

## 第 46 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 23 年 3 月 7 日 (月) 10:00～11:00

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 ・村上委員 ・山崎委員

4. 議 事

- (1) 平成 23 年度計画 (案) について
- (2) 管理運用方針の一部改正 (案) について
- (3) 平成 22 年度第 3 四半期運用状況について
- (4) その他

●玉木審議役 それでは、定刻でございますので、ただいまより第 46 回運用委員会を開会いたします。

委員の皆様のお出欠の状況でございますが、本日は能見委員につきましては、御都合により御欠席とのことでございます。

御出席いただきました委員の皆様方が過半数を超えておりますので、会議は成立しておりますことをご報告申し上げます。

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、

委員限り 1-1、「平成 23 年度計画 (案) における主な変更点等」

委員限り 1-2、「中期目標・中期計画・年度計画 (案) 対比表」

委員限り 2-1、「管理運用方針改正 (案) 新旧対照表」

委員限り 2-2、「管理運用方針 (案)」

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

委員限り 3、「各資産の運用状況の補足説明 (市場運用分)」

委員限り 4、「平成 22 年度資産管理機関の総合評価結果について」

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、植田委員長をお願いいたします。

○植田委員長 本日は雪の中、どうもありがとうございます。

最初の議題は、「平成 23 年度計画 (案) について」、委員限り資料 1-1 と 1-2 を用いて事務局からお願いいたします。

●玉木審議役 それでは、平成 23 年度計画（案）について、御説明を申し上げます。

初めに、委員限り 1－2 のほうを、少しページ数の多い横長の資料を御覧いただけますでしょうか。1 ページ目の一番上のところに四つの文章のタイトルが並んでございます。この 4 段表左から中期目標、中期計画、年度計画・22 年度計画、23 年度計画（案）となつてございますけれども、これは中期目標が厚労大臣から指示されるものでございまして、これを受けて当法人で中期計画を決定し厚労大臣の認可を得ます。その中期計画をいわば年度毎に割る形で年度計画をつくることになってございまして、今中期の初年度であります平成 22 年度の分につきましては、平成 22 年 3 月 31 日に厚労大臣に届け出をしたところでございます。

本日御説明申し上げます平成 23 年度計画につきましては、今月中に平成 22 年度分と同様に決定の上、厚労大臣に届け出申し上げるといった位置付けのものでございます。こちらの表は中期目標、中期計画及び年度計画がつくりとしまして、中期目標の各部分にそれぞれ対応するように、横に書けるようにつくられてございまして、その点をうまく利用しまして見やすく資料にまとめたものでございます。こちらには中期目標、以下四つの文章が全部載つてございます。本日は平成 22 年度計画からの変更点のみを委員限り 1－1、2 枚紙の資料で御説明申し上げようと思つてございます。

それでは、委員限り 1－1、2 枚紙の資料を御覧ください。こちらは平成 23 年度計画と平成 22 年度計画の主な変更点などをお示ししたものでございまして、左から平成 22 年度計画、真ん中に平成 23 年度計画（案）、右側の列が変更趣旨等でございます。それから、左側の平成 22 年度計画のそれぞれのマス目の左肩のところには P3、P5 とございますが、こちらは、先ほど御説明申し上げました厚めのほうの資料、委員限り 2 の資料の該当するページでございます。必要があれば適宜御参照いただければと思います。

それでは、それぞれの項目毎に簡単にご説明を申し上げます。

まず最初の運用の目標、リスク管理及び運用手法、こういう項目のところでございます。現在の計画におきましては、①基本ポートフォリオに基づきリバランスを行い、これを適切に管理すると定められているところでございます。この点につきましては、リバランスを行う、適切に管理するといったことは当然平成 23 年度も継続して行われるところではございますけれども、基本ポートフォリオに基づきまして、管理、運用を適切に行うといったことにつきましては、その際に行われます具体的な作業としてはリバランスだけではなく、右側の変更趣旨等の欄にありますとおり、リスク管理、マネージャーストラクチャー、キャッシュアウトなど、様々な作業を併せ行うものでございますので、この点を勘案しまして、今、単にリバランスとあるのは、今後はリバランス等と表現した方がより業務実態に近いであろうといった趣旨のものでございます。

続きまして、次のマス目でございます。①資産全体というところですが、適切かつ円滑なリバランスを実施するため、市場動向の把握・分析等必要な機能の強化を進める、これが今年度の計画でございました。

この点につきましては、今年度中、計画に沿いまして市場の動向把握・分析等必要な機能を強化するため、当法人内部におきまして、体制の変更を行うなどいたしまして機能の強化を進めたところでございます。より具体的には昨年9月から大体月に一度のペースなのですが、市場動向や分析等につきまして、ある程度のプロダクトを内部での議論に供して、こういったルーチンが始まっているところでございます。

このように機能の強化が進んだということでございますので、平成23年度につきましては、物事のフェーズが変化したことをよりすっきりと表すために、市場動向の把握・分析等を行うという表現に変えたいと思っているところでございます。

