

第 39 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 22 年 6 月 22 日 (火) 10:00～11:55
2. 場 所:年金積立金管理運用独立行政法人 会議室
3. 出席者:植田委員長 ・宇野委員長代理 ・稲葉委員 ・臼杵委員 ・小幡委員
・草野委員 ・佐藤委員 ・村上委員 ・山崎委員

4. 議 事

- (1) 平成 21 年事業年度財務諸表等 (案) について
- (2) 平成 21 年度業務概況書 (案) について
- (3) 平成 21 年事業年度業務実績評価シート (案) について
- (4) その他

- 玉木審議役 それでは定刻でございますので、ただいまより第 39 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、能見委員につきましては、御都合により御欠席とのことでございます。

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、本日大変大部になってございますが、資料の確認をさせていただきます。

議事次第、座席図のほか、

委員限り 1、「平成 21 事業年度財務諸表等 (案)」

委員限り 2、「平成 21 事業年度財務諸表等 (案) について」

委員限り 3、「平成 21 年度業務概況書 (案)」

委員限り 4、「平成 21 年事業年度年金積立金管理運用独立行政法人業務実績評価シート (案)」

委員限り 4 参考資料、「業務実績評価シートに関する自己評価 (18 年度～21 年度の比較) 等について」

委員限り 5、「外国債券パッシブ・外国株式パッシブ運用受託機関の選定 (第 1 次審査結果) について」

委員限り 6、「運用委員会議事録の公表について」

委員限り 7、「エマージング株式について」

委員限り 8、「リスク管理状況等の報告 (平成 22 年 4 月)」

本日は、資料が大変多く、また厚くなっておりますので、運用委員会終了後、机上に置いておいていただければ、後ほど御指定の送付先に郵送させていただきます。

以上でございます。よろしゅうございましょうか。

それでは、以後の進行につきましては、植田委員長にお願いいたします。

○植田委員長 本日はお忙しいところ、どうもありがとうございます。

それでは、最初に議題１、「平成 21 事業年度財務諸表等（案）について」と、議題２、「平成 21 年度業務概況書（案）について」、事務局から説明をお願いします。

●高野管理部長 管理部長でございます。21 年度決算について、お手元資料の分厚いものですけれども、委員限り１と、委員限り２、これに基づきまして、まず財務諸表の説明をいたします。

まず委員限り１を御覧いただきたいと思います。独立行政法人通則法に従いまして独法は事業年度終了後３か月以内に主務大臣に提出してその承認を受けることとされております。今後、法人内で所要の手続を経まして６月３０日には厚生労働大臣に承認方提出する予定になってございます。主務大臣はその後、独立行政法人評価委員会の意見を聞いた上で承認すると、こういった手続になっておりまして、今後７月から８月にかけて開催される予定の独立行政法人評価委員会におきまして当法人の財務諸表等につきましても審議がなされまして、９月上旬頃までには承認いただけるものかと推測しております。ちなみに昨年は９月１０日に承認をいただいております。

なお、それまでの間は、この資料の左肩に「厚生労働大臣承認まで非公表」と記載しておりますので、お取扱いにつきましてはよろしくをお願いいたします。

それから、当法人の経理でございますけれども、独法の個別法によりまして区分経理が求められてございます。「財務諸表（法人全体）」の下に財務諸表として、厚生年金勘定、国民年金勘定、総合勘定、承継資金運用勘定と記載されておりますけれども、この四つの勘定に区分経理をしているといったことでございます。

それから、この表書き、その下に、事業報告書、決算報告書とございます。その後に監事の意見というものがございすけれども、現在監事が決算監査中でございまして、まだ今日の段階ではこの監事の意見は添付されてございません。

一番下の会計監査人の意見、これはこの厚い資料の最後のページでございすけれども、「独立監査人の監査報告書」ということで、私どもの監査法人であります新日本監査法人からは、この６月１８日付で適正意見をいただいていると、こういった状況でございます。

それから、決算、大まかなところにつきましては、会計基準等につきましては、前年度と比べまして、今年度（21 年度）は、二つほど大きく変更になった点がございす。一つ目は損益計算書の様式の変更でございまして、二つ目は金融商品に関わる注記でございす。この厚いほうの９ページを御覧いただきたいと思います。９ページの下の方ですが、「７．損益計算書関係」というものがありまして、ここに書いてありますように、平成 22 年 3 月 26 日付で当法人の財務会計に関わる省令が改正されました。これに基づきまして、損益計算書の様式を変更しております。この経緯は、昨年の独法評価委員会の中で、私どもの財務を担当されております樋口委員が、私どもの法人の損益計算

書につきましては、独法横並びの体裁よりは企業会計に近い形で表記して、特に運用損益を先に持ってくるのが望ましいといった御意見を提出されまして、これにつきまして厚生労働省のほうで省令を変更したと聞いております。

それから、会計基準関係では、次の 10 ページをおめくりいただきますと、上のほうの「10. 金融商品関係」というところがございます。これは私どもの財務諸表は基本的には独立行政法人会計基準に従い作成しておりますけれども、平成 20 年 3 月 30 日付で会計基準が一部改定されておまして、これに従いまして、金融商品の時価等に関する注記が新たに加わったということでございます。この中身につきましては割愛いたしますけれども、基本的には企業会計のほうにおきまして、この金融商品に関する注記がこの 3 月決算から加わったと。これに伴うものと同様の処理でございます。

それでは、21 年度の財務諸表等（案）につきまして、本来であればこの中身をきちんと説明するのですが、時間の関係もございますので、すみませんが、委員限り 2 のほうを御覧いただけますでしょうか。

委員限り 2 の資料の 1 枚おめくりいただきますと、「平成 21 事業年度の財務諸表等の概要」と書いてございます。貸借対照表、損益計算書の順に簡単に御説明いたします。

まず貸借対照表についてですけれども、(1) 資産の部と記載しておまして、四角く囲った表につきましては、これ自体は財務諸表に表現されているものではありませんで、わかりやすく我々の運用資産額を表記しております。平成 21 年度の運用資産額は 122 兆 8,425 億円ということで、それを一般的に言われております市場運用分、財投債に分けて記載しております。市場運用分としまして 102 兆 2,668 億円、財投債が 20 兆 5,756 億円ということでございます。枠の下でございますが、貸借対照表上は私ども金銭等の信託という勘定科目で表現しておまして、これは流動資産と固定資産に分類して計上しております。

まず流動資産については、売買目的有価証券、これはいわゆる市場運用分ですけれども、これが 102 兆 2,668 億円ありまして、それから、引き受けました財投債のうち、これは満期保有目的債券ということになりますけれども、満期まで 1 年以内の財投債、これが 2 兆 3,634 億円ということでございます。

固定資産のほうで計上しております金銭等の信託は、財投債のうち満期まで 1 年超のものですけれども、これが 18 兆 2,122 億円ということになっております。なお、資産の評価につきましては、金融商品に関する会計基準に基づきまして、売買目的の有価証券は時価法、満期保有目的の債券は償却原価法により評価しております。ただし、この下の、「なお」ということで、1 ページ一番下を書いてありますけれども、満期保有目的債券は簿価では 20 兆 5,756 億円でありますけれども、これを時価評価いたしますと 21 兆 1,926 億円という状況になっております。

次に 2 ページのほうですけれども、先ほど説明いたしました運用資産の増減内容をざっとまとめてみますと、運用寄託金の出入りがありまして、21 年度からは大量の運用寄

託金の償還があったということですが、それから、財政融資資金からの借入金の返済、こういったキャッシュアウトに加えまして、資産運用損益が 9 兆 1,850 億円ありまして、合計いたしまして運用資産の増減としては 5 兆 2,139 億円増加しております。その結果、法人全体の資産合計が 122 兆 8,442 億円ということになっております。

次に (2) 負債の部ですが、負債の部も流動負債と固定負債とに分類して計上しておりますが、流動負債の大宗は 1 年以内返済予定長期借入金、これが 1,521 億円でございます。これは財政融資資金からの借入金ですが、この 22 年度で全額返済予定になっておりますので、長期借入金、固定負債のほうには計上していないといった状況でございます。

それから、運用手数料等の未払分として未払金を 128 億円ほど計上しております。固定負債は運用寄託金限りでして、これが現在 121 兆 4,011 億円という状況です。この結果、法人全体の負債合計が 121 兆 5,668 億円ということで、20 年度末と比較いたしますと、3 兆 9,358 億円減少しております。

それから、(3) 純資産の部です。私ども資本金は国からの政府出資金が 1 億円ですが、利益剰余金を計上しております。当期の利益が 9 兆 1,500 億円です。20 年度末には繰越欠損金が 7 兆 8,727 億円ありましたが、これを回収いたしまして、結果として利益剰余金が 1 兆 2,773 億円、資本金と合わせまして法人全体の純資産が 1 兆 2,774 億円という状況になっております。

3 ページの損益計算書についての概略ですが、この表の中では、いわゆる市場運用分と財投債部分の運用損益を区分しております。運用資産全体としての収益が 9 兆 1,850 億円でございます。

それから、法人全体といたしましては、9 兆 1,850 億円に若干の雑益がありまして、経常収益が 9 兆 1,853 億円でございます。

一方、費用でございますが、資産運用業務費が 348 億円。これは運用手数料と長期借入金の借入利息といったものが大宗ですが、これが 348 億円ありまして、その他、一般管理費が 6 億円ということで、経常費用として、353 億円を計上した結果、当期の総利益として、9 兆 1,500 億円を計上したと、こういった結果になっております。

簡単ではございますが、以上でございます。

- 玉木審議役 続きまして、お手元の資料の委員限り 3 でございます。「平成 21 年度業務概況書 (案)」につきまして、御説明申し上げます。

この資料、横長のもので 100 ページほどと分量は昨年とあまり変わってございません。1 枚おめくりいただきまして、目次がございます。こちらに沿って構造だけ御説明しますと、最初に理事長の御挨拶がありまして、続きまして運用結果の概要、これは 21 年度のファイナンシャルハイライトというべきものでございます。

