

第 40 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 22 年 7 月 28 日 (水) 9:30～11:30
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:・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 ・能見委員 ・村上委員 ・山崎委員
4. 議 事
 - (1) 調査研究について
 - (2) その他

●玉木審議役(企画部長) それでは定刻でございますので、ただいまより第 40 回運用委員会を開会いたします。

まず会議に先立ちまして、能見公一委員が 7 月 11 日付で再任されましたことをご報告申し上げます。

本日の委員の出欠の状況でございますが、御出席いただきました委員の皆様方が過半数を超えておりますので、会議は成立しておりますことを御報告申し上げます。

続きまして、資料の確認をさせていただきます。

議事次第から座席図がございまして、その後、

委員限り 1、「第 38 回運用委員会議事要旨 (案)」

委員限り 2、「第 39 回運用委員会議事要旨 (案)」

委員限り 3、「外国債券・外国株式パッシブ運用受託機関の選定 (第 2 次審査結果) について」

委員限り 4-1、「エマージング株式に関する論点」

委員限り 4-2、「エマージング株式に係る追加資料」

委員限り 4-3、「エマージング株式をめぐる状況」

資料 1、「平成 21 年度委託調査研究について」

委員限り 5、「平成 22 年度調査研究について」

委員限り 6、「リスク管理状況等の報告 (平成 22 年 5 月)」

以上でございます。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、植田委員長にお願いいたします。

○植田委員長 それでは始めたいと思いますが、今日はお暑いところ、どうもありがとうございます。

議事に先立ちまして、今の資料の委員限り 1、委員限り 2、議事要旨ですが、事前に既に御意見いただいて修正等したものでありますが、いかがでしょうか。何か追加で御意見ございますか。よろしいですか。

それでは、これで確定させていただきたいと思います。

最初の議事ですけれども、前回からの継続案件になります。委員限り 3、「外国債券・外国株式パッシブ運用受託機関の選定（第 2 次審査結果）について」、事務局からお願いします。

●大江審議役（運用部長） それでは、私からご説明を申し上げます。委員限り 3 の資料、1 ページ目でございます。「外国債券・外国株式パッシブ運用受託機関の選定（第 2 次審査結果）について」でございます。

1 にございますように、1 次審査通過、これは新規の運用機関のみでございますが、外国債券 9 社、外国株式 9 社、全て通過をしたということは前回御報告申し上げました。今回はそれに加えまして既存の運用機関、外国債券 4 社、外国株式 6 社、全体で 28 社に対しましてヒアリングを実施し、その結果、私どもとして 2 次審査をやりました結果の御報告を申し上げたいと思います。

2 にございますように、2 次審査は、投資方針／運用プロセス等につきまして、総合評価を行いました。その（注）にございますように、総合評価結果としては、4～1 までの 4 段階で評価をしております。4 点が大変優れている、3 点が優れている。今回は 3 点以上のものを 2 次審査通過といたしました。2 点がやや劣る、1 点が劣るの 4 段階でございます。

今回のポイントとしましては、そこの①～③に並んでいるところでございますが、まず投資方針／運用プロセスにつきましては、α、超過収益の獲得についてどのような取り組みを行うのか。現に行っているのか今後行うのか、また、今後行うとしている場合、どのような具体的な検討をされているのか等でございます。

それから、2 つ目に、管理運用法人の運用資産規模、債券にしる株式にしる、1 兆円を超えるような資産規模になってまいりますので、そういった資産規模を意識してプロセスが考えられているのか。特に銘柄数等でございます。

3 つ目、パフォーマンスの要因分析を行い、投資行動の評価を適切に行っているのか。プラン・ドゥ・シーのそういった中で、しっかり要因分析を行って、次の行動に結びつけていただくということをやっていただいているかどうかでございます。

②組織・人材でございますが、パッシブ運用に注力している運用機関かということで、例えばということで、アクティブ運用の付加的な位置付けで運用していないか、投資一任で一定規模のパッシブ運用を行っているか等、いわゆるパッシブハウスかどうかということでございます。

それから、運用担当者の経験年数等に問題がないか。

最後の③コンプライアンス／事務処理体制、あるいは株式のみですが、株式議決権行使の取組、これは基本的に問題がないか、確認を行ったところでございます。

1 枚おめくりいただきまして 2 ページ目でございます。

3 で総合評価の結果、以下の運用機関については、3 点と評価できることから 2 次審査通過といたしております。まず外国債券パッシブ通過 8 社、総合評価は 3 点でございます。既存の 4 社につきましては、すべて 2 次審査通過となっております。

それから、新規応募、これは9社のうち4社ということでございます。なお、

外国株式、総合評価3点ということで、既存6社についてはすべて2次審査通過をしております。

それから新規応募、これは9社のうち5社が通過ということでございまして、

3ページの4のところが不通過でございます。2点ないし1点がついてございます。
まず外国債券パッシブ、不通過は5社でございます。総合評価2点が1社ございまして、

4ページ目、総合評価1点は4社ございます。

次に外国株式パッシブ、4社のうち総合職評価2点が2社でございました。

それから、最後、総合評価1点が2社でございます。

今回、通過いたしましたこれらの社につきましては、3次審査ということで、実際に運用している日本、海外の運用拠点に私ども実際に出かけまして、ファンドマネジャー等々からヒアリングをするということ。

それから、7ページにございますように、そういった現地調査に加えて、運用手数料を勘案いたしまして、3次審査ということになるかと思います。その際、これまでは運用委員会にご報告という形でやってまいりましたけれども、3次審査につきまして、私どもの原案をつくりまして、運用委員会でご議論いただきたいと考えております。

私からの説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、ご質問、ご意見ありましたらお願いします。

○山崎委員 この最後の参考2に書いてあるスコアリングというか、点数ついておりますね。わかりにくいのは、総合評価と各要因のところというのは、多分ウエイトがあるのだろうと思うのですが、というのは、例えば上の債券パッシブのところの右側の方から4社は全部総合評価1ですが、項目別は全社、1、2、3ですね。1、2、3という点数がついているが、総合評価は1になっている。次のその隣のA I社は総合評価2だが、3が2つで2が1つ。隣のA Hは、総合評価は3なのですが、3が2つで2が1つということで、総合評価が3と2で分かれているわけですね。端数があるのかと思ったりするのですが、どういうメカズムになっているのか教えていただけますか。

●大江審議役(運用部長) 総合評価はこの3つないし、株では4つのパートで、一応区分して評価をして最終的な総合評価にしております。その際、投資方針・運用プロセス、あるいは組織・人材というのは、運用にとりましてはかなり決定的な部分になると。ですから単にむ

しろ点数をウェイト付けしてやりますと、実はそこがよくなってもほかがちょっといいと救われるということは適切でないと考えておりまして、

○山崎委員　ということは、投資方針と組織・人材の点数が総合評価に大きく効くと思ってい
いわけですね。

●大江審議役(運用部長)　はい。ここで正直言って点数が悪いと次に進んで、結局私どもがお
願いしてもかなり大変なことになっているということで、そこに重点を置いております。

○山崎委員　わかりました。

○草野委員　今の関連ですけれども、そうしますと、

●大江審議役(運用部長)

○草野委員　こういうのは数字できちんと、100%数字でいくということは思わないのですが、
既に何回かつき合ってきているところで点数がちょっと悪いところは改善するような指導は

当然必要なと思います。やられているとは思いますが。

○能見委員 2つ意見として、1つは、先ほどオフィスを見に行くというお話がありましたけれども、運用のやっているオフィスを見に行くことは実務的には意外と大事なことであり、ですから機会を見て運用オフィスをチェックするというのが1つある。

2つ目は、こういう採点をした裏にあるものは、当然経営者と主要なファンドマネジャーということで、経営者と主要なファンドマネジャーについての期中の異動とか、メンバーが替わるとか、その辺についてはウォッチする必要があると。これについては何か条件つけたり、契約上で何か縛ったりとか、そういうことはやっていますか。

●大江審議役（運用部長） 既に契約しているところにつきましては、ガイドラインにおきまして、そういう主要な経営者、CIO、ファンドマネジャー、こういった者が交代する場合は予め届けてくれと。ただ、中にはCEOなどはいろいろ問題もありますので、結構直前になることがございますが、そういったことで縛りをかけております。したがって、頻繁にそういうのが替わったりするような場合は、場合によっては警告を発するような場合もありますし、それが最終的には当然解約につながるような、例えば特定のファンドマネジャーによって運用がかなり決まっているような場合は、そういったことにつながるケースも出てくるというふうには考えております。まさに委員のご指摘のとおりでございます。

○臼杵委員 7ページにあるように、今後第3次ということなのだと思うのですが、教えていただきたいのですが、今、債券が4社で株式が6社ということなのですか、これは最終的に、例えばある程度まああのところはかなり数多かったというようなことを想定した場合に、最終的な落としどころというのは、パッシブの場合にある程度規模が大きい方がいいという考え方をすると、絞っていくというふうにするのか、数の落としどころみたいなものを頭に置いたのですか。

●大江審議役（運用部長） ポイントとしてはもちろんパッシブですので絞るという話も1つあり得ると思います。もちろん手数料といった面をどういうふうにするのかということも勘案してそういう議論もあると思います。ただ、一方で、既に今4社なり6社で、1社平均で1兆円というか、どちらかというとも2兆円に近いぐらいの水準で、これは小सानというか、そこそこの運用機関であれば、受託資産全部、場合によってはそれを超えるぐらいの規模を実は1つのファンドでやっております。

