

第82回運用委員会議事録

1. 日 時:平成26年 7 月24日(木)13:59～15:49

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 ・水野委員

4. 議 事

- (1) 基本ポートフォリオについて
- (2) リスク管理状況等について
- (3) その他

●青木審議役 それでは、皆様お見えでいらっしゃいますので、ただいまより第82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。

このたび7月18日付で水野委員が就任されましたので、御紹介申し上げます。

コラーキャピタル・パートナーの水野弘道委員でございます。

○水野委員 よろしくお願ひいたします。

●青木審議役 続きまして、資料の確認をさせていただきます。

議事次第、座席図のほか、

委員限り1 平成26年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通し

委員限り2 個別資産の期待リターン・リスクについて

委員限り3 リスク管理状況等の報告（平成26年5月）

なお、委員限り1の平成26年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通しにつきましては、運用委員会終了後に回収させていただきますので、机の上に置いておいてくださいますようお願いいたします。随行の皆様も同様をお願いいたします。

それでは、以後の進行につきましては、米澤委員長をお願いいたします。

○米澤委員長 本日は、お忙しい中、お暑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、本日も議事にしがいまして行いたいと思います。

最初は、委員限り1の平成26年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通しについて

でございます。それでは、事務局から説明をお願いしたいと思います。

●青貝企画部長 御説明申し上げます。

委員限り1、A4横の紙でございます。

平成26年度第1四半期の年金特別会計の納付、すなわちキャッシュアウトに対しては、国内債券の元利金の償還で賄ったということを御説明するものでございます。

具体的には、この表をご覧ください。一番右側の列に合計金額がございますが、目を下に移していただきますと、キャッシュアウトの合計額が1兆5,236億円となっております。このキャッシュアウト額に対応する形での回収額でございますが、今、申し上げた数字のすぐ上に目を戻していただきますと、1兆5,465億円ということで、おおむね見合った形となっております。

この1兆5,465億円の内訳でございますが、市場売却ではなくて、キャッシュアウト等対応ファンドからの6,902億円、それから財投債からの元利償還金8,563億円の2つから構成されております。裏面をごらんいただけますでしょうか。2の今後の対応ということでございます。引き続きキャッシュアウトへの対応でございますが、冒頭申し上げましたとおり、キャッシュアウト等対応ファンド、それから財投債の償還金で賄うということでございます。それでも、もし不足することがある場合には、市場への影響をなるべく少なくし、時期を分散しながら、国内債券の市場運用部分を売却することを検討するということが予定しているということでございます。

私からの説明は、以上でございます。

○米澤委員長 それでは、ただ今の平成26年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通しにつきまして、御意見・御質問等がありましたら伺いたいと思いますが、いかがでしょうか。

これは、毎月といっても随分ばらばらなのですけれども、こんな感じでキャッシュアウトの額というのは予想されて、実際にしなくてはいけないという額は出てくるわけですか。

4月、5月、6月がここに載っていますけれども。

●青貝企画部長 こちらは実績でございます。確かに月単位で見ると、キャッシュアウト額と回収額は少し差がございますけれども、ならしてみると、ほぼ見合っていたということでございます。

○米澤委員長 それを3カ月分今回対応したということの理解でよろしいですか。

●青貝企画部長 3カ月の実績を御報告申し上げた次第です。

○米澤委員長 実績の報告ということですね。わかりました。

●青貝企画部長 やはりマーケットにインパクトを与えない形でキャッシュアウトに対応していくというのが極めて大事なテーマでございますので、そのような形で実行できたということと、それから今後もその方針を続けたいということの御説明でございます。

○佐藤委員 キャッシュアウトのプロジェクションというのはどれくらい先までつくっていらっしゃるのですか。

●森参事官 私どものほうで、予算で年金給付のために幾ら必要かということをつくっておりますけれども、平成26年度につきましては5.5兆円、これは保険料収入の足りない分を補うということでございますので、仮に保険料収入、賃金水準等が上がって、保険料がたくさん入ってくれば、GPIFにキャッシュアウトをお願いしなくてもよいかもしれませんけれども、予算で予定された金利等を使いまして予算で出てくるものとしては5.5兆円という形で平成26年度はお願いしております。

○佐藤委員 月次でプロジェクションはつくられていると考えてよろしいのですか。

●青貝企画部長 次の寄託金償還につきましては10月、そうすると、8月のタイミングだと思うのですが、お知らせを厚生労働省のほうからいただいて、それを受けて、既存の財投債の償還やキャッシュアウト等対応ファンドの償還金で賄えるかどうかということをおあらかじめ確認した上で、必要な措置をとる必要があるのかどうかを見きわめていくということでございます。

●青木審議役 例年2月くらいに翌年度の資金計画をつくりまして、それを実際、年度が推移していく中で数字が変わっていくというか、そんなイメージでございます。

○米澤委員長 国家公務員共済は一時大変だったわけですね。急に給与がダウンしてしまったということで、そういうことがあると大分狂ってくるわけですね。足元の入りが悪くなります。

○水野委員 今の件ですけれども、この運用委員会で報告されているのは、今後も市場に影響を与えないということのみですか。要するに、こういう3カ月後の実績と先3カ月の予定とか、その辺に対してどこからどういうキャッシュアウトをするかというプロジェクションをかけるということではなく、参考程度と考えたらよろしいのですか。

●三谷理事長 これは、おおむね四半期ごとに過去3カ月間のキャッシュアウトの状況、それに対してどう対応したかということをご報告しているということですね。

○米澤委員長 よろしいですか。何かもう少し意図がありますか。

○水野委員 運用委員会としては、これを受けたらどういうことを議論したらいいという趣旨の報告なのかなと。聞いていればよい話なのか、今後についてはどういうキャッシュアウトの方向性とかについて話し合うべきものなのか、どちらでしょうか。

●森参事官 「市場分から平準的に回収を実施していく予定」とございますので、仮に、この「平準的に」というところで御意見があれば多分事務局としていろいろとお伺いするということになるのではないかなと思います。

●三谷理事長 今は、ここにありますキャッシュアウト等対応ファンドというものをつくって、これは3年前につくったのですけれども、それに相当の残高を積んでありますので、今回御報告のように市場売却というのは余りなくて済むということなのですけれども、当初、キャッシュアウト等対応ファンドをつくる前は、基本的に財投債の償還金しかキャッシュとして自動的に入ってくるものがない。したがって、相当な金額を市場で売却していたということで、こういう形で過去四半期対応しました。この次の四半期もこんな形で

対応する予定ですということをここで御報告して、御意見があれば何か伺うということだったのですけれども、今は、こういったキャッシュアウト等対応ファンドと財投債でほぼ賄えるような形でポートフォリオを組んでいますので、したがって、単なる御報告でほとんど終わってしまうということではあります。

○水野委員 わかりました。

○米澤委員長 今後は、このあたりにあります基本ポートフォリオの策定において、次年度以降の少し長いスパンでのキャッシュアウト対応に関しては、また議論させていただくことになるかと思いますが、今日はこういう感じで、報告ということで伺っておけばよいのかなと思っております。

続きまして、委員限り2の個別資産の期待リターン・リスクについて、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。

●清水調査室長 それでは、私のほうから委員限り2に基づきまして、御説明申し上げます。

今、お配りした資料は、前回2つ、リスクの考え方と、もう一つは期待リターンの計算法につきまして、この場において御議論いただいたということでございますけれども、前者に関し、いわゆるコンディショナルバリューアットリスクについてどういう概念かということを手短かに御説明した資料でございます。

1 ページ目でございますけれども、イメージとしては、この赤の分布、これがどちらかというと国内債券のように、リターンは低いけれどもリスクも低い。そういう意味で、尖っている。一方で、②の青のラインがどちらかというと株式の期待収益率みたいなイメージで、期待収益率の平均値は高いけれども、その分、裾が広がっている、こういう分布でございます。

ここで、前回御説明する中でリスクに関する2つの概念があったわけでした、1つが下方確率という概念と、もう一つが条件付期待損失額という概念でございますけれども、これを簡単にイメージしたのがこの図でございます。まず、下方確率につきましては、閾値と書いてございますが、イメージとしては、これが賃金上昇率の平均値ということでございますけれども、この平均値よりも下、左のほうに行く面積の割合、これが下方確率という概念でございます、これを見ていただくと、この場合ですと、赤の分布のちょうど中心のところが閾値になってございますけれども、そういう観点からすると、この図で御説明申し上げますと、大体50%の確率でこの閾値を下回る。そういう意味では、下方確率は50%、大体こんな感じになると思います。

ところが、この②の青いラインにつきましては、裾が広がっている一方で、この平均値の部分が右にずれているということもございますので、実はこの閾値より左にある面積が全体に占める割合というのは50%より小さくなる。そういう意味において、下方確率は①の赤よりも小さいということになるわけでございます。これが、前回お示ししたいいわゆる

下方確率という概念でございまして、これに対して、あのとき私が申し上げましたのは、これは期待値を上げると、逆に下方確率が小さくなる、こういう逆転現象みたいなものが起こることについてどう考えるかということをお説明申し上げました。これを補完する一つのアイディアとしてお示ししたのが、この期待損失ということとございまして、これを見ていただくと、例えば青の部分でございましてけれども、この国内債券については、確かに50%の確率で閾値より下回る。しかしながら下回る額については、これは分布が尖っているもので、そんなに影響はない。ですから、そこら辺を平均化すると、①の矢印、このくらいが平均的に見た閾値を下回った場合における平均的な損失額になる、こんなイメージでございまして。

