

## 第 83 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 26 年 8 月 5 日(火)14:00～16:00

2. 場 所:年金積立金管理運用独立行政法人 会議室

3. 参加者: ・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) 業務方法書変更(案)について
- (2) 中期計画等の事前承認の導入について
- (3) 基本ポートフォリオについて
- (4) その他

●青木審議役 ただいまより、第 83 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、本日は全員御出席をいただいております。御出席いただきました委員の皆様方が過半数を超えておりますので、会議は成立しておりますことを御報告申し上げます。

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 業務方法書変更(案)

資料 中期計画等の作成又は変更にあたっての事前承認の導入について

委員限り 2 基本ポートフォリオ候補選択の考え方・方向性について

なお、この委員限り 2 には別紙もございます。

委員限り 3 基本ポートフォリオの変更にかかる乖離許容幅の変更について

委員限り 4 現行基本ポートフォリオの乖離許容幅の範囲内での機動的な対応について

委員限り 5 次期基本ポートフォリオに向けた対応について

委員限り 6 中期目標金終了年度における独立行政法人評価等の流れ

以上でございます。

なお、委員限り 4 の現行基本ポートフォリオの乖離許容幅の範囲内での機動的な対応について及び委員限り 5 の次期基本ポートフォリオに向けた対応についてにつきましては、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。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、米澤委員長をお願いいたします。

○米澤委員長 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、議事に従いまして進めていきたいと思えます。最初は、委員限り1の業務方法書変更（案）につきまして、事務局から説明をお願いしたいと思えます。

●青貝企画部長 業務方法書変更（案）につきましては、変更前、変更後のものを比較対照したA4横のもの、それを反映させたA4縦のものになっております。私からの御説明はA4横のほうで御説明をさせていただきます。

まず、業務方法書の変更でございますが、運用委員会での議を経まして大臣認可を得る必要がございます関係上、本件をお諮りするものでございます。今回は、モデルポートフォリオの策定に対して必要となる業務方法書の変更を御説明するものでございます。

一番左側の列、第5条（2）ということで、これは当法人の業務としてモデルポートフォリオの策定を追加するという趣旨でございます。その前提として、ここがございます厚年法第79条の4第1項に規定する積立金基本指針、これが7月の頭に厚生労働省から出され、これを受けてモデルポートフォリオをつくることになりました。モデルポートフォリオとは、ここにあります積立金の資産構成の目標、これがモデルポートフォリオを指しているわけでございますが、これを当法人の業務として追加するというところでございます。

これが大きな点でございますが、それ以外にテクニカルな点として、A4の横紙の第13条ということで規定しておりますが、これは政府調達について、国外企業が参入しやすくなるように、国際協定が改訂されたことを受けまして、その内容を各独立行政法人の業務方法書にも反映させるようにという指示があり、今回これを反映させていただいたものでございます。当法人におきましては、システム関連がそういった内容に該当するわけですが、基本的には既にそういう国内調達を含めた透明性の確保というのは対応を終えておりますので、この結果、何か新たに必要になるというものはございません。

附則のところは、今申し上げた内容を改めて書いておりますので、御説明は省略させていただきます。

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えます。

○米澤委員長 これはよろしいですね。単にここに付け加えたということでございますので。どうもありがとうございました。

続きまして、資料の中期計画等の作成又は変更にあたっての事前承認の導入について、事務局から説明をお願いしたいと思えます。

●青木審議役 お手元の資料によりまして、中期計画等の作成又は変更にあたっての事前承認の導入について、御説明申し上げます。

この資料の1のところでございますが、昨年12月に閣議決定されました独法改革等に関する基本的な方針では、運用委員会について、資金運用の重要な方針等について、実質

的に決定できる体制を整備することとされております。

このため、当法人としましては、今後予定される基本ポートフォリオの変更から、中期計画の変更等に当たっての事前承認を導入することとしたいと考えております。なお、御承知のことと存じますが、基本ポートフォリオは当法人の中期計画の一部を構成しております。

この事前承認につきまして、具体的にどうするかということですが、2をご覧いただきたいと思っております。業務方法書と中期計画の作成、変更につきまして、理事長の決定の前提として、運用委員会に対し事前に案をお諮りし、運用委員会の承認を得なければならないとすることを考えております。これは理事長が自ら定める規程等により、意思決定について運用委員会の事前承認というような制約を設けることが可能でありますので、このたびそのような取り扱いで事前承認を導入するというところでございます。

また、業務方法書と中期計画の作成、変更につきましては、法律において運用委員会の議を経なければならないと明記されている事項でございまして、かつ大臣認可事項でもございます。このような事項につきまして、今後この事前承認の対象とするものでございます。そして、運用委員会におかれましては、理事長が中期計画等の事前承認をお願いしたときは、運用委員会としての御意思を決定いただくということで、具体的には、後ろのページの下に抜粋しております運用委員会規則第5条の規定によりまして、出席した委員の過半数をもって決する。可否同数のときは、委員長が決するということになります。

実施時期でございませけれども、資料の表側に戻っていただきまして3でございませ。この仕組みの導入の実施時期でございませますが、本日の運用委員会後、速やかに関係規程を改正・施行したいと考えております。関係規程と申しますのは、具体的には当法人の文書管理規程というものでございませして、この文書管理規程ではさまざまな事務について決裁権者を定めております。

業務方法書、中期計画の作成、変更の項目につきまして、決裁権者は理事長ということでございませけれども、これら項目にかかる備考欄に運用委員会の承認を要する旨を明記することとしたいと考えております。

今後の事前承認にかかるホームページの公表についてでございませけれども、通常運用委員会で用いた資料につきましては、支障がない限り、委員会開催日の3営業日後くらいに当法人のホームページに掲載する取り扱いとしておりませして、この資料につきませても、今週末か来週くらいにはホームページで公表することとしたいと考えております。

さらに運用委員会で事前承認にかかる議決が行われた場合の公表内容については、運用委員会後、通常1か月後くらいに公表しております議事要旨におきませしては、委員の過半数が賛成し承認された程度の内容を記載する考えでございませ。議事要旨につきませして、個々の委員の賛否についてまで公表することは今のところ考えておりませせんけれども、運用委員会から7年後に公表する議事録では、個々の委員の賛否等も含めて公になるというふうと考えております。

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。これは運用委員会にとっては重たい議題かと思いますが、ただいまの説明について、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。

○菅家委員 閣議決定の中略でない文章が載っておりまして、運用委員会について、複数の常勤委員を配置し、資金運用の重要な方針等について実質的に決定できる体制を整備するというのがもともとの閣議決定された文章なのですね。

したがって、私の理解では、複数の常勤委員を配置し、資金運用の重要な方針等について実質的に決定できる体制というのは、まさに複数の常勤委員を配置しのところを受けての文章と普通は読めるのだと思うのですね。そもそも何でこういう閣議決定がされたかという、米澤委員長は御案内のとおり、GPIFのガバナンス改革について直ちにやるべきこと、当面やるべきこと、将来やるべきことというふうの有識者会議でいろいろな議論がされて整理された内容を受けて、当面やるべきことということで閣議決定されたということでもあります。先ほどの審議役の説明は、必ずしもこの閣議決定をストレートに受けたものではないと私は理解しました。その辺について、森参事官になるかもしれないですけども、説明をいただければと思いますし、先ほど審議役から、こういうふうにしたいという点については、実質的に議を経るということは、要するに実質的に承認をされると、実態的にはこれまでそうやってきているわけですので、実態はそんなに変わるものではないと思いますけれども、その点も含めて、いま一度、御説明をいただければと思います。

●森参事官 有識者会議のメンバーの方がこの中で3名いらっしゃるの、あえて私が説明するのも僭越ですが、1つは、今のGPIFの運用委員会は、どこかの新聞記事で、日当2万円という形で書かれ、非常勤で来ていただいております、このように審議される体制がよるしいのかなという話と、あと理事長独任制ということでございまして、この2点の話があって、伊藤先生は、理事会制みたいなものもいい、理事会で常勤の理事で決定いただくというのがよいのではないかという案もあったわけでございます。

ただ、独法のみままで、既存の運用委員会を活用するという形になりますと、今、委員に常勤・非常勤と別に法律上区別はないものですから、その中で複数の常勤の委員を配置するという。あと、これは内閣官房行政改革推進本部事務局の方が言っておりますけれども、別に今の独法でも、実質的に理事長が決めなくてもよい。例えば大学法人は学長の独任制です。今回の法律改正でさらに学長の権限が強化されたと聞いていますけれども、そういうものと理解しています。このように自己規制という形で実質的に合議体で決めているケースはありますし、非常に大きな独法もございまして、そういうことを考えますと、複数の常勤委員という形と実質的に決議を運用委員会で実施するということで対応することがあるのではないかとということで、今のこの閣議決定がなされていると思います。

菅家委員がおっしゃったように、複数の常勤委員を配置しなければ、この閣議決定を十分生かしたことになるのではないかとするのはおっしゃるとおりでございます。ただ、

これは常勤でございますので、これは今、GPIF のほうで、いろいろ処遇関係というのは、職員・役員含めてコンサルを使っているいろいろと御検討いただいているということでございますが、この検討が進まないと、常勤の方、これは場合によっては、どこかをやめて来ていただかなければならないという話でございます、なかなか時間がかかるということが1点あります。

さはさりながら、1つの考え方として、今の段階で合議制みたいなものについて導入するというのはあると思います。手続的には実質的な合議制を内閣官房行政改革推進本部事務局の方等が言うように、内部の規程で決める。今まで、私が運用委員会を見てきて、運用委員会の議案の御意見に反して、執行部がこれでやるみたいな話はなかったと思いますが、外向けに規程なりを整備して、実質的な合議制をきちんと行っていますとする必要があるのかなと思っています。特に今回ポートフォリオを変えますので、既にポートフォリオの御議論を何回か重ねていただいておりますが、決定までに、私どもも複数の常勤委員を見つけられるか疑問に思いますので、そうしますとポートフォリオができたときに、実質的に合議制になったのか、いや、運用委員会の皆さんに御同意いただきましたと説明しても、合議制という手当てがされていないという話になるといけませんので、そこは内部の制度的に合議制にしたということで、この閣議決定の部分は満たしたという形で言える、対外的にも物が言いやすいということもございまして、私どもから GPIF に要請したところでございます。

○堀江委員長代理 今、説明されたとおりでと思うのですがけれども、運用委員としてのマニフェストと、それを離れた立場での私の見解は違うのですがけれども、運用委員という立場で言わせていただくと、独法の中で最善のことをやるというのがマニフェストだと考えているので、その中では実質的に、たてつけと実態が違うというのは問題だと思いますけれども、それはここで変えるわけにいかないの、それは認めつつ、運用委員会の役割をある程度実質的に重く見るような変更と私は考えましたので、やれるところからやるということで変えられたのかなという理解でおります。ですので、この件については全くそのとおりでよいのではないかと考えます。