第 1 章が、21 年度の運用結果の細かな説明でありまして、第 2 章が 21 年度の様々な取り組みでございます。第 3 章に、私どもの運用の枠組みと当法人の役割、制度的な説明

を加えておりまして、最後【各種資料等】というところにかかなりのボリュームの定量的な情報等を載せている、そういう構造でございます。

お手元の資料、3ページに行ってくださいますと、ファイナンシャルハイライト・運用結果の概要の1ページ目でございます。21年度の収益率でございますが、内外株式の大幅上昇によりまして、+7.91%ということになってございます。

1枚おめくりいただきますと、同じ趣旨ではありますが、収益の額で申しますと、こちら9兆1,850億円でございます。

あと、資産構成割合等につきましては、年度末のスナップショットにつきましては、5ページにあるとおりでありまして、国内債券でいえば、基本ポートフォリオベースで65.08と若干のアンダーウエイトといった形で終わっておりますが、1枚おめくりいただきまして、年度中の動きが出ているものがございます。こちらを御覧いただきますと、国内債券が期初70.34のオーバーウエイトから出発しましたが、途中、前回御説明申し上げたような財投債の償還金利金によりますキャッシュアウトを行ったこと等によりまして、67%に戻ってまいりまして、期末におきまして、内外株式が上昇いたしましたことから内外株式のウエイトがオーバーになって債券がアンダーになるという形で終わった形になっております。

あと、次のページですけれども、こちらは平成16年財政再計算における年金積立金全体の長期的な運用利回りとの関係でございます。こちらは名目賃金上昇率+1.1%とされていたところでして、また、こちらが第1期の運用の目標でもあったわけでございます。この点、21年度の欄を御覧いただきますと、名目賃金上昇率が-4.06%となりまして、この結果、財政再計算に沿った名目運用利回り、これは-3%でございましたが、これに対します実績が、先ほど申し上げた+7.91となったわけでございます。

あと、もう一枚おめくりいただきますと、年金積立金の自主運用を開始しました。すなわち財投改革以降の累積の収益の姿でございます。20年度-9兆3,000億円の大幅なマイナスになりましたが、21年度にそれを大体取り戻す形になりまして、13~21年度の累積では、右端の一番背の高い棒にありますように11兆6,893億円になったところでございます。

以下、第1章は21年度の運用結果についての詳細でして、20ページに飛んでいただきますと、こちらは前回のキャッシュアウトの御説明で使った表とほぼ同じですが、各アセットクラスにつきまして、月毎の配分、回収の金額を示したものでございます。2月、3月のところを御覧いただきますと、国内債券の市場運用分につきまして、合計7,200億円の回収を行ったことが書いております。

あと、もう一枚おめくりいただきますと、22ページですが、これも前回の運用委員会でご言及いたしましたGARCHモデルにつきましての説明をコラムで行っております。

あと、27ページ以降、第2章、21年度の取組ということとして、この章には第2期中期計画における基本ポートフォリオの作成であるとか、株主議決権行使等に関します記

述がございます。

34 ページ御覧いただきますと、手数料コストの効率化という項目がありますけれども、こちら平成 21 年度の運用手数料と資産管理信託に払います管理手数料、こちらの合計が 30 億円減少しております。こちらは資産管理機関を集約したこと等が主な要因でありまして、運用残高に対します管理運用委託手数料の率は 0.02%という結果になっております。

あと、第 3 章は、先ほど申し上げた制度的な説明でして、続いて資料がございまして、各種の定量的な情報が並んでいるということでございます。

以上でございます。

○植田委員長 それでは、今の御説明について、何か御質問等ありましたら、お願いいたします。

○小幡委員 最初の財務諸表の資料の細かいことで恐縮なのですが、5 ページのところで、経常経費が資産運用業務費と一般管理費に分かれていて、給与手当がそれぞれ分けて計上されているのですが、これは分かれている理由はどういう理由なのですか。

●高野管理部長 経常費用の区分の仕方につきましては、原則我々は、独法会計基準のひな形に準じておりますけれども、上のほうで資産運用業務費、これはいわゆる直接部門的なところでありまして、私どもの法人で申しますと、運用業務に携わっている部分、それから、一般管理費は名前のとおり、いわゆる間接部門といったところでありまして、ここで給料につきまして、実際に配置されている実態に合わせて計上しているということでございます。

○小幡委員 後ろのほうで、72 ページです。職員数は 75 名で、平均年齢が 43.5 歳とあるのですが、これと同じようなデータはこの二つに分けてはあるのですか。

●高野管理部長 それにつきましては、ブレイクダウンした一般管理費の部分と業務経費の部分での平均年齢については分けておりませんけれども、人数につきましては、概ね全体として 75 名から、下の一般管理費が、この時点ではたまたまですけれども、約 18 名～20 名と。

○小幡委員 資産運用業務のほうは何名ですか。

●高野管理部長 資産運用業務は 55～57 名程度ということになりますでしょうか。57 名程度と。

○小幡委員 57 名。

●高野管理部長 若干期中で入り繰りがございますので、平均値というものをきちんと押さえてはおりませんけれども、大体 75 名を基準にいたしますと、うち一般管理費の部分が 18 名～20 名ということで、逆に業務部門のほうは 55 名～57 名というような数字になっております。

○小幡委員 年齢は大体どういう感じなのですか。

●高野管理部長 年齢はほぼ同じような感じではございますが、やや一般管理費のほうは

高いかもしれません。

○小幡委員 ありがとうございます。

○植田委員長 ほかにいかがですか。

○山崎委員 13 ページに各勘定を法人単位にまとめた表がありますがけれども、調整の中で、9兆円を未収金と未払い金で消しているような感じがありますよね。これは何を意味しているのでしょうか。

●高野管理部長 私どもの計上いたしました収益は、基本的に総合勘定というところでまとめて合同運用しております。基本的には運用成績、収益が総合勘定において実現されてくるのですが、総合勘定というのは一種の経過勘定みたいな存在でありまして、これは基本的には厚生年金勘定、国民年金勘定、承継資金運用勘定という各勘定にそれぞれ収益が分配されると、こういう形になっておりますので、未収金のところは結局収益の分配なのでございます。

○山崎委員 厚生年金勘定が未収になっているということなのですね。

●高野管理部長 はい。

○山崎委員 総合勘定に対してと。

●高野管理部長 はい。

○山崎委員 とりあえずは総合勘定で全部集約しておいて、最後に各勘定に回しているということですか。

●高野管理部長 はい。

○臼杵委員 細かい話ですが、業務概況書の7ページの「財政再計算における長期的な運用利回りとの比較」の表なのですが、頭のところに名目賃金上昇率プラス 1.1 と書いてあって、21年度はそういうふうな計算には表面上はなっていないのですが、23ページに同じものが出ていて、ここの（注3）を見ると、これを計算すると多分 1.1 に対して -4.06 を足し算したのではないということがわかるのですが、これはそういう理解でよろしいのですか。

●玉木審議役 そうですね。こちらはあくまでハイライトでございますので、見やすさを優先しております。ただ、委員の御指摘のような細かな定義等につきましては、この7ページのタイトルのところに（23 頁参照）とありますけれども、こちらを御覧いただくように、特に記者レク等では注意を喚起したいと思っております。

○臼杵委員 プレスとかだと、結構また誤解する人とか出てくるかもしれない。

●玉木審議役 そこは注意してレクしたいと思います。

○植田委員長 ほかによろしいですか。

それでは、3番目の議題に移りたいと思います。「平成 21 事業年度業務実績評価シート（案）について」です。

●玉木審議役 続きましての御説明ですが、お手元の資料、委員限り 4 はこういう

大変分厚いものでありまして、こちらは何がこんなにたくさん書いてあるかと申しますと、私どもの事業を行っていく上でいろんな事項がありまして、それにつきまして、目標はこうなっている、計画はこうなっているというのがありまして、あと、年度中に何をやったというのがありまして、あと、それに対して自己評価はこうなのです、その理由はこうですといったことが、たくさんの項目に従って書いてあるというものでありまして、本日は、こちらをととても御説明している時間ございませんので、委員限り4参考資料というこちらの1枚紙のほうで簡単に御説明申し上げます。

こちらは厚生労働省の独立行政法人評価委員会の中に年金部会というところがありまして、こちらに来月提出するための自己評価を平成18事業年度から時系列で並べたものでございます。こちらを御覧いただきますと、「S」とか「A」とかという数字が並んでおりますが、「S」が一番いい評価でございまして、「C」などが悪いほうでございます。表の左半分を占めておりますのは、評価委員会が評価する際の評価項目でございます。これが【評価項目1】1. 効率的な業務運営体制の確立から、裏のほうへいきまして、【評価項目20】(2) 施設及び設備に関する計画などに向かっていくわけでございます。

かいつまんで申し上げるということで御説明すれば、【評価項目5】5. 業務運営の効率化に伴う経費節減につきまして、右端の平成21年度の自己評価を御覧いただきますと、私ども「S」を付けております。こちらにつきましては、先ほど業務概況書の中でも御説明を申し上げましたけれども、資産管理機関の集約に伴う経費節減効果が21年度非常に大きくなった、フルに寄与するようになったという点に着目しまして、自己評価「S」としたところでございます。

あと、そのほかに「S」と付けましたのは、【評価項目8】3. 情報公開でありまして、私どもの情報公開姿勢というのは何年も継続しているわけでございますが、21事業年度につきましては、ホームページのアクセスなどを見たり、あるいは私どもで作成、公表しております運用委員会の議事要旨がかなり詳しくなったとかといったことに関しまして、私どもとしては一度「S」を付けてみようかということで付けてみたところでございます。

あと、ずっと「A」が続いておりまして、最後の右下のところを御覧いただきますと「S」が二つ、「A」が17、「B」が1ということで、こちらにつきましては、大体例年どおりの形になっております。

