

第84回運用委員会議事録

1. 日 時:平成26年9月19日(金)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 ・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) その他

●青木審議役 ただいまより、第84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、本日は大野委員におかれましては所用により御欠席との御連絡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。

まず、資料の確認でございますけれども、座席表、議事次第のほか

- | | |
|--------|-----------------------------|
| 委員限り 1 | 基本ポートフォリオの変更案について |
| 委員限り 2 | キャッシュアウト等対応ファンドの再構築について |
| 委員限り 3 | トランジション・マネジャーの見直しについて |
| 委員限り 4 | 外国株式における時価誤りの発生について |
| 委員限り 5 | 平成26年度第1四半期運用状況の訂正について |
| 委員限り 6 | 各資産の運用状況の補足説明（市場運用分）の訂正について |

なお、委員限り1の基本ポートフォリオの変更案について及び委員限り2のキャッシュアウト等対応ファンドの再構築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 本日はお忙しい中、お集まりいただきまして、ありがとうございます。

本日は基本ポートフォリオについてということを中心に議論をさせていただきたいと思っております。

それでは、委員限り1の基本ポートフォリオの変更案について、事務局から説明をお願いしたいと思います。よろしく申し上げます。

●清水調査室長 それでは、私から、委員限り1につきまして御説明したいと思います。

まず、この資料でございますけれども、昨日夕方から検討作業班を開かせていただきまして、そこで議論し、若干修正の上、今日ここに資料としてお出しするということでございます。この資料自体、それまでの議論に基づいていろいろ計算作業等も進めさせていただきました。基本ポートフォリオ選択に当たっての全体としてのプロセスといえますか、そういうものをこういう形でおまとめし、また5%刻みではございますが、複数の具体的な数字についても、今日この場においてお示しをするという趣旨でございますので、よろしくお願いたします。

早速でございますが、1ページ目から御説明いたします。

1ページ目の基本ポートフォリオに位置づける資産です。従来、私ども基本ポートフォリオについては、この図表1の一番上に書いてございまして、伝統的な4資産に加え、短期資産を入れた5資産でポートフォリオを構成してきました。短期資産の割合については5%、これはいわゆる年金特別会計で管理する短期資産も考慮したものと5%に設定してきたわけです。ただし、いわゆる乖離許容幅、これがリスク管理のベースになるわけですが、これについては伝統的4資産のみについて乖離許容幅を設定し、短期資産の5%については、特に乖離許容幅を設けていません。したがって、短期資産を5%に管理するようにリバランスをするといったプラクティスは行ってこなかったわけです。

そもそも短期資産の保有の目的は、キャッシュアウトに対応するために保有するものであり、そういう意味では運用の効率性等の観点から考えると、この短期資産についてはリターンが低いわけでございますので、必要最小限とすべき。私どもとしては、なるべくフルインベストに近いような形でリターンを上げることがすべきだということでございます。

そういった観点から申しますと、その場の状況に応じて必要最小限にということが基本的な考え方になるだろうということで、固定的な目標のウェイトは不要ではないか。こういう整理をしますと、今回の基本ポートフォリオには位置づけずに、ここに書いてございますような伝統的な4資産から構成するという形にしてはどうかといった御提案でございます。

ただし、実際には短期資産は特会も含め生じるものでございます。一方、運用目標との関連を申しますと、賃金上昇率プラス1.7%、この1.7%については、いわゆる年金積立金全体、短期資産部分も含めた全体で確保しなければいけない水準でございますので、基本ポートフォリオを4資産で構築するということであれば、事実上保有することとなる短期資産、これによる運用利回りの低下分を何らかの形で基本ポートフォリオに反映させることが必要になります。実際の短期資産の額と割合ですが、図表2、図表3に推移等がございます。この1年を振り返りますと、年金特別会計で年金積立金全体の1.5%程度。同様にGPIFの保有する短期資産としても1.5%程度、合計3%ということでございますので、4資産のポートフォリオを構築するに当たっては、3%の短期資産を保有しているという前提で、1.7%にプラスアルファを乗せればよいのではないかと、こういう考え方ではどうかとい

うことです。

次のページをご覧ください。投資対象に関連する部分でございます。

まず上の部分のオルタナティブ資産についての取扱いですが、基本ポートフォリオ上では目標ウェイトは置かず、リスク・リターン特性に応じて、国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式に区分したらどうかということです。

まず、1つ、オルタナティブ資産への投資は、これは基本的な認識ですが、分散投資を進める上で必要であろうということ。

一方で、データの蓄積が少なく、個別性が強いということですので、独立したアセットクラスとして、伝統的資産と並び立つものとしてリスク・リターンを数的にセットすることはなかなか難しい。さらに市場規模が小さい。実際の投資は、投資機会の発現に合わせて行うこととなりますので、早期に残高が大きくなることは想定できない。そういう意味で固定的なウェイトを置く必要性はないのではないかと。逆に固定的なウェイトを置くこととなりますと、無理な投資にもつながりかねないこともございますので、なだらかに必要に応じ増額していくという形ではどうか。

ただし、これらの資産については、伝統的資産とは異なるリスク特性を持ち、例えば流動性についても違う。そういう意味でより慎重なリスク管理が必要となりますので、これらオルタナティブ資産の合計額について上限を設定したらどうか。その上限については5%としてはどうか。この5%の根拠については後ほどまた改めて御説明させていただきます。

なお、オルタナティブの定義ですが、これは一昨年、私どもオルタナティブに関するファイジビリティ調査を実施しました。その中の定義ですが、そこではいわゆるプライベートインベストメントといいますか、プライベートアセットということでございまして、そういう意味から申し上げますと、これまで既に、この委員会でも御報告をさせていただいているインフラストラクチャーに関するカナダの年金、DBJとの共同投資以外に、その対象としては、プライベートエクイティ、リアルエステート、こういうものが投資対象となり得るということです。

ただ、今現在インフラについては、投資決定という形になってございますけれども、そのほかのプライベートエクイティ、リアルエステート、これについて実際に投資するに当たっては、この委員会にお諮りをした形で実施するというものではどうかということでございます。

次に下のほうの内外株式のように複数資産を対象とする運用についても、これが可能なようにして、ただ、そのときのやり方としては、伝統的資産に区分して管理してはどうかという趣旨です。

株式のアクティブ運用においては、国内外の区別なく銘柄の比較を行っている場合があり、グローバルインデックスのような内外一体の運用のほうが能力を発揮できる可能性があるということですので。

具体的には株式のアクティブ運用では、セクターごとに世界中のグローバルな企業群と
いうものを比較して、どの国の企業がよいのか悪いのか。例えば自動車セクターで申し上
げますと、メルセデスとトヨタ、こういうものを比較して、どちらがよいのか悪いのか、
よいほうをオーバーウェイトにして、悪いほうをアンダーにするといったプラクティス
があるということです。

一方で、これまでの我々のアクティブ運用におけるマニフェストとしては、これは資産ク
ラスとして国内株式と外国株式とが分かれていたものですから、アクティブ運用も別々に
マニフェストを与えていた。そういう意味でのグローバル運用は基本的にマニフェストとし
てはなかったということをごさいます、そのように内外の区別をするということは、いわ
ゆるアクティブ運用の自由度をある種阻害し、 α の源泉を損ねるということにもなるので、
そういう意味において、こういった運用ができるようにしてはどうかということをごさ
います。

ただ、こういった内外、複数にわたった資産構成割合になりますと、従来、かなり昔に
あったようなバランス型運用、これは各アセットクラスの資産構成割合をその市況に応じ
て若干ティルトさせることにより、なるべく高いリターンを得るというものもあるわけ
ですが、過去の経験からなかなか勝てないといったこともごさいますので、そういう資産ク
ラスの横断的な運用についても、先ほど申し上げたオルタナティブと同様、この運用委員
会でお諮りした上で決定することとしてはどうかということをごさいます。

以上が資産クラス、さらには投資対象に関する整理でごさいます。

続きまして3ページ以降が、基本ポートフォリオ構築に当たっての数字的な部分に入っ
ていきます。3ページ目は、これまでの議論の整理になります。まず想定運用期間ですが、
これは積立金が増加する時期と減少する時期では流動性の確保等の運用の基本要件が
変わってくるということですので、財政検証において、積立金がおおむねピークを
迎える2040年前後、これを基本的な運用のターゲットにしたらどうか。そう考えると
大体25年程度が投資のホライズンになります。

次に期待リターンでごさいます。これについては、いわゆる財政検証においては、シ
ナリオAからシナリオHまで計8つのシナリオについて、将来100年の年金財政の見
通しが計算されているわけで、それとの関係ということになります。私ども基本ポ
ートフォリオを構築するに当たって、どのような経済シナリオといえますか、そ
ういうものを想定するのかということに関しては、いわゆる財政検証にお
ける経済再生ケースと参考ケースを参考にする。まず1つは、現在の市場で
観察される将来の長期金利の水準を前提とする市場基準ケース。これが
財政検証との関係ですと、ケースGというのがございまして、これが
参考ケースに相当するわけです。リターン、金利のベースで申し上げますと、
実質長期金利で1.9%、名目長期金利で2.8%です。この2.8%ですが、
これは市場から観測されるフォワード・レートベースの10年後、20
年後の10年金利が大体そのくらいの水準であるとい
うことをごさいます。

もう一つが、これは先ほど申し上げた8つのシナリオそれぞれのシナリオにおいて、賃金上昇率プラス α の α の部分、これが異なっているということですが、大体1%強から最高で1.7%という形になっています。

そういう意味で、私どもの今回のマンデートである賃金上昇率プラス1.7%というのは、年金財政が想定している8つのどのシナリオの運用利回りも結果的に確保できる。そういう意味で保守的であるということでございます。この1.7%が、AからHで申し上げますと、真ん中のEということでございますので、そういう意味において経済中位ケースと呼ばせていただいておりますが、この2つのケースで想定してはどうかということです。経済中位ケースにおける金利水準ですが、実質長期金利で2.7%、名目で3.9%、このくらいの水準でございます。

次に標準偏差・相関係数でございます。これについても、既に数字はこの場にお見せしている状況ですが、前回は国内債券以外の3資産のリスクについて過去20年でどうかということで数字をお示しました。これに対して国内債券については、若干保守的に見るという観点から、過去40年で計算した数字をご覧いただけてきましたが、なるべく4資産、同じデータのとり方をしたほうがよい等の御意見もありましたので、全部統一的に20年にそろえたらどうかということで、ここは変更してございます。

ただし、前回お見せした数字ですが、相関係数等については過去20年で全部整理してございますので、ポイントとしては、国内債券の標準偏差リスクの部分が前回お見せした過去40年に基づく6.7%という水準から、今回新たに20年で計算する4.7%に変化したということでございます。

なお、この変更によってポートフォリオの策定に大きな影響があると、かなりきちんと検証しなくてはいけないわけですが、これは後ほど御説明しますが、ポートフォリオ選択においてはほとんど影響がないことも確認しておりますので、そういう意味からも統一的な基準にしたほうがよいだろうという観点でございます。

ページをめくっていただきまして、以上のものをベースに、実際に再度改めてお示しさせていただくのが、図表5の算出結果、このマトリックスでございまして、このうち、標準偏差の国内債券の部分が4.7%という形で置きかわっています。

