

第 41 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 22 年 9 月 24 日 (金) 17:00～19:00
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:・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) 平成 21 年度の業務実績の評価結果について
 - (2) 第 1 期中期目標期間の業務実現の最終評価結果について
 - (3) 平成 22 年度第 1 四半期運用状況について

●玉木審議役(企画部長) それでは、お揃いでございますので、ただいまより第 41 回運用委員会を開会いたします。

本日の委員の出欠の状況でございますが、全委員御出席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。

また、本日 7 月 30 日付で就任されました渡辺参事官に御出席いただいておりますので、御紹介いたします。当委員会において、御発言いただく機会もあるかと思っておりますので、今後はこちらにお座りいただきたいと考えております。一言御挨拶をお願いいたします。

●渡辺参事官 どうもお世話になります。7 月 30 日付で八神の後任で資金運用担当参事官に就任いたしました渡辺と申します。どうぞよろしくお願いいたします。

●玉木審議役 続きまして、資料の確認をお願いいたします。

議事次第、座席図のほか、

資料 1、「年金積立金管理運用独立行政法人の平成 21 年度の業務実績の評価結果」

資料 2、「年金積立金管理運用独立行政法人の第 1 期中期目標期間の業務実績の最終評価結果」

資料 1、資料 2 委員限り参考資料、「業務実績の評価結果について」

資料 3、「年金積立金管理運用独立行政法人平成 22 年度第 1 四半期運用状況」

委員限り 1、「各資産の運用状況の補足説明(市場運用分)」

委員限り 2、「エマージング株式運用受託機関の新規公募について」

委員限り 3、「平成 22 年度 運用受託機関の総合評価結果について」

委員限り 4、「リスク管理状況等の報告 (平成 22 年 6 月～7 月)」

以上でございます。よろしいでしょうか。

今回は資料が大変多く、また分厚く重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御郵送、こういうことも可能

でございます。

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 本日もお忙しいところ、どうもありがとうございます。最初にこの委員会の議事要旨と議事録ですけれども、その確認ですが、今後、よろしければ、会合の中でというよりは、別に各委員から確認のサインをいただくということで行いたいと思います。よろしいでしょうか。

(「異議なし」と声あり)

○植田委員長 それではそのようにさせていただきます。

今日の議題の1番目ですけれども、「平成21年度の業務実績の評価結果について」、2番目の「第1期中期目標期間の業務実績の最終評価結果について」、この二つを一括して資料1、資料2、委員限り参考資料を用いて事務局から御説明をお願いいたします。

●玉木審議役 それではお手元にある資料1、資料2、資料1・2の委員限り参考資料、この三つをまとめて御説明を申し上げます。

資料1、資料2、大変よく似たタイトルの少し分厚めの資料がございます。資料1のほうは、当法人の平成21年度の単年度の業務実績の評価結果でございます。資料2は、当法人の第1期中期目標期間(4年間)に関します業務実績の最終評価結果でございます。いずれも厚生労働省における評価委員会の評価の結果でございます。それぞれ表紙をめくっていただきますと、厚労省の独立行政法人評価委員会の委員長から、当法人の理事長あての報告という形になっているところでございます。

こちらにつきましては、以前の運用委員会におきまして、評価のポイントとなります20の項目につきましてはの当法人事務局としての自己評価について御説明を申し上げたところであり、これを踏まえて夏場に、先ほど来、申し上げております厚労省の評価委員会で議論が行われ、また、私どももそちらに伺いまして、御質問等に答えたところでございます。そのような議論の結果を踏まえまして、8月の終りに評価委員会から当法人にこの結果が示達されたわけでございます。

それぞれ単年度と中期全体のほうにつきまして、最初の数ページが文章で評価委員会の評価の結果が書いてあるわけでございます。こちらにつきましては、概ね私どものやっていることについては、まあまあやっているのではないかといった評価になっておりまして、独立行政法人の評価は、場合によっては当該法人を廃止するというふうなことも視野に入れた評価ではございますけれども、当法人の場合には、単年度のものにせよ、中期のものにせよ、引き続き頑張れというふうな趣旨の評価になっているところでございます。

この辺につきましては、資料1の21年度のほうであれば、2ページ以下、もう一つ、資料2の年度のほうであれば、2枚ほどおめくりいただきまして、1ページ目の下半分当たりからいろいろ出ていますが、概ね、よくやっている、積極的に取り組んでいるといったことが、業務全般であるとか、経費節減、人的なレベルアップに関する経営上の努

力、こういったもの等につきまして言われているところでございます。

あと総論的に申し上げる点、もう一点だけございますのは、特に当法人の場合には経費支出等につきまして、これはおかしいのではないかとといった御指摘で申し上げるようなことは特にございませんでした。

あともう一枚資料 1・2 委員限り参考資料というのがございます。こちらは第 1 期中期期間中の各年度の委員会の最終的な評価結果を並べたものでございます。ただ前回、当法人の自己評価を御報告申し上げたときには、例えば 21 年度のものでいった場合に、5 番目の【評価項目 5】業務運営の効率化に伴う経費節減、この点につきましては、私も自己評価では「S」でしたが、委員会の御評価は「A」に下がってございます。

同様のことが【評価項目 8】情報公開にも言えたところございまして、私どもとしては【評価項目 5】経費節減につきましては、何度か御報告しております資産管理機関の集約に関します毎年 10 億円単位のかかなり大きな経費節減のための努力が実を結びましたということで、21 年度、その前の年度につきましても、「S」評価を自己評価で出しておりますけれども、評価委員会での議論の結果としては「A」であろうということでございます。

また、私どもとしましては、情報公開につきまして、種々数年間にわたって努力を行い、限られた資源の中でホームページを活用するなどの方法によりまして、そこそこやったつもりといったこともあり、一度「S」を自己評価ではつけたところでございます。一方、委員会の御評価は、よくやってはいるけれども、「S」というほどではないということだったのかと思いますが、「A」ということになってございます。

この辺、厚労省の評価委員会の結果が出たところございまして、これが追って総務省における二次評価等に流れていく、そういう仕組みになったところではありますが、とりあえず当法人が厚労省から受ける評価という点に関しましてはこれで完結ということでございます。

以上です。

○植田委員長 それでは、今の御説明について、御意見、御質問ございましたらお願いします。よろしいですか。

それでは、次の議題、3 番目ですが、「平成 22 年度第 1 四半期の運用状況」について資料 3 と、委員限り 1「各資産の運用状況の補足説明」について、事務局から説明をお願いします。

●玉木審議役 資料 3、その後でございます横長の一枚紙につきまして御説明を申し上げます。

まず数枚の横長の資料 3 でございますが、こちらは 4～6 月の当法人の運用状況につきまして、プレス発表したときの資料でございます。4～6 月につきましては、市場の環境が 7 ページのほうに出ております。先にそちらを御覧いただけますでしょうか。7 ページ、下のほうに折れ線グラフがいくつかございますが、そのすぐ上、参考指標というと

ころを御覧いただきますと、平成 22 年 3 月末と 6 月末の主な相場の指標が出てございます。

国内債券につきましては 10 年国債金利が 3 月末の 1.39% から 6 月末は 1.08% と約 30 ベーシスの下落を見たところでございます。

他方、国内株式につきましては、TOPIX で 978 ポイント、日経平均で 1 万 1,000 円強のところ、841 ポイント、9,400 円弱といったように低下してございます。