これに対して株式の場合は、逆に下方確率は小さいのだけれども、逆に下回った場合の損失の度合い自体がかなり大きくなり得るということで、これをポンチ絵的に見たのがその下のほうのラインでございまして。こう考えると、確かに株式のリスクが、それなりに整合的、つまりハイリスク・ハイリターン、ローリスク・ローリターンという形で表現できる可能性がある、こういうことを御説明したということでございまして。

その次のページは、では実際に数字としてどんな計算をしているのかということをお示ししたものでございまして。これは単純化いたしまして、ある分布、これは1千回の何らかの事象が発生したときに、どういう分布になるかということで、これを見ていただくと、この上の表の発生頻度を全部足すとちょうど1千になりまして、そのうちマイナス35万円になるのが1、マイナス25万円になるのが11、こういった形でございまして。

そういたしますと、マイナスになるのが、発生確率が0.1%から1.1%、8.9%、29.2%というふうになりますので、これを合計したものが下方確率という形になるわけでございまして。

これに対して、先ほどの期待損失というのは、それぞれの発生確率に対して損失額を掛け算しまして、これが下のほうの表でございましてけれども、それで平均化したものということでございまして。これを見ていただくと、これで計算されたものについてはマイナス7.9万円ということでございまして、これはバリュアットリスクという概念でございしますが、こういう形で、損失が発生した場合の平均的な損出額を計算することができる、こういった資料でございまして。

これは参考までにおつけしたということでございましてけれども、引き続き、委員限り2につきまして御説明申し上げたいと思います。

この委員限り2でございましてけれども、これは前回の後半のほうの期待リターンの計算方法に関する御議論を踏まえた形で、私どもとして実際にその数字の計算をしてみたということでございましてけれども、ここに書いてございましており、7月22日に検討作業班を開催いたしまして、そこで議論をし、そこでいただいた御意見も反映させた形で、本日こういう形でお示しするという性格のものでございまして。

前回の議論を簡単に復習いたしますと、まず、ポイントといたしましては、1つは、フォワードルッキングという文脈の中で、いわゆる長期金利が現行の0.5%、あるいは0.6%

と極めて低い水準から脱却して、均衡水準まで行くという、そういうパスを何らかの形で国内債券の期待リターンに反映させようと、これが一つの方向だったということでございます。

ただ、そういたしますと、実際、どこまでキャピタルロスを見込むのか、あるいはどこまで均衡の期間をとるのかということについての、いわゆる想定投資期間というのが極めて重要な意味を持つてくるということで、こういう形で整理させていただいているということでございます。

実際、厚生労働省のほうからの年金部会の報告でございますけれども、基本ポートフォリオ、これはあくまでも長期的な観点ということが書いてあるわけでございますけれども、その長期的というものが一体どのくらいの長期なのかということについては明示されていないわけで、それは我々としてそれをどう解釈するかということにかかってきます。そういう中で、実際、財政検証のシナリオをご覧くださいと、足元の10年については内閣府の経済シナリオに依拠して、その後100年後まで長期均衡の経済状態が続く、こういう形になっているわけです。そういう中でどこまで想定投資期間をセットするのかという話になるわけでございますけれども、この足元10年ということを見ると、とりあえずはこの10年をある程度は超えるような投資期間であることが必要であるということが2番目でございます。

その想定投資期間の中で、各資産の期待収益率について何らかのシナリオを置くのかということも考えられなくはないわけでございますけれども、例えば株式について、一定のそういったシナリオを書くということは、これは非現実的である。あくまでも、そういう期待収益率というのは統計的な現象で、いわゆる大数の法則的に、長期平均的にそういうような平均値というのが発現される。こういう性格からすると、どの期待収益率につきましても、あくまでも長期ということでございますので、長期平均的な一定の値というものを設定するほうが合理的ではないかということが3番目でございます。

そういうことを前提とした場合に、具体的に想定投資期間ということになるわけでございますけれども、次のページをご覧くださいますと、平成26年度価格での年度末積立金額、これは平成26年度財政検証における結果をお示ししたところでございます。これを見ていただくと、当面の足元のキャッシュアウト、これが厚生年金保険料が18.3%まで上昇していく、あるいは支給開始年齢が65歳に後ろ倒しになる、それらにつれて、またキャッシュインのステージに入る。これを見ていただくと、その後大体2040年くらいから本格的なキャッシュアウトが続いて、100年後に、ちょうど給付1年分に相当する積立金となるような財政の見通しが立てられている、こういう中で、我々の運用を考えるに当たっては、これは前回もちょっと御説明したところでございますけれども、本格的なキャッシュアウトが継続的に起きる状況と、いわゆる積立段階の運用では、やはりそこは運用の性格が異なるのであろうと。そういうことからすると、まず一つは、積立金がピークアウトというか、ピークに達するまでの期間というものを、ある種の我々の長期のポートフォリオのターゲット

ットと言いますか、そういうものを念頭に想定投資期間をセットするという考え方はどうかという御提案でございます。

具体的にAからGまで、これは専門委員会のシナリオでございますけれども、ピークの年度をご覧いただくと、大体AからEのシナリオで、2042年から2043年。また、F、Gだと、参考ケースということでございますけれども、2036年から2037年と、こういった内容でございますして、これは単純に平均すると2040年になるということでございます。

このF、Gでございますと、ピークが若干早まるということでございますけれども、このポイントは、F、Gというのは、特にGについては、厚生労働省の財政の検証では、これは運用利回りの想定としては、賃金プラス1.2%の運用のもとに計算がなされている。

ところが、我々の今回のマנדートというのは、どのシナリオを想定したとしても、賃金プラス1.7%という運用を、ある一定の許容されるリスクの範囲内で実現するというポートフォリオを構築することが求められているわけでございますので、そう考えると、ケースGを前提とした場合には、単純に機械的に考えると50ベース、その分、財政上さらにプラスという形になる。

これを考慮して単純に計算いたしますと、Gの場合で、ピークが若干後ろになって、2038年くらいになる。こういうことも考えると、2040年というのが一つのポイントになるのかなということでございます。

そう考えると、想定投資期間としては、2015年、来年の4月から25年間ということが一つの数字として出てくるということについてどうかということでございます。

次に、3ページ目でございます。長期金利水準と賃金シナリオの設定ということでございまして、ここについては、昨年のポートフォリオの見直し、あるいは平成21年度第2期中期計画の基本ポートフォリオの際も、我々、長期金利の水準としては、マーケットにインプライドされた将来の長期金利を参考に3%としてセットしたということでございます。今回も、従来の考え方、我々は一応マーケットに近い存在でございますので、マーケットにインプライドされた将来の長期金利の水準ということが当然参考になるだろうということで、この資料をお付けしてございます。これは実際見ていただくと、日銀の金融政策の動向によって、当然フラクチュエーションというのはあるのですが、長期で見ますと、おおむね2%から3%の範囲内に入っているということ、したがって、そのくらいの長期金利の水準というのがマーケットに立脚した一つの均衡金利であろう、こういうふうに考えることができる。

そういうことを前提に、実際にシナリオAからHまでの均衡金利、経済シナリオでどういう金利が使われているかということをご覧いただきますと、ちょうどこの右でございますけれども、シナリオGが長期の均衡金利としては2.8%を使っているということで、これが一つの目安になり得るということをお示ししているということでございます。ちなみに、我々が賃金プラス1.7%の基本ポートフォリオをつくるに当たっては、当然その賃金について一定のスペシフィックな数字というものを前提とする必要が出てくるわけでございます

けれども、そういった感じで長期金利の水準と整合的なシナリオというものを念頭に置くことができれば、その経済シナリオで実際に使われた賃金上昇率の水準、このシナリオGのケースですと、ここに書いてございますとおり、プラス1.9%、これが我々が想定し得る賃金上昇率の水準になり得るということでございます。

次のページ、そういう意味で我々として、いずれにしても基本ポートフォリオを構築する上で、経済前提シナリオとの関係というものを整理する必要があるわけでございます。今、御説明したような流れの中では、1つは長期金利の設定がフォワードレートと最も近いケースG、ただ、これは先ほど申し上げたとおり、このケースGの場合というのは、想定されている運用としては、賃金プラス1.2%ということで、一方で、我々には、賃金プラス1.7%が示されるということを考えますと、賃金プラス1.7%のベースとなっている経済前提シナリオのケースE、この2つのシナリオを複線的に見ることによって、ポートフォリオの選択につなげていく、こういうことが考えられるのではないかとということでございます。

5ページ目に、所得代替率の将来見通しが書いてございまして、この中でちょっと見ていただくと、ケースEの場合、あるいは高成長ケースの場合には、いずれのシナリオも、いわゆる旧水準の目標でありますと50%を下回らない、それを確保できるという見通しになっているわけでございます。ケースGが想定しておりますのは、そういう給付水準との観点からここに書いてございますけれども、機械的な場合でも42%という、これをどう考えるかということでございますけれども、これについては先ほど申し上げた50ベース、これはあくまでも賃金プラス1.2%を想定した財政見通しだということを考慮すると、すなわち機械的に50ベースが追加されることを考慮すれば、必ずしもこういう姿ではないということも、我々としても想定し得るのだということも示せるのではないかとということです。

あと実際、インプライドフォワードレート、これは本当にデフレが脱却する中で、今後、例えばケースGを想定したとしても、それがケースFになり、ケースEになるということが想定されますので、それについては、こまめにインプライドフォワードレートというものを我々としてフォワードルッキングな見方の中でチェックをしていって、3%を超えるとか、そういった段階ではそこでポートフォリオの見直しにつなげていくということで対応するのはどうか、こういった内容でございます。

