

第 50 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 23 年 7 月 25 日 (月) 16:00~18:00
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) 調査研究について
 - (2) その他

●大江審議役 それでは、全員お揃いですので、第 50 回運用委員会を開会いたします。

まず、委員の出欠でございますが、全員御出席ということで、委員の過半数を超えておりますので、会議は成立しております。

続きまして資料の確認をさせていただきますが、お手元、議事次第、座席図のほかに、委員限り 1、「エマージング株式運用受託機関の選定(第 2 次審査結果)について」
委員限り 2、「国内債券運用受託機関の公募について」

資料 1、「平成 22 年度委託調査研究について」

関連するものとして、委員限り参考資料、「平成 22 年度委託調査研究の補足説明」
委員限り 3、「平成 23 年度調査研究について」

最後に委員限り 4、「リスク管理状況等の報告(平成 23 年 5 月)」でございます。

以上でございますが、お手元、お揃いでしょうか。

よろしいようでしたら、それでは、以降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 本日はお暑い中、どうもありがとうございます。

最初に「エマージング株式運用受託機関の選定(第 2 次審査結果)」について、事務局から御説明をお願いします。

●橋谷田運用部長 それでは、私から説明をいたします。クリップを外していただきまして資料を確認させていただきたいと思っております。まず委員限り 1 でございます。そのほかに(参考 1)でございます。こちらにつきましては、管理運用方針の記載内容をまとめたものでございます。(参考 2)でございますが、個別項目等の点数がついたもの、 α 、実績 TE 等を記載した一覧表でございます。後ほど併せて使わせていただきます。最後に(参考 3)でございますが、運用スタイル分類としまして、ジャッジメンタル、クオンツ、成長株、バリュー株等を分類した一覧の表でございます。

それでは、委員限り 1 の資料で説明をさせていただきたいと思えます。

まず、第 1 次通過ファンド 33 社、39 ファンドがございましたが、2 次審査の前に 1 社、1 ファンドが辞退をしております、その除いた 32 社、38 ファンド、内訳は、アクティブ 34 ファンド、パッシブ 4 ファンドに対しまして 2 次ヒアリングを実施したところでございます。

第 2 次審査につきましては、(参考 1) にありましたヒアリング項目事項につきまして、①投資方針／運用プロセス、②組織・人材、③コンプライアンス／事務処理体制、④株主議決権行使の取組みに分けて、各項目に点数を付し、全体として総合評価を行った次第でございます。

具体的な評価に当たりましては、下に書いてありますとおりでございますが、①の投資方針／運用プロセスでは〈アクティブファンド〉につきましては、まず戦略によるリターンの獲得について、確たる根拠があるか、戦略を反映したポートフォリオ構築となっているか、組み入れ銘柄の売却や購入の基準は明確で整合性があるかといった点でございます。

また、〈パッシブファンド〉につきましては、TE の最小化に加えて、資産価値の増大、多少の α の獲得に配慮した運用がなされているか。また、リスク管理の目標値を遵守した運用がなされているかといった点を重視した次第でございます。

②組織・人材につきましては、運用プロダクトの安定性について評価をしたところでございます。また運用担当者が十分に配置されているか等も考慮してございます。

③コンプライアンス／事務処理体制及び④株主議決権行使の取組については、基本的に問題がないかを確認したところでございます。

これらの各項目の点数等、評価点の関係につきましては、一番最後のページに(参考)が出てまいりますけれども、まず評価点につきましては、

で評価をしたところでございます。その中で、

であることから、以下のような整理をさせていただきました。

まずは、

というような整理をさせていただきました。

た。

例示のところで備考に書いてございますが、

というよう

なものがあれば不通過という整理をさせていただきました。

このように、各項目と総合評価点の整理をしたところでございます。

もとに戻っていただきまして 2 ページを御覧ください。2 ページ、3. のところでございますが、今般、アクティブファンドが 34 ファンドとかなり数が多くございますの

で、以下の考え方でグループ分けをさせていただきました。

まず、エマージングのアクティブファンドにつきましては、運用手数料が先進国よりも高めであることを勘案しまして、手数料控除後でも超過リターンが十分確保できると思われ、手数料控除前の超過リターンの水準、
を目安に、過去のパフォーマンス実績に基づきまして、便宜的に次の四つのグループに分けて評価を行ったところでございます。