以上、この数字をベースとして、5ページ目以降、実際にポートフォリオをどういう形で、どのような手法で選ぶのかといった内容に移らせていただきます。

まず期待リターンですが、冒頭、短期資産分、これを3%と置いて、その分、若干1.7%に上乗せる形でポートフォリオを構築するというお話をさせていただいたわけですが、市場基準ケースで賃金上昇率プラス1.79%、経済中位ケースで賃金上昇率プラス1.81%、この4資産でこのポートフォリオをつくれれば、実際に短期資産3%を持って運用した場合でも、結果として賃金上昇率プラス1.7%をクリアできるといった水準でございます。

次にリスクでございまして、ここにおいては、年金部会からお示しされているリスクの

水準、これはリスク許容度ということですが、これについては、全額国内債券で運用した場合に、年金給付の伸びである名目賃金上昇率を下回るリスク、この下回るリスクというのはいわゆる下方確率ということでございます。

ただし、この部分については、②に書いてございますが、収益率の分布を正規分布とした場合、期待リターンが高くなると下方確率は低下する。すなわちリスクの高い資産への配分比率を高めると期待リターンと標準偏差は上昇するものの、下方確率が減少する、こういう現象が生じます。このような期待リターンが高いほど、こういった尺度に基づくリスクが小さくなる、そういう性質がポートフォリオ選択のリスク尺度として十分かというところ、必ずしもそうではないだろう。こういう認識のもとに、ここで御提案させていただいている、これも運用委員会でも御議論いただいた部分ですが、条件付期待損失、具体的には賃金上昇率を下回った場合の損失額の大きさを考慮するというところで、こういった指標を併用することとしてはどうかというものです。

次に制約条件でございますが、①、②と書いてございまして、①ですが、これはホームカンントリーバイアスの部分で、従来ここに書いてございます国内株式 \geq 外国株式、こういう最適化に当たっての制約条件。これはとりあえず最適化に当たっては撤廃したらどうかということが1点。

2点目としては、もう一つあった海外投資における外国株式 \geq 外国債券、これについては海外の高い成長力の果実を得るには、債券よりは株式のほうが望ましいという考え方に基づくわけですが、これについては、従来どおり制約条件として用いてはどうかということでございます。

なお、後ほど御説明いたしますが、この制約条件も含めて、全く制約条件を撤廃した場合の試算も参考として実施しております。

以上を基本的な考え方として、次の6ページですが、ポートフォリオ候補の選択というプロセスをどう考えるかということですが、

この選択プロセスですが、これも1%刻みではかなりたくさんの方のポートフォリオを吟味する必要があり、実際に計算負荷ということもございまして、まず5%刻みでポートフォリオを算出して、その中から効率性やターゲットリターンを超えている等から候補を絞り込む。この場合には2つのシナリオにおけるリスクとリターンを見た上でポートフォリオを絞り込む。それで少数の候補の中から、ストレステスト等によって、さらに最終的に1つに絞り込むということではどうかといった内容でございます。その際に必要に応じてより細かい刻みのポートフォリオも確認するといった流れではどうかということですが、

本日は5%刻みでのポートフォリオ、ここまで今回私ども用意させていただきました。これをどういうふうに絞り込むかということでございますが、具体的には①で、ここに3つございますが、3つの条件を満たすものの中から各ケース、各ケースというのは市場基準ケースと経済中位ケースですが、それぞれリスクの低いほう、リターンの低いほうから10個のポートフォリオ候補を選択するというところでございまして、その具体的な条件は、

まず1つ目ですが、年金部会が想定している賃金上昇率を下回る確率、下方確率が全額国内債券で運用する場合を下回るということ。

2つ目としては、それぞれのシナリオごとに、いわゆるターゲットリターン・必要リターンがきちんと確保されていること。さらには効率性、効率性というのは有効フロンティアに近いということですが、効率的なポートフォリオであるということ。この効率的なポートフォリオをどのような基準で選ぶかということですが、期待ショートフォール、これがリスクの尺度ですが、そういう意味でのリスクがより低く、かつ期待リターンがより高いポートフォリオがそのポートフォリオ以外には存在しない、そういうポートフォリオを選ぶということで、これは具体的には右のほうにポンチ絵が書いてございまして、これは例えば斜めのラインが有効フロンティア、この下にある点が候補となるポートフォリオです。

こういう中で、例えばBのポートフォリオがありますが、これを縦と横に線を書くと、有効フロンティアとの間に三角の領域ができる。この三角の領域の中に他のポートフォリオがあった場合には、そのポートはBよりも左にあるという意味においてリスクは低い。一方、Bよりも上にあるという意味においてリターンが高いということで、そういう意味でBよりも効率的であるということが言える。

実際見ていただきますと、Cというポートフォリオがあるわけでございまして、こういうCというポートフォリオがあれば、Bをあえて選択することはないことにもなります。逆にCの場合は、縦横に線を書くと、その中にほかに点がないので、そういう意味では効率的であるということが言える。同様にAみたいなものについても、これも効率的であることが言えるだろうということで、こういうような条件を満たすような点、これをリターン・リスクの低いほうから順に、10個くらいまず選んで見てみてはどうかということでございます。

以上を前提として、実際に計算した結果を御説明させていただきたいと思っております。

ページを何枚かめくっていただきまして、まず別紙1でございまして、別紙1は、先ほど御説明した国内債券のリスク、これを過去40年ではなく、過去20年にしたということをお願いしましたが、その変更によって有効フロンティアの中のポートフォリオが、特に位置関係がどのように変化するか。この位置関係が、上と下で変化することになりますと、ポートフォリオの選択に影響を及ぼすことになります。

逆に位置関係にそれほど大きな変化がないということであれば、どちらで選んでもそんなに大きな差はないということになるので、そういう意味で、この際、20年に変えてもよいだろうという考え方で、こういう図をつくってみました。

これを細かく見ていただきますと、例えば右上に46という部分がございますが、これは下も46という数字であらわれていますが、その少し左下に82、101、75、85みたいなものが見てとれます。上と下で大体並びがほぼ同じとなっています。すなわちこういうものはどちらかというところ関係数、そういう関係において決まってくるので、国内債券だけのリ

スクが若干変わっただけではその位置関係はそんなに変化しないことがわかり、そういう意味で20年に統一することでもそんなに影響はないのではないかと資料でございます。

次に別紙2が、市場基準ケース、別紙3が経済中位ケースですが、別紙2で御説明しますと、これが市場基準ケースにおける、先ほど申し上げた2つのリスク尺度の関係をお示ししたものです。先ほど申し上げた年金部会が想定しているリスク尺度、左の図の賃金上昇率を下回る確率で、右下に全額国内債券の「■」の部分がございます。これが全額国内債券100%の場合で、期待リターンがマイナス0.1%になってございます。

これでさまざまなポートフォリオが想定され得るわけですが、そのポートフォリオごとに、賃金上昇率を下回る確率を示したグラフでございます。例えばH25基本ポートフォリオ、これはいわゆる現行の60%、12%、11%、12%のポートフォリオがどのくらいの位置にあるかということです。これを見ていただきますと、期待リターンについてはおおよそ1.0%、これは対賃金に対して1.0%上回っているということです。

これに対して、下回る確率としては全額国内債券の確率よりも、6.5%程度確率が低いことが見てとれます。

ただ、これですと、必要な実質的なリターンである1.79%が確保されていませんので、そういう意味において、これだとまだ足りないということで、これを左上のほうにずっと行くと、必要な実質的なリターンが確保される水準まで到達するということですが、それに従って、先ほどの確率もさらに小さくなる。この確率が小さいほうがいいという考え方に立ち、さらに期待リターンを上げ、実質的なリターンが3%程度になるまで上げると、さらにこの確率は低くなるということになります。

果たしてこれがよいのかどうかという話でございます。これは形状自体、我々が非常によく見る有効フロンティアとは逆の形をしている。いわゆるハイリスク・ハイリターン、ローリスク・ローリターンではなくて、そこが違う。いわゆるトレードオフの関係が必ずしも成立していないという図であるということでございます。そこで私どもが補完的にご提案したリスク尺度、これが右の賃金上昇率を下回る場合の平均損失ということでございますが、これを実際プロットしたのが右の図でございます。これを見ていただくと、今度の場合はきれいに、我々が見なれた効率的フロンティアの曲線があらわれます。

そういうことであれば、全額国内債券の場合に賃金上昇率を下回るリスク、これがリスクの許容度ですので、それを下回ることを前提にして、我々としては、この右のこの図に着目して、必要な実質的なリターンと有効フロンティアの曲線、ここが交わるような、ここら辺の領域から、なるべくリスクが低く、必要なリターンを確保できる、そういうようなポートフォリオを選ぶということが基本的な考え方になるのではないかといたことでございます。

同様に別紙3の経済中位ケースでも同じような図があらわれます。

そこで、先ほど申し上げた、別紙2と別紙3の右のグラフの必要な実質的なリターンの横線と有効フロンティアとの交差、ここの部分のところを拡大したものがどうなっている

かということをお示ししたのが、別紙4と別紙5でございます。

別紙4が、市場基準ケースで見た、先ほどの図の拡大です。この中に三角形の点も含めていっぱいございます。これは実はすべて5%刻みのポートフォリオでございますので、この周辺にもかなり多数の5%のポートフォリオ群が存在することがわかります。制約条件としては、外国債券 \leq 外国株式の制約条件のみつけていています。

こういう中で、私どもはどのようなポートフォリオを候補として選び得るかということですが、それは先ほど申し上げた3条件の3つ目の条件、いわゆる効率的ということですが、このクライテリアを満たすものをとると、この図である「●」あるいは「■」の部分、具体的にはAからJの10個、このポートフォリオが選択し得るということでございまして、具体的な構成割合としては、下の表に書いてございますAからJ。例えば国内債券の比率で見ますと、25%から35%、国内株式については15%から30%、外国債券については15%から30%、こんな感じのポートフォリオが有効フロンティアに近いポートフォリオとして選択できるということです。

実際見ていただきますと、参考で、国内債券100%のときの下方確率がちょうど50.8%に対して、AからJまでそれぞれすべて50.8%を下回っている。そういう意味においてリスクの限度以内にはなっているということです。

一方、別紙5が、経済中位ケースにおいて、同様の作業をしたということでございまして、これは市場基準ケースと区分するために、ここでは10個のポートフォリオをaからjという形で整理させていただいているところです。経済中位ケースでは、国内債券については25%から、上ではjとして、国内債券が40%のポートフォリオも出てきています。

この2つのケース、10個、10個のポートフォリオですが、これは1つは市場基準ケース、1つは経済中位ケースの異なった前提で選んできたことになるわけです。そういう意味で、それぞれ10個、10個というのは必ずしも一致するとは限らないわけですが、これを見ていただくと、例えば別紙4のB、具体的な資産構成割合としては25%、25%、25%、25%、これが別紙5で申し上げますと、aが25%、25%、25%、25%でございます。あともう一つ、別紙4のE、30%、25%、20%、25%、これが別紙5のd、これと一致している。ストリクトに両方でクライテリアを満たすポートフォリオということになると、この2つのポートフォリオ、これが一応候補になり得ることがわかります。逆に言うと、それぞれのポートフォリオ、例えば市場基準ケースで選んだポートフォリオ、これは10個あるわけですが、この10個のポートフォリオを今度経済中位ケースのXY平面で見たときには、効率的フロンティアに近いかどうか、これは必ずしもわからない。