以上を大体の前提としますと、6ページ目、7月8日の前々回検討作業班における提案モデルの概要ということで、ここで一応確認させていただきたいということでございますけれども、まず、国内債券の期待リターンの設定といたしましては、長期金利シナリオを策定した後、債券ベンチマークポートフォリオの再投資、あるいはキャピタルゲイン・ロス、クーポン収入などを加味したシミュレーションで収益率を算定し、想定投資期間全体での平均的な収益率を期待収益率とするということではどうか、ということです。

また、短期資産につきましては、これは厚生労働省の専門委員会でも、シナリオAから

FとG、Hでは、若干長期金利自体の設定も異なっている。具体的には、シナリオAからFでは、そこにおける長期金利の水準というのは、いわゆるマクロ経済モデルから出た将来の利潤率、これはTFPごとに決まった将来の利潤率と、過去の利潤率の倍率、これで過去の長期金利をベースに将来の長期金利を推計するというやり方です。

短期金利についても、AからFについては、同じような形で利潤率倍率をもって、過去の短期金利をレバレッジする、こういう形で設定するということが多分整合的ではないかと思います。

また、シナリオG、Hについては、これは厚生労働省の専門委員会のほうでもいわゆるインプライドフォワードレートということを考えていますので、そういう意味から言うと、長期金利をベースにして、長短スプレッドというものを過去のデータから、これは前回0.6%という数字がありましたので、0.6%を差し引くことによって、短期金利の水準をセットするというものではどうかということでございます。

次に、国内株式につきましては、前回幾つか御意見もいただいたところでございまして、後ほど御説明申し上げますけれども、短期金利に対するリスクプレミアムによるビルディングブロックアプローチということでございまして、これは経済再生・参考ケースそれぞれ上限・下限とみなして、TFP上昇率に応じてリスクプレミアムを算出する。ここについては、昨年のポートフォリオの見直しの際には、前回御説明したとおり、長期金利ベース、長期金利に対するアルファという形でセッティングされていたわけですが、今回は、外国株式との計算方法の整合性を図るという観点からこういう形にしてはどうかという御提案でございます。

外国債券、外国株式について簡単に御説明いたしますと、従来どおり短期金利プラス・リスクプレミアムという形で、過去のデータから算出するというものではどうか、このような内容でございます。

これを前提に、次の7ページ以降が国内債券以下の実際の期待収益率を計算してみた結果でございます。

まず7ページ目の国内債券でございますけれども、イールドカーブについては10年金利を基準に平行に変動するとして年限ごとの収益率の変化を計算するというところでございます。

残存期間の初期値は、まずNOMURA-BPI総合というふうにして、以後の実際のシミュレーションに当たっては、再投資をどういう形でやるのかということは当然課題として出てくるということでございますけれども、この再投資シナリオにつきましては、BPIの約8割を占める国債の発行計画とするということでございます。下のほうに国債の発行計画を示し、上の表は実際の額となります。例えば、平成26年の当初発行であると、トータル117.6兆円の発行に対して、それぞれ、例えば2年債が32兆円、5年債が32兆円、10年債が28.8兆円、長期債というのは余りないという形でございます。これは微妙に動くわけでございますけれども、発行額自体も変わるわけでございますけれども、これを割合で見たのがこの下の

表でございます。

これを見ていただくと、微妙に30年債がここのところ割合が増えている。実際、22年補正後で4.55%だったものが、26年に7%弱まで上がっているということ、そういう変化はあるわけでございますけれども、今回のシミュレーションにおいては、この一番直近の割合を前提として再投資されるということでシミュレーションを行ったということでございます。

そういう形で計算した結果が8ページ目でございます。これを見ていただきますと、ケースGとケースEごとに、そこが想定している均衡長期金利、この水準はそれぞれ2.8%と3.9%になるわけで、我々、これまでのポートフォリオの構築においては、まさにこの数字を国内債券リターンとイコールというふうにセットしてきたわけでございますけれども、冒頭申し上げたように、フォワードルッキングという要請の中で、いわゆる金利上昇に伴うキャピタルロスを反映させようということでございます。実際に、足元10年間、これは内閣府の経済シナリオに依存する形で計算いたしますと、ケースG、ケースEでそれぞれ、過去足元の10年間の平均だと、債券利回りとして0.6%、0.4%くらいの利回りしか実際にとれない、こういうことになるわけございまして、その後、金利が上がると、いわゆるキャピタルロスの発生というものが起きってしまうわけでございますので、その後の15年間については、それぞれ3%、4.1%となります。25年平均化すると、ケースG、ケースEそれぞれ2%、あるいは2.6%の水準の期待収益率になるということになります。

あわせて、短期資産でございますけれども、これについて、実際に同様に計算いたしますと、計算結果といたしましては、ケースG、ケースEそれぞれ2%と2.2%という形になります。

以上が、国内債券と短期資産でございまして、次の9ページ目が国内株式。前回御説明しましたのが、いわゆる短期金利プラス・リスクプレミアムという方式ではどうかということで、先ほど、短期金利が決まりましたので、これを単純に足し上げますと、ケースG、ケースEでそれぞれ5.2%と6.0%という数字になるわけでございます。12ページをご覧ください。外国債券、外国株式については、いずれも短期金利プラス・リスクプレミアムという形でございまして、短期金利を国内短期金利にして、前回お示したリスクプレミアムを乗せるという形にしますと、外国債券で3.5%、3.7%、外国株式で6.2%、6.4%ということになります。ちなみに、この外国株式の部分については、これはMSCIのACWI、エマージング込みのリスクプレミアムという形になっています。これを先ほどの、特に株式について比較いただきますと、例えばケースGで国内株式の期待リターン5.2%に対して外国株式が6.2%、ケースEで6.0%と6.4%ということでございますので、エマージングも入れたということも考えると、感じとしてはそれなりにバランスのとれた数字とも言えるのかなと考えております。

9ページに戻っていただきまして、前回の御意見で、企業評価モデルで計算してみるべきだというご意見があったわけでございます。これについては、平成16年の基本ポートフ

オリオ、あるいは平成16年の厚生労働省の財政再計算における期待リターンの推計と同じロジックでございますけれども、TFPの上昇率ごとに将来の利潤率をセットいたしまして、先ほど、長期金利、あるいは短期金利のところで申し上げた利潤率倍率で過去のROAが将来伸びるということを想定して株式のリターンを計算した結果が9ページ目の一番右下になります。

これを見ていただきますと、ケースE、ケースGでそれぞれ7.76%、7.16%ということでございまして、これは上の5.2%、6.0%からするとかなり高い数字になっています。TFPが高くなると、それに応じていわゆる利潤率倍率が上がり、それが全部ROAの推計値に反映される形になって、こういうような結果になる。特にこの数字については、先ほどご覧いただいた外国株式のリターンと比べて、日本株式のほうが高いという結果になる。

ただ、こういう形で両方を比べますと、リスクプレミアム方式というのは、ある種、保守的に見込んでいるということにもなるわけでございますので、そういう意味で、一定の合理性、説明というのはつくのかなという気もいたします。

次の10ページでございますけれども、参考2の長期金利を基準とする場合のリスクプレミアムの推定ということで、これは、私ども平成21年の基本ポートフォリオ、あるいは昨年のポートフォリオの見直しのときに依拠していた長期金利プラスの方法でございます。

長期金利に対するリスクプレミアム、これは11ページを見ていただくと、赤が日本、青がアメリカなのですけれども、その他、先進国12カ国の過去のデータを使ってそれぞれの国の対長期金利に対するリスクプレミアムがどのくらいのどういう分布になっていたのかということをお示ししたのがこの図でございます。これを見ていただくと、この分布自体が正規分布ではなくて、若干左のほうにゆがんでいるということでございます。かなり裾の広い分布から一つのスペシフィックな数字を特定すること自体なかなか難しいことにはなるわけでございますけれども、こういった左にゆがんだ分布であるということを考えますと、中央値と平均値を比べた場合に、平均値のほうが左にゆがんでいる分だけ落ちるということで、そこに差が出るということでございます。

それを実際にとったのが、この10ページの表でございまして、先進12カ国で見ますと、平均値で2.34%、中央値で5.85%。日本で見ますと、平均値で1.98%、中央値で4.29%ということで、それでもかなり幅広い部分、多分、真の姿がこれの中にあるのかなという気もするのですけれども、こういうような範囲を前提として、例えば長期金利2.8%、あるいは3.9%という、先ほどのG、Eのシナリオで前提を考えると、株式収益率の大体5%から8%の範囲内に入るということで、そういう意味において、先ほどの短期金利プラス・リスクプレミアム方式と整合的な結果にはなっているということでございますので、逆にリスクプレミアム方式に変えても、変更に関してそれなりの説明はつくのではないかと考えているところでございます。

12ページは先ほど御説明したのでちょっと割愛させていただきますけれども、以上が期待リターンの部分でございまして、13ページ目がリスク・標準偏差ということでござい

す。

私ども、これまでリスク等々については、なるべく長期の期間のデータを反映させるべきだということで、例えば、昨年の見直しのときには、過去40年のデータを用いてリスク等を計測していたということでございます。ただ、翻って、冷静に最近のこのボラティリティーの動きを見たのがこの図5になるわけでございますけれども、特に外国株式、あるいは国内株式、いわゆるリスク性資産において、近年、ボラティリティーが若干高まっているということが観測されるということでございます。これを見ていただくと、リスクを保守的に評価するという観点からは、長期ということにそんなにこだわる必要もないのかなと思います。

特に過去40年というと、例えば日本で言えば、その中にはいわゆるバブル経済というものが入ってきたわけでございますので、それをどう考えるか。その前後で構造変化があったのか、ないのかみたいな話も当然入ってくるということでございます。そういう意味からすると、10年ではデータの統計的な有意性という観点では若干短か過ぎる、過去20年、過去25年くらいというのが、保守的に見込むという観点からは考えられるのではないかと思います。

