

## 第 42 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 22 年 10 月 25 日 (月) 14:00～15:30
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) 運用受託機関(外国債券・外国株式パッシブ)の選定について
  - (2) その他

●玉木審議役 それでは、ただいまより第 42 回運用委員会を開会いたします。

本日の委員の皆様のご御出欠の状況でございますが、臼杵委員だけまだ御到着ではございません。特に御欠席、遅れて来られるという御連絡にはなっておりませんので、間もなくお越しになるだろうと思っております。

ということで、既に御出席の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、お手元の資料の確認をお願いいたします。

議事次第、座席図のほか、

委員限り 1、「外国債券・外国株式パッシブ運用受託機関第 3 次審査(案)について」

委員限り 2、「リバランスについての論点」

委員限り 3、「平成 22 年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通し」

委員限り 4、「運用受託機関等の法令違反及び事務過誤等への対応状況」

委員限り 5、「リスク管理状況等の報告(平成 22 年 8 月)」

以上でございます。よろしゅうございましょうか。

なお、委員限り 3 の「平成 22 年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通し」、これにつきましても、大変申し訳ございませんが、委員会終了後に回収ということでそのまま机上に置いていただければと思います。

それでは、以後の進行につきましては、植田委員長をお願いいたします。

○植田委員長 本日はありがとうございます。

1 番目の議題ですが、「運用受託機関(外国債券・外国株式パッシブ)の選定について」ですが、委員限り 1 に基づきまして、事務局からお願いいたします。

●大江審議役 私の方から御説明いたします。委員限り 1 の第 3 次審査(案)についてでございますが、クリップ止めを外していただいて、右、左というような格好で資料を御覧いただけたらありがたいと思います。

外していただいた資料で別紙 1 ということで、手続きという図がございます。これでまず

最初に選定手続のスキームを御説明させていただきたいと思います。

これは左側の方に、1次、2次、3次という流れがございまして、今回は3次審査でございます。「◇」の一つ目にありますように、2次審査を通過した新規応募の運用機関等について、現地でヒアリングを実施して、運用哲学等、こういったものを確認するという作業が一つ。

それから、ヒアリング結果を踏まえまして、手数料を含む総合評価を実施し、その総合評価と運用機関構成を勘案して、運用機関選定を作成するというところで、本日もご議論いただくものでございます。

それから、図の右の方に「評価基準」とございまして、投資方針等から事務処理体制等、こういったところは2次でもやったものでございまして、3次では、運用手数料が加わりまして、

本編、文章編、委員限り1の方に戻っていただきまして、1ページ目、1.の(1)ないし(2)で申し上げたのが、今の図の中身でございます。(3)で総合評価と運用機関構成を勘案して選定するという際、運用機関構成というのは、運用機関数、1社当たり残高ということになってまいります。その際ということで留意点を四つほど挙げさせていただいています。

①運用手数料の節減という観点。

②システム障害や金融当局の処分等によって、証券の売買ができなくなるオペレーショナルリスクを考える必要がある。こういった点からあまり数を減らすというよりは減らさない、あるいは増やすべきというのが働こうかと思えます。

③現在、キャッシュアウトが続いている状況の中、キャッシュアウトのための証券の売却が市場に影響を与えないように配慮する必要があること。

④当法人の場合、既に1ファンド当たりの残高が1兆円を超える他にみられないファンド規模に達していること。

といったことに、それぞれ留意が必要だということを書かせていただいています。

1枚おめくりいただきまして、2.第3次審査(案)、(1)のところの「運用能力評価」でございます。

別紙の方、こちらにも1枚おめくりいただきまして、その中に、「運用能力の評価(案)」というのが2ページ目に出ております。

二つ目の大きな項目の「組織・人材」のところでございますが、

それから「コンプライアンス・事務処理体制」等、

次、手数料の評価でございますが、

さらに別紙の最後、4ということで、裏を返していただきまして、そこに「第3次評価総合評価(案)」というのがございます。

本編の委員限り 1、3 ページの方へお戻りをいただきまして、総合評価について、今、申し上げたようなところなのですが、それぞれ 6 社ずつの水準をどういうふうにするのか。冒頭申し上げた留意点四つのうちの一目、手数料水準がどうなっているかということでございますけれども、それぞれ 6 社の手数料水準は、現行の手数料水準の約 4 割でございます、手数料額としては現行から 6 割と大幅に節減された。要するに半分以下になる水準であるということ。

それから、留意点の 2 番目のオペレーショナルリスク、キャッシュアウト時の市場への影響等の観点からは、この 6 社ずつということで問題ないということから、今回この 6 社をさらに絞り込む必要はなく、このそれぞれ 6 社を各運用機関として選定することが妥当ではないか。そういった案でございます、これをもとに御審議をいただければと思います。

説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御意見、御質問等をお願いします。

○村上委員

●大江審議役 いくつか論点はあるかと思うのですが、まず今回あった全体的な感じからいたしますと、今、御指摘のあったように、今回むしろ残ったところというより、残れなかったところを御覧いただきますと、運用能力の評価は、むしろ他よりいいというところはなく、手数料も相対的に、あるいは絶対的に劣後しているということで、こういった観点での評価は大変うまくフィット感があったというようなことは言えようかと思います。

一般的に申し上げますと、パッシブの場合は、今回3次に残るぐらいの運用機関であれば、そんなにおそらく差が多くつきにくいという実態はあるのだろうと思っておりますが、もちろんアクティブになりますと、むしろアクティブで、私どもも従来は手数料の前に、まず運用能力を相当しっかりした目で見、手数料に問題がなければというようなことで選定をしている経緯もございますし、今回は特にパッシブで能力評価がそれほど差のつかない中でのこういう評価、こういったものが非常に合理的なのかということで考えております。

○村上委員 その辺は、ウェイトというのは外に出るものではないのだと思うのですが、評価の基準というのは一つの受託機関に対するメッセージみたいなことになるかと思っておりますので、そここのところの考え方をきちんとしておいた方がいいと思います。すなわち、どういうものに、より重点を置いてみるのだということについてですね。

○植田委員長 受託の運用先のパフォーマンスの差と、この提示されている手数料の差と比べるというようなことは何かできるのですか。例えば過去何年間の既存の運用先のパフォーマンスの一番いいところと悪いところを比べて、その差の金額、どれくらいになるかあれですけども、それとこの手数料の差の大小みたいなもの。