また外国債券につきましては国内債券と同様、金利はかなりの低下を見たところでございます。

外国株式につきましては、国内株式同様、若干の低下でございまして、為替につきましては、ドル円、ユーロ円ともに 5%、10% ぐらいの円高というところがございます。

ということで、1 ページ目にお戻りいただきますと、このような収益環境を映じまして国内外の株価下落等を中心とした -2.94%、実額では 3 兆 6,000 億円弱というのが第 1 四半期の運用結果のハイライトということになるところでございます。

1 枚おめくりいただきますと、昨年度の第 1 四半期からの各四半期の数字が出てございますが、昨年度は各四半期ともプラスを繰り返しまして、率では 7.91%、実額では 9 兆 1,850 億円、こういうリターンを上げたところでございますが、今年度につきましては、御覧のとおり、-2.94% と 3 兆 5,898 億円という結果になったところでございます。

もう一枚おめくりいただきまして 4 ページに各資産の市場運用分のものでございますが、こちらの損益の実額が出てございますが、国内株式で 2 兆円、外国債券では円高がききまして 7,600 億円、外国株式では 2 兆 2,000 億円という損失が出ておるところでございます。

他方、国内債券につきましては、先ほど申し上げましたように、30 ベーシスほどの金利低下がございましたので、市場運用分で 1 兆 4,000 億円ほどのぶれ差が出て、トータルでは 3 兆 6,000 億円弱のマイナスになったということでございます。

もう一枚おめくりいただきまして 6 ページでございますが、こちらは市場運用分の各アセットクラスのベンチマーク収益率との比較がございますけれども、今回は幸い各アセットクラスともマイナスにはなりませんでしたが、このうち有意にプラスと言えるのは外国債券の 0.16% でございます。残りの 3 クラスにつきましては 0.01% ないし 0.03% ということで、我々としては概ねベンチマーク並みという評価を下しているところでございます。

あと、1 枚付いております委員限り 1 という横長の紙につきましては、アルファ等につきましては、各アセットクラスをパッシブ、アクティブに分けた数字を計算したものでございます。こちらにつきましては、特段公表はしておりませんので、委員限りの取扱いでよろしくお願いを申し上げます。

以上でございます。

○植田委員長 御質問等がございましたらお願いいたします。よろしいですか。

それでは、続きまして、「エマージング株式運用受託機関の新規公募について」ということで、委員限り資料 2 を用いて事務局からお願いいたします。

- 大江審議役 委員限り 2、「エマージング株式運用受託機関の新規公募について」でございます。

エマージング株式運用につきましては、これまで当委員会でも 2 回御議論いただいたところでございますが、今回はその議論を踏まえまして新規公募ということでその方向性について資料をまとめております。

資料のつくり方としては、「1. 基本的事項」ということで、目的、位置付け、規模。2 ページ目以降で、個別事項としてベンチマーク、運用機関構成、応募資格等というふうな構成にしております。

1 枚目に戻っていただきまして、「1. 基本的事項」でございます。

(1)エマージング株式運用を行う目的でございます。これまでもいろいろ御議論いただきましたが、ここでまとめておりますのは、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を占め、今後更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、投資対象に加えることによりまして、収益機会の拡大を図るというふうに整理をさせていただいております。

(2)エマージング株式運用の位置付けでございますが、エマージング株式は、基本ポートフォリオにおける独立したアセットクラスではないということで、外国株式の一部に位置付ける。その上でエマージング株式は、先進国株式(MSCI-Kokusai)のパッシブ運用ではないという意味において、アクティブ運用の一部に位置付けるということを整理させていただいております。

(3)エマージング株式運用の規模については、小規模で運用することとし、具体的規模は運用機関の応募状況を踏まえ決定する。

その理由としては、そこに二つの「・」で書いておりますが、一つ目が、エマージング株式には、低流動性等々の運用に当たっての留意点が多く、慎重な取扱いが求められる。

二つ目に、基本ポートフォリオの外国株式のリターン・リスクは先進国株式(MSCI-Kokusai)を前提としており、大規模な運用は基本ポートフォリオの前提に影響を及ぼすということでございます。

最後の行に書いておりますが、「なお、今回のエマージング株式の運用状況を見ながら、今後更にその取扱いについて検討していく」ということを記載させていただいております。

1 枚おめくりいただきまして、2 ページ目でございます。

2. 個別事項の最初、(1)ベンチマークでございます。四つほどございますが、一つ目が、「マネジャーベンチマーク」、運用機関を評価するのに用いるベンチマークでございますが、これは MSCI-Emerging を用いる。MSCI-Emerging は広くベンチマークとして利用

されていること等を理由としております。

それから、二つ目に「評価ベンチマーク」、当法人の運用実績を評価するのに用いるベンチマークにつきましては、エマージング部分は MSCI-Emerging、先進国部分は MSCI-Kokusai といたしまして、時価残高の割合に基づいて合成して計算した複合ベンチマークを外国株式全体の「評価ベンチマーク」とするというものでございます。

三つ目、配当課税につきましては、税の軽減等が適用できる国は少ないということもございますので、課税後のベンチマークである MSCI-Emerging（ネット）を用いることとする。

それから、最後に「なお」書きでございますが、前回もカントリーリスクにつきましていろいろ御議論いただきましたが、ベンチマーク構成国の取扱いについて、ベンチマークそのものは MSCI-Emerging を前提といたしますが、その構成国の取扱いにつきましては、応募運用機関から提案をいただき、提案がある場合にはその提案を踏まえて、その取扱いを更に検討するというものでございます。

(2)運用機関構成、マネジャーストラクチャーでございますが、MSCI-Emerging としてのアクティブ・パッシブ両者で公募を行い、その中から優れた運用機関を選定する。あらかじめ決めつけずに公募しようというものでございます。

なお、運用機関を比較評価するという観点から、採用する場合には複数採用したいと考えておりまして、採用する社数、その規模は応募状況を踏まえて決定をしたいというものでございます。

(3)応募資格でございます。基本的にはこれまでのもの、直近では外債、外株のパッシブとほぼ同様のものがございます。

①金融商品取引法に基づく投資運用業としての業務を行うことができること等。

②国内外の直近の年金運用資産残高がグループ全体で 1,000 億円以上であること等。

③応募ファンドの年数、規模でございます。この部分は、③にございますように、コンポジットの実績は原則として 3 年以上、コンポジットの直近の運用資産残高は原則として 200 億円以上ということで、パッシブの場合よりはやや要件を緩和いたしております。

④実質的投資判断が他の法人で行われている運用機関にあっては、再委託先の法人で行われているものに限るということでございます。

⑤グループ内において、過去 3 年以内に、資産運用業務に関し著しく不適当な行為をしていないことでございます。

最後 4 ページ(4)スケジュール(案)とさせていただきます。

本日、御議論いただきまして方向性が固まりましたら、私ども内部の手続を経まして公募をいたします。公募に当たりましては、私どもホームページに掲載する、あるいは関係団体にもお知らせをするということにしたいと思っております。その後、1 次、2 次、3 次、パッシブも同様でございますが、各ステージを経まして、最終的には当委員

