

## 専門委員会での積立金運用に関する主な意見の整理 (未定稿)

事務局の責任において、議事録等を暫定的に整理したもの

# 1 目標利回りの示し方

## (1) 賃金上昇率 + $\alpha$ か金利 + $\alpha$ か

- ・ 長期的には伝統的資産のリターンと賃金上昇率にはある程度の相関が見られることから、賃金上昇率 +  $\alpha$  という運用利回りの目標と整合的な基本ポートフォリオの構築は可能。
- ・ 運用利回りの目標が金利 +  $\alpha$  のほうがよいという考え方の背景には、市場で運用を行っている以上、金利 +  $\alpha$  のほうがより市場と連動する形で運用できるのではないかとということもあったものと理解。
- ・ 金利変動と債券の時価は、短期的には逆方向の動きをするので、例えば目標運用利回りが金利上昇の結果上昇しているにも関わらず、足下では多額の評価損が発生するという事態が想定され、この点をどうするかという問題はある。名目金利はマイナスにならないが、債券のリターンは時価評価を採用する以上、マイナスになることは十分ある。そのため、目標を金利 +  $\alpha$  とすることは、市場運用するに当たり、より適合しているとは言えない。
- ・ 運用利回りというのは資本の収益率なので、労働の収益率というよりはむしろ資本の限界生産性に近いのではないかと。
- ・ 年金財政から見ると、年金の受給額が賃金上昇率と連動しているのが、目標の立て方としては賃金上昇率 +  $\alpha$  というのが自然。ただ、市場とあまりかけ離れた運用をしているとまずいのでそれをチェックするという意味で、また、金利水準が年金財政に影響しないかという点から、金利を見なくて良いとは言いきれない面がある。
- ・ 年金給付は賃金水準あるいは物価水準に連動する。資本市場が何をベースに変動するのかということで、比較的一般的な考え方として受け入れられているのは物価上昇率だと思うので、物価上昇率に対する超過収益率というのが、運用目標としては受け入れやすいのではないかと。米国のフロリダ州の公務員年金については、アメリカ労働省が発表している消費者物価指数を上回る収益率が長期的な運用目標になっている。
- ・ 財政上は、物価上昇率 +  $\alpha$  という目標でも、賃金 +  $\alpha$  でもよいと思う。国内債券プラスアルファという目標でも、財政的には賃金と物価と金利が、将来的に著しく外れていってしまうというのは考えづらい。最近では、マイナスの物価も適正化していくという話もあるので、その中で考えれば、マイナスの期間も含めて、それほど大きな問題ではないと思っている。

## (2) 目標利回りの意義

- ・ 運用目標という言葉は混乱を与え、ミスリーディングでもある。むしろ、想定利回りと言う言葉のほうが実態を表している。
- ・ 実績運用利回りから実績賃金上昇率を差し引いたものが年金財政への貢献となり、評価されることは、年金事業運営の安定に資するためということで考える限り、概念としては整合的であるが、名目賃金上昇率で最終的な目標が決まってしまうなら、事前に確定できないものが行動の指針になるものなのか。

- 目標と言っているものと、評価の基準が合っていない。リターンは管理できないが、リスクであればある程度管理できるので、リスクを取っていくことで結果としてある程度リターンが出てくる。そういう構図の中で、リターンというのは投資行動の目標にはならないのではないかな。
- 運用の世界で使っている目標というのは、長期にわたるリターンの分布が、過去のそれぞれの資産の運用利回りがある程度正規分布に近くて、その分布の形が将来においてもある程度変わらないという前提を置いた上の確率分布のことである。したがって、そこから離れるリターンが発生する確率も必ずあって、ある一定の目標が達成できるとか、できないということにはならない。
- 現場の目標としては、リスク管理をきちんとして基本ポートを維持することとおおむねベンチマーク収益率を達成するということになるのではないかな。いまでも中期計画等ではそうなっているが、これが現実的なものと考えている。
- マーケットは常に変動しているので、目標値を絶対値であらかじめ定めておいて、結果を対比して見るというのは大変難しいと思う。目標としては、相対的な収益率、運用リターンという把握の仕方しかないと思う。
- 4.1%というのは2020年以降の話なので、足下ではそんなに高いリターンになっていない。それから、物価上昇率や賃金上昇率、金利などについて、これを基本的に固定値で与件としてしまっているところがあって、これを足下の運用環境に当てはめて議論するというのは、年金制度運営全体にとってのガバナンスという意味では、問題含みだと思っている。