●大江審議役 その意味、私の説明の運用能力の評価のところでも申し上げたとおり、大きさをどう見るかというのがあるのですが、年によっては、そこがプラスだったり、マイナスだったり、その大きさ。それから、アクティブリスクという意味でのトラッキングエラーというものも実はそんなに差がない中で、実はパフォーマンス測定をするときには、ニューマネーが配分される際のキャッシュイン、それから、特に新規のところは、おそらくキャッシュアウトもかなりクライアントとの間で出入りがあると思うのですが、そういったまさにそのときのマーケットタイミング、どういう相場のとときにキャッシュインを行ったか、それでプラスがとれている、あるいはたまたまマイナスになっているのもございます。そのため、この大きさが決定的な大きさになるのかということ、そうではないということで、今回は定量にそういう大きな差がない中で、むしろ手法としてどういうアルファ獲得のため、あるいはリスクを小さくするための手法をしているのかということヒアリングした結果、それでもなかなか差がつかなかったというところでもございまして、そういう中で、手数料の方は明確に差がつくというようなことになって、こういう結果になっていると考えております。

○山崎委員 質問を、よろしいですか。運用手数料の水準で、現行の約4割になりましたということなのですが、運用手数料は運用会社が自ら言ってきた数字を並べて評価をしていると思っております。

●大江審議役 御指摘のとおりでございまして、私どもは手数料を最終的に出していただく段階で、これはベストエフォートといたしますが、一番よいと思うものを経営判断の上出させていただきたいということを申し上げていまして、その結果、各社の経営判断に基づいて出させていただいた。それをどの残高にももちろん当てはめるとするのは私どもの判断でございまして、各社の経営判断に基づいたものを肅々とこういうふうに整理をさせていただいたというところでございます。

○植田委員長 ほかに御質問、特にございませんか。それでは、このテーマはここまでにした  
と思います。

引き続きまして、その他の最初ですけれども、「リバランスについての論点」ということで、  
資料の委員限り2に基づきまして、事務局からお願いします。

●清水調査室長 それでは、委員限り2について御説明いたします。「リバランスについての論  
点」ということでございまして、このリバランスにつきましても、この3月までの基本ポ  
ートフォリオの議論の中でも、論点とされてきました。そのときには、結果的に第1期のポ  
ートフォリオをそのまま使用するということになりましたので、ある意味、議論としてはそこ  
で途切れたという感はあったわけですが、4月以降もこのリバランスにつきましても、  
この委員会でも検討すべきだという御指摘もいただいたところございまして、ちょっ  
と一区切りついたということもございまして、今回事務局の方でこういう形で論点として  
整理させていただきました。今日何か結論をとということではなくて、フリートリーディングみた  
いな形で広く御議論をいただければという趣旨でございます。

そもそもリバランス、これはポートフォリオの構成割合をキャッシュを介して調整をする  
ということでございますけれども、そもそも私どもGPIFとして、これまでどういう形で  
リバランスを行ってきたのかということでございますけれども、まずこの表を見ていただき  
ますと、平成18、19、20年、このニューマネーが大体年間で10兆円程度あったというこ  
とございまして、大体資産に対する比率を見ても10%程度ということございまして、こ  
ういった大量にニューマネーを投入するに当たっては市場への影響ということを当然考えなく  
てはいけません。これはリバランスについても同様でございますので、そういう中では、オペ  
レーションといたしまして、は、ニューマネーの範囲でリバランスを行い、それ以外は何も  
しないということを基本と考えていました。具体的には、アンダーウエイトの資産にニュー  
マネーを重点配分することによって基本ポートフォリオに近づけたということございまして、

ところが21年度、逆にキャッシュアウト局面になったわけございまして、21年度その  
規模としては約4兆円ということございまして、これは22年度、23年度若干増えまして6  
兆5千億円程度ではございますけれども、仮にキャッシュアウト、この際に逆にオーバーウ  
エイトの資産を優先的に売却するというオペレーションをすると、それによって結果として  
リバランス効果というものが生じ得るわけですが、そうした場合でも、その規模に  
つきましてはニューマネー時の1割強からウエイトが下がるということで、これまでどおり  
のリバランス効果は期待できなくなるという状況にあるということございまして、そうい  
う中では、それを超えて、ある意味、売り買いによってリバランスをするか、しないか、こ  
ういうことが検討の課題になってくるだろうと認識している状況でございます。

あともう一点といたしましては、これは基本ポートフォリオのときに議論でもあったわけ  
でございますけれども、私どもリバランスにつきましても、乖離許容幅、これが下の表で  
ございまして、67%、11%、8%、9%、こういう割合に対しまして、それぞれ±8%、±  
6%、±5%、±5%、こういう数字を設定いたしまして、それより乖離した場合には強制的に

リバランスをしなければいけない。こういったことを我々自ら課してきた。これは中期目標、中期計画の中でそういう形で明記しているところでございます。

基本ポートフォリオの議論の中でも、この水準、±8%、±6%、±5%、±5%が、ある意味、広すぎるのではないかと、こういった御指摘も受けていたところございまして、ただ、現行ポートフォリオを前回のポートフォリオを受け継いだ中で、この乖離許容幅だけをいじることは、いかがですかということで、そのままこの数字は続けることになったということでございます。

そういう中で、3 ページを見ていただきたいと思えますけれども、海外の年金がどういう形でリバランスについて取り込んでいるのかということをもとめた表が別紙1でございます。国といたしましては、北米 63%、欧州・中東 23%。種類としては公的年金が 60%、企業年金 31%ということでございます。また資産規模につきましては、10 億ドル単位でございますけれども、0~100 億ドル、これが 26%、100 億ドル~500 億ドルが 17%ということでございますので、日本円に換算いたしますと、43%、この調査対象 35 件の 43%が 500 億ドル以下、大体 4 兆円以下の年金であります。

こういった年金が何を目的にリバランスをしているかということが、7 行目でございますけれども、リスク・リターンを維持する、これが 8 割。さらにそれを超えて何らかのアルファを狙うためにリバランスをする。これはそんなに多くなくて 3%ということでございます。

またリバランス対象資産につきましては、流動資産、これはいわゆる伝統的資産に限定しているところが 69%で、オルタナ、P E、不動産といった非流動性資産も含めてリバランスを行うところが 23%ということでございます。

また発動トリガーにつきましては、ポートフォリオの全体のリスク・リターン、特にリスクをかなり精緻に計測いたしまして、それが許容水準を超えた場合にはそれを小さくする。あるいは許容水準よりさらに低くなった場合にはそれを増やすと、こういったかなり精密なリスク法によっているものは 3%で少なく、逆にウェイト法、私どものように、各資産の基準から何%乖離した場合ということもございますが、とこれ以外は非開示ということで、この部分、かなりコンフィデンシャルな情報としてあまり開示はされていないというところが多いということです。

また、許容乖離幅、私どもちょっと広すぎるのではないかとご指摘を受けている点でございますけれども、1%が 46%ということで、モニタリング頻度も日次でモニタリングをして、かつそれを超えた場合には中心値まで戻すところが 7 割、こういった状況でございます。ただ、この 1%が多いことにつきましては、そもそもこの資料をまとめたいただいたラッセル・インベストメントが、このようなコンサルティングをしているということが影響していることが一つ点と、あともう一つは、先ほど御説明したように、ほとんど半分ぐらいが 4 兆円以下の、500 億ドル以下の年金ということもございますので、資産規模としては、リバランスについてそんなに制約条件はないということでございます。