ちなみに過去の3年、5年のエマージング市場は、上昇相場、あるいは下落相場の両方を含んでおりますところから、運用戦略の違いによる過度な影響は受けにくいものと思われ、公平性の点ではファンド評価に有効と考えた次第でございまして。

まず、Aグループでございましてけれども、過去3年、5年のいずれでも超過リターンが
のグループということで10ファンドございました。

Cグループですが、過去3年、5年のいずれでも超過リターンがマイナス、0.0%未満ということで5ファンドございました。

Bグループは、A、C、そのいずれにも該当しないということで17ファンドございました。

それから、シミュレーションデータを提供していた社がございまして、それを除くと過去実績が3年に満たないというファンドが二つございましたので、これは別にDグループとさせていただいた次第でございまして。

それでは、総合評価の結果につきまして御説明をいたします。参考2の一覧表も併せて御覧になっていただければと思います。

それでは、総合評価の結果でございまして。

通過の機関につきましては11社、11ファンドとさせていただきます。

その中で、Aグループでございましてけれども、通過は6ファンドでございまして。2～4ページに記載をしている内容でございまして。総じて申し上げますと、運用が属人的でなく組織としてぶれのない規律ある運用が行われており、また、銘柄選択も明確で分かりやすいと評価をした次第でございまして。

A4、ここは4ページにございまして、ここがクオンツ運用でございまして、これを除くジャッジメンタルなファンド、5ファンドにつきましては、ポートフォリオの銘柄が少なく、売買回転率も低く抑える等、銘柄の絞り込みに自信がうかがえたという状況でございました。

特徴といたしましては、A1でございましてけれども、

あるいはA3でございましてけれども、

A6でございますけれども、

基準が明確な運用先等々がございました。

また、クオンツ運用のA4でございますが、こちらは

すると、こういった運用哲学を実践して

いるファンドということでございます。

に努めているという点が

評価できたという内容でございます。

次にBグループでございます。5ページを御覧ください。

Bグループにつきましては4ファンドが通過をしたという内容でございます。4ファンド全てがジャッジメンタルなファンドでございます。Aグループと同様に規律ある運用が行われておりまして、銘柄選択も明確で分かりやすく、長期的には一定程度の超過リターンが期待できると評価したものでございます。

A11でございますけれども、こちらにつきましては、ここに記載のとおり、

規律ある運用が行われているという内容でございます。

また、A12でございますけれども、

基準が明確であるといった先で

ございました。

A13でございますけれども、

評価した次第でございます。

6ページ、A14でございますが、これはA3と同様、

規律のある運用をしているということで評

価をした先でございます。

Cグループでございますが、こちらにつきましては該当なしということでございます。

Dグループ、A33でございます。こちらは

を行

っている社ということでございまして、

といったところでございました。

次に5. でございますが、こちらにつきましては、不通過という先を整理したところ
でございます。

ジャッジメンタルなファンド、クオンツ的なファンドに分けて御説明をしたいと思

ます。

まず、7～8ページのAグループでございますけれども、全てがジャッジメンタルなファンドでございます。A7につきましては、

を導入しております、

ということでございますけれども、残念ながら

開示されないということがヒアリン

グ等々の中で判明した次第でございます。

A8でございますけれども、定量・定性の判断が混在しております、投資プロセスが不明瞭ということでございます。

A9でございますけれども、

懸念があった

ということでございます。

A10でございますが、こちらにつきましてはパフォーマンスが ということであつたわけですが、

懸念があったということございま

す。

次にBグループは13ファンドでございます。9ページを御覧ください。9ページ目から13ページまで分けて書いてございますので、資料的にはいろいろと行き来いたしますけれども、御容赦をいただきたいと思ひます。理由につきましては、類似するものを取りまとめて説明をさせていただきたいと思ひます。

13ファンドのうちジャッジメンタルなファンドにつきましては6ファンドでございます。そのうち、A16、A19のファンドにつきましては、

懸念があつたものでございます。

また、A23、A27でございますけれども、これはページが飛びますが、11ページ、13ページにありますファンドでございますが、こちらにつきましては、説明が一般的で独自性が見られないということで、有効性の確信が持てないということでの評価をしたところでございます。