続きまして、(3)運用手法の③でございますが、こちらは運用受託機関の見直しの計画を書くところでございます。今年度分につきましては、外国債券パッシブ、外国株式パッシブを昨年のちょうど今頃、このような形で書いたところでございますけれども、現時点ではエマージング株式運用受託の選定等を行う、このようにしたいと思っております。

そのページ、一番下と次のページの一番上は、3透明性の向上に関するものでございます。

まず第1点は、ホームページのリニューアルでございます。こちらにつきましては、平成22年度におきましては、リニューアル自体は計画されておりましたので、平成22年度のところは空欄でございます。こちらの部分につきまして、真ん中の列の一番下のマスにございますとおり、「情報公開・広報活動の更なる充実の観点から、ホームページの見直しを行う。」、このようにしたいと思っております。当法人のホームページにつきましては、相応に利用されていると認識はしておりますけれども、こういったものは、その時どきのホームページに関する技術であるとか、他のサイトにおけますホームページとの比較などを勘案しまして、利用者にとって使いやすいものに適宜見直しをしていく必要がございますので、そろそろよろしいタイミングかと考えているところでございます。

続きまして3透明性の向上のもう一つの案件でございます。今年度につきましては、(5)運用受託機関等の選定過程及び株主議決権行使の結果等の公表の更なる充実に取り組むというものでございました。こちらにつきましては、様々な場を用いまして更なる充実を実際今年度行ったところでございまして、より具体的には、例えば業務概況書で、株主議決権行使の結果等に関しまして、より分かりやすい表現方法などを行ったところでございます。こういった議決権行使の結果等の公表、これは非常に重要なアイテムでございますので、来年度につきましても、引き続き分かりやすい内容となるよう努める、このような計画としたいと思っております。

続きまして、(2)年金給付のための流動性の確保の項目ですが、こちらにつきましては、今年度につきまして、なお、短期借入については、取引先の選定を行うというのがございました。短期借入は独立行政法人通則法におきまして、中期計画に織り込ん

だ場合にはこのようなことができるかとされてございまして、今中期からそのような措置を講じたところでございます。中期初年度の今年度におきましては、まず短期借入を行うための取引先を確保することが必要でございまして、それが計画に入ったところでございます。この取引先につきましては、おかげさまで既に選定済でございますので、来年度につきましては、特に新たに選定をする必要がございません。したがって、取引先の選定を行うというセンテンスは削除といたしたいと思っております。

続きまして、1 内部統制の一層の強化に向けた体制整備に関する項目でございますけれども、役員の再就職に関し一定の制約を設けることとし、所要の規程整備等を行う、こういう文言が今年度の計画にはございます。こちらにつきましては、所要の規程整備等を行いましたので、来年度につきましては、役員の再就職に関する制約に係る規程の適切な運用を行うというように、こちらも物事のフェーズの変化を表した形で表現を変更するものでございます。

続きまして3 調査・分析の充実という項目でございますけれども、研究機関との連携の強化や調査研究の充実について検討を進めるという文章がございます。この点、22 年度におきましては、大学等の研究機関との連携による調査研究の充実に向けた検討は、実際に行われまして、平成 23 年度からは、それを実施するフェーズに移ってまいります。そういうこともございまして、真ん中の列の一番下、来年度の計画につきましては、連携を通じて、年金積立金の管理・運用の高度化を進めるための調査研究の充実を図る、このように変えようと思っております。

最後のページにお移りいただきますと、最初の項目は、1 効率的な業務運営体制の確立に関するものでございます。その中身としては、人事評価制度に関し、経費節減の意識・取組を評価項目に加え、適正な運用を図る、こういうものがございました。この点は、私どもの人事管理上の職員の評価に関しまして、経費節減の意識、取組というものを明示的に加えるというのですが、このような評価項目に加えるという措置は既に行われてございますので、23 年度については、経費節減の意識・取組も評価項目としつつ、適正な運用を図る、このように変更したいと思っております。

続きまして、2 業務運営の効率化に伴う経費節減に関する項目でございます。左側の22 年度計画のところを御覧いただきますと、第1 文このうち人件費については、4 行ほどシャドーがかかってございます。こちらの中身、下から2 行目を見ていただきますと、平成 18 年度から5 年間でというものがございます。この5 年間で22 年度で終了いたしますので、23 年度計画に関しましては、この文章は削除されると、こういうものでございます。

最後に第7 重要な財産を譲渡し、又は担保に供しようとするときは、その計画の項目でございます。当法人は、従来、宿舎が横浜市の日野というところと市川市の行徳にございました。このうち、横浜市の日野の宿舎につきましては、今年度売却手続を進める計画でございましたが、この売却は既に今年度中に完了いたしてございます。23 年度は、

行徳につきまして売却手続を進める、このような計画にいたしたいと思っているところでございます。

以上でございます。

○植田委員長 それでは、ご意見、ご質問等ありましたら、お願いします。

○草野委員 1点、よろしいでしょうか。

○植田委員長 はい。

○草野委員 今、御説明いただいた中身については、特段の意見はないのですが、先般ここでも御報告いただいた、年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会の最終的な報告が12月に出たということ。その内容がここに反映されているのかどうかということと、反映されてないものがあるとすれば、それは今後どうしていくのかというのがあればお聞かせいただきたいと思えます。

●玉木審議役 検討会において様々な検討がございましたが、その個々のアイテムとここがつながりますといったものは、今、御説明した中には特にはございません。非常に大きな議論が行われてございますが、この年度計画は、私どもの実務のところまでおりたものでございますので、そこにはまだ間につながるものが今後必要かなと理解してございます。

○草野委員 そうしますと、植田委員長が座長をされていたと思うのですが、あの結論は、今後どういうふうにご反映していくのか、厚労省のほうでもしお考えがあれば。

●渡辺大臣官房参事官 この間、御説明した中では、GPIFのガバナンスの見直しの問題がございましたが、この計画は現行法制度の中での計画でございます。もし仮にガバナンスの見直しをすとなれば法律改正が必要になってまいります。それについては、先般も御説明したかと思うのですが、一つは、今、独法制度自体の抜本見直しの話が、6月を目途にと言われておりますけれども、なにがしかの基本指針が出るということで、その中でどの程度反映させられるのかということと、それから、もう一つは、年金制度自体の見直しの議論が進んでいますので、いずれかの制度見直しの中で、併せて検討していくことになると思えますので、そういう意味では法律改正マターということで、いましばらく時間はかかると思えますので、この計画とは切り離して考えていくことだと思っております。

○臼杵委員 1枚目の一番下にあります透明性の向上で、ホームページを見直されるということなのですが、その横に内閣府の世論調査の結果、たしかどうやって運用しているか、国民にあまり理解されてないというような世論調査の数字だったかと思うのですが、具体的にここをどういうふうに見直して、どういうことを目標というか、どういうふうにすれば、見直しの目的が達せられたというふうに考えているかということについて、お考えがあればお伺いしたいのですけど。

●玉木審議役 そこは一般国民に、私どもの業務についてご関心を持っていただくということは大変なことではあるという点はよく承知してございます。ただ、一般国民が、私

どもの存在に気づいていただく場としては、後ほどご説明いたしますけれども、年に4回も運用状況の御報告をして、それなりにメディア等では扱われてございますが、そういったところで若干なりとも私どもの組織の名前であるとか、こういう事柄が公的機関において行われているということにご関心をお持ちいただいたときに、一般国民の最初にとるアクションは何らかの検索サイトを通じるようにしまして、私どものサイトに来るといったことではないかと思われまます。

現在の私どものウェブサイトについては、作った当時はそれなりによく工夫されてあったと思いますけれども、この辺の技術は日進月歩でございますし、特に今、しょっちゅう故障するとか、そういうことはもちろんございませんのですが、なるべくサイトの使い方といったものにつきまして、ほかのサイトでインターネットにある程度なれておられる方々がずっと私どものサイトをお使いいただけるような、そういった変更をなるべくしたいと思っております。

あと、その成果といったものはどれだけはかれるかというのは、公的機関、あるいは民間企業でも同じ悩みを持っておられるとは思いますが。ただ、我々としたら、例えばウェブサイトのアクセス数であるとか、いろいろなものを見てまいりたいと思えます。もちろん何か大きなよろしくない問題が私どもで起きれば一気にアクセス数が増えるので、アクセス数が増えたことが直ちに良いことかということはないわけでございますけれども、アクセス数その他、役に立つ情報をなるべく見ながら、何とか日頃の広報活動にもフィードバックするよう、いろいろな手を講じてまいりたいと考えてございます。

○稲葉委員 3ページの経費節減のところですが、基本的にこういうことなのだろうとは思いますが、そもそも22年度計画のところ、さらにとあって、23年度まで継続するという、年度計画なのに次の年の計画のことまで、いわば踏み込んで決まってあって、それを今度は23年度になるので、そのまま持ってきているという構図になっているわけですね。普通の年度の計画の作り方としては変わった作り方で、22年度ときには、前半だけで本当は尽きているのに、わざわざ23年度と入れ、それで23年になるので、これをそのまま持ってくるということで、形式的にはこれは合っているのだけれども、実態的には何をやるかということに、22年度のところを決めたのですか、23年度を。

●玉木審議役 ちょうど1年前に、22年度の計画をつくっております時点では、委員限り1-2、厚いほうの16ページに中期目標、中期計画でございますけれども、こちらで人件費はこうだということがございまして、中期計画の中でも23年度まで継続するというものが書いてございます。18年度から始まりました人件費節減の流れというのは、1年前の私どもの頭の中では、23年度まで一体となったものというふうなイメージが相当ございましたので、このようにさらにというふうに、23年度を展望して22年度は行うのであるといったイメージがこの文章に表れたのかと理解してございます。

○稲葉委員 特段の意図ということではないわけですね。

●玉木審議役 おっしゃるとおり、さらにとりというセンテンスがなくても、22年度の経費節減は実際に起きたとおりに行われたとは思いますが、22年度の経費節減を行ったときの当法人の意識としましては、23年度も中期計画に書いてあるとおり、あるのだなという意識はあったところでございます。

○植田委員長 よろしいですか。

それでは、よろしければ、この案件はここまでにさせていただきます。

次に議題の2番目ですけれども、管理運用方針の一部改正（案）について、委員限り資料2-1と2-2について、事務局からご説明を御願います。

●玉木審議役 続きまして、管理運用方針に関する御説明でございます。

管理運用方針は、先ほど御説明申し上げました中期目標から年度計画までのものとは異なりまして、当法人限りで手続が決着する規定でございます。その内容は、委員限り2-2のページ数を御覧いただくだけでもお分かりのとおり、かなり多岐にわたってございまして、私どもの実務を比較的詳細に書いたものでございまして、もちろんこれは一般に公表されたものでございます。その大まかな概要は、委員限り2-1、薄いほうのページのざっと項目だけ御説明を申し上げますと、まず委員限り2-1は3段表になってございまして、左から改正後の新、真ん中が現在の旧、右側が備考・改正趣旨でございますけれども、この新又は旧のところを順番に御覧いただきますと、太いゴシックで書いております第1、第2といったところを追っていただきますと、第1が管理及び運用の目標等に関する事項、第2が資産の構成並びに管理及び運用の手法に関する事項、第3が運用受託機関の管理に関する事項、第4が資産管理機関の管理に関する事項、第5が、次のページに行ってくださいまして、運用受託機関の選定及び評価等に関する事項、第6が自家運用に関する事項、第7が短期借入に関する事項、第8がその他管理運用業務の運営に関する重要事項、こういった形になってございます。

本日御説明を申し上げますのは、2ページから3ページに書いてある部分でございます。こちらを御説明するに当たりましては、まず2ページの新一番下、2ページの左下隅のマス目をご覧いただきたいと思うのですが、こちらに6行ほどアンダーライン及びシャドウのかかった部分がございます。こちらはその一つ上のマスにございますように、①一部回収・解約の基準というものをいくつか並べたものでございまして、そこにイ総合評価が一定水準に満たない場合、こういう項目を新たに設けて、その中身として運用受託機関の総合評価が一定水準に満たない場合は、原則して資金の一部を回収するものとする。さらに、総合評価が著しく低い場合は、解約することができるものとする、こういうものを加えるということでございます。

こちらにつきましては、先般来、私どもの総合評価につきましてご報告申し上げた際にも若干議論になったところがございますけれども、総合評価の結果を踏まえたある程度のアクションを当法人としてとるといったことがあり得るわけでございます。

この点は、従来全くやっていなかったわけではございませんが、それは従来の管理運用方針ではどこに文言としての根拠があったのかと申しますと、3 ページの一番下、オ、管理及び運用上必要がある場合といったような、この辺をもとに実際のアクションをとっておったところでございます。ただ、私どもの総合評価の結果に基づきますアクションとしては、従来のように大量のニューマネーがある場合には、資金配分停止というもののインパクト、ウエイトが大きかったところでございますけれども、その後、現在のよう状況になってございますので、一般的に私どもが示します上位の規定におきまして、総合評価がこうであった場合には、このようなことをするというつながりを持った表現を明らかにしたほうがよろしいのではないかとございまして、そのような意味で、このイというものを加えてみてはどうかと思っております。

あと、これを加えました場合に、一つテクニカルな点がございまして、それは2 ページの半分より少し上のところの(2) 配分基準という項目でございます。こちら管理運用法人は、第2の2(1)①及び(2)③に基づき配分すべき運用スタイルをとる運用受託機関のうちというふうに、配分のもととなった事柄について列挙する形をとってございます。二つございまして、前者のほう、第2の2(1)①というのは、8%、6%といった乖離許容幅を超えた場合にリバランスを行いますけれども、その際にアンダーウエイトのところ資金を配分する場合。後者のほう(2)③というのは、様々なリスク管理を行っていく中で資金の移動を行う必要が生じた場合の配分、これを言っているわけですが、今後、左側の新のほうにありますとおり、イ、総合評価が一定水準に満たない場合といったものを明示した場合には、ここにあるもう一個付けるというのがテクニカルには自然になるとございまして、ただ、やはり規定のスタイルとしまして、ずらずらと限定列挙したものが並ぶというのは必ずしも分かりやすいわけではございませんし、また本当に列挙しきれぬものかという面もないではございません。そういった点を勘案いたしますと、左側の新のところにありますとおり、列挙をやめるという形で文言を整理しまして、配分すべき運用スタイルをとる運用受託機関とすることがある程度明確さを保ちつつ、スマートかなというふうに考えるところでございまして、

これが一つの修正に関しますご説明でございます。

あと、3 ページの一番上、イ、総合評価に基づく運用受託機関の見直しという項目のタイトルにシャドー及びアンダーラインがございまして、こちらにつきましては、この真ん中の旧の列をずっとア、イ、ウ、エ、オとご覧いただきますと、アが合致しなくなった場合、ウが生じた場合、エが違反の場合等、オが必要ある場合というふうに、場合又は場合等という言葉で終わってございまして、ここは左側の新のところにございまして、運用受託機関を見直す場合と変更した方が、読むときにより分かりやすいのではないかと、あるいはこのア、イ、ウ、エ、オの趣旨が伝わりやすくなるのではないかと趣旨で、テクニカルではございまして、修正を施したいと思っております。



あと、4ページ目にごくわずかシャドー、アンダーラインございますけれども、これは先ほどのイを新設したことに伴う条ずれ、全くテクニカルな反射的な変更でございます。

以上です。

○植田委員長 それでは御質問等お願いいたします。

○小幡委員 しょうもないことかもしれないのですが、2-2の管理運用方針の説明紙で、3ページ一番上のところに、イ、ウ、エとあって、これはどうやって管理運用するかということですが、生命保険の保険料の払込みというのはどういう意味なのか。

●大江審議役 これは生命保険会社に運用をお願いするときは……。

○小幡委員 こういう形をとる。

●大江審議役 はい。実は生命保険会社が直接運用する場合は、いわゆる私どもが信託銀行を通じて特定信託スキームでやっているような形ではなくて、保険料を払い込んで、いわば給付として得るという形を契約書上とらざるを得ない。したがって、生命保険会社と運用を行う場合にはこういう形を書かせていただいています。ただ、現実には生命保険会社と直接ということではなくて、一部、今、生命保険グループの運用受託機関はありますが、実際には投資顧問会社と契約しておりますので、この規定、形はあるけれども、実態としては活用されていないというところでございます。

○小幡委員 削るというのは必要ないですか。

●大江審議役 ただ、全く今後ともないとは言えませんし、そもそも法律で認められているスキームですので、法律に書かれているものをそのまま書き込んだ格好になっています。

○小幡委員 あとは4ページですけど、これは私の理解が浅いというか、知識不足だと思うのですが、NOMURA-BPIがインデックスで、NOMURA-BPIのエクステンデッドということなのか、普通のBPI。

●大江審議役 ベンチマークは18ページに載せておりますが、NOMURA-BPI「除くABS」でございます。

○小幡委員 専門家の方々がいっぱいいらっしゃるのですが、この機会に教えていただきたいのですが、普通のBPIだと事業債とかAでエクステンドだとBBBと書いてあるのですが、それはどっちを使うのか。

●大江審議役 これはA以上を使っています。

○小幡委員 そうすると、4ページのほうはBBBが残っているのはどうしてなのか。

●大江審議役 これはアクティブについてはBBBまで認めております。

○小幡委員 実際にはかなり運用していると。

●大江審議役 そうですね。結構BBB、特に社債等BBBがございますので、それもアクティブは運用しております。

- 小幡委員 そうすると国債・地方債はB Bでも投資し得るという状況ですか。
- 大江審議役 国債や政府保証債とか地方債の場合には公共的な団体という性格に鑑みて、こういうふうなことをやらせていただいております。
- 小幡委員 というのは、理論的には買う可能性もあるということですか。
- 大江審議役 買う可能性はありますけれども、もう一度申し上げますが、国債がB B Bになることを想定するかどうかということになります。
- 小幡委員 アクティブだと買う可能性があるということですか。
- 大江審議役 アクティブだと買う可能性があります。
- 小幡委員 わかりました。

あと、全体の話なのですけれども、国内的にも国際的にも投資環境がいろいろ変わってきて、例えば格付がいろいろ国内的にも国際的にも議論されている中で、そういう環境の変化を踏まえてベンチマークについても、検討した上で、前と同じということでは理解していいですか。

- 清水調査室長 投資対象をベンチマーク何にするかということと、そもそも基本ポートフォリオでリスク・リターンをはかるときのベンチをどうするかということがある程度関係があると考えておまして、現在私どもの基本ポートフォリオの前提となっているインデックスといいますか、それがB P Iということになっておりますので、それと大きく乖離するようなベンチマークを実際に投資対象とすることはなかなか難しいのではないかと考えております。
- 小幡委員 例えば5年計画を立てたときの投資環境の予測とソブリンリスクに対する考え方が若干変わったときには、基本ポートフォリオを守ること自体はトータルのリスク・リターンに対する、リターンは高くなるという考え方がありますけれども、リスクが高くなるという解釈もあり得るといえるか、それは状況次第だと思うのですね。いわゆる株でもバブルがあるので何とも言えませんけれども、ビジネスサイクル的に、サイクル的に上がったり、下がったりリスクが高まったり、低まったりということであれば、5年計画のときは、そういう超長期的な運用の観点で考えていますということだと思いますのですけれども、ソブリンだけがそうというわけでもないのですけど、5年ぐらいのタームで見ると、ある程度トレンドが考えられて、リスク環境が中期的には変化することが現実にはあるので、結局、結果的に変えないということではいいと思いますし、変えるには相当な議論が必要だと思うのですけれども、ただ、ある程度の検討して、環境が本質的には変わってないという結論の結果、ベンチマークも一緒だということだと理屈的には思うのですけれども、そういうことではないのですか。
- 清水調査室長 そこは、例えば国内債券について考えますと、我々30年以上の時系列データからリスクをはかっている。これが大体5%台半ばとか若干高めぐらいのラインであると。一方で、直近のこの2~3年とか、そのぐらいのB P Iのボラティリティというのは、それに比すると2%台ということですので、基本ポートフォリオが

想定しているようなリスク水準まで短期的に見ても至っていないということで、その時点では問題はないのではないかと判断しておりますし、また外債、ソブリンリスクにつきましても、ヨーロッパの一部の国で若干スピード上がっているもの、トータルとしてのリスク水準はそんなに変わってないと考えております。

○小幡委員 ですから、そういう本質的な変更は5年に一度基本ポートを考えるときに、例えばオルタナティブを増やすとか、始めるとか、不動産に投資するとか、そういうことを含めて考えるのは5年に一度だという考え方なのか、一応毎年考えるけど、5年に一度はゼロベースで考えますと。毎年の基本の基本ポートフォリオに基づきつつ、緊急に変える必要がある場合に限って変えるという考え方で、今回は一応検討したけど、緊急に変えるという状況変化ではないという判断で同じと。

●清水調査室長 はい。

○小幡委員 その議論はここではやる必要はないということですか。

●清水調査室長 もし、それについて検討したほうがいいのではないかなという御意見があれば、それに基づきまして我々としても考えていきたいと思っています。

○植田委員長 他にいかがですか。この運用機関からの一部回収・解約のところですけども、仮に運用を依頼したときに予期せぬことが起こって、流動性の問題が発生して急に回収しなくてはいけなくなりそうだとこの場合は、これはどこで読むかということ、古いのはオで、新しいのはカとなっている、何でも読めるということですか。

●大江審議役 委員長おっしゃっているのは流動性の問題点、回収、もう少し具体的にどういう。

○植田委員長 年金の支払いがかさむとか。

●大江審議役 それは「管理、運用上必要がある場合」に該当致します。キャッシュアウトに充てるためというのは。もともとこの規定を入れていた趣旨は、今の例えば国内株式アクティブ、この間、秋に評価を報告させていただいていますが、その中にグロース型運用機関とかバリュー型運用機関、いわゆるスタイル特化みたいなものを置いておりますが、例えば見直しのときに、ああいうタイプのものをやめるとなると、能力と関係なく解約できるのだというのがもともとこの規定の趣旨でございますが、キャッシュアウトの際には当然こういうのを活用して、能力と関係なく、いわば運用者側の事情によって回収する場合のこういったもので読んでやっております。

○植田委員長 他によろしいですか。

○小幡委員 ごめんなさい、さっきのところでも1点だけ、地方債で、理論上BBでも買うということなのですが、多分実際には買わないということですか。あの規定から言うと、国債、地方債を除いてという条件付けは要りますか。

●大江審議役 国あるいは公共団体というのをどう見るかということと関わる話ですので、一応国、公共団体というものは、まさに公共そのものですから、格付は事業債とか

円建外債を見ようという趣旨でございます。

○小幡委員 ただ、外国債については格付は。

●大江審議役 それはソブリンリスクがございますので。

○小幡委員 ソブリンリスクというのは為替リスクではないソブリンリスクですね。

●大江審議役 今のまさに中東、北アフリカ等、その他、ヨーロッパの一部のようにソブリンリスクはあるわけございまして、ソブリンリスクというのは、私どもが日本において、日本としてはグリップできないもの、そういったものについて格付でモニタリングをしようと、そういった話でございます。

○小幡委員 グリップできるというのはどういう意味ですか。

●大江審議役 要するに、私どもは独立行政法人として、日本国の一部に組み込まれているということもできますけれども、結局、日本という国と公共団体をどういうふうに見るのかということと、また、状況は私ども分かるわけございまして、それに対してソブリンリスクというのは、各国がどういう国で、その財政状況、経済状況がどういうふうになっているということはグリップしきれるものではない。そういった意味でソブリンリスクというものを意識して、そこで格付基準というのを設けていると。

○小幡委員 だからアメリカ国債のソブリンリスクは考えるけど、日本国債は考えないということですか。

●大江審議役 結局、日本という国をどういうふうに考えるかということであろうと思います。

○小幡委員 わかりました。

○植田委員長 それではよろしいですか。引き続き、3番目の議題ですが、22年度第3四半期運用状況について、資料1と委員限り3、これに基づいて、事務局、説明をお願いします。

●玉木審議役 それでは、お手元資料1と委員限り3をご覧ください。

資料1は、先々週の金曜日に記者クラブで用いました説明資料でございます。委員限り3は、皆様への御参考資料でございまして、これは委員限りというステータスでございます。

資料1、横長のほうでご覧いただけますが、とりあえず1枚おめくりいただきまして、2ページの上半分、横に非常に長い計表がございます。こちらは昨年度からの7四半期につきまして収益率、収益額、運用資産額を示したものでございます。昨年度はリーマン・ショック後のリバウンドの局面でございまして、毎四半期1%以上のリターンが生まれて、年度では7.91%、実額では9兆円強ということになったわけでございます。その後、今年度、第1四半期はギリシャの問題等ございまして、大きくへこみまして、へこんだ分の半分ぐらいを第2四半期で取り戻し、第3四半期におきましては収益率で+0.62と残った半分のまた半分ぐらいを回復したかといった形になってございます。この結果、第1四半期から第3四半期までの9か月間の合計としましては、御覧の表の右

端の列にございますとおり、収益率では-0.91%、収益額では-1兆980億円となっております。おるところでございます。

今回、第3四半期のリターンが+0.62%出ましたことにつきましては、資産クラスで見た場合には、国内株式、外国株式の上伸が寄与したところでございます。下のページの参考（市場運用分）というところを御覧いただきますと、各アセットクラスの収益率が出てございます。国内株式は+8.71、外国株式は+5.55というように上伸してございます。

こちらのところを実額で申しますと、次のページでございますけれども、同じようにアセットクラス別の計表がございますが、こちらで御覧いただきますと、国内株式では1兆983億円、外国株式は6,357億円のプラスが出ておるところでございます。

この間、国内及び外国の債券につきましては、去年の9月末は比較的景気見通し等冷えていた局面でございまして、内外ともに長期金利はかなり低かったわけでございますけれども、10~12月を通じまして、その辺の心理が修正されていくに従いまして、株価も上がりましたが、金利も上昇し債券の両クラスにおきましては、5,000億円強の損失がそれぞれ出たということでございます。この辺、両者食い合う形になりまして、四半期全体としましては、7,000億円強のプラスになったという次第でございます。

それから、そのページの下5ページには資産構成割合がございまして、円グラフのすぐ左側、参考という列、こちらが短期資産を5%と置いたものでございまして、67、11、8、9という基本ポートフォリオと直接比べられるものでございまして、こちらと比較していただきますと、国内債券で若干のアンダーとなっているところがございます。

それから、次のページをおめくりいただきますと、各アセットクラス別の超過収益率市場運用分につきましては記したものでございます。上のほうの計表は、第3四半期のみのものでございますけれども、左側に時間加重収益率、真ん中にベンチマーク収益率、右側にその引き算である超過収益率を記してございまして、国内株式におきまして、0.24%のある程度有意なプラスが出たところがございます。他の3資産につきましては、ほぼベンチマーク並の収益率となったところがございます。

そのページ、下半分のほうの計表は、これは4~12月までの3四半期に关しますアルファでございまして、こちらは国内株式と外国債券がベータポイントで2桁のプラス、残る2つのクラスにつきましては、概ねベンチマーク並みの範囲内と理解しておるところでございます。

あと、その下のページ以降は、参考資料として、10~12月の市場動向であるとか、グラフ、用語の説明等を加えて、記者クラブへの説明の便宜に供したところがございます。

以上です。

○植田委員長 御質問等お願いします。

○村上委員 7ページの下の方にベンチマークの収益率の表が載っていますが、例えば

その4～12月までの各資産毎のベンチマーク収益率と当法人の基本ポートフォリオの構成比を単純に掛け合わせて計算される収益率、それが言ってみれば、当法人が目指しているひとつの収益率になるのではと思います。それと2ページに載っている年度の実績値である-0.91との比較、このあたりの差について御説明いただいたほうがいいのではないかと思います。

これについて世間にどういう形で公表するかというのは非常に誤解を招く、短期的な勝ち負け等が一人歩きする可能性があるという点で難しいところがあると思うのですが、当委員会においては、先般のリバランスだとかトラッキングエラーの議論の上でも重要な数字になるかと思えます。ですから、この数値をフォローしていくことが、結局実際のアセットミックスの差異がどのくらい、基本ポートフォリオに各資産のベンチマーク収益率を掛けたもの、ベンチマーク・アセットミックスの収益率とずれを生じさせているかの把握となり、それを捉えていく必要があるのではないかと思います。

●清水調査室長 それにつきましては、今、内部でいろいろ検討を行っている状況でございます。少なくとも平成22年度のディスクロージャーまでにはきちんとした形を示したいと思えます。その後、毎月あるいは四半期毎にリスク管理としてどうやっていくかはまた別途検討していきたいと思っています。

○植田委員長 よろしいですか。

○村上委員 はい。

○植田委員長 他にいかがですか。

それでは、よろしければ次の案件ですが、平成22年度資産管理機関の総合評価結果について、委員限り4に基づきまして御説明をお願いします。

●大江審議役 委員限り4で御説明いたします。

まず1ページ目の2. 評価の仕組みを御覧いただきたいと思えます。管理運用方針に規定しております資産管理機関の総合評価といたしまして、定期的なミーティングを行って、組織・人材等の評価項目により、総合評価を実施しております。その結果、継続困難と判断された資産管理機関を解約するというところで、1年に1回ミーティングを行った上で、評価を行って、引き続き継続するかどうかをしっかりと判断するということが基本的な仕組みでございます。

1の上のほうの総合評価結果に戻っていただきまして、こういった観点から、私ども3行目でございますが、4つの資産管理機関に対しまして、年末あるいは年明けに実際に各4つの資産管理機関・会社を伺いまして、現地でミーティングを実施いたしました。その結果、継続困難と評価された社はなかったということで、各社とも契約を継続するという結果でございます。

1枚おめぐりいただきまして、3. 資産管理機関の総合評価方法というところがございますが、(1)解約基準における総合評価の評価項目、管理運用方針第5の3の(2)、組織・人材、業務体制、監査、資産管理システム、グローバルカストディ、付加価値サ

ービス、こういった各項目がございますけれども、運用機関の場合ですと、どれだけ超過収益を上げたかというものが問題になってまいります、どちらかというとな資産管理機関、カストディでございますので、純ミスがあるのかなのかということが継続的にモニターをしていく点では大きな要素になろうと考えております。

そういった観点から3ページ目でございます。平成22年度資産管理機関の総合評価結果でございますが、信託銀行名、A、B、C、Dでマスキングをさせていただいております。

まずAから申し上げますと、各○が評価項目のそれぞれに対応しております。一番上の○が組織・人材というところに対応するものでございます。何を私どもが見ているのかと申し上げますと、資産管理に関して受託残高をどの程度持っているのか、経営基盤の安定という観点から。それに対応して組織・体制をどういうふうに行っているのか。経営上の収益状況等、こういったものをまず把握しております。それから、次のまたというところがございます。

そこの構成内容、こういった検証をやっているか、こういったものをチェックさせていただいております。

二番目の業務体制でございます。業務体制については、現地ミーティングをする中でいろいろなものも確認をさせていただいております。

それから、三番目の監査体制の整備状況でございます。

四番目のシステムということで、システム維持・改善に必要な開発をどう行っているのか。システム投資の状況等も確認をさせていただいております。

五番目のグローバル・カストディ、これはあるものとないものがございますが、ある場合には、その選定、モニタリングの状況、こういったものを確認しております。

最後、付加価値サービスというところがございますが、その行の後段でございますように、特にトランジション・マネージメントをどういうふうに行っているのか。

B以下は、  
体制のところ申し上げますと、

Bの場合、業務

付加価値サービスのところですが、  
については、昨年度導入済で、今年度もいろいろな事務をお願いして、私ども大変助かっているような状況でございます。

それから、最後のページ、Cのところでございます。

D信託、最後になりますが、下から3つ目、グローバル・カストディのところですが、

については、既に導入済でございます。

御説明は以上でございます。

○植田委員長 ありがとうございます。

それでは、御質問等をお願いします。

○臼杵委員 済みません。

○植田委員長 どうぞ。

○臼杵委員 さっきの話とも関係しますが、中期計画の年度計画のところなのかもしれないのですが、前回、私申し上げた債券のポートフォリオを、例えば金利上昇とか、金利上昇もいろいろあり、期待物価が上がるのか、実質金利が上がるのか、ソブリンリスクの問題で上がるのか、そういうことが、例えば債券のポートフォリオをどうするかとか、物価上昇に対応する資産を入れるのかどうかということが検討課題かなということで、委員長からもそういうようなお話があったかと思うのですが、それは23年度にそういうことを研究していくかはこれから考える。例えば23年度の調査・分析の充実とかというような中でお願いするという言い方がいいのかわかりませんが、考えるというようなことは可能だということではよろしいのでしょうか。

●清水調査室長 それはもちろんそうです。

○臼杵委員 そういうようなことでやっていただくようなことがいいのかなと私は思うのですけれども。

●岡部理事 これまでマネージャーストラクチャーで順次ご相談をしながら、今、エマージングの公募をさせていただいていまして、次、エマージングが終われば国内債券のマネージャーストラクチャーを時期的にもそろそろ検討しなくてはいけない時期が来るのかなと思っています。その際には、今、臼杵先生がおっしゃったような、単にマネージャーを入れ替えるというだけではなくて、少しキャッシュアウトへの対応をどう考えていくのかとか、今、御指摘のあるような点も含めてご議論をいただき、その後は運用機関の入れ替えとかをどうしていくかという手順になるのではないかと考えています。ほかのアセットクラスはどちらかというと、アクティブ、パッシブでマネージャーを入



れ替えていくことだけを中心にやればよいと思うのですが、債券の場合は、その辺のキャッシュアウトへの対応も含めて御議論をしていただければと思っております、内部では少し議論を進めておりますが、まだご相談をするところまでの成熟度が足りませんので、新年度になってしかるべき時期に御相談をさせていただければと思っております。

○宇野委員長代理 その問題は私も重要だと思っております、重要性のレベルは、これから外部に調査を委託するとかというようなのんびりした感じではなくて、4月以降、早い時点でそういうことに対する考え方を運用委員会の中で議論すべきテーマではないかと思っております。

前運用委員会の時代の中期ポートフォリオの中期計画の検討の中でも、その材料になるような検討を少ししたわけですから、そういったこと考え方を皆さんとシェアすることも含めて、具体的な検討をもとに来年度の前半を意識してやるぐらいの対応というのが求められているのではないかと思っておりますので、その辺もぜひ御検討いただきたいと思っております。

○植田委員長 そうですね。それは皆さんの問題意識でもあると思うので、よろしく願いしたいと思います。

ということで、よろしいですか、今日のところは。

それでは、事務局からお願いします。

●玉木審議役 次回の日程等でございます。第47回運用委員会は、平成23年3月28日、月曜日3時スタートでお願いいたします。場所はこちらでございます。

以上です。

○植田委員長 それでは、今日の46回目の運用委員会は終了とさせていただきます。