### (3) 目標期間

- 例えばいまから5年、世界経済は非常に停滞していると考えたときに、100年間に通用する利回りよりも少し低めの運用でも十分合理性があるのではないかなということ、少し切り離すこともありうるのではないかな。
- 超長期のポートフォリオを作るときは、資産ごとに超長期のリターン目標を作るので、5年間についていえばもう少し目標は下ではないかなとかいった形でやっていって、そういうものを前提に5年でやってみて、それが現実的に超長期平均を達成する上での許容範囲に入っているかどうかということを検証しながらやっていくというのも、一つの方法ではないかな。
- 要するに5年ないしもう少し長く続くような環境を決めるようなファクターを見つけて利用するという話かと思うが、具体的にそれが何なのかというのは難しい。
- 一時的な変化であって、構造的な変化でないのであれば、5年以内で下ブレがあっても構わないわけで、あるショックが起こったとき、それが構造的なものなのか一時的なものかを判断する必要が出てくる。
- 下ブレがある程度を越えた場合、許容されないのではないかな。5年ごとに目標設定して多少リスクを押さえるというのは、超長期で見ればマイナス。しかし、社会的・政治的に必要なのであればやむを得ないのではないかな。
- 100年ということになると、どうやって検証するのかということがある。結果から見るかぎり、過去5年、10年で見て、想定したとおりには必ずしもなっていないので、

5年ごとに検証しながらやっていくという仕組みも、クオリティコントロールとしてはあった方がよい。

- 一応100年の目標を立てるけれども、5年ごとに見直していくので、それに意味がある。100年先まで精緻にやるということ格別な価値を見いだす必要はないし、無理だという認識。
- 整合的に分けなければ大変なことであるが、100年の年金財政の予定利率と GPIF が実際に策定するポートフォリオは、アンバランスでなければ分けてやるというのもいいと思う。そうすると、賃金上昇率+ $\alpha$ ではなく、例えばこの5年間は名目値で目標が定められる可能性も出てくるのではないか。
- 国民のリスク許容度や、それほど長くないタイムホライズンを考えると、想定利回りを5年程度で見直すという現行の仕組みは適当なのではないか。
- 資本市場はボラティリティが高いので、株は勿論、確定利付証券であっても価格は大きく変動する。したがって、半年間とか1年間で結果がどうだったということ判断するのは難しいので、過去にさかのぼって3年とか5年、あるいは10年ということで、結果がどうだったかを見る必要がある。
- 運用年限については、中期計画は5年であるが、それだとちょっと短すぎる。概ね10年、20年、30年はちょっと長すぎるかとは思ふ。

## 2 運用に関わるリスクの示し方

- 効率的フロンティアを算出して分散投資を行う場合、目標運用利回りと、その利回りを得るためのリスクは、曲線上で一カ所になる。その意味で、目標利回りとリスクの考え方は一体的に検討することが必要。
- 仮に運用利回り目標を賃金上昇率+ $\alpha$ とした場合、リスクについてもその目標と整合的な尺度を考慮することは必要。
- リスクについては、これまでは与えられた経済前提の数値を前提に、名目期待リターンがどの程度のばらつきがあるかということで、そのリスクについて国内債券で全額運用する場合と同程度のリスクを目標とするという形で対処してきたところ。
- 賃金上昇率+ $\alpha$ を目標とすると、目標自体が賃金上昇率の変動に伴って動くので、それに対する目標達成上でのばらつきをリスクと捉えるべきという考え方もあり得るのではないか。そうした観点からは、名目賃金上昇率に対する実質的なリターンのばらつき等をリスクとして考慮することが必要になるのではないか。
- 基本ポートフォリオは5年くらいを想定して作るのが適当ではないか。一方で、年金財政上に想定される利回りをそのまま年金運用上の利回りに使えばいいのではないかということになる。運用も長期であればあるほど、確率的にはある程度リスクが減っていくと理論的には言われており、確かに長期であるほど運用のリターンも高いものが期待できるというのは事実であるが、現実には、国民、メディアの場合、ある程度長期だからリスクを取ってと言って、結果的に短期的にはマイナスになると言うことに対する許容度がかなり低いのではないか。
- リスク許容度があまり高くないということは、年金というのは、一般に言われている