会の御審議も経まして、運用受託機関決定をこのようなスケジュールでやれたらということ想定をしているところでございます。

説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御意見、御質問をお願いします。

○小幡委員 初歩的な質問です。最後の3ページの④で、「実質的投資判断が再委託先の法人で行われている」というのは、再委託というのは、実質的な同一の組織だけれども、別法人になっているのはオーケーだけれども、外注しているのはだめだということですか。

●大江審議役 正確に申し上げますと、再委託先は資本関係の有無は全く関係ございませんので、日本の会社から全く関係のない海外の運用機関に委託をすることはいいと。ただ、ここに書いておりますのは、そこからもう一度更に出すということは、要するに再々委託はだめですと、再委託は可ですというふうなものでございます。

○小幡委員 再委託するときはコストの縛りみたいなのはあるのですか。

●大江審議役 提案いただく手数料は再委託の込み、要するに中の配分の問題でございしますので、トータル1本で手数料を設定していただくと。

○小幡委員 再委託先に払う手数料も込みで手数料をこちらから払うということですか。

●大江審議役 それは中の配分の問題で、いわば受け皿になった法人が、その再委託先にいくらぐらい払うのか、それは内部の問題として整理をしていただくということでございます。

●三谷理事長 具体的には海外の運用機関が運用をしている。ただし日本に事務所がなく、我々との折衝をするときに日本の提携先と組むという形で、我々のところに申請して来るというふうなケースというのが一般的にあるということです。

○小幡委員 今回はそれがかなり多くなりそうですよね。ヒアリングするときは再委託先もヒアリングするのですか。

●大江審議役 今回の例でいきますと、1次があって2次から3次。1次は書面ですから、2次からヒアリングにいたします。通常2次では、実際に運用しているところが来ていただいてヒアリングにも参加していただくというのが一般かなというふうなところでございます。

○小幡委員 ということは、応募するときには再委託先が全部決まってないといけないということですか。

●大江審議役 そうですね。

○小幡委員 途中でローテーションするという想定はしてないということですか。例えばある地域が得意なところに委託していて、その地域を、アロケートを替えるようなスキームで例えば応募してきたときに委託先が変わる可能性があるというファンドはだめなのか。

●大江審議役 一種のファンド・オブ・ファンズみたいな形で、再委託先を途中で替える

ということだと思いますけれども、私どもとしては、再委託先の運用能力も含めて評価をいたしますので、まず提案の段階で一応スキーム、どういうところで、どういう形で運用するのかというのは決めていただいて応募いただくというふうに考えています。

○小幡委員 ウェイトを変えるぐらいはいいということですか。

●大江審議役 ウェイトを変える考え方についてはまさに応募いただいた中で判断する必要があると思っています。

○山崎委員 済みません、関連で、再々委託がだめというのはなぜというのはあるのでしょうか。

●大江審議役 再々委託といいますと、日本で一応窓口があってそこから委託先へと。更にということになりますと、結局責任関係が明確でないと。ですから普通国内にどうかというのがあって、そこで再委託というのは想定されるわけですが、そこも実は運用してなく、手数料だけ抜かれていくというのはいかななものかということもございまして、特に海外で運用するようなものというのは通常再委託までは認めているというものでございます。

○山崎委員 再委託は仕方ないという、さっきの理事長のお話ですね。

●大江審議役 実は外資系の資本関係ある日本子会社の場合も運用はアメリカ、ロンドンでやっている場合には、法律上あくまで再委託になりますので、そういったものまでは認めるし、それから資本関係がないところも当然そういうものはあるということで、ここまでということにさせていただいています。

○村上委員 今の再委託スキームの場合は、恐らく、もとの委託先が最終的な責任は持つはずだと思うのですが、その先の再委託先に対する管理能力みたいなものが新たに評価の対象として加わるということになるというように考えていいのでしょうか。

●大江審議役 資本がなくて提携関係でということになりますと、一種のゲートキーパー的なものになると思いますが、当然そこがきちんとできないといけないと。ただ、よほどおかしくなければ、通常しっかりはしていると思いますので、まず一義的には再委託先で運用する場合、再委託先の能力で、その間に入る提携の日本で活動している運用機関の一種の事務処理能力も付加的に評価をさせていただくということになるろうかと思えます。

○稲葉委員 基本的にはこういう整理でよろしいのではないかと思いますのですが、1点だけエマージングの規模なのですが、小規模で運用することにして、これは今後の応募状況とか今後の様子を見ながら取扱いについて検討してくれと、こういう柔軟な定め方でいいとは思いますが、とはいえ、この趣旨に照らしてどのぐらいの割合が小規模かというのは、ある程度共有していたほうがいいのか、これはお任せしたほうがいいのか、このところが自分なりに迷っているところなのですけれども、何かある種の目途額というか、そういうのはある程度は持っているということですか。

●大江審議役 これまで2回御議論いただいた中では1千億円、例えば2年ぐらいかけて

2 千億円という御議論もさせていただきました。ただ、一方で、そういうふうに数字が出ると、そういう状況でない場合も、その数字までやらなければいけないというのも一つの良くない制約だという御議論もありましたので、私、事務局のほうで2 千億円というイメージは持っておりますけれども、最終的にはこの選定する過程で、運用委員会で、少なくとも3 次審査ではきちんと御議論いただきますから、そういう観点で御議論いただいて決めていくものであろうというふうに考えております。

○稲葉委員 イメージとして1 千億円ないし2 千億円というのは一体どういう性格のものだというふうに認識すればいいのですか。

●大江審議役 今、大体外国株式、私も、かなりマーケットが下がってきていますが、11 兆円から12 兆円とか、そんな感じになっておりまして、1 千億円、2 千億円というのは全体の1%ないし2%いかないぐらいの、そういう意味でまさに小規模だと。外国株式の全体には影響しないような規模というのを考えているというところでございます。

○小幡委員 その関連で、1 ページの(3)の「・」の二つ目ということになると思いますが、「大規模な運用は基本ポートフォリオの前提に影響を及ぼす」ということですが、どういうふうに及ぼすのですか。

●大江審議役 まずリターンをどう見るかというのはなかなか難しい話でございまして、リターンの設定、まさに基本ポートフォリオの議論になってくるかと思うのですが、ただ、リスクだけから言いますと、通常過去データを参考にリスクを見るとかなり先進国よりは大きいと。データを出しておりますが、先進国の株とエマージングの相関も結構高いので、入れてリスクが上がっていくと、当然そういうふうになっていくわけでございまして、そういったリスク・リターン特性はあまり変えないようなものということで小規模というふうに考えております。

○小幡委員 どのくらい上がるのですか。

●大江審議役 それをどのデータを使って、どういうことはありますけれども、1 千億円、2 千億円でしたらベースの単位でももちろん影響はいたしますけれど、パーセントで影響するというようなものではないと考えております。

○小幡委員 リターンはどのくらい上がるのですか。

●大江審議役 リターンはまさに設定具合で、過去リターンを使っていいのかどうか。まさに運用委員会で御議論いただかなければならないくらいですけれども、リターンも結局1~2%ということであれば、そんなに大きく上がるというものではないと思います。