ただ一方で、国内債券につきましては、低金利化に伴って、ボラティリティーが非常に低くなっているということでございます。これについては、これからのデフレ脱却を視野に入れるということを考えると、直近では逆にリスクを過小評価するという危険がありますので、ここはそういう意味において長くとるということもあり得るのかということでございます。

そうということで、この14ページ、15ページをご覧ください。これが国内債券の部分でございます。特に見ていただきたいのが、15ページの平均残存年数、いわゆるデュレーションの近年の状況を示したものでございまして、これを見ていただくと、特にこのオレンジのBPI、つまり国内債券のデュレーションにつきましては、いわゆる国債の発行政策の長期化の影響を受けて、2004年からうなぎ登りに伸びているということが見てとれます。

これは、我々、過去のBPIのリスクをベースに計算するわけでございますけれども、こういう中で、過去の平均的なBPIのリスクというものを考えますと、その数字に内在するデュレーションというのは、実はこういう過去のデュレーションの平均的なものを想定することになる。逆に言えば、最近の国債の長期化みたいなものが反映されないということになりますので、そこの部分をやはり何らか調整する必要があるのではないかとということで、このデュレーションの伸びの部分を、過去のリスクについてまずは過去の単純なデータで計測した上で、最近のデュレーションの伸びを調整するという形でリスクを保守的に見込むということを計算します。これは、昨年も同じことをやってみまして、そのときは6.5%という数字になりましたけれども、今回、また長期化を考慮すると6.7%ということになります。

ただ一方で、外国債券については、これはいろいろな国のものが混ざっている等々の影

響もありますけれども、そういう明らかにデューレーションが一定方向に延びているという傾向は見られないということだと思います。

以上の考え方をベースにして、計算してお示した結果が16ページでございまして、国内債券のリスクについてはなるべく長期ということ。一方で、リスク性資産については、20年ないしは25年ということでございますけれども、16ページでお示ししているのは20年ということでございます。25年の部分を17ページの下のほうにつけてございますけれども、16ページを見ていただきますと、まず期待リターンについては、ケースGで申し上げますと、国内債券2%、国内株式5.2%、外国債券3.5%、外国株式6.2%、短期資産1%で賃金上昇率が2.1%。これは先ほど1.9%と申し上げましたけれども、これは10年目以降1.9%で、その前の足元の10年について、内閣府の経済見通しにおける賃金上昇率をミックスしますと平均で2.1%になると御理解いただければと思います。リスクについては、国内債券は先ほど申し上げた6.7%に対して、国内株式と外国株式がそれぞれ25.1%と27.3%。相関係数については過去20年でセットしている数字でございます。

参考までに、17ページの上の図が、昨年使った部分でございまして、先ほど申し上げたように、これは過去40年の数字でセットしたリスクでございます。これを見ていただくと、先ほど申し上げた状況が如実に反映されているのですけれども、特に国内株式と外国株式についてのリスクが、それぞれ22.5%になっています。先ほど、リスク性資産のボラティリティーが近年上がってきていると申し上げましたけれども、これを20年に限定すると、この16ページのように25%、27.3%となり、それが素直に反映される結果になっているということでございます。

一方で、賃金上昇率でございます。今回は賃金上昇率も一つの確率変数として、変動するものとして、何らかの計算をすることになります。そういう意味において、賃金上昇率についても、それがどのくらいの振れなのかということを示すことになるわけでございますけれども、前回の、去年の数字で行いますと、賃金上昇率のリスク、ボラティリティーが6.1%。過去20年でいうと1.9%。過去40年でとりますと、やはり高度成長のときにかなり急激に賃金が増加した、そういった結果がこのリスクに反映されますので、その分かなり賃金のリスク値が高く評価される。このように結果として素直に反映されていると考えております。果たして、今後の経済を見たときに、高度成長のような形での賃金上昇というものが想定できるのかどうかといったことも考えると、1.9%というのはそれなりの理屈があるのではないかとということです。

そうすると、25年と20年どちらにするかということが出てくるわけでございますけれども、この差は、一言で言えば、バブルの時期を入れるのか入れないのか。バブルの時期が終わったところからにするのか、そこも入れるのかということの差になるということになるわけでございます。特に見ていただきたいのが、国内株式と外国株式のリスクの部分でございまして、過去20年としますと、国内株式についてはバブルが入りませんので、外国株式のボラティリティーのほうが高くなるということになります。特に、外国株式につ

いてはエマージングが今回入っていますので、ボラティリティーは高いと考えるのが自然なのだろうと思います。

ところが、過去25年で計算いたしますと、国内のバブル崩壊が入ってくるということの影響で、若干でありますけれども、国内株式のほうがボラティリティーが高くなる。特に、外国株式については、為替リスクも入るわけでございますので、このバランスを見てどちらがよいのかということは御議論いただければと思います。賃金上昇率についても、やはりバブルのときには当然賃金が伸びていますので、賃金のボラティリティーについても、過去25年だと2.5%、これが20年になると1.9%と、このくらいの差が出てくる、こういう状況でございます。

以上、ちょっと説明が長くなりましたけれども、これについて本日御議論をいただければということでございます。

私からの説明は以上です。

○米澤委員長 どうもありがとうございます。

今日はこれがメインのテーマになっています。まさにこれは審議していただきたいので、ここはおかしいとか、ここはどうなっているのかと、御自由にいろいろ御議論いただければと思っています。

○佐藤委員 一番最後の17ページの参考のH25年見直し時のリスク・相関係数で、過去40年のボラティリティーを説明されたときに、高度成長期という話が出ましたね。でも、高度成長期は1958年から1973年で、これは終わった後なのですよ。だからまさに4%から5%の成長で中成長に入ってきた時期ですよ。

●清水調査室長 済みません、そこは訂正させていただきます。

●三谷理事長 ただ、この時期は石油ショックとかありましたので、賃金は極めて変動が大きかったという時期が入っています。

○佐藤委員 了解しました。

○菅家委員 一番最初のページのところで、想定投資期間について説明されているのですが、長期的な観点から設定するという考え方は一貫しているわけですよ。今回、このように精緻に計算をした意味はどこにあるのか。つまり、過去は一体どうだったのか。これまではどうだったのかというのが、ちょっと基本的な質問なのですが。

○米澤委員長 それは清水さんのほうから答えたほうがいいかな。

●清水調査室長 計算方法の違いを申し上げますと、過去これまでは、あくまでも長期の均衡、経済が均衡するところだけを想定して、足元は全く考慮せずに、将来の長期の均衡金利イコール国内債券の利回りだというみなしをして計算してきました。そういう計算方法自体が実はよいのかという問題、これは別のところで御意見をいただいていたということは事実だと思います。

実際、これまでは3%という長期金利を設定してきたわけですが、でも足元は1%ではないかという御批判もいただいていた。そういうものがベースにある中で、今回、

厚生労働省から示されたのが、まさにフォワードルッキングというデフレ脱却を視野に入れてというところでございまして、現行の0.5%、0.6%台のかかなりの低金利の水準からデフレ脱却というのを視野に入れて、つまり我々が長期均衡基準として、例えば2.8%セットした瞬間に、実は我々は頭の中でデフレ脱却というのを想定していることとも捉えられることができます。

それは、つまりマーケットにインプライドされた2.8%、あるいは3%の水準の長期金利というのは、まさにその数字自体、日本経済がデフレから脱却していることを想定しているからこそ、そういう数字が出てくるということであるので、そういう意味からすると、別に今回初めて出てきたわけではないというか、これまでの考え方自体に、そういうデフレ脱却というものはそもそも内在されていたし、それを我々は今回の厚生労働省の報告書を受けて、まさにデフレ脱却、フォワードルッキングという観点から現行の足元の金利というものをまずベースにおいたところから、そこに行くまでの道のりというものを実際の運用実務にきちんとインプリケートする、こういうことなのかなと思っているところでございます。

○菅家委員 3ページのところ、これも基本的な話なのですが、長期金利水準と賃金シナリオの設定で、今回、財政検証で示された例のA、B、C、D、E、F、G、Hのそれぞれのケースとの関連で語っているわけですが、特に、経済シナリオGということになりますと、言ってみれば財政検証のケースとしては、世の中の的には余り歓迎されていないケースなわけでありまして、例えば、冒頭議論になりましたキャッシュアウトの話も、今日質問されていましたが、前々回の資料で、それぞれのケースごとにキャッシュアウトの想定額が出ていまして、ケースGで言いますと、来年からずっと100年間キャッシュアウトを続けるというようなシナリオなわけですね。では、それは一体、そのキャッシュアウトでどう対応されるのですかというさまざまな議論を呼ぶ可能性があるわけですね。

だから、その辺について、ちゃんと整合的に、あるいはこれまでのポートフォリオの策定の際のいろいろな考え方と違っている部分については、きちんと整合的に説明できるようにしなければならないと思うのですけれども、その辺は率直に言って大丈夫なのですかねという疑問を持たざるを得ない。

●清水調査室長 実際にはこの4ページ目になるのですが、我々には今回1.7%が示されるということですので、そういう意味から、1.7%の前提となっているシナリオE、これというのは、やはりここは抑えなければいけないのだろうと思っています。ただ、シナリオEが想定している長期金利の水準が3.9%であるということを運用委員会というこの場で受け入れられるのかどうかの1点にかかっていて、受け入れてよいのだというご判断であれば、ケースEだけで私はよいと思います。

ただ問題は、今のフォワードレートベースで考えたときに、2%から3%の範囲しかマーケット自体が見ていないというその重い事実を我々として無視することはできるのかと

ということでございますので、本当に単純に申し上げて、3.9%だけでよいのだということであれば、まさにそれでやるということになりますし、我々はマーケットに一番近い存在なので、その2%から3%の長期金利は無視できないだろうということであれば、それはやはり何らかのケースGみたいなものも想定しないといけないと思うのです。

