを置くということです。

そういう中で、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、このリスクがどの程度上昇するのかを検討の上、決定することではどうかということでございます。

特にこの1番目のポツでございますけれども、例えば、基本ポートフォリオにおいて、国内株式と外国株式を別々のアセットクラスとしてセットする。ところが、アクティブ運用みたいなものを考えたときに、日本株を除いたことによってマネジャーの自由度が失われてアルファがとれないといった指摘もあるので、そういう観点からマルチアセットの部分を枠として設けることをここで言っているわけでございます。ところが、そういうものとオルタナティブみたいなものを一緒にしてしまうと、その枠の中でどんどんオルタナティブの比率が高くなってしまいうということもあるので、そういう2つについて、目的において峻別、区別する必要があるといった議論もあるということだと思います。

そういう中で6ページの短期資産や代替投資等を保有する場合の資産構成割合の管理イメージでございます。まず、基本ポートフォリオとしては、これは数字には何の意味もな

いのでございますけれども、例えば、4分の1ずつ均等配分としたときに、代替的投資あるいは短期資産をどういうふうに決めるかということでございます。これについては、範囲というか、上限みたいなものだけを設けておいて、この乖離許容幅の範囲内で対応するというものです。

例えば、短期資産、代替的投資をそれぞれ5%ずつセットするということであれば、トータルで10%分、ほかの4つの資産の資産構成割合が減るわけでございますけれども、その減る度合いが各資産において乖離許容幅の範囲内であればよいではないか、という考えではどうかというところでございます。

また（ウ）の乖離許容幅の中での機動的対応でございますけれども、ここについては、いわゆる短期的なフォワードルッキングにつながると思いますので、ここに3つ掲げたようなインフラの整備をする中で対応するといったことでございます。

ちょっと長くなりましたけれども、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。

かなり根幹の重要なところが出てきておりますし、GPIFにおける対応のところなどは、少し具体的な、どうしたらどうかということも出ていますが、本日は特に何か決めるということではなくて、自由に御意見を伺えればという扱いでよろしいでしょうか。

●清水調査室長 はい。

特にこの中で、例えば、3ページの2（ア）から（オ）まで課題が書いてございます。

この中で（ア）（イ）（ウ）、あと（エ）の株式のテールリスクの考慮については、この次の資料にちょっと反映されていますので、そういう意味から申し上げますと、特に（ア）とか（オ）とか、この辺についてフォーカスして御議論いただければと考えております。

○米澤委員長 そういう御希望もあるようなので、まずは、全体としていろいろ御意見があれば自由に伺いたいと思います。○能見委員 一番最初の位置づけのところですね。要するに、2期目の、26年度の方針も決めていますね。だから、その流れの中での変更案を議論しておいて、それらを土台として来年4月からの基本ポートフォリオが決まる。位置づけはそういう案でしたか。

●三谷理事長 基本的には、例の報告書にありました工程表というもので、1年程度でやる範囲というところに基本ポートフォリオの変更というものが入ってしまして、それを受けて、我々としては、今の第2期中期計画の中で見直しをする。ただし年末くらいまでにそれを決めるという感じでいたのですが、御承知のとおり、それをもっと前倒しでやりなさいという話もありますので、第3期中期計画よりちょっと早めて、いずれにせよ、第2期中期計画の変更という形で、まず、行います。

それを行い、その後、年度末まで半年も多分ないわけですから、そうすると、今度の第2期中期計画変更で新たに設定した基本ポートフォリオというのは、恐らく第3期の出だしのところではそのまま受け継がれるだろうと思います。

もちろん、その後いろいろな情勢の変化等があって見直す必要があるということであれ

ば、その段階では、第3期中期計画の中で中期計画の変更という形で見直しを続けていくことになろうかと思います。

したがって、今、第2期中期計画の中で新しく示された財政検証等を踏まえつつ、今の情勢を踏まえながら、基本ポートフォリオを前倒しでつくっていくというのが我々に要請されていることだと理解しています。

○能見委員 発表するときは、第2期中期計画の基本ポートフォリオの変更として発表すると。

●三谷理事長 そういうことです。

○能見委員 新たに第3期の中期計画のポートフォリオとして、つなぐかもしれないけれどもという位置づけですね。

●三谷理事長 もちろん、マーケットに大変動があつて、ポートフォリオがおかしいという話になれば、急きょまた来年3月までにつくり直すこともあり得なくはないですけども、通常のケースでいけば、半年もたっていないので、そのままそれを引き継いで、しかるべきときにまた定期的に見直しを進めていくことになります。

○能見委員 だから、今回変更しても、来年4月にもう一度、第3期の基本ポートフォリオはこうですというのは発表するわけですね。

●三谷理事長 もちろん、それは中期計画の中に基本ポートフォリオが入っていますので、第3期の中期計画の中に今回修正したものと同じ基本ポートフォリオが入ってくるということです。

○能見委員 たとえ同じだったとしても、そういうふうにならなると、そういう位置づけとおっしゃっているのですね。わかりました。

○菅家委員 基本ポートフォリオとモデルポートフォリオの関係性については、4月の会議よりはきちんと整理されたなという印象を持っていますが、ちょっとお話をしたいのは、最後の部分なのですけれども（ウ）の乖離許容幅内での機動的対応というものがある、次の表現なのですけれども、機動的運用ができるとされたことを踏まえ、次のようなことを検討しますと書いてあるのですけれども、この表現というのは、後ほどの説明にある年金部会からの要請という部分がありまして、これは具体的には年金財政における経済前提と積立金運用に関する専門委員会の報告を指すわけでありすけれども、その中に機動的な運用云々かんぬんという表現があるわけですが、それを指しているという理解でよろしいのかということと、だとするならば、次の説明ペーパーの中であるように、年金部会からの要請という文脈の中で、このことを我々は受けとめるべきなのかということについて、ちょっと確認させていただきたい。

●清水調査室長 そこはそういう形で理解しているところでございまして、まず、これまで私どもは乖離許容幅あるいはリバランスについては、あくまでも中心値に向けたリバランスという形をずっと実践してきました。

それを、今年の3月でございすけれども、機動的な対応という文脈の中で、必ずしも

そうではないような、これは御審議いただいた部分でございますけれども、そういう形で整理をさせていただいて、それで実際のプラクティスとしても国内債券を、例えば、現在、国内債券の基本ポートフォリオ上の比率は60%ですが、例えば、今が55%だとしますと、これまでは55%のときに、それが少なくなるような売り方というのは基本的にはしなかったわけですが、そういうことも行ったというのが、年度計画の変更であり、かつ、4月に御議論いただいた機動的な対応というところでございます。この趣旨としては、次期基本ポートフォリオを検討するというステージに入っていることを所与のものとして、そういう機動的、弾力的な対応をしようという趣旨で行うということでございまして、そういう意味でいうと、当面の対応という形でこういうふうに行っています。