そのほか、A17でございますけれども、こちらにつきましては、

明確な基準が我々に説明できなかった社でございます。

A26は、

と称しておりますけれども、投資行動につ

きましては短期的で、運用哲学と投資行動の整合性に懸念があるといった先でございます。

また、クオantz運用につきましては7ファンドございましたが、そのうちA20、A21、A22、A24につきましては、 有効性の判

断ができなかった社でございます。

A15、A18、A25 につきましては、

懸念があった社ということでございます。

次に C グループでございますが、13 ページを御覧ください。13～15 ページにかけて記載してございます。

まず A28 でございますが、こちらにつきましては、

といったところの判断をしたところでございます。

また、A29、A30 につきましては、運用哲学と投資行動の整合性に懸念があった社。

A31、A32 につきましては、効果に確
信を持たないということでございます。

次に D グループの A34 でございますが、こちらも A33 と同様、

運用でございました。こちらにつきましては、

と

いう社でございましたので、そのような観点から不通過と評価したところでございます。

最後に 16 ページ目のパッシブ運用でございます。

パッシブ運用 P1、P2、P3 につきましては、概ね同様のスタイル・内容でございましたので併せて御説明をいたします。

こちらの 3 ファンドにつきましては、

懸念が

あると評価した次第でございます。

P4 でございますけれども、こちらにつきましては、

信頼を欠くといった内容でございました。そのため、このファンドにつきましても不通過とさせていただいたところでございます。

以上でございますが、参考 2 を御覧になっていただきたいと思っております。こちらで通過先の A3 でございますけれども、ということでございま

したが、実績トラッキングエラー（TE）を御覧になっていただきますと、

を示してございます。

これにつきまして、絶対リターンの振れの度合いにつきましても分析をしたものがご

ございますので御紹介をしたいと思っております。ベンチマークで絶対リターンの振れでございますけれども、過去5年で30.89という数字が出てございます。これに比べましてA3のファンドにつきましては、とベンチマークよりも絶対リターンの振れは低い状況でございます。

また、2ページ目のところを御覧になっていただきたいと思っておりますが、A14につきましても同様にとございまして、TEが若干高めになっているという内容でございますが、こちらにつきましても、ベンチマーク5年で30.89というところにつきまして、A14はとということで、

ということの絶対リターンの標準偏差につきましては、ベンチマークに比較しまして低い状況であったという確認がとれてございます。

私のほうからは、以上の説明でございます。

○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。

○草野委員 これは2次審査ということで、次、3次の審査で最終的に決まることになるので、ちょっと早いかもしれませんが、決まった後の評価、運用機関の評価はどのような期間で、どういう考えでやるか、今、お考えがあればお聞かせいただきたいと思っております。