ほど長期運用ではないのではないか。

- 年金財政上の要請から当然欲しいリターンは出てくると思うが、それを考える上では、意思決定者のリスク許容度の範囲内であることと、資本市場の現実に即したものであることが加味されていないと、現実性を持たないので、この2つの上限を整えていく必要があるのではないか。
- 公的年金に関していえば、国民の許容度というのは、年度ごとの損失比率の問題というよりも、損失の絶対額であり、どこかにめどのようなものがあるのではないか。
- ポートフォリオのリスクの9割以上は内外株式によるものなので、最近、企業年金連合会でもやっているように、内外株式比率をリスクの代理変数と考えても良いのではないか。
- リスクの示し方については、例えば5年間など一定の期間において、運用収益率が物価上昇率を下回る確率を5%、10%あるいは20%以下にすることで、リスク度の目安を提示できるのではないか。

### 3 年金財政との関係

- 年金積立金運用のあり方を考える際に、120兆円の積立金が多いのか少ないのかがよくわからないので、給付義務の現在価値の計算が必要。そうでないと、果たして安全運用して良いのか、あるいは株式のリスク資産に投資して良いのかというのは評価がつきにくい。
- 年金財政のことがわからないと、ポートフォリオも決めにくい。年金財政によりポートフォリオも決定的に違ってくるので、十分な情報が必要。
- GPIFにおいても、ALMをやれと言われればできる。取り崩す額が増える中で負債に配慮しないことは年金財政にとってもあまりいいことではないと思うので、うまく担保できれば良い。
- 債務に対して積立金はたいしてあるわけではない。現在、債務に対して一定割合を確保するということを戦略的にやっていないので、この状況で債務を中心に議論することは、かなり制約を受けるのではないか。
- GPIFあるいは積立金に対応する負債は、将来のどの時点の年金支払いに充てるかははっきりしない。ただ漠然となるべくたくさん稼いで、将来助けになればいいということであって、その際に年金支払いは、おおまかには賃金水準と連動して動く部分が多いので、年金運用についても、そこをひとつの基準とするという考え方が出てきやすいということ。
- 当面のライアビリティサイドの問題として、年金支払いが受け取りを上回るので、そのキャッシュアウトに対応する流動性管理をきちんとしないといけないという、負債にマッチした資産管理が大事なイシューとしてある。
- ここ数年のように、年間数兆円にも及ぶキャッシュアウトが継続して見込まれる場合には、長期的観点からの効率的運用を確保しつつ、市場への影響を回避し、キャッシュアウトが安定的に実施できるような仕組みを中期目標等で整備することも必要ではないか。

- ・ 財政検証下で想定されていたキャッシュアウトのペースと比べて、予定以上にキャッシュアウトが増えていくとすると、予定外に資産の取り崩しは必要となるので、市場への影響も含め、それなりの準備が必要となるのではないか。
- ・ ヨーロッパなどでは、Liability Driven Investment というような、債券をキャッシュフロー・マッチングなりデュレーション・マッチングなりをするような話が出てきている。公的年金は基本的に賦課方式であるし、既発生債務を確保するのではなくて基本的にバッファファンドであるとか、給付が賃金や物価にスライドするなど、企業年金にない特徴があるので、こういった企業年金の考え方をいかに適用できるかという話、償還年限の長さといったものをいかに考慮すべきかという話も、一度この委員会の中で議論して欲しい。

## ○ デュレーション・マッチングについて

- ・ 一口にデュレーションといっても、ステレオタイプの考えるのではなく、定義や特徴を確認したうえで用途にかなうものであるか慎重に検討していく必要ではないか。
- ・ デュレーションのマッチングをすれば、いろいろなリスクがある場合に不確実性が除去できるかという、将来のキャッシュフローが名目で固定していない、インフレ率や賃金上昇率に複雑な形で依存しているので簡単なマッチングはできないと思う。大枠での考え方には有用性があると思うが、デュレーションにこだわり過ぎてもどうかと思う。
- ・ デュレーション・マッチングやキャッシュフロー・マッチングは、一つのALM的な手法と理解しているが、年金財政との関連を考えると、さまざまな形でシミュレーションを行い、例えばダウンサイドリスクなどといったリスク指標をどう考えるかということだと思う。
- ・ 金利がこれ以上下がると思えない、上がる確率の方がはるかに大きい状況において、デュレーション・マッチングをする意味はないのではないか。
- ・ 金利が上がる確率が高くなると、むしろデュレーション・マッチングする必要はなく、ほかの方法を考えていく必要があると思う。