そうやってまいりますと、例えばシステムダウンをしたとか、最近よく海外ですと、ああいうSECみたいなところでいろいろ指摘を受けるようなケースもだんだん出てきておりまして、そういったことで、突然私どもをお願いしているものが運用ができなくなるということになりますと、たとえパッシブであってもベンチマークの入れ替え等とか、特に債券は、毎月ベンチマーク入れ替えがございますので、そういったことを考えると、あまり絞り込んでしまうとオペレーショナルリスクがかえって発生して、私ども1兆円を超えるファンドとしていかにかということになると思います。

したがって、最終的には3次審査で手数料も含めてどういった状況になるかにもより

ますけれども、少なくともこれを大きく絞り込むというようなことまでは正直考えておりません。あとは提案の状況を見ながら判断をしたいと思います。

○臼杵委員 今の状況にプラスマイナスいくつかという、そういうようなことなのですか。

●大江審議役（運用部長） 実際にはそういったことになるのかなというふうには考えております。

○小幡委員 これはそれぞれの受託機関ごとにベンチマークは全部一緒にする予定なのですか。現状は一緒なのですか。

●大江審議役（運用部長） はい。これは私どもが与えられているか、評価を受けるベンチマークが外国債券パッシブですとシティのWGBI、外国株式パッシブですとMSCI-KOKUSAIということになりますので、かつ、これはパッシブの部分でございますので、それ自身で何かベンチマークリスクを取るということまでは考えておりません。

○小幡委員 今日後でエマージングの議論をすると思うのですが、外国というか、グローバルなので、あえて多様性を持たせて、ダイバーシファイするという考え方は今までとったことないし、これからもとることはないのですか。

●大江審議役（運用部長） 多分、先生おっしゃっているのは、アクティブの中で、まさに次のエマージングで出てまいります、エマージングを入れる場合には外国株式のパッシブ部分を活用するというよりはアクティブ部分を活用しようという議論でございますので、したがって、委員がおっしゃっている、例えば何かファンダメンタルインデックスとか、あるいはカスタマイズしたものをつくるというのは、実はまさに評価されるベンチマークとの関係でいえば、アクティブな動きになりますので、議論としては、今後また時期が来れば、アクティブの議論をする際に、そういった議論も含めてどんな議論が出るかということになりますけれども、恐らくそういう位置付けになると考えています。

○小幡委員 そういう議論は、アクティブの枠内でやった方がいいということですか。

●大江審議役（運用部長） というふうに考えております。

○小幡委員 今、アクティブとパッシブの配分は固定されているのですか。

●大江審議役（運用部長） 基本的に、私どもパッシブ中心ということで、資産によって若干違いますが、大体7～8割がパッシブということになりますので、原則としてはそれを維持するような形で配分等を行うというのが原則でございます。

○小幡委員 それは何か書いてある規則とかルールがあるわけではなくて、今までの流れでそうやっているということですか。

●大江審議役（運用部長） そういうことでございます。

●岡部理事 厚生労働大臣からお示ししていただいております運用目標の中に、各アセットクラスの運用についてはパッシブを中心とすることが記載されています。アクティブについては、 α がある程度取れる見込みのあるものを対象にする。私どもは資金量が非常に大きいものですから、そういうことからいってパッシブを中心にするということは定性的な意味においては運用目標に書かれております。

○小幡委員　ですからパッシブでもベンチマークに何をとるかによって変わってくるわけですね。

●大江審議役(運用部長)　はい。

○小幡委員　グローバルエクイティといってもいろんな考え方があって、評価されるベンチマークが決まっていますが、そこであえて委託するときに多少の多様性を持たせて、そこで α を取りに行くという考え方もあるし、 α を取りにいかなくても、いろんなリスク分散の観点からベンチマークを多様化させておくという考え方はあるはずなので、その議論はどこかでしなければいけないと思うのですけど。

●大江審議役(運用部長)　次のテーマにまさになりますが、エマージングでエマージングパッシブをやったら、例えばどうかという提案があったとすると、しかしエマージングをパッシブでやったとしても、それは評価ベンチとの関係でアクティブになりますので、そういった意味で、それであってもアクティブの枠組みの中で整理をしようかという議論をさせていただいているわけでございまして。

○小幡委員　端的に言うとファンダメンタルインデックスを使うということになれば、アクティブの枠組みで使うということですか。

●大江審議役(運用部長)　ですから、そういう戦略そのものが一種のエキゾチック β ではないかと、人によって位置付けが違いますが、そういった議論もございますので、まさにそういった、パッシブだけれども、ベンチマーク自身を一種のアクティブなもので行う場合には、アクティブの中で位置付けた議論をするといったことではないかなというふうに考えたのです。

○小幡委員　そうすると、厚労省から委託を受けているときのパッシブという言葉の意味自体は、委託の時点ではあまりはっきりしてないということですね。

●大江審議役(運用部長)　パッシブというのは評価ベンチマークで、評価ベンチマークはどのような考え方で行っているかといいますと、基本的に基本ポートフォリオをつくり込んでいますベースとなっているもの。例えばリスクなり相関係数というのは、まさにこの評価ベンチマークでもっていわばつくり込んでいるわけでございますので、そういったものを逸脱しないという意味で評価ベンチマークはそういうつくり方をしている。それに超過収益、 α を得るためにどういった手法があるかということについては、委員がおっしゃるようないろいろな方法があって、評価ベンチマークに対する超過収益で頑張らせる方法と、ファンダメンタルインデックスのものをパッシブでやって勝つ方法。ただ、ファンダメンタルのインデックスのパッシブであっても、評価ベンチマークとの関係でアクティブということなので、それはまさにそういうアクティブ戦略をとるという議論の中で展開していただくのかなというふうには考えております。

○小幡委員　例えば国内株式のときにTOPIXを取るか、日経225を取るかという議論が例えばあるような、 α を取りに行くというのとまた別の次元の議論もあると思うのですが。

●大江審議役(運用部長)　今の例で言うと、まさに基本ポートフォリオをつくるときに、日

経 225 で構築し直すという議論に、パッシブというのはまさにパッシブ中心ですので、そこでとっているリスクが基本ポートフォリオと想定しているリスクと違えば、つくり方そのものが基本ポートフォリオに影響を与えますので、そういった枠組みの中でご議論いただくのがいいのかなというふうには考えております。

○臼杵委員 大江さんのおっしゃることはすごくよくわかるのですが、前回もちょっと申し上げましたが、このパッシブ、アクティブと、私 2 年前から委員をやらせていただいて、順繰りに運用機関の選定というのは来ているのですが、今の議論ではマネジャーストラクチャー全体というのは、もちろん基本は基本ポートフォリオの議論のところで行うとは思いますが、それが全体としてどうなっていて、どういう考えでマネジャーストラクチャーができているかというのと、それはもし直すとしたらどういう機会で直せるのかというようなことが、何か共通の理解としてもうちょっとあった方がいいのかなという気はするのですが。

●大江審議役（運用部長） こういうふうにお考えいただけるかと思うのですが、本来アクティブとパッシブを同時期に見直すというのが 1 つの理想形であることは間違いないと思っております。従来、実はアクティブをかなり中心的に、原則 3 年に 1 回見直しをしてきて、今回継続していただいている委員にはそれに関与していただいているところでございます。

ただ、一方、正直言いまして、パッシブがその間、ずっと見直しがされていなかった。アクティブを中心にやってきていたということもございまして、パッシブはむしろどうやってアクティブ中心のものからパッシブにということで、とにかくパッシブに重点的に配分をする中でこういう若干変則な形になってきております。

したがいまして、今回は、本来であれば一緒に見直すのがいいのですが、一緒に見直すと、場合によっては数年後にパッシブの見直しをしなければならないということもございまして、2 期の中期計画になったところで、一度全体の新規のものもお聞きをして、まず構成を決めると。あとはさらにそれを例えばアクティブ、パッシブ比率を見直すとか、そういうアクティブのいろいろな新しい戦略の中でパッシブをどう位置付けるというのは再度議論させていただくことになるのではないかと。とりあえずしばらくずっと見直しをしていなかったパッシブを、言葉は悪いのですが、緊急避難的にとりあえず 2 期のこの最初のところで 1 回見直しをさせていただくというのが趣旨でございまして、本来の姿は、おそらく臼杵委員のおっしゃるように、両方一緒にやった方が議論としてもいいのかなというふうには思っております。

○臼杵委員 今これを行うのはいいと思うのですが、時間がどのぐらいかかるのかわかりませんが、実際本当に見直すかどうかは別として、全体がどういうストラクチャーで、これがその中でどういう位置付けにあるかというのはもうちょっと理解があった方がいいかなという気がします。

○植田委員長 よろしいですか。それでは、次の案件に移りたいと思いますが、「エマージング株式について」、委員限り資料 4-1 から 4-3 までについて、事務局からご説明をお願いします。

す。

- 大江審議役（運用部長） エマージングにつきましては、4-1 から 4-3 まで資料がございます。4-1 が論点の部分でございます。4-2 は、前回、委員からいろいろご指摘いただいたもののいわば宿題という形の追加資料でございます。4-3、これは前回おつけいたしておりますいろいろなファクトシート、GDP等の統計資料でございます。