ここで書いてございますのは、より本格対応というか、基本的に基本ポートフォリオは長期の視点で設定するものであるわけでございますけれども、それとは別に、より短期的、機動的な対応というところで、よりフォワードルッキングというものをベースに、何らかの基本ポートフォリオとは別の資産構成割合を狙って、リバランスを行うということをご想定しているということでございますけれども、この場においては、戦略的なポートフォリオになると思いますので、やはり何故そういう短期的、機動的なリバランスが良いのかという、十分な根拠が必要だろう。

そのための体制整備ということで、こういう3つのインフラを整備するというところでございまして、基本的には、制度側から要請されていると理解しているところでございます。

●森参事官 菅家先生から御指摘をいただきましたけれども、年金部会のときにフォワードルッキングは確度の高いものであるべきことを明示するとございましたので、多分、この確度を高くするための情報ツールの導入とか、コンサルタントとの契約とか、モデル開発とか、そういうものをGPIFのほうでお考えになっているということだと私は受けとめております。

○菅家委員 私もそういうふうに受けとめているのですけれども、後々のペーパーでは、年金部会からの要請という表現で、それを受けて我々はどうしましょうか考えましょうとなっているにもかかわらず、ここだけ何か所与の前提のごとく扱われているという、この文脈の扱いの違いがちょっと気になるということと、年金部会に示された専門委員会のペーパーによりますと、今、清水さんがおっしゃったとおり、市場環境の適切な見通しを踏まえ、機動的に運用できる旨を明確にする、その際、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ことについても明示をすると書いてある。それに続けて、そのためにGPIFの調査・分析能力を向上させるべきと書いてあるのです。

だから、そこを受けての表現だと思いますので、そういうふうに誤解されないような表現にしたほうがよいのではないかとということと、調査・分析能力の向上を図りなさいと書いてあるわけだけれども、つながるのかもしれませんが、必ずしもコンサルとの契約ということではないと思うのです。

能力の向上を図るために何をするのかということと、コンサルとの契約というのは、ち

よっとずれがあると思いますので、その辺もどういうふうにされていくのかなということ、これは質問です。

●三谷理事長 この乖離許容幅内の機動的な運用というのは、基本ポートフォリオを見直そうとしているからではなくて、これは一般的な形として乖離許容幅の中での機動的な運用と考えています。年金部会等の書き方もそうなっている。特に基本ポートフォリオを見直すことを考えているからということはどこにも入っていない。

26年度計画では、基本ポートフォリオを見直すことを前提としているので、乖離許容幅を超えた場合でも、それを直ちには修正しなくてもよいことを、運用委員会とも相談しながら行うということとしているが、それとは全く別の話になります。4月にそういうことをお願いしたのは、基本ポートフォリオを変更することを展望しているからというわけです。

ここで言っている機動的運用というのは、一般的な話として、乖離許容幅がある中で、こちらのほうがよいということであれば、市場環境に応じて変えても構わないとか、基本ポートフォリオの中心線から離れるようなリバランスをしても構わないという趣旨であり、これは一般的な話として、そのためにいろいろな道具立てが必要となるということです。けれども、いろいろな情報ツールを入れれば先の見通しがわかるかということ、そんなことはあり得ない。そういうことをやりながら、全体的な判断として、基本ポートフォリオの前提の中で、どういう具体的なポートフォリオをとればよいだろうか、どういうリバランスをその都度すればよいだろうかというのを考えていく、そのための材料とするというのがこの趣旨です。

例えば、現在の基本ポートフォリオというのは、実は国内債券の利回りが3%というものを大前提としてつくっているわけです。

ところが、今、国内債券の利回りというのは3%に比べて極めて低い。これをそのまま国内債券のウェイトを、今の基本ポートフォリオのままで、実は国内債券のデュレーションというのは8年弱ですから、0.4%くらいのところで回し続けてよいのだろうか、これはある程度、引き下げたほうがよいのではないだろうかという判断があるわけで、これは別に投機的でも何でもないと私は思っています。

明日株が上がりそう、半年後に株が上がりそうだから、株にもっとシフトしようとか、それはかなり投機的な話だとは思いますが、資産クラスによってどういうものが投機的なのか、どういうものが投機的でないのかということも、当然おのずから色合いが変わってくるわけですし、この基本ポートフォリオの中心線から外れれば、それはすなわち投機的ということでもあり得ない。私は、そういうふうに理解しています。

○米澤委員長 今の言葉を私なりに解釈するけれども、ある方に言わせると、長期のポートフォリオと足元の短期で分けて考えて運用してもよいのではないだろうかということ提案されている方もいるくらいで、今後インフレが2%になるという、この後で出てくるかもしれませんけれども、長期とした場合には、やはりそこにすぐに行くというわけでも

ないし、足元は大分違うわけです。

かといって、2つつくると、今回はモデルポートフォリオがありますので余計管理しにくくなるといったときに、一つの工夫としては、例えば、金利などのシナリオがかなり見えてくる世界では、そこのところを少しファイナンスの理論を使って、合理的に外れることも認めたらいいのではないだろうかという理解なのですけれども、理事長、そういうことですか。

●三谷理事長　そういう感じです。

○米澤委員長　もともと私が前にいたときも長期でつくるということで、加えてどうも長期という、金利などでもやはり高くなるのです。足元とも大分ずれがある。だからといってポートフォリオがすごくゆがむかどうかはまた違う話なのですけれども、今回は、もしかするとそういうところを少し考慮しましょう、あくまでも目標はここなのだけれども、今の経済状況だったら、乖離することがむしろ合理的なのではないだろうかという、うまく説明ができるとすれば、戦略的に外れるというか、外れることを認める。

ですから、すぐにリバランスする必要はないというふうに使えるのではないだろうかと思などは理解しています。今後また策定していくと、いろいろなところで清水さんのほうから御提案があったりするかと思いますけれども、今のところはややアバウトですけれども、そういう意味で書かれているという理解でよろしいでしょうか。

それから、重要なことですが、これはいろいろこのような分析を経るにしても、やはり最終的にはここで、運用委員会でもって議論をさせていただくということによろしいわけですね。

●清水調査室長　そうです。

○米澤委員長　かなり根幹にかかわる重要なことです。○能見委員　年金部会などの関係かもしれないけれども、フォワードルッキングという言葉が導入されてきたので、私はいろいろな文章の中での使い方に気をつけなければいけないと思うのは、長期的なと言うとき、長期的な視野に立ってとかは、安全かつ効率的だけが独立で使われるのはよくないと思っていて、前から言っているように、長期的な観点からというとなんか可能性はあるかなと。