そういう意味において、それぞれの10個のポートフォリオを別のケースの平面にプロジェクションしたらどうなるかということをしたのが別紙6と別紙7でございます。

別紙6は、経済中位ケースで得られたaからj、これを実際に市場基準ケースのリスク・リターン平面にプロジェクションしたらどうなるかということでございますけれども、これは先ほど見たように、aとdは、市場基準の10個のうちの2つと一致しますので、これ

は効率的なところに近い。ただ、それ以外の部分については、若干有効フロンティアから離れたところにプロットされることがわかります。

一方で、別紙7は、逆に市場基準ケースで選ばれたAからJ、これを経済中位ケースの世界で見るとどうなるかということです。これはおおむね効率的フロンティアに比較的近いところにプロットされますが、一方で肝心の必要な実質的なリターンが、こちらの世界だとなかなか満たされないということで、具体的にはG、J、H、D、C、A、F、I、このほとんどが必要なリターンに届かない、こういう結果になってしまいます。

こういう中で、ポートフォリオ候補をどのように絞り込むかということになりますが、特に別紙7を見ていただくと、まず先ほど申し上げたようにストリクトに考えて、両方を満たすということでございますと、先ほど申し上げたa、d、これが市場基準ケースでいうBとEになりますが、この2つがあるだろう。それだけかということ、例えばFとI、これについてはそもそも市場基準において選ばれた点ではあるものの、これを見ていただくと、経済中位ケースでもかなり有効フロンティアに近いところに位置する。ただ、若干必要な実質的なリターンには届かない。そういうこともあるわけですが、そこは広い意味では候補となり得るのではないか、こういうことでFとIは検討の俎上に入れてもよいのではないか。

さらにjでございますけれども、jは両方の世界において必要なリターンは満たすわけですが、このjを別紙6の市場基準ケースで投影した場合には若干効率性という観点から離れます。そういう意味において、ここの部分が若干足りないわけですが、これもF、Iとの並びを考えれば、これも候補となり得るのではないかということで、今回10個、10個のポートフォリオを検討した結果、先ほど申し上げたストリクトに選んだ2つに加えて、F、I、j、この計5個を基本的なポートフォリオの候補として定性的なものも含め御議論いただくということではどうかということでございます、それをまとめたのが、7ページになっております。

整理をいたしますと、ポートフォリオのB、E、これがa、dですが、B(a)が25%、25%、25%、25%、E(d)が30%、25%、20%、25%、ポートフォリオFが、30%、30%、20%、20%、ポートフォリオIが35%、25%、15%、25%、ポートフォリオjが40%、30%、5%、25%でございます。この表については、この各ポートフォリオに標準偏差、期待ショートフォール、これは先ほど平面を見ていただいた、いわゆる正規分布を仮定した数字と、今回、これまでに裾依存性を考慮したポートフォリオ選択みたいなものもお話させていただいたところですので、これは過去の経験分布、これを使った期待ショートフォールを参考までにお示したところ。これと下方確率、名目リターン、実質的なリターンということでございます。

これを見ると、上の2つについては、両方で、ある種、完璧に満たすということでございます。F、Iについては、経済中位ケースで、実質的なリターンの部分が、ポートフォリオFで1.8%、ポートフォリオIで1.77%、それぞれ1ベシス、4ベシス足りない。

さらにポートフォリオ j は、これは効率性の面でやや劣ると同時に、ポートフォリオの構成を見ていただきますと、外国債券が 5% となり、若干従来のポートフォリオに比べるとバランスが悪いということも言えるのではないかと。

いずれにしろ、ポートフォリオを 5 つお示ししたわけでごさいます、今後、これについて御議論をいただいて、ストレステスト等による検証作業を実施し、これについては、後ほどあると思いますが、いわゆる積立金に対してどのような影響があるのかということも含めまして、今後、必要なシミュレーション等を実施していきたいということでごさいます。

次に 8 ページ目でごさいます。このポートフォリオを議論するには、まず現行のポートフォリオからどのくらい離れているか。いわゆる移行がどの程度難しいのか、こういった部分も当然定量的・定性的な議論として御議論いただかなければいけませんし、また、今般明確になった乖離許容幅の中での機動的な運用、こういうことに照らして乖離許容幅をどうセットするべきなのか、こういった 2 つも当然重要になってくるということでごさいます。

そういう意味において、図表 9 にお示ししたのが、ある種の乖離許容幅の素案になるわけですが、これはこの場において、現行の 8%、6%、5%、5% という乖離許容幅がおおむね 2σ に相当する水準であることを申し上げましたが、そういう意味において、先ほど見ていただいた 5 つのポートフォリオごとに、この 2σ の値、これを経済中位ケースとの市場基準ケースの 2 つのケースで計算した結果をお示したものです。

あわせて、現行の資産構成割合からどのくらい離れているかということをお示しするために、網かけの部分ですが、まずは乖離許容幅の案、経済中位ケース、市場基準ケース、端数を大体切り上げるみたいなイメージでセットさせていただいて、新ポートフォリオに対して、乖離許容幅をプラスマイナスでセットした場合の許容範囲という形。例えばポートフォリオの B、a で御説明いたしますと、この場合、国内債券の乖離許容幅は、経済中位ケースでは 6.82%、市場基準ケースでは 6.85% ですが、切り上げて 7%。この 25% という国内債券の割合に、プラスマイナス 7% を加味すると、許容範囲としては 18% から 32% となります。

それに対して、直近の資産構成割合ですが、国内債券 50.04%、国内株式 17.94%、外国債券 11.89%、外国株式が 17.32% ということですので、これを見ていただくと、ポートフォリオ B、a の場合、例えば国内債券については、18% くらい上限から現行ははみ出ているということでごさいます。さらにはポートフォリオ B、a の場合には外国債券がアンダーでマイナス 7% でごさいます。

ポートフォリオ E、d でごさいますけれども、この場合には国内債券 30% ということでごさいます。これに対して乖離許容幅が 8%、したがって、許容範囲としては 22% から 38%。そうすると許容範囲からの超過幅が、国内債券で 12%、外国債券でマイナス 3% ということでごさいます。

そう考えますと、ポートフォリオ I、ポートフォリオ j、これについては、国内債券の割合が高いということが影響して、ポートフォリオ I の場合には許容範囲が25%から45%となつて、現行が50%ですので、超過幅が5%。そのほかの部分については乖離許容幅の範囲。逆にポートフォリオ j であると、国内債券については既に現行の構成割合でも乖離許容幅の範囲内である。一方、国内株式と外国債券については、乖離が生じるといった内容でございます。

この際には、従来の 2σ にするのか。あともう一つは、今回乖離許容幅の機動的な運用が明確にされたことを受けて、自由度を増やすという観点から若干それを増やすのか、こういうことについても御議論いただきたいと思ひます。

次に9ページ目、これがオルタナティブの資産の組入上限について、先ほど上限5%ということをお願いしましたがけれども、その考え方でございます。

図表10は、オルタナティブの市場残高でございまして、PE約180兆円、不動産約550兆円、インフラ30兆円で合計約760兆円が現在のユニバースということでございます。ただ、インフラの32兆円については、これはファンド投資としてのインフラの残高ということでございます。

インフラの投資については、今現在SWFとか、私どものようなペンションファンドが広く直接投資を行っている。そちらのポーションはかなり大きいということでございますので、実際にはインフラはこれよりもかなり大きいものがユニバースとしてあるだろう。ただ、数字が把握できないということでとりあえずファンドの数字を使っています。

こういう中で、オルタナティブの上限をどのくらいに設けるかということですが、1つの考え方としては、市場における当法人の保有割合は、国内株式の場合には既に7.5%程度あるわけですが、外国株式の場合には0.5%程度です。先ほどのポートフォリオを見ていただくと、外国株式については2倍くらいになっていますので、上場株式1%くらいのシェアになるということでございます。この1%を掛け算したらどうか。これを当法人の残高ベースで変換いたしますと、5.9%、これを端数を切り捨てて5%ということをお示ししているところでございます。

次に10ページでございましてけれども、海外主要公的年金における基本ポートフォリオ策定の考え方、オルタナティブ投資の位置づけということでございます。

先ほど御説明したオルタナティブ投資の位置づけが、こういった諸外国の年金等において、一番どこに近いのかということも含めて御説明をさせていただきますと、例えばこの中で言うと、CPPIBについては基本ポートフォリオでは株式65%、債券35%、これに対してオルタナティブ投資は37%くらいあるわけですが、基本ポートフォリオにオルタナティブ投資は資産クラスと位置づけずに、株式、債券のいわゆる代替投資として投資を行っています。例えばPEについては、株式の代替として位置づけられているところですし、不動産については、これはちょうど株式と債券の中間的なものであろうということで、不動産を100投資する際には株を50、債券を50、これの代替として投資をしているという感じでござ

います。

また、GPF-G、ノルウェーでございますけれども、オルタナティブについて、基本ポートフォリオ上、不動産の部分で0%から5%という範囲で示されています。ところが、債券が35%から40%ということでございますので、推測にはなるわけですが、多分ノルウェーの場合は、不動産を基本ポートフォリオに位置づけてはいるものの、その考え方としては債券の代替という位置づけなのではないかということも推察されます。

一方で、オルタナティブを独立した資産として位置づけているのはNPS、韓国の年金でございます。これは基本ポートフォリオ上、10%以上という形で位置づけているところでございます。

また、CaIPERS、ATPについては、そもそも基本ポートフォリオ自体を伝統的なアセットクラスというよりは、むしろファクター、具体的にCaIPERSを見ていただきますと、成長、インカム、流動性、リアルアセット、インフレ、こういったファクターへのアロケーションという形で構成し、そういう中でオルタナティブ投資については、例えばPEについては成長である株式の代替ですし、不動産、インフラについては、リアルアセットとして基本ポートフォリオに位置づけられているといった内容でございます。

それぞれのオルタナティブ比率については、ノルウェーで、基本ポートフォリオ上は上限5%、ただ、現状は1.2%。NPSは9.4%、CPPIBが36.6%、CaIPERSが22.4%、ATPが11.3%といった状況でございます。

長くなって恐縮でございますけれども、最後、ページを何枚かめくっていただきまして、別紙8、9でございます。先ほど見ていただいた図は、制約条件として外国債券 \leq 外国株式という制約条件をつけた状況でございます。これに対して、別紙8、9は、そういった制約条件を取り払ったときにどのようなポートフォリオとなるかという最適化の結果でございます。これは両方見比べていただきますと、別紙8ですが、外国債券がほとんどで、次に国内株式が入ってくる。逆に国内債券と外国株式はそんなに入っていない。これまで見ていただいたものとかかなり大きく資産構成割合が変わります。別紙9のほうも同様でございます。

この理由は、4ページ目をめくっていただきますと、ここで実質的なリターン、例えば市場基準ケースで見えていただきますと、外国債券がプラス1.4%、これに対して国内債券がマイナス0.1%、国内株式プラス3.1%、これはいずれも賃金プラス α の部分でございます。私どもこういった数字を前提に、1.7%プラス α のポートフォリオを最適化することになりますので、外国債券の1.4%、あともう少し加えるくらいで事足りてしまう。そういう中で国内株式と外国株式、これは両方ともリターンが高いわけでございますけれども、リスクとしては国内株式のほう小さいので、そちらのほうが選好されて、先ほど見ていただいたような結果になるといった内容でございます。