●橋谷田運用部長 これは採用後の評価ということかと思っておりますけれども、これにつきましては、

○草野委員

●橋谷田運用部長 参考として数字のほうは算出しておりますが、

こういうやり方をしてございます。

●三谷理事長

○能見委員 本質的な問題ではないので参考程度でいいのですけれども、2次審査をパスしたファンドはほとんど全て外資系ですか。

●橋谷田運用部長 結果的に運用先につきましてはほとんどが外資系になります。

○能見委員 要するに外国法人が運用すると、そういうことですね。

●橋谷田運用部長 我々との相手方につきましては、国内法人もいるのですが、ゲートキーパー的な役割をするので、実態はそういう形になります。

○小幡委員 細かい質問をしてもいいでしょうか。ここでいうTEは何ですか。

●橋谷田運用部長 ベンチマークとその実績のトラッキングエラー。

- 小幡委員 それはさすがに分かるのですが、ベンチマークというのは何でしたか。
- 橋谷田運用部長 MSCI エマージングインデックスです。
- 小幡委員 それは GPIF のベンチマーク。
- 橋谷田運用部長 そういうことになります。
- 小幡委員 運用機関もそれをベンチマークにしていたのですか。
- 清水調査室長 そうです。
- 小幡委員 全てのファンドと GPIF のベンチマークは基本的に一致しているという認識でいいのですか。
- 橋谷田運用部長 一致しております。
- 小幡委員 違うベンチマークをとっているところはないのですか。
- 橋谷田運用部長 各社のベースでも、ここにつきましては MSCI のベンチマークで整理をさせていただきます。
- 小幡委員 それは応募させるときに、このベンチマークでやりますというか、合せてきているということか。それとも常識的に、エマージングでやったら必ずこのベンチマークにするのですか。
- 橋谷田運用部長 我々が公募する際に、MSCI のエマージングというものをベンチマークとするという形で公募しています。正確に申しますと、今、通過した 11 ファンドについてはエマージングですが、そのほかに不通過の先につきましてはエマージング極東で申し出をしてきたファンドがございます。
- 小幡委員 その場合の TE は極東に対する TE ということ？
- 橋谷田運用部長 ここで書いてありますのはそういうことになります。
- 小幡委員 今更ですけど、ベンチマークは同じにさせたほうがいいのか。
- 橋谷田運用部長 我々は今般のエマージングをする際には、基本的にベンチマークは MSCI のエマージングにするという。
- 小幡委員 そのメリットは何ですか。
- 大江審議役 ちょっと補足よろしいですか。昨年、私のほうでずっと、ここで議論させていただいた経過もありますので御説明いたしますと、地域特化、あるいは MSCI でないベンチマークももちろんあるわけですが、そういう多様な中で、とりあえず応募していただいて、その中で巧拙見きわめようというのが本旨だったと思います。
- ただ、今回、そういう地域特化のものも一部ありましたけれども、ただ、結果としては、地域特化とは関係なく、運用に問題があるといった評価があったということでございますので、地域特化の是非を議論する前に、今回は 2 次審査の結果としては通過できなかったといったところがある。したがって不通過の中にそういったものがあるということでございます。
- 小幡委員 要は、いい考え方かどうかわからないのですが、ベンチマークを揃えるということは比較する上ではいいと思うのですが、せっかく分散投資するのだったら、ベ

ベンチマークは違うのを狙っているファンドを混ぜた方がいいという考え方はないですか。

●大江審議役 それは考え方としてはいろいろ考え方があり得るということで、まさにあまり決めつけずに募集かけてみましょうということであったと思います。ただ、結果的にパッシブもそうなのですけれども、応募していただいたら、良いものがなかったということでしたが、もし良いものがあつたときに、議論としてはその次にベンチマークをどうするのがいいかという話になると思います。したがって、今回の公募ではそこに至る前に話としては整理がついているということになります。たまたまそういう結果であつたということであると思います。

○小幡委員 関係あるような、ないような質問なのですが、超過収益を目指す、必ずしも超過収益が高いことが絶対的にいいわけでもないということですか。

●清水調査室長 そこは我々の評価ベンチとして、MSCI エマージングというものを設定したということなので、その限りにおいては、我々としてはあくまでもそれに対する α というものが基本になってくるのだろうということだと思います。今、おっしゃっていることは、例えば、参考2を御覧いただければと思いますけれども、A3、もう一つは、2ページ目のA14、見ていただきますと、A3もA14も、実績TEは他と比べると若干高いのですね。そういう意味で、IRというのは、逆にMSCI エマージングに対するIRということであれば、他のファンドよりは相対的に低いのですけれども、これは説明にもありましたけど、
ということで、我々としては α ということに着目して選定はしているものの、マネジャー自体は

のところでやっている。結果的に対ベンチマークに対する α を求めている。

これは我々の観点からすると、今、御指摘になつたようなマネジャー・ストラクチャーを考える際の、いわゆる分散といいますか、マネジャー分散のときにはそういうほかとのマネジャーとの相関においてある意味が出てくると、こういったところも多分あるだろうと考えます。

○小幡委員 だからベンチマークを統一して α をみんな揃えてみるというのは、説明するという意味ではいいかもしれないけど、パフォーマンス上、必ずしもいいとも限らないし、悪いとも限らないけど、その辺はどう考えるのですか。

●岡部理事 ちょっとテクニカルなお話をさせていただきますと、今回もともと外国株式アクティブの一環としてエマージングも、発展途上国なり新興国が非常に株式のウェイトでも高くなってきているというようなことで始めたらどうかということで御審議をいただいた経緯があると思います。

今、ご案内のとおり、外国株式につきましてはMSCI-Kokusaiという我が国で外国株式の標準的なベンチマークをマネジャー・ベンチとしても使っています。MSCIにおいては、韓国を新興国に位置付けていますが、他のベンチマーク、例えばフィッツィだと韓