以上です。

○植田委員長 御質問等ありましたら、お願いいたします。

○臼杵委員 すみません、評価はこれで結構かと思うので、何回も聞いていてわかってなくて申し訳ないのですが、これを評価するのは厚労省の独法評価委員でしょうか。

●玉木審議役 さようでございます。

○臼杵委員 委員の数というのは5人ぐらいいらっしゃるのですか。

●玉木審議役 そうですね。

- 臼杵委員 運用の専門家でない方も中にはいらっしゃるということでしょうか。
- 玉木審議役 いわゆる運用の、ファイナンス論の学者または実務家ではない方もおられます。
- 臼杵委員 それで、最終的にもう一回、総務省のほうにも評価はいくのですか、これは。
- 玉木審議役 ええ、そうです。
- 臼杵委員 そこでもう一回、評価されるのですか。
- 玉木審議役 いわゆる二次評価というのを総務省で行います。
- 臼杵委員 わかりました。
- 草野委員 自己評価というのは非常に大事なことだと思いますけれども、前にも申し上げましたが、かなり無駄ですよ、正直言いますと。物すごい労力をかけた割には、効果はあまり上がらないという感じがしますよね。これはここで言ってもしょうがない話なので、総務省のほうで言わなければいけないのでしょうか、感想です。
- 小幡委員 ちょっとすみません、さっきの資料にちょっと戻ってもいいですか。すみません。業務概況書の、例えば 71 ページと 75 ページなのですが、国内債券のパッシブ運用で、自家運用の超過収益率がいつも高いみたいなのですが、過去 5 年もそうですね。75 ページのほうです。これは何か制度的な、あるいは構造的要因があるのですか。
- 大江運用部長 こういう結果だということでございます。
- 小幡委員 何かルールが違うとか、それとも手数料込みなのですか。
- 大江運用部長 これは一般的なルールに従いまして手数料控除前でやっております。
- 小幡委員 そしたら何で超過収益率がいつも、今年だけでなく、直近 3 年だけでなく 5 年でも。
- 大江運用部長 こういう。
- 小幡委員 バイアクシデントとかですか。
- 大江運用部長 正直申し上げますと、インハウスの場合、ほかと違いまして、銘柄がパッシブにしては若干少ないなど、いろいろそういう運用のやり方の違い等もありまして、こういう結果になっていると理解しております。
- 植田委員長 確かにおもしろいといえばおもしろい。
- 小幡委員 過去もっと明確に議論したことがあるのですか。
- 大江運用部長 いいえ、特に。
- 小幡委員 議論していない。
- 大江運用部長 いずれ、これにつきましては、年に 1 回の運用機関の評価をやっております。そういった中でまた報告できようかと思えます。
- 臼杵委員 前に基本ポートフォリオのときにも、もう少しパッシブを増やしたほうがいいのではないかと、そういう議論はありましたよね。
- 大江運用部長 そのときは、もちろんこれは手数料もありますけれども、やはり一つに集中するときのトレーディングコストの問題、マーケット・インパクト、あるいはオペ

レーショナル・リスクの問題、それから、当法人に集中することの問題等々ございまして、議論はありましたけれども、現状この形でやらせていただいているというものでございます。

○植田委員長 よろしいですか。

それでは、次に入りまして、資料としては5になりますけれども、「外国債券パッシブ・外国株式パッシブ運用受託機関の選定（第1次審査結果）について」、事務局からお願いします。

●大江運用部長 私のほうから、委員限り5を使いまして、「外国債券パッシブ、外国株式パッシブ運用受託機関の選定（第1次審査結果）について」、御報告を申し上げます。よろしゅうございますか。委員限り5でございます。

1 ページ目の1. にありますように、今回1次審査応募資格要件について、新たに応募があった新規運用機関につきまして1次審査を実施しております。審査の結果、外債パッシブにつきましては、応募のあった9社全社を1次審査通過とし、外国株式パッシブについては9社全社を1次審査通過としたというのが結果でございます。

手続、中身的には下の（参考）を御覧いただきますと、右側が評価基準でございます。それから、最終的には運用手数料も見るという評価基準になっております。

それから、左側の1次～3次の流れでございますけれども、1次審査につきましては、応募した運用機関の提出書類に基づきまして選定ということで、見る中身は後でも御説明申し上げますが、関係法令上の認可等の公募要件、あるいは運用資産残高、運用実績といったものでございます。いわゆる足切りのための審査でございます。

それから、2次審査、ここでは実際に私どもがヒアリングをさせていただいて、評価基準でいうと、投資方針等の運用能力の部分を見るということでありまして、新規応募の運用機関と既にお願ひしている運用機関両方をこの段階で審査をいたします。このヒアリング結果を踏まえまして、運用手数料は3次でありますので、それを除く総合評価を実施いたしまして、3次審査に進めるべきものを選定するという形でございます。

それから、最終的に3次審査（運用機関の決定）ですけれども、そこに書いてありますように、2次審査を通過しました運用機関につきまして、現地におけるヒアリング、運用拠点が国内であれば国内ですし、海外であれば海外、現地に赴きましてヒアリングをさせていただくと。その結果を踏まえまして、運用能力と運用手数料を含む総合評価を実施いたしまして、その結果と運用機関構成を勘案いたしまして、選定作業を進めるというのが手順でございます。

今回具体的なものは6 ページ、7 ページ御覧いただければと思います。6 ページが外債パッシブの今回新たに応募があったものの関係するファクトシート、7 ページが外株パッシブでございます。

6 ページのほうで見ますと、A社から、外株パッシブはJ社からございますが、左の

1～5の項目でございます。

1. 「金融商品取引法」に基づく金融商品取引業者としての登録等ということで、法令に基づいて運用をすることができる能力を有していること。

2. 年金運用資産残高 1,000 億円以上、こういったものは、ある程度の年金運用としての実績を有していること。

3. 4. でございますけれども、外債パッシブ、外株パッシブそれぞれ今後審査に付するコンポジット、運用コンポジットの運用資産残高 500 億円以上、あるいは実績5年以上ということで、全く新たに始めているものは2次には進めずにこの1次の段階で、というふうな考え方でございます。

それから、5. につきましては、過去3年以内に資金運用業務に関し著しく不適當な行為がないかどうかということで、こういった五つにつきまして、これは予め公募の段階で既に応募する運用機関にお示しをしておりますが、これに基づきまして審査をさせていただきます。

例えば外債パッシブの場合ですと、F社とかI社のところのコンポジットに「※」が付いておりますが、これはそこの特記事項にございますように、合成したファンドでの応募ということで、これは私どもが最終的に採用するベンチマークはグローバルなエクスジャパンでございますけれども、地域ごとに例えばヨーロッパ、アメリカ、北米とか、そういった形で実際に運用しております。応募はそれを合成した形で応募いただいたというものでございます。ただ、こういったものは2次審査の中で実際に内容を見させていただいて判断をしたいということで1次は通過ということでございます。

そういったお話が2ページから3、4というふうに文章で書かせていただいております。

最後、5ページのところでございます。今後のスケジュール等でございますけれども、これまで公募、1次審査で、これを運用委員会に報告ということで進めさせていただいておりますが、2次審査はこれが本日の運用委員会終わった後、6月の下旬から7月にかけてましてヒアリングをやりまして審査を行いたいと思っております。

それから、3次審査以降につきましては、恐らく秋の段階になろうかと思いますが、その（注）に書いてございますように、2次の段階までは私どもで進めさせていただきまして、運用委員会には報告を、3次審査の段階につきましては、実際の運用機関への現地でのヒアリングは私ども進めさせていただきまして、案をつくらせていただいた上で、運用委員会で御議論いただくという予定でございます。

私からの説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等、お願いします。

○宇野委員長代理 この資料の中で、「要保護情報」という言葉が使われたのは初めてではないかと思うのですが、何か特別な意味があるのでしょうか。

●大江運用部長 これはG P I F 内部でやるときに付けているものが恐らく残ったという、

すみません、事務的なミスです。委員限りの資料でございますので、委員会にお出しするときは、必要ないものでございます。

○臼杵委員　そもそも論で恐縮なのですが、これはこれとして進めていくということで結構かと思うのですが、例えば外債とか外株のアクティブも3年か5年でマネジャーを見直しているように記憶しているのですが、そもそもそういうマネジャーストラクチャー全体をどうするかという話は定期的に議論をするとか、そういうことにはなっている、例えば、業務概況書の40ページにそれぞれのアセットクラス別のアクティブ、パッシブの内訳を書いておられるわけですが、そういう議論はここの場でするようなことにはなっているのでしょうか。

●大江運用部長　今回から運用委員会でも御審議ということにはなっていますが、これまでも運用機関のマネジャーストラクチャーの見直しをする段階、方針を決める段階では運用委員会でも御議論をいただいております。直近でも外株、国内株式の場合は確か、私はまだおりませんでしたけど、基本方針を決める段階で2回ほど、1回ではなかなか議論が収斂せずに2回ほど議論したという経過もあったかと思います。したがって、これまでも運用委員会で個社をどうするかということは別にいたしまして、基本的なストラクチャーはかなり御議論をいただいているという認識はしておりまして、それは今後とも原則3年に一度で、アクティブだけでも4資産ございますので、少なくとも毎年1ないし2資産について、基本的な、今おっしゃったアクティブ、パッシブ、あるいはその中のストラクチャーをどうするかという議論は、当然今後とも継続して御議論いただくものというふうに考えております。

○臼杵委員　今回はとりあえずアクティブ、パッシブという議論は、またアクティブの見直しのとき等にするという前提で、パッシブのほうのこの枠の中でマネジャーをどうするかという話をすると、そういう理解で良いですか。

●大江運用部長　アクティブは正直言いまして、見直して1年少しということで、あのときはあのときの考え方でアクティブ、パッシブの割合等も御議論いただいて、そういう形にさせていただいております。したがって、今回パッシブ、これはストラクチャーといってもどちらかというと運用機関見直しをしていなかったということもありまして、行いますが、アクティブ、パッシブ比率がまた変わってきたりとかということがあれば、それは実際に選定終わった後でも、オペレーションの問題としてやり方はいろんな議論ありますが、やりようはいくらでもある。ただ、今回どちらかというと、見直しそのものをしばらくやっていなかったのもので、一度やらせていただいて、アクティブの見直しの際にはそういったものもトータルに議論させていただければと思っております。

