

第 44 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 23 年 1 月 21 日 (金) 15:00~16:00
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) リバランスについて
 - (2) その他

●玉木審議役 それでは、まだ臼杵委員がお見えでございませませんが、ただいまより第 44 回運用委員会を開会いたします。

まず委員の皆様の御出欠の状況でございますが、臼杵委員が間もなくお越しになると思いますが、その他の方は皆様御出席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。

続きまして、資料の確認をいたします。

議事次第、座席図に続きまして、

委員限り 1、「リバランスシミュレーションとリバランス方針 (案)」について

委員限り 2、「リスク管理状況等の報告 (平成 22 年 10・11 月)

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、植田委員長によりしくお願い申し上げます。

○植田委員長 それでは、最初の議題は、「リバランスについて」ということでございます。

委員限り 1 に基づいて、事務局からお願いします。

●清水調査室長 それでは、私のほうから「リバランス」につきまして御説明させていただきます。

資料でございますけれども、委員限り 1、別紙 1、別紙 2、この 3 点でございます。

まず別紙 1 を御覧いただければと思います。この資料につきましては、前回の運用委員会におきまして、リバランスに関する第 1 回目の御議論をいただいた中で、事務局で論点整理という形でこういう形をまとめさせていただいたところでございます。そのときに追加的にいただいた御意見を反映させる形で整理をしたものということでございます。

簡単に御説明いたしますと、追加点でございますけれども、まず 1 ページ目、ちょうど真ん中でございますけれども、リバランスに関しまして、事前にルールを決めた上で、リスクを抑えながらリターンを追求するという姿勢を貫くと。

実際のオペレーションでございますけれども、現場において、その時どきで判断をするのだらうと。それをこういうような場で事後的に議論するということとすべきではないかという御意見。

また、1 ページ目の一番下でございますけれども、前回お示ししたシミュレーション、バックテストでございますけれども、この計算をするに当たってはコストに関する一定の前提を置いた訳でございます。当然その前提につきましては、リバランスの額、売買額が大規模になればなるほど指数関数的にコストがかかるといった前提を置いた訳ですが、実際の市場ではそういう訳にもいかない場合もあるということで、例えばここに書いてございますけれども、市場が一方的に下落している場合、こういう場合には大量に買って、相場は上がらず取引コストがかからないケースもあるので、ここら辺は十分考慮すべきだらうといった御意見。

ページめくっていただきまして、ちょうど真ん中、「リバランスルールと裁量」ということでございますけれども、何らかのルール設定をするとしても、例えばリーマン・ショック等々そういったイベントリスクが発生するときには柔軟に対応することが必要ではないか、こういったことでございます。

それでは、委員限り 1、これが本体の資料でございますけれども、御説明申し上げます。まず前回の議論の整理といたしまして、1 でまとめさせていただいております。

まず 1 点目でございますけれども、現行の乖離許容幅の内側でオペレーションをする。これまでは、いわゆるニューマネーがあったときには、ニューマネーの範囲でしかリバランスは行わなかった、売買はしなかったということでございますけれども、このたび、キャッシュアウト局面になって、その量も少ない。そういう意味ではリバランス力といえますか、そういうものが低下している中で、その範囲内で売り買いをすると、こういった方向性は間違っていないということが 1 点。

あと前回、いわゆるバックテストをお示しした訳でございますけれども、そのときには、

また、いずれにしても、このリバランスの目的でございますが、これは複合ベンチマークに対する T E を小さくすることが重要で、そういった観点からすると、コスト控除後の資産配分効果と T E のトレードオフ関係、これがあるということを前提に I R 的なものを計算してみてもどうか、これは宿題でございます。

あと、次の2点でございますけれども、いずれにしても、市場では一旦振れてももとへ戻ると、こういったことを考えると、神経質にリバランスするのはよくない。また、何かの危機があっても、その後、直後に戻るケースもあるので、モニタリングの期間、こういうものについてよく考えるべきであるということ。