○菅家委員 複数の常勤委員を配置することの是非については私はここで議論する気は全くないのでございますけれども、これは閣議決定されたわけですね。つまり森さんの説明では、閣議決定されたけれども、当面難しいからやらないというふうに理解してよろしいのですか。

●森参事官 当面というか、常勤の運用委員につきましては、まず給与体系みたいなものについて見直さなければいけませんので、あの趣旨も、専門的な技能のある方を常勤にという形でということかなり御議論あったかと思っておりますけれども、そういう方々は一体幾らで常勤で来ていただけるかという話がございますので、今、外部のコンサルタントをお願いしているという話です。その結果を受けて、私ども常勤の運用委員の選定については考えていきたいと思っております。やらないというわけではございません。

○米澤委員長 今の点は、我々の御確認でよろしいですね。

○菅家委員 やらないことの代替として今回の提案というふうにも聞こえたので。

○米澤委員長 そういうふうには私は理解してなかった。

●森参事官 できることから進めたいと、そういう気持ちなのですからけれども。

○米澤委員長 給与体系も変更をしつつ、探しているということなので、探すことに関してはやぶさかでないというか、進めているという理解のもとでよろしいのですね。

●森参事官 まず、給与体系をつくっていただきまして、それを踏まえて進めていくことになると思います。

○米澤委員長 わかりました。

○水野委員 今の複数の常勤委員の件に関しては、双方ともおっしゃるとおりだと思うのですが、常勤委員が入る、入らないにかかわらず、今回のこの変更で何が違うかという、全員が投票しなければいけないということと、7年後には誰が賛成して、誰が反対したかが明らかにされるというところが一番の違いかなと思います。この点に関しては、運用委員の方々が、そういう準備があるということは確認していただく必要がまずはあるかと。実際これで運用委員会が承認した場合ですけれども、これを読みますと、理事長が承認を求めた場合に承認するということですので、承認が求められた段階では、理事長は当然賛成ということになりますから、そういう意味では、運用委員会の承認をもって実質最終決定するということになると思いますので、そのあたりの意識共有は要るかと思えます。

○米澤委員長 私もそういう理解でして、必要があればここで議決をするということですね。多数決で決めるということですので、今までは運用委員会の合意のもとで、いろいろ議が進められていったというのは、森参事官の言うとおりのことなのですが、改めてこのところでは、それが明文化されているということで、場合によってはノーと言えるということもあり得るということですね。そういうことなので、我々の任としては重くなったということかと思えます。

○堀江委員長代理 そうは言っても、たてつけ上は諮問委員会なので、発議される内容は、あくまで GPIF サイドで発議されたものしか我々は議論できないわけですね。私はその点は非常に大きな不満で、私たちのほうから、こういうことを議論したいというのはあるわけですね。例えばトランジションの話もそうです。そこは委員としてはフラストレーションがたまるところなので、そういったところは少し検討していただけないかと思えます。

●三谷理事長 それは今の法令を見ても、運用委員会は理事長に必要と認める事項について建議ができるということになっていますので、運用委員会の中で、こうあるべきではないかという御議論がありましたら、それを建議と受けとめて、我々は当然検討するつもりでございます。運用委員会は建議もできるし、管理運用業務の実施状況を監視することもできますので、そういった意味では、運用委員会から建議があれば、我々として当然真摯に受けとめて対応するし、それについて御不満があれば、また監視というところで、注文をつけるということも可能であります。

○米澤委員長 その場合には事前承認ということに持ち込めるのですか。

●三谷理事長 事前承認の対象ではなくて。

○米澤委員長 ではないわけですか。

●三谷理事長 ええ。

○米澤委員長 事前承認の対象はあくまでもここに書かれている。

●三谷理事長 あくまでも法律上、議を経なければならぬとされているものについて、議を経るのだから、これまでも実質的に皆さんの合意でやってきたわけですがけれども、厚労省からの要請もあり、はっきりとした決議という形で、事後的にであれ、明確な結果がわかるようにと。

●森参事官 発議された内容が業務概況書の作成、変更、中期計画にかかる話だったらどうなるのでしょうか。

●三谷理事長 それはもちろんそれを受けて、我々として素案をつくり、それについて御議論いただいて。

○米澤委員長 その場合、事前承認の対象になるわけですね。

●三谷理事長 もちろんなりますが、それで御不満があれば、また、多分そこで否決をすることもありますし、議論が出て、どうもにわかには賛成しがたいということであれば、また我々事務局で引き取って、またいろいろ修正してお出しするというのが現実的なやり方だと思います。

○大野委員 今回導入する事前承認は過渡期ということを受けとめていまして、広い意味でのガバナンスの充実ということもあり、構成としてはよいかと思っています。いずれにしても、先ほど常勤の運用委員の話も出ましたけれども、政府において、今後ガバナンス体制の見直しを検討する際には、真の意味で、実質的にここで決定できるということを担保できるような体制のための一歩だと受けとめています。

それで2つほどお願いなのですが、1つは、運用委員会について、資金運用の重要な方針等について、実質的に決定できる体制を整備することなので、どういったことが承認事項なのかということをはっきり決めていくことがとても大事だと思います。

それから、2点目は、私とか、特に菅家委員もそうなのですが、ある組織として出てきていますので、もし議決事項があるときには、事前に決議事項ということで独立させてほしい。私一人の意見ではいけませんので、そこはひとつ運用上お願いしたいと思います。

○米澤委員長 独立させてほしいというのは。

○大野委員 要するに次回の運用委員会は、こういう決議事項がありますよということを事前に、今は案内に決議事項は書いてないですね。決議事項については、これは今回決議するのだということを明快に書いておいていただきたい。

○堀江委員長代理 Ca1PERSなどはそうしていますね。

○大野委員 取締役会はみんなそうですね、民間企業も。重要事項は何回かやるのでしょから、例えば事務局から説明があつて議論して、次回また議論して、それで今度決めま

しょうと。そのとき、これは決議事項あるいは承認事項ということで明記していただくと我々も非常に対応しやすいです。

●三谷理事長 差し当たり、ここで議決いただくことという、多分新しい基本ポートフォリオになると思うのですが、組織の中でどういう手続をとるかよくわかりませんが、組織の中で了解をとるという必要が生じた場合には、少なくとも事前リークだけはないようお願いしたいし、下手をするとインサイダーにもなりかねない話ですので、そこはよろしく願いいたします。

○大野委員 それは当然のことですね。

○堀江委員長代理 今の点、私、ひっかかるのですけれども、大野さんと菅家さん、組織を代表されていると言っていますけれども、これはあくまで運用委員として意思決定するわけですね。それは被保険者のためにやるのであって、大野さんの場合ですと、経団連のためにやるわけではないですね。そこをなぜ元の組織の意見を聞かなければいけないのですか。それは変な感じがするのですけれども。

○大野委員 その辺のたてつけ、私も厳密な意味はわかりません。ただし、大野個人で出ているという認識はあまりないですね。

○堀江委員長代理 あくまでも大野さんの委員としての意思決定が尊重されるべきで、それが選任元の団体の意見を反映したということは、これは被保険者のために意思決定をしているのかということ、何か疑義が生じるのですが。

○大野委員 そこは違うような気がしますけれども。

○水野委員 実は海外のファンドで日本の機関投資家が運用委員アドバイザーに入って、全く同じ問題が発生しています。基本的には個人として呼ばれているのですけれども、組織のいわゆる充て職として来ているというたてつけで、その方が非常に難しい立場になった。私が先ほど皆さん一人ひとりのイエス、ノーの結果が残りますよと申し上げたのは、まさにお二人は考えなければいけないという意味で申し上げたのです。組織に確認できずに決めなければいけない場合がある。実際、日本の機関投資家が欧米のファンドで入っていて、求められたときには投票しないという投票行動をする方がよくいらっしゃいます。というのは、会社に確認しないとイエス、ノーを言えないのですけれども、その場で決議は終わってしまいますので、そうなった場合に、ちょっと回答できないという形になる方もいらっしゃると思います。別にお二方にそういうふうにしてくださいと言っているのではないのですが、堀江さんのおっしゃることがもっともなのですが、多分日本の組織のたてつけで言うと、少し難しい話だと思います。

○堀江委員長代理 日本の組織のたてつけの問題ではなくて、行動規範がないからでしょう、運用委員としての。

○菅家委員 私も大野委員も厚生労働大臣から、いわゆる学識経験者といいますが、有識者といいたいでしょうか、その一人として任命されているということ、これは皆さんと全く一

緒だということでもあります。ただ、その前段に日本経団連と連合からそれぞれ推薦行為があるという、そのことだけが皆さんと違うことであって、あとは全く一緒でありますので、いろいろと御懸念の点あろうかと思えますけれども、一切そういうことはありませんので、御心配なきようお願いしたいと思います。

○大野委員 いずれにしても御懸念のことはいいですよ。ただ、斟酌はしなければいけないという部分はどうしてもあるので、結構、私にとってはインパクトのある話ではあるのです、現実には。

○米澤委員長 今のところ、全部クリアにすっきり解決するには時間が足りないのかもしれませんが、少なくとも事前に次のときに議決を経るということのアナウンスはやるようにしましょう。あとは我々を含めてどう対応するか、どういう手続を踏むか、一応各個人にお任せして、今の堀江委員の言葉も重たく受けとめてご判断いただくしかないかなと思っています。頭の中に十分に置きながら、できる範囲において対応していただきたいということによろしいでしょうか。

それでは手続としては、事前に、すなわち当日すぐに急にやるということにはならないということで、よろしく御配慮いただきたいということでまとめさせていただきたいと思えます。かなり重要な点かと思えますが、そういうような格好でスタートさせていただきたいと思えます。

続きまして、委員限り2の基本ポートフォリオ候補選択の考え方・方向性について、委員限り3の基本ポートフォリオの変更にかかる乖離許容幅の変更について、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 それでは、私から、委員限り2の基本ポートフォリオ候補選択の考え方・方向性について、委員限り2の別紙、基本ポートフォリオの決定のリスク検証、委員限り3の基本ポートフォリオの変更にかかる乖離許容幅の変更について、御説明したいと思います。