一方、私ども 120 兆円規模ということでございますので、1%でも 1 兆 2 千億円という数字でございますので、この数字を直接私どもの一般的ルールとして受け取ることもちょっと難しいかなと。

そういった点を踏まえまして、2 ページ目に論点を示させていただいております。

(1)のまずリバランスそのものにかかる議論といたしまして、A. でございますが、リバランスの回帰水準です。

これは乖離許容幅を超えた場合にどこまで戻すかといったことございまして、例えば国内債券 67%に対しまして、±8 という数字が設定されていますので、アンダーの場合、59%以下になった場合にはリバランスをしなくてはいけないというのが現行のルールでございます。そういった場合に、仮に 58%になったときに、59%まで戻すのか、59%まで戻せばいいのか、67%まで戻すべきなのか、あるいはその中間的な考え方があるのかどうかといった点が一つの論点。

あと、もう一つは、そうした意味で、国内債券、例えばずっとアンダーウエイトであったときに、仮に 67%に戻したとしても、過去の平均的な資産構成割合は 67%には戻らない。過去のズレは消えないということでございますので、そういうことを考えると、過去平均を 67%に戻すために、逆にこちらはオーバーにまで持っていくということが考えられるのかどうか、こういった点、これが A. でございます。

あと、B. でございまして、これは乖離許容幅内でのリバランスです。

そもそも乖離許容幅、これをバンドと申し上げますと、バンド内でのオペレーションをどう考えるか。我々これまでは、そこはニューマネーの範囲でリバランスをするのみで、それ以外はほっておくというのが基本的なスタンスだったわけですが、キャッシュアウトフローが少なくなるといったことを踏まえてどう考えるか。そもそも基本ポートフォリオと許容乖離幅、これは一体のものとして設定されて、厚生労働大臣の認可を受けているということでございます。それを超えた場合にはリバランスしなくてはいけないという、そういう意味において認可を受けているということでございますので、逆に許容乖離幅の内側におけるオペレーション、これはこのポートフォリオの枠組み内における G P I F としての主体的な運用管理としてかなり自由度があるのではないかと考えられるのかどうかといった点。もし、そこについて、我々にとってかなり自由度があると考えたとすれば、例えば現状乖離許容幅は広すぎる、といった指摘を踏まえて、逆にゾーンの中で、さらに狭いゾーンを設定して、それらを参照して管理することが考えられるのか。

特にこの資産規模に照らしますと、例えば国内債券で 67%から-8%で、59%になったときに、それをいきなり 67%に戻すということは、8 兆円以上のオペレーションになるわけでございますので、それは取引コストの問題、あるいは市場への影響、そういうことを考えると、それはそれである意味、現実的ではないということも言えるのではないかと。そうすると予防的なリバランス、こういったものを検討する余地があるのかどうかといった点でございます。

(2)として、リバランスに当たって考慮すべき事項といたしまして、一つA.といたしましてキャッシュアウトとの関係をどう考えるかです。

冒頭、仮にキャッシュアウトに必要な売却において、オーバーウエイトの資産、これを優先的、重点的に売却すれば、それによって結果的にリバランス効果が生じるということを申し上げましたが、市場等の状況から、このキャッシュアウトとリバランスとが必ずしもコンシステントというか、そういうような状況ではないケースも当然考えられる。

そうすると、キャッシュアウトとリバランス、どちらがある意味、我々にとって重要か。両方とも重要なわけでございますけれども、キャッシュアウト、これがまさに直接の年金給付の原資になるということを考えると、ある意味至上命題ととらえる必要があるのではないか。そういう意味で言うと、キャッシュアウトとリバランスがある意味コンフリクトを起こすときには、これはキャッシュアウトを優先せざるを得ないと考えてよいかどうかということでございます。例えば国内株式、外貨建て、これがオーバーであって、国内債券がアンダーである状況で、ただ、国内株式相場も為替もかなり不安定であると。ところが一方で金利は非常に安定しているといった状況のときに、株式、外貨建て資産はなかなか売りにくい。こういった市場環境のときに、国内債券を逆に売って、それをキャッシュアウトに充てるということは、基本ポートフォリオからの乖離をさらに大きくするということになるわけでございますけれども、それがやむを得ない状況もあるのかどうか、こういった点でございます。

あと、最後B.でございますけれども、これはさまざまな局面で、私どもの資産規模等も併せまして取引コストの問題、これをどういう形で考慮していくかといった点でございます。

以上、こういった論点につきまして、御議論をお願いいたします。

○植田委員長 いかがでしょうか。

○稲葉委員 実際の実務についてよく知らないので教えていただきたいのですが、これまでニューマネーが入ってきて、多分その都度モニタリングしながらトリガーにふれていけばアクションを起こすと、そういうふうにやられてきたわけですね。そのとき、どういうふうに関係するかにリバランスするか、という範囲の中に入って行くわけですが、入り方というのは、そこにもある種の自由度があるわけですが、今まではどういうふうな原則のやり方だったのか、もう少し細かく。

●清水調査室長 許容乖離幅というのは、それを越えたときにはリバランスをしなくてはいけない、こういうルールであるわけですが、結果的にそれにふれたことは今まで一度もなかったわけですが、それがあつた意味、それが広すぎるのではないかと御指摘にもつながっていると認識しているのですが、ただ、一方で、私申し上げましたのは、ニューマネーの範囲でリバランス、これはトリガーに入るか入らないかにかかわらず、トリガーの範囲の中でも、ニューマネーというのは入ってくるわけですが、それはその都度、その都度の資産構成割合を見まして、アンダーウエイトの資産のところ为重点的に配分していくといったルールでやってきた。

ちなみに、もし仮にニューマネーによるリバランス効果がなかったとしたらどうなったか。

これは一回試算してみたことがあるのですけれども、もし仮にそれがなかったとすると、例のリーマン・ショックのときには、あのときは外貨建て資産の部分が下がって、国内株も下がったわけですが、反射的に国内債券が上がって、このトリガーにひっかかっていたということは一応確認しております。それなりにニューマネーの配分によるリバランス効果もあったのだろうと理解してございます。

- 能見委員 今の稲葉さんのお話の件を厳密に言うと、私はこれまでは基本的にリバランスはやってなかったと言っていいと思うのですね。ニューマネーがあったので、比較的ウエイトが低くなっているところにニューマネーをその基準で張りつただけで、それは厳密な意味でリバランスとは言わないので、そういう判断を避けてきたというのが、GPIFの実態であったと思います。ここでリバランスの議論をするということは、乖離許容幅の範囲内でも、例えば6%の乖離幅が、許容範囲はあるけれども、6%の中の3%くらいになれば、相当の額になるので、その段階で定期的に戦略的なリバランスをやるかどうかを議論してやるのが普通のリバランスの考え方です。