さらには、バックテストのみならず、将来にわたってのモンテカルロ・シミュレーションも検討するべきではないか。

こういった内容でございました。

次、2.以降でございますけれども、これが宿題といたしまして、

それに加えて、いわゆるIRを追加したシミュレーションでございまして、この結果が2ページ、3ページでお示ししているところでございます。

2ページ目の上、ここに整理表が書いてございますが、前回お示したのは①～④の部分、これに今回加えまして、この⑤、⑥、これを追加的に計算したことが1点。その結果が3ページ目に示しているところでございますけれども、3ページ目では追加的に、上下2ブロックございますが、例えば上の段のちょうど真ん中、A、B、(A+B)と書いてございますが、今回はこれに加えてIRと書いてございますけれども、 $IR(A+B)/TE$ 、取ったTEに対してどのくらい α が取れたかという割合を追加的に示させていただいています。

いずれにいたしましても、今回こういう計算をいたしまして、大体前回議論となったバックテストの①、②ないしは③までの相対的な関係は概ね妥当であろうということが改めて確認できたのではないかとということでございます。

これをプロットしたのが次のページの4ページでございまして、これはTEを横軸にとりまして、取引コストないしはコスト控除後の資産配分効果、これを縦軸にとったものでございまして、見ていただきますと、いずれにせよ、このコストと、コスト控除後

のリターンとTE、これがトレードオフといえますか、線形な関係にあるということが一応見てとれるということですので、あまりTEを小さくしすぎると、逆にコストばかりかかってしまうという傾向が見てとれるといったことをごさいます。

次に3. のモンテカルロ・シミュレーションでございます。これは先ほどの3ページを見ていただきますと、いずれにしても、どういうケースでも資産配分効果、これにつきましてはプラスがとれていたということをごさいます。いろいろなケースでシミュレーションした訳ですが、結果的には、コストを考慮しなければ、複合ベンチマークに対して勝っていた、こういう結果だった訳ですが、これはバックテストという一つの経験分布を当てはめたということですので、これが常にそうなのかというと必ずしもそうではない。ある意味、たまたまこのような結果であったということは否めない訳でございます。

そこで、これは前回も白杵委員からも御意見があつて、我々としても、将来そういうものをある程度普遍的に考えるためにモンテカルロ・シミュレーションを今回こういう形で実施したということをごさいます。

具体的には別紙2を御覧いただければと思います。今回「ブートストラップ法によるリバランスシミュレーション」というものを実際に行ってみたということをごさいます。これは具体的にはどういう方法かといえますと、過去の経験分布、具体的には、ここで3行目に書いてございますが、1971年4月～2010年3月、バックテストと同じ40年間のデータを経験分布として、それを前提にモンテカルロ・シミュレーション、ここから何回もデータをサンプリングすることによって、将来の時系列データについてさまざまシナリオをつくっていくと、こういった手法でございます。

具体的には、将来5年ぐらいのシミュレーション期間を置きまして、合計で1,000通りのシミュレーション、シナリオを実施したということをごさいます。特にこの点で注意いたしましたのが、時系列相関ということをごさいます。具体的には相場が若干上がれば上がる傾向になるし、下がれば下がる傾向になる。これはリバランスを考える上では、ある意味、重要な部分になる訳ですので、ここへ書いてございますが、これは過去の40年間のデータを統計的に検討いたしましたところ、程度の時系列相関がありそうだと。以降だと逆に消えてしまうと、こういうことが一応確認されましたので、今回 の時系列相関を将来のシミュレーションに投影させる形でシミュレーションを行ったということをごさいます。

具体的には、1期目のシミュレーションをするときには、過去の40年間のところから1月データを任意にとってきてまして、そこから連続した の実績データを使う。次に 、またどこかから任意にとってきて、そこからの連続した のデータを使うといったことによって、過去の時系列相関みたいなものが将来に投影されると、こういったシミュレーションでございます。