まず、委員限り2でございます。前回の運用委員会におきまして、想定運用期間について御議論いただき、想定運用期間を25年にした場合に期待リターンがどんな感じになるのか、それをリスク、相関係数とあわせてお示ししたところでございます。あのときに、1つの御意見といたしまして、想定運用期間25年は1つの考え方だけでも、20年ということもあり得るのではないか、こういった御意見をいただきましたので、今回この委員限り2の資料でございますけれども、25年とあわせまして、20年にした場合の期待リターン、これについて試算した結果をお示ししているところでございます。

その結果がこの1ページ目でございます。前回お示したのは、25年のシナリオ1、シナリオ2。シナリオ1が、長期金利の均衡水準として2.8%、シナリオ2が3.9%、この2つのシナリオを想定するというところでございましたけれども、その際の国内債券の期待リターンがそれぞれ2.0%、2.6%。これを20年にいたしますと、それぞれ1.9%、2.4%に

落ちるということになるわけでございます。

これにつきましては、前回の議論に戻りますけれども、足元 10 年の国内債券のリターンにつきましては、現行の低金利から金利が上昇することに伴うキャピタルロス、この影響で、シナリオ 1 の場合で 0.6%、シナリオ 2 の場合で 0.4% くらいしかないということでした。

今回 25 年を 20 年にすることによりまして、当初 10 年間のウェイトが高くなり、その影響でこのくらい期待リターンが下がるということでございます。

一方、賃金上昇率につきまして、下のほうに表を書いておりますけれども、実はシナリオ 1、シナリオ 2、これは内閣府の経済シナリオですが、足元の 10 年間の平均の数字を見ていただきますと、長期の均衡金利、シナリオ 1 で 1.9%、シナリオ 2 で 2.5% に対しまして、足元の 10 年のほうがそれよりも若干高い、それぞれ 2.4%、3.3% の水準でございます。したがって、賃金上昇率につきましては、この足元の高いほうのウェイトが上がるということの影響を受けまして、逆に、25 年の場合のそれぞれ 2.1%、2.8% から、2.2%、2.9% という形で上がるということでございます。

これは私どもこういった賃金上昇率の数字に対しまして 1.7% を確保するという観点から次期基本ポートフォリオを決めていくわけでございますけれども、国内債券と賃金上昇率との相対関係、こういうものに照らして考えますと、20 年としたほうが、国内債券の割合をより引き下げ、逆にリスク性資産のウェイトを高めるということが 1.7% を確保するに当たって必要になるということでございます。

次の 2 ページでございますけれども、これは前回、私から口頭で申し上げた部分でございます。特にシナリオ 1 の長期金利の水準が 2.8% の場合、これが想定する部分、経済前提ケースといたしまして、ケースの G に相当しているわけでございます。これが一番下の曲線で、このとき、厚生労働省の試算では、運用利回りにつきましては賃金プラス 1.7% ではなくて 1.2%、これが想定されて計算された数字である。

私ども今回ポートフォリオをつくるに当たって、こういうシナリオ G みたいなケースを想定したとしても、一定の許容されるリスクの範囲内で賃金プラス 1.7% のポートフォリオをつくるのがマンドートになるということでございます。したがって、その影響を考慮するために、G に沿った場合、仮にプラス 1.7% の運用をした場合に、積立金の推移がどうなるかということをお示ししたものが赤の線でございます。これを見ていただきますと、2035 年にピークアウトするというもともとのシナリオがこの○の部分、これが右上のほうにシフトし、ピークの部分が 2038 年にずれる。こういうことを考えますと、2040 年まではいかないわけですが、25 年と考えると概ね差し支えないかなといった趣旨でここに挙げさせていただきました。

以上が想定運用期間の部分でございます。こういったところを総合的に考えますと、これは御意見いただきたいところでございますけれども、メインのシナリオとしては想定運用期間 25 年でも差し支えないのではないかと考えております。

次に3ページ目の運用目標確保という観点からの次期ポートフォリオの方向性ということでございまして、当然基本ポートフォリオをこれから検討していくに当たっては、当然リスクをきちんと見きわめなければいけない。そういう意味で、下方確率、もう一つの尺度としてはダウンサイドの平均損失額、この2つについて、プログラミングを内部的に準備している状況でございます。これにつきましては、今、鋭意作業しているところでございますが、先ほど見ていただいた期待リターン目標であるプラス1.7%、この部分だけを見ても、ある程度次期基本ポートフォリオの方向性を議論することができるだろうということで3ページ目を御用意させていただきました。上の表、これは現行の基本ポートフォリオ、60%、12%、11%、12%、5%でございます。下の表が6月末のポートフォリオでございますけれども、先ほど見ていただいた期待リターン、ここでは想定運用期間25年のそれぞれシナリオ1、シナリオ2のケースの期待リターンを書いてございますけれども、これを現行の基本ポートフォリオに当てはめたときに期待収益率がどうなるのかということを試算した結果、シナリオ1で2.9%、シナリオ2で3.5%になる。

また、6月末のポートフォリオを前提とした場合でも、それぞれ3.3%、3.8%となるということでございます。

一方で、今後の我々の目標リターンということでございますけれども、例えばシナリオ1では、先ほど見ていただいたとおり、賃金上昇率2.1%、これに1.7%が足されるということで、名目で見ますと3.8%のポートフォリオ、シナリオ2では2.8%プラス1.7%ということで4.5%、これが目標利回りでございますので、リスクの議論はまた別に置いたとしても、現行あるいは6月末のポートフォリオでは運用目標には届かない。例えばシナリオ1では、目標の3.8%に対して2.9%しかリターンを達成できないということになるわけでございます。

この理由としては、国内債券の期待リターンとして2.0%、2.6%と賃金上昇率の仮定をかなり下回っていますので、このポジションを下げて、その分を何らかの高いリターンのところに振り替えるということが現実問題必要になってくるのが容易にわかります。

そこで、現行の基本ポートフォリオをベースとして、一番リターンの低い国内債券を減らして、その分を他の三資産のうち特定の種類の資産に追加的に振り替える。こうした場合にどのくらいリターンが上がるか単純に計算してみたところでございます。その際には、リスクはまた別の問題としてありますが、一番高い期待リターンを持っている外国株式に振り替えるのが、リターンという意味では効率的であるということでございますので、こうしたときにどのようになるか、実際に計算したのが4ページから7ページでございます。

4ページ目で御説明いたしますと、ここでは2つのケース、左のケースは国内債券を減らして、その分、国内株式に振り替えたケース。国内債券を減らして、その分を外国株式に振り替えたものが右の図で、これを見ていただきますと、例えば一番左、点線のところが現行で、上の赤の部分はまだ期待リターンがプラス1.7%に届いてない。国内債券を減

らして、その分外国株式の割合を増やすと、この赤の部分がだんだん減っていき青になる。赤から青になるところが、ちょうどプラス 1.7%をクリアしたという部分でございます。これを見ていただくと、ちょうど青の部分で 0.1%という数字がございます。下を見ていただきますと、このときの資産構成割合としては、国内債券を 45%まで減らして、その分を外国株式に振り向けて、結果的に 31%を増やす。そうすると赤が青になり、プラス 1.7%を確保できるという水準でございます。

4 ページ目は、想定運用期間が 25 年でシナリオ 1 のケースですが、想定運用期間を 25 年でシナリオ 2 のケースで計算したのが下の 5 ページ目でございます。この場合ですと、国内債券を 40%まで下げる必要がある。

さらに 6 ページ、7 ページですが、6 ページを見ていただきますと、赤から青に変わる場所については、同様に 40%まで下げる。

シナリオ 2、7 ページでございますが、このケースでは、国内債券をさらに減らして、35%まで減らさないとプラス 1.7%に届かないということがおわかりになるかと思えます。

3 ページでそれを記述しています。ただ、現実には 1 つの資産だけに振り替えるということではなくて、当然分散投資効果によってリスクの低減をしなくてはいけないことを考えると、さらにほかの資産、外国株式全てではなくて、国内株式や外国債券に分散することになりますので、さらに国内債券の割合は下がる。したがって、45%というのはプラス 1.7%を確保するために最低限カットが必要なパーセンテージと御理解いただければということでございます。

以上、いずれの場合でも 35%から 45%くらいの範囲ということになりますので、期待リターンの観点から見ても、このくらい国内債券を減らすことが今現在としても考えられます。

私どもの積立金規模は巨額であり、市場インパクトやフロントランニングを誘発せず、速やかにリバランスをすることは現実的でないことを考えると、これは後ほどの議題で御議論いただく部分でもございますけれども、基本ポートフォリオの決定前であっても、資産構成割合の変更を検討してはどうかといったことが出てくるということでございます。

次に 8 ページ目でございます。これは、今後基本ポートフォリオの候補を選択するに当たり、どういう考え方、特に制約条件としてどういうことを考えればよいのかということについて整理したものでございます。特に 8 ページ目につきましては、ホームカンントリーバイアスにかかる考え方を、5 年前の第 2 期の基本ポートフォリオを議論するときどういう議論がなされたかということをもとめものでございます。平成 21 年の基本ポートフォリオの作成、その際は米澤先生にも運用委員長としていろいろお世話になったわけでございますけれども、そのときには、特にホームカンントリーバイアスにつきまして、※で書いてあるような議論がなされました。1 つはホームカンントリーバイアスをサポートする考え方としてどういうことがあったか。これについては、1 つはキャッシュアウト、これが円であるということを見ると、為替リスクについて慎重に考える必要があるのではない

か。国民経済基盤の安定に資する国内投資、これはステークホルダーの理解を得やすい。また資産構成割合を大きく変えることはコストや市場への影響により、リターンを悪化させる懸念があるので、一定のホームカンントリーバイアスは仕方がないのではないかといった内容でした。

これに対してホームカンントリーバイアスは非効率であるという考え方の背景としては、市場が効率的であれば市場ポートフォリオが最も投資効率が高い。したがって、例えば外国株式については、MSCI World、MSCI ACWI、これの日本株のウェイトが適切であろうといった議論。または金融や経済のグローバル化を踏まえて、世界全体の経済成長の果実を得る、このためには広い範囲の株式の投資が妥当ではないかといった内容でした。

そのような議論を踏まえまして、5年前ですけれども、第1期の制約条件をやや緩和する方向としたということでございまして、第1期、どのような制約条件だったかということですが、括弧内に書いてございますが、国内株式 > 外国株式 > と外国債券の間の関係について、強い不等号、こういうものを第1期制約条件として設定させていただきました。

これを先ほどの議論を踏まえて、イコール付きの等号までやや緩和したのが5年前で、実はこの制約条件については、昨年基本ポートフォリオを変えたときにも維持しました。このイコール付きによって、例えば現行のポートフォリオでは、国内株式と外国株式が12%ということでイコールでございまして、これは第1期の強い制約条件のもとでは認められない資産構成割合になっていました。