長期的なというのは、どういう意味かというと、例えば、この中に書いてあるような株式のテールリスクということを言うけれども、長期的なと考えると、株式のテールリスクは割とのみ込めることになるわけです。

ですから、長期的なというのは、ある意味では思い切った流動性リスクが非常に長期的に30年、50年と考えれば、流動性リスクが許容されるというか、流動リスクがとれて、それを収益化できるのだというのが非常に大事なところなのです。

それから、フォワードルッキングは、すごく短期的なというか、現状において機動的に対応したほうが、よりポートフォリオとしては収益性の確率としてはいいだろうとか、その程度のことで、だから、長期的というのとフォワードルッキングというのは峻別すべき

だと思っていて、もともと全然狙っているものが違うと私は思うのですけれども、使い方もそういうことをきちんと気をつけたほうがいいと私は思います。

●清水調査室長 おっしゃるとおりでして、年金部会から出ている中でのターミノロジーとして、フォワードルッキングというのは実は2つあって、1つは長期的なポートフォリオをつくるときに、何らかのフォワードルッキングな分析をなさいと。このフォワードルッキングはかなり長期のフォワードルッキングで、これは私なりに解釈すると、例えば、10年、20年後の長期金利がどのくらいになるのか。

今、足元は、例えば、0.5%台の長期金利であるわけですから、そのくらいの長期金利が将来的には3%とかの水準になるだろうという、それ自体が一つの長い目を見たフォワードルッキングで、今回の基本ポートフォリオの中でどういうふうなそういうものを入れ込むかというのが、多分ポイントになってくるのだろうと思っています。

一方で、ここでの機動的対応というのは、おっしゃるとおり、かなり短いタームでのフォワードルッキングでございますので、これはまさに先ほど参事官がおっしゃったように、確度を持って本当にそういうことができるのかどうかを、まさに慎重に我々としてはやっていかなくはいけないという、2つの意味のフォワードルッキングという形で解釈をしているということで御理解いただければと思います。

○米澤委員長 とうか、もっとわかりやすく言うと、フォワードルッキングは、やはり金利が上がっていくことはちゃんと考慮なさいということと言ったら乱暴ですか。

そこでは債券が非常にロスになるという。もっと言うと、最新の言葉は有識者会議かもしれないけれども、そのときは、私もよくわからなかったのだけれども、金利上昇のことを言っているのかなと思いました。

●清水調査室長 そこはそういうふうに思っています。

○米澤委員長 過去のヒストリカルデータだけでいろいろ計算しているのは、もうちょっと違う入れ方もあるのではないだろうかということです。

いろいろな重要な指摘が問われているのですけれども、特に今ここでどちらか決めることもなくて、もう一度議論することはあるのかもしれませんが、引き続いて、次のところで戻ってきてもいいのかもしれませんが、ちょっと先に進めましょうか。

委員限り3-1のポートフォリオのリスクについて、委員限り3-2の各資産の期待収益率モデルについて、事務局から説明をお願いしたいと思います。

●清水調査室長 委員限り3-1と委員限り3-2について、あわせて御説明申し上げます。

まず、この資料でございますけれども、先日、検討作業班におきまして1回議論をし、その結果をこういう形でお出ししているという趣旨でございます。

まず、委員限り3-1のポートフォリオのリスクについてですが、これは今回ポートフォリオをつくるときに一番重要となるものの一つと理解しているところでございます。まず、従来、我々はポートフォリオのリスクをどういうふうと考えてきたかでございませ

れども、今、能見委員のほうからも御指摘があったとおりの部分でございますけれども、長期的に安全かつ効率的であるということなのですけれども、この中の安全という解釈としては、国内債券並みのリスクであると解釈し、国内債券並みのリスクでMV法による分散投資によってどれだけ高いリターンが得られるかと、それが効率的であるという解釈のもとにやってきたということでございます。この国内債券並みのリスクの尺度については、収益率の変動、いわゆる標準偏差をリスクとしてきたということでございます。

実際には、最終的なポートフォリオを選択するときには、さまざまな形でシミュレーションをして、例えば、将来の年金財政に対してどのくらいの影響があるかということの評価した上で、最終的なポートフォリオ選択をしてきました。これが従来の考え方だと御理解いただければということでございます。ここの部分につきましては、今回、年金部会のほうから、特にリスクについての考え方について、この1ページ目の下でございますけれども、2つ考え方が示されております。

まず、1つはここに書いてございますけれども、運用目標等からの下振れリスクが一定程度超えないことを新たにポートフォリオ策定の際の許容度として採用ということでございまして、この運用目標については、いわゆる賃金プラスアルファということでございますので、さらにこれまで国内債券並みのリスクということをずっと援用してきたことにも照らして、ここでは全額国内債券運用において名目賃金上昇率から下振れするリスクを超えないことをリスク許容度として示すという新たな考え方が示されております。

2つ目といたしましては、安全かつ効率的な運用を行うためには、年金財政上必要な利回り、これもやはり賃金プラス1.7%になるわけでございますけれども、これを最小限のリスクで運用すべきという2つのところが、今回示されたと理解しております。

さらにそういう中でも、検証に当たってはということで、リスク当たり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考慮するといった内容でございます。

次のページ、先ほどちょっと申し上げた、予定積立金額を下回る確率や損失額について、シミュレーションALMの検証というものもリスクに対する考え方として示す、さらにそういった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を行うために、さまざまなリスクシナリオのもとでそういった検証を行うことが書かれているということでございます。

そういう中で、私どもとしては、今、特に①②に示されたようなリスクの考え方自体は、我々として受けとめなくてはいけないことになるわけでございますけれども、これが2ページ目の下方リスクについての検討でございまして、私どもとしては、ここで書いているような全額国内債券で運用しても名目賃金上昇率を下回るリスク、この下回るリスクが何かということについては、これは単純に名目賃金上昇率を下回る確率、いわゆる下方確率で捉えるものと解釈するのが自然ではないかということが1点でございます。

そうすると、リスク許容度としては、ポートフォリオの下方確率が全額国内債券運用の

場合の下方確率を超えないことになるということでございます。

ところが、この概念を導入したときにやや課題となるのは、収益率の分布として正規分布を想定する場合、期待値が高くなると下方確率は急激に減少する。標準偏差が大きくなると減少がなだらかになるが、一般的な投資対象の収益率の期待値及び標準偏差のレベルにおいては、標準偏差より期待値の変動の影響が大きい。

これはどういうことかと申しますと、4ページ目にポンチ絵みたいなものを書いてございますけれども、これで見えていただきたいのは、青のちょっととがった曲線と、赤の緩やかな分布、これは両方とも正規分布を想定していますが、イメージとしては、青のとがった部分が国内債券の正規分布でございます。国内債券の正規分布は、国内債券の利回りが低いので、その中心値というのは、この赤の分布よりは左のほうに中心値はある。