○臼杵委員　はい、わかりました。

○村上委員　資料の方に評価基準がいろいろ書いてありますように、形式的な基準、テクニカルな要件については細かく見ていただくとして、多少精神論的になるかと思いますが、このような国民の大事な年金資産なので、どのような運用機関であれば、国

民の大事な資金を委託するに値するのかなというような、そのようなメッセージが伝わるといいと思います。例えば国内外ともに、このような運用機関像といったようなものです。すなわち、G P I Fが委託するに当たり、例えばこのような大事なお金を運用することに対する認識においてC E OとC I Oの間に齟齬がなく受託者責任を果たすということが一致しているのかどうか、それから、運用のクオリティーとか、その維持・向上に向けての認識が会社全体として一致しているのかどうか、そのようなところというのは判断していくという思想が、これらのどこかあるのではないかなと思うのですが。

- 大江運用部長 基本的にはその評価基準に書いてございますように、運用能力と手数料の水準、こういったものを総合的に勘案してストラクチャーを考えて選定をしていくわけでございます。ただ、おっしゃるように、経営トップの経営資源、注力の仕方というものももちろん重要な要素だろうと思います。実際に私どもが選定過程で2次、3次、特に3次になりますと、現地にも赴きますし、そういった機会にC I OあるいはC E Oともお話をさせていただく機会ございますので、そういった機会をまた通じまして、そういう社としての考え方もまた確認する機会はあるのだろうと考えております。

○植田委員長 ほかによろしいですか。

それでは、次の議題に進みたいと思いますが、資料は委員限り6になりますが、「運用委員会議事録の公表について」、これも最初に事務局から御説明をお願いします。

- 玉木審議役 お手元の資料、委員限り6は基本的には前回と同じものでございます。違っておりますのは分厚くなっていることございまして、その理由は11ページ以降にございます。11ページ以降、数十ページにわたりまして、これまでの運用委員会の議事要旨につきまして一部分ピックアップしてこういった形になっておりますということを改めてお示しするものでございます。テーマとしまして、運用機関の選定、解約等に関するもの、これが例えば1ページ目でしたら、第7回の会合というふうに、次のページであれば、第8回、第9回と続けてございます。

あと、17ページから、運用受託機関総合評価に関するもの。18ページからはキャッシュアウト関係のものがございまして、あと、20ページ以降、この資料50ページまでありますので、30ページぐらいは、昨年度中の基本ポートフォリオ関係のものでございます。

これを御覧いただきますと、私どもの議事要旨のスタイルというのは、「●」が事務局、「○」は委員の誰かという形でつくられておりまして、委員の名前は出ていないけれども、一種問答の形になっているというものでございます。

あと、昨年度中の基本ポートフォリオのようなテーマにおきましては、御覧のような形で、3ページ、4ページぐらいが1回当たり使われているというところでございます。

あともう一点ですけれども、こちらはお手元資料の5ページ、6ページでございます。こちらは作成及び公表要領（案）、これは運用委員会規則の下部規定としてつくってはいかがですかということで前回申し上げたものでございます。それが一部私どもの原案が修正されてございます。と申しますのは、前回のものにおきましては、皆様に議事録の

確認をいただくという文言が非開示情報等、削除の仕方に関する文言の前にございまして、それでいきますと、非開示情報を織り込む、あるいは削除する前のものだけについて皆様の確認をいただくというふうに読まれかねないところがございましたけれども、当方事務局で想定してございますのは、私どものほうでここを削除するということを明示したものを皆様に確認いただくというふうにすることをもって、この要領上の運用委員会の確認としたいと思っておりますので、その点につきまして不明確なことが生じないようにしたところでございます。

具体的には、確認をいただくという文言を第4条に置きまして、第3条の非公表情報の定め等の後に置くというふうにしたものでございます。

資料の説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、前回に引き続き議論したいと思いますが、大まかに議事録をゆっくり公表するという御意見の方と、早めに公表するほうがいいという方との間で意見が割れていたということだと思っておりますが、前回以降、お考えになったことを含めて、もう一度こういう点を留意してほしいという御意見、あるいは御意見を変えられたとか、どういう観点からでも結構ですが、何かございましたらお願いします。

○稲葉委員 私自身は考え方を变えているわけではなくて、議事要旨を出した後、議事録は必要だとすれば、しばらく時間を置いて公表するという考え方でいいのではないかと思います。その際、議事要旨の出し方の工夫はもう少し考える余地があるかもしれないと思っています。これは問答の形で議事要旨が出されているわけですが、結局この委員会で議事がどんなふうに進行了のかというのをもう少し読んでわかるような形に要約するというふうに出すほうが親切で、そうすると実際細かい言葉じりはともかく、この委員会でどういう審議がなされたのかというのが一般の人にわかりやすい。それがある程度丁寧に要約されていれば、それで十分所期の目的は達成される。

事後、しばらくたってから発表される議事録で、その要約の仕方は適切な要約をしているということが証明されると、そういうふうな形になるのがよろしいのではないかと感じました。

○山崎委員 議事要旨をお作りになるときは、委員の方に、事前に確認されていらっしゃるのでしょうか。

●玉木審議役 はい。普通、運用委員会におきましては、前回の議事要旨が議事のトップにございます。ただ、今回だけは前回からまだあまり日が経ってないということで間に合っていないということでありまして、この資料の後ろにほうにございますようなものは、毎回皆様の御確認をいただくという手順を踏んでおります。

○草野委員 議事録といっても、議事録要旨というのは、いろんなのが多分あると思うのですよね。私も公務員倫理審査会の仕事をやらせてもらっているのですが、あの議事録なんていうのは数行ですよね。「何々の項目について全員一致で決定」と、これしか書いてないのですよね。そういう議事録も一方である。

この運用委員会の議事録を公開する目的は何かということだと思うのですが、この議論をできるだけ国民の皆さんに早く知ってもらうということであれば、できるだけ早く公表をしたほうが良いと思いますが、一方で日銀の政策委員会の議事録のように、歴史的にここのところはしっかりして記録をとっておく必要がある、外交文書なんかも多分そうなのでしょうけれども、そういうことを重視するのであれば、ある一定の期間を置いて発表せざるを得ないというふうに思います。

今までこの運用委員会の議論に参加させていただいている限りでは、そんなに長く後ろまで持っていかなければならないような議論はほとんど、ごく一部を除いてはなかったのではないかと思います。いろいろ大臣の意向等もあって、この運用委員会でもっと突っ込んだ議論をなさйтеということになれば、今後そう早く出すとちょっとまずいねということが出てくる可能性が多分にあるのではないかと思います。7年がいいか、10年がいいか、私はどっちでもいいのですが、一つの記録として議事録はしっかりとして、それはいろんな影響を考慮して一定期間後に発表するということにならざるを得ないのではないかと思います。

以上です。

- 山崎委員 今、考えておられる議事録は基本的に一字一句とは言わないけれど、発言を正確にあらわすものを出そうということで、先ほど草野さんがおっしゃったような、承認されたとか、そういう話ではないということなのですね。
- 玉木審議役 その点は、5ページ、作成及び公表要領の第2条、「議事録は、発言者名を明記の上、原則として逐語で記録する」と、この趣旨にのっとって作ろうと思っております。
- 植田委員長 早めに国民の皆さんに知ってもらうということであれば、稲葉委員がおっしゃったように、議事要旨をできる範囲で工夫してメッセージ性を強めるという形での対応は十分あり得ると思いますけれども。
- 佐藤委員 私は前回の意見では透明性を重視するのであれば速やかに出すべきではないかということだったのですが、やはり一つ同様の質問なのですが、議事録というのは、誰がどのように言ったという逐語形式、つまり草野さんがおっしゃったように、公務員審査委員会でしたか、数行で、この議案は誰々が提案して、どういう決定がなされたというものではなくて、事細かに詳細を記したものとすることなのですか。それは何かで決まっているのですか、そうしなければいけないものなのですか。
- 玉木審議役 議事録ですか。
- 佐藤委員 はい。そうしなければいけないと何か決まっているのですか。議事録はこうあるべきものであるという何か定義があるのでしょうか。
- 玉木審議役 その点につきましては、特に中期目標に議事録の定義が何行か書いてあるということではもちろんないのですが、ただ、今回いただいた中期目標は、従来の議事要旨の存在を前提にして置かれたものと考えてございます。

○佐藤委員 であれば、草野さんがおっしゃるように、どちらを重視するかということですが、すけれども、一方で、あまり早いタイミングで公表すると、この委員会の発言がかえって制約されてしまう。これは前回の小幡さんの御意見だと思うのですが、市場に与える影響力といったことも考えると、やっぱり一定期間なのだろうなというように私も思います。

ただ、7年とか10年とか言われると、アキュレシー・正確さを検証するにしてもちょっと期間が長くて、一方で中期計画のサイクルが5年ということを考えると、そこを念頭に置きながら、その中でもできるだけ早い時期に出したほうが良い。ただ、前回申し上げたような1か月とかそういうタイミングではなくて、もう少し長い一定期間ということと、議事録にどういうことは記載して、どういうことは記載しないかというところを明確にしておくべきではないかなと。それによって出せるタイミングというのも変わってくるのかなと思います。

○山崎委員 私の見解は、議事録はきちんとおっしゃったことを書いていただくと。例えば発言が個人批判だとか、そういう話になったら消していただいたほうがいいと思いますけど。それを何となく言ったけど、消してしまうとかというのは本来記録という意味ではよくないのではないかなと思うので、きちんと書くと。きちんと書くことを前提に、それが出たときに世の中に差し障りのないタイムフレームはいつなのかという議論をしていただかないといけないのではないかなと思うのですね。