こういう中で、多くの運用委員の方がお替わりになる前の段階で、この部分については1回議論させていただいていた経緯がありまして、9ページにそのときの議論をまとめております。そのときの議論を御紹介いたしますと、まず1点目としては、エマージング市場等より高い成長が見込まれる市場は海外であること。現在我々はベンチマークのACWI化を進めておるわけでありまして、これにより外国株式投資がより分散された効率性の高いものとなることを考えると、次回の最適化に当たっては、従来、国内株式 $\geq$ 外国株式としていた制約条件を見直すことも考えられるのではないかとといった御意見がありました。この見直しとしては、具体的には不等号自体をやめて何の制約条件もつけない。あるいは国内株式よりも外国株式のほうが多いといったものについてできるかどうかといった内容でございます。

2点目が、最終的には、基本ポートフォリオの最適化の結果とリバランスコストにかかるコストを考慮する必要があるだろうということで、何らかの制約条件によりコントロールする余地は必要かもしれないといった内容です。これにつきましては、今回改めて一から、この辺の部分について御議論いただきたいということでございます。

括弧2の基本ポートフォリオ候補の選出ということでございます。ここで書いてございますのは、従来、私ども国内債券並みのリスクというところでポートフォリオを決めてきました。そのときの国内債券並みのリスクというのは、まさにリターンの標準偏差であっ

たわけでございますので、結果的に得るポートフォリオは、まさに国内債券が中心の大体3分の2、あるいは7割くらいを国内債券で占めるポートフォリオに当然なる。そうすると基本ポートフォリオの候補を実際に選ぶに当たっては、残りの30数%のところを残りの3資産にどのようにアロケートするか。これが実質的なポートフォリオの検討だったということでございます。そういった意味での候補を選択するに当たってパーセント刻み、1%刻みで候補を選び出すといったことをやってきました。

ところが先ほど見ていただいたとおり、国内債券を30%、あるいは40%、45%、そこから辺まで下げるということになりますと、4資産への配分のバリエーションが多くなるということで、パーセントの候補の選択ではなかなか議論がしにくいということが想定し得るということで、ここで私ども事務局としての提案としては、まずポートフォリオの候補を幾つか、これまでは11個くらい選んだときもでございますし、3個とか5個、これはこれからの議論次第なのですが、そのように複数の候補を決めていただいて、それから最終的に1つに絞るということをやるわけですが、まず候補の選択は5%程度の刻みで候補を選び、そこで定性的・定量的なものも含めた議論をしていただいて方向性を決めていただく。そのうえで、最終的なパーセントといった議論に収れんさせていくといった形ではどうかということでございます。

以上が委員限り2でございます。

続きまして、委員限り2の別紙でございます。

後ほど乖離許容幅等についても御議論いただく予定でございますが、これまでの議論を終えるとポートフォリオを実際に算出といいますか、細かい計算をする上での基本的なフレームワークができるかと考えているところでございます。私どもこの夏にそういう計算の作業を実際にやって、夏休み明けにできる限り数字の議論に移りたいと考えているところでございますけれども、その際、リスクの部分をきちんと計算するのは必要なわけですが、それ以外のリスクの検証としてどういうことをやるのか、やや備忘録的に、これまでの議論を一応確認させていただき趣旨で別紙2を御用意させていただいたところです。

まず基本ポートフォリオの候補は、全額国内債券で運用した場合よりも賃金上昇率を下回るリスクである下方確率が大きくなる、これがリスク許容度になりますが、ポートフォリオの中から、そうした下方確率の大きさ、賃金上昇率を下回る場合の平均的な損失額、条件付期待損失額をお示したところでございますが、こういったものを比較した上で選択して、その後、下記のようなリスクの検証を行った上で、最終的に基本ポートフォリオを決定することとしたい、こういうものも夏休みの作業としたいということでございます。

まず1点目が Copula によるテールリスクの検証で、これはリーマン・ショックに見られたような、市場混乱時に複数の資産の相関が一時的に高まり、分散投資によるリスク低減効果が効かなくなる状況のテールリスクを Copula によって定量的に把握するものです。この際には、過去の実現分布を用いて Copula のパラメータを推定することにより、個別資

産ごとのテールリスクに配慮できると考えているところでございます。

2点目はストレステストによる下方リスクの検証で、実際の過去のシナリオ、例えばアジア通貨危機や先ほどのリーマン・ショック、東日本大震災、こういった過去の実際に起こったリスクの部分、そのようなシナリオに基づき、候補となるようなポートフォリオを仮に運用していた場合、どういった損益が発生し得たのか、こういった、想定する収益率の確率分布では対応できないような、特異的な状況でのリスク量をチェックするという趣旨でございます。

次に財政検証における予定積立金額からの下振れリスクの検証で、先ほど見ていただいたように、長期金利の水準としては2.8%と3.9%の2つのシナリオをメインにするということですが、その2つをメインにした場合に、年金財政との比較を検証する必要が出てくるだろうということでございます。どこら辺が目安かということ、想定運用期間、例えば25年ということであれば、まさに2040年くらいの財政を見て、それぞれいろいろな候補のポートフォリオを運用した場合に、財政との関係でどういった積立水準になるのかといったことを、モンテカルロ法で検証するといった内容でございます。

最後はリスクシナリオ分析ということでございまして、これはポートフォリオ案について、財政検証上の複数シナリオごとの期待収益率や下方リスクを算出するということでして、これは財政検証においては、以前ご覧いただいたようにケースAからケースHまでかなり幅広い8つの経済前提シナリオが実際に示されております。私どもといたしましても、実際にポートフォリオの候補案を決定した際には、そういった幅広い経済シナリオを想定して、それぞれその場合にどういうことが起こり得るのか、こういった形でより幅広いシミュレーションをすることではどうかということでございます。

続きまして委員限り3の基本ポートフォリオの変更にかかる乖離許容幅の変更について、引き続き御説明を上げたいと思います。

乖離許容幅の設定については幾つか考え方がありまして、これが（ア）でございます。

①として、時価変動に対して頻繁にリバランスを行うと、取引コストが上昇する。そういうこともありますので、一定の資産構成割合の変化を許容するという趣旨で乖離許容幅を設定するという考え方です。

②につきましては、新たに明確化された乖離許容幅の中での機動的な対応ということで、具体的には機動的な対応におけるリスクテイクが可能な範囲を示すという考え方。

③といたしましては、キャッシュアウトのための資産売却、これによる資産構成割合の変化を許容する。現在キャッシュアウトについては、国内債券の中にキャッシュアウト等対応ファンドがあり、そこから優先的にキャッシュアウトするということは、自然と国内債券の割合が減っていくことになります。これを一定程度許容するような趣旨でございます。

④が基本ポートフォリオ上で固定割合がない短期資産やオルタナティブ等を仮に設定する場合には、そういった組入れを許容するという内容でございます。

こういう4つの考え方に照らした場合、私どもは運用資産が大きく、市場への影響に配慮しつつ資産構成割合の変更を行うには時間とコストがかかることから、結局時価振れによる一定の資産構成割合の変化は許容する必要がある、①の考え方に基づく乖離許容幅の設定が私どもにとっての自然な考え方ではないか。

そういう考え方に立って試算をしてみた結果が3ページの別紙1でございます。現ポートフォリオにおける資産構成割合の乖離の変化と乖離許容幅ということで、これは現行の基本ポートフォリオである60%、12%、11%、12%、5%、これをまず当初の資産構成割合として置いて、それに対して前回お示しした各資産間の相関係数、資産のリスクを前提としてモンテカルロ・シミュレーションにより、1年後の資産構成割合がどのくらい変化するかを試算した結果でございます。

これを見ていただきますと、国内株式、外国株式については当然リスクが高いわけでございますので、分布を見ていただくとおり、それなりに幅広い形になっています。これに対して外国債券は当然リスクが少ない分だけ幅が狭まった分布になっていますが、特に御留意いただきたいのは国内債券でございます。実は国内株式と外国株式以上にその広い分布になっています。時価変動に関しては、国内債券が一番変動が小さなものですが、そこが変化するというよりは、国内債券の割合が60%と大宗を占めていることと、外国株式や国内株式が上下に揺れることにより反射的に国内債券の割合が影響を受ける部分が非常に高いということございまして、実際に標準偏差を計算いたしますと、上の右の表になりますが、国内債券の4%強に対して国内株式、外国株式についてはちょうど2%半ばくらいであるという状況でございます。

こういうような変動に照らして、現行の乖離許容幅、8%、6%、5%、5%ということでございますけれども、これがどの程度なのかということを見ていただくと、大体2シグマ程度、すなわち現行の乖離許容幅は、構成割合としての変動リスクの2シグマくらいをカバーするものとしてセットされているということが言えます。国内債券は標準偏差4%ですが、これは60%に対して4%。つまり60%プラスマイナス4%、これが1シグマでありますし、60%プラスマイナス8%、これが2シグマということで、特に国内債券については、これまでの乖離許容幅が若干高過ぎるのではないかという御指摘も受けているところでございますが、これは構成割合が他の資産の変動から反射的に影響を受けることからすると、そんなに大きくはないと考えていたということを御理解いただければということでございます。

こう考えますと、①に即して、かつこれまでの考え方に沿って考えると、実際の乖離許容幅については、実際のポートフォリオの数字が決まっていなとなかなか計算できないわけですが、概ね2シグマくらいを1つの目安に考えたらどうかという御提案でございます。

括弧ウの機動的な対応における適切なリスクテイクの量は、これは当然運用能力及び運用手法に依存するわけでございます。こういう観点から、現在、当法人においては、ここ

の場でも御説明したとおり、確度の高い分析を行えるような体制整備を行っている状況でございます。特にこの辺については、まずは①の考え方に基づく乖離許容幅内での対応で十分ではないか。この場合、必要な乖離許容幅は、先ほど申し上げたとおり、基本ポートフォリオに依存することになるので、次期基本ポートフォリオの姿が見えた段階で検討することとしてはどうかといった内容でございます。

括弧エについては、これは検討作業班でいただいた御意見ですが、1つの問題提起でございまして、資産構成割合にかかるリスク管理においては、乖離幅は把握が容易であるし、非常にわかりやすいわけですが、この基準のみでは当法人の行動が予測されやすい、そういう課題もあるのではないかと。実際にヘッジファンド等においては、日々の時価変動から我々がどのくらいの構成割合なのか、実際にウオッチして、このくらいになると乖離幅を超えるから売りに出るとかということまで言われている。そういうこともありますし、実際問題としても、例えば国内株式が上がって外国株式が下がる。これによって、確かに乖離許容幅を超えるのだけれども、トータルとして見れば変動が相互に打ち消し合って、トータルのリスクとしてはそんなに高くなってないというケースもあり得ることもございますので、乖離幅のみならず、他のリスク指標も用いてリバランスの判断を行うなど、資産構成割合にかかるリスク管理のあり方について検討すべきではないかと。