一方で、赤の部分というのは、これは全体のポートフォリオであるとか、特に株式とか、そういうものを想定すると、期待値は高いのだけれども、なだらかになって裾が広がっている。

こういう中で、縦の点線が賃金上昇率の部分でございますけれども、これを見ていただくと、緑の部分が全額国内債券運用の場合に、賃金上昇率を下回るリスクがこの面積になるわけでございます。では、株式100%のポートフォリオとか、そういったよりリスクの高い運用をした場合に、それがどういうことになるかというと、平均値は右にずれる。確かに裾は広がるのですが、結果的に賃金上昇率を下回る確率というのは、赤のほうは実は小さくなる。

通常はハイリスク・ハイリターン、ローリスク・ローリターンというのが運用の一般論なわけでございますけれども、これを見る限り、ハイリターンのほうがローリスクになり得るという状況という、そこの逆転現象についてどう考えるかという問題がやはりこれは課題として出てくるのだらうということがあるわけでございます。2ページ目に戻っていただきますと、後半の部分でございますけれども、そうするとこのポートフォリオ選択のリスク尺度は下方確率だけではやはり不十分で、そういう意味でいうと、例えば、賃金を下回った場合の損失額、条件付期待損失額の大きさ等を考慮する必要があるのではないかと。

この条件付期待損失額というのはどういうことかと申しますと、この4ページ、5ページ目に書いてございますけれども、例えば、この赤のラインは確かに賃金上昇率を下回る確率は低いだけれども、下回った場合にはその激震の度合いはかなり激しい。

そういうことからすると、下回った場合の損失額の期待値みたいなものを導入すると、4ページ目に書いてございますけれども、この赤のラインの例えば株式100%みたいなポートフォリオの場合というのは、そういう意味でのリスクというものがやはり全額国内債券よりは大きく評価されるということで、こういうものを導入することによって、ある意味ハイリスク・ハイリターン、ローリスク・ローリターンという通常の性質を考慮することができるということとでございます。今回そういう形でこの部分について、まず全額国内債券並みの評価をする際の許容度を図るリスク尺度を、下方確率としつつ、必要な利回りを

最小限のリスクで運用する。つまり②の部分のリスク尺度については、条件付期待損失額としてはどうかといったこととございます。

あと3ページ目でございますけれども、ポートフォリオのリスク検証におけるテールリスクということとございまして、これは株式のテールリスクをどう評価するかということとございます。

資産の収益率は、通常、正規分布と仮定されるわけでございますが、実際の収益率では大きな損失の発生頻度が正規分布より高くなることが知られている。

この大きな損失が発生する場合、資産間の連動性が一時的に高まることもその原因の一つであると、これは具体的にはリーマンショックの時に起こった現象でございまして、全ての資産が同時に下落する。

これは下落したときに、通常、我々が想定している相関関係は崩れて、各資産間の相関が極めて1に近くなる。すなわち、下がる時はみんな同時に下がるという性格を統計的に表現するものとして、コピュラモデルというものがあるわけとございます。

このコピュラモデルを使うことによって、先ほどの宿題の1ページ目の一番下、株式が想定よりも下振れ確率が大きい場合があることに対応することが考えられるのではないかとということで、これについては、6ページにポンチ絵みたいなものを書いてあるわけとございますけれども、例えば株式と債券の収益率分布を通常の正規分布で考えますと、楕円がこんな感じになっている形で表現されるわけとございますけれども、先ほど申したコピュラは、裾依存性という表現でございまして、そういう関数を導入すると、tコピュラと書いてございまして、これを見ていただくと、ちょっときゅっと縮まるということで、例えば、株式の収益率がマイナスになればなるほど債券の収益率もさらにマイナスになるといった関係を、こういう関数で表現できるということとございます。特にテールリスクの部分について、従来の正規分布による発生確率だと、この右の赤の線であったところが、こういうものを使うことによって、ある程度テールリスクをきちんと評価できる、ある種、保守的に評価できるといった内容とございます。

以上が、委員限り3-1の部分とございます。

続きまして、委員限り3-2の各資産の期待収益率モデルについてとございます。

まず、昨年6月に、私どもはポートフォリオの見直しを行ったわけとございますけれども、これは3年前に、ちょうど第1期から第2期に移行するときの考え方に基本的には従って見直しを行ったということとございまして、そのときにどういう期待収益率モデルを使ったかをお示ししたのが、この表とございます。

これについては、ベースとしては、国内債券の期待リターンを長期金利水準とイコールと置いております。

具体的に3%と置いたこのときの長期金利水準の設定の仕方とございますけれども、国債イールドカーブのフォワードレートから推定される将来の10年債利回りを長期金利水準と置いたということとございまして、これは厚生労働省の部分とございますと、前回見て

いただきましたF、G、Hの部分に該当する長期金利の水準が同じような考え方で設定されているということでございます。

これに対して、短期資産については、対長期金利のスプレッドを過去の統計データからとって短期資産としてセットし、さらに国内株式については、これは国内債券で用いた長期金利に対してどのくらいのスプレッドがあるかということで、対長期金利に対するスプレッドを国内株式のベースにしたということでございます。

一方、外国物については、こうして設定された短期資産の金利に対して、外国債券、外国株式、それぞれ外物の短期金利に対するスプレッドを過去のデータから推定しまして、乗つけたという形でございます。

これが基本的な昨年度の期待リターンの設定の仕方でございます。これを見ていただくと、この外国株式については、短期金利プラスアルファという形にもかかわらず、国内株式のほうというのは、国内の長期金利プラスアルファという形で、若干不整合になっていたということでございます。

今回のポートフォリオの見直しで、どういう形でこういったものを設定するかということでございますけれども、今回、私どもが示されるのは、賃金プラスアルファの1.7%という数字だけでございますので、ほかの長期金利の水準でございますとか、そういったものは基本的には我々の責任で決めるということでございます。

我々の責任で決めるわけでございますけれども、一方で、年金部会あるいは専門委員会のほうでは、財政検証を行うに当たって、これは武田委員、米澤委員長がメンバーだったわけでございますけれども、そこでAからHまでのいろいろなシナリオの中に、いろいろな長期金利の水準あるいは賃金の水準等が設定されています。

それを我々としてどういうふうに解釈するのかというところ、あるいは全く独立に我々自身として別の道を歩むのかといったことが問われるわけでございますけれども、まず、我々としてこれまで、従来、賃金上昇率の推計を行っていなかったということでございますし、賃金プラスアルファを設定するときに、やはり賃金上昇率がどのくらいなのかというのは決めなくてはいけないという宿題があるわけでございますので、そういう観点からすると、やはり当法人が想定する長期金利とおおむね同じ水準の財政検証シナリオを参考として、賃金上昇率の設定を行うことが考えられないかというところが1点目でございます。