○小幡委員 ちょっと屁理屈みたいな感じなのですが、そうすると何で入れるのだという話になってしまうと思うのですが、長期的にはリターンが高いという考え方なのですか。いわゆる世界、グローバルなアセットを持つということからいくと、エマージングの比重が高くなっていくから、どうせ持たざるを得ないのだから、将来で、世界経済にリンクするように持つという前提でいくということですね。そうすると持たなければいけないという後者の意味なのかということもあると思うのですが、どうなので

すか。

●大江審議役 理屈から言いますと、結局私ども(1)なり(2)のところで、基本ポートフォリオというのは一応枠組みがはめられて独立したアセットクラスでないと。ただ、一方で、既にエクスジャパンで14%を占めるエマージング部分が将来的に更に拡大をしていくために当然検討の俎上にのってくるということで、ここで書かせていただいているのは、収益機会の拡大を図るということでベータをとらせていただくと。ただ、最終的にこういった実績を積みながら検討していくということでございますので、(3)のなお書きにあるように、いずれこの運用状況を見ながら、更に取扱いを検討していく。それが基本ポートフォリオの見直しの機会であれば、基本ポートフォリオの見直しそのものをどう考えるかと一体となって考えることができるといったところが、一応論理構成としては、1ページにそういう思いを込めて書かせていただいているというところでございます。

○能見委員 意味づけは一步踏み出すことに意味があるという程度のことなのですね。だからGPIFのトータルの資産からすれば、外株というところからすれば、そんなに直ちに大きなインパクトを与えるものではありません。将来的にこのマーケットはシェアが拡大こそすれ、減ることはない中で、運用の多様化と分散効果ということで一步踏み出すことがまず大事だろうと思います。マーケット的に見れば、このGPIFとしては小さいかもしれないけれども、例えば2千億円といった場合にこのエマージングの株式のこういった運用をしているところからすると、2千億円というのはかなりの大きな、業界としてはそこそこのインパクトを持つ金額ということに、多分関心を持たれるだけの金額だろうと思います。GPIFとしては、新しい将来のアロケーションの一つの選択肢として一步踏み出すことに非常に大きな意味があるだろうと、そういうことではないかと思います。

○小幡委員 その点に関しては全く賛成で、当然これに反対する理由は全くないし、もっとどんどんやるべきだと思っているのですが、ただ、説明というか、導入するに当たっての考え方の整理のときに、とにかくベータをとりに行くのだという説明なのか、それとも、そもそも明らかにアンダーウエイト過ぎるのだと、現状のバランスが悪すぎて、世界のグローバルの動きからすると足りないから、これはアンダーウエイトにしていること自体にいろんな歪みが出てきて、将来的に困るという考え方なのかによって大分違うと思うのですね。それで後者だというお話ということで理解していいのですか。

○能見委員 それはいろんな議論がありますから。それともう一つは、ここでも書いてあるように、ほとんどの運用が再委託になっていくと思うのですね。大抵のところは、自分でやるというよりは、もう少し専門的なエリアのところに再委託するケースが多く、そういうものを運用のパーツとして入れていくことには一定の習熟度が必要なので、GPIFの運用部隊としても、そこは経験を積みながらやっていかざるを得ないという面があります。しかし将来的には、おっしゃる後者のような意味も出てくると思います。

○小幡委員 そうするとあまり手の内を外に明かすのはいいと思わないというのは全く賛成なのですが、我々の間でも整理しておかないと、どういう運用機関に、どういうストラテジー、どういうストラクチャーのところに委託するかというのも、その考え方の整理によって大分変わってくると思うのです。もともと分散してコバリエンスを落としていくという根本的な考え方なのか。そうではなくて、当然エマージングでどうせ日本株とも先進国の株式とも連動しているのだから、そんな別に低くなるということではなくてということだったら、そういうことはある程度、額もそんなに多くないから、ほんのわずか上がったところで関係ないけれども、とにかく運用対象も運用手法も多様化するための一歩とするのだという考え方なのと、大分選び方が違ってくるのではないかと思います。

●清水調査室長 そこは、多分今のお考えだと、我々がポートフォリオをどう組むかという議論の中で、エマージングをどのくらい入れるのかという形で基本ポートフォリオの議論と一体的に多分議論される話になるのだろうと。

一方で、ここの議論というのは、実際にある一定、小規模であるけれども、エマージングに対するエクスポージャーをとるときに運用機関の選択としては、マネジャーベンチをどうセットするかというところの、そこで尽きてしまう話でございますので、そういう意味で粛々とやるということになるのだと理解しています。

例えば分散投資効果ということであれば、それは基本ポートフォリオの中で、エマージングに対するエクスポージャーとしてどのような分散投資を前提として考えて、その結果、どのくらい実際構成割合として入れるべきなのかという議論に結局つながっていくと思うのですね。

○小幡委員 ですから今回一歩踏み出していろんな実験をしつつ、次に備えるということだと思しますので、そうすると次の基本ポートフォリオのときの議論のために非常に有意義なというか、そのために役に立つように、実験というの言い方悪いのですが、しなければいけないとすると、選び方にはすごく影響があって、当然そうするとオルタナティブとか不動産の商品とか、ベンチャーキャピタルは今の枠組みでもできるのか、よくわからないですけど、そういうさまざまなエマージング株式から、ほかのアセットとか、運用資産の議論が及んでくる話だと思いますけど、それとは関係ないということですか。

○村上委員 とりあえずの今の整理ですと、基本ポートフォリオを見直すという議論がなくて、外国株式の今までの枠組みの中で新しい投資機会を探っていくということなので、前に（事務局の）御説明にベータダッシュという言葉がありましたけど、外国株式のベータに少々ベータダッシュを乗せるという程度のやり方であって、結局そのベータダッシュの部分というのがもっと大きくなって、どのぐらいのウエイトを持つのが適正なのかというのは、これは来るべきアセットミックスの見直しの中で考えるべき問題かなと、そのような整理ではないかと思うのですね。そのベータダッシュと一緒にアクティブも

やるということは、アルファダッシュも乗ってくるようなイメージで組み立てが考えられるものなのではないかと思います。

○山崎委員 一つ質問なのですが、10月から11月で公募をされてホームページとか関係団体にツーターというか、連絡をするということだと思うのですが、そのときには、このエマージングに乗り出すときの趣旨というか、G P I Fとしての考え方なり目的なりはある程度表に出されるということになるのですか。

●大江審議役 公募するときはあくまで運用機関向けに公募いたします。したがって、ここに書かかれている基本的事項というのはいろんな場面で私どもにどういう趣旨だと聞かれる場合に、対外的に運用委員の皆様方とも共通認識を持った上でお答えするようなものとして想定をしております。したがって、表に出て行くのは、2ページのベンチマーク。運用機関にいろんなベンチマーク、あるいは構成国の取扱いに提案があればとか、アクティブとパッシブで募集します、それから応募資格はこういうものですよといった部分で公募をするということになるというふうに考えております。