具体的には、私どもこれからポートフォリオを策定するに当たって、目標となるようなリスク・リターンプロファイルが出てくるわけですので、それと実構成割合に沿った形でのリスク・リターンプロファイルがターゲットとどのくらい乖離しているのか、こういったものも考慮に入れながらリバランスの判断をしていくことが考えられるのではないかとといった内容でございます。

次に2ページ目でございます。ポートフォリオ移行時の対応ということでございます。仮に今回の基本ポートフォリオの見直しの変更幅が大きなものとなった場合、巨額の資産の売買が必要となるケースもある。そうすると資産構成割合を基本ポートフォリオに合わせるには、それなりの一定の移行期間が必要となる可能性もあるということかと思っております。

実際、財投改革によって完全に100%、私どもに寄託されることになった際には、移行ポートフォリオを実際に設定したという経緯もあるわけですが、そういう移行ポートフォリオにつきましては、例えば時価変動により実際のポートフォリオが想定以上の早さで基本ポートフォリオに近づいてしまうことがあります。そういう場合に、逆に移行ポートフォリオに近づけることは無駄なオペレーションになってしまうことから、特に移行ポートフォリオは設定せず、当分の間は乖離の管理において柔軟な対応を行うことが望ましいのではないかとということかと思っております。

特に3点目でございますけれども、国内債券などをかなり下げるといふ形になると、当初その部分をかなり大きな乖離許容幅でセットして、先ほどお示ししたような数字以上にセットしなくてはいけないこともあります。そういうことから、乖離許容幅を段階的に小さくする乖離許容幅としての移行措置みたいなものを設定することも考えられるわけで

ございますけれども、これを実際に公表いたしますと、移行のスピードを推測されることにもなりかねませんので、移行の際は、乖離許容幅を超過することを一定程度許容する、こういった柔軟な扱いが現実的ではないかということでございます。

以上、長くなりましたけれども、私から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。

期間を 25 年にするか、20 年にするかというようなことに関しまして、事務局としては両方いろいろ考えたけれども、25 年でよろしいのではないだろうかということの御提案かと思いますが、そんなに数字は変わらないとはいえ、少し変わってくるのが悩ましいところです。

○水野委員 これは、私、前回も意見しているのですけれども、20 年、25 年、どちらにせよ、次期の基本ポートフォリオの変更よりも随分先の期間になるので、そこまでの期間に合わせてポートフォリオを組めば、当然直近の 5 年では、この中心線から離れた運営になるだろうということが容易に想定されるのですけれども、その場合、いわゆる短期相場観を運用委員会で持つのか、ここに関しては GPIF に任せるのかという根本的な議論になってくるのですけれども、GPIF に任せるとした場合、乖離許容幅がある程度ないと、金利の相場観を強く持った場合に対応できないということと、実際この運用委員会の委員の中にも財政検証の金利の相場観と違う相場観をいろいろなところで話していらっしゃる方もいらっしゃるのです、それぞれの相場観は違うと思うのですけれども、そのあたりをここで一回話し合っておく必要があるのではないかと思います。

あと乖離許容幅での運用ですけれども、有効フロンティアを書く場合、今のケースで考えると、普通に考えたら国内債券をデュレーションの短いベンチマークに変えるか、少な目に持つかというのが多分合理的な GPIF の判断になるはずなのですけれども、その場合、乖離幅の一番下にぴったりくっついてきた場合、そもそもフロンティアそのもののラインも変わるのではないかという気がするのです、それをどう考えるか。

あと、機動的なリスクテイクという提案で、これは非常に現実的ではあるのですが、これだとリスクテイク能力が今ないのでということになっている。逆に言うとリスクオフの能力は先につけなければいけないので、相場観が逆のときにはここはすぐに外さなければいけないことを考えると、これも最初から入れておかなければいけない。多分清水室長の趣旨としては、今は出しませんが、基本ポートフォリオの議論の前までには出しますと、そういうことであれば別に構いませんけれども、その辺を考えていく必要があるのではないかと思います。

あと、ホームカンントリーバイアスについて、ここは委員が交替する前に議論されたということですが、ここは一回やっておかなければいけないかなと。というのは、為替リスクをどう考えるかというのが一番大きな、外国債券、外国株式の取り組み方を決めるものだと思いますので、新しいメンバーで、ホームカンントリーバイアスの是非について話し合っていく必要があるかなと思います。

●清水調査室長 後段のホームカントリーバイアスにつきましては、これはあくまでも3月における議論を御紹介したという趣旨でございますので、御指摘いただいたように、この場できちんと御議論をいただきたいということでございます。

初めの部分につきまして、これはなかなか悩ましい問題で、今後やらなくてはいけないことは、実際にデフレ脱却がどのようなスピードで、例えば日銀のテーパリングにつきましても、どのくらいのタイミングで、どういう形で、どのような副作用を含めて進んでいくかということを中心にウオッチしながら、日々の投資判断をしていくという非常に難しいというか、そういうことを実際にやるということを考えると、多分短期的なポートフォリオの部分について、現実問題としては、例えば月1回か月2回の運用委員会の場で御議論いただくよりもっと速いスピードで何らかの対応をしなくてはいけない局面もかなり現実問題としては出てくるのではないかと。これは私の個人的意見も入りますけれども、そういうことかと思えます。

そういうことから考えますと、まさにおっしゃるとおり、乖離許容幅の幅が非常にポイントになってくると思っております。ただ、先ほど申し上げたように、乖離許容幅の幅につきましては、基本ポートフォリオの実際のスペシフィックな数字が出てきて、それに対して実際にシミュレーションをかけてみて、長期的な観点からの幅が出てくる。それが大体どの程度になるかということによって、そこで吸収可能かどうかというところを結局判断しなくてはいけないと思えます。

○水野委員 最初のところの、いわゆる短期の相場観をどこが取るかというのは少し考えなければいけないとは思いますが。運用委員会として。

○米澤委員長 誰が考えるのですか、運用委員会です。

●三谷理事長 それは今の段階では、私以下執行部になりますけれども、常勤の運用委員がいつになるかわかりませんが、早目に任命されれば、我々執行の中に常勤の方がまじって、いろいろ相場観についても議論していくことになるだろうと思えます。それにしたがって、必要なオペレーションをするということになり、運用委員会は月に1回か2回ですので、それまでの実績を運用委員会でお話して、それについて、また皆さんから必要な御意見があれば承るといったことを繰り返ししていくのかと私は思っています。

○米澤委員長 現実的にはそれしかないですね。

○水野委員 ここで話し合っても、金利の先高観が全然違うと思うので。

●三谷理事長 多分これだけの人数おられると、何らかの相場観に一致するという事は、まず通常はあり得ないと思えます。

○水野委員 要するに考え方としては、そこは常勤委員、もしくは GPIF のほうで行い、フィードバックを受けながらという考え方でいいということであればそれでよいと思えます。

○米澤委員長 我々はあくまでも中心線の、まさに基本ポートフォリオを決めて、乖離許容幅も決めて、その中でどこにいるかに関しては今言ったような方たちが決めていただく

ということになると。

○菅家委員 今日の説明の中でも、国民に対する説明責任であるとか、前回でしたか、前々回でしたか、国民の7割、8割の賛成がなければなかなか新しい基本ポートフォリオということについても、そういう視点が重要だという。

○米澤委員長 賛成というか、説明すれば納得して。

○菅家委員 そういうことですね。お話があったわけですが、そういう意味で、前回長期金利のシナリオについて2つ出されて、今日も2つのシナリオを前提に幾つかのシミュレーションが出されているわけでありまして、違う観点から少し論じてみたいと思っております、材料といたしましては、5月30日に財政審が建議といましようか、報告書をまとめているわけでありまして、財政の長期見通しと持続可能性についてという項目がありまして、高齢化率がピークに達する2060年の財政の見通しを推計しているわけでありまして。

それを読んでみますと、1つは現行の制度を前提にして、このまま推移をすると、現状の債務残高対GDP比は230%でありますけれども、2060年の時点で600%を超える。これはいかにも財務省らしい推計なのかもしれませんが、私が注目いたしましたのは、こういった推計とあわせて、金利の変動が将来、どういった影響を与えるのかということについても分析を加えているわけでありまして。それによりますと、既に1千兆円を超える債務残高がありますので、金利変動の影響は大きくて、名目長期金利が1%上昇した場合、必要な収支改善幅は対GPIF比で3%程度、2021年度で19兆円といったような推計が行われているわけでありまして。

財政審の結論は、国債をめぐる国内の資金環境が良好なうちに、現状で10兆円ある利払い費を含めた財政収支の改善に努めることで債務残高の圧縮を図り、金利変動に伴う財政リスクを可能な限り減少させていく必要がある。これが財政審の結論なわけでありましてけれども、これら全てを額面どおり受けとめる必要はないとは思いますが、1千兆円という債務残高をめぐる状況については、国民意識も含めて極めて厳しいものがある。これは事実なわけでありまして、したがって、近い将来の名目長期金利を、例えばシナリオ2にあるような3.9%といったような高い水準を想定して議論するというのが、この妥当性についても、我々は別の角度から見る必要があるのではないかと考えておりますし、少なくとも今申し上げました財政審の考え方等の整合性ということも意識する必要があるのではないかと考えております。

○米澤委員長 経済前提のときも、金利のシナリオをどう読むかということも随分議論したのですが、結局最終的にはそれから外れる強い理由もないということです。金利が高くなりすぎると議論が随分あったのですが、財政検証としてはシナリオを両方とるということで合意したということなので、そのもとで今までここに来ているということです。基本は2つのところをやっていくのが現実的かなといった感じがしておりますが、今の御質問の答えになっていませんか。

○菅家委員 質問ではなくて、受けとめる必要があるということを申し上げているわけです。

○水野委員 今の話は、金利が高くなりすぎた場合、国債の元本リスクがあるということポートフォリオで考えないといけないという話になってきますね。今の話を本格的にリスクとして織り込もうとすると。実際あると思いますけれども、ゼロではないと思いますけれども。