これを実際に計算した結果が、本体の委員限り資料の5ページ目でごさいます。特に

資産配分効果のAでございますが、①～⑥まででございますけれども、ざっと眺めていただくと、概ねプラスが出ているということで、特にここでは、ある意味偶然かもしれませんが、①では13～20 bp、②で7～8 bp、⑤で10bp程度。ただ、取引コスト、これがリバランスの方法により変わるということでございまして、①の場合にはコストが結構かかるといったことでございまして、結果的にI Rとしてはマイナスになっている。

ここでケースとしては、②、④がコスト控除後でもプラスがとれていて、かつI R的にもいいということが一応確認されたところでございます。

これをプロットしたのが6ページ目でございますが、先ほど御覧いただいたバックテストと同様、TEとコスト、あるいはコスト控除後の α 、これらにトレードオフの関係が確認されました。

したがって、シミュレーションの結果の解釈ですが、どこまで確実かわからない訳ですが、ある程度こういったリバランスをすると、それなりの α は期待できる点が1点。あともう一つは、①～⑥の相対的な関係は、ある意味、我々がこれまでバックテストで見た、そういう関係と大体ほぼ同じということでございますので、前回の議論の前提となったデータというのはそんなに間違っていないということが一応確認されたのではないかとございまして。

以上が、ある意味、宿題への回答といえますか、追加的なシミュレーション結果ということでございまして、それで、今回3回目ということでもございまして、これまでこういった作業を通じまして、事務局として内部で議論をいたしまして、リバランスの方針について、とりあえずの案を7ページ目にお示しいたしましたので、これについて御議論いただければという趣旨でございます。

まず、これらのシミュレーション、7ページ目の上でございますが、一つはTEと取引コストの間には概ねトレードオフの関係があるということがわかるということでございます。ただ、当然このシミュレーションは取引コストにつきまして一定の前提を置いている訳でございます。これが概ねどのような市況でも変化ないということであれば、これらのコストをある程度正しいという確信をして、

ところが、これまで御意見いただいたように、この取引コストにつきましては、市況によって大きく変化する。かなり大規模の取引を非常に小さいコストでできる場合も当然想定しようと、こういうことですので、

振り返ってみれば、結局リバランスというのは目的としたT Eを縮小するというところでございますので、そういうものを取引コストに留意しつつ、効率的、柔軟にやるということに結局尽きるのではないかと考えてございます。

そういうことを勘案いたしますと、7ページのA、Bでございますけれども、私どもとしては、定期的にリバランスの可否を検討するというのが基本的なルールというか、姿勢・スタンスにならざるを得ないのではないかと考えています。具体的には一定期間毎にリバランスの実施の是非について検討する。その際には、実際に実施するか、あるいは実施する場合にはどこまで戻すか。これにつきましては、取引コストやT Eがどれだけ縮小するか。あとはポートフォリオのリスク・リターン特性、市場動向、売買対象資産の流動性、足下のボラティリティ、こういうものに十分配慮するということではないかと考えています。

あと、先ほど別紙にまとめたとおり、イベントリスク発生時には、見直し時期と関わりなくリバランスの検討を開始するということ。これのA、Bの二つということではどうかということでございます。

また前回、前々回も御議論されましたけれども、キャッシュアウト対応という観点からはキャッシュアウト、キャッシュポジション、これについては柔軟に考えるということで、フルインベストメントにはこだわらない。

一応こういった形で案としてお示しさせていただいた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、御意見、御質問をお願いします。

○宇野委員長代理

●清水調査室長

○草野委員 二つあるのですが、今、宇野先生がおっしゃったように、

ということで、私もそれでいいだろうと思うのですが、全く数字がなくて検討するのはイメージがわきにくいのですけれども、必ず状況を見て基本ポートフォリオから、今、このくらい離れているから、この部分については、これをリバランスするかどうかをその都度、ある意味ではゼロからスタートして議論をするというような感じになるのでしょうか、それが1点。