以上、ちょっと長くなりましたけれども、私からの御説明でございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございました。

続きまして、昨日、行われました検討作業班での検討内容を堀江座長から御紹介いただければと思います。よろしく申し上げます。

○堀江委員長代理 今、清水さんから説明がありましたが、その内容に対して、昨日開催した検討作業班でどういった意見が出たか。これから議論していただきますので、まずかいつまんで説明させていただきます。

最初に、この議論で一番重要な点は、どれを選ぶかということです。ここで示していたのは、実質的なリターンと標準偏差、期待ショートフォール、そういった比率で出していますが、国民に対する説明責任等を考えるとこの指標だけでは少しわかりにくいというのが1点。これから数値は示していただくことになるとは思いますが、例えばわかりやすい指標として、今の年金の積立額が百何十兆円かありますが、これが今後25年間、このケースでは130兆円がどのくらいの金額になるのかを、平均値としては上げる方向でポートフォリオをつくっているわけです。ただし、期間が長くなっても、かなり下方にシフトするリスクがあります。従って、平均値は上がるが、下振れリスクがかなり大きくなることをあわせて説明しないとわかりにくいのではないかと。

そういう意味で、金額ベースで、今後25年間の平均値と幅、特に下振れがどのくらいあるかを示す資料で、国民に対して説明したほうがよいのではないかと、そういった意見が1つ出ました。これは今日の資料の中でも若干説明されていますが、25年くらいのタームを想定するので、わかりやすい形のダウンサイドリスクも、金額ベースで説明をあわせてすべきではないか。そのデータをベースにどのポートフォリオを選択するのかを決定すべきではないか、それが1点です。

2点目は、賃金上昇率プラス1.7%という目標ですが、実は財政検証上は非常に長い期間の1.7%という目標であり、今後1.7%が必要になるのは10年以降の期間となります。手前10年はそれほど高い賃金上昇率プラス1.7%は求められているわけではなく、プラス1.7%をずっと目標として置くのは、今後25年間を見る場合に少し高過ぎるのではないかと。かなり高い目標を設定して決定しているのではないかと、そういった疑義が生じる可能性があります。従って、そこをどう説明をするのかということを中心に準備をしておかないといけないのではないかと、そういった議論が2点目として出たということでございます。

3点目は、ポートフォリオ選択上どれを選ぶか。かなり大きなリバランス幅になりますので、移行の影響を踏まえた検討もすべきではないかということで、先ほど清水さんから既に説明していただきましたけれども、8ページ目で、現行の資産構成割合とそれぞれの案を採択したときに、どのくらいの幅でリバランスが起こり得るかということを示していただきましたが、こういった形で移行がどのくらいスムーズになるか、そういった視点を1つ入れていかなければいけないのではないかと。これは今日既に示していただいています。これが3点目に指摘されたことです。

もう一つは、乖離許容幅に関連します。私もいろいろ言わせていただいています。乖離許容幅だけでリスク管理をすると、いつもどのくらい乖離するか、御存じのとおり、マ

マーケットにさらされていますので、これだけでリスク管理をやっているというのはまずいのではないかということです。そこで複線型のリスク管理を今回採択することを検討すべきではないかと思います。例えば、条件付期待損失がどのくらいになっているのかを、既に我々はウォッチしていますといった例です。乖離許容幅だけでなく、そういったものも含めて、総合的にリスク管理をしていることを、あわせて標榜することによって、マーケットに行動を読ませないといった工夫が必要ではないかというのが4点目として指摘をされました。

最後の指摘点は、オルタナの話です。本論の2ページ目、9ページ目にありましたが、これについては賛否がありました。こういった形で明示的に資産クラスごとに上限これくらいでやりますといった形で示したほうがよいのではないかという意見と、もう一つは、こういったやり方ではなくて、先ほどのCPPIBがそのケースに当たりますが、基本ポートフォリオを決めましたが、我々の役割は、低いリスクでより高いリターンを上げていくことが被保険者のためになるわけですから、こういった形で資産クラスで枠をはめるというのは得策ではないのではないかと、私は個人的にはそのように思っています。例えば基本ポートフォリオの中の、全体を100としたら10とか20の額は、全体の分散のリスクを考えつつ、リターンを高める枠としてとって、そのやり方については、GPIFが独自にいろいろなマーケット状況を勘案しながら臨機応変に変更するといったような形のほうがよいのではないかと、そういった意見も出たということでございます。

かいつまんで言うと、そのくらいの意見が大まかに出たと記憶しております。

○米澤委員長 どうもありがとうございました。

それでは、初めていろいろ数字が出た今日の結果をもとにして、特にテーマを絞らずに御自由に議論していただいたほうが効率的かと思っておりますので、気がついたところから意見を言っていただければと思っております。これまでもいろいろな部分で期待リターンの形成や最適化の方法等に関しましてはいろいろやってきて、そのときも全体が見えてこないと何とも言えないという議論も随分あったかと思っております。まさに全体が見えてきましたので、逆にこの全体を見て御自由に、これはちょっと高過ぎるというような素朴な議論から含めていただければと思っております。いかがでしょうか。

○佐藤委員 素朴な質問ですけれども、ここで挙げられた5つの候補になるポートフォリオがございますね。この後の手順としてストレステストによる絞り込みというのは、この5つの中から2つを選んで、その2つのみに対してストレステストをやるということなのですか。つまりここに挙げられた候補の5つ全部についてストレステストをやって、ポートフォリオの外的な投資環境の変化、金利や為替、あるいは政治情勢とか、いろいろ変わったときのロバストネスを、その5つに対してチェックした上で絞るということではないのですか、どちらでしょうか。

●清水調査室長 そこはこの議論次第というか、私どもの事情をお話すると、5つともできるわけですが、当然計算の負荷もかかるので、本当にこれは話にならないとか、そう

いうものについて、あえて作業する必要もないかと。やれと言われれば当然やりますけれども、なるべくこの中で、5%刻みである程度絞り込んだ上で。というのは、パーセント刻みの議論をどうするかという話も当然出てきますので、そういうことを考えると、なるべく5%の世界で、ある程度の絞り込みというのはしていただくと事務方としては非常にありがたいという感じではございます。

○佐藤委員 作業の御負荷ということは非常によくわかるのですが、なまじ外してしまっただけのために、むしろ安定性、効率性というか、フォワード・ルッキング性というか、ロバストネスという観点で見ると、より頑健であったはずのポートフォリオが選択肢から外れてしまうというリスクはないのかなと。それをどう担保するかということなのかもしれませんが。

●清水調査室長 そこについては、この議論次第ということではございますけれども、大体この数字で頑健性については、ある程度はチェックできているという感じですね。いろいろなシナリオがあると、かなり数字が出てきますので、逆に論点がぼけてしまうということも考えなくてはいけないのではないかと。参考推計ということで実施することは全く問題ないので、基本的な材料というのはある程度充足されているのではないかとというのが個人的な意見になりますけれども。

○米澤委員長 そこに関連して、堀江委員からも説明がありましたけれども、25年の後、そのところの積立金の分布みたいなものは、次回お見せいただけるという理解で、今日はまだ出てきてないですね。

●清水調査室長 はい。

○米澤委員長 そこに関しては一応5つ全部やる予定ということですね。

●清水調査室長 はい。

○米澤委員長 わかりました。

○水野委員 今の25年というのは、25年ずっとダウンケースのシナリオでいった場合どうなるかということですね。

○米澤委員長 分布で。

●清水調査室長 分布ですから。

○米澤委員長、上のほうは。

●清水調査室長 モンテカルロをやって、下から。

○水野委員 結構大きな数字になるのではないですか、5年で見直しせずに行くということですね。

○堀江委員長代理 すごく高いです。

○水野委員 ですよ。だから基本的には5年で基本ポートを見直すわけなので、余り大きな数字をそこで出してしまうのも衝撃で、見てからでいいと思いますけれども、かなり衝撃的な数字になると思いますけれども。

○堀江委員長代理 出し方は非常に慎重に考えたほうが、水野さんがおっしゃるようによ

いと思いますけれども。

●清水調査室長 当然ここでの議論としては全部見ていただくことになると思います。

○米澤委員長 今度は結構大胆な数字が出てくる可能性がありますね。前はリスクを抑えていたので、そんなに下限も大きくありませんでした。

●清水調査室長 そこは結局ターゲットリターンとの兼ね合いなので、要は積立金、平均値として、予定積立金を下回ってしまう、そういう状況は、これは我々の運用目標からすると、それはできないことですから、そこをクリアするという前提で、どれだけリスクをとるかという話に結局はなる。

○堀江委員長代理 そうすると、あのプラス1.7%というのがよいのかという議論もありますね。若干高過ぎる、そこについての論点はどうなのですか。

●清水調査室長 そこは私どもとしては、これは我々としてそこを解釈するというよりは、むしろ参事官がいらっしゃる前であれですけれども、どういう形で我々に対してマנדレートが与えられるかということに結局依存するのかなと。

○米澤委員長 これは仮の話ですけれども、例えば少しプラス1.7%を下げたところですぐ計算できるのか、同じことを。

●清水調査室長 プログラムはできていますので。

○米澤委員長 プログラムはできているわけだから、そこに行けというわけではなくて。

●清水調査室長 パラメータを変えてということとはできます。

○米澤委員長 そこは少なくとも複数やってみる価値はあるかなというのは、私も含めて見てみたいという人はいる。

○堀江委員長代理 数字としては準備しておいたほうがよいのではないですか。

○米澤委員長 そう大変でなかったら。

●清水調査室長 そこでの議論はなかなか、我々25年というタイムホライズンはつくったわけですけれども、ただ、我々に対して与えられるプラス1.7%というのは、まさに長期でプラス1.7%ということであって、これは特に25年を越えた、100年間プラス1.7%という世界が基本的には財政の上では想定されているということなので、実際に運用するに当たって25年としてセットはしたものの、果たしてそれによってプラス1.7%という数字が下がるかというところの悩ましさというのか、財政が想定しているのは、100年間にわたってプラス1.7%であるというところの蓋然性を我々の運用に求めているというのが、本質的な財政からの要請であるというところとの整合性ということになるかと思えます。

○米澤委員長 以前のこの作業に大半の方がかかわってなかったもので、余り御存じないかもしれませんが、前は10年先くらいから100年までの間のところでポートフォリオをつくっていたのですね。そこは完全に安定して行って、そこでプラス1.7%をとるとするのはそんなに難しいことではなくて、経済前提でもそう難しいハードルをつくってなかったですね。そこに関していろいろ前回すごい御批判があって、足下からそこに行くところは全然

考慮されていないのではないかとするので、今回は正面からそれに応えて、足下から行ったわけです。そうしますと、足下は賃金上昇率が高かったので、プラス1.7%というのは厳しくなっているというのが我々の感想なので、ポートフォリオのつくり方として、プロの要求に関しては応えているのですけれども、そこそお手前まで行けば、プラス1.7%をもう少し足下10年を緩めてもいいのかなという感じが少しします。