国を先進国として位置づけています。

このように、若干構成国がベンチマークを提供している会社によって入り繰りがあったりするとその評価をどうするのかという問題が生じます。

ベンチマークそのものは、各社の評価の機軸であって、A ファンドと B ファンドを相対的にどっちが優れているというふうな評価をする際の一つの定量的な機軸になるということと、それから、それらを全体として組み合わせたときに、どのようなリスク・リターンになるのかというような考え方で今まで私どもはやってきたわけでありませう。

○小幡委員 あと、いろいろ問題点を御指摘されたのですけれども、例えば A4 だとかいうところはいいけど、こういうところは良くなかったとか、そういうときは、良くなかったところはどうするのですか。替えさせるということ。

●橋谷田運用部長 今、御説明をした中では、不通過のところにつきましては、だめだった理由といったところで御説明しまして、良かったところについては良かった評価をした点を御説明しまして、後は実際には3次審査というのがございますので、ここにつきましては、もう一度、その内容について確信を持てるようなヒアリングを行うため整理をしたいと考えてございます。

○小幡委員 そのときは、ディスカスした相手は替えということですか。

●橋谷田運用部長 いえ、替えるというか、考え方を再度確認するということ。

○小幡委員 チェックするだけだから、相手に改善を迫るわけではないですね。

●橋谷田運用部長 向こうの運用スタイルが、我々が本当に思っていることと齟齬がないかどうか、我々が理解をしている内容かどうかを確認するという意味です。

○小幡委員 最終的にはどうなるのですか、採用になった後。

●橋谷田運用部長 ファンドの投資哲学プロセス等をずっと維持をして運用してもらうこととなります。

○小幡委員 基本的に働きかけることはしないということですね。

●橋谷田運用部長 はい。

○小幡委員 それはどういう考えだったのですか。

●大江審議役 一般論で申し上げますと、例えばインハウスで株式のアクティブをやるという場合ですと、自分自身の問題ですから改良をどうかという話でございますが、運用機関の場合は、実はかなり個性豊かに、いくら言われても運用スタイルを頑固に変えないというところも結構ございます。したがって我々は、そういう彼らが独自にやっています運用スタイル、おかしなものはもちろんその時どきで現在でも指摘をして改良してもらう部分ありますけれども、ただ、基本的に彼らがそれをよしとやっているものについては、それが問題あると思えば我々は基本的に、まずこの採用段階で採用しないし、採用したものについては、彼らが言っているものの枠から外れたら指摘をし、ちゃんとやってもらいますし、そうでない限りは基本的にそれを維持してもらって、最終的

にまたそれが何年間か継続してパフォーマンスが良くないとか、見ても結局だめだったなということになったら解約に至ると。向こうは向こうで自分たちのポリシーを持ってやっておりますので、それを変えさせるというようなものではないと。

○小幡委員 常識的にはそうだと思うのですけど。

●大江審議役 その辺のところは、村上委員は御意見あるかもしれませんが、基本的には、私どもそう理解しております。

○村上委員 委員限り1の資料の最初の頁に「超過収益の源泉としている戦略によるリターンの獲得について、確たる根拠があるか」とありますが、要するにこれを確認することをやるということなのだと思うのです。リターンの獲得について確たる根拠があるかどうか。先ほどクオンツ運用のところではいきますと、不通過になっているファンドについてはモデルの開示もないところが多くて、その根拠が確認できないというようなところがありますが、例えばA4みたいに通過しているところについては、ある程度モデルの有効性というもの、すなわち普遍的な超過リターンを長期的には生むだろうことについての検証がある程度できたというように解釈してよろしいのでしょうか。

●橋谷田運用部長 その点につきましては、説明の中である程度我々が質問した内容につきまして答えてもらったということで、開示してこない社との格段の差があるということでございます。

○村上委員 リターンの獲得について確たる根拠があるかという基準に照らすと、結局、戦略が明確で開示がされているというレベルと、その開示してもらったものから、今度は超過収益を本当に生むのかどうかということに関して普遍的、理論的な根拠を持っている運用機関なのかどうかということとを判断するレベルがあり、後者はこちらの側がしなければならないことになるのだと思うのです。例えば先ほどのデュポン分析の場合にしましても、いろいろな財務分解をして、それが本当に超過収益に結びつくかどうかということの判断、それについて先方が言っていることが正しいのかどうかということについては、どのくらいまで突っ込んで議論されていらっしゃるのでしょうか。