では、そのとき、我々が財政に対してどういう説明ができるかということ、まさにおっしゃる点がポイントになると思います。特に、そのキャッシュアウトの関係で言うと、前回お示した数字をここでちょっと申し上げると、例えばケースEだと今後2022年くらいまで26兆円のキャッシュアウトとなります。これについては、大体キャッシュアウト等対応ファンドプラスアルファくらいでファイナンスできるだろうという感じです。ところが、ケースGが実現した場合には、前回の数字ですと、今後10年で大体40兆円を超えるくらいの数字ということでございますので、これはどうするのだと。

これについては、確かにGに依拠する部分というのは、シナリオとしてGは想定するのだけれども、でも別にGの財政見通し全部を想定するわけではなくて、例えば賃金についてはどうなるのだろうか。そういったものについて、我々がポートフォリオを構築するに当たって、我々としてどう受けとめるのかということが一つ。

もう一つは、これは効率性の話で、例えばケースGを前提として、40兆円をちゃんと賄えるように用意しておくという選択肢も多分あると思うのですけれども、でもそれというのはイコール、リターンを削って、キャッシュアウトの確度を優先するということになるので、キャッシュアウトの確度を優先するのか、運用の効率性を優先するのかのバランスのもとで、まさにこの場においてそのバランスをどう考えるかということを議論していたくことだと思っています。

そうすると、我々は幸いにも、もう一方の文脈で、フォワードルッキングに関する機動的な対応という文脈で、キャッシュアウトフローみたいなものを常にウォッチするということが求められているので、その部分についてはケースEみたいなところをまずは想定しておいて、それで毎年のプラクティスの中でそういうものをきちんと我々として、まさにフォワードルッキングに検証して行って、もし本当にそういう40兆円の世界になるのだったら、その点をちゃんと見直すということで対応する、そんな感じで考えています。

○菅家委員 そうすると、何かつまみ食いの的な感じもするのと、それからこれは森参事官の守備範囲だと思いますけれども、財政検証におけるAからHまでのケースというのは、別に厚生労働省年金局として、これが標準ですというのを置かないという前提になるのですか。

●森参事官 おっしゃるとおりです。

○菅家委員 全部これは等距離ですと。

●森参事官 プロジェクションです。

○菅家委員 ですよ。という観点からの説明については、どうお答えになりますか。

●清水調査室長 つけ加えるとすれば、冒頭申し上げた、Gが想定しているのは、あくま

でも賃金プラス1.2%、でも我々に対してのマンデートというのは、賃金プラス1.7%ですが、これは別に高いリスクをとって1.7%のポートフォリオをつくるということではなくて、リスクの許容度が示されている以上、その範囲でしか我々はポートフォリオをつくれなわけですから、そういう意味では高いリスクというものを、リスクを犠牲にしてリターンをとりに行くということとはできないわけで、ですから、これからの計算等の中で、許容のリスクの範囲内で1.7%のポートフォリオができ上がれば、それは結果としてまさに50ベースの追加収益というものを財政側にある程度コントリビュートできるという、そのような見せ方といいますか、そこで説明していくのかなという、これは非常に難しい話だとは思いますが、一つの考え方ではないかと思います。

○米澤委員長　そこを今言ったように注意深くしなければいけないのですけれども、大ざっぱな検証というか、1.2%のところを0.5%上乗せて1.7%で回すと、これは長期のところだけ上にかさ上げして計算しているということですか。ケースGに関しても1.7%で回すというのは、長期に入ってからのところだけ0.5%上乗せて計算しているということですか。

●清水調査室長　これというのはまさに1.2%でプロジェクションした結果であるわけですので、それは単純にという形にはならないのですけれども、例えば1.7%で、本当に単純に。

○米澤委員長　何か仮に計算したとか聞きましたので。

●清水調査室長　機械的にやると、この計算法をどうするかということ自体、吟味が必要になるわけでごさいますけれども、機械的にずっと1.7%というふうに置くと、実際100年後にケースGで0.7倍の積立水準だったものが4.6倍という数字になるということで、この50ベースというのは、運用として財政に対する影響というのは非常に大きいわけです。

○米澤委員長　もちろん安定的に50ベースではかなり難しい形ではありますが。

○水野委員　菅家委員、大変よい御質問だと思いますので、ちょっとそれにかぶせていきますけれども、まず、今のケースが幾つかあるのをどう織り込むかということに関しては、運用をやってきた立場からすると、基本的にポートフォリオですので、これが基本ケースだと政府から与えられて、それより悪いケースも想定するのは当たり前ですので、ポートフォリオのシナリオについては、必ず政府が言っているよりも悪いシナリオが入ってくるというのは、逆に安定的なポートフォリオを運用するためには絶対的に必要ですので、これは政府が国民に安心ですよと言って与える数値と、運用のポートフォリオ上のケースの予測というのは意味合いが違いますので、逆にこれはこういう下のケースがたくさんあればあるほど安心して任せられるということだと思います。

もう一つは、長期的なところで、フォワードルッキングという言葉、誰が使い始めたのか知りませんが、非常に誤解を呼ぶ言葉で、ちょっと先ほどの説明でもわかりにくかった人もいるかと思うのですけれども、年金の運用は30年と考えた場合、常にフォワードルッキングなのです。ただ、30年先とか50年先しか考えていなかったものを、

もっと手前のフォワードを見ましょうという話なので、フォワードルッキングに今するというよりは、もっとニアターンの、ショートサイドのフォワードルッキングにしましょうということを、有識者会議では言っているのだと私は理解しているのです。

そういう観点からすると、5年に1回基本ポートフォリオを見直すということは、一番重要なのは、この後5年間でどういうことが起きるかということを最適化するポートフォリオにするようにしなければ、ある意味、フォワードルッキングとは言えないわけですから、そうしたときに、ちょっと私が一つ議論のポイントとして提示したいのは、長期的な観点からなので、10年は大幅に超える長さが必要ではないかという提案がされているのですが、そもそも30年という、長期というよりは超長期なので、10年でも長期的視点からという言葉と指示に対しては整合性があると思うのです。

あと、例えば先ほどの国内債券のデュレーションや、株のボラティリティーとか、最近起きているリーマン後の全てのアセットクラスと一緒に動くとか、そういう新しい現象というのは、明らかにここ5年、10年くらいの現象でありますから、逆にここは短めにとったほうが、今、言われているフォワードルッキングという要望には耐え得るものではないか。あと、30年の整合性というのは財政検証でとるべきですので、ポートフォリオ上は常に5年ごとにアルファを出していけば何の問題もないわけなので、そのほうが、今言っているフォワードルッキングという文脈からは正しい結論になるのではないかと思います。その点についてはいかがでしょうか。

●清水調査室長　そこもこれまでの考え方との整合性ということ、あるいは短期的な観点からの運用を、年金財政との整合性も含めて、どう我々は基本ポートフォリオとの関係で受けとめるかという問題だと思っています。

今回の賃金プラス1.7%という数字自体が足元の10年の数字ではなくて、足元10年以降の長期の経済の均衡状態を思い描いたときの水準感であると。そういう意味での長期的な1.7%という数字自体が我々に与えられてくるということなので、もし仮に足元5年間のポートフォリオということであれば、これは財政との整合性という観点からすると、まさに足元の賃金プラスアルファ、これは実際見ていただくと、すごい低い水準ですよ。これに勝てばよいという話になる。我々がそういう要望をしてもよいのですけれども、それはまさに制度側として考える話なのかなと思います。ですから、そこは制度側から我々に対する運用目標の与えられ方に結局依存する、その運用目標の与え方の議論であって、多分我々の答え方ではないと私は単純に思うのです。

あともう一つは、確かにフォワードルッキングということについては、まさに水野委員がおっしゃる通りだと思います。ところが、ここで申し上げたいのは、今、いろいろなセンテンスがある中で、フォワードルッキングというのは実は2つ言われていて、一つは長期的なポートをつくる時にはフォワードルッキングをする。これはまさにおっしゃっており、今だってやっているということですね。確かに、例えば長期の均衡金利の水準を3%セットすること自体、先ほど私は内在的にそれというのはデフレ脱却を織り込んでいるの

だということを申し上げましたけれども、それをより明確にするということ自体がフォワードルッキングな対応につながるのだろうということです。

あともう一つの文脈が、乖離許容幅の中での機動的な対応ということ、これに対してもちゃんとフォワードルッキングにやれということを要請されているので、そのフォワードルッキングをどうするのかと。この部分については、人材等やインフラを含めた体制整備とのセットの議論なので、これは長期の基本ポートフォリオの議論から若干切り離す形で、我々として宿題として考えて、これについては別途、実際検討している状況でございますので、今、おっしゃられた部分については、まず長期のポートをつくって、それに基づいて、短期の機動的な対応というのをどういうふうにやっていくのかというところで対応していくべき問題かなと思いますし、そういうふうに対応していきたいと考えております。

○米澤委員長 今、確かに足元の短いポートフォリオというのも考えられなくはないのですけれども、今、清水さんがおっしゃったように、厚生労働省のほうからは、3ページの図、金利のシナリオのフラットになったところ、ここの状況を想定して、賃金上昇率プラス1.7%をとってくださいよという要請があるのですね。ですから、昔はこのフラットのところだけの情報でポートフォリオをつくってきたのですけれども、これまでいろいろなマーケットなどの御批判を受けて、この1年から10年くらいまで、金利上昇のところをどういうふうにこなすのだということを盛んに御批判を受けたので、今、想定しているのは、ちょっと両方をとったというので、まさに前半の10年はこれですよと。それから、後半の10年くらいはフラットのところでということで、かなり今までと違うスタンスで作り始めましょうという状況にあると私は理解しているのです。