2点目でございますけれども、ここに書いてございますが、先ほど出たフォワードルッキング、これは長期的なフォワードルッキングでございますけれども、このフォワードルッキングな視点での対応の中で、キャピタルゲイン・ロスへの配慮が求められているわけでございますので、期待収益率モデルについて一部修正を施すこととしてはどうかということです。ただ、キャピタルゲイン・ロスには想定投資期間が大きく影響するので、この投資期間をどういうふうに設定するのかというのが、多分ポイントになってくるということでもあります。

そういう中で、今回は数字の議論というのは、まだないのでございますけれども、定性的な部分ということで申し上げますと、2 ページ目でございますけれども、まず、国内債券でございますが、経済前提専門委員会での議論で、金利の上昇は債券の価格下落をもたらすので、結果的に損失を被る可能性について指摘があるということでございます。

そういう中で、デフレ脱却を図り、適度なインフレ環境に移行しつつある我が国経済の環境において、フォワードルッキングな視点も踏まえ検討すべきと、これをどう捉えるかという、これはまさに先ほど米澤委員長の、わかりやすく言えばという話につながるわけでございますけれども、そうすると、我々はこれまでは国内債券の期待収益率については、将来の均衡金利、長期金利＝国内債券の収益率であるとしてきたわけです。

例えば、去年の検証のときには、将来の長期金利の3%を名目で置いて、ずっとその3%が国内債券の収益率だという設定をしております。

それが果たしてこういうフォワードルッキングな視点から考えると、やはりそこに修正が必要だろうということでございまして、そこに金利変化によるキャピタルゲイン・ロス、つまり現行の0.6%程度から数パーセントまで上がるというものを想定した形で、国内債券の現実的な期待収益率を設定してはどうかということでございます。また、この長期金利の水準については、これは昨年マーケットにインプライドされた長期的な将来の均衡水準ということでございますので、それを利用してはどうかということでございます。

例えば3 ページ目、これは経済前提専門委員会のシナリオになるわけでございますけれども、特に現状からこの10年超までに金利の上昇シナリオが書いてございますが、これはどちらかというと、いわゆる内閣府の見通しにおいて設定された経済再生ケースとそうではないケースの参考ケースの金利シナリオでございます。こういうことを前提に計算すると、4 ページ目、5 ページ目みたいな形になる。これは参考までにご覧いただければということでございます。

次に、そうすると、それに応じて当然、例えば、長期金利の水準を4%に設定するとしても、足元からの金利の上昇を考えると、当然その平均的な国内債券の期待収益率はそれよりも下がる形になるということでございます。

6 ページ目、短期資産は、先ほどの基本ポートフォリオで短期資産は明示的にはつくらないということにもなると、そこにも関連するわけでございますけれども、海外物の期待リターンを設定するときの一つの接合点として必要になってくるということでございまして、将来の実質短期（長期）金利＝過去の実質短期（長期）金利×（将来利潤率推計値／過去利潤率平均）は、まさに専門委員会ですら実際にその経済モデルがつくられたところの、利潤率の過去と将来の倍率によって推定してはどうかということでございます。

この短期資産でございますけれども、実際の短期資産というのは、流動性確保のための当座預金も含まれるということでございまして、全額短期金利での運用を仮定することは現実的ではないということです。実際、平成24年度のTDB現先1 カ月、我々のベンチマークでございますけれども、平均利回り0.07%に対して、短期資産の実績利回りは約半分くら

いだということでございますので、この影響は考慮したらどうかということでございます。

次に国内株式でございます。ここでは現行の株式収益率と長期金利のスプレッドの推計は、長期の過去データを用いて均衡水準の推計を行うということでございますけれども、先ほど申し上げたとおり、外国資産、特に外国株式との推計方法と整合的でない状況です。

ここが一つの課題なのだろうということで、果たして外国株式の期待リターンと国内株式の期待リターンを、ある種、別の推計方法でセットすることが、いろいろな意味でどれだけ説明力があるかということとはちょっと考えなくてはいけないのではないかと。

そういうことを考えると、どちらかというと外国株式のモデルとの整合性を考えて、今回は国内株式については短期金利に対するリスクプレミアムという形に変更してはどうかということでございます。

この際に前提となるのは、専門委員会では経済再生ケースと参考ケースと2つあるわけでございます。経済再生ケースの場合には、1983年から1993年までの部分が用いられ、参考ケースでは1983年から2009年までという形になったわけでございますけれども、今回、こういうものをにらんで、我々としてリスクプレミアムを計算してみました。

その結果が7ページ目でございますけれども、経済再生ケースに該当するものとしては、私どもとしては、1983年から1993年ではなくて1989年までとしています。これは1993年というとまさにバブル崩壊の時期が入りますので、そこはちょっと考えようがあるのではないかとということです。

一方で、参考ケースについては、逆に2009年というのはリーマンショックも入っているということで、ここもそれは最悪のケースだろうということで、私どもとしては、リーマンショックの前まで、リーマンショックを除いた1983年から2007年までという形でセットしています。結果として、経済再生ケースの場合のリスクプレミアムとしては5.1%、参考ケースで2.8%、こんな感じでございます。

あとバブル崩壊後の1993年から2013年まで延ばすと、これが2.9%ということでございますので、ここでは、バブル崩壊後のリスクプレミアムということでケースHに2.9%を対応させ、専門委員会のケースAに経済再生ケースの5.1%を対応させて、それを線型的に結んだ形でリスクプレミアムをセットするという形で計算したのが、この結果ということでございます。例えば、1.7%の根拠になっているケースEのシナリオでございますと、ちょうどリスクプレミアムが3.8%、あるいはケースGだと3.2%ぐらいの水準になるということでございます。

次は、外国債券でございます。

これについては、外国株式とあわせて御説明いたしますけれども、これは先ほど御説明したような形で、国内の短期金利というものがセットされます。

我々としては、短期金利の差については、為替で調整されるという前提に立っており、外国債券、外国株式のリターンをセットするに当たっては、その足元の短期金利というのは、国内の短期金利と同じにする。