まず4-1の論点のところでございます。1に書いておりますのは、実は前回ご説明をして、実質的にここまでご議論いただかなかったような記憶がございますが、再度ご説明をさせていただきますと、(1)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。○の1つ目にございますように、エマージング株式はグローバル株式市場において、既に一定規模のウェイト、オールカントリーから日本を除くと14%ほどを占めておりまして、今後さらに経済成長等によりウェイトの増加が見込まれるということでございます。

このような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、収益機会の拡大を図る、ということによいのか。いわばβとして取りに行くというような御説明になろうかと思えます。

また、併せてということもございますが、エマージング諸国は今後の経済発展が期待でき、その経済発展の恩恵を受けて株価の上昇が見込まれるエマージング株式への投資を行うという面、それから国際分散投資、相関係数の問題が出てまいります、という面も考慮すべきかという点を論点として挙げさせていただいております。

(注)で書いておりますのは、私どもアクティブの一部で、いわゆるオフベンチマーク運用としてエマージングをやっておりますが、3月末現在で270億円ほどあるというのを挙げさせていただいております。

2ページ目でございます。2ページ目の(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べきかということでございます。

第2期中期計画では、国内債券以下5つのアセットクラスで構成するということが既に決まっておりますので、いわばエマージングが独立したアセットクラスではなくて、外国株式の一部に位置付けることに論理的にはなるわけでございます。この場合、エマージングと先進国とでは当然投資ユニバースが異なりますし、リターン・リスク特性も違うため、このエマージングを行う場合には、先進国のパッシブではないという意味におきまして、外国株式アクティブの一部に位置付けるということになるのではないかと考えているところでございます。

(3)どの程度の規模がよいのかという議論でございます。

○の1つ目にありますのと、2つ目、これが異なる意見と思われませんが、まず○の1つ目、①エマージングの運用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、運用の留意点が多いということで、慎重な取扱いが求められる。あるいは②にありますように、エマージングを外国株式アクティブの一部と位置付けると、その原資は外国株式アクティブから持っていく、充当するというのが自然であるということから、小規模、ここでは例

えば1千～2千億円で運用を行うという考え方がございます。この場合、1年1千億円というなら1～2年かけて資産規模を積み上げ、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えます。

一方で、先ほど申し上げたように、日本を除くグローバル株式に占めるエマージングの割合が14%ほどでございますので、その規模まで拡大すべきではないか。この場合、外国株式ポートフォリオ、この3月まで13兆円ほどでございますが、その14%というと2兆円ぐらいの規模になるということになります。

それから、先進国とエマージングのリスク・リターンの最適な比率を算出して組入れ比率を決めるべきではないかという考え方もございます。ただ、いずれにいたしましても、基本ポートフォリオは、実は先進国を前提にしている。それからフィージビリティについて慎重に考える必要があるということを考慮する必要があるのではないかと考えていますが、要はエマージングを大きく入れ込んでいきますと、外国株式のリターン・リスク特性がだんだん変わってきて、基本ポートフォリオの想定を超えるおそれがあるということが留意点としたわけでございます。

それから、2が今回追加をしておりますその他の論点ということでございます。

(1) ベンチマークでございますが、1つ目に書いておりますのは、使用するベンチマークの議論の問題で2種類あるということを書かせていただいております。

1つがマネジャーベンチマーク、2つ目が評価ベンチマークということで、マネジャーベンチマークというのは、運用機関の運用実績を測定・評価するのに用いるベンチマークということで、これは運用を開始するに当たって、私どもが運用機関に示しているものでございます。

評価ベンチマークというのは、私ども管理運用法人自身が運用実績を評価するのに用いるベンチマークでございまして、これを業務概況書、あるいは独法評価委員会などにもこういったものを用いまして報告を申し上げているところでございます。

それから、○の2つ目で、マネジャーベンチマークについてまず論じておりますが、以下の理由からMSCI-Emergingを用いることが適切ではないか。

1つ目はMSCI-Emergingが広くベンチマークとして利用されている。それから、当法人が既に外国株式として用いているMSCI-KOKUSAIと構成国の重複や漏れがないということがあります。今年度に入りましてイスラエルがエマージングから先進国に移っておりますが、その際のタイミングとか考え方も同じものを使っておりますので、同じような整理ができると、こういった点があろうかと思えます。

それから、評価ベンチマーク、私ども自身を評価するベンチマークとしては2種類の考え方があろうと思えます。Aが、外国株式の評価ベンチマークであるMSCI-KOKUSAIを評価ベンチマークとする案。

Bが、エマージング部分はエマージングのMSCI-Emergingを使いまして、他の外国株式部分、先進国部分はMSCI-KOKUSAIを使って、それを合成して評価ベンチ

マークとする案。

この2つが考えられるわけでございます。

4 ページに移りまして、目的から論じなければいけないわけですが、私どもがエマージング投資をもし仮に行うとした場合に、エマージングが短期的に先進国のリターンを上回るということで必ずしも組み込むものではないだろう、ある程度安定的に長期の観点から、市場として投資していくということを想定いたしますと、昨年のようにエマージングが先進国を上回る年はいいのですけれども、今年に入ってからのように、むしろエマージングが先進国より悪い場合には短期的にエマージングを入れたのがよかったのか、悪かったのかというのが論じられるということになりまして、それは入れることの本意ではないのではないかとということから、B案のように複合化するのがいいのではないかとという提案をさせていただきます。

なお、配当課税の問題ですが、先進国の場合ですと、私ども国によって軽減、免除というのがございますが、エマージング国がそういった国がほとんどないようでございますので、課税後のベンチマーク、いわゆるネットでございますが、ネットを用いるのが適切ではないかということを提案させていただきます。

2 番目の項目「運用機関構成」、これはアクティブか、パッシブかということでございます。位置付けは仮にアクティブとしても、スタイルとしてはアクティブか、パッシブかということでございます。それぞれメリット・デメリットがございますが、アクティブ運用のメリットとしては、市場が先進国以上に非常に非効率なので勝ちやすいのではないかと。あるいは懸念のある国・企業を排除できるカントリーリスクの問題等が少し排除できる。

デメリットとしては、手数料率が、これは相対的に同じエマージングのパッシブよりも高い。現状、運用手法というのはジャッジメンタル中心で、いわゆるクォンツ等はほとんどないようでございまして、結果として特定の銘柄に集中してしまうリスクがある。ですから、その銘柄が1つやられると、どのファンドもがたがたとく可能性が出てくる。それから、先進国以上にマネジャー間の運用成績のバラツキが大きい。最後、これは私どもがいくつかの運用機関からヒアリングをしたところを基に書いておりますが、旗艦ファンドでクローズされたものが多い。こういったデメリットがございます。

一方で、パッシブについては、相対的に手数料率が低い。特定の銘柄に集中しませんので、エマージング市場並みのリターンが獲得できる。個別の企業の動向で影響がより少ない。

ただ、一方のデメリットとしては、懸念のある国・企業でも保有することになってしまう、カントリーリスク等の問題でございます。それから、先進国のパッシブに比べて相対的にT Eが高くなる傾向ということで、先ほどの先進国の外国株式パッシブですと、大体 0.1%、10bp 程度のT Eでございますが、現状行われているものでは、それが数十 bp から 1%程度のものでございます。ただ、このT Eにつきましては、近年市場の成熟化、あるいはADRで代替をしていくとか、そういったことで減少傾向にございます。

それから、次の○の2つ目でございますが、パッシブ運用については、こういうT Eが高

くなる傾向の一方で、アクティブについて、旗艦ファンドでクローズされたものが多いというかなり実質的な問題もありますので、私どもとしては、アクティブ、パッシブを決めつけずに両方で公募を行った、その中から優れた運用機関を選ぶというのが現実的なのかなというふうに提案をさせていただいています。

ただ、その場合は、比較評価という観点から、複数採用で、採用する社数、規模は応募状況を踏まえて決めてはどうかということでございます。

次の「カントリーリスク」でございます。

カントリーリスクにつきましては、国を絞り込むかどうかという論点でございます。今、申し上げたアクティブか、パッシブかという観点からは、パッシブ運用の場合、投資対象国を当然私どもが決める必要が出てくるわけですが、アクティブの場合ですと、そこは運用機関の判断に委ねる部分もあるかと思えます。また、カントリーリスクに懸念のある国を外すということになりますと、どういう国をどういう基準で絞り込むのか。外した国がむしろパフォーマンスが好調の場合、機会損失となるのではないか、こういった問題がございます。

ただ、先ほどのアクティブか、パッシブをもし決めつけずに募集をするとした場合に、実際にどうなるのか。例えば結果としてパッシブを採用しないということになれば、カントリーリスクは懸念が小さくなるかもしれませんが、あるいはパッシブ運用の中でもカントリーリスクに配慮をしたパッシブのポートフォリオの構築というのがあるのかと、そういったいろいろなことは実際に応募の状況を踏まえながら最終的に決めたいかがかなと、正直今決めつけられるのかなというのが悩みどころでございます。

最後、6 ページのところでございますが、カントリーリスクのモニターをどうするのか。絞り込むにしろ、絞り込まないにしろ、モニターはしなければいけない。これも重要な課題でございます。ここにはOECDのレーティングを挙げさせていただいております。ご覧いただいているとおりでございます。