●橋谷田運用部長 そういう意味では、デュポンの分析との関係をどこまで細かく時間の中でということとはございますけれども、今までのアナリスト分析等々に加えたもう一つの付加価値的な発想があるといったところにつきまして、我々が評価したという点がございまして、その分析を細かく、こことここが結びついて α が出ているといった、村上委員がおっしゃるそこまでの細かな検証ということについては、残念ながらヒアリングの段階では至っていないという状況ではございます。

○植田委員長 それは理屈の上では無理じゃないですか。 α を稼ぐ、理論的に正しい方法というのはないということが一般論としては分かっているわけですよね。ですから村上委員、おっしゃった前段までのチェックはあり得ても、それがあつ種、恒常的に α につながるかということになると、例外的なケースはあると思いますけれども、一般的には非常に難しいように思いますが、したがって、前段のチェックにどういう意味があるの

かということにも波及しますけれども、それは運用のプロの方はいかがでしょうか。

○能見委員 基本的に分散というところからいかなければいけないと思うのですが、先ほど岡部理事からもお話がありましたけれども、分散はアセットクラスの分散なのですけれども、今回の場合、単独でアセットクラスとしないということだったけど、外国株の中で重なる部分が比較的少ないということでエマージングをやろうと。エマージングのMSCIをなぜ標的にしてやるかという、そういうことをやっている機関若しくは、マネジャーが多いので、選択肢が多いということで、ベンチマークをあれこれ、特殊なものをやったら選択肢がなくなるので、むしろ広い選択肢の中から選ぶということが原則なのです。

今回、何をやっているかという、確度の高い、いくら得られるというところも確かにある程度は過去の実績で調べるのですが、一番のポイントとしているのは、マネジャーの分散ということなのですね。今回マネジャーの分散、運用機関の分散といっているのですが、それを選んでるので、それを比較的いくつかの基準に合せて、合格ラインになっているものを選びましょうと。だけど、基本はそれが必ずそうなりますということではなくて、マネジャーを分散しているということが最大の効果だと思うのです。今回のプロセスもその中で比較的いいマネジャーに分散しようという努力であると、そういうことだと思うのです。

○植田委員長 佐藤委員、何か。

○佐藤委員 私も分散は非常に重要だと思いますし、冒頭の御説明で、今回2次に残った先は割と銘柄を絞り込んで運用される運用機関が多いのではないかと思います。一方で、GPIFが配分する資金は、そのマネジャーから見るとそれなりに多い金額になるのではないかと思いますのですが、過去はこのようにすばらしい超過収益を出されていても、そのような資金を得て本当にそういう銘柄を絞り込んだ運用をして、同様の超過収益が獲得できるのか。

多分このことが保証されるのは難しいから、能見さんがおっしゃったような分散がそこでも重要になるとは思うのですが、例えば委員限り1の5ページのところで、A11は、
第3次ではよく見る。また他のファンドについてもよく見られるのでしょうかというのがまず質問の第1点目です。

それから、2点目はすごく細かい質問で恐縮なのですが、4ページのA5のファンドなのですが、結論というところで、第3次審査では

と書いてあるのですけれども、これはほかのいくつかのファンドでは、

不通過とされているの

ですが、このファンドは、問題はないのでしょうかというのが第2点目の質問です。

●橋谷田運用部長 まず1点目のファンドの規模の関係でございますが、全社に一応最低のファンド構築の規模と、どの程度まで構築ができるといったところにつきましては確認をとったところでございます。最低の構築可能な規模ということになりますと、大体

100 億円程度、若干下回っていてもできるという社のところが多くございまして、そのくらいの規模からはファンド構築が可能かということは我々としても理解をしたところでございます。

○佐藤委員 問題がないということですか。

●橋谷田運用部長 はい。あと我々の全体の規模からして、1 ファンドどのくらいということはあろうかとは思いますが、エマージングを開始するに当たりまして、大体全体規模が 1,000 億から 2,000 億円といったところでお話を差し上げたところでございますので、現在は 11 ファンド残っておりますが、これが 3 次でどこまで残るかというのがございますけれども、割り算をすれば概ね 100 億円程度かなと。スタートのところでございますけれども、そういうことであれば、GPIF 全体は大きいわけですが、エマージングに関しましては、1 ファンド当たりそれほど大きな規模でスタートすることにはならないのかなと思っております。