それから、これはAもBも起こり得る話、特にBかもしれませんけれども、急激にマーケットが変動したとき、ポートフォリオの許容限度を超えてしまったときは、検討で

はなくて直ちにどうこうするというようなことはここに書いておかなくていいのかどうか、その二つです。

○植田委員長 今の点、いかがですか。

●清水調査室長 当然、現行の許容乖離幅がありますので、それを超えてしまった場合には、いやが応なくリバランスすることになると御理解いただければということでございます。

○草野委員 それはどこかに書いてあるのですでしたか。

●清水調査室長 管理運用方針に。

○草野委員 そうですか。

●清水調査室長 書いてございます。ですから、これはあくまでも、現行の許容乖離幅の中でのオペレーションのルールとしてどういうことをやるかということでございます。

○小幡委員 今、草野委員から書いておくという話ですけど、方針案というのはどこかに書いておくのですか、それともコンセンサスとして、こういう方針で臨むという方向性を合意するということですか。

●玉木審議役 それにつきましては、どこかに書く、対外的に書いたものを出すということがあるかといいますと、私どもの運用行動については、運用益のために行うという点がございますので、市場に先回りされないということへの配慮は十分に必要かと思っております。

あともう一つ、運用委員会での議論につきましては、まず議事要旨をもって世間に知らしめるということができ上がった仕組みでございますので、当然今日の御議論の議事要旨も間もなく出る訳でございます。そういった議事要旨におきましては、例えば、どのようなときにはこのようにするというふうに、リバランスの実際の取引のフォーミュラが出てきた場合は別でございますけれども、今回の今出ております議論のような、一定期間ごとに市場の動向等を総合的に勘案して、リバランスをやるか、やらないかについて検討するといったようなことであるならば、これを議事要旨という形で出すことは十分可能だろうと思っております。もちろん議事要旨の書き方、細かい文言については、冒頭申し上げましたような、市場への配慮といったことを十分に凝らした上で、また改めて皆様に議事要旨を出すという形で御相談申し上げたいと思っております。

○小幡委員 御相談というのは、今日、議事要旨の書き方とか、そういうのを話し合っただけで決めてではなくて、あるいは聞かれたときの対外的ルールを決めるのではなくて、今日とは別に持ち回りなりメール等で提案を。

●玉木審議役 議事要旨につきましては、従来同様のプロセスでいきますが、もちろん議事要旨の書き方について、従来以上に皆様から御意見が出てくれば、それに応じた対応をしたいと思っております。それから、対外的な物の言い方としましては、運用委員会で行われた議論について、例えば我々が問われた場合には、決まり文句のように、議事要旨を

見てください、というふうに申し上げるところでございまして、この点は委員におかれても多分同じだろうと思います。国民への情報開示のツールは議事要旨によるということではないかと思えます。

○小幡委員 そうすると、今回、議事要旨及び議事録でどこを資料抜くかというのは、この場で議論したほうが早いような気もするのですが、それはあまり得策ではないという御判断ですね。

●玉木審議役 そこは、本日のテーマはリバランスでございませうけれども、その議論の結論といいますか、資料7ページに書いてあります中身が、このようなものでございませうので、ある程度この中身であるならば、まず通常の議事要旨のドラフトのプロセスから入っていくということでもよろしいのかなと思っております。

○稲葉委員 二つ問題があつて、こういうのをこういう形で始めるということの議事要旨の書き方というのは、ある意味では始めるということだから、それはそれでニュートラルに書けばいいと思うのですが、もう一つ、多分おっしゃりたい問題があつて、例えばリバランスを定期的実施することの是非についての検討状況をこの委員会で説明されて、実はリバランスをしませんでしたとか、やりましたとか、こういうのが定着してくると、そちらのほうの運用の仕方のパターン化というものができてきて、一つの予測がマーケットにできてしまうということがあり得るので、そこでの書き方は注意した方がいいということになります。スタートするということ自体については、リバランスはやることにはなっている訳ですから、そのやり方の具体的なスキームはこういうことだと、とりあえずそれはそれでそんなに大きな問題にならないのではないかと。