それから、委員限り 4-2 のところでございます。これは追加資料でございます。

まず 1 つ目、「マーケット・インパクト」のところでございます。

これは前回、ここでのいう 5 百億円のバスケットでお示しをしておりましたので、エマージングで 0.16%、下の 5 百億円のところでございますが、K O K U S A I が 0.06% ということで、あまり差がないではないかというご指摘がございました。今回はそれを各金額ごとのゼロから一度にこれだけのパッシブポートフォリオを構築するという場合のコストでございますが、5 千億円になりますと、エマージングの方がよりマーケット・インパクトが拡大をしていくということでございます。

なお、これはその（注）にございますように、今回調査研究報告を委託いたしましたブラックロックが利用している市販のシステムを使いましたものでございますので、そういったモデルの限界等もちろんあるかと思えます。

2 ページ目でございます。エマージング投資の現状ということで、私どもがいくつかの運

用機関にお願いしている外国株式アクティブ運用機関の実際のエマージング部分のリターンの数字でございます。21年度はエマージング部分のリターン、4社平均で60%ほど、平均保有率が6%ほど。それから、MSCI-KOKUSAIのリターン(ベンチマーク)が46%ほど。したがって、エマージング投資の寄与は0.82%ということでございます。

昨年度の場合は、こういうことで非常にエマージングマーケットは好調なこともありまして、大きな成果を上げておりますけれども、恐らく今年度のようにエマージングが悪いと、銘柄にもよりますが、エマージングを組み込むとよくないものも出てくる。当然そういうことは出てくるというふうには考えております。

資料4-3は、前回の資料でございますので、説明は省略をさせていただきます。

私からの説明は以上でございます。

○植田委員長 これはいくつかの論点について事務局から原案みたいなものを出していただいておりますけれども、それについて皆さんの意見を今日は絞り込む必要がありますか。

●大江審議役(運用部長) もちろん進行は委員長にお願いするわけでございますが、一応前回一度議論はさせていただいておりますので、もし集約できるのであれば、本日集約できると事務局としてはありがたいというふうには考えております。

○植田委員長 一応やってみましょう。

●大江審議役(運用部長) もちろん次回もう一回ということであれば、私ども次回もやらせていただきますので。

○植田委員長 それでは、基本的な考え方から、規模、ベンチマーク、パッシブ、アクティブ、カンントリーリスク等について、さまざまな考え方のコストベネフィットの比較と若干の事務局の原案のようなものをご説明いただきましたが、いかがでしょうか。

○山崎委員 その前に、ちょっと質問いいですか。

○植田委員長 はい。

○山崎委員 4-2の裏側のところの外国株式アクティブの運用をしている中で、4社がこのエマージングに投資をしていると、こういう理解でよろしいわけですね。

●大江審議役(運用部長) はい。

○山崎委員

この各社というのはこの4社。

●大江審議役(運用部長) 4社各社です。

○山崎委員 4社だけについて言っている。

●大江審議役(運用部長) はい。

○山崎委員 ということは、この4社がエマージングを入れることについての了解を求めてきて、認めたということですか。

●大江審議役(運用部長) 今、外国株式アクティブの見直しをしまして、1年少しなのです

が、前回見直しをする際にエマージング株式を一部入れさせていただきたいという提案があったのがこの4社でございまして、

行うに当たりましては、各社のリサーチ能力がございまして、あるいは行いたいことがございますので、どういった国で行うのか、ですからエマージング、当時22か国あったであろうと思いますが、その中から全部ではなくて、数か国に絞ってそれぞれ行いたいという提案で、それを受けてお願いをしているところでございます。

○山崎委員 ほかの外国株式のアクティブをやっておられるところからはそういう提案がなかった。

●大江審議役（運用部長） そうです。

○山崎委員 わかりました。

○植田委員長 それでは、上の方からいかがでしょうか。(1)から(3)くらいまでをまず。

○村上委員 上の方からでなくなってしまうかもしれませんが、資産運用において投資の目的と評価の基準が一致しなければならないというのが大原則としてあると思うのです。この投資の目的を収益機会の拡大ということに置いたときに、評価はどういうことであるかということになってくるのではないかということなのですが、そのところはどのようなご意見なのでしょうか。

●大江審議役（運用部長） 私どものこの提案では複合化した方がいいのではないかとということなのですが、実は複合化するということは、エマージング部分はエマージングとして評価をしようということ、まさにそれを投資対象としてある程度基本ポートフォリオには位置付けないけれども、ある程度、やや独立したような形で見た方がよろしいのではないかと。

というのは、1ページの目的で言いますと、まさに収益機会の拡大を図ると。要は β に準ずるような形である程度安定的にこの市場を見て、 α としてはそのベンチマークに勝ったかどうかを見た方が本筋ではないか。そういう意識でまさにこういう提案をさせていただいております。

○植田委員長 そこは私も思ったのですが、基本ポートフォリオを変更したのにかなり近いですよね、精神的には。

●清水調査室長 そこは、先ほどのファンダメンタルインデックスをパッシブでという話とつながるわけですが、結局、程度問題といいますか、例えばMSCI—ACWIみたいな形で、14%ぐらいエマージングを入れるということであれば、これは明らかに基本ポートフォリオが想定しているリスク・リターンではなくなるわけですから、基本ポートフォリオの議論から入っていくことになるのだろうと。

ただ、今回の考え方はそういうことではなくて、とりあえず小さく生むと、こういう考え方でございますので、基本ポートフォリオのそこまでの影響はないだろうと考えられるのではないかとということだと思います。

○村上委員 私も評価の基準は、複合ベンチマークの方がこの部分についてはいいとは思って

いるのですが、そうしたときに、ある程度の期間単位では複合ベンチマークに対してリスク・リターンの関係でどうであったかというのを見ていくことになるのではないのでしょうか。ということは、投資機会だけということではなくて、複合ベンチマークに対する投資効率が（リターンとリスクの）両面から見てよかったのかどうかというような評価が必要になってくるのではないかと思います。

●清水調査室長 もちろんおっしゃるとおりだと思いますね。ですから基本ポートフォリオを変えないと複合ベンチ化できないかという、必ずしもそれはそうではないだろうということだと思います。

●大江審議役（運用部長） 若干補足させていただきますと、規模としては、どちらかというと小さい方がいいかなというご意見が多いような気がいたしますけれども、そういったものを前提とした場合に、恐らく次のステップとしては、いずれまた基本ポートフォリオの議論が出てきて、その段階では、例えばオールカントリーに、そもそも外国株式を変える。そうなれば、この14%が組み込まれた形での基本ポートフォリオの外国株式の作り込み方になりますし、あるいは独立したアセットクラスとするのかという議論も出てくるかと思います。

今回どちらかというと、小さくもし行おうとした場合に、今、次の見直しまでの間の当分の間のものをどういったものとして位置付けてやっていくのか。それを先進国のMSCI-KO K U S A I を評価ベンチとしてエマージングを入れた場合に単年度の振れで、言葉悪いのですが、一喜一憂するというようなことが適切なのかどうかというようなことも考えておいた方がいいのかなというのが私なりの考えでございます。

○村上委員 私もそここのところの考え方はあまり違ってはいないのですけれども、ちょっと懸念しておりますのは、収益機会の拡大というのをもし全面的にうたって、これを始めたときに、外から見られる目というのは、常に収益機会が拡大されていたのかどうかというのが評価の基準になってきてしまうのではないかと思います。長期的には収益機会を目指していくのでしようけれども、期間的には非常にこれはボラティリティの高い市場ですので、そのときにどのように表現するかというのは非常に大きな問題になってくるのではないかと思います。

●清水調査室長 そこは超過収益機会の拡大ということであれば、 α ということ、評価ベンチマークはMSCIのままということになりますし、ただ、収益機会の拡大ということは、MSCIという β があって、また別の β' という、そういうところに行くということでございますので、そういう意味でいうと、評価ベンチマークは複合ベンチマークという形になるという整理なのかなと思っています。

○村上委員 β と β' のミスフィットの部分（のリスク）は、今度はGPIFとして取るというようなことになってくるわけですね。

●大江審議役（運用部長） 恐らく頭の整理としては、エマージングを入れることも一種のエキゾチック β のようなものでございまして、それをどういうふうに取りに行くか。そういう意味ではアクティブの中に位置付けるわけですが、ただ、それを短期的にもしこれを本

当のα獲得の源泉と見ると、ウエイトを実は年度で変えなければならないのではないかと、いろんな議論が出てまいりまして、基本的にはある程度安定的に、かつ、これは実は小規模、まず実質的に行うということでもございますので、むしろそういう趣旨に沿っていくと複合化をするということで、そういう意味では本格的な基本ポートフォリオの見直しの議論の前の段階の議論だというふうにご理解いただいた方がいかなと思っています。

○宇野委員 最初の目的のところ、将来的にはエマージング株式の外国株式におけるウエイトが14%あるということであるとすると、GPIFもそれぐらい持つことが必要になるのではないかと、そういう認識を私は持っています。そのために今何をやらなくてはいけないかというと、情報収集体制の整備だとか、この市場に入る上でのノウハウの蓄積という点にあると思うのです。ですからいきなり収益機会の拡大を図ることを目的にしてエマージング株式への投資を開始するというのではなくて、将来そういうことを本格的にやらなくてはならないということに鑑みて、まず経験値を深めるということで限定された資金に関して、実際にそこでの運用をし、その運用パフォーマンスのトラッキングをモニタリングしていくということをもう少し明確にすべきではないかと思います。