●森参事官 今、委員長からお話がありましたけれども、今までは、清水室長もお話しましたけれども、定常状態におけるところの目標があって、定常状態におけるところの各資産のリターン・リスクというのがあるのですけれども、今回の場合には資産につきまして、ある程度フォワード・ルッキングという、足下を見てやっているわけで、その資産のリスク・リターンの見方と目標の関係でどういうふうに調和していくかというのは、専門の皆さんでお考えいただいたほうがよろしいのだと思うのですけれども。

○水野委員 とはいえ、一応25年くらいで見ているわけで、5年とか短期で見ているわけでもないといったときに、定常状態のプラス1.7%を25年にしたときに幾つかにするかという、これまたすごく技術的に難しくなるので、何でプラス1.7%にしましたかという説明責任を求められると結構苦しいかなという気はしますけれども。

○米澤委員長 そこは財政検証ではデータは出ているのですね。

●森参事官 財政検証でデータが出ていまして、足下で言うと、2017年では大きなマイナスになるとか、そういう話もございます。

●清水調査室長 昨日も話が出たのですけれども、いわゆる内閣府の経済見通しに基づいて、足下の10年というのは数字がセットされているということです。それを財政検証においても、それをそのまま使っている。これは当然政府としての推計なので、そこを違う数字を使うというのはなかなか現実問題として難しい。ただ、その数字について、これは過去からそうなのですから、果たしてそれが本当に現実的かということ、私どもが足下の状況について、あの内閣府の見通しを是認するというか、それを前提とすることの、我々の見識というか、運用としての見識をどう考えるか、そういう新たな問題が生じるというのは、これは少し念頭に置いておかななくてはいけない。それが実現する世界を想定して運用するということにコミットするかどうか、単純に言えばそういう話だと思います。

○菅家委員 現実問題として、運用目標が3.8%とか、4.5%という数字が、現実を見たときに果たして理解されるのかという問題だと思うのですね。そこはなかなか25年と言ったところで、現状がこうだということから、国民の皆さんは出発するわけですから、なかなか3.8%という目標を達成するということは、GPIFの過去の10年とかの累積等を見ても、こんなこと一度もないわけですね。ということも含めて、もう少しリアルな感覚を持って検討したほうがよいのではないかと私は思います。

○米澤委員長 今回そういう意味では、財政検証の中でも絶対的數字は余り表に出さなくて、それがプラス1.7%になったということです。プラス1.7%だったら大分リアル感はあると思います。

○菅家委員 市場基準ケース、経済中位ケースということになると、3.8%とか4.5%という数字になるわけですね、目標としては。

○米澤委員長 それはもちろん考慮しているのですけれども、そこはどういうふうに我々は反映してきたかという、要するに国内債券のリターンが非常に低くなるという、キャピタルロスということで、そのところを下げたわけです。

○菅家委員 先ほど堀江委員が説明していただきました幾つかの論点がございますけれども、1つは国民への説明責任というのが一番重要だと思っております、例えば1年前に基本ポートフォリオを見直して現在の数字があるわけですが、国内債券は60%なのです。今回の幾つかの候補を見ると、30%から40%、30%とすると国内債券のウェイトは半分。

ということについて、本当に国民に対して説得的な説明ができるのかどうかということが私はポイントだと思っております。それは理論的に積み上げればこうなんですといったところでも、そんなのうそでしょうというふうに一蹴されてもどうしようもないわけです。例えば去年のポートフォリオ見直しのときのいろいろなデータを見てみますと、今、米澤委員長がおっしゃったように、国内債券の期待リターンが前回は3%、今回は市場基準ケースで2%、国内株式は4.8%に対して5.2%等々、国内債券のウェイトを低めてほかの資産のウェイトを高める、そういうふうになるような前提の置き方に結果としてなっているわけですね。

そのことを、絶対こうでなければならぬということでも私はないと思うわけですね。もっと言えば、前回と同じようなリターンを置いて、別にそんなに大きな問題点が生じるのかといえば、そうでもないと思いますので、したがって、この1年間の時間の経緯の中で、何ゆえ国内債券が半分近くになってしまうのかということについて、きちんと説得的な説明をできるという自信を我々が持てるかどうかというのが大きなポイントだろうと思っております。

○米澤委員長 それは極めて重要で、おっしゃるとおりで、キーワードはデフレ脱却で、インフレが来るというか、インフレが生じつつあると。アベノミクスが、ある程度うまく行って、インフレが生じつつあるというので、どう見ても次は生じるのは金利の上昇ではないだろうかというのが一番大きなポイントかと思えます。現に国の政策がそういうような方法で施行されているわけですから、それと整合的にポートフォリオも見直すということになると、1つの形としては、こういうものができて、それが前回と大きく違うところだと。あとはそれが本当にそのとおりのシナリオになるかどうか、ここのところは非常に議論の分かれ目ですが、それはわからないところもあるのだけれども、それを今回はとったということですね。

加えて、マーケットから読み取るということも参考にしていますので、余り楽観的のみにとったわけでもないということですね。

○清水委員

ここでの議論ですが、つまり今回こうやって基本ポートフォリオを実際にシミュレーションして策定してパターンを出していただいて、これをもとに、またプラス1.7%の議論に戻ってしまうのか、あるいはプラス1.7%はもう決まったのだという話から、今後この中で乖離幅を選んで、どうやってリバランスをして、どのようにオルタナを位置づけるのかという議論するのか、どちらの立場に立っているのかが少しくリアでないと思うのですね。プラス1.7%というところも、若干動く可能性はあるのだが、議論する上でとりあえずプラス1.7%をもとに数字をつくってみたということでしょうか。

○米澤委員長 かなり精緻なものをつくっていただいたのですけれども、今回数字として見たのは初めてなわけですので、30%とか25%というのは、私としては受け入れられないよという意見もなくはないと思うのですね。ですからその意見があるとすれば、まだ時間的に1.7%のところに行くのは若干議論の余地があるのかなと。

○清水委員 もう一つは、別紙2の市場基準ケースと経済中位ケースの効率的フロンティアを見ますと、全額国内債券での運用、あるいは平成16年の基本ポートフォリオ、平成25年の基本ポートフォリオの位置づけとしては、期待リターンは1%前後ですね。今、平成25年の基本ポートフォリオよりもまた少しポートフォリオが変化しているとしても、きっと1.5%以下くらいのところ position すると考えられます。もし今後プラス1.7%を目標とするのであれば、例えばこういう図を見せることによって、現在のように国内債券の割合がだんだん低くなってきているにもかかわらず、長い目でプラス1.7%を求めようとするときには、この割合ではまだ足りないのだということを説明できます。

私も今回の割合を見たときは本当にびっくりしました。ただ、こういうシミュレーション結果を見ますと、確かに今でもまだ足りないのだと実感できます。これから25年、さらにその先、リターンをとることを真剣に考えたときに、日本がこれからその分成長するかと言えば、それは完璧に無理であると。そこで、海外の成長をいかに取り込んで日本自体を豊かにしていくかということを考えていかなければならないというのを大前提とすれば、この数字は納得できなくはないというのが私の個人的な意見です。

○米澤委員長 まず最初、そういうような御意見からいただけるとうれしいなと思っていますね。

○水野委員 清水委員のおっしゃったのはまさしくそのとおりで思うのですけれども、もし、目標利回りのところを議論するのであれば、早目にやらないといけないということで、今までその議論がならなかったこと自体が問題としているのではなくて、今、そういう観点がもし入ってきて、議論すべきだと思うのは、これをやらないと、やり直してみてもう一回、ずっと行ったり来たり of 堂々めぐりになりますので、ここは厚生労働省側の考えを考慮した上で、決めなければしょうがないと。そこも決めないということになると、これは逆に個別の、菅家委員の意見にも関連しますが、個別のアセットの運用利回りも、どういう取り方をするかによって当然変わってきますので、そこも今度戻り始めたらこれは永遠に終わらない、いずれにしろ、そこは戻るつもりはないけれども、プラス1.7%は戻

るつもりある、これもおかしい話なので、どういう順番とするか、それをまず決めなければいけないというのがポイントです。

あと、オルタナティブの場合、まず運用委員会の議を経るとというのが現実的かということに疑問を持っています。というのは、伝統的な資産のように、常に投資先がアベイラブルであるわけではなく、具体的な案件が出たときに、デューデリのノンディスクロージャー・アグリーメントを結びながら進めていく話なので、それである程度進んだところで、ここに案件を持って来られても、多分運用委員会はそういう個別のPEとかインフラの案件を議論するような場でない気がしています。

しかも、オルタナの場合、実際にコミットメントしても残高がなかなか増えてこないの、この6%をコミットメント残高でモニターするのか、実際のキャッシュアウトでモニターするのか、結構このあたりは決めていく必要があると思います。ここは少なくとも、今、6%、5.9%の根拠になっているVCも全然PEから排除する必要はないと思うのですけれども、PE、VC、インフラ、不動産については、ある程度基本ポートフォリオを出すときに、このアセットクラスに対しては前向きに検討することを示してあげないと、GPIFとしても、個別の案件をいろいろ進めて、ほかのディールの参加者も待たせて、最後に運用委員会に持ってくるというのは無理があると思います。

あと、乖離幅とオルタナに関しては、堀江委員の御意見で、オルタナのパーセンテージを設けなくてもいいという話で、私も本当はそう思うのですけれども、ただ、ほかの年金も同じで、ある程度ここを縛らないと一体どんなのが入るか、恐怖感があるという一般国民の気持ちもわからないではないので、パーセントに上限をつくっていいと思うのですけれども、実際機動的な運用の主体が誰でしょうという話を最初のときに私したと思うのですが、要するにこれは25年でいろいろやってみなければ、来年どう運用するかというのは実際にはGPIFが決めていくという枠組みを考えると、乖離幅とオルタナはある程度自由にやらせない、結局運用の利回り決めてるのは運用委員ということになってしまうので、そういう意味でも機動的な運用を求められている主体がGPIFということであれば、考え方としては乖離幅とオルタナに関しては、GPIFにかなりフリーハンドではないのですけれども、採用幅を与えるようにしていかないと、機動的な運用がそもそもできない。この運用委員会で1か月に2回集まって、どういうふうにやりましょう、来月の金利をどうみますかという場にはなるとはちょっと思えませんし、皆さんもそうではないと前回おっしゃっていたと思いますので、方向性としてはオルタナと乖離幅は少し余裕を持たせたほうがよいのではないかと私は思います。

●三谷理事長　この2ページの最後の棒のところで書いているのは、既にインフラ投資については御了解を得ていると。それと同じような形でPEについても、PEというものをやるかどうかについての御議論はしていただくけれども、実際問題として、2件目、3件目、それらもゼロから始めるのかというよりは、一応PEという範疇についてオーケーという話であれば、2件目以降は、こちらでお任せいただいて、適宜御報告すると。進行の最終決

着前であれ、場合によったら後になるかもしれませんが、2件目以降の案件はその属性に応じてここで御報告させていただくといったやり方でやればと私は思っております。

したがって、差し当たって考えられるのは、PEと不動産くらいなのですけれども、不動産も最初に不動産という案件について手をつけるときにはここで御議論いただくと。それで不動産がいいということであれば、2件目以降については、ある程度、私どもにお任せいただいて、事前・事後の御報告ということで進めたいというふうには思っています。

○水野委員 理事長がおっしゃったのはそのとおりで、そのつもりでいたのですけれども、私が言ったのは、逆に基本ポートフォリオを発表するときまでに、少なくとも今みたいな計算根拠で6%を出すというのであれば、この運用委員として少なくともここにリストアップされているオルタナについては、前向きに検討を進めるということと一緒に出してあげなければいけないのではないかとということです。