○植田委員長 私の日銀のときの経験ですと、議論の大体の骨格というのは議事要旨でほとんど外に伝わって、議事録は何のために使われてきたかということ、一つは、稲葉委員がおっしゃったように、議事要旨が正しい要旨になっているかということのチェックと、後は外からの興味として、こういう方向に議論が行ったのだけれども、議事要旨でわかるけれども、誰が主導してそういう結果になったのか、個別名を知りたいというようなことが多かったように思います。

それでは、議事録はきちんと、本当に差し障りがあることは合意の上で削除することできちんと書く。それから、議事要旨については、多少工夫の余地があるのであれば、今後、検討してみるということの上で、まず5年なのか、7年なのか、10年なのか、あれですが、少し長めのスパンで議事録のほうは公開していくという感じでもよろしいですか。

(「はい」と声あり)

○植田委員長 その上で、5、7、10年くらいあるのですが、どういたしましょうか。

○山崎委員 事務局が7年がぎりぎりだというような説明をされているように私は理解したのですが、10年と7年のこのタイムフレームの作り方を教えてください。

●玉木審議役 一つは、例えば15年、20年とかいう、そういう古文書にしてしまうという発想はないだろうというところがありましたことは事実でございます。例えば5年というのは、私どもの中期目標の期間、あるいは中期目標の期間が理事長の任期でもあると

ということもありまして、これを超えなかったらいけないと言われると、厳格にそうとはいえないのですけれども、議事要旨が一応我々としてはなるべく一生懸命出したつもりであるというところからすると、5年を超えるという枠内で考えるのかなということがございます。

あとは5超で、かつ15とか未満であるという、節目はまず10年だろうなということとございますが、他方で、それに対するオルタナティブが、対案が12年とか13年なくて、やっぱり1桁のほうなのだろうというふうに私の頭は回っていたところがございます。ただ、いずれにしても、7年であって、なぜ6年や8年でないのかという根拠は、なかなか運用委員会の規則であるということでありまして、例えば7年に何か特別意味があるのかと問われると、本当にそこに書いたようなことをやるということとございます。

○山崎委員 これは中期計画期間開始前の2年前から議論を始めている可能性があるから、5年でやると、その中期計画期間中に議論の内容が表に出てしまうかもしれないというおそれがあると、こうっておられる。

●玉木審議役 はい。それで、あと出るものが、運用委員のお名前付きであるということとございます。

●三谷理事長 基本ポートフォリオの議論を前回始めたのが1年半ぐらい前からと私聞いておりますので、そうすると2年ぐらいはアローアンスを設けたほうがいいのかということだと思います。

○小幡委員 そこで出たらまずい議論は、具体的にいうとどういう議論が出るとまずいということですか。

○宇野委員長代理 基本的に私も7年というのは比較的よく考えられたのだなと思ったのですけれども、例えば5年で出してしまうと、前回の中期ポートフォリオを検討していたときに、例えばヘッジファンドに投資をするということに積極的だったのは誰なのか、消極的だったのは誰なのかというのが名前付きで出してしまう。それを前提にして業者からの働きかけがあったり、あるいは新聞記者からの取材があったりということで、時期はどうするつもりなのですかと。委員を続けていた場合にはそういった形で過去の発言に基づいて、今度はどういうお考えですかということを事細かに探られる可能性が出てくると思うのです。そういう目的に使われないという意味では7年というのは一ついいのかなというふうに思いました。

○小幡委員 そうすると、委員の任期は今2年でしたか、2年で何期までというのは、特に上限はないということですか。

○宇野委員長代理 ないです。

○植田委員長 いかがでしょう。そうすると、今の点を多少考えるとすれば、7年か、10年かということになってきますが。

○山崎委員 7年だったらリスクが少ないと、それ以下だとリスクがあり得るということ

であると、私は7年というのはリーズナブルかなと思っています。

○稲葉委員 運用委員会の個人的な問題を重視するということだと任期とリンクするという考え方になってくると思うのですよね。日銀の場合は審議している委員の任期が5年で、重任が仮にあったとしても、10年間ふたをしていけば、困ったことは起こらないだろうと。今回そういうことではないというわけですが、そういうことで10年ということにする必要はないのかもしれない。しかし5年以上ということだと、その間で7年というのは、ある意味で合理的な話ではないかなと思います。

○小幡委員 働きかけということであれば、議事録が出ようが出まいが、ある程度雰囲気は多分向こうもプロですからわかると思うので。

○稲葉委員 それはまずいのではないですか。

○小幡委員 だから働きかけはいずれにせよ、議事要旨が出れば、誰か当たりをつけるわけですね。特定はできないけど、何人かに。そうしたら、間接的な働き、すごい直接的なのはやりにくいかもしれないですけど、いずれにせよ、そういう働きかけに対しては、議事録が出ようが出まいが、毅然としてというか、関わりを持たずに言うことは聞かないというスタンスだから、あんまり本質的には関係ないというか、気がしますが、実際私なんかは運用委員になって、みんな驚いていたと思うので、書類を送りつけてきたり、いろいろあったんですけど、結局関係ないんですけど、それは筋論としては別だと思うのです。おっしゃる意味はよくわかる。だから、とりたてて7年に反対するわけではないんですけど。

○稲葉委員 あまりこういうときに「毅然として」とか、そういう言葉は出さない、観念は使わないほうがいいと思いますね。つまりそういうことで、何でも人間としてそういうのができるのだという前提であれば、こういう工夫というのはあまり議論しても意味がないんですけど、そういう危険性があるときにきちんとした議論をどう維持するかというのを制度的にどう担保するかというのは考えていったほうがよくて、そういう意味では、あまり「毅然として」というような言い方はしないほうがいいのではないですか。

○植田委員長 ちょっと話が飛んでしまいましたが、この委員のマスコミとの接触の仕方に関する内部ルールとか何か作ってあるのですか。

●三谷理事長 守秘義務を一応お願いしていると。

○植田委員長 一般的に守秘義務ということですか。

●玉木審議役 いわゆるブラックアウトとか、そういうものはございませんが、みなし公務員としての守秘義務でございます。

●清水調査室長 みなし公務員ではないです。

●玉木審議役 規定を確認いたします。

○臼杵委員 G P I Fの法律上あるのですね。

●三谷理事長 法律上にある守秘義務。

○臼杵委員 普通の守秘義務があるわけですね。

○植田委員長 例えば日銀のときですとか、こういう委員会で、自分が述べた意見を外で同じ意見を言うのはいいのだけれども、ほかの人がこの委員会でこういうことを言ったというのを対外的に言うことは禁じられているというような部分があったと思うのですけれども、それはまたおいおいちょっと。

7年か、10年かはいずれにしても決めないといけませんが、いかがでしょうか。あまり決め手はないですね、10年という。

○佐藤委員 7年で困らないのであれば、早めにという意味では、私は7年が良いではないかと思うのですが、7年で困るという理由はあるのでしょうか。

○植田委員長 それはなさそうですね。

○小幡委員 何で7年なのだと言われたときに、その説明をしなければいけないというのはあるかもしれないですね。

○稲葉委員 それは先ほどの5年と、それと2年と。

○佐藤委員 それを説明していただくしかないのではないのでしょうか。

○臼杵委員 私も7年で構わないと思います。あとは、さっき稲葉委員がおっしゃったように、議事要旨をもうちょっと読みやすくというか、イメージとしては、例えばこの議題について、事務局からこういう説明があって、委員からこういう質問ないし意見があって、事務局からまたそういう応答があったと、そういうのを一つ一つ書いていくと、そういうことですか。

○稲葉委員 ええ。

○臼杵委員 多分そのほうが、私も毎回議事要旨を、これでいいですかといって、読むのは結構大変。そのほうが、普通の人が読んで議論の方向がよくわかるのではないかという感じはしますけど。

○小幡委員 ただ、分量的には議事要旨にしてはいっぱい書いてある。

○臼杵委員 そうですね。

○草野委員 多いとき、5ページぐらいあったのではないですかね。

○植田委員長 それでは7年ということによろしいですか、皆さん。

(「はい」と声あり)

○植田委員長 それで、今の委員限り6の資料の3～6ページに運用委員会の規則とか公表の要領の案があるのですけれども、これもお決めいただかないといけないのですが、例えば6ページの最後には、議事録の公表をどの運用委員会からするというのが書いてありまして、この案では、前回の委員会の分から公表するという案になっています。先ほど事務局から、前回に比べて今回修正した点の御説明もありましたが、この案によろしいですか。

●玉木審議役 委員長、第5条に「10」という数字がこの紙に入っています。

○植田委員長 そしたら、それは変えていただいて。それでは、よろしいでしょうか。

7年後で、細則等について、先ほどの3～6ページの案のとおりとするということに決

定したいと思います。

○山崎委員 これは前回の委員会から。

○植田委員長 前回の分から。

○山崎委員 議事録をつくるということですね。

●玉木審議役 さようでございます。先ほど、私、「みなし公務員」ということを言っていました。皆様の秘密保持義務というのは、G P I F法の第13条にごく普通に規定してございまして、特にみなし公務員ということではないということでございます。

あと、今後、事務局のほうで、議事録につきましては作成をしてみたい。その際、作成及び公表要領の第2条に従いまして、原則、逐語で記録。それから、案件に係る議論と関係のない発言は、対象としない。聴取不能な部分は、確認する。あるいは第3条にありますような、話し言葉特有の表現などにつきましては変更といったようなことに従ってとりあえず試しに作ってみます。

それから、同じく要領の第3項にございますような、非公表情報の扱いとか、削除等の仕方等につきましては、これは相当程度走りながら考えるということもございまして、委員の皆様方の特段の御指導をよろしくお願ひしたいと思う次第でございます。

○山崎委員 すみません、先ほどの話で、秘密を漏らしてはいけないというのはあるのだが、何が秘密かというのは実は厄介な話ですね。先ほど委員長おっしゃっておられたけど、自分が言ったことは言ってもよい、自分の意見なのだから、誰に対しても、でもほかのことは言っちゃいけない。運用規則ではないけど、何か具体的にやっていただかないと、秘密と言われて、おまえ言った、なんて言われても困るのですが。