## 4 運用手法について

### (1) 国債のみで運用すること等について

- ・ 国債のみの運用は、一般的にはリスクを抑えた運用と考えられているようであるが、一つの資産への集中というのは、リスク管理の大原則である分散投資ができていないという意味では、リスクが非常に大きい運用である。いま、世の中に存在しているもの単独で年金財政が賄えることは、基本的にはない。現実的な投資対象で、それだけに投資しておけばリスクもないというのは、実現性がなく、それが最大の問題点。将来にわたる判断が100%絶対ということがない以上は、何らかの形で分散する方がリ

スクを抑える。

- ・ リスク分散という観点から、株式を入れないという選択肢はなかったのではないかと。2割というのは結果からみると多すぎたということはあるかもしれないが、どちらかというともニミナムだと思う。
- ・ 債券あるいは国債のみの投資については、将来にわたり本当に物価上昇率あるいは賃金上昇率を十分に確保できるのか疑問が残る。確かに過去を見れば、日本の大きな流れはデフレ・低金利であったので、債券あるいは国債を買っていれば問題なかったと言える。しかし、このようなデフレ・低金利がこの先ますます続くと考えることは難しい。もし将来物価や賃金が増えれば、払う年金額はそれに連動して増えるが、金利の上昇は債券の価格下落をもたらすので、結果的に損失を被る可能性が高いと思う。

## (2) 投資対象

- ・ いまの基本ポートフォリオの、日本株、日本債券、外国株、外国債券の4資産という構成は、非常に順当なものの考え方。世界の株式市場は2,300兆円、債券市場は3,000兆円くらいあり、この二つが投資・資産運用のメインのカテゴリー。ヘッジファンドは160兆円くらい。したがって、GPIFのような大きな基金が投資する対象として選ぶものは、この二つだと思う。米国の例、カナダの例を見ても、債券と株式、かつ国内外というのが一般的。
- ・ 世界の株式市場の国別の時価総額を見ると、米国を中心にイギリス、日本、カナダ、オーストラリアといったところに続き、中国、韓国、ブラジル、台湾といった新興国も大きくなっている。こうした国の位置付けが上がっているということも考えながら、資産運用を考えることが必要。
- ・ 世界の時価総額の上位100社を10年末の時点でみると、アメリカ企業が上げた純利益は大変大きい(時価総額と純利益の相関係数は0.992。)我が国はこのランクでは11番目であり、100大企業の中には3社。純利益も他の国と比べてあまり大きな数値ではない。株式市場の投資対象については、株式投資の収益源泉が利益であると考えれば、こうしたことも下敷きにして考える必要がある。
- ・ 基本4資産以外の資産を取り組むことは、全体の分散効果が効くし、コモディティの場合、インフレ追随率が高いので、運用のメリットはあると言える。しかし、日本の公的年金の規模から考えると、そういったものに投資する場合には、ベースをよく確かめて、必要かどうかということとともに、やるとすれば、徐々にやっていくことが賢いと思う。
- ・ かなり債券のウェイトが高くても、ある一部はリスクを取ったものを加味しながら分散投資することによってリスクをコントロールすれば、原則的には賃金上昇や物価上昇はカバーできると思う。
- ・ GPIFは人員面、予算面で相当大きな制約があり、非伝統的資産に踏み出す場合に、現在、伝統的資産に対し行っているのと同様に細かく管理することは難しい。

### (3) パッシブ運用とアクティブ運用

- ・ 運用手法について、これだけの規模であれば、大部分はパッシブ運用が原則とならざるを得ないが、その枠組の中でも、ベンチマークについては議論の余地があるのではないか。
- ・ アクティブ、パッシブについては、双方を併用することに落ち着くのではないか。ベンチマークを上回るマネジャーはまれであるが、だからといってアクティブをやめた方はなかなかいないというのが現実。
- ・ 一般的には、市場の効率性が高いといわれる先進国の大型株はパッシブが有効で、非効率なマーケットといわれる小型株とか新興株の市場ではアクティブといわれているが、最近ではインデックスを作るレベルも上がっているし、世界中の投資家が注目すればするほど、効率的になっていくのではないか。
- ・ アクティブ運用は大勝ちして、大負けしても、差し引きで勝っていればいいといういわれ方もするが、取ったリスクに対比して運用成果を評価する方が妥当性が高いのではないか。