○米澤委員長 そういうつもりで、私はいますけれども。

○水野委員 今のお話だと、実際に案件が出たときに1回持ってきますので、そのときにアセットクラスの議論をしてくださいという御趣旨でおっしゃったようですが、今回オルタナのパーセンテージも出すのであれば、説明責任という意味でも中に入る、想定されているものくらいについては、ある程度議論しておかなければいけないかなと。

○米澤委員長 中に入れるものの、大体の大きなカテゴリーくらいは決めておく必要があるということ。

○水野委員 そうじゃないと、これは5%ですと出したときに、5%、何ですか、と聞かれたときに、いや、それは後からGPIFが具体的な案件を持ってきますというのではちょっとどうかと。

○米澤委員長 それは議論する時間があるかどうかわかりませんが、それは限定列挙すると、逆に損な感じもして、オルタナで書いておいたほうが自由度が高まるのではないのでしょうか。

●清水調査室長 私どもが想定していますのは、インフラについては大体御了解いただいているということで、そのほかというとPE、これはベンチャーキャピタルを入れるかどうかという話がありますけれども、あとリアルエステート、大体そのくらい。あとプライベートデットがあるかどうかくらいですが、これはいわゆるPEでも、広い意味でプライベートデットというのは入ってくる余地も当然あるので、そんな感じで、そこだけこの場でいただければ。

○米澤委員長 REITは既にやっているから入っているという理解。

●清水調査室長 REITは既にやっていますから、外国株式は既にインデックスに入っていますし、J-REITについても、国内株式のマネストで入れましたので、そこは手当て済みという整理です。

○米澤委員長 そういうふうに皆さん方の共通な理解が得られれば書くのは別にまずくな

いなという感じはします。せっかくオルタナのところに行ったので、今、事務局の提案としては、個別な箱はつくりたくないけれども、全体としては何か上限を書きたいということで、例えば5%ということに関してはいかがでしょうか。

○菅家委員 やはり上限は設けたほうがいい。

○米澤委員長 設けたほうがいいですね。

○佐藤委員 むしろ設けていますと言ったほうがきっと説明的にはいいのだろうと。

○米澤委員長 それを全部埋める必要はないですし、その中ではかなり自由にやるということ。

○佐藤委員 しかもリスク特性も恐らく伝統的な投資商品と違うので、個別に、パフォーマンス管理、リスク管理をやっていますというのはしっかり言ったほうがよいと思いますし、慎重に個別に判断をして投資していますとか、そういう言葉遣いも必要なのかなという気がします。

○菅家委員 リスク管理の体制整備の問題等もある。

○水野委員 既に実行済のインフラの場合、残高管理ですか、それともコミットメント額管理ですか。

●清水調査室長 コミットベースではなくて、ネット・アセット・バリュー、つまりストックベースで管理するというのを想定しています。これはポートフォリオ自体がストックベースですので、例えばPEの場合は、これは水野委員御専門ですけれども、実際にはコミットベースの半分くらいしか出てきませんので、そういうものを前提にやっていく感じに多分なると思います。

○米澤委員長 今回ポートフォリオを組むときの制約条件が今までずっとトゲが刺さっていたのを、外より内のほうが大きくなるという条件が全体的に外れていますね。ただ、唯一、外国株式が外国債券よりも多いというものだけが残っているということなので、私は前に比べて非常にすっきりしたと思うのですけれども、この扱いでよろしいのでしょうかということです。前はもっと入っていたわけです。今回それを入れずにかなり自然体で。

●清水調査室長 ここについては、従来は国内株式を外国株式並みに入れるために、ああいう制約条件入れた、そういうような面も1つあったのではないかと思います。

今回計算すると、リターンについても、外国株式と国内株式とリターンにそんなに差がないという形になってきていますので、国内株式が選ばれにくいという点をカバーするという意味における制約条件は要らなくなりつつあるという感じとと思っています。

○水野委員 5%刻みでやって、例えば3つに絞って、その間のところはそこからの近似値で広げていくやり方をするということですね。

●清水調査室長 はい。

○水野委員 そうなった場合、国内株式と外国株式の逆転はこの数値だとあり得ますね。

●清水調査室長 あり得ます。

ここでは最適化に当たっての制約条件ということでございますので、有効フロンティアを

書くときに、そういうものを設けるか、設けないかということだと思っただけですね。あとは実際ポートフォリオを選ぶときに、定性的な議論として、どうなのだというのは、これはまた別途御議論いただいても、それはあり得るのかと思っています。ただ、有効フロンティア自体に制限を設けることは、これは逆にやめたほうがいいのかと。

○米澤委員長 細かい点からちょっと詰めていきますと、今日お示しいただいた7ページには全部5%刻みでの最適ポートフォリオだったのですけれども、これは最後は23%とか21%とかという出し方までしたほうがいいですか。

○清水委員 私はこの乖離許容幅と合わせて考えれば、恐らく今の8%、6%、5%、5%よりも、例えば10%、15%、10%みたいな、単純かつ裁量的でわかりやすいものを今後採用する場合には、実はポートフォリオは上から3つ、B、E、Fあたりは、乖離許容幅と合わせて見ればほぼ一緒になり得ます。

●清水調査室長 許容しうるということですね。

○清水委員 そうですね。そこで38%と22%とか、5%以外の数字を使ったところで、結果的には余り変わらないのかなと。だから、そういうことを最初から合わせて考えるべきではと思うのです。このポートフォリオの数字だけを見てどれを選ぶかみたいな議論になるのだとしたら、実はこの上から3つはほとんど差がないわけですし、そこで決めるということにどういう意味があるのか、ちょっとわからないと個人的には思っています。ただし、GPIFはマーケットの動向に応じて運用した結果のポートフォリオを今もきちんと報告をしているわけですから、機動的に乖離許容幅で運用するとなると、基本的にはこういう割合を目指して運用してるのですが、現在はこういうポートフォリオになっていますよということを報告する、粛々とそういうふうやっていくということなのかなと思います。まとめると、2%や3%刻みでやらなくてもよいのではないのかと思います。

○米澤委員長 私も基本的には5%刻みでよいのではないだろうかと考えているのですけれども。

○菅家委員 乖離許容幅の話なのですけれども、たしか今は柔軟に対応できるというふうに変えていますけれども、それは次の基本ポートフォリオを決めるまでの間ですよということで、ここで確認したと思うのですね。していますね。

●清水調査室長 はい。

○菅家委員 そうなると、本来のポートフォリオにおける乖離許容幅ということになりますので、常に中心線にリバランスする努力を行うという縛りがかかると思うのですけれども、その点はそういうことでよろしいのですね。

○青貝企画部長 今年8月に御議論いただいて御了解いただきましたのは、基本ポートフォリオの新しい方向を見据えて、乖離許容幅を超えるということについては、まさに新しい基本ポートフォリオを決めていただくまで許容するということです。

○菅家委員 それでなくて、もっと前の段階、4月の話を聞いているのですが。

●青貝企画部長 乖離許容幅の範囲内であれば、中心線に必ず戻すということではなく、

中心線から遠ざかることも認められたと理解しています。

○菅家委員 次期ポートフォリオの策定までの間ということで、そのように柔軟に対応することを許容したのです。議事録を読んでほしいのですが、実際、私はその点について以前に確認を求め、そのとおりですと理事長はお答えになっているわけですから。

●三谷理事長 そうではなくて、そもそも年金部会ないしは伊藤先生が座長された委員会、両方から来ているわけですが、それは乖離許容幅の中で中心線に収れんするようにやるのではなくて、乖離許容幅の中で弾力的に動かすことを考えるべきだということをいただいた。もう一件、ちょっと誤解があるかもしれませんが、たまたま今回基本ポートフォリオを改定するので、乖離許容幅を超えてもいいでしょうという、その2つがあるわけですね。

この新しい基本ポートフォリオが決まった場合には、もちろんどれが最終案になるかは別として、当然乖離許容幅を超えたところから出発するケースもあり得るわけですが、そのときにはもちろんマーケットを全く無視して、一挙に6兆円売りますとかというようなことはしないわけですが、一定の期間内に、できるだけ乖離許容幅の中に入れるという、そういう努力はいたします。ただし、その乖離許容幅の中に入った後は、市場環境に応じて、乖離許容幅の中の中心線とは必ずしも言わずに、上に行ったり下に行ったりすることがあります。

○米澤委員長 菅家委員、それはポートフォリオの構築とは関係なくて、一般的にそんなふうに変ったという理解なんです。

○菅家委員 議事録を後で確認していただきたいので、もうこれ以上やりませんが、先ほど堀江委員から説明のあった論点の3つ目にかかわる問題でもあるのですが、キャッシュアウトへの対応というもの、これはGPIFのほうで何度も説明の際におっしゃっているように、これは要するに最優先の課題だということで、これは何がなんでもやらなければいけないということだと思っておりますが、何回か前の運用委員会で、キャッシュアウトの対応について、AからHのケースそれぞれにおける見込額についての説明をいただいております、例えば今回のケースで言うと、EとGに対応するわけですが、2015年度から中期計画ということで5年間立ち上げていきますね。Eのケースで19.4兆円、約20兆円ですね。

○米澤委員長 済みません、キャッシュアウトのことはこの後で議論します。

○菅家委員 基本ポートフォリオにかかわる話として私は言っているんです。Gのケースで言うと24兆円ということになるわけですね、向こう5年間で。要するに10兆円前後のキャッシュアウトを想定しなければいけないということと、この基本ポートフォリオの関係についてどのようにお考えになっているのかということ。しかも、F、G、Hのケースですと、ずっとキャッシュアウトするわけですね。向こう5年間のみならず、その先も続くわけですね。キャッシュアウトするわけですね。キャッシュアウトの対応というのは、基本的にはキャッシュアウト等対応ファンドをつくるということなんですけれども、国内債

券で対応するということですね。

そのこととの関係で、基本ポートフォリオをどういうふうを考えなければならないのかということについて、少しお考えを出していただきたい。

●三谷理事長 おっしゃることは、キャッシュアウトが続いていけば、どんどん国内債券が減っていくではないかと。例えば30%だとすれば、それがまた20%になり、10%に落ちていくのではないかと。それはもちろんほうっておけばそうなるわけですがけれども、当然乖離許容幅も決まっているわけですから、それを少なくとも超えるような場合には、当然ほかの資産で補填する。もちろん超えなくても、市場の状況いかんでは、もう少し国内債券、ぐっと減ったけれども、復元しておいたほうがよいということであれば、それはそれでまたほかの資産を売って復元すればいいということですね。

○米澤委員長 よろしいですか。

○菅家委員 はい。

●清水調査室長 Gのケースでしたか、キャッシュアウトがいっぱい出てしまうというところについては、これはこの場でも私のほうが申し上げたのは、キャッシュアウトと運用の効率性というのはトレードオフの関係であって、キャッシュアウトを本当に確実に、例えばケースGを前提として、そういうものを積み上げるということであれば、それは逆に国内債券をそんなに減らさないということになるわけでございますけれども、その分、効率性というのは減る。そういう意味での運用の効率性とキャッシュアウトの確実性みたいなもののトレードオフを全体としてどう考えるか、そういう問題だということでございまして、これについては次のテーマにありますけれども、ある程度はキャッシュアウトを前提として、そこについてはきちんと手当てをしておくことによって確実性を増すということをございましては考えているということでございます。