○植田委員長 よろしいですか。

○村上委員 その点は外部から見て（具体的な行動が）推測できるかということによってくるかと理解しておりまして、結構注目されている資金なので、（影響を考えると）なるべくそのところがわからないような出し方をしなければならないと考えております。

それから、もう一つ別の観点で、このリバランスの方針案は外部にそのままは出ないとしても、先ほど御説明にありました、このリバランスはT Eを抑えにいくというのが主たる目的であるということの方針案のところにも明記しておいた方がいいかなと考えます。委員のメンバーもいろいろ入れ替わつて、目的が不鮮明になるといけないと思えます。というのは、先ほど話題となった資産配分効果をとりにいくとか、そのようなことになってしまうと、また次元が違つて議論になってしまうと思つたので、そのところについてははっきりとさせておいた方がいいのではないかと。

○能見委員 イベントリスクやいろんなこともありますから、T Eを抑えにいくというだけを使い切ると、これは運用の自由度を相当奪いますので、それはT Eを抑えにいったことになるのか、ならないのかという議論も醸し出すので、このくらいのニュアンスでさりげなくやった方が、私はいいと思つた。基本的には、今回のメッセージは、現行

の許容乖離幅の内側でも必要に応じてリバランスの検討に入りますというメッセージを伝えれば、この委員会の決めた方針を一般的に情報として提供する役割は十分果たすと私は思います。

それはおっしゃったように、非常に注目されているだけに、どういう意図の下にやるか、やらないかということに限定的に書けば、マーケットに対してさまざまな固定したメッセージを与えることになると。それは必ずしも得策ではない、そのように思います。

○村上委員 今、私が申し上げたのは、TEというのを極力縮小化するという事は、基本計画に対して不用意なリスクをとらないようにすること、それが管理者としての義務になるのではないかという観点であり、それは超過収益を目指すというのとは全く意味が違うということでございます。

●清水調査室長 その関連は多分ケース・バイ・ケースだと思っていまして、と申しますのは、これまで我々はニューマネーの範囲でリバランスしていたと。それはかなり大きいといいますか、現行の許容乖離幅の中で、ある程度動くということは、それは是とするということやってきた訳ですね。そもそも何で今回新たに売り買いをしなくてはいけないのかというと、一つの理屈としては、ニューマネーによるリバランス。これは10兆円規模のニューマネーでリバランスしていたと。そのリバランス力があつた訳でございますけれども、今回キャッシュアウトという局面になって、キャッシュアウトはそのせいぜい半分ぐらいしかない中ではリバランス力というのは今後弱くなると。それが一つの契機で、今後はさらに売り買いという形でのリバランスをやっていくのだと。それがまず基本的な方針転換の前提となると考えておりますので、そこでさらに突っ込んで、TEを限りなくゼロにするのがいいのだとか、そこまではまだ現段階では議論されてない。

それはなぜかということ、ある程度のバンドの中ではいいのだという前提でこれまでずっとやってきたということを考えますと、そこまで強い、TEをぎりぎり小さくにするということではないのだろうということは考えております。

○臼杵委員 私も大きな方針としては、7ページに書かれているとおりで、ある意味で執行部の裁量の範囲でタイミングを見てリバランスをし、それは必ずしも現行の乖離許容幅に縛られないという理解で結構であれば、これで構わないと思います。