もう少し具体的に決めていただいたほうがよろしいのではないかと思いますので、この13条は13条として。

●八神参事官 厚生労働省でございますが、職務上知り得た秘密というのは、公務員でもなかなか、どれがというのはなかなか難しいところがございます。それを定義するというのは結構難しく、結局は個々個別に判断をするしかない。ただ、一般的にメディアの方の取材を受けないでくださいというつもりはございませんので、取材を受けられた場合に、もちろんそれぞれの方々の御意見というのはありまじょうし、それをおっしゃってくださることがだめだということはないと思っています。ただ、ここに出てきた、議論の中で出てきた、あるいは資料の中で出てきて、明らかに対外秘であるようなものは、それは御遠慮をいただかなければいけないと思っておりますし、そういうことでございます。ちょっと定義というのは難しいと思っております。

○山崎委員 自分の意見は、別にマスコミとは限らないわけですね。ほかのところでもあり得るわけですが、自分の意見はここで主張したことを、ほかで言っても構わないと思っております。

●八神参事官 例えば山崎さんが思っておられる御意見というのも、口をつぐんでくださ

いということではないです。

○山崎委員 ということは、日銀さんと同じような扱いになっていますね。

○小幡委員 議事録は7年なのに、私は運用委員会でこう言いましたというのは、一応7年間一般的に秘密なのですか。

○植田委員長 日銀の場合も、自分の意見であっても、委員会でこう言いましたというのを付けて言うことはたしかいけないということだったと思います。

○稲葉委員 いけないですね。

●八神参事官 それはちょっと別になっていますね。

○植田委員長 ただ、結果的には何となくわかっちゃいます。

○稲葉委員 この委員会で議論したことに関して言うと、議事要旨が発表された時点で、その内容の範囲内でしゃべっていいと。議事録が発表された時点で、その内容をその範囲内で話していいと、それ以外はしゃべってはいけないと、こういうことになるのではないのでしょうか。

○植田委員長 ちょっと問題が出てきそうであれば、また御審議いただくということでもよろしいでしょうか、この点については。

それでは、先に進ませていただきまして、次は、資料、委員限り7、「エマージング株式について」、事務局からお願いします。

●大江運用部長 私のほうから、「エマージング株式について」、委員限り7を御説明申し上げます。これも右肩に「要保護情報」と付いておりますが、先ほどの趣旨でございますので、削除ということでお考えいただきたいと思います。

これにつきましては、前半が「エマージング株式をめぐる状況」というファクトシート、後半のほうで、2で「主要論点」というつくりにしております。

まずエマージング株式をめぐる状況でございますが、(1)のところ、エマージング国のGDP、株式の状況の、まずGDPの状況でございます。その下に付いておりますのは、調査研究報告書に基づき作成した資料でございますが、この小豆色で、これがMSCI-Emerging構成国のGDPの推移でございます。これを見ていただきますと、額では14兆ドルほど、それからウエイトでは世界のグローバルの4分の1ほどと、これがかなりウエイトも増えてきている状況が見てとれるかと思えます。

それから、2枚目開いていただきまして、2ページ目、GDP成長率の予測でございます。これはIMFのデータですが、2009年、2010年、2011年、推定・予測ということでして、これは伸び率ですが、新興市場国の伸び率が先進国に比べて非常に高いというデータでございます。

なお、ここの新興市場国は先進国以外ということで139か国ということで、MSCI-Emergingの22か国というのとはまた違うということは御留意を願いたいと思います。

その上で③GDPシェアの推移予測、これは5月末に内閣府が公表いたしました「世

界経済の潮流」、いわゆる世界経済白書でございます。今年は「アジアの世紀」と銘打ちまして、このような表を出しております。これを見ますと、IMF 2009 年のデータで、中国とインドで大体 1 割であるのが、2030 年、20 年後には両国だけで 3 割近いシェアに増えるというふうなものでございます。

3 ページは、その根拠といたしまして、一つは人口の伸びがすごいということで、この資料に載っていますのは、アジア・太平洋という括り方ですが、アジア・太平洋、2009 年で 3 割程度が 2030 年には 3 分の 2 のウエイトになる。それから、所得水準の伸び、これで消費が増えるということで、中間層の消費額は、アジア・太平洋、5 兆ドルが 2030 年には 6 倍ほどに伸びるというふうな数字が出ておりまして、この人口と所得水準の伸び、こういったものによる消費額の伸びで GDP が急速に拡大をし、グローバルに占めるウエイトも増えるというのが世界経済白書の主張するところでございます。

それから、4 ページでございます。4 ページの (2) のところですが、エマージング株式の時価総額、グローバル株式（日本を除く）に占める割合でございます。これは M S C I のベンチマークの日本を除く K O K U S A I とエマージング、これを足し合わせて、それに占める割合、額を出したものでございますが、ことしの 3 月末で、エマージングの時価総額は 3.3 兆ドル、日本を除くグローバルでは 14%ほどで、このウエイトも最近またこういうふうに上がってきているというのが御覧いただけたと思います。

それから、(3) エマージング株式のリターン、リスク等ということで、各資産の過去のリターンとリスクでございますが、これは M S C I のエマージング指数が 88 年からしかとれませんので、88 年から作っておりますが、この 21 年間で、リターンで見ますと、エマージング株式が 9.4%ほど、先進国が 6.7%余ということで 3%弱ぐらいはリターンがいいと。それに対してリスクも 36%、25%というふうに変化しているというのが見てとれます。

そういうエマージングのボラティリティの動きですけれども、4 ページの下の右の図で、M S C I の E m e r g i m g 指数と K O K U S A I 指数をとっています。エマージング指数が黒で、薄いブルーが先進国になりますけれども、これを見ていただきますと、ちょうどリーマンの頃までエマージングが非常に先進国以上に伸びてきたと。リーマンで、先進国が大きくマイナスになる中、先進国以上に落ち込みが激しかった。それで昨年回復期につきましては、先進国以上にまたエマージングが伸びているということで、長期的なリターンはエマージングのほうが当然いいわけですが、その分、振れ幅も大きいというのが見てとれる資料でございます。

それから、5 ページ目、上の②相関係数でございます。いわゆる国際分散投資ということでどういうふうになるのかというのを参考までに相関係数で示させていただいています。これを見ますと、先進国 K O K U S A I とエマージングの相関が 0.75。1 ではないという意味では分散は若干効いておりますが、相関としてはかなり高い数字だろうと思います。

それから、エマージングあるいはKOKUSAIとTOPIX、国内株式との相関はMSCI-KOKUSAIに比べまして、エマージングが0.73ということで、実は国内株式との相関は先進国よりむしろ高いというデータが見てとれます。

それから、その右側の表は、これはリーマン前後で相関がどういうふうになっているのか、リーマンを機に相関が高まっているのではないかと。これはエマージングに限らず全ての資産が相関高まってきたというふうに言われておりますけれども、例えば先進国KOKUSAIとエマージングの2008年9月以降、リーマン後のデータですと、ここにありますように0.97。これは月次リターンによります相関ですが、0.97と、非常に高いものになっているということがうかがわれます。

それから、5ページの下表は、PER、PBRの推移。今、特に昨年、非常にエマージングが急激に伸びていますので、足下、割高か割安かという議論がございます。これを見ていただきますと、先進国が黒い点線、エマージングが小豆色でございます。今、足下の数字、これは4月末の数字でデータ出しておりますが、PERで大体先進国、エマージングとも18倍ほど、それからPBRでは両方とも2倍前後ということで、いわば割高でも割安でもないような感じでございます。ただ、この動き見ていただくとわかるように、かつてはかなりエマージングが割安であった時期があるわけですが、ここ数年間でほぼ先進国とエマージングの動き、大きさというのがだんだん同じようになってきているというのが見てとれるわけでございます。

それから、6ページでございます。ここからは内外の年金基金の投資状況でございます。

6ページの下に（参考）で出ていますが、今年の4月、一番直近で公表されておりますJPモルガンの年金運用動向の調査結果ということで、日本の年金131基金ほどを調査し、エマージング株をどこにどう投資しているかというのが公表されたものでございます。左のほうを見ていただきますと、エマージング株を実施済み、あるいは実施決定というのが3分の2。投資のやり方としては、右の図の真ん中あたり、ブルーの部分がありますが、これが外国株式の一部ということで、これは私どものようにアクティブ運用の一部に組み込んでいるというものでございます。それから、グローバル株式の一部というものは、これは運用機関に与えているベンチマークがエマージングを含むグローバルなベンチマーク、グローバルマンドートで運用しているものが1割ぐらい。それから、右側の一番多い50%ほど、これは新興国のみのエマージング株に特化した運用でございます。

それから、アクティブ、パッシブの使い方では、エマージングのアクティブ、エマージングのパッシブということであれば、エマージングのアクティブのみというのが8割強、パッシブのみというのが1割弱ほど、残りが組み合わせだということでございます。

7ページに、今度は海外の主要な公的年金基金がございます。CalPERSからオランダ（ABP）までということで、③のところのエマージング株式投資額、絶対的な規模で見いただきますと、単位は億円で、為替換算しておりますが、CalPERSで9,500億円と1兆円弱ぐらい。一番大きいのがオランダ（ABP）で1兆4,000億円。これの内外株式に占めるウェイトということで、右から三つ目、③／②というのがありますが、これを見ますとCalPERSで大体1割ほど、オランダ（ABP）でも1割ほどというようなことでございます。

さらに最後、ここの部分で運用機関、6ページは年金基金、スポンサー側がどういふふうに使っているかということですが、これは運用機関・供給側の提供している残高でございます。これを見ますと、パッシブよりアクティブが多くございまして、アクティブの割合が大体85%、パッシブが15%、これが運用しているプロダクトの大きさでございます。