今回こういう議論になっているのは、おそらくニューマネーなしで、キャッシュアウトありという中で、これまでどおりではいなくなってきたので、このリバランスを本格的に考えざるを得ないということになるのだろうと思います。

それから、もう一つは、キャッシュアウトとリバランスのどちらを優先するかというコンフリクトがほっておくと起きてしまう可能性があるもので、今まで以上にリバランスを相当真剣にやらなければいけないというか、キャッシュを確保しなければいけないという観点から、リバランスというのを戦略的に実務としてはやらざるを得ない。だから従来以上に、このリバランスの議論というのは大事になってきたのだというふうに考えます。

- 清水調査室長 おっしゃるとおりでございます。
- 植田委員長 これまでは基本ポートフォリオとか許容乖離幅の決定の際にキャッシュアウトが予想されるので、流動性を確保しておかないといけないとか、あるいは資産を流動化する際のマーケットインパクト、取引コストですけど、考慮した上でやっているということはなかったわけですよ。という考えでよろしいのですか。
- 清水調査室長 ニューマネーがあったときには、配るだけでしたので、そういうような必要性というのは少なかった。実際にキャッシュアウトで、実際に売りつつあるわけですが、そういう中でも、そういう中で、現実問題として、この問題について議論が必要だという認識でございます。
- 三谷理事長 皆さんご承知でしょうけれども、マーケットに買出動するというのはあまり周りのことを考えなくてもいいといいますか、マーケットから常に歓迎される可能性が高いわけです、比較的動きやすい。ところがキャッシュアウトで資産を売却するということになると、マーケットからどちらかといえば歓迎されない行為でありますので、相当慎重にしなければいけない。ただ、最近の情勢などもそうなのですけれども、4 資産のうち日本の株式は非常に低迷状態である。一方で、海外の株式などは、現地の株価としてはかなり戻ってき

ていまして、それはそれで実際問題として、海外の株式のウェイトは基本ポートフォリオを若干今上回るぐらいのレベルになっているのですが、ただ、海外の株式を処分して、円のキャッシュにするということは、どうしても為替市場で円買いをしなくてはならない。そうすると今のような円相場の中で、円高期待が非常に強い、かつそれが日本経済にとって、また我々自身の問題としても、その結果として円高がさらに進行すれば自分の首を締めるということになります。一方で、また今の国内債券の方ですが、これは御承知のとおり 10 年国債で 1%を割るようなレベルで、どちらかというところから値上がりの可能性は非常に少ないけれども、値下がりリスク、金利が上がっていく可能性は非常に高い。しかも流動性は非常に高く、この次の議題で申し上げますけれども、相当大量に売却をしてもマーケットにはほとんど変化が出てこないということになりますと、今はまだ国内債券の方は基本ポートフォリオを若干上回っているのですけれども、仮にこれが多少マイナス領域に入ってきたとしても、その 4 資産の中でどれを売るかということになると、私としては国内債券に優先順位をつけざるを得ないのかなと。そうしますとキャッシュアウトで、本来の理屈からいけば値上がりしているものはオーバーになって、それを売ればいい、値下がりしているものはアンダーになるから、オーバーのものから売っていけば自然にもとの状態に戻るとというのが基本的な考え方なのでしょうけれども、マーケットの動向を考えると、それだけでは済まない部分が相当あるのではないかなと私は思っています。

○山崎委員 リバランスというのは基本的に基本ポートフォリオの目的が何かということにも関係するのだと思うのですね。企業の場合だったら、明らかにある期待収益率を確保するためにアロケーションを決めて、アセットアロケーション自体をターゲットにしているわけですから、アローアンスそのものもあまり大きくなくて、アローアンスの中の場合には、マーケットは勝手に動いて、結果的に何もしなくてよかったということが十分にあり得るので、原則として取引コスト等を考えると何もしない。アローアンスから外れたら、中心値いわゆる基本ポートフォリオそのものへ戻す、というのが私の基本的な理解だったわけです。ここではどのように考えたらいいかよくわからないのですが、もともと期待収益率というのは基本的にはないのですよね。プラスアルファという感じだから。

●清水調査室長 そこは非常に御説明しづらい部分はあって、そもそも目標収益率として、第 1 期中期計画においては、賃金+1.1%という、そういうポートフォリオをつくっていた。この前の平成 21 年度の公的年金の財政検証によりますと、それが賃金+1.6%になって、我々としては賃金+1.6%のポートフォリオをつくらうということですと基本ポートフォリオの議論をしてきたわけでございますけれども、ただ、そこら辺が運用目標のある意味、凍結といった言葉悪いかもしれませんが、暫定的ということの中で、従来のポートフォリオを引き続き使ったと、こういう経緯がございますので、ただ、今回ポートフォリオを引き続き使用するとき、リスク・リターンを我々として算定をし直して、そこで一応チェックをしているということはあると思いますので、そういう意味においては、一応そういう目標というのはそれなりにインプリシットにはあるだろうと考えております。

○山崎委員 ということは、原則として資産構成をきちんと守っていかなければならないと思  
っていいですね。

●清水調査室長 それはおっしゃるとおりでございます。

○宇野委員長代理 2 つあるのですけど、まず乖離許容幅を見直すべきかどうかということに  
関してはフィージビリティはどれぐらいあるのか。取引コストとの関係で、どれぐらいの  
フィージビリティがあるのかということを少し調べていただいて、共通の認識として持た  
ないと議論が空回りするのではないかなと思います。つまり海外の例のように、1%乖離許容  
幅にすると、それを超えたらそこへ戻すということをやるわけですけど、そのときにどれぐ  
らいの取引コストがかかるのか。それによる現象と、やらないことによる問題との天秤に掛  
ける必要があるので、確かに6%というのはでかすぎるなという認識は前の運用委員会のと  
きにも思っていたわけですけども、もう一方で、リーマン・ショックのときのように、国  
内債券以外は全部下がって、そのツケが国内債券のところに行ってしまう。だから国内債券  
は何も変わってないのだけど、自動的にオーバーウエイトになって、ひよっとすると8%を  
超える可能性もあるみたいな状況等も考えると、あまり安易に乖離許容幅を小さくするの  
がいいのかどうかということも慎重に考えるべきではないかなと思うのですね。

もう一つは、乖離許容幅が公表されているので、あまりこれをタイトにして、積極的にリ  
バランスをするということを社会に公表することはあまりメリットがないと思うのですね。  
そういう意味では、その部分に関して言うと、乖離許容幅の中でのリバランスをどうい  
うふうにするのか。どれぐらいの範囲でやるのが効率的に可能なのかということを理解する  
方が、具体的にどういふふうに関後やっていくかということを考える上では重要なのでは  
ないかと思えます。