●橋谷田運用部長 A5 のファンド、

この運用そのもののプロセスは維持できると、このように判断をしたところでございます。

○佐藤委員 ほかのところは、逆に言うと

●橋谷田運用部長 でございました。

○宇野委員長代理 佐藤委員の御質問とも関連するのですが、3 次審査の結果を御報告いただくときに、ここに頼みますという形で決まると同時にアロケーションが出てきますよね。各社均等ではないのだろうと私は想定しているのですが、これまで、このパフォーマンスを上げている各ファンドの運用資産残高で、それが何年間にわたって、そういう金額になったかということと、例えば GPIF がこれから委託しようと思っている金額、それをかなり短期間で金額にするということを考えると、どれぐらいマーケットインパクトが生じるかという観点で、どれぐらいの運用金額を配分するかということを決めるために必要な情報収集して、運用委員会にも総括した形で結構ですのでお示しいただけるとよろしいのではないかと思いますけど。

●橋谷田運用部長 分かりました。その点は御報告させていただきたいと思います。

○山崎委員 今のところに関連するのですが、通過したのが、38 ファンド中 11 ファンドですね。

●橋谷田運用部長 はい。

○山崎委員 ということは先ほどファンドの規模ということであっておられたときに、エマージングが 1,000 から 2,000 億円程度であるということですが、今の 11 ファンドが全部 3 次を通過しても、合計で 2,000 億円にしようとする 100 億円以上のアロケーションをしないといけないファンドも出てくるということになりますが、200 億円や 300

億円扱えるファンドもたくさんあると理解してよろしいのですか。

●橋谷田運用部長 そこも確認しておりますが、そういう規模でも引き受けますと。多少セールストーク的なものも入っているかもしれませんが、その程度の規模まではカバーできるということも確認はしてございます。

○山崎委員 実際にやっているのは外資だということですか。

●橋谷田運用部長 概ね実態はそうでございます。

○山崎委員 実際に現地にヒアリングにいかれるわけですが、その時にどのぐらいの金額が引き受けられるかがファンド毎に分かるということですか。

●橋谷田運用部長 それは2次審査の段階で大体の数字は既に聞いております。

○村上委員 先ほどのお話で、委員長がおっしゃったように、アクティブ運用で絶対的に、これは市場に勝てる戦略である、などというのはなかなかないわけなのですが、ただ一つお話ししたいのは、例えばA4のファンドに書いてあるように

というような、要は市場における超過収益の機会がどのようなところにあるかということなのです。それが本来的な価格との乖離なのか、アノマリーみたいなものなのか。結局、超過収益のターゲットが何になっているのかということに対して、そのような機会があるかどうかというのは検証できるものだと思うのですね。

それとその運用機関の方法論、それを取りにいくための、その二つがきちんと合わさっているということが非常にアクティブ運用では重要なところではないかと思っております。前者のほうはある程度いろんなことで検証が行われているのではないかと思うのです。

●橋谷田運用部長 ここにつきましても、一つの哲学というものがございまして、それを実践しているということでお話をいたしましたけれども、細かいことではあるのですが、結果として、過去のデータにはなりますけれども、3年あるいは5年という相場の上げ下げがある中でもきちんとパフォーマンスを出しているというのは一つの確信度の高い運用であろうと我々は理解をしたところでございます。

○植田委員長 私の言ったことがちょっと不完全だったのですが、超過収益的なものがあり得るとしたら、ある種マーケットが完全ではなくて、その不完全性のある部分に着目して、ある戦略でそこを取りに行くというようなことだと思うのですが、おっしゃるように、そのレベルまで運用哲学とか戦略が説明されていると非常に分かりやすいということですね。