ですので、いや、やはり5年でよいのではないかというのであれば、例えば、財政検証とか、厚生労働省の年金部会の目標の与え方も、少し違った観点で与えていただかないといけないのかなという感じがしています。

○水野委員 よくわかります。今の観点ですと、まずGPIFとして、この長期の基本ポートフォリオの範囲プラス乖離率がまだ議論されていないと理解していますが、その範囲でやった場合に、長期のものと短期のもので当然リターンが違います。今の話ですと、賃金上昇率は、実は厚生労働省側から長期の、先の話をもらっているのです、それは達成できないかもしれないということなのだと思いますけれども、そもそもリターンのシミュレーションには、本来的には余り賃金上昇率は関係ないわけですよ。それぞれのアセットのリターンのシミュレーションをするときには、本来的には余り関係ないと思うのですけれども、与えられているのが実質利回りということで、ここがなかなか合わないの、つじつまが合わないという話だと思うのです。例えば、1.7%を今の短期のポートフォリオでやったら達成できないかもしれないということを想定されるのであれば、その問題は起きすけれども、本来的には短期でもそれは達成できないといけないということですよね。

要するに、この5年間負けが想定されていて、その後で勝って、30年で取り返しますというポートフォリオではないはずなので、今の5年も勝つはずですから、そうすると今の

議論は、説明のつじつまとしては合っているのですけれども、実際の運用の感覚とはちょっとずれがあるかなという気がするのと、私は、ただ5年でやれと言っているのではなくて、問題提起したのはどういうことかということ、長期のものでやるのはやりましたと。例えば、インプライドフォワードレート、30年後のレートが本当にこのときのレートがこうなるとしてトレードしている人なんていませんので、理論上はそうなりますというので決めるのと、それに大体合わせて、今度はこちらの払い出しのピークに合わせて30年でとって、それで過去のデータも長めにとやっているものよりも、もう少し短くしたほうが現実に沿っているし、今の2つ目の文脈でのフォワードルッキングにも合っているのではないかという提案をちょっとしてみただけですので、それを5年にしろと言っているわけではないということをちょっと確認させていただきたい。

難しいのは、こういうシミュレーションは、こんなシミュレーションのやり方がありませんと提案されると、それぞれは非常に精緻でよろしいわけですが、結局は一つ一つは部分最適されているので、何も文句を申し上げることはないと思いますし、誰も、これについてもっとこういう文法を使えという人もいなさそうな気はするのですけれども、ただ、結局どういうふうに見たらよいか。例えば、最終的には2種類とか3種類のデータを出してもらって、フロンティアを書いてもらって、こんなふうになるというところでしか最終的にはわからないので、今日、例えばこのやり方でいいですよという個別の計算法をオクレーしてくれと言われると、ノーという基準は全くありませんが、やって回してもらわなければわかりませんというのが正直なところです。

○米澤委員長 もちろん後になって、少しさかのぼってもう少しという必要があればやります。○菅家委員 今のところは大変重要だと思います。これは前提をいろいろ議論しているわけですが、正しいかもしれないし、正しくないかもしれないとしか言いようがないわけですよ。したがって、最終的にはやはり数字ではないですか。どういう基本ポートフォリオをつくるのかという数字を見てみないと何とも言えないということだと思います。だから、そこはもう一度この議論に返ることもあり得るということを確認していただきたい。

○米澤委員長 今回、時間にそんなに余裕はないらしいのだけれども、それはでもやらさせていただきます。

●清水調査室長 そこはまさにおっしゃるとおりで、ただ、私どもとして議論いただきたいのは、結局、結果からロジックが変わるというのは、これはちょっと逆転するだろうということなので、まずは全体の論理的な積み重ねを通じてストーリーというか、そういう一本筋の通ったフレームワークというか、そういうものを数字を出す前にやはりちゃんと議論しておくべきだろうという趣旨でございます。

○米澤委員長 そうですね。多分、皆さん方、ポートフォリオができると、少なからずどこかで説明させられるかと思うのですけれども、そのときにきちんと、国民の方の7割か8割ぐらいの方に納得していただけるように説明できるかどうかポイントかと思います。

○大野委員 国民の方々の納得が1つと、ケースGの選択は、所得代替率42%のケースになるので、国民の方々が誤解なさない説明が必要だと思います。

●森参事官 事務局の御趣旨としては、インプライドフォワードレートで保守的な長期金利の利回りを選択して実施したということが前面であって、ケースGを選択したというわけではないと理解しているのですが。

●清水調査室長 そこはおっしゃるとおりで、私も一番悩みどころの部分でございます。

○米澤委員長 どうぞ、武田委員。

○武田委員 今の議論と同じですが、私もケースGを強調する必要はないのではないかと思います。では、経済環境をフォワードルッキングに想定した場合の金利のパスをどう見ておいたらよいか。まず、市場が織り込んでいる金利のパスを比較的ディフェンシブに見ておくことだと思います。インプライドフォワードレート自体、金融経済環境が変われば直ちに振れますので、そういった指標ということを前提に、機動的に見直しができる余地を確保しておくということがあわせて重要ではないかと考えます。

運用の議論は、所得代替率の議論とは切り離す必要があると思います。そもそも8通りの財政検証が出されたのは、慎重な経済前提でも年金財政が持続可能性を確保できるよう改革を進めるためで、それは年金部会のほうで年金制度の改革として議論すべきことであり、それぞれの所得代替率がどうなるかという議論と、ここでの安全かつ効率的な運用の議論は分けたほうがよいのではないかと考えます。あくまでも、我々は運用の観点から保守的に効率性とのバランスをどう見るかといった点を議論すべきではないかと感じます。

○米澤委員長 むしろ私は、ケースEというのは、一番最初の段階で、内閣府の高度成長のケースなのですね。ケースGというのは、低成長のケースで、それで両方とったということ。

○大野委員 実質、ケースGはマイナス成長ではなかったでしたか。

○米澤委員長 計算するとそうですね。

○武田委員 実質でマイナス成長です。

●清水調査室長 だからその2つのシナリオというところなのですね。

○米澤委員長 そうですね。足元に関して2つ、両方とってきたという程度でよいのかもしれないと思います。

●森参事官 いずれにしても、あとは給付サイドでいろいろなケースでモンテカルロシミュレーションとかやっていただくことになると思いますので、例えばGではなくてEなりCなりとかという形でも、どんな形になるのかを見ていただくと、いろいろなケースに対応できるみたいな話ができるのではないかなと思いますので、そこはまた手続なのかなと思いますけれども。

○大野委員 16から17ページのリスクの計測期間のところなのですから、これは国内株式は20年ということですね。

●清水調査室長 内外株式が20年、賃金上昇率も20年ということですよ。

○大野委員　それで、何で20年でやったかという、バブルのときを外しておく。逆に言うと、ベースは25年ですよね。

●清水調査室長　将来は25年です。

○大野委員　それで、リスクは20年。

○米澤委員長　さかのぼること20年ですね。

○大野委員　それは何か整合しているのですか。そもそもそういう考え方なのですか。

●清水調査室長　これは武田委員からも御意見をいただいて、将来25年なのだから過去も25年に、同じでよいのではないかという御意見はいただいております。

○大野委員　逆に国内株式から異常値を排除するということで、国内株式20年ということは、それは一つ例外であって、あとは25年で見るとか。外国株式はバブルの影響はないですよ。

●清水調査室長　そうですね。

○大野委員　ですから、25年を20年にカットする意味合いも余りないのではないかと思います。

●清水調査室長　あと、相関係数が結構ばらばらだと、例えば国内債券との相関係数というのは、これは20年とっているのです。例えばリスクについて、国内株式を20年にして、外国株式25年、外国債券を25年にすると、では相関係数は何年でとるのかということ、これは結局一番ミニマムのところにして20年にするのかとか、ちょっとそういうところに小さい影響があります。

○米澤委員長　データとしては、全部過去25年はとれるのでしょうか。とれますよね。

●清水調査室長　とれます。

○米澤委員長　そうすると、25年とおいたほうが今の御意見からすると無難なような感じがします。

●清水調査室長　ちなみに、25年にするとどういう数字になるかと申し上げますと、国内株式は25.1%というリスクに対して、外国株式が25.4%。ほぼ同じ。ちょっと気になるのが、今回、エマージングを入れています。エマージングを入れる中で、外国株式のボラティリティのほうが若干高いというのが何か普通なような、何と言いますか、印象的な部分だけなのですけれども。

○水野委員　先ほどの清水さんの御説明、そのとおりだと思って、やはり個別の理論を積み上げて最後は全体をランしてみなければわからないというのは、全く同感なのですけれども、ちょっと一つそれで言うと気になっているのは、外国債券、外国株式の為替リスクの点です。多分、今までの議論でもホームカンントリーバイアスについて御意見された委員がいらっしゃると思うのですけれども、やはりホームカンントリーバイアスをサポートする一つの大きなファクターとしては、やはり為替リスクだと思うのですが、テクニカルには短期のものからのスプレッドにするということで、調整という理論構成なのかもしれないのですけれども、その辺の為替のリスクあるいはリターンをどう入れ込むかというこ

とについての議論をしていただきたいです。

●清水調査室長 これは、先ほど御指摘の話と実はつながるところと理解してしまして、為替については、これは長期でつくった場合には、為替リターンはゼロで私はいいと思うのです。調整されるということで、それはいいと思います。