むしろもっと急ぐというか、重要なのは、(2)のA.のところ、キャッシュアウトとの関  
係で、今御説明もあったような、オーバーウエイトになっている高いものを売ってキャッシ  
ュ化するという素直な状況のときにはコンフリクトがないと思いますけれども、確かにマー  
ケットの環境で、リバランスという観点と逆の方向にキャッシュ化をやらなくてはいけない  
というようなことがあるときに、何もルールがなくもいいのかと。実際のオペレーションと  
して、これはやっていただいて構わないと思うのですけど、その辺については、きちん  
としたある程度の合意事項としての考え方があって、それに沿って運営していただく方が  
いいのではないかなと思えます。

もう一つ質問なのですけど、今、ポジションについては、どれぐらいの頻度で確認が  
できるのですか。日次で確認できるのですか。

●玉木審議役 今日のポジションは今日というわけにはいかないですけども、日次でできます。

○宇野委員長代理 翌日ぐらいには。

●玉木審議役 いや、翌日ではないです。

●大江審議役 数日遅れです。

○宇野委員長代理 数日遅れの認識の下で行動をとるといふか、行動をとるための確認をする

ことはできるということですね。

●玉木審議役 はい。

●清水調査室長 前の2つについて若干、まず1つ、取引コストの問題でございますけれども、一応乖離許容幅というのは、それを超えたときには必ずリバランスしなければいけないという、そういうルールだということで、その範囲内にあるときにどういうオペレーションをするかというのはかなり自由度があるのではないかという提示が1つ。それとの関係で考えますと、取引コストとリバランスによる効率性の維持というか、そのトレードオフみたいな話というのは、取引コストに見合うリスク・リターンが得られないので、逆にリバランスをすべきではないという、そういう意味では、取引コストの観点からリバランスはしては意味ないのだという、そういうプロヒビション・バンドとして多分位置づけることができるのだろうと。そういう意味において、前者の現行の許容乖離幅と、そういうプロヒビションという考え方は若干その考え方の違いはあるだろうと。ですから多分そのバンドというのは、プロヒビションのところというのは、許容乖離幅の中に、ここまでは逆に何もしない方がいいという形で位置づけられるだろうと。その中間的な部分で、まさに先生御指摘のような、ある意味、予防的リバランスというか、そういうものが位置づけられるのではないかということです。

これにつきましては、私どもも取引コストをなかなか設定するのが非常に難しいわけでございますけれども、いろんな仮定を置いてチャレンジはしてみようと考えているところでございます。

あと、キャッシュアウトとリバランスがコンフリクトを起こすような状況が生じたときに、そのときのルールというお話ですけれども、これもなかなか現実問題、まさにマーケットをどう見るか。リバランスとオーバーウエイトの資産を売ることがマーケット環境から見て非常に難しいのだという判断をどういようなルールに基づいてつくっていくかというところに結局尽きるのかなということで、これは検討課題というふうに考えています。

○能見委員 基本的には乖離許容幅が広すぎるかどうかということは非常に難しいのですけれども、現状くらいの余裕があってもいいと考えています。それから、その範囲内で、しかしキャッシュアウトとかマーケットインパクトとかいろんなことが出てきているので、運用主体として柔軟にリバランスの戦略を考えたらいいと。そこをルール化することも、あるいはここを超えたら必ず動きますというふうに世間に明示することも、これはあまりベターなことではないと思います。むしろ現存の乖離許容幅の中でキャッシュアウトという一つのニーズがあって、それを戦略的にやるために、例えば年初で、12月にどうしても一定のキャッシュが必要だというときに、場合によっては5~6月でキャッシュを用意してしまうとか、そういうことがあってもいいし、その間に大きなマーケット変動があったらまた一たん戻していいというか、それくらいの柔軟度を持って良いと思います。つまりフルインベストに絶対的にこだわる必要もないし、むしろ今までやってこなかった、もう少し運用主体の柔軟な対応をされたらいい。柔軟な対応といってもこの範囲内ですから、そんなに極端なことをするわ

けではないので、実際にはいくつかの要素をすべて織り込みながらやれるのがやっぱり運用主体だと思います。そういう意味では許容幅についてはあえて狭くしない方がよろしいと思います。その範囲内では戦略的に動いてほしいというのがここについての私の意見です。

○植田委員長 関連して、キャッシュアウト対策としてのというふうに考えると、キャッシュアウトのプレディクタビリティは大事だと思うのですが、大ざっぱにはいろいろ教えていただいていますけど、どういうふうに考えたらいいのですか。年度内ならかなりわかるとか、ここら辺までは見通せてとか、その辺を。

●玉木審議役 年金給付制度におきましては、入ってくる保険料、これが雇用者の数であるとか、所得によって若干振れるところがございます。それから、キャッシュアウトというのは、年金特別会計への入と出のしりでございますので、したがって、どちらか片一方がそこから外れるとしりが思いのほか振れるということもございます。それから、あと、私どもが扱っておりますのは、国民年金と厚生年金の積立金でございますが、この両年金の出入りというのは特に給付の方で見れば年に四十数兆円ございますので、しりの部分につきましては、ある程度変動し得る、これはもちろんでございます。

あと、具体的にどれぐらいの期間をもって大体わかるかということ、ほとんど実務的に確定というふうに我々が使っておりますのは前々月末でございます。年金給付はご案内のとおり、月の15日に行われることが多いものですから、そこがキャッシュアウトの実際の資金が出て行く日でございますけれども、その前々月末にはほぼ確報に近いものが手に入っております。

それから、あと半年とか、10か月とかというオーダーになりますと、これについてはもちろん確実なところはわかりませんし、また来年度につきましては、現時点で特に我々厚労省の方から数字をもらっているわけではございません。従って、数か月程度の確実性と考えてございます。

○小幡委員 皆さんが言われた意見の半分ぐらいと一緒にするのはいいけれども、もうちょっとはつきり申し上げると、キャッシュアウトと直接関係なく許容幅はある程度あるわけで、その中で戦略的に、もちろん同じリスクだったらより高いリターンを追求するという観点から、戦略的に活用し、事後的にはそれをよく検討するというシンプルな考え方をまずベースに持った方がいいのではないかと。

○臼杵委員 私も基本的には皆さんとそんなに変わらないのですが、キャッシュアウトも乖離許容幅をどのぐらいにするかも、リバランスでどこまで戻すかも、基本的にはさっき清水さんがおっしゃったように、基本ポートフォリオという、いわば期待効用が最大化されるはずのポートフォリオからずれるコストと、それを戻すための取引コストのトレードオフではないので、取引コストをどう推計するかが問題になります。キャッシュアウトのために仮に債券がアンダーウエイトになっているのにさらに売らなければいけないというようなことになれば、当然基本ポートフォリオからさらに乖離するわけですから、そのコストと、そうは言っても、少し取引コストは高いけれども、でも株を売った方がいいかという、その判