それに海外で見た場合の対短期金利に対するスプレッドというものをそれぞれ計算してセットいたしますと、例えば、外国債券においては、過去25年平均だと1.49%、過去29年平均だと1.59%という感じでございますし、あるいは外国株式でございますけれども、この場合、ここは実は2つございまして、今回は、先ほど申し上げたとおり、MSCI ACWI、いわゆるエマージングカントリーも込みで考えたリスクプレミアムを推計したところ、過去25年平均で4.23%、過去20年平均で3.89%、ちなみに従来どおりのMSCI KOKUSAIをベンチマークとしたリスクプレミアムの場合でございますと、今回の過去25年平均で3.61%、参考の過去35年平均で3.51%、こんな感じでございますので、やはりエマージングを入れたほうがリスクプレミアムは高くなるということがございますし、例えば、先ほどの7ページ目の日本株のリスクプレミアムとの比較を申しますと、例えばケースEの3.8%に対して、先進国平均だと3.61%で日本のほうが若干高い。

これをどう考えるかということでございますけれども、ケースGとか、ここら辺だと3.2%という感じです。おおむねそこら辺を見ると、バランスはある程度とれていることになるのかなということでございます。

以上、ちょっと駆け足ではございますけれども、リスクについての考え方と期待リターンの設定方法について、御説明にかえさせていただきます。

○米澤委員長 内容の濃いものが盛りだくさんで、どうもありがとうございます。

特に3-1、ちょっとテクニカルな話になりますが、その説明も含めていただきました。

●清水調査室長 ちょっと補足で、検討作業班の場では、特に国内株式のリターンの設定方法は、今回、我々は長期金利ベースから短期金利にして、リスクプレミアムベースにしたということでございますが、実は、平成16年財政再計算をベースとした第1期の基本ポートフォリオの構築の際には、政府のほうで、いわゆる企業評価モデルというか、ROE、ROAをベースとしたやり方でやっているということでございまして、そういったやり方もきちんとやってみて、平仄というか、そういうものもちゃんと見ておいたほうがよいのではないかと御意見をいただいているところでございます。これについては、また改めて機会のあるときにお示しさせていただければと考えております。

○米澤委員長 今日はそれがここには出ていないのですけれども、もう少し企業の配当みたいなところまで戻って、いわゆる企業評価のところから出発したというのが第1期のところ です。

では、外国株式も同じようにやっていたかというのと、それはできないので、今日やったような方法でもやっていたわけで、今日の御提案は、むしろ両方とも同じようなレベルでやって、このように考えたらいかがかというのが、前と違うところです。

堀江委員、何か今のところでつけ加えることはありますか。

○堀江委員長代理 最初のポートフォリオのリスクのところ、先ほどの能見さんの文脈に照らして言わせていただくと、テールリスクのほうは、長期という観点で言うとテクニカルな話はあると思いますが、それほど気にする必要はないのかなと個人的に思っていま

す。前半のほうの賃金上昇率を下回る確率と、下回ったときの損失額は期間を長くしても、期待値は上がりますが、20年とったところで絶対額は大きいので、そこをどういうふうに考えるかというのが一番大きな論点になるのかなと思います。

○能見委員 考え方の整理のところですけども、今のお話を受けたのと、これまでもさまざまに言われてきたことからすると、GPIFに期待されているものというか、こうしてほしいという、ある種の要請は少し変化したということがわかる。

それは、すごく端的に言ってしまうと、例えば、以前だったら、非常に明確に捉えていないという、漠然としたリスクを気にして、とにかく国債は元本が返ってくると、単純に言わせると、そういうことで世の中を納得させてきたのだけれども、むしろ年金財政あるいは運用目標というところにウェイトを置くと、ある種の絶対リターンというか、これくらいは稼いでくれという部分が、以前よりはより期待される度合いが強くなってきたことが1点です。

2つ目は、フォワードルッキングというものを書いてきたことの意味は、多分デフレ脱却の政策を進めていて、今はデフレの状態ではなくなったけれども、それでもまだ長期金利については日銀がコントロールしているので、いずれにしても将来的な金利リスク、つまり金利上昇リスクを意識してくださいというのが、意思として入った。

この2つがベースに入って、非常にオブラートに包んで、何を言っているかわからないような理屈を述べている感じがすかね。

○米澤委員長 今の2つ、うまくまとめていただいたと思います。私もその理解です。

特に前者のリスクの扱い方に関しましては、大きく今回は変わったと理解して、前は債券並みにしておけばよいということで、大きな間違いはよい意味でも悪い意味でもできなかったわけですけども、今回は、上限は提示されましたけれども、その中で自由にいうか、年金財政上、整合的なものになった。

国債並みのという文言はありますけれども、大分自由度は広がったということですので、ちょっとポートフォリオのつくり方も、その分、責任も多いし、チェックしなくてはいけないことも増えてきているかなという感じがします。

このコンディショナルVaRはよく知っているのですが、やはりこれはやらないとダメかなという感じです。私はショートフォール確率みたいなところで見ていけば十分かなと思ったのですが、どちらであればよりちゃんとしているかといえ、それはこちらのほうが必要で、特に株式等を含めると、これは無視できないことはよくわかるのですが、正面から出てきたなという感じがしています。

清水さんの説明で、金利とかを自由に設定してもいいですよと言ったのだけれども、今の御説明だと、かなり年金部会というか、経済前提のところを取り込んでいきたいと思いますという方針ですね。

●清水調査室長 ショートフォール確率については、プロフェッショナルとしてはやはりそこは無視できないわけですし、また経済前提については、あそこの場でしっかりと

議論がなされているわけですから、そこの果実というものをきちんと我々の責任として受けとめることが、国民に対する納得性という観点からも一番大切なのかなと思います。

○米澤委員長 説明のしやすさというか、納得していただくという意味では、全然違うモデルを使っているのではないと言われるよりは、はるかによいと思います。○清水委員 一つ、本当に単純な感想なのですが、従来の投資という中でリスクとリターンというのは、やはり価格変動リスクとか、元本が返ってこないリスクというものと、それに対して収益というものがあるのに対して、今回、賃金上昇率をプラスアルファできないことがリスクということで捉えるというのは、もちろんそれによって株式とか、おのこの投資を増やすことを整合的にしようという意図があることは重々承知した上で、でも、やはりリスクとリターンがごっちゃになってしまっている感がすごく否めない。

さらにリスクのはかり方を、国内株式と国内債券と外国株式と外国債券で、いろいろな状況を考えて、いろいろつくっているというのも、すごくそれも専門的には非常にアグリーなのですけれども、これを一般に説明したときに果たして受け入れられるのかなと、かえって難しくなってしまうのだろうなと思います。

だから、これはこれで非常にうまくできていると思うのですけれども、こういった考え方を国民に説明して、やはり危ないのではないかということに、どうやって反論できるのかなという点で、リターンとリスクがごちゃごちゃになっているというイメージがありますというのが1つです。