○山崎委員 最初の「基本的事項」と書いてある部分というのは、ある程度は表に出て行くと思ってよろしいのですか。

●三谷理事長 それは多分実際に公募を始めますと、即マスコミからいろんな質問が殺到すると思いますので、その中で説明を求められれば、こういう考え方でやるのですと。

○山崎委員 ここに書いてあることが、その考え方だというふうに我々も思っていたほうがいいということですよ。

●三谷理事長 はい。

●大江審議役 その意味で本日御議論いただいているというところでございます。

○山崎委員 そういうふうに議論していただくのはいいですね。

○草野委員 今、議論が出ていたのもういいと思うのですが、これだけのものをやるということになれば、なぜやるのかという説明責任は当然求められると思いますので、今、山崎さんが言われたような「基本的事項」のところは何らかの形で外に出していかなければいけないだろうと思うのです。これが一つ。

それから、これを言うと、また議事録に残るからなかなかややこしいのですが、本音のところと建前のところをどういうふうに使分けていくかというのもまた非常に難しいわけで、例えばテストケースとか実験的というのは、私はあまりこういう言葉は使わないほうがいいと思うのです。ただ、現実的には、今、能見さんもおっしゃったように、そういうことでノウハウを積み重ねていくという、そういう意味では基本的なポートフォリオは変えないのだけど、とりあえずその枠の中でやっていくのだということで、このG P I Fのノウハウを積み上げていくということぐらいのところが、今のところはいいところかなと、そんな感じはしますけれども。

●三谷理事長 我々も全くそういう感じです。

○能見委員 あまり実験的、試験的と言わないほうが、それは。

○臼杵委員 二つありまして、一つは、さっきちょっと小幡さんからエマージングとそのほかのオルタナティブというお話があったと思うのですが、私の記憶が違っていたら訂正いただきたいのですが、多分去年の基本ポートフォリオの議論の中で、まずそういうオルタナティブへの投資をどうするかいろいろ議論になった中で、これは非常に甲論乙駁あったわけですが、その中でとりあえずエマージングは今回の基本ポートフォリオの見直しの中でも少し経験を積むという意味で外国株の一部として入れようという、一応そういう結論に達したので、今こういう話が出ていて、ほかのオルタナティブに関しては、あの時点ではもうちょっと検討しようという話だったので、順番としてエマージングが出てくるのだけれども、そのほかのオルタナティブを、今後また次の5年の前に、例えば1千億円、2千億円だったらどうなのだという話で議論することは当然あり得るという、私はそういうふうに理解しているのですが、そういう理解でいいのかということが一つあります。

もう一つは、そういう意味ではエマージングが、5年後かわかりませんが、今回の基本ポートフォリオの中でアセットクラスになるのか、どういう形になるかわかりませんが、何年間に運用した評価をしていかなければいけないということが、当然あると思うので、そのときに運用実績を上げるという意味では、残念ながらというか、かなりタイミングに左右されるところがあると思うのです。もちろん4ページのスケジュールではいいとは思いますが、実際例えば資金を割り当てていくような、さっき2年にわたってというお話もちょっと大江さんのほうからありましたけれども、実際その辺は、例えばこれから後の議論でも出てきますが、キャッシュアウトをする中で、具体的にどういう形で、どういうタイミングでキャッシュインしていくかというような、タイミングを含めてお考えあればお伺いしたいのですが。

●岡部理事 今、二つ御指摘いただきまして、最初の点については、私の理解としては、今、臼杵先生がおっしゃったように、第1期の運用委員会においてエマージングについては外国株式の一つとして位置付けることができるのではないのかということで、第2期の一つの課題として取り組むべきだという御指摘をいただきました。そこで、第2期に入り、今回までずっと議論していただいております。

オルタナティブになりますと、そもそも既存の伝統的な四つの資産との関係とか、独立したアセットとして位置付けるのかどうかとか、それからオルタナティブという中にもいろんな種類のものがあったりして、そういった点については、第2期の中で必要があれば、また御議論をいただくというような形で、若干議論を第1期において集約するということまではいかなかったと理解しております。ただ、すぐに受け皿として、どこかのアセットクラスにここだというふうに、はだかのオルタナティブという格好だとなかなか位置付けるのは難しいのかなというのは、これは私の個人的な受けとめでございますけれども、そういうふうに、そこは今のエマージングと若干位置付けが異なっているのかなと考えております。

それから、2 番目の資金の方でございますが、これは御案内のとおり、昨年度からニューマネーが基本的にはなくなって、実際はキャッシュアウトを私どもの方から特会の方にする形になっております。ただ、こういう格好で公募をさせていただいて、最終的にいくつかの運用機関を採用しようということになれば、当然そういったところには一定の資金を配分して、実際運用をスタートしていただくわけですが、ただ、逆に言うと、ニューマネーが来なくなっているのも、その資金の配分の仕方というのはいきなり、例えば 10 予定していたものを最初から 10 という格好でやるよりは、少し分散をするような格好でやっていかざるを得ない。それは私どもの資金繰りの問題とか、あるいは既存のアクティブマネジャーから少し資金を回収しなければいけないということもあるかもしれないというようなことでございますので、そこは今の段階ではまだ確たることは申し上げにくいのであります。もう少し具体的な選考が進んで、何社ぐらいというような、第 3 次審査あたりのときの御審議をいただく際には、その時点での資金状況を勘案しながら、最初はこのぐらいでスタートしながら、四半期ごととか、毎月とか、2 か月に一度ずつぐらい増やしていったら、例えば 2 年後にはこのぐらいにしていきたいと、もう少し具体的な資産配分のイメージなりスケジュール感をその時点ではまた御議論いただける、あるいは御報告できるような形にしていきたいと思っております。

○植田委員長 それでは、よろしいですか。ありがとうございました。

では、引き続き「平成 22 年度の運用受託機関の総合評価結果について」に移りたいと思います。委員限り資料 3 に関連しまして、事務局から説明をお願いいたします。

●大江審議役 委員限り 3 を使いまして、「22 年度の運用受託機関の総合評価結果について」御報告を申し上げます。資料は三つのパーツに分かれておりまして、最初の 1 枚紙、横長別紙、最後に参考資料という 1 枚紙があります。まず参考資料、「運用受託機関の評価の仕組み」を使いまして、基本的なスキームを御説明申し上げたいと思います。

まず「1. 基本的な仕組み」、左上の四角の中でございますが、総合評価、各年度の定期評価ということで年 1 回行っております。最初の「○」にありますように、運用期間が 1 年を超えるものについての評価、運用期間があまり短いものは評価にたえないということで 1 年超を対象にしております。

1 枚目の頭の縦長の資料に戻っていただきまして、総合評価結果の 1 番のところでございます。「評価のための運用受託機関とのミーティング」というところに、ミーティングは 7 月の中旬から 8 月上旬まで 3 週間ほどかけてやっております。対象にいたしましたのが、今年度の場合、外国債券、国内株式、外国株式の三つのアクティブファンドでございます。なお、そのなお書きにございますように、外国債券・外国株式のパッシブにつきましては、既に見直しの選定に入っておりますので、そちらのほうとして実施をしております。

また、残りの国内債券のアクティブ、パッシブ、国内株式のパッシブにつきましては現在マネジャーストラクチャーの見直しができればということで検討を進めておりますので、今後の検討状況を踏まえまして、今年度中に見直しに移行していくのか、あるいは今年度の評価としてしっかりやるのかというところを見きわめたいと考えております。