それから、8～9ページにかけまして、エマージング株式運用に当たっての留意点でございます。ここまではマクロデータ、あるいはスポンサー、運用機関と見てまいりましたが、エマージング、当然いろんな留意点がございます。ここには5点ほど挙げさせていただきます。

①が各種規制等ということでございます。一つ目は決済サイクル（T+N）、通貨・市場アクセス制限などによりまして、同じタイミングで売買して、そこで得たキャッシュでリバランスをするということが困難ということで、（注）にインドと台湾の例が出ております。

「・」の二つ目に、口座開設に1か月以上を要する国がある（中国、インド、ブラジル等）、エマージングの非常に大きな部分でございます。特にインドは足下3か月ぐらい口座開設に時間を要するというふうなことを確認しております。

②取引コスト、管理コスト（現地カストディアン・コスト）が先進国より高い。取引コストの中では平均的な手数料、これは証券会社に払うブローカレッジ、それから、平均的な取引所費用、これは取引税がかかっている国があるということ。それから、売買に伴うマーケット・インパクト、こういったものを小計で見いただきますと、先進国の場合に比べてエマージング国が高いというのがおわかりいただけると思います。それから、管理コスト、いわゆるサブカストディを活用する必要がありますが、保管料でも先進国よりも1桁高い数字が出ております。

③配当課税、これは配当の源泉税率の軽減が適用できる国が少ないということで、課税後のパフォーマンスになるだろうということでございます。

④流動性等、流動性の低い国、銘柄があるというのと、フェイル率が先進国に比べて

高いというものでございます。これも調査研究報告書に入っているデータでございますが、先進国よりも倍以上高いということ。

それから、最後、⑤政治・政策の不安定さということで、ここでは97年アジアのタイのバーツ危機等と書いてございますが、エマージング市場には常にリスクイベントがつきものだということでございます。

こういったファクトシートに基づきまして、本日御議論いただきたいと思っていますのが、「エマージング株式に関する基本的な論点」ということで、次回にもまた再度細かな論点も含めて御議論いただこうかと考えておりますが、基本的な論点ということで三つ挙げさせていただいております。

一つ目が、先進国株式に加えてエマージング株式を行う目的は何かということでございます。

ファクトシートにありましたように、エマージング株は既にグローバル株において14%という一定のウエイトを占めておりまして、今後さらに経済成長等によりましてウエイトの増加が見込まれるということでございます。こういったエマージング株式を外国株式の投資対象に加えることによりまして、いわば収益機会の拡大を図るということなのではないか、ということで書かせていただいております。

また、併せてということで、エマージング諸国は今後の経済発展が期待でき、その分、株価のリターンが先進国に比べて高いのではないかとという視点。それから、国際的な分散投資、そういった面も考慮すべきかといった論点があろうかと思います。

なお、当法人におきましては、先ほど申し上げましたが、現在アクティブ運用機関の一部で先進国を原則としつつ、オフベンチマーク銘柄といたしましてファンドに組み入れを認めておりまして、それが約300億円弱。外国株式全体では13兆円ほどありますので、そういった小さなウエイトでやっているというところでございます。

(2) エマージング株式運用の位置付けをどのように整理するべきかということでございます。

「○」の一つ目にありますのは、中期の基本ポートフォリオでは、五つのアセットクラス、国内債券等でやるということで決まっておりますので、エマージング株式は独立したアセットクラスではなく、外国株式の一部に位置付けるということになるかと思えます。この場合、基本ポートフォリオが想定しております外国株式は先進国でございますので、このエマージング株式につきましては、先進国のパッシブではないという意味におきまして、外国株のアクティブ運用の一部に位置付けるということになるのではないかと、というふうに考えております。

(3) エマージング株式運用の規模の問題でございます。

「○」の一つ目と二つ目で異なる考え方をしております。①では、規模につきましては、低流動性、高いフェイル率、高い取引コストの留意点が多く、慎重な取扱いが求められるということ。

それから、今、申し上げたように、②アクティブ運用の一部に位置付けいたしますと、その原資はアクティブ運用（大体2兆円）から資金回収を行って、充当することが自然というふうになることから、小規模で運用を行うという考え方がございます。この場合、実際に1～2年かけてやってみて、その後、実際の運用を見ながら、さらにどうしていくのか検討していくということになろうかと思っております。

一方、グローバル株に占めるエマージングは14%ほどありますので、その規模まで拡大すべきではないか。その場合、大体2兆円ぐらいになるということ。

それから、もう一つは、最適化を先進国とエマージングでやってはどうかという考え方もある、というふうに考えております。

ただ、いずれにいたしましても、基本ポートフォリオの外国株式は先進国のリターンリスクを前提としておりますので、エマージングを入れれば入れるほどこのリスク・リターン特性から離れていくということがあるということ。それから、当然実務上のフィージビリティの問題があるというようなことを考慮する必要があるのではないかと考えております。

私からの説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御意見、御質問等、お願いします。

○村上委員 一つは、最後の10ページのところの、(1)の最初の項目で、収益機会の拡大を図るというような目的のところですが、この辺は収益に重点が置かれているのだと思うのですが、分散を拡大することで投資効率の向上を目指すというような考え方を基本に据えたほうがいいのではないかと思います。

それから、もう一つは、10ページの最後の項目のところ。確かにGPIFの現在の基本方針の枠組みの外国株式の中で、位置付けとしてはアクティブということになるのかもしれませんが、結局このエマージング株式については、恐らく運用会社にMSCI-KOKUSAIとは違うベンチマーク(MSCI-Emerging)を与えることになるのだと思うのです。そうすると、そのところでミスフィットリスクというのをGPIFが取りにいくということになる。そして委託先の運用についても(MSCI-Emergingに対して)アクティブもパッシブもあり得るという、そのような構造を整理する必要があるのではないかと思います。

○小幡委員 質問を最初にさせてください。以前にエマージング株式について、投資すべきかどうかという議論は何年か前になされたのですか。何度ぐらいなされたのですか。

●大江運用部長 質問に先にお答えいたしますと、昨年5月の運用委員会の基本ポートフォリオの議論の中で、新しくアセットクラスとしてどう考えるべきかというような全体の流れの中でエマージング株式についても議論をさせていただいたという経緯がございます。私の知る限りでは、昨年5月に1回、あるいは実はこの委員会の前提として、宇野先生なども御参加いただいた作業班というのがございまして、そういったところでも何度か御議論いただいた上で、委員会でも御議論いただいた経緯がございます。

- 清水調査室長 あと、もう一つ、前に外国株式のアクティブ運用のマネストを行ったときに、これは基本ポートフォリオの議論の前なのですが、そのときに若干エマージングの話が、マネストの中で出ました。そのときの整理は、エマージング投資は、基本ポートフォリオとの関係をどう整理するかというところと密接に関連するので、次期基本ポートフォリオの議論の中で改めて議論しようということになって、先ほど運用部長から説明あったような形で議論がなされたということでございます。
 - 小幡委員 結局入れないということになった理由は。
 - 大江運用部長 結局、昨年議論したのは、まさに基本ポートフォリオをどうするかですので、ブレイクダウンした実際の運用というのは今後議論するのだけれども、基本ポートフォリオに入れるかどうかということについては、入れるべしという御議論と、いや、慎重にすべきという御議論があって、基本ポートフォリオとしては、入れないけれども、実際に運用をする段階で少しきちんと検討課題としてやったらいいではないかという議論があったと。そういう経過があって、本日も御議論を、新体制で2回目でございますが、議論として事務局としてもお示しをしたということでございます。
 - 小幡委員 そうすると基本ポートフォリオの議論のときに入れることになってないから、あまり入れるべきでないようなニュアンスのところもありましたけど、本当はそういう議論でなくて、今回改めて議論して、今後、中長期的にも考えるべきだし、目先でも考えるべきだという。
 - 大江運用部長 中長期的にまた当然基本ポートフォリオの議論があれば、そこでしっかり議論をしていただければよろしいと思います。ただ、今、前の基本ポートフォリオを継続するというふうになった枠の中でどうするかということで、今回議論をさせていただいたということでございます。
 - 小幡委員 わかりました。もう一つ、質問は、10ページの村上委員おっしゃられた「○」の1個目と2個目の違いが私にはわからないので、この最初の「○」は、「収益機会の拡大を図る」と書いてあるのだけど、その下は。
 - 大江運用部長 非常に工夫というか、ちょっと悩みながら書いているところがあるので、すけれども、「○」の一つ目で書いているのは、非常にシンプルに申し上げますと、結局運用するときには β をどう考えるべきか、まさに指標というのをどうとらえるべきかという中では、こういう14%で、これからさらに大きなウェイトを占めていくエマージング・マーケットというものをきちんととらえて運用対象にすべきではないだろうかという話でございます。そういう意味で、エマージング・マーケットが占めるウェイトとかプレゼンス、そこに着目をして β を取りにいくという考え方でございます。
- 一方、「○」の二つ目でいうところのエマージング投資ということになりますと、これリターンがありますので、リターンはどのぐらいで想定をするのですかという話。それから分散投資というと、どのぐらいの割合でどうしていくことが、トータルな基本ポートフォリオ全体にどういう影響を与えるのですかと。どちらかというと、基本ポートフ

オリオに取り込むときにどうなるかという議論でございまして、そこで、全部考慮に入れてやるのかどうかというと、今回はまずは β として取りにいくということが主眼なのかなということで整理をさせていただいております。

したがって、今回、株の一部でありますので、今、株のウェイトが、外株が9ある中にめり込ませますから、そこが変動するのであれば、いろんな実は応用動作というのはあると思うのですけれども、その中にめり込ませますので、そういったところでは、まずはその中の投資対象の拡大というところに着目をしてはどうかということでございます。

○植田委員長 現在 270 億円ですね、エマージング株式への投資、若干御説明あったのですが、例え中期目標とか基本ポートフォリオとの関係も御説明ありましたが、もう一回整理していただくとどういう考え方でこれが入っているということになるのですか。