もう一つは、国内株式を長期金利から短期金利に変更する。その理由が、外国株式と国内株式で整合的ではないというお話でしたけれども、そもそも国内、海外ということで分けるとすれば、国内株式と海外株式が整合的でなくても当然で、国内株式を国内債券の長期金利と同じようなリスクではかること自体に、やはり国内でも債券なのか、株式なのかということ考えたときには、むしろ同じでもいいのかなという感覚もあるのです。

ですから、賃金プラスアルファを下回るのがリスクだと、もし設定するのであれば、それを前面に押し出した上で、後のリスクの計測は、もちろん本当は専門的なことが必要なのですから、もう少しクリアな形で設定できたら、全体との納得というのですか、受け入れられやすくなるのかなと思います。

すごく難しい注文なのであれなのですから。

●森参事官 厚生労働省の専門委員会で、何で下振れリスクの話が出てきたとかといいますと、昔のGPIFの在り方検討会という、民主党時代の検討会でも、年金につきましては、運用目標を下回った場合には、国民の負担の増加に直結するので、やはり下振れリスク等を見るべきではないかという御意見がございました。今回、専門委員会におきまして、やはり一定期間におきまして、運用収益率が、物価上昇率とか賃金上昇率とかを下回る確率というのは、例えば、10%から20%以下にするとか、そういう下振れリスクの目安を新たに設定したほうがよいのではないかという御議論がございました。堀江先生がいらっしゃった有識者会議のほうでも、リスクについて基準をつくったほうがよいのではないかとい

う話もございましたので、今回、下振れリスクということで作りましたので、株式を増やすとか、そういう目的ではございませんので、年金の下振れリスクに関するところは、国民の不安を解消するためにつくったということでございます。

●清水調査室長 私のほうからも補足させていただきますと、これまでずっと名目で、例えば、平成16年のとき、たしか名目で3.2%という運用目標でした。それが21年のときには4.1%くらいになったのです。

世の中の人、名目の利回りが回らないと、要は給付の引下げや保険料引き上げにつながると思うのです。ところが、我々はずっと、これは対賃金なので、例えば、デフレ環境下では賃金が低いので、結果的にそこまで回らなくても財政上は問題ない、むしろ、我々は財政に対してプラスに寄与していることをずっと何度も御説明してきたのですけれども、なかなかそこが理解されない。

だから、今回はそういう意味において、我々としては、今回、厚生労働省のほうでまさに賃金を下回るとするのは年金財政上マイナスであって、保険料あるいはその給付の減額につながるところがリスクなのだと示していただいたことというのは、これは確かに説得は難しく、我々としても努力はしなければいけないと思うのですけれども、それは理屈の上ではやはり正しいということなのかなと、個人的には思っています。

○米澤委員長 実は、前回とか、ずっと賃金上昇率プラスアルファが根幹なのだということは、我々は理解したのですけれども、御存じのように、例の4.1%問題ということで盛り上がってしまって、4.1%がひとり歩きしてしまって、どこの国の金利だとかとよく言われてしまいました。あのときでもプラス1.6%とか、途中で1.1%になりましたけれども、そんなにむちゃくちゃなことを言っているわけではないので、今回はその誤解を解くためにも、初めからプラス1.7%でいきましょうということなので、目標自体は変わっていません。ただ、今回は運用のほうもそれと整合的な恰好でもって、運用目標、特にリスクが与えられたというのが大きな点かと思っています。

どうぞ。

○大野委員 やはり一言で、全額国内債券運用において名目賃金上昇率から下振れするリスクを超えないだと、恐らくだめだと思うので、なぜ名目賃金上昇率をカバーできれば、年金が最低限回ってくるのか、ここをちゃんと説明すること、もうちょっとのかみ砕き、国民に向かっては、本当にここが肝だと思います。

これが1点と、去年、基本ポートフォリオを若干変えたわけですが、やはり分散投資はとても大事だと思っていて、まだそれでも国内に非常にバイアスがかかっているのです。72%が国内、海外が23%、日本株を買うなということでは決してないのですけれども、例えば、日本株などというのは、世界の時価総額のうち10%を切っているわけで、リスク分散という意味からも、もう少しこの辺の観点を入れたほうがよいのではないかと。今は全くこの中に入っていないです。今後はそういう議論をちょっとしたほうがよいのではないかとというのが、感想であります。

○武田委員 私も大野委員がおっしゃられたことに非常に賛同いたします。確かにGPIFに求められることが近年変わってきていると思います。絶対リターンを意識する、あるいは将来的な金利上昇リスクを意識するなど、少なくとも専門家の間ではそういった議論がございます。一方で、国民の間で賃金プラスアルファの考え方がどこまで理解が得られているかという点では、やはり乖離はあると感じております。

よくその辺の質問を受けることが多いことを踏まえると、わかりやすく伝えていくという点では、まだまだ努力が必要であり、現状では、なかなか理解が浸透していない部分があると思います。

それに関連することですが、最終的には賃金プラス1.7%ということですね。そうしたときに、冒頭の外国債券ファンドの選定ですけれども、選ぶときはベンチマークを上回っていることを優先して選ぶわけですね。

先ほど清水委員がおっしゃったこととも多少重なると思いますが、いろいろな基準が入っている気はします。選ぶ際には、当然そのベンチマークの中、同じような運用をしている中で収益率が高いほうがよいというのは非常によくわかるので、選定の際の基準はこれでいいと思いましたが、一方で、様々な異なる運用をしているアセットクラスのリターンを考えるとときには、賃金プラスアルファ1.7%を意識しないといけませんので、もちろん外国債券だけでクリアするわけではないですけれども、絶対リターンとリスクの関係が最終的には大事になってくるということですね。

○米澤委員長 だから、選定するときは相対的なもので、最後は我々は絶対的なものを要求されていますよ。

○武田委員 そうすると、冒頭に清水委員がおっしゃられた、最終的にどういう組み合わせにするか、恐らくその結果との関係も重要になってくることになります。

●清水調査室長 おっしゃるとおりで、マネジャーを選ぶときに、賃金にどれだけ勝つマネジャーかというのはわからないので、そういう意味でいうと、各アセットごとに定められた、マーケットのベンチマークというものに対して選ぶわけです。

その賃金プラスアルファの部分については、では、そういったベンチマークの統計的なデータがありますから、そういうものを組み合わせた形で、長期平均的に賃金をこのくらい上回るだろうという見通しのもとに、参考にする割合を決めるという感じで、御理解のとおりだと思います。

○武田委員 ありがとうございます。

●陣場運用部長 もう一点、補足しますと、清水が申し上げたとおり、8ページ目で掲げられておりますとおり、外国債券については一定のこういうプレミアムがとれるだろうと想定をしているわけです。

リスクとしては、Citi WGBI、国債だけのベンチマークのリスクを基準に、各資産との相関もはかり、外国債券のリスクというのはこの程度のものを当法人としては期待してポートをつくりますという、大きな枠組みの中で、では、我々はマネジャーを選ぶときには、