ただ、ポイントは、では機動的な運用をするに当たって、当面とか、足元、その為替をどう見るかということについては、これは清水委員の御意見も含めていろいろそこはあると思うのです。そういう意味において機動的な運用を実際にやっていく中で、為替をどう見るかという、そこはそこのステージでの議論、宿題として受けとめさせていただければよろしいのかなと。私は、単純にそういうふうに思っているのですけれども。長期のポートフォリオの中に為替のリターンを織り込むということ自体は、理屈上もなかなか出てきにくいのかなと。むしろ短期のところだとということだと思うのです。

○米澤委員長 その為替の取り扱いをどうするかというのではなくて、これは今までは結果としてノーヘッジですよね。

●清水調査室長 そうです。ポートフォリオ自体はノーヘッジです。

○米澤委員長 50%とかゼロとか100%とかというのもやって、昔はゼロという。

●清水調査室長 これまでも為替ヘッジをいろいろやってきたときにどのくらいリスクリターンに影響するのかという検証もしていますので、それは最後にやろうと思っています。

○水野委員 為替のボラティリティーとかも相当変わりますよね。だから、このボラティリティーのリスク評価のときに、これはまさに先ほどの長期・短期のどこまで見るかなのですけれども、これで全くリスク、国内株式、外国株式というライアビリティが円しかないプログラムで全く同じリスクと言われると、ちょっと違和感がありませんか。

●清水調査室長 プラクティスを見ていると、大体、外国株式についてヘッジをかける運用機関はほとんどないですね。かけるとすれば、やはり外国債券なのですが、ただ、外国債券の場合、フルヘッジを想定すると、内外の短期金利の差の部分だけヘッジコストがかかるわけですから、結局、国内債券と同じではないかという議論につながるということも一面あるのかなと。だから、そういう意味で、外国株式についてヘッジなしというのは、ポートフォリオを構築するときには通常のプラクティスだと私自身は認識しております。

○水野委員 それは私も同感なのですけれども、リスクの数字を置くときに、ヘッジをかけていないにもかかわらず、外貨建てのボラティリティーだけで出てくるというのは違和感がある。

●清水調査室長 これは円ベースのインデックスですので、為替のリスクはこのボラティリティーに入っているということになります。

○水野委員 その中に吸収されているのですか。それでこれですか。

●清水調査室長 はい、このくらいです。

○水野委員 そうですか。

○清水委員 為替に関して、私も何回も質問しているのですが、長期的に為替のリターン

をゼロというのは、恐らくこれまでの使用通貨、先進国通貨での外国債券とか外国株式投資がメインだったときと、多分この先、エマージングがすごく増えていく、あるいはそういう成長をとっていくようなポートフォリオを今後きっと選択していくであろうというときとではちょっと違ってくる可能性があるのではないかなということです。実際にMSCIではリスクを織り込んで相関係数とか計算されているということですが、それこそ先ほどの年限によると思うのですが、25年とるのか、20年なのか、あるいは足元10年なのかで、ここに関してはかなりリスクに差が出てきて、相関係数もすごく差が出てくるということで、先ほどの水野委員からもいろいろと出ている話であります。先々25年のスパンで運用を考えるとというのと、その25年にあわせてリスクも25年で計算するというのは、やはり話が違ってくるのかなと。先々25年はもちろんいいのですが、やはりここ10年、15年のマーケットの大きな変化というのに関してリスクを捉える。必ずしも25年を見ているから過去25年で為替もあわせなければいけないという感覚は全くなくて、その面でもやはり一番厳しい、リスクが高くなっているということを反映したポートフォリオを組む必要があるのではないかなというのは。

○米澤委員長 逆に直近のほうが有用な情報が入っていると。

○清水委員 はい。そう思います。

○武田委員 先ほどの25年と20年の話ですけれども、数字をあわせるという意味だけではなく、キャッシュアウトの山がAからGまでである中で、25年となっているのですけれども、継続的にキャッシュアウトの期間になるのは一番慎重なGのケースだと20年だったと思います。想定期間を考える際、そのスパンは保守的に見積もっておいたほうがいいのではないかなという点が1つ目です。

もう一点、株のボラティリティーに関しては、確かに外国株式に関しては皆様がおっしゃるとおりです。国内株式は、バブル崩壊後の高いボラティリティーが入ったほうが、そしてリーマンショック、ITバブルなど歴史的に繰り返してきたサイクルが入っているほうがより保守的な期間になるのではないかなという視点で申し上げました。

ただ確かに、清水委員がおっしゃったとおり、国内株式は長いほうが保守的ですが、一方で外国株式は、GDPが高まっているので当然ですが、近年インデックスの中でエマージングのウェイトが増えているため、フォワードルッキングな運用という意味では、ウェイトの変化、つまり外国株式でも中身が変わってきていることをどう捉えるかというのは、もう一つ別の視点として必要だとは思いましたので、その点は検討したほうがよいのではないかと感じました。

○米澤委員長 13ページの図5ですけれども、GPIFのほうだと、国内債券がちょっと小さくなるのは、低金利でゼロ近辺だから。多分皆さん異存はないので、そういうレベルのプレイヤーはつくってもいいのかなという格好で、そうすると外国株式はかなり明確に、直近になってくると上がっているみたいなので、そういうところは見られていてもいいのかなという感じはしますね。

●清水調査室長 当然、この時点で一つの数字にコンクリートとすることは一切考えていませんので、今日の御議論も踏まえて、幾つか数字の出し方というか、そういう、今、御指摘を受けたようなことを踏まえた数字のセッティングと言いますか、それを考えてみたいと思います。

○米澤委員長 ただ、ボラティリティーはそういう意味では安定していますよね。トレンドはありますけれども、期待リターンに比べればはるかに信頼が足りるということですね。

○水野委員 もう一つ根本的な考え方なのですけれども、乖離許容幅はまだ議論していないということです。今、この基本ポートフォリオを例えば20年、30年で組んだとして、この短期の見方に関してはGPIFがマーケットのビューの中で、乖離許容幅の中で動かしますということよりも、割と基本ポートフォリオを少し今の見方に近いところに動かしておいたほうが国民に対しては安心感があるかなという気がするというのが考え方としてはあるのではないかなと思っていました。

要するに、短期のマーケットビューのところはGPIFに任せますと、そうすると、どうしても乖離許容幅を大きくしなければいけないと。乖離許容幅を大きくしてもよいとは思っているのですけれども、外から見た安心感というときに、今だったら金利が上がるという方向にある程度乖離許容幅を振るということが想定されているのであれば、基本ポートフォリオの期間も少し短くとして、ちょっと金利が上昇するという、短期で織り込んだ形の基本ポートフォリオにしておいたほうが結果としてはよいのではないかなという考え方があるのではないかなと思います。

●清水調査室長 おっしゃっていること、程度の問題だと思っていまして、足元10年での国内債券のリターンの水準で結局決まるわけですが、足元10年ですと0.6%、0.4%、これに対して賃金上昇率の水準は2.1%という水準なので、それとの兼ね合いというか、多分0.6%とか置いてしまうと、ほとんど限りなくゼロに近いというか。

○米澤委員長 つまりそういう問題が発生して、今言った賃金上昇率プラス1.7%というのはやはり外すわけにはいかないと思います。それを足元10年をとるといって、とても無理なのですよ。私はそう思います。

○水野委員 それは、債券が多かったらという話ですよ。

○米澤委員長 要するに相当リスクなものにかけない限りはなかなか絵が描けないと、その意味では、1.7%というのは足元でとってくださいよと言われているわけではないと私は理解して、長期にとってくださいよということと思っています。

○水野委員 5年間でも1.7%はできるポートフォリオにするのですよね。この5年間1.7%に負けるという想定ではつくれないですよ。

●清水調査室長 そこは考え方としては、やはり1.7%というのは長期平均で、これは運用の世界なので、結局そのスペシフィックな数字を短期間で達成することは、現実問題ほとんどコミットできないわけですね。要はベータがあるわけですから、ベータによって最終的なリターンというのは決まってくるわけで、例えば、今後5年間、賃金プラス1.7%をコ

ミットできるかという、それはできないというのが基本的な考え方で、ではどういう形のコミットかという、要は大数の法則的に、統計的に、それをずっとやっていくと結局、長期平均的にはそこに収れんするという形でそれは確保できるだろうという考え方でポートフォリオというのはこれまで組んできたし、その考え方は今後もそうなるのだと思います。

○米澤委員長 清水さん、ちょっと確認したいのだけれども、過去何年かのGIPFの実績評価が出ますよね。

●清水調査室長 そこでの評価は、実は足元の利回りとして、これはあくまでも賃金プラス1.7%の1.7%というのは、我々は長期のポートフォリオをつくらなくては行けなくて、その長期の経済前提が賃金プラス1.7%だからそういう形のマンドートがおりてきている一方で、実際、我々のポートフォリオがどういう形で評価されるかというと、足元的前提については、内閣府の経済シナリオに依拠した形での実質的な賃金プラスアルファ、このアルファというのは非常に小さい数字としてセットされていますが、財政との整合性という意味では、それで検証されるというのが従来のはたてつけということになると思います。

○水野委員 では、一応整理すると、5年間で1.7%、要するに賃金上昇率プラス1.7%ですよね。賃金上昇率は内閣府の数字があります。ということは、それを足すと幾らになればいいのでしたっけ。

○米澤委員長 今日の表にはちょっと出ていないですね。

○水野委員 これが賃金上昇率の2%でもいいのですけれども、そうすると3.7%ということですよ。そうしたときに、少なくとも今つくる基本ポートフォリオで、ランニングでこの数字が出ないというポートフォリオの設定がそもそもあり得るのかということは考えておかなければいけないのではないかと思います。要するに、30年後にはつじつまが合うので、今から5年はこの基本ポートフォリオでは実際はこれはできませんけれども、これが基本ポートフォリオですという説明でいいのかと。