あと、若干テクニカルなのかもしれませんが、二つほどお伺いしたい。一つは、実際にリバランスをするかどうか、あるいはしたかどうかについては、この委員会で適宜情報が開示されるという理解でいいかどうかということと、もう一つは、これは例えば今後実際にリバランスをする上で一つの判断材料となると思うのですが、今回のシミュレーションで、例えば5ページを見ていただくと、必ずしも乖離許容幅が、どこを見るかにもよりますが、TEが若干小さくなると思うのですが、IRなどを見ると、あるいは比較すると、上の段と下の段で、IR比較、必ずしも下の段のほうが高いという状況ではないと思うのですが、その辺はどういう理由と考えればい

いのですか。

- 清水調査室長 例えば5ページ目を見ていただきますと、特に顕著なのは②と④、I Rを比較していただきますと、若干上の方が高いというか、これを上の方が高いとみるか、ほぼ同じだとみるかというのも微妙だと思うのですけれども、

ただ、④は、あくまでもバックテストという一つのシナリオなので、そういう意味ではこれはたまたまだというふうに解釈したほうがいいのではないかと考えています。

そういう意味からいたしますと、⑤のほうが、相対関係というのはある程度反映されているとは思いますが、これもこのとき、本当に②のほうが、I Rが高いのかと言われると、必ずしもそうとも言えないということで、そんなに変わらないだろうぐらいの受けとめ方だと御理解いただければと思います。

- 臼杵委員 一つ、可能性としては、原則期間を 例えば株
などだと、もう少し長い目でリターン、リバランスがあるというか、中心回帰性が多分あると思うのですね。それが3ページだと入っているけれども、5ページだと入っていないという可能性はあるので、おっしゃるように、5ページの結果をあまり過度に信用してもどうかなというの私もそう思います。

また違う可能性はあるかという気がします。

それから、1番目のほうは、報告というか、情報開示のほうについては。

- 清水調査室長 失礼しました。それは、今、キャッシュアウトについても、我々が執行として、実際にキャッシュアウトでいろいろ売ったりして、それは適宜というか、適切にこういうような場で御報告している訳でございますので、そういうものとの平仄をとりながらの扱いになるということだと考えています。

- 山崎委員 ということ
基本的にはよいと思います。定期的に検討するのが企業年金などでも一般的だと思うのですが、検討するというのは、どの場で、どのように検討するのかということは、どうお考えになっておられますか。

- 清水調査室長 この検討、これも今現段階で、例えばこういう指標、例えば10の指標を全部観察して、ある意味、機械的にこうなったらどうというようなことがなかなか言えないという状況ではあります。実際、さまざまな指標を見ながら、結局走りながら、その都度その都度で総合的に判断していく中で、我々法人としての知見とかそういうものを蓄積する中でより適切な意思決定が行われるように努力するしかないのかと思っています。

ただ、具体的にここに書いてございますけれども、例えば市場動向、現在どのような、例えば株式と債券の場合、どちらの相場が強くて、あるいは弱くてとか、当面、

どちらが弱くなるのか、強くなるのか、こういったことをございますとか、例えばボラティリティと書いてございますけれども、これは過去に御説明したことがあると思いませんけれども、我々のポート自体は非常に長期的な期間で計測したリスク・リターンを前提としていますけど、一方で、例えばストキャスティクスボラティリティモデルという非常に短期的な、そういうようなリスクも計測しているということをございますので、そういうような数字も見ながらといったことになると思っています。

●玉木審議役 あと、私どもの法人内の会議体といたしましては、企画会議というものがございまして、従来からキャッシュアウトの具体的に何億円売るとかというアクションにつきましては、この場で理事長、あるいはここにおりますような者が集まってやる、それは記録に残るといふような形のものをございます。こういった場を使ってやっていくことは、一つは考えられてございます。あと、この会議は頻度も相当高く、運用委員会よりは大分回数多くやってございますし、また、開催の弾力性、こちら市場が変わればいつでもやるといったプラクティスになっているところをございます。