○米澤委員長 あの金利高だったらば。

○水野委員 そこまでのリスクは織り込んでないと思います。

○米澤委員長 あの金利高だったらば財政破たんという言葉も実は出てきているのですね。

○菅家委員 それを回避するという政府としての統一的な方針があるわけですから。

●清水調査室長 それにつきましては、ポートフォリオの候補を選択する上では、まずマーケットが、今、織り込んでいる長期金利の水準であるところの 2.8%と、いわゆる再生シナリオの、さらに再生シナリオの中でも比較的保守的なケースEに準拠した形の 3.9%、これを一応二本立てで見るということをございますけれども、そういった部分について2つ対応を考えておまして、1つは、当然ケースAからケースHという、高成長から低成長、そこをかなり幅を持った形で、我々のポートフォリオにどういう影響があるのかということを取りあえずチェックするということが1つ。

あとはストレスチェックというか、過去のリスクシナリオ以外の、今、御指摘いただいたような1つのシナリオみたいなものを想定して、これは公表するかどうかはまた別として、そういうことできちんとチェックする。こういう形によって認識を共有することはあるのかと思っております。

○米澤委員長 足元はますます金利が低くなっていて、私の理解の範囲を超えているのですが、下がり続けていて、上がってこない。物価が上がり始めているのに金利はますます下がっている。上がらないような政策を行っているというのは理解できなくはないのですが、少し上がり始めても不思議ではないかなと思っているのですけれども。

○菅家委員 要するに抑え込んでいるわけです。

○米澤委員長 短期金利は抑え込めますけれども、中長期金利はそんなに抑え込めないわけですから。かたや破たんまで含めてあり得るので、そういうのを含めて国債をどうするかという議論を、そういう意味では今回改めて正面から議論していると私は理解しています。

○水野委員 今の菅家さんの話は全くごもっともだと思うのですが、この間の大野委員の御意見もそうだと思うのですが、財政が悪化するというシナリオを入れたほうがよいというよりは、それを入れてしまうことによって、国民が不安になるのではないかと、この間からの御意見だったと、そういうことですね。

○菅家委員 そうです。

○水野委員 それで言うと、ポートフォリオ上はそういうリスクを入れておかないとポー

トフォリオにならないので入れるのですが、あとはコミュニケーションの問題でそこはカバーできるかということだと思いますが、ポートフォリオ上、そういう政府が言っていることが起きないというリスクを織り込まないポートフォリオというのはそれこそ危険でしょうがないので、入れざるを得ない。逆に私はGのシナリオですら、そんなに順風満帆なケースでない可能性もあると思っていますのですけれども、そこら辺の説明をどうするかということと、ポートフォリオの中にどう入れていくかというのは少し考えないと困るかもしれないですね。そういうことでよろしいですね。どういうふうに説明するかという。

○菅家委員 単純にそういうことではないと思っていますけれども。

○水野委員 そういうシナリオは入れないほうがよいということですか。

○菅家委員 具体的な話ではないので。

○米澤委員長 財政検証の各ケースに割と整合的な形でポートフォリオを考えましょうというような、そういう入り口から入っていったので、このAからGまで、もう一回ちゃぶ台をひっくり返して何とかというのは余り現実的ではないという感じはしているのですけれども。

●清水調査室長 そこは年金の運用ですので、要は100年先まで展望した財政検証がある中で、その前提を全く無視するわけにはいかず、一方で我々がマーケットに一番近い存在だということで、それらをどううまくバランスをとりながらポートフォリオをつくっていくかということに結局尽きるのではないか。そういう意味からすると、今現在お示ししている、この前、議論いただいた2つのシナリオは、両方ある程度踏まえているというか。

○米澤委員長 踏まえているし、片一方はインプライドのものも入れているわけですね。イールドカーブをマーケットの。

○菅家委員 それは前回の手法でもありますね。

○米澤委員長 それは心しておくしかないかというか、菅家委員の御意見を深く受けとめて。為替の話はいかがいたしましょうか、ホームカントリーバイアスのところ、先ほどちょっと言ったように。これをもう一度整理すると、清水室長のほうは、為替に関してもフルヘッジ、ノンヘッジ、半分ヘッジとかという格好で出してきた。

●清水調査室長 そこについては、ここにお示ししませんでしたでしたが、これまでの例を御説明いたしますと、ポートフォリオを決める際にヘッジ比率を一応決めて、どれだけポートフォリオ自体の効率性が改善するかみたいな試算をこれまでやってきましたので、そういう形の対応が考えられるかと思っております。年金運用というか、慣行からすると、外国株式についてはノンヘッジというのが通常のプラクティスかなと。外国債券についてどこまで、そういったものを入れるかについての議論はあり得るということかと思っております。完全にヘッジしますと、結局その分は長期的に見れば、まさに国内債券と同じということにもなるわけですから、そこら辺との兼ね合い、これは必要あれば何らかの試算はお示ししたいと思っています。

○米澤委員長 外国株式に関してはヘッジ比率をどう変えてもということ言い過ぎかもしれ

ませんけれども、制約なしでやると、国内株式よりも高い比率になるという格好で出てくるでしょう。そのもつで改めて制約をかけるかどうかですね。前回のときは、見てみましょうと、結果を見て。これはいつも簡単そうで結論が出ないのですね。初めは、こんなもの入れないほうがよいということで議論していくのですけれども、いろいろやっていると、必要かなという格好で今まで来ているというのが経緯で、いつも必ず、次のとき外そう、次のとき外そうということで外れていない。

●清水調査室長 為替については2つ論点があって、1つは為替の長期的なリターンをポジティブあるいはネガティブで置くかという話。これはゼロだということ、これは異論はないのかと思っています。あとはリスクという観点で為替ヘッジをすれば、その分リスクが少なくなるわけですから、それをどの程度為替ヘッジをするかという議論が残っていて、それはまさに長期的に見た上でのポートフォリオの効率性の問題ですね。一方で短期的な機動的な運用ということでは、まさに為替の部分である程度ポジティブというか、 $\alpha$  を取りに行くみたいな機動的な運用をどこまでやるのかということ、大体整理するとそのくらいの感じかなと思っています。

●三谷理事長 念頭に置いておきたいのは、我々はよくヘッジはしないのかと言われるのですけれども、外貨資産などで35兆円くらいありますから、これについて相場に応じてヘッジをかけたり、外したり、ないしは続けていくなんていうのは、ヘッジコストとかマーケットの影響ということを考えると、とても考えられないということだと思います。

○清水委員 為替のところ非常に疑問なのが、長期的に見たときのリターンがゼロというのはいいのです。それも何となく自分としては納得していないのですが、恐らく今からはそれほど円高にはならないだろうという思惑がみんなにあるために、その点は外国株式、外国債券を増やしてもオーケーということになっているのかもしれないです。しかし、この間の震災やリーマン・ショックのときに、20%とか、そういった大きな割合で円高になる可能性はいつでもあるわけで、そういうときにどうしても外国債券、外国株式が大きいときには、1年間の収益額として、かなり大きなマイナスを計上して報告しなければいけないというリスクはすごくあって、そういうときに、長期的だから、これは長い目で見たら、例えば20兆円マイナスでも大丈夫なのですと言えるのかどうかというのがすごく、本当はそこで買いさがらなければいけないところに、結局そういう大きなロスを出したのために、ノンヘッジだったけれども、最悪のところヘッジしなければいけないという状況になり得るというところをいかに回避するかということ、事前に考えておかなければいけない。

この後、たまたま円安にあって、うまくリスクテイクをしながら為替でも、何かうまくキャッシュを貯めていけても、そういう大きな相場変動に、例えば半年とか1年とか直面したときに、全く逆のことをしてロスを確定しなければいけないような局面をいかに避けるかというのが、そのリスク確率は少ないと思うのですけれども。

○米澤委員長 それは教科書的には50%にして動かせというのだけれども、そもそも50%

のヘッジは無理だということ。

○水野委員 私も全く同感で、期間を持って運用している人たちは為替のリスクは常々考えながら運用しているので、ベンチマークが円建てで、毎日デイリーに時価でやっているのとちょっと話が違ってくるので、ここは議論と実践でやるには大きな違いがある。私は逆にホームカンントリーバイアスサポート側なのですけれども、そういう観点からすると、ヘッジとかのテクニカルな処理がこれだけのポートフォリオではできないということになると、ホームカンントリーバイアスをポートフォリオ上持たせているほうが実質、そこだけはヘッジをかける必要がないので、リスクが少ないと考えるのが私の考え方で、前のときにもお話したのは、為替のリスクがゼロだと思った瞬間に、カンントリーバイアスなんてなくせという話になるけれども、そこにリスクがあると考えたら、カンントリーバイアスはあったほうがよい。逆に言うと、それはホームカンントリーバイアスを非効率だと、やめたほうがよいと思われる委員の方がいらっしゃるのであれば、そのあたりのキャッシュフローのリスクをどう考えておられるか、お伺いしたいと思うのですけれども。

○堀江委員長代理 株式と債券とは全く別だと私は思っています。株式の場合、ホームカンントリーバイアスをなくすべきだと思います。ただし、これまでの議論の中で、日本株と外国株を分けるというのは、モデルポートフォリオをつくる必要性もあり、仕方がないと思っています。日本株が外国株と同じ程度の資本効率を持って、全うなマーケットであれば分けてもよいと思いますが、今はそういう状態にはなっていません。従ってホームカンントリーバイアスは基本的にはなくす方向に考えるべきですが、今回は日本株と外国株で分けた中で比率をどうするかという議論に落ちつける、ということなのかと理解します。

ただし、将来的には株式、債券という形で、特に株式において内、外という本社の所在地で分けること自体にほとんど意味がないので、そこは1つラベルをつくって、株式と債券が何割くらいになっていますという形で GPIF として提示してほしいと思っています。

○米澤委員長 あと為替とか内外の金利差で唯一参考になるのは、対外純資産がプラスかマイナスかという区別です。純資産を持っていると金利は低くても済むし、マイナスだったら金利が高くなるということです。純資産で持っていれば、そこでは為替リスクのプレミアムを要求するのでリターンを少し得る必要があるという議論もできなくもないのです。純資産に関してはかなり予測もつくので、それを入れるかどうかという程度ですね。

もう一点、基本ポートフォリオの候補に関しては5%刻みはよろしいですね。最後は5%ということではなくて、いろいろ出してくれる方がよいですがそれは無理ですか。

○水野委員 現実問題として多分5%以下はもう無理ですね。とんでもない数で。

○米澤委員長 それはお任せしたいと思いますので、そういう格好でつくっていただきたいということです。改めてポートフォリオが出てきたところでそんなに悠長ではないですけれども、もう一度議論をするというほうが。

●三谷理事長 運用期間のところは25年でよろしいですか。

○水野委員 どちらがよいですかと言われると困るところもある。

○堀江委員長代理 決めたほうがよいのではないですか。

●三谷理事長 どうしても20年ということであれば、我々としては25年で。

○米澤委員長 25年で決めさせていただきます。最低限決めなくていけないことは今のところでいいですか。

●清水調査室長 はい。

○米澤委員長 あとはこの場で制約を入れるとか、入れないかというのは、まだ情報不足かなという感じもありますので。というのは、多分両方の意見の方がいらっしゃるという感じがしておりますので。