○米澤委員長 この辺で整理というか、進め方の整理をさせていただきたいのですけれども、今日この後、予定していたものは、今、お話しした今後のキャッシュアウト対応についてと、もう一つ、トランジション・マネジャーの見直しについてというのが予定されていたのですが、どうも、まだいろいろ議論しなくてはいけないことが多々ありますので、今回、トランジション・マネジャーの見直しについては、今日は割愛させていただきまして、次回の運用委員会で議論させていただきたいと思います。時間が許す範囲におきまして、基本ポートフォリオの話と今後のキャッシュアウト対応についてということをございさせていただきます。それから、どうしても最後に外国株式における時価誤りの発生については、今日行いたいと思いますので、その分は最後の10分弱をとりたいと思います。

時間も迫っていますし、ちょうど今、話題もそちらのほうに移ってきましたので、委員限り2のキャッシュアウト等対応ファンドの再構築について、こちらのほうに話題を移らせていただきまして、また必要があればポートフォリオの話に関してもしたいと思います。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 それでは、今、菅家委員からも御指摘いただきましたが、委員限り2の

キャッシュアウト等対応ファンドの再構築について、御説明させていただきます。

表紙の上の枠囲みをごらんください。年金給付のための流動性確保につきましては、市場動向にかかわらず、確実にキャッシュアウト資金を確保する必要があります。このため、1つは満期保有の財投債の元利償還金、もう一つは、今ありますキャッシュアウト等対応ファンドの中で保有しております国債と一般債の元利償還金、この2つで対応していくわけですが、先ほども御議論ございましたが、新しい財政検証の結果を踏まえまして、今後10年程度キャッシュアウトが続くことを想定いたしまして、今あるキャッシュアウト等対応ファンドを再構築していきたいと考えております。

お手数ではございますが、2枚目の紙のグラフを御参照ください。このグラフでございますが、財政検証に基づくキャッシュアウト見込額と元利金の回収額の関係を示したものでございます。折れ線の実線と破線は、それぞれキャッシュアウトの下限と上限に対応しております。この折れ線グラフの実線と財投債及び既存のキャッシュアウト等対応ファンドの元利金の合計を示しております棒グラフの薄い青色と濃い青色の棒グラフの合計の関係、この線と青い棒グラフの2つを組み合わせたものの関係をご覧いただきますと、平成27年度以降、ギャップが見込まれております。それをオレンジ色にしている部分をつくって増やす必要があるということでございます。

このオレンジ色の部分については、何か資産を売却して対応するというのではなくて、BPI総合ファンドの現物移管をすることによって対応させていただきたいというのが、本件の大きなポイントでございます。

キャッシュアウトの水準そのものでございますが、平成27年度、平成28年度をご覧いただきますと5兆円程度ということですので、今、130兆円の資産と比べますと、4%くらいの数字が来年、再来年とキャッシュアウトで出ていくという計算になると申し添えさせていただきます。

もう一度、1枚目の紙にお戻りいただきたいのですけれども、上の囲みの2つ目ですが、先ほどご覧いただいた財政検証上のキャッシュアウトについては、実際のキャッシュアウト額と乖離がこれまでもございましたので、当面は第3期中期計画中の5年間おおむね確保する水準まで積み増すことをしてまいりたい。その後の状況変化に応じて、随時見直すということでもうかと考えております。

下のポンチ絵をご覧いただければと思うのですが、真ん中の絵が新しいキャッシュアウト等対応ファンドでございます。これは、大きく3つの構成要素から成り立っております。

まず1つ目は、残存10年以内の国債、元利金をそのままキャッシュアウトに活用するというもの。それから、2つ目は下に細長くなっておりますけれども、一般債、これは流動性が低いものですから、10年以上を含め、年限にかかわらず満期保有といたしまして、こちらもキャッシュアウトに対応してまいりたいということでございます。

残るはもう一つ、10年超の国債というものがあるわけですが、これにつきましては、新ポートへの移行、金利上昇に備えるということもございまして、順次、売却させていただ

く形でどうかというふうに考えております。

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した。

それでは、ただ今の説明に関して御意見等がございますでしょうか。よろしいですか。

○武田委員 キャッシュアウトに関する意見だけではございませんが、先ほど基本ポートフォリオのところで発言する機会がなかったため、3点意見を述べたいと思います。

1点目は、私も菅家委員がご指摘されたように、説明責任が非常に重要であるということとは同意いたします。選択と決定に関して国民にわかりやすく説明する必要があるわけで、今回の目的は、被保険者の利益のため、必要な利回りを確保することが大きな目的であるということは、我々はもちろんそういう認識をしているわけですが、公表するときには、それが最大の目的であることはしっかり述べたほうがよいと思います。そのために過度に集中しているポートフォリオをある程度分散することと、効率性だけではなく、リスクも考慮してポートフォリオを選択したことの説明が必要だと思います。

菅家委員がおっしゃった1年前からの比較という点、先ほどお話を伺いし、その点もしっかり考えたほうが良いと個人的に思います。2つ変化があったと私は認識しています。1つはマクロ環境の変化で、物価が上昇してきているのは事実です。1%台前半で推移しています。GDPギャップも消費税増税後の反動減で再び開いてはいますけれども、傾向としては縮小傾向にあります。

2つ目として、財政検証の結果が得られています。短期的にはリスクをとらないように見えても、中長期的には必要な利回りを確保できなければ困るという現実もあって、そのバランスを、我々はどう考えるかという視点が、1年前からの違いではないかと思いました。

もちろん納得性であるとか、国民にわかりやすい説明、これは必要不可欠だと思います。前提に恣意性があると思われまして、信頼が得られなくなってしまいますので、全ての前提に対して、なぜそれを選んだのかがわかりやすく伝わるように、我々も議論しなければなりませんし、事務局としても御用意いただきたいというのが私の意見です。

2点目は、ポートフォリオ選択に際して考慮すべき要素に関する意見です。効率性とリスクという観点だけで考えると、先ほどの5つのポートフォリオということになるわけですが、検討する際の視点として、先ほど堀江委員から御紹介いただいたとおり、昨日の議論の中では、移行に対するリスクも当然考慮しなければいけないという意見が出ていましたが、私もそう思います。

先ほどマクロ環境が変わってきたと申し上げました。現在、日本銀行がQE(量的・質的金融緩和)政策として、大規模な国債購入を行っているわけですが、物価が上昇してきましたと、債券市場の環境自体も変わりうるわけで、その辺も踏まえてポートフォリオを選ばなければなりませんし、選んだ後に、乖離許容幅などを活用しつつどう柔軟な運用をしていくかということも、大事な視点ではないかと思います。そのもとでキャッシュアウト等対応フ

ファンドの構築や国内債券の比率を考える必要があると思います。

3点目の意見は、運用管理体制をしっかりと整備するという事です。今回、複数のリスク指標を用いて多面的にリスクを考慮していますので、そうした点をまず説明することがあります。ただ、より重要なのはポートフォリオ決定後のリスク管理体制をどう整えていくかということだと思います。

今回はフォワード・ルッキングということで、マクロ環境を踏まえて資産の見直しをするわけですが、当然フォワード・ルッキングにみていたマクロ環境とは違ってくる可能性は十分にありますので、その点もみていく体制を築くことが国民への説明責任にもつながるのではないかと思います。

以前に経済環境分析、資産と負債に係るリスクに対するモデル開発、ツール作成の体制構築を検討するとのお話がございましたが、そうした体制を整えその状況を公表しないと、果たしてGPIFが運用していくのにそんな高度なことができるのかとの懸念をもたれますし、そうした懸念に対し、国民にも説明していく必要があるとも思います。そのときに単に委託で任せていますでは、外の見方を鵜呑みにするのかととられかねませんし、私も少々心配しております。内部でしっかりリスク管理できる体制が必要だと思いますので、体制を整えるということを進めていただきたいと思います。

○水野委員 キャッシュのことを言いたいのですけれども。

○米澤委員長 どうぞ。

○水野委員 要するにキャッシュアウト等対応ファンド、キャッシュアウトというのは別に国債だけではなくて、流動性のある株しか持っていませんので、いつでも売れるわけですが、逆にキャッシュアウト等対応ファンドをつくるメリットというのは、今までベンチマークのパックになっているものをここで分解して長いものを売っていけるという、これが一番のメリットということですか。

●三谷理事長 それもあるということです。

○水野委員 とりあえずはそれが大きなメリットですね。ここで消化できるという話ですね。

●三谷理事長 株とか、債券もそうですけれども、マーケットの状況によっては損を出しても売ることかといったケースもままあり得るわけですね。一応こういう形で元利金で対応できる部分が相当部分あれば、市場環境は極めて悪いのに、どうして売らなくちゃいけんだといったことはある程度抑えることができる。それが第一の趣旨でありまして。

○水野委員 それでよろしいと思います。それともう一つ、最初のリターンを求めるときに、3%のキャッシュのバランスというのは結構重荷になっているわけなんですけど、年金特会の部分をこの運用のポートフォリオに入れなければいけないところにちょっと納得ができてないのです。というのは、GPIFの今までの運用成績の発表というのは、ここは入っていませんね。年金特会の部分というのは、もちろんバランスシートの外だと思うのですが、ここを除外するだけでも正直0.1%くらい全体の目標よりも下がってくると

思うのですが。

○米澤委員長 ちょっとその点は、次回に向けて整理してもらって、場合によっては、もう少し緩くなるかもしれないし。

●清水調査室長 一言コメントを申し上げたいと思います。1ページ目、これは過去1年の実績を見ると、確かにこういう数字になっているのですが、特に我々は、今、キャッシュアウト局面、ある意味キャッシュをある程度保有しなければいけない状況で1.5%。実際にこのグラフを見ますと、キャッシュインの局面は余り要らなくて、そういう意味で、今後25年で、逆にキャッシュインのステージはこれから入ってくるので、そういうものを織り込むことによって、そこの精査はできるかなと。あとは今、御指摘のあった特会等の関係の制度を含めて、そこは宿題にさせていただければと思います。

○菅家委員 今、キャッシュインとおっしゃったけれども、生じるのはAからEのケースですね。

●清水調査室長 AからEです。

○菅家委員 そのケースだけですよね。

●清水調査室長 はい。逆にずっとキャッシュアウトが続くということ自体は、これは運用の問題というよりは制度の問題で。

○菅家委員 おっしゃるとおりです。そこにちょっとクエスチョンだということをおっしゃただけです。

○米澤委員長 今日、もう一つだけ、どうしてもやらなければいけないのがありますので、移らせてください。委員限り4の外国株式における時価誤りの発生についてと、委員限り5の平成26年度第1四半期運用状況の訂正について及び委員限り6の各資産の運用状況の補足説明の訂正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ます。

●青木審議役 簡潔に申し上げます。平成26年度第1四半期運用状況でございますが、8月末に記者発表し、先生方には関係資料をお送りしたところでございますが、その後、大変遺憾なことでございますが、外国株式において、6月末で約13億円時価が過大であったという誤りが判明いたしました。委員限り4にその関係を書いておりますけれども、外国株式の資産管理機関より、タイ株式4銘柄について、株式分割等を考慮した調整を行っていなかったため、時価誤りがあったという誤報があったもので、主因はシステム及びチェックミスということでございます。