○植田委員長 今の御質問、周辺の論点としては、リバランス実施の是非について検討するのはGPIF内部で検討して、実施についての責任は現在のシステムですと、理事長にある。実施した結果は、適切にこの場で御説明をいただく、そういう流れでよろしい訳ですか。

●玉木審議役 はい。

○植田委員長 そうしますと、この方針案で概ねよろしいということであれば、このテーマについては3回かけて議論してきましたし、大体これで行っていただくということですが、一つ、議事要旨ですか、そこへの出し方について、多少御意見に相違があるかもしれませんので、議事要旨案をつくっていただいて、それを御覧いただいて、どうしてもまとまりがつかないという場合はここで一応議論して最終案にするということですか。そういう進め方でよろしいですか。

○草野委員 結構だと思います。ここの文章だけですと、今、委員長整理されたことがよくわからない部分もあるので、委員長が整理されたことをきちんと議事照会してくれたほうがいいのではないかと思います。

○小幡委員 それは具体的にはどんな。

○草野委員 どこが、何をして、これで見ると。

○小幡委員 役割分担。

○草野委員 役割分担。

●清水調査室長 そこは今日いただいた御意見を反映する形で適切に処理したいと思いません。

○植田委員長 案をつくっていただいて。よろしいですか、この件は。

○小幡委員

○能見委員 検討する、やるとは言っていない。

○小幡委員

○能見委員 構わない。どういうふうに表現するかはちょっと別ですけれども、最終的にどういう。

●清水調査室長

○能見委員 そこまで言わないほうがいいという判断ももう一度原案出してもらって、それを議論したらいいのではないですか。

○植田委員長 それでは、次のテーマの「リスク管理状況等の報告」ということで、資料2に基づいて御説明をお願いします。

●大江審議役 私のほうから、委員限り2で御説明を申し上げます。「リスク管理状況の報告」、10、11月の2か月書いてございますが、昨年11月の運用委員会で9月まで御報告しておりますので、今回は2か月分でございます。

1枚おめくりいただきまして、全体のリスク状況から御説明を申し上げます。9月以降の各資産の乖離のところ、積立金全体のところを見ていただきますと、まず9～10月のところでございますが、国内債券が若干オーバーウエイト幅が拡大いたしまして、それは外国株式も同様でございます。それから、外国債券のほうはアンダーウエイト幅が若干拡大した。ただ、いずれにしても若干の変動であったというところが見てとれます。

それから、10～11月にはやや大きく動いております、国内債を見ていただきますと、オーバーウエイトから今度はアンダーウエイトのほうに逆方向に動いております。国内株式はアンダーウエイト幅が大きく縮小し、外国株式のオーバーウエイト幅が若干拡大したというような状況でございます、これは各月のそれぞれの資産のリターンの振れ、これの影響を受けている訳でございます。

それから飛びまして3ページを御覧いただきますと、今の資産全体のリスクのいつも御覧いただいていますBの推定総リスク、ポートフォリオ全体の推定ベースの全体リスクと、C推定相対リスク、基本ポートフォリオの乖離のリスクの大きさ、これを御覧いただきますと、一番上の資産全体のリスクのところで見させていただきますと、9～10月にかけては、先ほどあまり大きな変動がなかったということを申し上げたとおり、全体的に見ますと、Bの推定総リスク、Cの推定相対リスク、基本ポートフォリオからの乖離リスクもほとんど動きがなかったというところが見てとれます。それから10～11月につきましては、国内債がオーバーからアンダーに変わったというようなこともございまして、リスク量そのものは全体として大きくなってございますが、ただ、オーバーからアンダーだといいますが、全体の乖離の大きさ、いわばプラス、マイナス逆転はしておりますが、乖離の大きさそのものはそれほど変わっていないということで、推定相対リスク、基本ポートフォリオからの乖離リスクは大きな変動をしております。ただ、毎回申し上げているとおり、いずれにしてもそんなに大きな変動があった訳ではございません。