そういう点から考えると、2 ページのところにある当面の運用規模については、最初の○の考え方がふさわしいと思うのですけれども、今ここで静かにそっと入ることが書かれていますけれども、どこまで行くかということに対しては明確に書かれていないと思うのです。もしそういう意味で実験的に情報収集、ノウハウの収集のために行うのであれば、いくらぐらいまでの規模についてここから1~2年の中でやってみる、その中でどういうことを見出そうとするのかということではもう少し明確に自己規定して、目的をしっかりと固めて行うというのが望ましいのではないかと。

そういう点でいくと、その部分がどういうふうにパフォーマンスが上がっているかという意味でいくと、3 ページのところにあるようなエマージングの部分についてはMSCIのEmergingで見ていくということは不可欠だろうと思いますので複合型でいいと。

5 ページのところあたりに書かれていることが一番気になるのですけれども、インデックスがカバーしているすべての国に投資するのか、しないのか。そこについて、国別のカントリリスクの判断になると。もちろん運用機関がそこに対してノウハウを持っているのかもしれないのですけれども、どの運用機関がそういうことのノウハウを持っているかということとGPIFが判断する上で十分な体制があるのか。つまりそこに運用させる運用機関に求められる要件は何なのかということ、今までのエマージング以外の外国株式を運用してきた知識やノウハウだけで十分に判断していけるのかどうか。その準備ができないうちはやらない方がいいという意味ではないのですけれども、そういったことの体制を整えるためにGPIFとしてどういうことが足らないのかということも、この計画の中にきちんと明記して実行していく。2年なら2年という期間の中でやった上で、それらがどういう成果を上げたか、どういう点で改善したかということ報告していただいて、本格的にアセットクラスを設けるとか、設けないとかというようなレベルの議論をする上での情報を集めるという

位置付けにするべきではないかと思います。

○植田委員長 今の先生の話で、一応事務局案では1～2年で考え方があるという表現になっていますが、1千～2千億円までというふうに書かれています。その後はその後で検討する。

○宇野委員 これ最初1千億円というふうに私は読んだのですけれども。

●大江審議役(運用部長) ここはフィージビリティを考えると、1年に1千億円ぐらいが現実的なのかなと。2千億円を積むなら1千億円を2年間、1千億円で終わりということは1千億円を1年でできると。それをまた数年実際にやりながら、内容を踏まえて、もちろん運用委員会でもご議論いただいて、ここから先は私どもわかりませんが、そうこうしているうちに、基本ポートフォリオの見直しという議論がちょうどぶつかるのか、ぶつからないのか、わかりませんけれども、そういった流れでステップアップをしていくのかなというふうには想定をしているところでございます。

○能見委員 基本的には事務局提案に近く、それから、今、宇野先生がおっしゃったような考え方を私は持つのですけれども、以前このエマージングのところをアセットクラスの中でどうするかという議論があって、結局委員の皆さん方、いろんな不安要素と、我々がもともとこの運用が目的としているところと十分説明責任を負えないというようなことがいろいろあったかと思うのですね。特に昨今のマーケットの変化で言うと、2009年くらいがターニングポイントになったと思うのですけれども、世界市場の規模というのは、新興国のいわゆる成長率だけではなくて、新興国と先進国との成長の規模そのものの絶対額も09年から向こう6年間、7年間考えたときに新興国の方が絶対額としても大きくなるという、そういう状況も迎えているのです。実際に市場で運用していても、今言ったような、新興国を完全に排除してしまっただけではβすらも取れないという、むしろこれを制限すると非常にアクティブなことをやっているような感じになってβに追いつかないという、そういう状況にもなってくるわけですね。

私はだからここに関わることは非常に大事であろうと思います。しかしながら、前回の議論にアセットクラスまで入れるまでには運用サイドの我々の方の体制が整っていない、あるいは現実的に技術的な問題がいくつかまだあります。運用機関の数が限られていることとか、例えば中国のような大きなマーケットでさえも現実に出てくる株価というのは、例えば国がかなりの株を押さえていて、実際の浮動株はほんのわずかで、そのわずかな株の上下で全体の時価総額をはじいていて、実態とどれくらい合っているのかというのはいまだにわからないというような状況なのですね。そういうエマージングマーケットである。様々な技術的な要因もあると。そういう中で難しいことはあるが、基本的にはここにアクセスすべきであると。将来的にはアセットクラスにまで持っていくような展望を持ちながら、今何を行うべきかという位置付けだと私は思うのですね。

そうすると、この事務局の案は、そういう意味では非常に慎重に、とりあえず1千億円、1千億円という2年間の運用をして、そこでまた委員の先生方の評価や実績の検討に委ねようという案ですので、私はこういうやり方でいいのではないかと基本的には思います。それか

ら、評価の仕方とか、そのほかここに書いてあることについては基本的には違和感はありません。

カントリーリスクの問題は非常に難しくて、一概に言えないのですね。非常に上の方にいて立派な国だったとしても、突如としてヨーロッパのようなことも起きますし、それはなかなかどれを予め排除するとか、しないとかというのは非常に難しい問題で、むしろいくつかの委託運用機関の方針やリサーチの力やそういうものを見ながら委託していくということを探るのが現実的ではないかと思います。

○佐藤委員 エマージング株式で随分新しいことを議論するように聞こえるのですが、今、投資している先進国の大企業の中にも、エマージングに売上を依存している企業は相当あるし、私が所属している自動車業界においても、中国、インド、ロシアにどんどん進出しており、昨日はメキシコで低価格車を、というような記事も出ていましたけれども、実はエマージングに対するエクスポージャーを大きく持っていると思います。ただ、

ただ、現在のように外国株式を運用している一部の運用機関に対して、一定の上限枠を認めてその中で運用させる、というやり方をすると、どうしても大型のブルーチップと言われる企業に投資が集中しやすいため、エマージング株式という戦略の枠を作ってもっとそこを深堀していく、という意義が大きいと思います。

この論点の1ページ目に書いてあるように、株式投資というのは何のために行うのでしょうか？年間で株式投資をするというのは、富の源泉、成長を追求していくことかと思います。この源泉というのはどこにあるのですかということ、企業の投資行動を見ていると、皆さん新興諸国に注目しているわけですね。ここをカバーしないというのはかえって問題があるし、能見さんがおっしゃったように、昨今債券でこの問題は大きいのですが、先進国の方がかえっていろいろなリスクが出てきているのではないかと思います。したがって、広く投資の対象を分散して行うということには大きな意義があります。では、どの程度、いつまでにやるか、という問題があるかと思います。

一つ懸念されるのは、昨今、世界のお金がここに殺到していますよね。皆がエマージング株式が良い、エマージング債券が良い、と。今、投資を行うのが正しいタイミングかどうかという懸念、論点があると思うのですが、これもタイミングを考えていると切りがない。事務局案どおり、少しずつ時間を分散して、投資を重ねていって、その中でいろいろわかっていくこととか、議論すべきことがまた出てくると思います。そうしたことをこの委員会でも議論しながら、そしていつかどこかの段階で、ベンチマーク自体が先進国だけでいいのか、やはりオールカントリーにまで広げて、外国投資、私は外国投資というよりはグローバル投資という考え方だと思うのですが、それをどのように構築していくかということで考えて進めていったら良いのではないのでしょうか。

評価ベンチマークの考え方なのですが、これは度合いの問題で、私は投資比率が少ないうちは別に先進国だけでも良いと思います。ポイントとしては、基本ポートフォリオのベンチマークである先進国に対して、どれぐらいの追加リスクを取っているのかということをきち

んと認識していく枠組みが確立されているのであれば、私は、どちらのやり方でも組入れのポジションが小さいうちはあまり大きな問題ではないのかなと考えています。

○植田委員長 他にいかがですか。

○稲葉委員 私も全く同じような意見でして、投資の目的に関してはここに書いてあるとおりでと思います。これまでの動きを見ていると収益機会の拡大につながりますし、その地域は成長性がある、成長の果実を取れるだろう。全体的に見れば国際分散投資にも資するだろう。そういうふうな位置付けで将来性があるということであれば、ここで踏み込んで行っているのではないかな。

そういう結論でいいと思うのですが、ただし、最も重要なポイントはオペレーショナルに洗練された形で運用ができるかということについて、まだ発展段階であるので、その評価を事前に固めながら行うわけにはいかない。ある種の実験的なプロセスを経ながらやっていく必要があるのではないかなと思います。そういう意味では、ここに書かれてあるような趣旨のご提案は理にかなっているのではないかなと思います。パッシブにやろうとしても、結局物理的にそういうことができるという状況では必ずしもないわけですので、そういったことを考えながらやっていくと。

しかし、そうはいっても、新興市場はエボルブしていきますし、これから成熟していくと思いますので、そういう中で、実際の位置付けをどういうふうに高めていったらいいのかと考えていけばいいだろうと思っています。

○小幡委員 宇野委員、能見委員、佐藤委員がおっしゃられたことと基本的に全く同じ意見で加えることはないのですけれど、次回の基本ポートフォリオの議論に間に合わせるためにも、少額で一刻も早くスタートした方がいいと思うのですが、体制も整えなければいけないという議論があって、具体的にはまず何からどうしたらいいのですか。