このWGBIのベンチマークからどのくらい乖離するのかというリスクを考えて、では、それに対して、ハイイールドとか、エマージング等を入れると、これだけ上乗せがあるだろうというリスクとリターンを見ながら、外国債券というアセットクラスから、つかず離れずでアルファが稼げるようなストラクチャーを最終的に目指して、マネジャーを選定するといった形になります。

タスクとしては、この基本ポートの大きな枠組みがある中で、その下でそれにのっとって我々はマネジャーを選定するという流れになります。

○米澤委員長 それから、賃金上昇率を下回らないとすると、より株式をたくさん拾ってきてしまうのではないかというけれども、多分それは必ずしもそうではない。

私がちょっと手計算しますと、TOPIXとNOMURA BPIとどちらが下振れ確率が少ないかというと、賃金上昇を単に上回るだけの条件だったら、BPIのほうがいいです。 ということで、いい勝負なのですけれども、だからといって株式をたくさん拾ってくることにはならないということだと思います。

大分時間が迫ってきましたけれども、清水さん、この委員限り3の参考資料、5ページの4に GPIFにおける対応というところがあります。

この（ア）と（イ）に関しては、かなり具体的な提案が出ているのですけれども、余りこのところは確認をとらなかったのですけれども、本日決めるしかないということではないですね。これは検討作業班としても、短期資産の取り扱いというのは、特にそれで枠をつくる必要はなく、一緒にしたほうが合理的ではないだろうかという点と、（イ）のほうのオルタナティブとしては、今、ちょっとやり始めているように、どこかにくっつけるというよりは、1つ箱をつくったほうがよいのではないだろうか、しかも、その箱はやや大きめにつくっておいたほうが今後やりやすいのではないだろうかということは、かなり具体的な提案で出ておりますので、改めてもう一度お聞きすることはあるかと思いますが、ここに関しては、そんな方向かなという感じですね。

○能見委員 一つだけ確認したいのだけれども、マルチタイプはオルタナに入れるのか。

●清水調査室長 マルチタイプのものとオルタナを一緒にするのか、分けるのかについては、論点かなということで、多分ポートフォリオをこれから計算するようなところの作業を想定すると、特に短期資産については、そこは結局一番の部分なので、ちょっと早目に方向性は出していただければと思います。

あとオルタナについては、いずれにしろスペシフィックな数字をセットする話ではありませんから、ここはもうちょっと時間というか、もっと議論を尽くす形で、これは何パーセントという話とか、そういうものも出てくると思います。

○能見委員 最後なので意見だけ言わせてもらおうと、私はこの代替資産は、まさに代替という形で、物すごくたくさんの広い範囲で、将来的にどういうものがよいというのはたくさん議論があると思うので、ここは幅広くとっておいたほうがよいという意味では、マ

ルチもとりあえずここに入れておいて考えたほうがよい。

今から分けても、なかなかそこにマルチにどうこうすると決めるのは難しいので、それこそインフラ投資から、場合によっては、さまざまなヘッジファンドやPEファンドまでみんな入ってくるわけです。

だから、そういうもののトータルとして置いておくという意味でのアセットクラスの意味がすごくあって、余りそこは分けないほうがよいというのが意見です。

●三谷理事長 私もそう思っています、またはほとんどゼロに近いオルタナについて、マルチも含めていろいろな区分けをするのは全く意味がない。

ですから、それぞれがそれなりの残高になってきたときに、これをまた別々に管理するほうがよいのか、代替資産とその他という考え方でもいいのですけれども、そういう枠組みで一緒に管理するのがよいのか、それはもうちょっと大きくなって、第4期、第5期くらいのところで考えればよい話であって、さしあたりは合計しても大した金額にならないわけですから、そういった意味では、こういう形で全部セットにして、伝統的資産以外のものは全部ここに入れてしまうほうがわかりやすいのかと思います。

●森参事官 オルタナには全然リスクプロファイルの違うものがあるので、どうやって最適化したらいいのかという点はどうでしょうか。

○能見委員 正直言うと、そこは非常に難しい。だから、この場合には、この中に10も20ものアイテムを入れてもいい。いろいろな試行的なものが入ってもいい。それくらいに考えないと、オルタナティブはこれだとなかなか決めづらいです。

●三谷理事長 オルタナティブについて、伝統的資産と同じように、想定リターン、リスクはどれくらいか、相関はどうかということをやっても、今、それはできないのです。

ですから、いずれにせよ、基本ポートフォリオを、ほかの伝統的資産について基本ポートフォリオをつくる場合と同じ手法ではできない。ですから、伝統的資産については、伝統的資産で従来の方法でやって、それができた後で、ゼロから幾つかくらいのところに入れてやっていくしかないということです。

○能見委員 ですから、今、森参事官がおっしゃった説明というのは、オルタナティブをこれくらいのロットで入れて、結果として有効フロンティア曲線をこういうふうに上げました、これくらい上方シフトしましたという程度の説明で、この中身についての情報開示や説明は、私は必要ないと思います。それは無理です。先ほど言ったように、説明しても意味のないことを説明する必要はないのです。

●森参事官 御意見はもしかしたら、基本ポートフォリオを伝統資産でつくって、オルタナで代替した場合に、例えば、相関係数がわからなければ、そもそも有効フロンティアの改善度はわからないわけですが、どのくらいのロットになるのかとかという感じでもいいわけですね。

○能見委員 そうですね。

●清水調査室長 あとは表現ぶりというか、説明ですね。やることはそんなに変わらない

と思うのですけれども、対外的にどういうふうに表現するかというところについても、いろいろな工夫ができるかなと思っています。

○佐藤委員 そこがよくわからないのですけれども、仮に箱をどういう形でつくるにしても、実際にオルタナティブな投資を始めるときは恐らくかなり慎重に、グラジュアルに、しかもリスクは個別にリスクプロファイルをきっちりインディビジュアルに管理をしながらやっていくことに、恐らくならないのかなと。マクロでどんと何かを始めるということは、現実的にはないのではないかな。

○能見委員 そんなことはないです。あとは人材の育成も大事です。

○佐藤委員 おっしゃるとおりです。むしろコミュニケーションの上でも、グラジュアリズムというのでしょうか、そういうポジションが表面的に出たほうがよいのかなという気がします。

○米澤委員長 どうもありがとうございました。

本日、予定していました議事は終了しましたので、終了にしたいと思います。

それでは、事務局のほうから次回の連絡をお願いします。

●青木審議役 次回の日程でございます。

第82回の運用委員会につきましては、平成26年7月24日、木曜日、14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 それでは、終了にしたいと思います。どうもありがとうございました。