2 の結果は、横長の別紙を御覧いただければと思います。

別紙は、今、申し上げた外国債券、国内株式、外国株式の三つのグループで御覧いただきますように、名前はすべてアルファベットになっておりますが、運用機関、定性評価、定量評価の点数、総合評価というのが出ております。なお、いろいろ御意見もございましたので、昨年度の定性評価なり定量評価の点数、総合評価の点数を括弧書きの中に入れております。昨年度、運用期間が 1 年に満たないということで、評価をしていないものは括弧書きが付いておりません。社名の右に「※」がついているのがそういったものでございます。

それから、右の特記事項は運用資産の特徴と評価の特記事項と分かれております。まずグルーピングとしては外国債券アクティブのところでございますが、定性評価、定量評価、1 枚目から 2 枚目にざっとおめくりいただいて見ていただきますと、定量データについては、昨年度よりもかなり上がっているのが見てとれようかと思います。そういったこともございまして、定性評価も問題ないということで、この外国債券アクティブについての総合評価は、いずれも良好という状況でございます。

なお、定量評価につきましては、一昨年度はリーマン・ショックの影響で軒並み悪化する中、昨年度はその回復局面ということでアルファをしっかりとれているということで、全体として底上げをしております。

それから、1 枚おめくりいただいて 3 ページでございます。国内株式アクティブを見

ていただきますと、括弧書きの定量評価のところではと見ていただきますと、昨年に比べまして、これも全体に底上げはしておりますが、いいところと悪いところがあるというようなところがございます。国内株式につきましては、総合評価としては良好な社が多いですが、悪い社もあるというところがございます。外国債券アクティブと同様に、20年度はリーマン・ショックの影響で軒並み定量データが悪化しておりますが、昨年度はその回復局面で大分よくなっておりますが、ただいいところと劣後したところで差がついております。

1枚おめくりいただきまして、ここからがスタイルインデックス、スタイルマネジャーでございまして、グロース、バリュー、スモールと続いてまいります。

それから、スモールは非常に短いというものでございますが、9 ページ、外国株式アクティブでございます。外国株式アクティブにつきましては、定量評価を見ていただきますと、三社を除きまして、初めての評価でございます、これらは定量データが短いということでパフォーマンスとしてはよくないものが出てきております。これは新規の運用機関、昨年の2月から運用を開始したばかりであり、実質的には1年2か月ほどのパフォーマンスで評価をしております。この間は3～5月に金融セクターの株価が急反転するという中でほとんどの運用機関がついていっていないというものでございますが、

1 ページ目に戻っていただきまして、2. のところの「なお、評価結果が一定水準に満たない運用受託機関に対しては、資金の配分を停止することとした」ということで、これは先ほど参考資料で説明が漏れましたが、評価が一定水準になるところは配分し、また評価期間が3年に満たない短いところは定性評価で判断するということでございます。

当然、今、ニューマネーがなくて、キャッシュアウトの時期でございますので、今年度については、よくなかったところについては資金の回収をすることを考えております。ただ、具体的なやり方については検討しているところでございます。

それから、よかったところ、悪かったところ、これはいずれにいたしましても、運用機関にフィードバックをしてコミュニケーションを深めて改良に役立てていただくということは予定をしております。

説明としては以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等ありましたら、お願いします。

○山崎委員 質問なのですが、この括弧がないのは、1年未満で評価をしてない。

●大江審議役 昨年はない。

○山崎委員 去年はしてないということですね。ということは、今年はここに一応評価

が出ていますけど、仮に今年も1年未満の会社があったら、ここの表には載ってないということになるのですか。

●大江審議役 今年の場合はたまたまですけど、1年未満のものがありませんので、お願いしている運用機関はすべて記載しております。

○山崎委員 これはすべてが載っていると。1年未満はありませんと、こういうことですね。

●大江審議役 したがいまして、去年、外国株式は報告できたのが3社だけだというところでございます。

○村上委員 気になりますのが、定量評価のほうはいろいろ（その期間の）市場の局面等に左右される部分があるとしまして、定性評価で「2」以下の数字がついている先というのは、採用を決めたときというのはもっと高い評価であったはずと推定されます。すると、その間に運用機関に何か大きな変化が起こってそういうことになっているのか、それとも当初何か隠れたものがあったとか、見立てが違ったとか、そのあたりというのがどうなのかが疑問です。それから、例えば個別ファンドマネジャーの裁量の割合の多いようなファンドというのが、本当にクォリティーが継続するかどうかを判断するというのは非常に難しいことになるのではないかと思います。5年やそのあたりの期間で判断ができるのかということがあるかと思うのですが、そのような点についてはいかがでしょうか。

●大江審議役 お尋ねの選定の際の問題とその後の問題で申し上げますと、基本的に選定後の、特に直近、このマーケットが振られている中で、一般的に言われているのはクォンツの効きの問題。いわばリスク管理強化というようなところでやや自信を失い、一般的な平板な言い方をすると、そういう言い方のものが出てきているということで、それは基本的には採用後の状況。特にこういうものについては長く運用を継続しているものが非常に多いものですから、そういったもので、特にこの1~2年のマーケットの状況でこういうのが出てきたというものでございます。

それから、二つ目の御指摘については、まさにこれをどれくらい、特にそういうクォンツモデルを使っているものをどのくらいのタームで見るかということなのですが、いずれにしても……。

○村上委員 済みません、（私の質問は）クォンツよりも、むしろ俗人的なファンドマネジャーの判断の反映が強い部分です。

●大江審議役 私どもとしては、国内株式につきましても、原則3年ごとの見直しですから、いずれ見直しの時期が来て、その際にはいろんなほかの運用機関と比較しながら、あるいはここを再度全体的な目で、単年度のこういう評価というよりも、もう少し長い目で評価する中で、これを最終的にどう判断するかということになってくるのかなというふうに考えております。

○佐藤委員 今の話にもちょっと関連するのですが、私は定量評価のほうでも気になるの

がありまして、

この点についてはヒアリングをされていて、今後の改良、回復に期待ができるということなのか、評価が5年なのでもう少し待ちましょうということなのか、そのあたりはどうなのでしょうか。

- 大江審議役 全般的に今クォンツがなかなか厳しいというのは一般的な言われ方しておりますが、そういった中で、結局マーケットがこれだけ振れたものをどう評価するのか、大変難しいものがございます。またマーケットによってはフィットしてくるところもあるかもしれませんし、なかなか判断が難しいところがございます。

そういった中で、私どもは年度によっては、例えば昨年度国内債券はアクティブの中で最終的に総合評価の上、解約も行った経緯がございますが、なかなか見きわめがどうかというところで、評価は下げますけれども、あとはコミュニケーションを深めながらということにしたいと考えております。

なお、先ほど説明を最後で申し上げたように、評価の低かったところは少しニューマネーがない中で回収ということは考えたい。

- 佐藤委員 措置としてはニューマネーをストップするという事で、一段踏み込んで減額を検討するとか、そういったアクションまではとらないということですね？
- 草野委員 済みません、関連のもあるのですが、三つぐらいあるのですが、ちょっと聞き落としたのかもしれませんが、

よくわからないのですけれども、これはそのほかに何か大きな理由があるということで理解していいのでしょうか。

- 大江審議役 まず1点目ということで個別にお答えいたしますが、

○草野委員 済みません、2 番目と 3 番目、簡単に言いますが、1 枚ペーパーで資金の配分を停止するというけれども、ニューマネーはないわけですよね。停止するというのは、ただ言葉だけで現実にはできないということですよね。それが一つと。