断です。さっき清水さんがおっしゃったように、株はかなり取引コスト、もちろんロットが大きくなるとまた変わってきて、期待効用も取引コストも多分線型ではないと思うので、そこが結構ややこしいとは思うのですが、前回は債券の取引コストの研究を外に出すという話もありました。取引コストのところをとにかく早く、非常に難しいというのは存じていますけれども、そこをある程度めどをつけないと、こういう話というのはなかなか進まないのかなという気がしています。

○山崎委員 この乖離許容幅も基本ポートフォリオも公表されているわけですね。

●清水調査室長 公表されています。

○山崎委員 例えば、その中に、さらに管理ゾーンみたいなのをつくってというようなお話もありましたけど、私も乖離許容幅が公表されるのであれば、狭い数字を公表するというのはあまりよくないのかなと思うのです。しかし、公表値はそうとして、実は中の運用としては、もう少し細かくリバランスするような、もちろんコストとの関係がありますけれども、さらに狭いゾーンをつくるというのも一つのグッドアイデアだと思うのです。しかし、これも議事録にのるのでは、何をか言わんやという気がしますが、その辺はどのように考えていけばよろしいのですか。

○植田委員長 難しいですね。

○草野委員 同じような疑問を持っています。どうするかは、これは議論して決めれば良いと思うのですが、いわゆる他に知られては困る内容と、ある意味では説明責任との関係をどこまで整理するかというやつも議論しておいた方がよいような感じはしますが。

●清水調査室長 そこは非常に悩ましいというか、議事録の中では、多分市場に影響与えるとか、我々の行動を公表することによって先読みされるとか、そういう趣旨で、そこをマスクするというのは考えられますので、公表されれば、そういう部分については、そういう扱いという前提で、ここでは議論いただくということに多分なるのかなという気がいたします。

○村上委員 今まで皆さんから出ていることの繰り返しになる部分があるかもしれませんが、当法人の目的や与えられている使命から考えたら、通常ほかのことが何もなければ基本はアセットミックスの中心で運用するというのが一番期待に合ったことなのだと思うのです。その「基本アセットミックス×各市場の収益率」というのは、目指さなければならないアセットミックス運営上の（パフォーマンスの）ターゲットということになるかと思います。

それから、もう一つ、レンジがかなり広くとってあるという印象です。それで3~4%とか、（アセットミックスの）中心値から乖離してくると、おそらく、例えば株式のアクティブ運用でプラスアルファがとれるかどうかということ以上にパフォーマンス的にはずっと大きいアセットミックスの乖離によるプラスマイナスが出てくると、私は経験的に思うのです。アセットミックスからの乖離効果というのは絶大なもので、各資産のアクティブ運用で一所懸命運用機関の選定をやっても、それ以上のぶれが生じてしまうということにもなりますので、そのところのリスクというのは管理しなければならないリスクだと思います。

それから、どのくらい（アセットミックスの）中心値からスタートしてぶれるかというのは、市場の標準偏差とか、変動パターンを用いたシミュレーションによって、通常であればこのくらいの範囲におさまるであろうという幅が出てくると思うのですね。その幅の範囲内では、おそらく中心値をまたいで上下変動をするということになるとと思いますが、それが経常的に乖離が起きてしまうという状況になればリバランスが必要ということになります。その幅は内部で把握しておく必要があるのではないのでしょうか。それが言ってみれば、先ほどの話の中でリスク管理のゾーンとして持たなければならないゾーンになるかということだと思います。

あとは、そのアセットミックスの幅を使って戦略的にアルファをとりに行くかどうかについては、アクティブ運用と同じになりますので、これは方法論がきちんと確立されない限りはやるべきではないと思っています。

○稲葉委員 同じことを申し上げているのだらうと思うのですが、結局ポートフォリオで想定する期待リターンとリスクの大きさですね。それに対して乖離が生じたときにどのくらいのスピードでそこへ戻していくかというのがリバランスの議論だらうと思うのですね。そのスピードの速さというのが取引コストとかマーケットセンチメントとか、キャッシュアウトとか、そういう要因で決められ、よりゆっくりしてもやむを得ないのではないかとか、問題はどのくらいのスピードで均衡に持っていくかというのを、ある程度共有できるというかなというふうに思うのですけれども、その辺のところのデータとか、動きとか、そういう研究が深まるというのではないかと思います。

●清水調査室長 先ほどの村上委員の質問にも共通するのですが、お答えとして、実際内部的に一定の取引コストを前提に、どのくらいずれると、どのくらいパフォーマンスといいますか、リスク・リターン特性に影響が出るのかどうか。あるいは過去の市場データ、ボラティリティを前提としたときに、このくらいの幅を設定すると、何年に1回とか、どのくらいの頻度でそれに抵触するのかといったことについては内部的にも今進めてきている状況でございます。

あと、実際に内部にどういうルールをつくるかというところは、これはかなり難しいと実は考えておまして、ルール化して、それを常に実行できれば、これは一番簡単なのですが、なかなか市場と対峙していると、そこが逆にルール化できないというか、ですからもし何かそういうものをつくったとしても、それはあくまでも目安とか、そういうものであって、実際その都度その都度は、常にそのとき、どういう環境かというところで個別に結局判断していくしかないのかなとは率直には思っているところでございます。

○村上委員 目安という点については、私も同意するところでございます。

○植田委員長 佐藤委員。

○佐藤委員 私もそのところでは一緒なのですが、確かに市場に対峙していると、そこをデジタルにルール化することはすごく難しいと思います。けれどもその時どきの環境を考えてというのと、やはり人間どうしても直近の事象に引っ張られるということも大き

と思います。市場環境が冷静なときに、冷静な頭で決めた、ある程度のルールを運用していくという形にしていけないと、実際に2008年のようなことが起こったときに、同じような論調で実行論を考えられるのかという、そのところは疑問が大きいわけで、難しいのですけれどもどこまで詰めていけるのか、そのためにはそれを判断できるような数値化、こういうルールで運営するとこのようなリスクとリターンをとる、そのリスクはどこまで許容できるのか。そういったところを考えられるような数値化の共有は必要なのかなと思っています。

○植田委員長 逆にこういうことはないということでもいいのですか。一つの長期計画範囲内で、明らかにというのはちょっと語弊がありますが、基本的な運用対象資産のリスク・リターン特性に変化があったという認識に至った場合に、それは次の基本ポートフォリオの変更のときに反映させるのでしょけれど、もう対応した方がいいということで、そのためにこの許容乖離幅を使うと、そういう発想はないということなのか、あってもいいということなのか。

