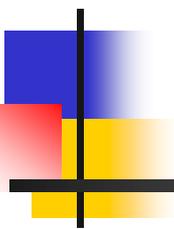


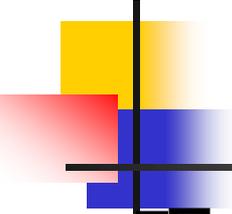
# 公的年金運用に関する 若干の検討課題



2011年12月19日

報告者 鹿毛雄二

(前 企業年金連合会常務理事)



# 1. 「運用目標」の再検討

---

- 現状の年金制度上の「運用利回り」
  - 超長期キャッシュフロー・シミュレーションを行う上での前提パラメーターの一つとして、年金債務について予想名目賃金上昇率など一定の前提を置いて選択されたもの
- 現状の年金積立金資産運用の目標
  - 選択された数理上のパラメーターとしての超長期「運用利回り」を資産運用上の「運用目標」として基本ポート策定、それをもとに運用を執行

## 問題点 1

# 運用目標と評価基準の整合性

### ■ 運用評価基準

- 「運用利回り一名目賃金上昇率」の実績値を年金財政上の想定値と比較して評価

### ■ 年金運用の目的「年金事業運営の安定に資するため」と 概念として整合的。ただし

- 財政検証のパラメーターはこれだけでない
- デフレスライド、マクロスライド実施も前提

### ■ 問題点

- 事前に確定できないものが目標たり得るか？
- 運用目標と評価基準との不整合

## 問題点-2

# 資産運用の観点

- 運用業務に目標はあるか？
  - 短・中期的にはリターンは管理できない。戦略的に管理できるのはリスク。リターンは結果、投資行動の目標たりえない
- 運用面の「目標」の意味
  - 特定のリターン水準でなく、確率分布
  - 超長期に達成すべきメドーむしろ「想定利回り」
  - 短期的にはこれと大きく乖離して当然

## 問題点-3

# タイムホライゾンのズレの問題

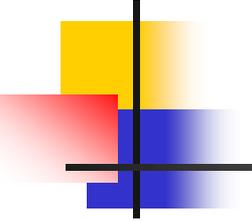
- 年金財政上のシミュレーション期間 : 100年
- 運用面で基本ポートフォリオ見直し期間:5年
  - 基本ポート策定のタイムホライズンは超長期
- 年金運用のタイムホライズンは想定される程には長くない
  - 国民及びその代表である政治家、メディアの短期的損失に対する許容度は必ずしも高くない。
- 超長期と中期・短期の整理必要



# 考え方ー1

---

- (超長期的に年金事業運営を安定させるための)投資政策策定の条件
  - (チャールズ・エリス、「敗者のゲーム」)
- 関係者のリスク許容度の範囲内
- 且つ資本市場の現実に即したものの



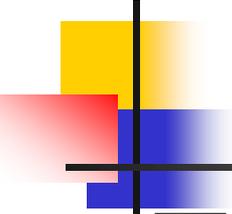
## 考え方ー2 リスクの示し方

---

- 国民のリスク許容度についての確認、一般的合意形成必要
  - 年金財政との兼ね合いにおいて検討されるべき
  - 許容できる損失率と損失額、特に最大損失額のメドを想定
- 基本ポート策定上のリスクの計量化
  - 一般的にはリターンの変動性
  - より分かりやすいのは内外株式への配分比率

# 考え方 3 年金財政上の想定 利回りと運用との関係

- 年金財政上の想定利回り策定
  - 国民のリスク許容度と、資本市場の現実を考慮すべき
- 基本ポート策定のための「想定利回り」
  - タイムホライズン5年程度とし、財政上の想定利回りの上下一定幅の中で策定してはどうか？
  - 超長期で想定利回り達成を期せば良いのではないか
- 運用執行の目標
  - 利回りでなく、リスク管理、(特に基本ポートフォリオ管理)及び、各資産について概ねベンチマーク並みの収益確保



## 2. 基本ポートフォリオの問題

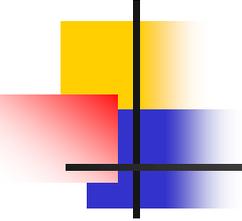
---

### ■ 国債のみの運用について

- 一般に単独資産への集中投資は、投資の大原則たる「分散投資」の観点から問題（過大リスク）
- 長期運用の最大の問題であるインフレに対処困難
- 低金利が継続し、長期的な財政問題が懸念される現状では年金財政上の期待に答えられるか疑問

### ■ 見直し頻度

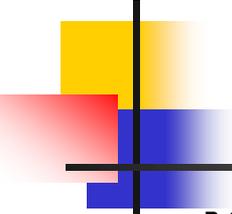
- 常識的に長期見通しを立てうる期間として、5年程度は適当。前提が大きく変わった場合は適宜



## 3. 運用手法

---

- 本来執行権限に属すべき事項
- パッシブ・アクティブ
  - この規模では原則パッシブは当然
  - ベンチマーク選定は、要検討
  - TOPIXをベンチマークとするパッシブ運用？：  
過去20年で-2.9%



## 4. その他

---

### ■ ガバナンスの問題

- 権限・責任の明確化 : 管理監督と現場の執行機能の分離
- 独立行政法人でない、日銀型の新たな組織の検討望まれる

### ■ 情報開示のあり方

- 運用へのマイナスを考慮する必要あり

### ■ 人材

- 必要な人材は、運用の専門家ではなく、運用管理の専門家