○佐藤委員 質問なのですけれども、今の9ページの参考で海外の主要公的年金の基本ポートフォリオが出ていますが、これは何を確認する意味ですか。CalPERS の分類などは、Income gain、Growth とか Liquidity、そういうヘビーニュースソース別の分類になっていますね。それに対してほかのものはアセットクラス別の分類になっていますけれども、これは例えば GPIF として、CalPERS みたいな切り口、それを言わば補足的な切り口として試験的にトライしようという意欲で、何かこの表に入れていらっしゃるのか、何か意図があるのでしょうか。

●清水調査室長 これはあくまでも参考でございまして、特にこれまでの議論の中で、海外の公的年金の株と債券がどのくらいの割合なのかみたいなものが結構引用されることがあったので、それを参考までにお出ししたというのが1つ。

あと、もう一つは、今回、私どものアセットのアロケーションという形で整理させていただいているわけですが、ご参考までにお示したのは、例えば ATP と、御指摘の CalPERS については、アセットのアロケーションということではなくて、リスクのアロケーションというか、そういう形に変更しているという部分があるので、私ども今回ここまで一足飛びにできるわけではないですが、そういうようなところも一応ウオッチの対象としてはいるという趣旨で付けさせていただきました。

○佐藤委員 1つの補足材料として、試しに同じようにやってみたら、こんな感じになりましたというのが、材料として出てくると非常に興味深いなと思いますけれど。

●清水調査室長 実は2年前にリスクに基づくアロケーションに関する調査研究をしたのですけれども、我々の規模からするとなかなか一足飛びにそこは難しい。ですからもし行うとしても、もう少し小さくとか、そういうような研究みたいなものを含めた形で考えていくのかなということでございまして、特に CalPERS と ATP についてもそういうことをございます。

実は以前の議論の中で、ある種、リスクアロケーションみたいなものも意識すべきではないかといった議論も御意見としていただいた経緯もございまして、そういうことも含めまして、こんな感じで参考までに出させていただきました。

○清水委員 リスク検証を夏休みに幾つかかなされるという中に、例えば為替が5%とか、10%円高になったケースみたいなものも計算していただくと、つまりどれくらい円高にな

ってもマイナスにならないのかというか、プラスというか、リターンが得られるのかというのがあると何となく安心できるかと思います。

●清水調査室長　そういう意味でもいろいろアイデア等ございましたら、個別にでも御連絡いただければ、そういう形で対応させていただきますので、よろしく願いいたします。

○米澤委員長　それでは、引き続きまして、委員限り4の現行基本ポートフォリオの乖離許容幅の範囲内での機動的な対応について及び委員限り5の次期基本ポートフォリオに向けた対応について、これに関しまして、事務局から説明をお願いしたいと思います。

●青貝企画部長　御説明いたします。委員限り4は、4月以降のポートフォリオのリバランス実績の報告でございます。委員限り5は、今後、基本ポートフォリオの方向性を見据えて、今後ポートフォリオのリバランスをどうしていくかということをお審議いただきたいというものです。

まず、委員限り4でございますけれども、これまで取り組んできたものとして、現行基本ポートフォリオの乖離許容幅の範囲内で機動的な対応につきましては、平成26年4月の運用委員会で、当面の対応ということで、ここにありますように、①現行の乖離許容幅の範囲内において国内債券から資金を回収すること。

それから、②この債券の回収した資金を国内株式、外国債券、外国株式に配分する場合には、乖離許容幅の範囲内での配分とすること。

③その後の時価変動の結果として発生してしまう乖離許容幅を超過したケースにおいても、特段修正を行わない。

この3点を方針として取り組んでまいりました。

2でございますが、その実績でございます。まず国内債券につきましては、1兆2千億円弱回収をいたしました。一方、国内株式に6百億円、外国債券に3千億円強、外国株式に1千億円ということで、合計4,630億円の配分を行ったということでございます。

次のページ以降は、4月の時点でどういう方針をお諮りしたかという資料をつけてございますが、そもそもどういう根拠でこういったオペレーションを進めてきたのかということをおさらいさせていただきたいと思っております。3ページの参考をご覧ください。

一番上でございますが、今年度春先の年金部会におきまして出された方針の確認でございます。基本ポートフォリオの乖離許容幅の中で市場環境の適切な見通しを踏まえ、機動的な運用ができる旨明確にするということが1つでございます。

それからもう一つは、当法人の平成26年度の計画において、次期中期計画の基本ポートフォリオの見直しに着手することから、乖離許容幅については運用委員会の意見を聴きつつ、弾力的に適用する。

この2つの方針を踏まえて対応してまいったということが御報告の1点目でございます。

続けて、委員限り5ということで、先ほど清水調査室長からもお話がございましたが、

ある程度ポートフォリオの方向性が見える中で、どんな形で進めていきたいかということで御審議いただきたいテーマでございます。

その前に足元の資産構成割合の実績でございますが、下の表をご覧ください。国内債券が6月末時点で51.91%ということで、乖離許容幅の下限を少し下回るという水準になっております。ほかの3資産につきましては乖離許容幅の中におさまっているという状態でございます。

それで、1番目のところでございますけれども、繰り返しになりますが、1つ目の点として、現行基本ポートフォリオの乖離許容幅の範囲内の機動的な対応を行ってきたところですが、今後は乖離許容幅について弾力的に適用しまして、次期基本ポートフォリオへの移行を見据えた対応を行いたい。

対応としては、現在の資産全体の資産構成割合から次期基本ポートフォリオの方向性、先ほど45%といった数字も室長からお示しがございましたけれども、加味した上で、資金の回収及び配分を実施することとする。

3点目としましては、回収及び配分に当たっては、今回、次期基本ポートフォリオの公表までの間、市場の価格形成への影響を勘案しながら、資金の回収、配分を実施してまいりたいということでございます。

具体的な対応でございますけれども、1つ目といたしましては、現行基本ポートフォリオの乖離許容幅の範囲を超えて、市場動向等を勘案の上、国内債券から資金を回収する。

それから、国内債券から回収した資金につきましては、資産構成割合、市場動向を勘案の上、こちらも乖離許容幅を超える形で運用するという形で3資産に対して配分することを進めてまいりたいということでございます。

この点につきましては、非常に秘匿性の高い内容ではございますが、ここで御審議いただきまして、着実に進めてまいりたいということでございます。

最後に参考資料ということで、今、委員限り4と5で2つのオペレーションのフェーズ、変わっていくこととお示ししているわけですが、1つ目は、ポートフォリオを見直すということとは関係なく、基本的に考えている方針ということでございまして、リバランスを適切に実施していくということ、あるいはマーケットが大きく変動したときにはリバランスを実施する、当たり前のことを念のため書かせていただいております。

繰り返しになりますが、あくまで乖離許容幅の範囲内における国内債券からの回収とほかの3資産への配分。

今後につきましては、次期基本ポートフォリオの方向性を見据えてということで、乖離許容幅の範囲を超えて、国内債券から資金を回収し、同じく乖離許容幅の範囲を超えて3資産に配分するというところでございます。

私からは以上でございます。

○米澤委員長 かなり重要な点かと思いますが、いかがでしょうか。特に今言った委員限り5です。委員限り4は実績としてこういうことを行ったということの理解でよいのか。

5に、こういった報告で踏み切りたいということで、こういうオペレーションを開始したいのですが、いかがでしょうかということでございます。厳密なルールからは抵触するわけですが、必要ではないでしょうかということですね。

●青貝企画部長 当法人の年度計画の中で、運用委員会で御審議いただくことを通じて、乖離許容幅についての弾力的な適用が認められているというふうに認識をしておりますので。

○米澤委員長 そういう意味ではないわけですね。

●青貝企画部長 事務局としては、何かルールと抵触してしまっているといった認識は持っておりません。

○米澤委員長 わかりました。

○大野委員 ちょっと気になっていて、乖離許容幅の中での弾力的な運用を超えるわけですね、現実超えていて。そこは国民感情からしたときに、今までと言ってきたことが違うし、秘匿性が高いし、許容について、どの位までの超過が想定されるのでしょうか？今、債券だったらぎりぎりのところなのですからけれども、その辺のイメージは何かあるのですか。

●三谷理事長 これまでキャッシュアウトなどの絡みで、国内債券をマーケットで売ってきたわけですがけれども、マーケットの状況にもよりますけれども、売れる量には限度があります。幾ら日銀が、今、大量に買っているといっても、我々が一挙に多額の国債を売り出せばマーケットはびっくりして、何が起こったのかということになるでしょう。

今の基本ポ

ートフォリオのウェイトでいくと、最大2%くらいというふうにお考えいただければいい。ということは、51.91%が50%を若干切るくらい。先ほど清水から説明しましたように、今の諸前提でいくと、国内債券は多くても45%を下回るだろうというのが今の方向感ですので、それと比べれば、かなり残りにおつりがあるような格好でしかオペレーションはできないだろうと私は思っています。

○大野委員 少し不勉強なのですが、各資産のポートフォリオのパーセンテージは四半期ごとですか、実績が公開されるのは。

●三谷理事長 四半期末を四半期ごとに。

○大野委員 6月末の状況というのは開示される。

●三谷理事長 これは今のところ8月末くらいを。

○大野委員 8月末、ここでまず社会が知るわけですね。

●三谷理事長 はい。

○大野委員 債券は若干下限を下回っていると。そこではまず基本ポートフォリオは決ま  
っていないということですね。嫌らしさをすごく感じてしまうのですけれども。

●三谷理事長 4月に運用委員会で御議論いただいたことについては世の中に出ています  
ので。

○水野委員 実際問題、これだけの規模のリバランスをしようと思うと、本当に大変な作  
業で、しかも清水室長が言ったように、多分乖離幅のぎりぎりのところでヘッジファンド  
とかは見てくるので、実は乖離幅があることそのものもいろいろなリスクファクターにな  
っているのは事実だろうと思いますので、私は少なくとも方向性がわかっている国債につ  
いて外すというのは自然だと思うのです。逆に国債だけ外してほかのを外さないともた何  
か方向性が見えてしまうので、全部外すしかないかなという気はするのですが、確認なの  
ですが、非常にマーケットセンシティブなインフォメーションなので、運用委員も含め  
GPIF 全員機密管理しなければいけないと思うのですが、マーケットが気づく可能性で最も  
早い、最短でもいつまではこれは機密として持つておかなければいけないかという、6  
月末の数字が出た段階で、ここで実質超えていますという話になるのですか。