それから、先ほど大江さんもおっしゃられましたし、今もちょっと意見が出たのですが、評価をして、そこにフィードバックして、それを、おまえさんたち少し頑張りなさいよ。こういう点が悪いよと、これは大変結構なことだと思うのですが、評価をしてあまりにもひどいときにはペナルティーといいますか、何かそれを現実反映するというようなことを考えていかないといけないのではないかと思います。そこについての御意見があればお聞かせいただきたいと思います。

●大江審議役 今回の 1 点目と 3 点目をまとめてお答えをさせていただきますと、ちょっと今日私の説明が言葉足らずだったと思いますが、資料としては、資金の配分停止ということで書いてありますが、評価の低かったところは、逆に今年度の場合ニューマネーがない中で、どういった資産から回収するかというのもございますので、基本的に悪かったところからは一部回収をしたいと考えています。ただ、具体的なやり方については別途検討したいということで、今、委員がおっしゃった意味では、まさにそういった措置を講じていきたいということを考えております。

それと併せて私どもの評価がよくないと思ったところについてはしっかりとフィードバックをしたいと考えています。

○山崎委員 先ほどもちょっと言っておられたのですが、21 年度は解約をなさって、今回は、特にここでは「解約」という言葉は出てきてないのですが、解約と資金配分の停止というもののボーダーラインみたいなのところというのはどういうふうに考えておられるのですか。

●大江審議役

○山崎委員

●大江審議役 であったので、最終的に検討の上、解約をさせていただいた。
今回いろいろ悪いところはあるのですが、そういった問題までは生じていないので、今年の場合、フィードバックをすると同時に少し一部回収をするということにしたいと考えております。

○山崎委員 済みません、ちょっと関連するのですが、中期計画の評価の中に、平成 18 年度で 3 社、平成 19 年度 2 社解約なさっていると書いてありますね。これもやはり同じように評価としては ぐらいのそういうレベルの会社だったということによってよろしいのですか。

●大江審議役 それはいろいろございまして、例えばアクティブで体制が大きく変わったとか、それから、見直しの機会にそういうふうにしたとか、いろんなそれぞれの理由で解約をしたものがございます。

○能見委員 今後の研究課題でいいのですけれども、一つは、特に、例えば日本株式についてですけれども、運用スタイルの分散ということを考えてやっているのかどうか、そういうことが一つ。それから、最近クオンツモデルの有効性というのがあるって、というのは、グローバル化や新興国が出てきて、企業の運営スタイルを変えていかなければ、例えばリストラに非常に熱心な経営者より、むしろ事業の革新に熱心な経営者のほうがより将来性があるというふうにとったときに、従来の単純なクオンツでいくと、今、目先の利益を上げて、そこに投入しているけど、それは将来的に先細りだとか、そういうふうにグローバル化の中で企業自体が非常に革新を遂げなければいけないという状況になっている中で、従来のクオンツモデルやいろんなものが有効性を失ってきて、パフォーマンスが悪くなってきているという現状もあるわけですね。その辺は一つ検討課題というか、企業のスタイルにもかかわってきますけれども、少し意識したほうがいいのではないかと、そういう感じがします。

質問というより、運用スタイルの分散と、運用スタイルの将来の日本株式についてはありようが少し変わってきたのではないかと。最近のクオンツのパフォーマンスが、あまりよくないという現況というのは、その辺が読み込まれてないのではないかとという気が少しするものですから。

●大江審議役 念のためお答えさせていただきますと、スタイル分散ということでありまして、実はかつてはこういうスタイルインデックス、インデックスマネジャーを採用していないとか、どちらかというと、どうしても運用機関を雇うとすると、グローススタイルにかなり偏っていったということもありまして、それで今回、前々回の見直しの際に TOPIX 型に加えまして、バリュー、グロース、それから、前回からスモールも加

えて、少しスタイルを分散というか、あまり偏らないようにというようなことはやらせていただいております。

ただ、後段の特にクォンツの話というのは、結果的に特にエンハンストというのは、ある意味クォンツそのもので、ただ、リスクが小さいということがありますけれども、いろいろな御指摘いただいているのはそのとおりでございます。結果的にパフォーマンスがいいところが、どちらかというと、割と一般的なボトムアップで目利きでやっているところのパフォーマンスがいいというのは結果として出ておりますが、次の運用機関のまたこういうストラクチャー見直しのときに、少しその辺をどういうふうにしていくか、当然課題になってくるものというふうに考えております。

○小幡委員 細かいところなのですが、

●大江審議役

○小幡委員 だとすると、経験というよりは、別に個別の問題というか、この評価だけを見ると、独自の業種分類に基づく何とかと書いてありますね。そうすると、むしろアナリストとしての経験は短いけれども、ほかのいろんな経験を持っているとか、今までのカテゴリーとか、いろんな先入観にとらわれないというか、新しいアイディアがあるとか、何かそういういろいろな、もともとスタイルを分散させるという観点もあると思うのですが、そういういろいろなことを考えると、運用経験豊富なファンドであれば必ずいいというわけでもないのではないかなと思うんですね。

●大江審議役

○小幡委員 個別の話を書いたほうがいいのではないですか。つまりすべてがそうすると保守的な運用になっていくというか、経験豊富かというと、ジェネレーションもありますし、ジェネレーションごとに得意分野もありますし、みんな似通ってしまうと思うんですね。似たようなファンドになっていくというか、委託先。だから問題は、別に経験が短いからだったかどうかはわからないので、今のお話であれば、そうしたら、そういうだめなアナリストがだめなところに投資していて、これはどう見ても能力的に劣って

いると見込まれるためだめですと書いたほうがいいのではないかと思います。

- 大江審議役 文章表現はこうさせていただいておりますけれども、実態としては、私が申し上げたとおりでございますので、フィードバックの際も、昨年もそういうニュアンスはお伝えしているつもりですけれども、今年度も委員の御指摘なども踏まえてフィードバックの際には、紋切り型の説明にならないように配慮しながらお伝えをしていきたいと考えております。

○村上委員 アクティブファンドマネジャーが主張するアルファの源泉というのが、大体中期的とか長期的に見れば、必ず市場に存在するであろうということは採用するときに判断をされていると思うのですね。そうすると限られた3年間とか5年間の市場の相場つきの状況によって、そのアルファの源泉が存在した市場であったかどうかというのはある程度推測ができるだろうと思います。結局、そうすると、委託する側として報告を受けなくても、このファンドマネジャーの戦略は今現在で超過収益がとれているかどうかということも推測ができるかと思うのですが、そのような期待に対して、（結果が期待に見合っているとか、）また全然結果が違っているとか、そういう観点からの評価ということでは何か見ているところというのがあるのでしょうか。

- 大江審議役 基本的に私どもは、今、委員がおっしゃったような観点で評価をしておりますので、定量データだけ見ると、もちろんそういう個別のいろいろひっかかった事案のほかに、スタイルがきちんとはとられていないがためにパフォーマンスも下がっているとか、そういう観点に着目をしておりまして、そういう意味で、なかなか短いトラックレコードと、特に今回サブプライム以降、サブプライム、リーマン、それからリーマンからの復活という、なかなかついていくのが難しいような相場つきでございまして、そういった中で、しっかりとプロセスと体制、こういったものを評価はしていると。