### (4) その他

- ・ 運用手法は、基本的に想定利回りや基本ポートフォリオを決めた先の問題で、執行部に任せる問題であり、ポリシーとして与えることにはならないのではないか。

## 5 その他

### (1) 組織

- ・ 現場に必要な能力は、ファンドマネジャーをたくさん抱えることではなく、基本的な運用は外部委託しているので、運用の専門家ではなく、運用管理の専門家が必要だということ。
- ・ 運用管理の専門性があっても、運用目標を与えるとか、管理監督の専門性とはスキルも違うし、運用はいろいろな形でプラスになったりマイナスになったり、説明責任を要することもあるので、権限・責任はできるだけはっきりと分離していた方がよい。組織もそういう形に持って行くことが望ましい。現在の独立行政法人という形ではなく、日銀型のような一定の独立性を持って、間接的にコントロールできる組織が良いのではないか。
- ・ 現在の GPIF は情報開示が世界でもっとも行われている組織だと思うが、マーケット当事者は常に眺めていて、GPIF が次にどう動くかというのが予想がついているということになるので、結果的に運用面でマイナスになることも多いのではないか。情報開示は非常に大事であるが、日銀のように記録の公表を時期的にずらしてやることも必要なのではないか。



## (2) 社会的責任投資、ESG(環境、社会的責任、ガバナンス)投資

- ・ 調査機関のデータを直接使う場合はパフォーマンスがプラスになるが、データがいったんファンドマネージャーに渡り、ファンドマネージャーが自らの評価基準も入れて投資対象企業を選択した場合、パフォーマンスが良くない。ファンドマネージャーの選択が良くないのではないかと思う。
- ・ ESG指標の作り方も国によって違うし、ウェイトの使い方も違うと思う、そのような作り方も工夫しないといけないかと思う。

## (3) その他

- ・ 経済見通しに関してシナリオを立てて議論する必要があるのではないか。例えば、国債のデフォルトまで踏み込んだシナリオや、世界経済全体の流れを組み込んだシナリオなど。
- ・ 外れることも想定しなければならず、1本のシナリオで将来を描くことは難しい。
- ・ リスクについても賃金上昇率のばらつきを考慮するという話があったが、年金の運用全体の目標の考え方としてのリスクと、各個別資産の市場リスクを考える際のリスクというのは、分けて考えた方がいいのではないか。仮に各アセットクラスのリスクを賃金上昇率のボラティリティにしてしまうと、株などのリスクを極めて過小評価してしまう可能性がある。
- ・ 基本ポートフォリオを作る上での資産ごとの想定利回りを超長期と5年で分けて作るというのも一つの方法ではないか。
- ・ マクロ経済の話と運用利回りの話を同じ土俵の上でやることになったのはよい。しかし、マクロ経済の話積み上げて運用利回りを予測してもうまくいかないのも、同時に例えば30年国債の利回りはどうなっているかといった金融市場の実際の動きも見据えながら議論することが必要。
- ・ マーケット情報をきちんと見た方がいいという意見があった。イーロードカーブに基づき、1年ごとのフォワードレートをずっと先まで作り、水平になるところを見れば、マーケットが長期の均衡に達するところと考えているところがわかるという見方もある。
- ・ 当面5年から10年くらいの間は、GPIFの持っている債券などから利回りを導くことはできないのか。それを足下の財政検証に使う方が、財政検証とキャッシュアウトの乖離が小さくなっていくのではないか。
- ・ GPIFはビッグプレイヤーではあるが、瞬間的な投資額、購入額あるいは売却というのは、それほど大きくないと思う。100兆円と20兆円の差というのは、大勢の運用会社を使って分散されていくので、ないとはいわないが、運用に差し障るような差ではないと思う。
- ・ アメリカのカルパースは10年間で5.549%。最大の収益率を上げたのは2003年で23.3%、最悪は2008年の-27.8%だ。リスクを取って運用していても、長期的に考えればならされるということと言える。