●大江審議役(運用部長) もちろん宇野先生が体制とおっしゃっている意味がどうかというのはあるのですが、私どもも正直申し上げまして、かなり中途採用もしてまいりまして、また、この7月にも異動がありまして、そういった関係する人材、それから、もう既に外国株式で別に先進国に限らずこういったものも銘柄として見てきたような中途採用のスタッフもございますので、従前のように、中の職員だけではないということで、エマージングについては、運用機関をセクションするような体制は一応、それをどう先生にご評価いただけるかわかりませんが、そういうスタッフの問題というものはあるのかなと。

それから、規模については非常に小さく始めるということであれば、恐らく数としてはかなり絞られてくると思いますので、そういった面で、ある程度現状でスタートはしていけるのかなと担当の部長としては考えているところでございます。

○村上委員 今の体制だとかプロセスに関しまして、アクティブの運用機関をこれからいろいろ公募していくのかどうかもありますが、これを選ぶというのは恐らく大変なことになるのではないかなと思うのです。今、情報が少ないので何とも言えないところがあるのですが、これはあらゆるアクティブ運用について共通だと思うのは、アクティブ機関というのはどう

してもパッシブに比べると勝率が悪い市場が圧倒的に多いということですね。運用戦略の数などで比較すると。その中から α を取れそうなものを選ぶということ自体が、今度はG P I Fとしてのアクティブな投資判断になってくると思いますので、その辺の超過収益の源泉の普遍性みたいなものとか、運用機関が普遍的に超過収益を取っていける能力というものを、しっかりとしたプロセスで評価していかなければならないのではないかとこのところではあります。そのあたりの方法論みたいなものは何かお考えになっているところというのはあるのでしょうか。

- 大江審議役(運用部長) 方法論というか、基本は同じだというふうに考えております。先ほど佐藤委員でしたか、実際にエマージングは、実は先進国以上に大型株が多くて、例えば中国などは本当に例の四大銀行は物すごく大きな株式ですし、それから、例えばブラジルの資源株のように、むしろ先進国の時価を上回るぐらいの話のものとかいろいろございます。したがって、基本となる考え方は同じであろうと思います。後はしたがって、重要なのは、そういう各銘柄、それは先進国と違って本当にグローバルに広がっておりますので、リサーチ体制が各社にどういうふうにあるのかとか、場合によってはアクティブの場合ですと、カントリーリスクみたいなものをどういうふうに見ていくのか。そこがおそらく先進国の場合とは違って、ただ、ベーシックにはかなり同じで、あと、この資料にも書いていますが、あまり今のところクォンツのようなものがなくて、かなりジャッジメンタルですので、そういった意味ではかなり共通でリサーチ体制をとるとというのが、同じような基準で見ていくことになるのかと考えております。

○村上委員 価格形成が先進国に比べると非効率的な部分が多いとなると、結局超過収益の安定性も相対的にはそのところに引っ張られることが非常に多くなると思われるのですが、その点についてはいかがでしょうか。

- 大江審議役(運用部長) 資料にも書いていますけれども、結局勝っているところは勝ちをし、負けているところは負けをして、それは先進国以上にバラツキが激しいということになります。多分応募していただいて、過去のデータを見ると、それはリーマンの時期もあれば、その前にぐっと上がった時期もあって、いろんなデータがありますので、恐らく見ていくに当たっては、単にデータだけというよりも、それぞれの起きた年度、国、いろんなイベントがあったと思いますが、そこら辺でどういうふうに対応して、それがどういうふうにして取れたのか。まさにたまたま勝ったのか、本当にそれが意味ある判断としてやれたのかというところは丁寧に追っていくことになる。もちろん先進国を見る場合も同じように、それこそたまたま勝ったかどうかというのを丁寧に見ていくのですけれども、エマージングについてはより丁寧に見ていく必要があると思っております。

○村上委員 特に局面ごとに丁寧にというのは、非常に重要になってくると思います。

- 清水調査室長 補足的に申し上げますと、我々だけで全部やろうと思っているわけではなくて、運用コンサル契約、これはグローバルに展開して、実際にそういうコンサルの実績があるような、あるいはユニバースもちゃんと把握しているところのアドバイス等も活用しながら

ら実際には進めていくという形でございます。

○草野委員 基本的には各委員の皆さんがおっしゃられたことと基本的には同じですが、1つだけ質問がありますが、これを最終的にこういうことで行うということが決まったときに、アナウンスメントというのはどういう形になるのですか。GPIFは、今回こういうことを決めました、行いますよという外に対して言うことになるのですか。

●大江審議役(運用部長) それにつきましては、仮に今日方向が大体出た場合には。

○草野委員 今日ではなくて、決まった場合。

●大江審議役(運用部長) 決まった場合は、今後、私どもは、今回パッシブもそうですし、過去、外国株式アクティブもそうですが、募集をかけるに当たりましては、再度この運用委員会にお諮りをして、大体のご議論いただいた成果を踏まえて、こんなもので公募をかけたいということをお諮りした上で、公募することになると思います。ですから公募という形でアナウンスは行われることになると思います。

○草野委員 というのは、基本的にGPIFがどういうふうにやっていくか。周りからどういうスタンスで、どういう方向性でいくかというのはかなり注目されるだろうと思うのですね。そういう意味で、エマージングを行うに当たって、何かおずおず行うとか、そろりと進むとかということではなしに、考え方はこうなのだとことをしっかりした上で、ただいろんな面でノウハウとか何かを積み重ねていかなければいけないから、規模はこういう形でスタートするということを、明確に世間に向けてアピールする必要があるのかというふうに思っていますので、そこはぜひお願いをしたいと思っています。

○稲葉委員 済みません、おずおずとかいうのとはゆっくりとか慎重のとは、どういう意味合いで、違うということなのですか。

○草野委員 テストケース、テストで行うとかというのは、私はあまりよくないと思うのですね。国民から大事なお金を預かっているのを、テストでやりますよというのは、これは非常に私は失礼だと思います。ただ慎重に行うというのはいいと思いますが、そこにどこに具体的な違いがあるかというのはありますけど、メッセージ性というのは、私、非常に大事なのではないかなというふうには思いますけれども。

○能見委員 ただ、GPIFの運用スタンスとかいろんなものは物すごくたくさんの注目を集めているのですね。だからマーケット・インパクトというのが非常にあって、わざわざ自分で不利になるような手のうちをさらけ出して、やりますよというのは非常にGPIFにとって、自ら得るべきはずの利益を失う行為だと思います。

それで、メッセージというのは、やり方をディスクローズすることと、運用そのもののところについては競争条理の中で行うということで、コントロールされたメッセージが必要だろうと。大きな建前については話しするにしても、具体的にいくらをどう投入することまで言うべきかどうかというのは十分熟慮すべきだというふうに私は思いますけど、そこはこれだけ大きな図体なので、いかに隠密裏に行動するかということが投資の世界の中では実は一番重要なことなのですよ。

だから、そこは私たちが国民の負託を受けて、非常に重要な年金の基金を運用しているということに対する責務と運用の成果を上げることのバランスが非常に大事なかなというふうには思います。

○草野委員 今、能見さんが言われたことを私否定しているつもり全くなくて、今言った建前という言葉に、語弊があるかもしれませんが、基本的な考え方のところはメッセージ性として伝える必要があるだろう。そうしないと基本ポートフォリオを守るといっただけで不利になる部分だって一方ではあるわけですから、逆に。

○稲葉委員 私は言葉遣いがちょっと気になったので申し上げたのです。だからどっちがいいというか、要するに適切な言葉を選んで話すと。そこにはあまり装飾を込めないと。意欲を込めるとか、できるだけティミッドに言うとか、そういうことではなくて、ニュートラルに言葉を選んでやっていった方がいいのではないかなというふうに思います。

○臼杵委員 金額を1千億～2千億円というようなことではあるのですが、これは必ずしもコミットではないということだと思うので、実際にマネジャーに当たってみたら、もっと少なくなるかもしれないし、場合によってはもう少し多くということになるのかもしれませんが、その金額を前に出してしまうと、それが義務みたいになってしまうこともあるので、その辺は十分ご承知と思いますが、気をつけられた方が良くかなという気はしますけど。

○小幡委員 よくわからないのですが、公表、表に出るのは、この議事要旨で何らかの議論をされたということと、それで、公募をかけたときに、それに基づいて理事長等がインタビューを受けて、理事長がお答えになることが報道されて、いろんな憶測を呼ぶということと、その2つはどういうことになるのですか。

●大江審議役(運用部長) 後者のルートは、私が言っているかというのはあれですが……。

●岡部理事 基本的には私どもで公募をさせていただくということでご理解得られれば、公募のための文書をうちのホームページにアップしますので、そうすると、私どもの動きに関心のあるマスコミの方とか、運用機関の方は新しい情報として、例えば今回であればエマージングの株式についてGPIFは公募をスタートさせたということはわかるということです。議事要旨もそういう意味ではまたアップしますので、それを見ていただくと両方でわかります。

●大江審議役(運用部長) 問題はもちろん議事要旨と公募のアップのどちらが早いのですが。

○小幡委員 そのときにどう答えるかというのは重要だということです。基本ポートフォリオの枠内で運用しているだけですと。実質何も答えないという考え方もあれば、そうではない考え方もあると思うのですね。

●大江審議役(運用部長) もちろん今後こういった線で、公募をしたいということで、委員会にもお諮りしますが、そのときに、もちろん公募だけではなくて、今、目的とかいろいろご議論いただいたものにより基本的にはこんな方向での認識に至って公募をかけますというふうに、ご議論いただいたもののベースで、例えば規模については具体的な数字は申し上げられません、例えばある程度小規模というのは言うのでしろうし、ただ、1千億円、2千億円