4 ページ、国内債券等の推定トラッキングエラー、あるいは債券デュレーション乖離を見ていただきますと、9、10、11 月と、こういったアクティブリスクには大きな変動はなかったというところがございます。

それから、5 ページでございます。運用機関のリスク管理ということで、個社のガイドライン違反等の状況でございますが、技術的な問題等ございまして、特に今回も問題はございませんでした。

それから、6 ページに入りまして、カウンターパーティーリスクという上の段でございますが、格付けの状況でございますが、今回は住友信託が J C R につきまして、ネガティブが安定的になったということ。それから中央三井アセット信託、これも J C R ですが、A が A A - に格付けが上がった。右のほうに行きまして、住友は同じですが、シティグループ証券につきましては、ムーディーズが安定的から弱含みになったというふうなところがございます。

住友信託と中央三井アセット信託につきましては、昨年の下旬に臨時株主総会で懸案となっていました住友信託と中央三井のホールディングス、こちらのほうの経営統合について正式に承認が得られたと。今まで大きな方向はもう決まっておりましたので、それが最終的に承認とられたということで、J C R が評価を両者ともに引き上げたというところがございます。

シティグループ証券につきましては、本社は親会社のシティグループになりますけれども、ムーディーズの評価はアメリカの金融規制改革法、いわゆるドッド＝フランク法の成立に伴いまして、アメリカ政府のサポートが本社のほうに対しては低下するのではないかと、そういう恐れがあるということで見直しをネガティブに変更しているというふうなところがございます。

下段の流動性リスクについては、大きな変化はございません。

それから、7 ページのほうにまいりまして、資産全体の収益状況でございます。前回、9 月までの分を御報告して、ここまで四半期報告でオープンになっているところがございます。その後、10、11 月というところがございますが、10 月はそこがございますように、若干国内株等の下落もございましてマイナス。それから 11 月は少し戻ったということで、収益率でいきますと、4～11 月までの通期で -1.93%、収益額としては、財投債込みで -2 兆 3 千億円、そういった状況でございます。

それから、最後に、これは口頭ベースになりますけれども、前回、アイルランドの動きをここで御報告させていただきました。アイルランドはじめ、いわゆる P I I G S 諸国につきましては、前回の運用委員会で御報告して以来、12 月にはアイルランドについてムーディーズが格付けの引下げを行っております。A A から B B B + まで格付けの見直しを行っております。

それから、ポルトガルにつきましても、同じくフィッチが A A - から A + に引き下げるといような見直しが行われております。

こういった状況の中、アイルランド、ポルトガル、スペイン等々の国債と基盤となるドイツ国債、こういったものとのスプレッドというものは一時期拡大を続けておりまして、1月の上旬がちょうどピークになっておりましたが、1月12日にポルトガルの国債の入札が順調であった、その後、スペイン等もあった訳ですけれども、すべて順調であったということを受けて、現在は、スプレッドは縮小傾向にあるという状況でございます。

また、一度ギリシャの際に御報告した短期的なリスク、SV法といったものもございしますが、そこもモニターしておりますが、こういったアイルランド等の動きございましたが、かなり落ちついた状況で推移をしているという状況でございます。私どもとしては、引き続きこういったモニタリングを継続して、適切なリスク管理を行っていくというふうに考えております。

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。

○臼杵委員

●大江審議役

○臼杵委員 これは長期債の格付けですか。

●大江審議役 長期債よりは発行体格付け、そういったものをモニターしております。

○植田委員長 ほかにいかがですか。よろしいですか。

それでは、ちょっと早いですが、今日は予定した議事を終了いたしましたので、これまでにしたいと思います。

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 次回の日程でございますけれども、第45回運用委員会につきましては、平成23年2月17日（木曜日）午後2時から、場所は同じこちらでございます。

○植田委員長 それでは、第44回の運用委員会を終了いたします。