●三谷理事長 超えています、これはいわば4月の決定の範囲内であるということ。こ  
ういふこと。ただ、今後の対応については、GPIF からは、こういうオペレーションをして  
いるということは積極的に公表すべきではないと思いますし、皆様方にもその辺はよろしく  
お願いしたいと思っています。

○大野委員 8月末に公表されると、いろいろなペーパーが、こういう方向だみたいな、  
そこが少し悩ましいところですね。そこに向かって、現実には7月、8月に動いているわけ  
で、また9月末の分が公表されるわけですね、恐らく11月くらいに。

●清水調査室長 11月終わりですね。

○大野委員 そのときはどうなっているか。基本ポートフォリオがもう決まっているかど  
うか、わかりませんが、しばらくそういう意味では非常にセンシティブな事柄です。

●三谷理事長 あとは皆様をお願いしたいのですけれども、11月の末に9月末を公表する  
までには基本ポートフォリオを決めて、認可を取って公表できるようにしたいというふう  
に思っております。

○水野委員 今の質問は、確認としては、とりあえず今のところ期日未定か、本件に関し  
ては機密扱いということですね。ということは期日未定ですね。

○清水委員 現物でしかやらないのですか。例えば先物で売るとか、日銀に直接引き受け  
てもらおうとか。

●三谷理事長 日銀が丸ごと直接買ってくれる可能性は私はゼロだと思います。先物を使  
うというのは、我々は運用機関に委託するわけですが、そのときに、若干つなぎ的に先物  
を使うようなケースはございます。我々も実際に国債などを売却するときには、キャッシ  
ュ化するまで、3日間かかりますので、その間の価格変動リスクを回避するために先物を

使うことはございます。

○武田委員 私も、幾つか留意しなければいけない点はあるものの、基本的には進めていただいたほうが良いと思います。理由は3つございます。1つ目は受益者の利益のことを考えると、当然、ポートフォリオが発表される前に、つまりマーケットが動く前に動いたほうがよいという点。2つ目は、大きな移行のため、ある程度時間をかけて進めていったほうが、マーケットで吸収されるであろうという点。3点目は、これは積極的な理由ではありませんけれども、マーケットの環境としても、米国で10月にFRBのテーパリング終了が予想される一方、日本では、日本銀行による量的・質的緩和が行われているので、債券市場が比較的落ちついている今の環境を踏まえると、判断としてよいのではないかと思います。

ただ、オペレーションの際にマーケットへの配慮と機密管理という意味での配慮は必要だと思います。お話を伺っている限り、そんなに一遍に金額として動かすわけではないようですし、今の金融政策のもとではむしろタイト過ぎているわけですが、長期金利上昇のトリガーのきっかけにならないような限定的な移行を、当然御配慮されると思いますがお願いしたいと思います。それから、先ほど申し上げた理由を踏まえると、大きく動いて市場に知られてしまっただけでは、意味がなくなってしまうこともございます。

○米澤委員長 皆さん方のお考えを聞きますと、これは粛々とやっていただくということに特段の異論はないと思いますので、それではこれはこういうことでよろしくお進めくださいということでもよろしいですね。あとは我々は心して秘密を守るということで進めたいと思います。

もう一つ、ございまして、委員限り6の中期目標期間終了年度における独立行政法人評価等の流れについて、説明をお願いします。

●青木審議役 当法人につきましては、平成27年度から第3期中期目標期間ということですが、今後厚生労働省による新たな中期目標の設定とこれを踏まえた当法人による新たな中期計画の策定が必要になるということですが、これらに先立ちまして、現在の中期目標期間中の業務実績評価も行われるということですが、こういった一連の流れにつきまして、本日は少しお時間をいただいて御説明したいということですが、なお、この委員限り6の資料につきましては、当面現行制度が継続すると前提した場合のスケジュールでございます。

資料、委員限り6の1ページ目でございますが、厚生労働省の独立行政法人評価委員会によりまして、表の左側でございますように、平成25年度の業務実績評価が進行中でございます。また平成22年度から平成25年度までの4年間をもって、平成22年度から平成26年度までの中期目標期間の業務実績の暫定評価を行うことが予定されております。これらの2つの評価結果は8月中に取りまとめられる見込みでございます。また、暫定評価は資料記載のとおり、次期中期目標等の策定に評価結果を反映させる観点から、行われるということでございます。

暫定評価をも踏まえつつ、厚生労働省におかれましては、組織・業務全般の見直し内容（当初案）を作成されるということでございます。その内容は、次期中期目標期間に取り組むべき事項等について簡潔に文章でお書きになるようなものを考えておりますけれども、いずれにせよ、昨年12月の独法改革の基本方針の閣議決定なども踏まえられて、現在厚生労働省で検討中と伺っております。

この資料の2ページ目をご覧ください。上のほうに記載のとおり、厚生労働省では、同省の独法評価委員会の意見も聴いた上で、8月末までに総務省の政策評価独立行政法人評価委員会に見直し内容、当初案を提出いたします。総務省で独立行政法人制度を所管しておりますので、総務省に独立行政法人制度にかかる親委員会のような位置づけの委員会が置かれているということで、そちらに提出する。

3ページの上のほうですけれども、その流れ図もお示ししております。

9月から11月にかけては、総務省の政独委におきましては、独法制度の実施等の観点から、この見直し当初案を審議し、主要な事務、事業の改廃に関する勧告の方向性なる文書を作成して、厚生労働大臣に通知することも予定されています。これも踏まえて、厚生労働大臣のほうで、またこの見直し当初案をさらに見直し内容という形で作成、決定されまして、年末の予算案の決定時までに総務省にも提出する。

平成27年1月から3月にかけては、まず厚生労働大臣が作成いたしました見直し内容を踏まえまして、次期中期目標を作成し、当法人に付与する。なお、その過程で総務省の政独委でも、中期目標案が以前通知した勧告の方向性を踏まえたものか、確認するというようなこともあるということでもあります。次期中期目標の付与を受けまして、当法人が中期目標を踏まえた次期中期計画案を作成し、大臣認可を申請するというところでございます。

以上、簡単ですが、今後のスケジュールの御説明をさせていただきました。以上でございます。

○堀江委員長代理 昨年末の独法改革で、GPIFは非常に重要な位置づけで別扱いということになりました。予算等も含めて、私は抜本的に大幅に増やして、リスク管理等を含めて改善していただきたいと思っています。予算についての議論はこの場でされないのですか。これまでの議論の中で、リスクマネジメントの高度化には十分な予算が絶対必要だと思います。そこについて、何ら我々はコミットできない形で、よい案を出そうと思ってもできないわけです。何らかの形で議論するような場をぜひとも設けていただきたい。

●三谷理事長 最終的には、これまでの例でいきますと、第3期中期計画をつくるのですが、その中に5年分の予算が一応記載されるわけです。ただ、それは最終的にセットされるのは3月末のぎりぎりになりまして、その前に内々に厚生労働省及び財務省といろいろな形で折衝を行うということになります。

○堀江委員長代理 財務省が絡むのですか、これは総務省マターですね。

●三谷理事長 厚生労働大臣は中期計画の認可について、財務大臣と協議するという法律

になっています。

●青木審議役 今日の資料の3ページの下のほうにございます。

●三谷理事長 財務省が基本的に前面に出てくるということになるかと思います。厚生労働省は、我々のことをよく理解していただいていると思いますので。状況次第ですけれども、途中経過ないしは素案をつくる段階で運用委員会にも御相談させていただくことはできようかと思います。

●森参事官 具体的に言いますと、今、第二期ですけれども、この間、閣議決定がございました。専門人材等の確保に関しては、一般の業務の経費や人件費につきましては、これは制約があるのですけれども、別枠扱いになりました。第3期におきましては、5年間、ある程度予算というのは決めなければいけないわけですが、その中のたてつけをどのようにするのか、システムのお話とかが多分念頭にあるのですけれども、そういうものをどう考えていくかというのは、私どもも GPIF といろいろ頭を突き合わせつつ、これは協議は財務省ということになっておりますので、財務省とも相談しつつ検討していくと、そんな過程になっております。

○米澤委員長 少なからず厳しい予算の制約があるというのはもちろん。

●三谷理事長 幾つか例外の経費はありましたけれども。

○米澤委員長 これは大分緩和されたということを知っているのですけれども、予算の厳しさが大分緩和されたと。

●三谷理事長 これは特定の科目について、例えば人件費であるとか、そういったところについて少し緩和はされましたけれども、全体としては、例えばそれ以外の項目については、今ですと5年間で15%カットとか5%カットとか、そういうところが生きていまして、それはそれで各独立行政法人共通の制約ですので、我々だけを外すわけにはいかない。もちろん第3期がどうなるかというのはまだはっきりわかっていないわけではございませんけれども、恐らくそういう例外的な経費以外については、ほかと一律にこれだけ削減しろという話になると思われまます。ただし、例外的な経費であっても、勝手に積んで予算として認めろというわけには多分いかなくて。

○堀江委員長代理 勝手に種目、妥当な。

●三谷理事長 妥当な金額かどうかを最終的には財務省が査定することになるでしょうから、そういう意味では全く制約がないわけではないということですか。

○水野委員 本格的な運用組織に替えたらいろいろなコストがかかるでしょうということを、どこで提案して、どういうフォーラムで話し合ったらよいかというのがよくわかりませんということだと思いますけれども、確かに今までコスト制約で、逆にリスクが高まっているのではないかと思うところも、正直、例えば外でメールが読めないというのも、メールを外に出さないというリスクヘッジにはなっているかもしれないけれども、マーケットがその間に動いたらどうするのだと、そういういろいろなことがあると思うので、それをどのタイミングで、どういう計画でやるかということですね。

●森参事官 第3期中期計画を認可するわけですが、案をつくって財務省と協議して認可していくと。その中で決まれば、5年間は特殊人と違って、各年度予算認可はなくて自由に動かせるという形になります。

○米澤委員長 ある意味ではグッドタイミングにあると私は思っていますので、どこかで議論させていただきたいと思います。

本日予定していた議事は終了しましたので、今回はこれまでにしたいと思います。

事務局から連絡事項がありましたら、お願いしたいと思います。

●青木審議役 冒頭申し上げましたが、委員限り4の現行基本ポートフォリオの乖離許容幅の範囲内での機動的な対応について、それと委員限り5の次期基本ポートフォリオに向けた対応についてにつきましては、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84回運用委員会につきましては、平成26年9月4日の木曜日、17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、これで終了したいと思います。どうも遅くなりましたけれども、ありがとうございました。