ただ、その中でも、そういう意味では、一般論で申し上げますと、クオンツはなかなかそういうマーケットの中できつかったなというところは言えると思います。

○臼杵委員 先ほどからもお話ありましたように、ニューマネーがない中で、場合によっては少し資金をひきあげるというような対応をお考えになっているということで、それはそれで結構かと思うのですが、当然ながら、そのとき、定性評価と定量評価とあると思うのですけれども、個人的には、例えば定性評価が2年続けて悪いとか、3年続けて悪いとかということが多分大事な判断基準なのかな、という気がしています。

一つお伺いしたいのは、フィードバックされているときというのは具体的にどういうふうにするのか、細かい点ですけれども、点数まで言うのか、あるいはお宅は定性評価はどうにかしてくれという、そういう言い方になるのですか。

- 大江審議役 基本的にストレートに生の点数はお伝えまではしておりません。ただ、定量評価と定性評価がある中で、御社はこの定性評価のこういう観点がよくなかった、あるいは定量評価として、ここがよくないというので、いわばひっかかるのですよということは明確にお伝えをして、例えば最下位の場合は最下位と伝える場合があるかもしれ

ませんけれども、基本的には生の点数は伝えずに、ただポイントとしてはそこが伝わるような配慮をしながらお伝えをしております。

○臼杵委員　あまり定量評価も、御存じのとおりですけど、定量評価すると、逆にスタイルを曲げてリターンを追うようなところもあるので、その辺は定性評価のところをしっかりと伝えていければなというふうに思っています。

○稲葉委員　確かにフィードバックの仕方というのはなかなか難しいのだろうと思うのですね。

●大江審議役

一応これは文章表現として、どこまでまた委員会にお出しするかということで苦慮した中で、できるだけ客観性を持ちながら書かせてはいただいておりますが、運用機関とは実は年に1回のミーティングのほかに、特によくないところはしょっちゅういろいろお話は聞いていますので、改めてそこで、前お話している、あるいは前回のミーティングでも指摘させていただいたけれども、ということが実態にはなりますので、全く話が急にそこをお伝えするのではないということなので、相手方がむしろよく御理解をいただいていると。だからといって、定量データがすぐあがるかというと、必ずしもそういうものではないものですから、ただ、そういうことでしっかりとフィードバックはさせていただきたいと考えています。

○植田委員長　よろしいですか。この評価は何人くらいの人たちでやっていらっしゃるのですか。

●大江審議役　何人といいますと。

○植田委員長　GPIFの中で、今回の例えばこれだけのファンドの評価をするに当たって、大まかに何人くらいの人たちで、どういうプロセスを経て。

●大江審議役 運用部の中で、私、あるいは担当課長含めて大体 10 名ぐらいの職員が担当しておりまして、ただ、主として、例えば外国アクティブが主ですと。担当分けはございますが、関係する職員が全部入りまして、その議論を経ましてこういう評価を固めてまいります。

○植田委員長 その人たちのかなりの人は、現実にアセットマネジメントをなさった経験が過去にあるような人なののでしょうか。それともむしろないような人なのですか。

●大江審議役 もちろん当法人のプロパー職員もございますけれども、中途採用で運用に関わった人間も複数名おりますので、そういった人間も入りまして評価をやらせていただいております。なお、この評価につきましては、もちろん過去からいろいろ状況として、このときにこうであった、このときにこういう指摘をした、こういうやりとりをしたという積み重ねがございますので、それも踏まえながら評価をさせていただいております。

○植田委員長 よろしいですか。

それでは次のテーマですが、委員限り 4 という資料に基づきまして、「リスク管理状況当の報告」をお願いいたします。

●大江審議役 委員限り 4 でございます。1 枚おめくりをいただきまして、1 ページのところでございます。前回 7 月に御報告したときは 5 月まで御報告していましたので、6、7 と 2 か月にわたるわけでございます。簡単にポイントだけ御説明いたします。

各資産クラスの 3 行目に乖離という括弧書きがございます。いつもこれを見ていただいておりますが、例えば国内債券の場合ですと、5 月は 0.33%、6 月は 1.14%、オーバーウエイトが拡大し、7 月は 0.63%にまた縮小していると。一方で外国株式の場合、5 月の 0.20%がマイナスに行って、7 月はまたプラスに戻っているというようなことがございます。これは 6 月の各資産のリターンが、6 月の場合は外国株式が-6%ほど、7 月是他方、外国株式は 6%ほど、下がって、上がってというふうな、こういった中で国内債券のオーバーウエイト幅が広がって下がって、外国株式がその逆に行ったというようなところがございます。

それから、1 枚飛ばしまして 3 ページのところでございます。それを資産全体のリスクで見たものでございます。

いつも御覧いただいている部分で言いますと、財投債を含めた運用資産全体のリスク B と C のところがございます。B の実績ポートフォリオの推定リスクのところがございますが、5 月の 6.07%が 6 月に若干 6.00%まで下がり、7 月に 6.04%と上がっております。

それから、C の推定相対リスク、これは基本ポートフォリオからの乖離が広がりますと大きくなりますが、5 月 0.05%が、6 月 0.19%に若干増えまして、7 月にまた戻っております。これは先ほど申し上げたように、5 月から 6 月にかけて国内債券のオーバーウエイト幅が広がって、7 月にまた落ちているということでいけば、6 月は全体のリス

クは落ちておりますが、基本ポートフォリオからの乖離はむしろ拡大しておりますので、B が落ちながら C が拡大して、それがまた逆に戻ったというようなところでございまして、大きさとしてはそんなに大きな動き、大きな乖離はしておりませんので、問題はございません。

それから、4 ページ、資産毎のリスクは特に大きな変動はございません。

5 ページのところでございますが、運用受託機関のリスク管理状況ということで、個社のガイドライン違反でございますが、今回も特に大きな問題はございません。

それから、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、インハウス取引先の格付けには特に変更がございません。

なお、6 ページの右下、市場の売買代金の推移でございます。現在、国内株式は資産売却をしておりますが、ただ、心配といえばここが足下、7 月まで書いておりますが、8 月あるいは為替介入があった際には若干出来高上がったたりしておりますが、また足下売買代金ベースということで1兆円ちょっとぐらいということで流動性が落ちているというところがございます。

それから、7 ページ、運用状況でございますが、(1)財投債を含めた運用資産全体の収益状況のところの6月までは既に公表しているところでございます。7月が1月で1.0%、1兆2千億円ほどのプラスでございます。あとは、またマーケットがまた振れておりますので変わっておりますが、こんな状況でございます。

ポイント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。よろしいですか。

それでは、本日予定の議事はすべて終了しましたので、今日はこれまでにしたいと思います。事務局から何か連絡等ございましたら。

●玉木審議役　次回の日程でございますが、第42回運用委員会は来月10月25日(月曜日)午後2時から、場所はこちらでと予定してございます。あと、その先につきまして、また日程の御相談を前広に申し上げますので、何卒よろしくお願い申し上げます。

以上です。

○植田委員長　それでは、41回の運用委員会はこれで終了とさせていただきます。どうもありがとうございました。