私は、もともとここに来るまでは、当然、5年間では、最初の賃金上昇率が実質ベータを含むわけなので、1.7%を守るための基本ポートフォリオをつくるという、要するに期間ごとに毎回アルファがある程度なければいけないという基本ポートフォリオ、あるいは運用方針でなければいけないのではないかなと思ってきたのですけれども、今の米澤委員長の話だと、この基本ポートフォリオではどうやってもこの5年間ではマイナスであるという事態もあり得る基本ポートフォリオ設定の可能性があるということですか。

○米澤委員長 そうです。このシナリオでいくと。

●清水調査室長 数字を申し上げますと、例えば内閣府の経済再生ケースで見たときに、これから平成26年、27年、28年と3年申し上げますと、平成26年についての前提は名目賃金上昇率が1.0%。それに対して名目運用利回りは1.3%がセットされています。ですから、ここではアルファが0.3%。

次に平成27年が、名目賃金上昇率が2.5%に対して、名目運用利回りが1.9%ですので、

平成27年は実はアルファがマイナスでよいと。平成28年は名目賃金上昇率2.5%に対して、名目運用利回り2.2%なので、アルファはマイナス0.3%、これが財政検証における足元の経済前提になっています。

ですから、これにあわせる運用をしろというマンドートであれば、まさにこれが我々の投資の目線になるのですけれども、厚生労働省から与えられるのはそうではなくて、より長期で見たときの賃金プラス1.7%の運用をしてくださいというものです。

○水野委員 だから、運用者として重要なのは、1.3%、1.9%、2.2%というこの名目運用利回りを出すということですよね。

●森参事官 はい。この数値を出していれば、毎年度の評価としては、とりあえず年金体制については、中長期的な観点から評価するのであるけれども、内閣府がつくっている名目賃金上昇率と予想利回りの差には合格しているという話でございます。当然、全体的に中長期的にはプラス1.7%という形で年金の計画を立てていますので、そういう意味では合わないのですけれども、足元の数字は内閣府で今後10年つくっていますので、中長期を見つつ、評価させていただいているところでございます。

○水野委員 ということは、運用のポートフォリオとしては、ポートフォリオの組み立てにおいては、賃金の上昇率は関係ないので、この名目運用利回りが出るポートフォリオにしなければいけないということですよね。

●清水調査室長 財政の評価という視点で考えると、先ほどの数字をちょっと援用させていただきますと、例えば平成27年で、先ほど申し上げたのが名目賃金上昇率が2.5%に対して名目運用利回りは1.9%ですね。このときに、では賃金が2.5%になるかどうかというのはわからないわけです。では、そうすると名目運用利回りは1.9%なのですが、このときのいわゆる財政への影響ということであれば、我々の運用が実際の賃金上昇率-0.6%、これを達成していれば一応財政上はプラマイゼロ、そういう評価になっているという。

○水野委員 それはよくわかります。ただ、それだと、考え方とすると、やってみて運用利回りが悪かったけれども、賃金が全然上がらなくて雇用されている方は大変だが我々はラッキーという話になってしまうのですよね。そもそもやはりその筋道で考えると話がおかしくなっていくと思うので、厚労省側の評価、財政評価としてはそういうやり方であって、結果としてはいいと思うのですけれども。

●清水調査室長 ですから、我々はそのシナリオに依拠することということは、今おっしゃった意味において余り意味がないわけで、プラス1.7%のポートを構築するというのが長期的な意味でも我々のマンドートになるという、そういうふうに理解しています。

○菅家委員 法律上の要請ですね。

●清水調査室長 はい。

○水野委員 そこは理解しているのですが、私の質問は、この5年間に関しては、例えばこれで内閣府のケースによると、名目運用利回りが今年1.3%、来年1.9%と規定されているのですよね。基本ポートフォリオは少なくともこれが出せなければだめということですよ。

よね。

○米澤委員長 それはそうです。それは出したいということです。

○水野委員 それは出せないとだめということですよ。

●森参事官 中長期的には単年度でこれを下回っている年というのも1、2回くらいあったような気がするのですけれども。

○水野委員 後から許される話かどうかというのはちょっと別で、今、私が伺っているのは、ポートフォリオ作成に関しては、何を目線に決めるかがわかっていないとできないだろうと。

○米澤委員長 そこまで水野委員が言うのだったら、足元5年のポートフォリオをつくればよいのではないかということになるかもしれませんが、長期的に賃金上昇率を1.7%上回るというのがマンドेटとして与えられていますので、やはりそこだけつくるというわけにはいかないというのはちょっと悩ましいところで、今、GPIFの清水さんが言ったような格好で作り始めているという状況なのです。だから、今回がこういう作り方の最初なのです。今までは、足元をほとんど無視してつくっていたのですよね。その意味では、1.7%とかというのはうまくはまっていたわけですが、ではそこまでにいくプロセスをどういうふうに見るのだと。しかも、実際に運用しているのは足元なのだからということで、随分御批判を受けたのですよ。

比較的早く、ポートフォリオの絵を見せて、もう一回フィードバックするというほうが効率的な感じもしますね。出てこないところで、これがよいかどうかといっても、ちょっと評価しにくい点もあるかと思います。先ほど水野さんが言った為替のところも、実は今まで、最後に全部その情報はすっ飛んでしまうのですよ。外国の物は増やさないという条件をつけるとそちらが勝ってしまうので、せっかくいろいろやったのがそこでもって生かされないという点があるので、今回はそれもどうするかということで、きちんと情報を積み上げていって、制約を入れるかどうかは最後で判断しようということ準備しております。

○清水委員 今まで水野委員がおっしゃっていたように、基本ポートフォリオもそうですが、やはり乖離許容幅がどれくらいになるのかというのを、基本ポートフォリオを決めるという議論と乖離許容幅をどうするという議論を別個にするよりは、やはりある程度同時にしないと。

●清水調査室長 そこはそういうことで考えています。

○清水委員 その面も含めて確認ですけれども。

○米澤委員長 今日何か決まったということではなくて、多くの御意見をいただいて、事務局のほうでいろいろな意見を入れていただいて、いろいろなことをやっていただけないという期待のもとで、こんな格好で進んでいって、いつでもフィードバックできるような状況にしたいと思っています。

とりあえずよろしいでしょうか。 それでは、引き続きまして、委員限り3のリスク管

理状況等の報告（平成26年5月）について、事務局のほうからお願いしたいと思います。

●陣場運用部長 それでは委員限り3のリスク管理状況等の報告（平成26年5月）でございます。

9ページをご覧くださいませでしょうか。5月の市場環境ということでございます。総合収益額のところでご覧いただけますように、5月月中で1兆1千億円の収益というところでございます。5月につきましては、内外株式が堅調、特に国内株式がよかったというところでございます。政府の成長戦略に期待が強まったといったことが寄与していると認識をしているところでございます。また、米国の強さが非常に目立ったということで、そこそこのリターンが上がっているというところでございます。

ただし、ECBの追加金融緩和策の期待等々もございまして、為替については、円高に振れております。特に対ユーロで円高が進んだというところがございまして、少し外国資産のリターンがそがれたというところでございまして、外国債券についてはほとんどゼロ近辺といった収益の状況になっているというところでございます。

そうした状況を踏まえまして、1ページ目をご覧ください。基本ポートフォリオからの乖離の状況でございますけれども、国内株式が非常に堅調であったというところでございまして、5月の基本ポートからの乖離を見ていただきますと、基本ポートフォリオ上、国内株式は12%ということになっておりますが、15.92%ということで、プラス3.92%ということで、乖離幅が4月よりもちょっと拡大しているというところでございます。また、その反動で、逆に国内債券はアンダー幅が拡大しているというところでございまして、5月のアンダー幅がマイナス6.9%といった状況になっているというところでございます。

2ページ目をご覧ください。私どもの運用している資産の時価総額は、5月末で、運用資産全体で126兆円弱というところでございます。

それから、3ページ目をご覧くださいまして、トラッキングエラーで表示した基本ポートフォリオからの乖離のリスクということでございますけれども、Cの推定総体リスクの行をご覧くださいますと、5月に1.48%ということで、先月に比べますと少し大きくなっているといった状況でございます。

11ページをご覧くださいいただければと思います。私どもの運用のベンチマークからの超過収益率の状況というところでございます。5月は4資産全て超過収益が獲得できていたという状況でございます。

まず、アクティブをご覧くださいますと、国内債券については3ベーススのプラス、国内株式につきましては10ベーススのプラス、外国債券につきましては5ベーススのプラス、外国株式につきましては22ベーススのプラスといった状況でございました。

私からの説明は以上でございます。

○米澤委員長 乖離は結構ありますけれども、特段びっくりするようなワーニングは起きていないということの理解でということですね。

○水野委員 国内株式の乖離状況は、このうち意図的な乖離がどれくらいで、株価の上昇

による自然乖離がどのくらいの割合ですか。

●陣場運用部長 この間、5月につきましては国内株式への資金の投入が600億円で、その他は全て市場変動によるものでございます。

○水野委員 ありがとうございます。

○米澤委員長 よろしいでしょうか。

それでは、本日予定しておりました議事は全部終わりましたので、今回はこれで終了にしたいと思います。

事務局のほうから連絡事項等をお願いしたいと思います。

●青木審議役 委員限り1の平成26年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通しにつきましては回収させていただきますので、机の上に置いておいてくださいますようお願いいたします。随行の皆様も同様をお願いいたします。

次回、第83回運用委員会につきましては、平成26年8月5日火曜日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。

以上でございます。

○米澤委員長 それでは、どうもご苦労様でした。