●大江運用部長 これはアクティブ運用がその一部でやっております。アクティブ運用機関にどういったベンチマーク、いわゆるマネジャーベンチマーク、運用機関ベンチマークを与えているかといいますと、基本ポートフォリオが想定しているのと同じ先進国のベンチマーク、要するに先進国の株の指数に勝ちなさいということなのですね。ただ、運用機関の中には、エマージングに非常にいい銘柄、あるいはエマージング株の中には資源株みたいなものがある、こういうのにベットすると勝てる可能性があるというふうに考えている運用機関がございまして、したがって、先進国の指数に勝つためにエマージングの株を活用するというのが今やっている方式でございまして、今後議論していただくのは、実は村上委員が言われたように、エマージングの運用機関を採用するとして、そのベンチマークをどうするか、恐らくそれはエマージングに特化したベンチマークになろうかと思うのですが、それとは違って、今はあくまで運用機関に与えているベンチマークは先進国のベンチマークだというのが大きな違いになろうというふうに思っております。

○宇野委員長代理 エマージング株式については、将来かなり世界におけるウェイトが高まってくことを考えると、G P I Fの運用対象の中に加えていけないといけないのだろうというふうに私は感じております。問題はタイミング、あるいはどういう形で入れていくかということで、とりあえずアセットクラスを設けて入れるというのは、今のタイミングで基本ポートフォリオがきちんと固まってない中ではできないわけですが、そもそも非常にこういうマーケットのサイズが小さいところに対して運用対象を広げようとしたときに、常にG P I Fが直面する問題というのは、G P I Fが期待するような流動性、マーケットサイズがないということではないかと思えます。

そういう意味で、だからといって、ある流動性が達成されてから入ることになりますと、貴重なリターンを稼ぐ機会を失うということになるので、可能な範囲の規模に限って少しずつ運用のノウハウを高めていくという狙いで外国株の一部でそういうこ

とを行うということ自体は前向きに検討してもいいのではないかと思います。

今回の資料の中で、8ページ、9ページのところに流動性に関する、あるいは取引コストに関する調査資料が提示されているのですが、ブラックロックが推定したというMSCI-Emergingに投資したときにかかるコストが65bp、マーケット・インパクトで16ぐらいという、この数字なのですが、感覚的にいくと、私もそんなに詳しくわかっていないわけではないのですが、先進国のマーケットでの運用コストとの対比でいくと、非常に小さめに出ているような感じがします。私の感覚では流動性は先進国の市場に比べるとエマージングのマーケットは10倍から40倍ぐらいない、といった感じを持っておりまして、たまたま2009年は結構流動性が高かったという認識を持っております。ただ、これも数年前にさかのぼるとコストが4～5倍高くなっていた時期もあるように思いますので、この数字が計算された前提というのですか、どれぐらいこれを判断の基準にしていいるものかどうかというところについてもう少し詳しい御説明をいただければと思うのですが。

- 大江運用部長 これはもちろんブラックロックの調査報告書ですので、詳細についてはもう一度彼らに聞いてみなければわからないところがあります。ただ、彼らから報告を受けた限りでは、恐らく先生がおっしゃるように、ある一時点のデータなわけですが、ただ、以前に比べると流動性は少しずつ高まってきているということは言えるのかなと。ですから、かつては相当流動性低かったのですが、直近は大分高まってはきているのかなというふうには報告を受けていまして、また、詳しくちょっと確認いたしまして、御報告はしたいと思っております。

- 宇野委員長代理 我々が計測したときの感じだと、MSCIのエマージングのセグメントというのは、日本株の流動性を五分位にしたときの最低のレンジとほぼMSCIのエマージング、トップのティアが同じぐらいの流動性、そういう認識なのですね。ということはということかということ、いいときと悪いときの差が非常に大きいという特徴がありますので、そういう意味で、これを実際に実行する段階では、そういった面での流動性の水準というのを常にきちんと計測する必要があると思いますし、あとエマージングに入るのに、ローカルのマーケットにいきなり投資するのか、ADRのようなものを発行しているエマージング諸国の銘柄を中心にして徐々にそういったエマージング・マーケットのエクスポージャーをとっていくというような方法もあるのではないかなと思いますので、入り方について、もう少しブレイクダウンといいますか、詳細な検討をしていただいたらいいかな、という感じを受けました。

- 大江運用部長 今の点に補足させていただくと、まずマーケット・インパクト・データをブラックロックの資料では、一般的なマーケット・インパクトというよりは、500億円でベンチマークと同じポートフォリオをバスケットで構築した場合のものということで、ですから逆に規模が大きくなると流動性が急に枯渇をします、これは実は新規にファンドを立ち上げるときにどのぐらいだったら立ち上げられるかということも加味して、

マーケット・インパクトを出してくれている資料を活用させていただきましたので、やや流動性は確かに高くなっているかもしれないのと、あと、先ほど申し上げたように、かつてよりはというのがあるのだろうと思います。

それから、ADR、GDRについては、パッシブにつきましては、ADR、GDRを駆使をしていると。そこで流動性も高まっているので、かつてよりはパッシブもやりやすくなっている環境があるというふうには聞いておりますが、アクティブの場合は、むしろ銘柄数を絞り込むのが一般的だと思いますので、そういう場合、直接投資するケースもかなり多いのだろうなというふうに思っております。

また、そういったところは、また次回いろいろお示しできればというふうに思っております。

○植田委員長 時間が来てしまったのですが、どれくらいの規模にするのがいいのかという大事なところにあまり入れなかったのですが、次回以降、引き続きということによろしいですか。

●大江運用部長 次回も御議論いただければと思います。

○山崎委員 すみません、270 億円、今現在やっておられるわけですね。そのパフォーマンスだとか、どんな国に、どういうふうになっているとかというデータはおありになるのですか。

●大江運用部長 どういう形でお出しできるか、ちょっと工夫してみたいと思います。

○山崎委員 そういふのを見せていただけたらと思うのですけど。

●大江運用部長 はい。

○植田委員長 それでは、最後の議題になりますが、資料、委員限り 8 の「リスク管理状況等の報告（平成 22 年 4 月）」の説明をお願いします。

●大江運用部長 委員限り 8 でございます。「リスク管理状況等の報告（平成 22 年 4 月）」ということで、1 枚おめくりいただきますと、1 ページ目、基本ポートフォリオからの乖離状況がございます。そこを見ていただきますと、3～4 月の括弧書きの中、乖離のウェイトでございますが、3～4 月はほとんど変更がございません。これは 4 月のリターンというのはほとんど 1 % 前後ぐらいで各資産とも同じだったということの影響でございます。

それから、飛びまして 3 ページでございます。今、ウェイトが変わっておりませんので、資産全体のリスク B ないし C のところの動きはほとんどございません。

それから、4 ページのところ、資産毎のリスクでございますが、推定トラッキングエラー、デュレーション乖離、とっているアクティブリスク等に大きな変化はございません。

5 ページ目、各運用機関のリスク管理状況、ガイドライン違反ですが、特に問題はございません。

6 ページ、カウンターパーティーリスクも特に問題ございません。

7 ページ目、運用状況、ひと月分でございますが、4 月が財投債込みで 0.66%、収益額が 8,000 億円ほどということで、もちろん足下かなり株が軟調ですが、4 月まではこういう状況でございます。

以上でございます。

○植田委員長 それでは何か御質問がおありでしたらお願いします。

○村上委員 このリスク管理状況とともに、ちょっと遡って先にご説明いただいた業務概況書（案）の 6 ページのほうにも、昨年度のアセットミックスの乖離の状況が掲載されていましたが、その中で多少乖離が大きい月については、それが意図的だったのか、あるいは自然体で乖離が出ているのかということ、少し丁寧に世間に説明する必要があるというように感じています。と言いますのは、アセットミックスが少し、2～3% ぐらい乖離しても結構最終的な資産配分効果というのに影響してくるということがあるのです。このあたりについては、結果の数字としては御説明されていると思うのですが、今後はどのように考えていったらいいのですか。

●玉木審議役 例えば 6 ページにあるようなもので、一番大きな要因は国内債券が期初に 3%ポイント以上オーバーであったということがございます。あと、今、委員の御質問の中に、これは意図的なのかどうかということでございますが、これはショートアンサーとしましては意図的ではなくて、時価ぶれによるものでございます。あと、意図的と言い切れるかどうかわかりませんが、昨年期初におきましては、キャッシュアウトが 4 兆円あるということはわかっておりまして、あと財投債の償還が 4 兆円ぐらいあるということもわかっておりまして、当時の 3%ポイントぐらいの期初のオーバーウエイトについての判断をしたということではないかと思えます。

○臼杵委員 乖離許容幅がかなり大きいので、村上委員のおっしゃるように、普通感覚からするとかなりずれているけど、それがだから意図的なのかどうかという多分御質問が出たのではないかと思うのですけれども、ですから乖離許容幅の中でもう少しリバランスをするようなことにするかどうかというのは多分議論のポイントにはなるのだと思いますけど。

○村上委員 乖離許容幅の意味というのが、これはかなり世間の人によっても捉え方が違って、そここのところで積極的に収益を目指すべきだという人と、それはある程度自然体でリバランスを中心にやっていくのが良という人と、いろいろあると思うのですが、その辺の乖離許容幅の目的、意味とも関係してくるところだと思いますので、これをどのように説明していくかというのは結構大きなポイントになっていくのではないかと思います。

○植田委員長 ほかによろしいですか。

それでは、予定した議事は大体終わりましたので、事務局から御連絡、何かありましたら、お願いします。

●玉木審議役 まず今日御覧いただきました業務概況書（案）など、これから精査、若干

の修正の上、公表するものがいくつかございます。こちらにつきましては、お取扱いにつきましてはよろしくお願いを申し上げます。

それから、次回の日程等でございますけれども、次回、第 40 回運用委員会は 7 月 28 日、朝 9 時半からこちらで行うこととしたいと思っております。

以上です。

○植田委員長 それでは、今日はありがとうございました。