は言わないと。そういう点、またご指摘いただきながらしっかり対応していくということなのかなというふうに考えております。

○山崎委員 その場合、例えばマスメディアからの問い合わせというのは、基本的には法人で受けとめていただいて、そこで先ほどの委員に諮っていただくときには、例えばQ&A等も用意して、こういう受け答えをしたりとか、そういうような内容になるのでしょうか。

●大江審議役(運用部長) Q&Aを入れるとか別にして、ある程度基本的な認識は資料に盛り込む形でご議論いただいて、それを基に私どもがマスコミ対応もするということになるかと思います。

○植田委員長 そうしますと、大体事務局の原案といいますか、皆さん大筋はご賛成いただいた。その上で、公募要領が早いか、議事要旨が早いか、仮に議事要旨が早いとすると、今日議論いただいたようなことを念頭に置いて、議事要旨の原案をちゃんとチェックしていただいて、そこで出してもいい情報というのは基本的にはとりあえずの部分は決まるということではないでしょうか。ということよろしいですか。

それでは、ありがとうございました。

次のテーマ。

○宇野委員 ちょっとよろしいでしょうか。

○植田委員長 はい。

○宇野委員 今回このエマージング株式の議論がここでされたということで1つ確認といいますか、質問したいことがあるのですが。いわゆる基本ポートフォリオは変更しない、維持するということが前回の運用委員会の中で決められて、この新しい体制に入ったのですけれども、エマージング株式に対する投資というのも実は新しい基本ポートフォリオの中でやった方がいいのではないかという議論の1つだったのですね。それ以外に重要な案件として先送りにされた案件か2つぐらいあるわけですが、それらについても、今回のこの考え方を踏まえると、積極的に議論をしていける問題なのかどうかということについて、事務局の方からご説明いただきたいなと。

具体的には、1つは、リバランスのタイミングに関して従来の方式でいいのかという問題と、もう一つはキャッシュ化に対応してどういったポートフォリオでの準備をしていくのかという議論があって、明確な結論が出ない中で、今年度に入っていると思うのですが、いかがでしょうか。

●岡部理事 その件につきましては、リバランスの問題も今年の3月、乖離許容幅の議論をしていただく中で非常にタイトな日程もございましたので、当面は第1期のものをそのまま使うことをご了解いただきました。ただし、相当乖離許容幅を大きく設定されているので、その中でどのような対応をしていくのか、第2期の運用委員会の中でまたご議論をいただくということで、私どもも問題意識は持っております。いずれにいたしましても、私どものまず事務局の中で少しいろんな議論を整理しながら、また、しかるべき時期に運用委員会でご審議を賜ろうと思っております。

それから、キャッシュ化についても、昨年度からでございますけれども、特会の方に相当大きな金額を納付させていただいております。基本的には財投債という持ち切りの資産がございますので、それを活用しながらやらせていただいておりますが、その時どきの時価でそれぞれのアセットクラスの時価のウェイトというのが微妙に変化する場合もございますので、これにつきましても債券のアセットクラスの位置付けをどうしていくのかというようなことで、今、宇野先生からご指摘いただいたことも我々の大きな課題だというふうに考えております。この2つの問題については、いずれにしても、少しお時間いただきながら、私どもの方で論点を整理しながら運用委員会にもご審議を賜ればというふうに考えております。

○植田委員長 よろしいですか。

○宇野委員 はい。

○植田委員長 それでは、次のテーマ、調査研究についてに入りたいと思います。資料 1、平成 21 年度委託調査研究についてと、委員限り 5、22 年度調査研究について、説明を簡略にお願いします。

●清水調査室長 それでは、資料 1、委員限り 5 につきまして簡単にご説明申し上げます。

まず資料 1 でございます。ちょうど毎年このぐらいの時期に、前年度の調査研究の概要をこの委員会にご報告し、資料としてホームページに一般国民の皆様方に公表するという格好で行っているところでございます。平成 21 年度につきまして 3 点ほど研究テーマを設定いたしましたして行ったところでございます。

1 番目といたしましては、「エマージング株式及び債券の投資にかかる包括的な調査研究」ということでございまして、これはブラックロックとステート・ストリート 2 つに委託をお願いしたということでございます。内容につきましては、これは前回、今日の資料にも付いていますけれども、エマージングの議論の中でいろいろ活用を図っているところでございます。ここで書いてあるものはそれをさらに集約したものということでございますので、概要については割愛させていただきます。

1 ページめくっていただきまして、2 ページ目でございます。2 番目の委託テーマといたしまして、「公的年金運用におけるポートフォリオ最適化についての研究」ということでございます。これは現行の基本ポートフォリオ、私どもいわゆるマーコビッツ流の平均分散法、これで最適化を行っているということでございますけれども、これは分布に正規分布と正規性を仮定している関係から、その最適解が必ずしも安定的でないと。具体的には収益率の数字が若干動いただけで最適な解が非常に変化してしまうと。こういうある意味、本質的な問題を課題として認識していたところでございまして、これに対して何らかの解決方法はないのかといったテーマでございます。

実は 21 年度から、それまで私どもいわゆる委託先といたしまして、民間のシンクタンク、これを想定してきたわけでございますけれども、21 年度から新たに大学の先生方にもお願いしたらどうかということでございまして、このテーマは必ずしも大学だけということではないのですけれども、広く公募したところ、結果として一番最後のページに研究グループを書

いてございますけれども、一橋大学と早稲田大学、統計数理研究所、こんな方々に研究をお願いいただくことになったということでございます。

概要を簡単でございますけれども、まず一橋大学でございますけれども、これはそういった非ロバスト性、解が不安定である、この問題は、本質的に正規分布という仮定が強いからであろうと。例えば私どもリーマン・ショックのとき経験しましたのは、3 資産、国内外の株、外国の債券が同時方向にぶれた。そのときに相関が高くなったわけでございますので、そういった相関関係をより一般化したもの、これの数学的な表現として copula 関数というのがございますけれども、これを使って最適化を行ってはどうか、こういった研究、これが一橋大学でございます。

2 番目、早稲田でございますが、これも同様、正規性という仮定がちょっと強過ぎるという問題意識の下に、一方で、これは年金の運用ということで、年金財政は 100 年間で想定していると。私ども平均分散法は、この 100 年、ある意味、ずっと状態が同じであると。これはいささか仮定が強いだらうということで、そこでそういうような 100 年間で時系列的に構造が変化していくという多期間時系列モデル、これを入れるということがアイデアとして 1 つ。

もう一つは、安定化を図るために、これは統計学の世界でノンパラメトリックという言い方をいたしますけれども、ランク統計量(順位統計量)というものを使って安定解を図る、こういう研究でございます。

最後、統計数理研究所でございますが、ここは正規性はよしとした上で、何か技術的、推計技術的に安定解が図れないかということでございまして、これは収益率、例えば国内株式では 5%と設定しているけれども、実は 5%ではなくて、5.5%かもしれないし、4.5%かもしれない。そういうような 5%の回りの近傍みたいなものを一応導入して、それがずれた場合にでもなるべく、例えば予定積立金を下回る確率とか、そういうようなものになるべく小さくする。パラメータが外れた場合でも、そういった目的関数が小さくするといった手法、これを「二次錐計画法」と申しておりますけれども、これを使った最適化をご報告いただいたということでございます。

最後、(3)のALMについての研究ということでございます。これは前回の基本ポートフォリオの議論の中で、公的年金運用なのだから、よりもっと公的年金の財政、負債を考慮してポートフォリオを決めるべきではないか、こういう議論があったわけでございます。これは厚生労働省の方から運用目標が与えられて、それでポートフォリオをつくる、そういう仕組み上の制約はもちろんあるわけでございますけれども、もし仮にそれを行うとした場合には新たな課題としては、私どもとして年金財政について何らかの独自のシミュレーションを行わなければいけないという問題が出る。問題は公的年金の財政というのは非常に複雑なものでございますので、実際シミュレーションをしようとしても、計算量が非常に膨大になるということがございます。

そこで、年金シニアプラン総合研究機構でございますけれども、ある独自の近似式と申し

ますか、骨だけを抽出して、枝葉の部分についてはある程度さっぱり捨てた形の計算方法というのを考案いただきまして、それで実際にシミュレーション、現実的な時間の中でシミュレーションが可能な、こういった年金財政モデルをつくっていただいた。それを基に現在のポートフォリオがどういうことになっているのかという検証をいただいたということでございます。

以上、簡単ではございますけれども、これが資料1でございまして、引き続きまして、委員限り5でございまして、これが今年度どういう研究を行うかということでございます。

まず、委託調査研究でございますけれども、1に、それぞれプライベート・エクイティ、海外インフラに関する調査研究ということで設定させていただいております。これは我々平成19・20年度に、提案理由に書いてございますけれども、オルタナティブ投資のうちヘッジファンド・内外不動産投資についてそれぞれ調査を行った、そういう経緯がございまして、また、21年度につきましては、先ほどご説明したような形でエマージングについて包括的な研究を行った。