対応方針でございますが、当法人としては、この事務過誤は資産管理業務に係る重大なものとの認識に立ちまして、外国株の資産管理機関に対しまして適切な再発防止策の策定を求めたところでありまして、先般、当該資産管理機関の社長も当法人に謝罪に訪れまして、事務の徹底的な点検を進めており、早急に文書により再発防止等について報告する旨、話がございました。

既に公表しました第1四半期の運用状況につきましては、本日の運用委員会終了後、速やかに厚生労働省記者クラブ等に訂正の情報提供を行い、あわせてホームページで公表を

行うこととしております。訂正用の資料が委員限り5でございまして、表紙に今、申し上げます資産管理機関の報告のこと等、またおわびの旨、書いてございます。

表紙をおめくりいただきまして、これ以降訂正をした数字に下線を付してございまして、最後のページに正誤表をつけております。

あと、委員限り6につきましては、四半期ディスクロズの都度、委員の先生方に記者発表資料とあわせてお渡ししてきた様式の資料でございまして、資産ごとのアクティブ・パッシブ別の金額、収益率等を記載しておりますけれども、今回の事務過誤によりまして、網かけの部分を訂正させていただきます。

御報告は簡単ですが、以上でございます。

○米澤委員長 まだ幾つか積み残されたものもあるかと思いますが、本日はこれで一応議事を終了したいと思います。

●三谷理事長 次回に向けて確認なのですが、お願いというか、最初に佐藤委員からも話がありましたが、7ページに一応候補として挙げた5つのポートフォリオ、これについて全部シミュレーションをするのか。これは先ほど申し上げたように結構負担も大きいものですから、今の話などを聞いていますと、最初と最後のところは余り御指示がないのかなというような感じもするので、少なくとも真ん中3つくらいに、上から2つ目のEとFとIですね。比率でいくと、国内債券が30%、国内株式が25%、外国債券20%、外国株式25%、もう一つが、30%、30%、20%、20%、もう一つは国内債券35%、国内株式25%、外国債券15%、外国株式25%、この3つくらいで限定させていただければと思っているのですが、いかがでございましょうか。

○水野委員 実際問題として、国内債券が、少なくとも提示されている中で、範囲内に入るのがjしかないのですね。

●清水調査室長 そうですね。

○水野委員 そうすると、F、Iあたりは大きなトランジションになるのは間違いない。

○米澤委員長 今日はここに関してどれかというのは、まだ議論したつもりはないのですが、全部ストレステストをやれというのは、それもちょっと無理だというのはよくわかるのですけれども。

○菅家委員 逆に真ん中の3つと、先ほどの話ではないけれども、1、3、5とか、違うやつをやったほうが傾向は見れると思います。

○清水委員 そうすると、2、3、5。

○米澤委員長 モンテカルロは全部やっていただきたい。

●清水調査室長 モンテカルロとなると、結局財政検証上のAからHまでの8つのシナリオごとに全部やるということもちょっと考えていますので、そうするとかなりのものを全部見ていただくという形になる。

○米澤委員長 というか、最後の分布で予定積立金の分布ということで、中心線は大体予想つくけれども、上限、下限がどんなになるかということ。

●清水調査室長 例えば現行からの移行ということを考えると、例えばBとEを比較いたしますと、現行のクライテリアを両方とも満たしているわけです。2つを見ると、2つとも満たしているのだったらリスクは低いほうが良いという考え方に立つと、Bというのは多分落ちるのだらうなど。Eというのは、両方満たしているという意味では1つ入ってくる。例えばそれを考える。FとI、これは30%、35%の違いであって、例えばですけれども、Fというのは、逆にEとかなり近いので、そういう意味で言うとIのほうを候補にして。あと、国内債券40%ということだとすれば、jを考えるとか、ジャストアイデアですけれども。

○米澤委員長 それはよろしいですね。上から2つ目と下2つ。

●清水調査室長 例えばj、外国債券5%というのは現実的かどうかという問題はあるのですが、40%あったほうがよいということであれば、それはそれでいいかなという気はしますけれども。

○武田委員 国内債券が30%、35%、40%なので。

○米澤委員長 暫定的にこの3つで詳細なというか。

○水野委員 Bは現実的に動いていますので、この25%と言われても。

●清水調査室長 これは現実的にちょっと無理だと。

○水野委員 現実感がゼロの感じです。

○米澤委員長 わかりました。そこまでは絞り込みましょう、3つに絞り込んで、可能な範囲でお願いしたいと思います。

●森参事官 絞り込みというよりも、中の作業としましては、そういうものについて詳細にやるという形でご整理願います。

●清水調査室長 作業としてはその3つに限定させていただくと。候補を絞り込んだということで、作業の対象の絞り込みという整理で行います。

○米澤委員長 対象の絞り込み、わかりました。

○佐藤委員 3つやると、インプリケーションが随分いっぱい出てくるのだらうと思うのですね。それだけ違うものをやればですね。

○清水委員 ただ、先ほど武田委員がおっしゃっていたように、マーケット環境はどんどん変化しているので、例えばここでじっくりやった結果として、いざ債券を売ろうというときに、日銀の買取りがなくなってしまう状況になるなど、私はどちらかというとその心配をしています。じっくりやるのもすごく大切ですが、ある程度早目に決めていかなければいけないという面もあります。今日の議論で考えてみますと、全く議論不消化のまま次の委員会になってしまうようで、何かこの先がその意味では心配になっています。むしろ、それであれば、私は検討作業班には入っていませんが、できれば検討作業班でない私たちも、こういう議論のときにはぜひ呼んでいただきたいなど。

○米澤委員長 事務局のほうでは対応していただけますか。

●清水調査室長 次が10月3日で、9月30日が検討作業班の予定でございます。

●三谷理事長 朝、9時半からです。

●清水調査室長 それで、そこを拡大みたいな形にするというのは1つ。

○米澤委員長 今から皆さん方集まっていたくのは難しいと思いますので、そこは我々3人が集まれる状況でございますので、9月30日の9時半から11時半。

●三谷理事長 それで10月3日で、もしできない可能性があるのであれば、予備日ということで、10月の半ば過ぎ以降くらいに、仮に設定しておくことも可能ですので、また、それは改めて皆様の御都合を伺わせていただいて、適当な日があれば、予備日として御連絡したいと思います。

○菅家委員 大臣のほうは大丈夫ですか。

●森参事官 認可の日はどうなるか未定です。

○水野委員 目標値のところは、きちんとこの委員会で決めないといけないですね。

●清水調査室長 そこは、ええ。

○水野委員 これを決めないことには何ともならないので。

○清水委員 だから検討作業班で議論をまとめるような、資料は余りつくってはいけないのかもしれませんが、でもそれなりにたたき台としてももう少しきっちりとしたものがあるといいです。

●清水調査室長 整理いたしますと、7年後に議事録が出ますので、そういう観点からも一応この位置づけにきちんと説明しておく必要があったということで御了解いただきたいのですが、そういう意味で申し上げますと、検討作業班の場合というのは、これは議事録も残りません。ですからそういう意味でこのメンバーに集まっていたいたとしても、そういう意味での非公式に一応なるという形でございますので、もうちょっとフリーといたしますか、そういうような感じにはなるかなというふうには思っています。

ただ、1.7%については、これは私からのお願いでございますけれども、できれば、そこは前提の話なので、この場で決めていただいたほうがありがたいということです。

○米澤委員長 今ということですね。

●清水調査室長 はい。正直プラス1.7%を下げるという話は、これまでのプラクティスからしても、我々は想定してなかったというのが偽らざる感じでございますので。

○堀江委員長代理 それはいいのですけれども、下げた案でどうなったかは別途示しておかないと、その資料はちゃんと準備できますね。

●清水調査室長 そういうことは当然やらさせていただきます。ただ、運用目標自体の議論となると、そこは随分全体が変わってくる話になるということです。

○米澤委員長 かなり事務局側というか、当局の強い要請と私は理解しましたがけれども、堀江委員が言ったように、見たい点もありますので。

●清水調査室長 作業としては当然。

○米澤委員長 納得感を持ってやりたいと思いますので、無理のない範囲で御用意いただければと思います。

○水野委員 プラス1.7%はこれで合意ということでもいいですね。

○米澤委員長 基本的には。

○菅家委員 ということは、森さん、年金部会の要請ですね。

●清水調査室長 プラス1.7%が年金部会の要請なのです。

●森参事官 先ほど御説明しましたように、中長期にプラス1.7%をとれるポートフォリオという話なのですが、今までは資産についても、定常状態と合わせてつくっていたということをごさいます、ただ、その資産のリターン・リスクにつきまして、別途違う考え方をするのだとしたら、そこはどういうふうな1.7%のこなし方、いわゆる足下を含めてどうするかというのは専門的に考えていただきたいというのが、先ほど私が申した話の繰り返しになりますけれども、そういうことをごさいます。

○水野委員 逆に変えるのであれば、我々に説明責任があると。なので、この説明責任を持つのは相当大変だと正直思います。堀江委員がおっしゃるように、気持ちとして、我々としてはチェックしなければいけないので、それであれば、一応我々はプラス1.7%で合意して。

○菅家委員 一方で10年間は10年間の数字がいろいろあるわけですね。

●清水調査室長 それはシミュレーションの中で当然つまびらかにするような形での作業をします。

○米澤委員長 わかりました。自分の頭も含めて納得させる意味も含めて、プラス1.7%は、皆さん合意されたと前に進みましょう。

●青貝企画部長 委員限り2につきましては、御了解いただいたということでよろしいでしょうか。

○米澤委員長 済みません、よろしいですね。

●青貝企画部長 念のため確認させていただきました。

○米澤委員長 そのようにさせていただきます。

●青貝企画部長 ありがとうございます。

○米澤委員長 最後に情報管理に関しまして、運用委員会として申し合わせを行いたいと思います。よろしくお願いたします。既に事務局のほうから資料も配付していただいているかと思いますが、改めまして、私から読み上げさせていただきます。

「一 基本ポートフォリオが公表されるまで、基本ポートフォリオに限らず、今後の運用委員会の開催日及び開催場所を含め、GPIFに関する問い合わせについては、公私いずれにおいても、すべて、「ノーコメント」とする。

なお、そのような申し合わせがあることを説明することは構わない。

我々においてはそういう申し合わせがあったということを説明して構わないということです。

「二 基本ポートフォリオが公表されるまで、法人ホームページにおける運用委員会の議事次第、資料、議事要旨等の更新は行わないことにする。」ということに決めたいと思

ます。

以上、これまでも守っていただいているかと思いますが、改めて確認ということで御理解いただければ幸いです。重ねてよろしくお願ひしたいと思ひます。

それでは、改めて事務局のほうからありますか。

●青木審議役 委員限り1の基本ポートフォリオの変更案、委員限り2のキャッシュアウト等対応ファンドの再構築につきましては、恐れ入りますが、回収させていただきますので、机の上に置いておいてくださいますようお願いいたします。

次回、85回運用委員会につきましては、10月3日の金曜日15時からということでございます。9月30日の検討作業班の関係につきましても、また、10月3日の会場の件につきましても、後日改めて御連絡をさせていただきます。

以上でございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございました。