

第 47 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 23 年 3 月 28 日 (月) 15:00~17:00
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 ・能見委員 ・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) その他

●玉木審議役 それでは、ただいまより第 47 回運用委員会を開会いたします。

委員の皆様のご欠席の状況でございますが、本日、佐藤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。また、稲葉委員からは若干遅れて来られるとの御連絡を受けているところでございます。

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御報告申し上げます。

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、「平成 23 年度計画 (案)」

委員限り 2、「平成 22 年度株主議決権行使の取組に関する運用受託機関の評価」

委員限り 3-1、「リスク管理状況等の報告 (平成 23 年 1 月)」

委員限り 3-2、「東北地方太平洋沖地震の市場への影響について」

委員限り 3-3、「東北地方太平洋沖地震発生に伴う運用受託機関等の対応について」

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、植田委員長をお願いいたします。

○植田委員長 それでは、最初の議題ですが、平成 23 年度計画 (案) について、委員限り資料 1 に基づいて、事務局から御説明をお願いします。

●玉木審議役 それでは、委員限り 1 の平成 23 年度計画 (案) につきまして、ごく簡単に御説明申し上げます。

この年度計画につきましては、実は前回の委員会におきまして、22 年度の分からの変更点を中心に御説明申し上げましたので、本日は同じことを繰り返すことは回避したいと思います。ただ、一点だけ、この資料の一番最後の方を御覧いただきますと、こちらには独立行政法人通則法上の要件でございます予算、収支計画、こういったものが付け

加わってございます。こちらには年金特別会計におきます寄託金償還、これの予算の数字が入っていたりするわけでございますけれども、当法人の場合、この予算等にありますが、もちろんこれは重要なものでございますけれども、我々の来年度の運用業務に直接の細かなつながりはないということでございます。

以上、このような年度計画につきまして、改めて皆様ご覧いただきまして、もしよろしければ当法人の内部の手続を経まして主務大臣への届出を行いたいと考えているところでございます。

以上です。

- 植田委員長 それでは、御質問等ございましたら、お願いします。
- 草野委員 1点よろしいですか。
- 植田委員長 はい。
- 草野委員 文章の方は、この前も修正の御紹介をいただいたので結構だと思うのですが、今、最後に御説明があった、これは決算というのはあるのですか。
- 玉木審議役 決算はもちろんございます。年度の業務概況書が出る頃にまとまりまして、これはもちろん公表されますし、あと夏場の評価委員会などでも御提出をいたします。
- 草野委員 運用委員会ではかからないですね、決算として。
- 玉木審議役 運用委員会で決算を承認するとか、そういうプロセスはございません。
- 草野委員 そうすると、一つだけ、10ページの収入のところの運用収入とありますね。
- 玉木審議役 はい。
- 草野委員 上から8段目か9段目ぐらいのところ、この計算はどういうふうにして計算するのですか。
- 玉木審議役 これは一種の長期的に置いております見込みの数字を使ってございます。基本ポートフォリオで置いている数字だと思います。
- 高野管理部長 後ろから済みませんが、これはもともと仮置きで中期計画をつくっておりますけれども、そのときに定めた数字で回しているということでございます。
- 草野委員 ということは、これは例えば4.1%とかああいう数字とは関係ない。
- 高野管理部長 4.1%ではなく、前中期計画と同じ数字で3.37%程度のものを使ってやっています。
- 清水調査室長 これにつきましては、第1期中期計画のときの基本ポートフォリオ、これが長期的な期待収益率3.37%、これは今回の基本ポートフォリオの見直し、結局引き続き継続されたわけでございますけれども、そのときにはリスク・リターン若干修正いたしまして、新しい数字もあるのですけれども、基本ポートフォリオを維持したという中で、予算ということであれば3.37%ということで、そこは据え置いたという形でございます。
- 草野委員 そうすると、当然のことながら、決算になるとこの数字は大分変わってくるという、そういうことになりますね。

- 清水調査室長 はい。
- 植田委員長 ほかによろしゅうございますか。
- 小幡委員 この23年度計画ですけれども、今回の大震災踏まえて変更するということがないですか。
- 玉木審議役 震災が確かにございましたけれども、当法人におきましては、人的・物的、直接のダメージはございませんでした。後ほど最後の方の項目で若干ご説明いたしますけれども、私どものビジネスパートナーであります運用受託機関等におきましても特段の業務遂行上の障害にはなっていないということでもございますので、この年度計画のレベルで急に変えなければならないということではございませんでした。
- 小幡委員 最近リーマン・ショックがあって、この震災があってということなのですけれども、運用環境もすごく変わると思うのですね。リーマン・ショックのときと比べて今回違うと思うのは、日本だけが非常に大きなダメージを受けるということで、日本の株式、債券とグローバルな、日本以外のグローバルな債券、株式の少なくともリスク・リターンの相関で変わってくると思うので、私は中期目標における基本ポートフォリオの変更を検討する必要があると思うのですね。実際に変更する必要があるかどうか検討した上で、ないということになる可能性は十分あると思うのですけれども、私自身はデータがないなりに変更するべきではないかと思っております、それについて運用委員会でも検討するとともに、GPIFの方でも検討していただきたいということで、GPIFの理事長にその件について建議させていただきたいというふうに思います。
- 清水調査室長 その件につきましては、資料にもございますけれども、後ほど今回の震災、これがマーケットに対してどういうふうに影響を与えているかということについて、一応現時点で資料を作成して、それに基づきまして議論いただく予定でございますので、もちろんその中で、今後そういった基本ポートフォリオの見直しなり、そういうものがあれば、次期中期計画の修正とか、そういうような形で対応していくことにはなるのだろうと思います。
- 小幡委員 変わるとすれば、今変わっているわけなので、変えるとなれば、次期ではなくて今だと思えるのですね。今変える必要がないという結論にも当然なり得ると思うのですけれども、少なくともその検討は運用委員会としては行う義務があると私は考えますし、我々変な言い方ですけど、材料もなくパートタイムみたいな形でやらせていただいているので、ちょっと無責任な言い方かもしれませんが、理事長の方でも検討していただいて、材料を提供していただいて、また運用委員会の場でも議論すべきだと思っております、建議という形とこの運用委員会での検討、次回以降になると思っておりますけれども、提案ということをしていただきたいと思っております。
- 三谷理事長 おっしゃることはもっともな面もあると思います。ただ、今の時点ではかなり事態が流動的なものですから、一体日本のこれからの経済がどうなっていくのか、地震の影響がどの程度大きいのか、どの程度分かっていくのか、そこに福島原発の間

題がどういうふうに重なっていくのか、ちょっと想定するにもいろんな想定ができてしまって、もう少し事態が落ちついてからでないと、考えるとしても考えにくいのかなと、私はそう思っているのですけれども、せっかくの御提言でもありますので、次回以降、そういったことも含めて基本ポートフォリオについて、これまでの我々の想定とどういうところが変わってきているのかといったことがある程度皆さんに御報告できるような分析ができましたら、そのことについて議論していただいてもよいのではないかと考えております。

○小幡委員 事態が流動的というのはまさにおっしゃるとおりで、議論が難しいと思うのですけれども、ですから結論を今すぐ出そうということではなくて、事態が流動的ということは変わり得る可能性もあるし、変わり得ない可能性もあるということだと思いますので、検討を早く開始して悪いことはないと思いますので、検討を開始していただいて、この場でも、次回フルに2時間使って結論出そうということかどうか分かりませんが、私自身はそういう意見で、ほかの運用委員の方々の意見もぜひ聞かせていただいて、必要に応じて議論するということが必要だと私自身は思うので。

●清水調査室長 それとの関連で申し上げますと、4ページの下の基本ポートフォリオの見直し、一番最後の(2)でございまして、これが先生おっしゃる部分、「市場動向を踏まえた適切なリスク管理等を行い、急激な市場の変動があった場合には、必要に応じて見直しの検討を行う。」ということになっておりますので、現在生じている、この2週間強生じている、これ自体が急激な市場の変動に当たるのかどうか。それは当然この規定によって我々として検討しなくてはいけないというふうに認識しているわけでございますので、そういう形で対応させていただきます。

○植田委員長 ですからこの計画自体は別に変更する必要はないということですね。

●清水調査室長 この規定に基づいて実際に分析と検討を行うということになるかと思えます。

○山崎委員 年度計画には関係ないという理解でよろしいのですか。

●清水調査室長 はい。

○小幡委員 議論するのは早いのですけれども、皆さんあまり変える必要ないという結論になるかもしれませんけれども、議論の結果、仮にという話ですけれども、中期目標が変更になれば、それに応じて年度計画、年度目標も当然変わるということで、年度始まりますので、検討して決まらないものをやるわけにいかないのです、今あるもので、これはこれで決定する。変更があれば、中期目標に合わせてこれも変わるという理解でいいのですか。

○植田委員長 前回、議論に出ました国内債のリスクの問題とある種セットではないですかね。ほかに、よろしいですか。

それでは、2番目の議題ですが、平成22年度株主義決権行使の取組に関する運用受託機関の評価について、委員限り2に基づいて説明をお願いします。

●大江審議役 私の方から委員限り2の資料を使いまして、平成22年度株主議決権行使の取組に関する運用受託機関の評価について御説明申し上げます。

まず最初に、1. 評価の位置付けのところでございます。最初のパラグラフに書いておりますように、私ども直接議決権行使はいたしませんので、運用機関の議決権行使の取組について評価をし、取組が十分でないと認める社に対して改善を求めること等で適切な行使を推進することにしております。

それから、なお書きにございますように、この取組の評価につきましては、各社に対します総合評価の中の定性評価の1項目として評価をすることにしております。

それから、2. 平成22年度に行った評価の概要でございますけれども、1行目から2行目にかけてでございますように、各運用機関とも概ね良好な結果となったところがございます。しかしながら、後ほど申し上げますように、一部改善の必要性が認められる社も見受けられてございます。これらの社については個別に既に指摘をし、改善を求めたところがございます。

3. 平成22年度における評価の方法でございます。(1) 概要、アウトラインを載せております。例年どおりになりますけれども、①～③にございますように、議決権行使ガイドラインの整備状況、行使体制、行使状況、この三つの項目で評価をいたしまして、下から2行目にございますように、

をとっております。

1枚おめくりいただきまして2ページ目、具体的な今申し上げた3項目の評価の方法を概括的に御説明申し上げます。まずガイドラインの整備状況でございますけれども、二つございまして、

で評価をしております。

②個別項目、

から評価をしております。具体的には3ページの上の方にまいりまして、

個別項目に対する評価基準も

まで評価をしております。

③にございますように、その : というようなことにてございます。

(3) 行使体制でございます。これは評価としては

4ページにまいりまして、組織体制につきましては、

評点が付いてございます。

表の下に平均人数がございますが、これは毎年度その時どきで異なりますけれども、今回の場合ですと、そちら記載のように、それぞれの運用区分の中で平均人数が出ているわけでございます。

③でございますように、全体評価としては、それを
ことといたしまして、
ことといたしまして、

(4) 行使状況でございます。これは国内株式と外国株式で若干評価方法を変えておりまして国内株式は

各社がそれぞれつくっていますガイドラインの内容と行使結果の整合性を評価することで、議案の一部を抜き取りいたしまして、私どももそれを読ませていただいて、その整合性を評価することをやっております。

外国株式は、
ことといたしまして、
ことといたしまして、

この二つ目の四角を御覧いただきますと、シェアブロッキング等による規制が無い国においてはとございますが、このシェアブロッキングといえますのは、議決権を行使すると株主総会が終了するまでの一定期間、株式の売却が凍結をされる制度ということと、

。こういった点で、国内株式と若干方法は異なりますけれども、外国株式の場合は、特にそういった点に着目して評点してございます。

1枚おめぐりいただいて6ページで、その評価の概要、国内株式、外国株式それぞれ項目を挙げております。この表をまず御覧いただきながらと思います。項目としては

ことといたしまして、
ことといたしまして、
ことといたしまして、

まずガイドラインの整備状況を見ていただきますと、名前は全てマスキングをいたしておりますが、

それから、行使体制のところですが、上がった社と下がった社がございまして、これは先ほど申し上げた平均人数、各担当人数の平均以下か、平均以上ということと、年度によってまさにそれが振れるところとございまして、ただ、いずれも を超えるような行使体制にはなってございます。

最後、行使状況でございますけれども、
ことといたしまして、
ことといたしまして、
ことといたしまして、

したがいまして、総合評価が昨年は だったいくつかの社が今年は ととなり、総合評価としても ということでございます。私どもは評価で差をつけるというよりは、むしろできるだけ皆さん にとっていただきたいと、そういう方針で臨んでおりますので、そういった意味では望ましい姿になっているところでございます。

7ページ、外国株式のところでございます。同じく3項目から総合評価まで名前をマスキングして記載をさせていただいております。

まずガイドラインの整備状況でございますが、
、かなり改善が進んでいるというところでございます。

行使体制のところは、これは若干評価が下がった社がございますが、これも先ほど国内株で申し上げたような状況でございます。

それから、行使状況のところでございますが、
これは昨年ご報告をした際に、先ほど申し上げたシェアブロッキングのある国、ここは社として効率性、コストの問題を重んじまして、不行使、行使をしなかったというものが改善をされたというところでございます。

これは
は実際に内容を評価いたしました行使期間、これが4月、6月、昨年度分でございますけれども、この間にヨーロッパのほうでシェアブロッキングを廃止した国がいくつかございましたけれども、その一つの国について、資産管理機関からこういう情報を得た後、事実確認をしている間に不行使となってしまったものが若干あったということで付いてございます。そういう意味で、昨年 だったものは、どちらかという意図をして行使をしなかった。今回のものは事務的な問題で になってしまったというところで、同じ でも性格はかなり違うのだろうと思っておりますけれども、 でございますので、こういうことが今後発生しないようにということで、

説明としては以上でございます。

○植田委員長 それでは御質問等をお願いいたします。

○村上委員 外国株式で、多分小さな国などに対して、あるいは保有割合がすごく小さい運用機関などについて、効率性や効果の面から議決権行使をやってないところがあって、そしてそれが改善されたというお話がありました。この点なのですが、議決権行使については形式基準でも全部評価をした方がいいというそもそもの基本的な考え方について、これについてはそれぞれの運用機関が結構エネルギーを多くかけていると思うのですが、その辺のコストパフォーマンスを判断するということはどうのように考えたらいいのでしょうか。今回が「改善している」と考えているので、そのような形式基準を重視して評価をしていると解釈してよろしいのでしょうか。

●大江審議役 まず昨年 が付いていた社について、今、効果の観点からというお話だったのですが、お聞きをすると、手間とコスト、もちろん費用がかかりますので、その点を重視して、全部の国を必ずしも行使をしないという社であったということで、効果というよりはどちらかというコスト、手間だというふうに聞いております。そもそも議決権行使をどういうふうに捉えるかということなのですからけれども、これは効果があるかないか、いろんな議論があるところでございますけれども、議決権の行使によってガバナンスを効かせ、株主としての利益の最大化を図るという意味で、しっかり議決権を行使するというベクトルがある中で、私どもとしては直接行使したり、統一的なガイドラインをお示しして、統一的な方針の下に行使をしていただくものではないということ、これまで御説明してきているところでございます。私どもとしては、その一定の意味合いを有する議決権をしっかりと運用機関に行使していただければ、私どもが直接行使ないし、統一的な方針をお示しするまでには至らないものと考えております。むしろそこところは表と裏の関係で、評価を通じてしっかりと議決権を行使するというところでございまして、根っこの、そもそもどうあるべきなのかという御議論は、従前から運用委員会でもございますけれども、私どもの考え方としては、今申し上げたように、私どもの置かれている一定の制約の中で、むしろそこをしっかりとアカウントビリティを持ってやるための評価の仕組みと考えております。

○村上委員 議決権行使のガイドラインというのは、各運用機関がつくっているのも、この10年間ぐらいやっていて、結構、形式的な基準が多くなってしまっているのではないかと思います。その点について、例えば今度は国内の話をする、株式市場において株主利益の最大化というのが行われていたかどうかという、20年間リターンを生まない市場であったというようなことになっています。結局のところ、各社のガイドラインが本当にそのような利益の最大化を目指しているものになっているのかどうかという評価が何らかの形で行われていて、初めてその方法論でやれば良いということになるのだと思うのですが。そのあたりの各社のガイドラインが、株主リターンの最大化ということに照らして、実際に本当に方法論としていいのかどうかということについて、どのように評価したらよろしいのでしょうか。

●大江審議役 今の御指摘の点はなかなか難しい点であると思いますが、例えば2ページの(1)で業績不振の基準、この委員会の場でもいろいろ御指摘あるのですけれども、例えば、よくこの場でも企業年金連合会のお話が出てくるのですけれども、企業年金連合会は、かつてはROE 8%という、これが形式基準なのか実質基準なのかというのはあるのですけれども、前回、私、秋の段階で詳しくまだ承知していなかったのですけれども、企業年金連合会も実はROE 8%基準というのをむしろ撤廃をしていると。要するに実際に業績不振の基準としてどういったものを具体的に導入したらいいのかというのが実質的に難しい場面があって、8%というものに一つの基準によって全てが解決できるものではないと、むしろそういったお考えに変わったのだらうと理解していまし

て、そういった意味で一つひとつのこの項目について、こういったようにするのが一番いいのか。それはかなりいろんな年金スポンサー、運用機関も悩まれている部分なのかもしれないと考えていまして、私どもとしては、実質的に全く意味をなさないような抽象的な基準は困るのですけれども、一応の意図を持って、こういうことであれば、こういうことではないだろうかといったお考えに沿って、基準ができていれば一応基準はガイドラインとしての基準はできているというふうに評価をさせていただいているところでございます。

○村上委員 もう一つ、ROE 8%という問題について、例えば当法人の目指さなければならぬ期待リターンというのが長期金利+0.4 ということで考えると、資産構成上、外国のものを含めた債券とキャッシュで8割を占めていて、こここのところのリターンは、平均的には残存期間が中期債かそれ以下ぐらいになりますので、長期金利よりも低く、長期と中期のスプレッドの分は下回るはずですね。そうすると、残りの2割の株式のところ、長期金利プラスアルファのかなりの部分を稼がなければならないということになるのです。そのために必要な企業側の要件を逆算すると、ROE 8%ぐらいというのは結構整合的な、そのくらい国内株式がリターンを生まない年金の長期的なリターンが成り立っていかないというような水準と、かなり近い水準になるのではないかと私は思っていたのですが。

●大江審議役 現実の株価が本当にROEを反映しているかどうか。特に日本の株式市場は必ずしもROEで株価が決まっているのかどうかという議論がなされるやもしれませんが、むしろ私の理解では、企業年金連合会がそういうのをやめたということは、論理必然的というか、計算式から出てくるものと違う実態、そういったものも総合的に考えて、実質的に判断をしようということではなかったのかなと。ですからもともと日本の株価がどうあってほしいということは、それが基本ポートフォリオにも影響を与える話だとは思うのですけれども、議決権行使というのはそういったものというよりは、むしろしっかりこれを行っていきとといった基本的な考え方があって、具体的にはかなり個々に判断すべき点もあるのだろうと私なりに理解をしております。

●清水調査室長 あと基本ポートフォリオの関係から申し上げますと、おっしゃるとおり、長期金利+0.4とかアルファとか、あるいは賃金上昇率+1.1、あるいは1.6ということで、ポートを決めているわけでございますけれども、これはあくまでも債券、株式の長期的なリターンをまず把握して、それでそういうようなリターンが長期的にとれるようにポートフォリオを構築しているということであって、逆にそれを目指すために企業に、仮に8%というものが整合的だったとしても、そういうものを求めていくということとは若干ベクトルとしては違うのかなという気がしたところでございます。

○臼杵委員 秋にも少しガバナンスの話は議論したと思うのですが、企業年金連合会は確かにそういうガリガリにガバナンスをやるといようなことは以前よりはなくなって、それはいろんな理由が一つはあって、非常に雑駁な言い方かもしれませんが、会

員企業との関係とか、そういうことも含めて多分議決権行使をがりがりとはやらない方向になったのだと思うのですが、一方ではホームカンントリーバイアスを見直して内外の株の比率を外ものの方にシフトをしているわけで、そこがこことは少し違うわけです。そこで日本の株とか、さっきの国債の話も大問題なのですけれども、日本のマーケット自体をどういうふうに考えて、その中でこの組織の立ち位置を考えるかというのは常に頭に置いておかなければいけないと思います。

○植田委員長 ほかによろしいですか。

それでは、よろしければ、次のテーマですが、リスク管理状況及び東北地方太平洋沖地震の影響等について、資料3-1から3-3によりまして御説明をお願いします。

●清水調査室長 それでは、順番変わりますけれども、資料3-2の東北地方太平洋沖地震の市場への影響について御説明を差し上げたいと思います。

3月11日の震災といいますか、非常に甚大な影響を受けたわけでございまして、これにつきまして一刻も早い復興が求められるところでございますけれども、私どもといたしましては、3月、その翌週、3月14日以降、ほぼ毎日幹部によるこの問題に対する対応ということですと会議を開いているところでございます。

そういう中で、それ以降、2週間強経つわけでございますけれども、一つは、各調査機関、証券会社等々、こういうところから出てくるレポート等をよく読み込んで分析する。また、実際マーケットにいる方々に直接ヒアリングを実施する。あるいは過去の似たようなイベントと今回の地震を比較する。こういったこと等を通じまして日々状況の把握に努めているところでございます。

今日これまでやってきたものをまとめた資料をお示ししておりますので、これに基づきまして御説明を差し上げたいということでございます。

まず順番変わりますが、2ページ開いていただきまして、この下の表でございまして、地震発生後の市場、非常に大きく変動している状況でございまして、これを見ていただきますと、まず日経平均といたしましては、3月14、15日、これで634円、あるいは1,000円近い下げという形になったわけでございまして、一方で3月14日、週明けには日銀によって15兆円のオペが即日行われたと。また3月14日、これは書いてございせんけれども、金融政策決定会合の中で、去年の10月につくられたスキーム、資産購入のスキーム、これにつきまして、基金の規模5兆円、これが10兆円に拡大されたということでございます。

そういう中で、3月17日に円が76円台ということで急激な円高を迎えたわけでございます。その後、協調介入というものが実施されて、円につきましては比較的安定している状況、また株価につきましても、そういった材料を背景といたしまして、今日は若干下がっておりますけれども、9,400~9,500円ぐらいのレベルに落ちついている状況でございます。

そういう中で、私どもといたしましては、まず短期的な市場のリスク、これを基本が

ートフォリオ全体ではかるという観点から、1ページにお示ししております、これはストカステックボラティリティーモデル、これによるリスクの計測でございます。この結果が上の段、下の段は若干それを拡大したと御理解いただければということでございます。

特に下のところで御説明いたしますけれども、今回、一番右になるわけでございますけれども、観測されていますのは、国内株式、これの短期的なリスクが急上昇したということでございます。また、この緑の外国債券でございますが、これについてはその少し前から上昇局面になっているわけでございますけれども、これは例えばリビア等々の情勢に起因するものでございまして、今回、日本の影響は直接的に影響したということではないだろうということでございますし、また、その水準も、例えば②が、ギリシャショックのときの反応でございますけれども、その規模には至っていないという状況でございます。

全体的に考えますと、国内株式は確かに急上昇している。24日現在でございますけれども、ただ、リーマン・ショックのときほど大きな揺れは観測されていないし、また、この水色がポート全体のリスクでございますけれども、これもトータルで見ればリーマン・ショックはもとよりギリシャショック、このところのリスク水準までもまだ到達してない状況でございます。

それを具体的に表にしたのが2ページ目の上の表でございます、特にポート全体のリスクを見ていただきますと、リーマン・ショックのときのイベント前の9月12日に4.1%だったものがイベント後、1か月強の後でございますけれども、24.5%、この位まではね上がったということでございます。

一方でギリシャ危機、このときには内訳を見ていただきますと、外国債券、あるいは外国株式、ここが約2倍位のリスク水準になったと。しかしながら、一方でポート全体では3.6%が5.9%位と、こういう感じでございます。

一方で、今回の東北地方太平洋沖地震につきましては、国内株式2倍強、3倍弱という水準まではね上がったわけでございますけれども、ポート全体ではそれほどのリスクの上昇はこれまでのイベントほどはまだ確認されていないと、こういう状況でございます。

そういう中で、今回の震災、様々な影響があるわけでございますけれども、一応3ページ目に市場関係者から、これは3月17、18日、協調介入が行われる以前の時点でございますけれども、関係者に直接コメントをいただいております。

こういった中で、私どもとして、同じ資料の6ページ、参考資料でございますけれども、今回は新聞等々でもよく比較されます一つは、阪神淡路大震災、もう一つは、アメリカの9.11の同時多発テロ、あとは原発という観点からスリーマイル島のときとチェルノブイリ、こういったイベントを取り上げて、そのとき、どうなったのかということを中心にサーベイしております。それが7ページ以降ということでございます。

まず阪神淡路でございます。詳しい比較は後ほどまた御説明いたしますけれども、このときは、マグニチュード7.3の大地震ということで、死者は6,400人、被害総額が約10兆円、こういったことでございます。

このときに、地震発生後、日経平均株価、これは即座に反応して、6日間で7.6%、左側の表の一番上でございますけれども、下落したということでございますが、10年国債利回り、ドル円レートはその直後はフラットだったということでございます。ただ、このグラフを見ていただくと、その後、3月にかけて日経平均ずっと下がりましたし、一方でドル円が、いわゆる円高ということで80円近辺まで行ったと。

こういったことがあって、これとの比較で今回の大震災で急激な円高が進むのではな

いかということがしばしば言われるわけでございますけれども、コメントの括弧に書いてございますとおり、これはいろんなレポート等を拝見すると、大体共通しているのが、その後の株価の下落、金利の上昇でございますけれども、これは 94 年の急速な米国の利上げによるメキシコ危機、あるいはそのときに、自動車に関して日米の中で経済摩擦が起きていたと。こういったことが重なっていたことの影響の方が大きいのだろうということで、今回とは若干違うのではないかといたした御意見が多かったと見受けられます。

次の 8 ページが 9.11 の同時多発テロということでございます。このときは、ここに書いてございますけれども、ニューヨークのダウを見ていただきますと、ちょうどこのときは、特に現場といいますか、そこが取引所に非常に近かったということもございまして、市場をクローズしたといった状況があるわけでございますけれども、その後、11 日目の 8,235 円まで急落して、その後、相場が反転したということで、60 日目にはテロ発生前の水準まで、ダウについては回復したといった状況でございます。

また、ドル円につきましても、一時的には円高に振れたわけでございますけれども、短期で元のレベルを回復しており、その後、逆にドル高といった動きになったということでございます。

あと、9 ページの 3)、4)、これがスリーマイルとチェルノブイリということでございまして、スリーマイル、このときにはスリーマイル島から半径 80 km 以内の住民約 200 万人に平均で 0.01 ミリシーベルトと、このぐらいの影響があったということで、ニューヨークからスリーマイル島まで 200 km ということでございますので、ちょうど福島から東京よりも、ちょっと短いぐらいの距離だったということ。ただ、このときにはニューヨークダウの下落、これは 1.3% と非常に限定的であり、短期で見れば影響は軽微だったというふうに考えられるのではないかと。

また、チェルノブイリ、これにつきましてはいろいろあるわけでございますけれども、かなり取引所等々から遠いといったこともあって、直接的な影響といいますか、相場への影響は確認できていないといった状況でございます。

次に 4 ページでございまして、今回の震災等々が、まずは経済、日本経済にどのぐらい影響を与えるのかということについて、一つ、4 ページの上でございまして、各証券会社、シンクタンクが数字を出しておりまして、これを見ていただきますと、BNPパリバ、ここの証券につきましては、11 年度成長率 (▲2.5%) の経済成長率・押し下げ効果、これを見込んでいる。ここはかなり大きいわけでございますけれども、その他のところにつきましては、バークレイズで (▲0.3) からシティグループで (▲0.6)、概ね ▲0.3~▲0.6 の範囲での景気への押し下げ効果というものを見ているという状況でございます。

ただ、例えば野村証券は ▲0.4% の押し下げ効果となっているわけでございますけれども、これは次のものと関連いたしますけれども、この前提といたしましては、今回の震災による資本ストックの破壊といいますか、そういうものが大体 13 兆円ぐらいとい

うことでございますので、当然その規模、これが明らかになってくるに従って、ただ、若干下方なり、上方なりの修正があり得るということだと思っております。

ちなみに野村のレポートによりますと、阪神のときの影響、これが▲0.2%ぐらいだというレポートには、そういう形で書いているわけでございます。

一方、下の部分、これは内閣府が先週末に公表した今回の東北地方太平洋沖地震の経済への影響ということでございまして、まずストック面では、住宅、道路、工場などの直接的損害額として、16兆円～25兆円とやや幅を持った数字を出しているところでございます。

一方で、阪神淡路、先ほども若干申し上げましたが、5ページ目の真ん中の表にも書いてございますけれども、あのときは約10兆円ということでございまして、低く見積もっても阪神淡路よりはかなり高いレベルであろうということが分かるということでございます。

ちなみに内閣府の資料に基づきますと、16兆円～25兆円のうち、民間の設備分、これは数字が書いてございませぬけれども、9兆円～16兆円と、このぐらいの数字というような試算でございます。

これに対してフロー面でどういう影響が出るかということでございますけれども、2011～2013年の3年間で書いてございますけれども、この3年間というのは、ちょうど阪神淡路のとき棄損された資本ストックが大体3年かけて投資されて回復したと、こういったことからここでは3年とセットしているということでございます。

そういう中で一つはインフラなどの復興需要、下から2段目でございますけれども、これが2011、2012、2013年度と、ここに書いてあるような形で投資されていくだろうと。したがって、この部分の下で2、3、6、5、これを足すとちょうど16兆円という形になると。あるいは上を足すとちょうど25兆円という形になると。

一方で、震災に伴って設備が損壊しましたので、その分、企業の生産が落ちるといった効果がこの一番上の段でございまして、それが、例えば2011年の前半で0.5兆円から1.25兆円の間であろうと。こういうものが積み重ねられていって、それがトータルのマイナスという形になっていくということでございます。

ちなみに、GDPへの影響ということを考えますと、結局この一番上の段と若干部品の供給不足の影響、このぐらいになるわけでございますけれども、大体簡単に計算いたしますと、年間ベースで0.3～0.5%ぐらいのGDP押し下げ効果と、これはこちらの方で計算したものでございますが、そんな感じでございます。

ただ、この試算には、いわゆる計画停電などの影響、これがまだ未知だとして、ここでは▲ α ～▲ γ という形になっておりますので、これが考慮されていないということは十分留意しなくてはならないということでございます。

ちなみに今回の16兆～25兆円、これはGDPの規模にいたしますと、大体3.3%半ば台から5%台と、このぐらいの損害額ということになるわけでございますが、これに

対しまして、阪神淡路のとき、これは 10 兆円でございますけれども、これが大体 2 % 程度ということでございますし、また、一般に言われております関東大震災のときには、ちょうど東京に来たということもあって GDP の 3 割強、これが損害の影響だったということでございます。

そういう中で、5 ページ目でございます、現段階まで私どもが入手し、あるいは分析した結果をまとめたものでございます。

まず地震・津波の影響は短期的には株式市場にマイナス要因であるということではあります、適切な財政支出・復興計画がなされれば中期的には復興需要等から影響は限定的だろうということが多分 1 点でございます。

2 点目といたしまして、阪神淡路大震災との相違点とういことでございますけれども、一つは津波の影響があるということ。さらに被災範囲が広く被害総額も大きいということ。あとは原発事故を伴っている。また、原発事故に伴う停電の影響が範囲、期間とも大きい。ちなみに兵庫の場合は 7 日間で全部復旧しているということでございますので、ここら辺の相違点をどう考えるかということがあるのだろうということでございます。

特に原発事故による放射能漏れの影響は主要経済圏への距離、被害程度で大きく異なることが予想されるわけでございますが、これは福島原発の状況次第であり、経済への影響は不透明だと。報道では、3 月 24 日現在で 1 兆円超えると、こういった報道もあるわけでございますけれども、こういったことが一つ。

あと、先ほどのリスク分析でございますけれども、SV による短期的なボラティリティ、これは国内株式で上昇が見られるものの他の資産及びポートフォリオ全体では大きな上昇が見られない。これは 24 日現在ということでございます。これは国内債券以外のリスク性資産が全て下落し、いわゆる分散投資効果が働かなくて、ポート全体のリスクが大幅に上昇したリーマン・ショック時とは様相は異なるということは現時点では言っていないのではないかとということでございます。

これまで御説明しましたとおり、当法人としては短期的なリスクの計測に加えて市場関係者からのヒアリング、調査機関からのレポート、過去のイベント等の比較にも注力したところであるけれども、現在までのところ、長期的な市場構造の変化の兆しは確認されてないということでございまして、今後の対応ということでございますけれども、当面の間は地震や津波、原発事故とそれに伴う電力不足等が経済活動に与える影響を注視するとともに、冒頭お示した SV による短期的なリスク、これの把握の頻度をもっとインテンシブにしつつ長期的な市場構造に変化が生じるかどうかには留意し、適切に対応していくこととするということでございます。

ちなみにこの表でございますけれども、この表は阪神淡路と東北地方太平洋沖地震との比較ということでございまして、今回、死者、行方不明者、被害総額ともに阪神淡路をかなり大きく上回っていると。その関連で生命保険の支払額、損保の地震保険関係の支出もかなり大きくなることが一応予想されているところでございまして、また、その

下の表につきましては、今回、株式、為替、債券にどういった影響が及ぶのかといったことを整理して書いているところでございます。

以上、簡単でございますけれども。

- 大江審議役 続いて私から、委員限り 3-3 を使しまして、「東北地方太平洋沖地震発生に伴う運用受託機関との対応」というところで補足的に御説明を申し上げます。

1. 2. と書いてございますが、1. に書いてございますように、発災は 3 月 11 日金曜日でございましたけれども、実際にはマーケットが閉じかけて、大混乱も起きていたということで、私ども 3 月 14 日月曜日の朝に各社に問い合わせ、概ね通常どおりの業務を行っているということで確認を行っております。

また 16 日水曜日にはより詳しく運用体制等の状況の報告をお願いしておりまして、また、この状況については、先週木曜日の時点でリバイスをしておりますが、16 日とあまり変わらない状況でございますので、そのアウトラインを御説明させていただきます。

関係するのは、運用機関 28 社、資産管理機関 4 社、合計 32 社でございますが、両方も概ね同じでございます。オフィス、システム、データに破損はないということ。

2 目がございますが、要員体制でございますけれども、自宅勤務等除いて概ね全員が出勤。必要な人員については、ホテルの手配、タクシー等の非常交通手段を確保しているということ。

最後の「○」ですが、停電時等のシステム・バックアップ体制については、概ね自社ビル、賃貸でございますが、自家発電設備等を備えています。データのバックアップも行われているというところを確認したところでございます。

最後に、委員限り 3-1、横長のいつも使っている資料、ただ、これは 1 月の状況です。直近の情報も口頭で補いながら御説明を申し上げたいと思います。

1 枚おめくりいただいて 1 ページのところでございます。1 月のデータを見ていただきますと、国内債が -1.5% 程度、国内株が若干 +0.5%、外債が -0.4、外株 1.37 ということですが、ちょうど地震に至る途中の過程では、乖離がどちらかというところ拡大をするような動きがございましたけれども、地震発生後、先ほど清水室長から申し上げたとおり、株価、円高が進んだといったところがございましたけれども、その後、また株価等が一部戻ってまいりまして、結局現状のところは基本ポートからの乖離が一たん拡大しながら、また縮小してきているというところでございます。ここで申し上げますと、例えば国内株式と外国債券では、1 月末で大体 0.5% 程度の上下に乖離が御覧いただけるわけでございますが、足下では、私どもの推計ではプラス・マイナス・ゼロの方に近づいてきていると言えようと思います。

外国株式につきましては、1 月末で 1% を超えるオーバーウエイト、足下でもこういったものが 1% 大きく超えるような水準で推移をしております。

1 月の国内債券は 1.5% ぐらいのマイナスでしたけれども、同じく 1% を超えるようなアンダーウエイトで推移をしているというところが現状でございます。そういった意

味で、むしろ基本ポートフォリオからの乖離は縮小してきているという状況でございます。

それから、2ページ、3ページ、4ページ、5ページあたりは飛ばしまして、6ページのところの状況でございます。カウンターパーティーリスクなどもここに記載のとおりでございますけれども、右下の市場の売買代金の推移でございます。ここは国内株式の東証の1営業日当たりの売買代金を載せております。12月が1兆4,000億円、1月1兆6,000億円弱ということでございますが、1月につきましては1日当たり大体1.6兆円ぐらい、2月が1.7兆円ということで推移をしてきておりました。震災後は株価が急落いたしました3月15日、また戻りました16日は売買代金でいきますと、3兆円を超えるような大きな相場になっておりまして、その後、だんだんと低下をしてきております。先週末の段階では1兆8,000億円程度ということで少しまた落ちつきは見せている、そんな状況でございます。

それから、7ページでございます。財投債含めた私どもの管理する運用資産全体の状況、1月までで累積で-0.54、-6,000億円ということでございますが、当然これはかなり痛んではきておりますけれども、ただ、株、円高が一たんまた戻ってきておりますので大き過ぎる状況ではないと考えております。

説明として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、御質問等お願いします。

○小幡委員 さっきの話にも関連するのですけれども、的確なタイミングで的確な資料ありがとうございます。ちょっと部分的にもうちょっと知りたいと思うのは、過去のイベントとの比較でハリケーン・カトリーナとの比較は必要なのではないかと思うのと、あとはどういうふうに議論していいか分からないのですけれども、まだ今のところ変化は見られないということですが、我々のポートフォリオに関して、いわゆる復興需要に対する財源問題を含めた国債発行なり資金調達手段、それがどういうシナリオが我々にとって一番危険なのか、あるいはどういうシナリオだと、まだ大丈夫なのか、つまりメディアチックな言い方になりますけれども、日銀引受けみたいのが起きると一番怖いのか、円安が進んで、そういうのが嫌なのか、それともファンダメンタルズからいって日本経済の実態経済が悪くなる方がより怖いのか、現実的にはそのバランスだと思うのですけれども、そういうシナリオというか、実際に起こるかどうかもかく、今後、これは非常に政治的な状況なので、マーケットで見た最適な意思決定をするとは限らないという状況の中で、どういうシナリオになると注意しなければいけないというか、心配しなければいけない。私が先ほど心配した基本ポートフォリオの変更まで含めて視野に入れなければいけない危険な状況になるというのはどういうシナリオなのかということはどういう形で議論するかは難しい面あると思いますけれども、ぜひ運用委員会でも、形は難しいのですが、何らかの議論をする必要があると思いますので、次回以降議論できた

らいいのではないかと思います。

- 三谷理事長 今のお話、もう少し細かくは次回以降議論することとしますけれども、一番困るシナリオというのは、御承知のとおり我々の資産の3分の2近くは国内債券でありますので、国内債券の暴落ということが一番怖いと。ただ、正直言いまして、今の日本の経済状態、物価の状態、震災後の日銀の対応といったことを考えますと、そう近い将来、相当程度国債が増発されたとしても、それが直ちに国債の暴落につながるのかというと、私はそこまで強く懸念をする必要はないと考えています。もちろんこれからはこのほかにも株がどうなる、円がどうなるというのはあるのですが、円相場も全体の2割近くは外貨資産ですから、これの影響も大きいのですが、恐らくこの間の協調介入で一応マーケットの方は一段落したのかなということでしょうし、どちらかといえ、これはマスコミ等でもよく言われているのですが、これから日本の経済がしばらく厳しい状態が続くとすれば、むしろ円安になりこそすれどどん円高が進んでいくというのはあまり想定しづらいなと私は個人的には思っています。

あとは余談ですが、一番我々にとって直接の影響があるのは、最近新聞に取り沙汰されています補正財源として国からの年金への補助金を2分の1から3分の1にカットすると。そうしますと我々としては今年度用意しなくてはいけないキャッシュが想定をかなり大きく上回りますので、それをいかにマーケットに影響を与えないように捻出していくかということの方がより身近な問題になってくるのかなというふうに考えております。

- 小幡委員 御趣旨はよく分かるのですが、実際にどうなるということよりも、むしろ現実的に起こるか……全く無意味な想定しても意味がないのですが、多少でもリスクのあるシナリオについて検討し、それに対してどこまでシミュレーションするかはあれなのですが、考えておく必要はあって、その議論はする必要があると思います。
- 能見委員 この資金というのは非常に長期的な運用ということですから、今のまだ見極めがつきにくい要因ですぐに我々がどういう態度をとるかということ議論するのはちょっと難しいかなという気が私はします。

今、原子力発電所の問題がなければ、過去の、ここにもちょっと触れているけど、事例からすれば、確かにたくさんの方々が亡くなられた事柄ではあるのだけれども、マーケットの運用としては、少し中長期的に考えれば、そんなに大きな変化がないというか、そんなに慌ててドタバタする必要はないし、逆にいうと、そのことでマーケットが大きく歪めば、それに対してリバランスでむしろ収益チャンスになるというくらいの感じではなかったかと思うのですね。

ただ、問題を非常に複雑にしているのは、原子力発電所の問題というのは、過去の事例では推し量れないテーマで、これが具体的にどの程度押さえ込めるのかどうかも含めて、まだ終わってないので、正直言って予測しがたいというのが今の現状ではないかと思うのですね。ですからこの辺がもう少しどの程度まで方向性が見えるのかというところ

ろが見えなければ、今ここでいくら議論しても解はないような気が私はします。

○小幡委員　ですから次回はいつでしたか、5月ですか。次までに1か月以上あるわけですね。緊急に我々が開くということ自体が、なかなか事件ですから、次に議論するのは5月だとすると、そのときに備えて、そのときに何もなければ、大丈夫でしたと、だから変更も何も杞憂ですと、終わりでもいいですし、そのときのためにも次は議論があるというふうに、心構えというのも変ですけども、議題としてぜひ取り上げていただいて、それが5分で済めばすごく幸せですし、それを2時間議論しなければいけないとなると、それはそれで事件なのですけども、という意味で、先ほどシナリオと言ったのも、すごく悲観的だと言っている意味ではなくて、だからおっしゃられるように、ある意味一番予測不可能な状況なので、備えておくという、議論する準備はしておいた方がいいのではないかと思うのです。

○植田委員長　ほかにいかがでしょうか。よろしいですか。

それでは、今のお話は次回引き続きということで、今日の議題はこれで一応全て終了いたしました。

事務局から何かあればお願いします。

●玉木審議役　それでは次回の日程等につきまして御確認申し上げます。次回第48回運用委員会は5月16日（月曜日）午後2時開始でございます。場所は従来どおり、こちらでございます。

○植田委員長　それでは本日の47回の委員会はこれで終了といたします。