残りということでございまして、22年度につきましては、この二つについて研究テーマをセットしたいと。

3番目でございます。これは基本ポートフォリオの検証方法に関する研究。これは新中期目標の中で、ここに書いてございますけれども、急激な市場の変動があった場合には中期目標期間中であっても、基本ポートフォリオの見直しの検討を行う、こういうことが明記されたわけでございます。私どもとして、これはある意味抽象的なことでございますので、急激な市場の変動をどういうことで測定するのか。何か問題があった場合にどういうふうに検討をすべきなのか、こういったところを早急に整理する必要があるだろうということで、こういう課題ということでございます。

裏でございまして。大学共同研究ということでございまして、先ほど21年度の2番目テーマ、これは大学の先生方をお願いしたいということでございますけれども、私どもこれまで想定していたのが、いわゆる民間のシンクタンクでございまして、民間のシンクタンクと申しますのは、何と申しますか、研究費は予め自分のところで手当てしておいて、それで研究報告ができたときに私どもがお金を払い、そこで交換すると。これは大学の先生方はなかなか使い勝手にくいということでございまして、そこの契約は若干工夫が必要だろうということでございまして、そこで文科省の方が、まさに大学向けに契約のひな型として共同研究契約と、こういうことをお示ししていますので、これを活用して、大学は大学という形でやってみようということで、こういう形にしたということでございます。

内容的には3つございまして、1つは国内債券・国内株式・マーケット・インパクトに関する研究。これは私ども現在キャッシュアウト局面ということで、数兆円規模の売りを行わなくてはならない。特に国内債券・国内株式、我々シェアがそれぞれ10%あるいは7.5%近く持っておりますので、そういった売りを行うときにどのくらい影響があるのか。これはかなり切実な問題意識として持っているという中で、これに関係する調査研究を行いたいとい

うことが1点目でございます。

2点目はパフォーマンスフィーに関する研究でございまして、これは提案理由に書いてございますけれども、このキャッシュアウトに伴い、実際資産規模は減っていくという局面になる。そうすると運用機関としては、いわゆるフィーがどんどん減っていくという局面になりますので、そういう中でパフォーマンスフィー、これにつきましては、プライベート・エクイティ等々でやっておりますインセンティブフィーとかいろんなフィー体系がございますけれども、こういったものについて整理をしようということでございます。

一方で、これは運用コンサルに対しまして、実際のファンドのフィーの体系の実態、これを調査する予定でございまして、ここでは大学の先生に対して、そういうインセンティブフィーの設計の現状の研究をおまとめいただくということでございます。

3番目が長期運用を前提とした公的年金積立金運用の枠組みについての基礎的研究ということでございまして、1つには、前回私どもが基本ポートフォリオを議論する上で、ある意味、技術的にいろいろ課題として残ったもの、さらには例の厚生労働省の検討会の中でもいろいろご指摘をいただいたもの、こういうものを3つぐらいまとめて課題設定をしたということでございまして、ある意味次の基本ポートフォリオ構築に向けての基礎的な部分でございますけど、ファーストステップと、こういう形でございます。

1つは、マクロファイナンスアプローチ、私どもいわゆるGDP等々のマクロ経済変数と、一方でファイナンス、金融の金利でございまして、そういうものをある意味整合的に推定しなくてはいけないということでございますけれども、今までなかなかそこについて検討会でもいろいろご議論があった。例えば賃金に連動する運用商品がないとか、こういうような意見もあったわけでございまして、そういう意味でマクロ経済とファイナンスの世界、そこを整合的にコンシステントに推計するためのアプローチとして今現在マクロファイナンス、こういうものが発展してございますので、ここら辺が1つテーマとして立ててみたい。

課題-2でございまして、これも検討会の中で、賃金と株式、金利、これは短期的には相関関係が認められないが、長期的にはある程度相関がある、それをポートフォリオ構築に活かすべきだと、こういった議論があったわけでございます。これは実は前回の中でもそういうような検証は実際行ってきたわけでございますけれども、問題となるのが、長期的な相関といったときに、いわゆる系列相関の問題等々技術的にはいろいろあるということでございますので、ここについて本格的に基礎研究を行いたいということが2点目でございます。

3点目、多資産間の多変量非正規・非i.i.d(独立同分布)関係に着目したポートフォリオ管理・構築に関する研究でございまして、これにつきましては、前回、21年度の一橋大学、中村先生にお願いしたcopula関数。これはリーマン・ショックのときにどういうことが起こったのかをモデル的にある程度表現できるかというふうに理解しているわけですが、それではそれを実際に応用できないか、実践できないかということで、前回の引き続きの応用問題ということでございまして、ポートフォリオ構築にもかかわる話でございまして、日頃のリスク管理に何らかの形で応用できないか、こういった内容でございまして。

以上、簡単ではございますけれども、21年度・22年度の調査研究関係のご報告でございます。

○植田委員長 それでは、今のご説明について何かご質問等ありますか。

○山崎委員 これは21年度の研究というのは、先ほどご説明いただいた資料1がすべてのテーマだったということですね。今回、22年度でおやりになるのは、委託で3件で、大学研究というのは、No.3が何件なのかわかりませんが、3件とか5件とか、そういうことで、合わせると前年と比べると大幅に増えるという感じですが、その辺のところはどうですか。

●清水調査室長 21年度が実は少なかった。と申しますのは基本ポートフォリオの議論がかなり本格化していましたので、なかなか調査研究の方に割ける時間がなかったということと、あともう一つは、大学の先生方をお願いする場合は、人件費は大学の方で負担していただけるので、非常に先進的かつ高度なものを効率的に行えるということで、その部分を若干拡大してみようという考え方でございます。

○臼杵委員 22年度の大学の方の1番の、マーケット・インパクトですけれども、多分債券のマーケット・インパクトというのはおっしゃるように、株の方はティックデータがありますから割とできると思うのですけれども、債券の分析というのは私も不勉強であり見たことないので、具体的にどういうふうに公募して、どういうところに声をかけるとか、何かアイデアみたいなものはありますか。

●清水調査室長 実はこれは21年度もこのテーマとして設定した経緯がございます。結果として、1つ応募があったのですが、質的にちょっとということで、結果的にゼロとなった経緯がございます。これは非常に難しい話で、ほとんど研究者がいないと。あとデータの制約もあるということでございまして、海外の研究者の方にも目を向ける必要があるのかなと。これをどういう形でアナウンスするか、なかなか難しい話なのです。

○臼杵委員 私も、海外に行ったらあるかどうかわかりませんが、英語で公募してもいいかもしれないし、あと実際の運用機関、もうヒアリングとかされていると思いますけど、その辺から、例えばピムコとかブラックロックとか、あの辺から少し聞いてみるという手もある。あまり細かいことはあれですけど。

○植田委員長 それでは、続いて、リスク管理状況等の報告ですね。資料、委員限り6についてお願いします。

●大江審議役(運用部長) 委員限り6、リスク管理状況22年5月の分でございます。1枚おめくりいただきまして、下に1ページとついている資料でございます。上の表の積立金全体の乖離の部分、括弧書きで書いている部分でございますが、4月と5月の変動は国内債券の場合、2%ほどのマイナスから、今度はオーバーウエイトになって、今度国内株式、外国債券、外国株式はすべてウエイトが下がってきております。これは5月のリターンを見ていただければわかりますが、内外の株式が10%を超えるようなマイナスが5月ございましたので、こういう変動が起きております。

2ページの方に、資金回収額でございますので、御覧いただきまして、おめくりいただいて3

ページのところでございます。3 ページが、今度は資産全体のリスクということで、リスク量で見たものでございます。一番上の表の財投債込みの運用資産全体のリスクのBのところが推定総リスク、リスク量全体、C が推定相対リスク、基本ポートフォリオからの乖離のリスク量でございますが、4～5 月にかけてまして、両方とも下がってきております。これはBの推定総リスクの方は、国内債がアンダーウエイトからオーバーウエイトにいった等で全体のリスク量が減った。ただ、一方で基本ポートフォリオに全体近づきましたので、乖離のリスクである推定相対リスクは縮小しているということでございます。

それから、4 ページ、資産ごとのリスク、これは推定トラッキングエラーでは、デュレーション乖離のようなアクティブリスクを見ておりますけれども、4～5 月にかけて大幅な変動はございませんでした。

それから、1 枚おめくりいただいて 5 ページでございまして。運用受託機関のリスク管理状況、ガイドライン遵守の状況ですが、すべて今回も一時的な要因等に問題はございませんでした。

6 ページ、カウンターパーティーリスクということで、資産管理機関あるいはインハウス取引先の格付けウォッチですが、特に変更ございませんでした。流動性リスクも特に申し上げることはございません。

それから、7 ページでございまして、5 月までの財投債を含めた運用資産全体の収益状況を出していますが、5 月が先ほど申し上げたように、8 ページにありますように、内外株式それぞれ 10%を超えるようなマイナスが 1 月間で出ておりますので、その影響で悪いと。通期としては財投債込みで-2.33%、収益額としては-2 兆 8 千億円ほどということで、6 月もあまり好調でなかったといったことでございました。

説明としては、以上でございます。

○植田委員長 いかがでしょうか。ではよろしければ、予定の議事は終了いたしました。何か事務局からご連絡等ありましたらお願いします。

●玉木審議役(企画部長) 次回の日程につきまして申し上げます。次回、第 41 回運用委員会は、9 月 24 日金曜日でございます。時間は午後 5 時から、場所はこの場所でございます。

以上です。

○植田委員長 それでは、第 40 回運用委員会はこれで終了いたします。