●清水調査室長 中期目標との関係でお答えいたしますと、基本ポートフォリオを変えるという契機というのは、多分我々が前提としているリスク・リターン、そのリスク・リターンが前提としている経済と申しますか、そこにある意味変化が起こったという認識の下に行われる話だと思いますので、そういうことが起こった場合にはむしろ基本ポートフォリオの見直しということに結局つながるのではないのかなと。ただ、その目安として、許容乖離幅を超えたときには、これは何かマクロ経済においてかなり変化があったのだと認識するツールとして、こういうものが設定されているかという、そこは必ずしも、むしろもうちょっと前の段階と申しますか、そういうことではないかなと考えているのですけれども。

○植田委員長 ほかによろしいですか。それでは、この案件は、また引き続き御議論いただくということにしたいと思います。

続きまして、委員限り3に基づきまして、「平成22年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通し」について、事務局からお願いします。

●玉木審議役 それでは委員限り3の資料に関しまして、若干ですが、御説明を申し上げます。

22年度上期のキャッシュアウトの実績は約3兆3,680億円でございまして、この所要資金の多くは国内債券からの回収によったところでございます。

計表の方を御覧いただきますと、1行目に回収額がございまして、その下、3行に回収の源となりましたアセットクラスがございまして、このうち財投債償還金・利金というのが6月と9月にまとまった金額がございまして、これは御案内のとおり、基本ポートフォリオ上は国内債券に含まれてございまして、先ほど国内債券からの回収を中心にと申し上げましたけれども、中心の中の一つの大きな柱が財投債の償還金・利金でございました。

市場運用分からの回収につきましては、国内債券については、4～9月まで毎月御覧のような数字でやっております、4～9月を合計すると1兆円半ばまで来てございます。

あと、外国株式につきましては、春先、市場の情勢等を見ながらやったわけでございまして、夏場以降はこれもまた市場の動向を見ながら、御覧のような数字になっていると

ころでございます。

あと、一番下に短期資産残高(月末)というのがございますけれども、こちらは私どもにおきましてインハウスで短期資産ファンドというのを持ってございますけれども、キャッシュアウト当日の朝まではそちらのファンドで短期金融市場において運用しているということでございます。結構大きな金額に短期資産がなっておりますが、今後、次に裏の方で申し上げるような、慎重に資金繰りをやっていきたいと思いますというふうに努めていった場合には、この辺の短期資産残高がもう少し増えることもあり得べしというふうに想定をしているところでございます。

先ほどから、各資産クラスのウエイトが話題になってございますが、この4~9月につきましては、概ねですけれども、多少なりともオーバーウエイトのものから回収するというところでやってくられたところでございます。

あと、裏に行ってくださいまして、下期の見通しでございますけれども、12月と2月に1兆8千億円と1兆7百億円、合計2兆9千億円という非常に大きな資金の出がございます。こちらを直前になってばたばたと資金繰りの手当をするということではさまざまなマーケットインパクトの増大等いろんなことがありますので、ここは慎重を期して資産の回収、資金化に注力しているというところでございます。

以上でございます。

○植田委員長 いかがでしょうか。

○宇野委員長代理 先ほどの議論とも絡むのですけれども、売却時にどれぐらいのコストがかかるかということを実際にはかる機会というのですか、こういう形の実際の行動のときのデータをきちんと集積しておいていただき、今後リバランスの問題などを考えるときに、モデルの値もありますけど、実際に市場でやるときにどうだったかということの情報がたくさんあることの方が重要だと思いますので、ぜひGPIFとして、売却手法を、いくらで売らろうと思った価格と実際に売れた価格の差がどれぐらいあるかというような、債券の場合、厳密な測り方はなかなか難しいと思うのですけれども、まさにそれが取引コストですので、そういった考え方で結構ですので、こういうものをできるだけ情報として将来に役立つようにしていただければと思います。

●玉木審議役 その点につきましては、いわゆるリサーチといいますか、そういう観点からリサーチとして取り組むという観点でございますが、あと割と実務的に感覚的な話でございますけれども、これにつきましては毎回売るわけでございます、うちのインハウスとして売る場合、あと外部に渡しておりますファンドで売る場合でございますけれども、どちらもその日にどんなマーケットの地合いであったかといったことは聞きながらやってございます。

大変幸いなことに、これまでのところは、今日御報告した期間におきましては、大きな市場の緊張感とか変動といったものは、国内債券市場につきましてはあまりなかったということもございまして、あまり大きなニュースといいますか、こちらで御報告するほどのことには至っておりませんが、ただ、我々としましては、とにかく毎日、毎日やっていかなければ

いけないことをごさいますので、そういった定性的、市場からのアネクドト的な情報につきましては常時とるように努めているというところをごさいます。

○臼杵委員 借入金の枠があるとは思いますが、その位置づけみたいなものは何かお考えはありますか。

●玉木審議役 借入につきましては、御案内のとおり、今中期から2兆円という枠を借入の限度額を設定いたしました。これにつきましては、もちろん予備といいますか、そういう位置づけをごさいます。ただ、その予備の中でも、すぐ使う予備か、なかなか使わない予備かと申しますと、これは手元で短期資産を持つということがまず先に来るのではないかと思えます。

あと短期借入をごさいますので、これは年度を超えてずっと行けるものではないので、例えば年度後半になって多少市場でタービュランスがあった場合にはちょっとやりにくいというところもごさいますので、短期借入につきましては、どちらかという、普段では想定しにくいような事故とか何とかショックといった状況、こういったものが一番念頭にあるところをごさいます。ただ、そこまで行かなくても極めて慢性的に非常に厳しい状況になるとかといった場合には、場合によっては使うこともあるわけをごさいますけれども、典型的な例としてはアクシデント、ショックが想定されていると思えます。ただ、決してもう少し幅広の使い方が排除されているというわけではごさいません。

○臼杵委員 常時借りているというよりは、本当に何かのときに借りるという、そういうふうなイメージですか。

●玉木審議役 そういうことをごさいます。

○植田委員長 ほかによろしいですか。

それでは、次の議題で、委員限り4、「運用受託機関等の法令違反及び事務過誤等への対応状況に」について、事務局からお願いします。

●大江審議役 委員限り4に基づきまして、事務過誤等への対応状況を御報告させていただきます。

資料の1ページ目に書いておりますのは、運用機関の場合のこういった対応状況のスキームをごさいます。それに基づきまして基本構造をまず説明をいたしますと、運用機関に対しまして、私どもガイドラインを提示しています。それが①と書いてごさいますが、その内容としては、法令、契約又はガイドラインに反する行為があった場合その他資産の運用に支障が生じた場合、これが事務過誤等をごさいますが、そういった場合には運用機関は私どもに報告を行い、その指示に従うということをごさいます。

この【ガイドライン提示】の下の点線真ん中ぐらいのところに【資産運用に係る法令違反への対応】というのがごさいます。これは金融監督当局、日本の場合、金融庁になりますが、そこから処分を受けた場合にどうするかということをごさいますが、昨年度の場合は対応件数該当なしということで、右の四角に書かせていただいております。

【ガイドライン違反及び事務過誤等への対応】ということで、この場合は、②にごさいま

すように、まず私ども運用機関からこの状況を報告いただきました経緯等を確認するとともに再発防止策を求めることにしております。併せて損害が発生する場合がございますので、過失の有無を確認した上で、損害賠償をすべきということであれば、損害額を私どもに入れていただくということで対応をいたします。

右の四角にありますように、昨年度の場合の対応件数は、ガイドライン違反で5件、事務過誤で8件、合計10件余でございますけれども、数としては一昨年運用委員会に報告したのは20件近くございましたので、昨年、今年と続いて10件ちょっとということで、こういった数は減ってきているところでございます。

もう一枚おめくりいただいて、資産管理機関の方でございます。

資産管理機関、カストディアンもガイドラインで同じように報告すべしということで規定をしております。法令違反の対応は運用機関と同じく右の四角の中に書いておりますが、昨年度の対応件数は該当なしでございます。

ガイドライン違反、事務過誤等への対応ということで、これも経緯の確認、再発防止策、損害賠償という手順になりますが、昨年度の場合ガイドライン違反は該当なし、事務過誤が3件ということでございました。

それから、3ページ、自家運用の取引先金融機関、インハウスは債券の売買のみでございますが、その取引先ということで、基本的にはブローカー、証券会社がこれに関係するところが多いわけでございますが、法令違反等起きますと、金融庁から処分が出ます。私どもはその処分を踏まえて、取引の一時停止等で対応しているところでございます。昨年度の対応件数としては3件ございました。

こういった内容を4ページ以下で御覧いただきたいと思えます。

まず4ページ、5ページのところ、見開きでございますけれども、運用機関のところ、(1)法令違反の昨年度対応は該当はなしということでございます。

(2)ガイドライン違反の対応はA～Eまで5件でございます。

それから、1枚おめくりいただいて6ページ、7ページのところでございます。これは事務過誤への対応ということでFからMまで8件ございます。

もう一枚おめくりいただいて、8ページ、9ページのところでございます。カストディ・資産管理機関でございますが、法令違反、ガイドライン違反はございませんでした。

(3) 事務過誤への対応ということで、運用機関と同様、株主議決権行使に絡みまして3件ほど事務過誤がございました。損害は発生していません。

それから、最後のページ、インハウスの取引先であるブローカー、証券会社でございますが、3件ございました。いずれも金融庁による業務改善命令が出されたものでございまして、業務改善命令を受けまして、私ども一たん取引の一時停止ということで、インハウス等の取引を停止をした上で、金融庁に対しまして、業務改善の報告書を各社が行い、それが受理をされたという時点で、報告内容を私ども自身も報告を受け、内容を確認した上で、問題なしということで取引停止を解除したというものでございます。

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、お願いします。

○臼杵委員

●大江審議役 要するにガイドラインの規定の解釈というか、規定ぶりを理解しきれていなかったというものでございまして、意図的ではございません。

○植田委員長 よろしいですか。

それでは、引き続き、「リスク管理状況等の報告」について、事務局からお願いいたします。

●大江審議役 委員限り5、「リスク管理状況等の報告(平成22年8月)」でございます。

1枚おめくりをいただきたいと思います。1ページ目のところで、上の積立金全体、いつも御覧いただいている全体リスクのところの数字でございますが、前回、7~8月におきまして、その乖離というところを見ていただきますと、国内債券の乖離が0.63%から1.60%にプラスの方に拡大をしております。

一方、国内株式は、-0.50%から-1%近くまでマイナスの拡大。

外国株式がプラスからマイナスに振れているというものでございます。

これは8月のリターンが国内株式で-5%を超えるリターン、外国株式でも-6%を上回るリターンということで、その影響で相対的に国内債がオーバーウェイトを拡大し、国内株式、外国株式が縮んだといったものでございます。

2ページ目は、先ほどの資料で、キャッシュアウトの報告でございますが、3ページに飛んでいただきまして、今度は資産全体のリスクというところでございます。資産全体のリスク、これも7~8月のところで、上の表、真ん中の表のBないしCを御覧いただきたいと思います。まずBのところでございますけれども、実績ポートフォリオの推定総リスクというものでございますが、上の表、財投債を含めました分でいきますと、6.04%が5.94%に若干下がり、推定相対リスクが0.11%が0.29%に拡大をした。これは国内債のオーバーウェイト幅が拡大しておりますので、総リスク量としては減少しておりますけれども、その分基本ポートフォリオから乖離をいたしますので、基本ポートフォリオが想定しているリスクからは乖離リスク量が拡大をしたというところでございます。ただ、大きさとしては大きなものではございませんので、特に問題ないと考えております。

4ページの資産毎のリスク、これは各資産毎にそれぞれ3行目の推定トラッキングエラーなりデュレーション乖離をずっと継続的にウォッチをしているものでございますが、前月からの大きな変動はございませんでした。

1枚おめくりいただいた5ページ、リスク管理状況でございますが、先月に引き続き、特に問題となるようなものはございませんでした。

6ページ、(4)カウンターパーティーリスク、右の方にインハウス取引先の証券会社の格付けが、これはムーディーズですけれども、それぞれ2つほど証券会社格下げになっておりますが、これは個社の何かというよりはムーディーズそのものが格付方法を変更いたしまして、従来親会社の子会社に対する支援というか、そういったものを評価の中に入れておりましたけれども、最近になりまして、こういったものを子会社単独で評価するというふうなルールを変えておりますので、それに伴って若干引下げが起きてきております。

(5)流動性リスクの方でございますが、右の市場売買代金の推移のところ、国内株式、7~8月に1営業日当たり1兆2千億円「~1兆1千億という売買代金、9月には1兆3千億円まで広がってございましたが、足下また日によってですが、1兆円程度ということでマーケットが縮んできているということが言えようかと思えます。

それから、7ページでございます。ここからが全体としての収益率・額の状況でございます。8月のところを見ていただきますと、前月のプラス分がちょうど率としては打ち消された形になっておりまして、金額もそれが大体ほぼ打ち消す形という状況になってございます。

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。よろしいですか。

それでは、本日の議事は以上です。事務局から連絡事項等あればお願いいたします。

●玉木審議役 次回でございますけれども、来月11月26日、10時からこちらの場所で行いた

いと思います。

以上でございます。

○植田委員長 それでは、今日の第42回の運用委員会はこれで終了にさせていただきます。