○村上委員 それを審査しに行かなければいけないのではと思うのです。

○臼杵委員 A4は確かに一つの考え方で、まさにマーケットが非効率であれば、こういうことはあるわけですが、

一定のファクターにベットする戦略は先進国市場では怪しくなってきたという考え方もあり、エマージング市場で過去に成功したとしても、

今後みんながそれをやるとアルファが消えるかもしれないわけですから、その辺は是非きちんと検証していただければと思います。

●橋谷田運用部長 ただいまの御意見も踏まえまして、3次審査は、整理させていただきたいと思います。

○植田委員長 そうですね。もう少し明確になるようなヒアリングをしていただければと思います。ほかによろしいでしょうか。

それでは、このテーマはこれくらいにいたしまして、次に「国内債券運用受託機関の公募について」、これも事務局から御説明をお願いいたします。

●大江審議役 これは私から、委員限り2を使いまして御説明を申し上げたいと思います。よろしいでしょうか。

国内債券運用につきましては、前回、前々回2回にわたりまして御議論いただきました。特に前回はいわゆるキャッシュ・アウト専用ファンドと言われるものについてかなり方向性を決めていただいたということでございます。今回はそれ以外の市場で運用するパッシブ運用とアクティブ運用のマネジャー・ストラクチャーにつきまして、マネジャーを公募するというので、その基本方針等をお諮りするものでございます。

1. 公募に係る基本方針ということで、(1) これは前回御議論いただいたものをまとめたものになりますが、国内債券についてはパッシブとアクティブのマネジャー・ストラクチャーを、一体的に見直す。(2) 1ファンド当たりの運用規模、採用すべきファンド数、パッシブ運用とアクティブ運用の割合等については、公募の状況を踏まえて決定する。(3) ベンチマークについては、従来どおり、それぞれのものとする。(4) 総合評価を行うわけですが、特にアクティブ運用については3行目から書いておりますが、それぞれの超過収益を獲得するための運用戦略とファンド規模、こういったものの関係について慎重に検討を行うものでございます。

1枚おめぐりいただきまして、2ページ目のところは参考ということで、1次、2次、3次の審査の手順を書いておりますが、これも通常どおりでございます、3ページの

2. 公募要綱、ここが公募に当たっての要綱になります。ここも5点、これも最近の通例と同様でございますが、まず(1)で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。(2)直近の年金運用資産残高がグループ全体で1,000億円以上あること。(3)応募ファンドと同一のコンポジットの実績が原則として5年以上、500億円以上であること。もちろん例外がございます。(4)再々委託の話ですけれども、再々委託は不可ということ。(5)過去3年以内において、資金運用業務に関し著しく不適当な行為をしていないというコンプライアンスの観点。

以上、5点が公募の要綱になります。

最後、4ページ、スケジュールのところでございますが、本日、皆様方に御了承いただければ早速公募の手続きに移りまして、大体1か月期間をとろうと思っております。その後、1次、2次、3次と審査が進みまして、そこにございますように、来年度早々に

運用機関を決定したいといったスケジュールを書かせていただいております。

説明としては以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等お願いします。

○佐藤委員 今、この段階で申し上げるのは早過ぎると思うのですが、1ページの(2)にあるように、アクティブ運用について本当にやる意義があるのかどうかというところをよくよく検討されてお決めいただければと思います。企業年金、私たち私的年金の世界で申し上げると、最近、これはやめたとか、やめたいという人ばかりで、一つのポイントとして、この運用機関にアクティブの受託は伸びていますか、新規はちゃんと来ていますかとか、解約件数とかをお聞きになれば見えてくるファクトだとは思いますが、なかなか超過収益を長期的に獲得していくのが難しい。現に GPIF の過去5年の成績を拝見しても、必ずしも成果があったとは言えない状態だと思いますので、ここから3年、5年、長期を考えてどうなのかというところを検討項目に入れていただければと思います。

○小幡委員 それはアクティブ反対ということですか。

○佐藤委員 いえいえ、もしいい先があれば、ちゃんとやっていただいて結構なのですが、

●大江審議役 今の佐藤委員からまさに御指摘いただいているわけですが、私どもとしては基本方針の(2)なり(4)で、明文にはしておりませんが、そういう趣旨も含めて書かせていただいているということでございます。

○植田委員長 ほかによろしいですか。

それでは、次に資料1、平成22年度委託調査研究について、委員限り参考資料、平成22年度委託調査研究の補足説明及び委員限り3、平成23年度調査研究についての説明をお願いします。

●清水調査室長 それでは、私のほうから、まず平成22年度委託調査研究の結果報告につきまして御説明いたします。資料1と、あと委員限り参考資料を照らし合わせて御覧いただければと思います。

平成22年度につきましては、大きく三つにつきまして研究テーマを設定いたしましてお願いしたところでございますけれども、これにつきましては、この本委員会終了後速やかにこの資料1につきましてホームページ等で公表させていただくこととしております。

まず調査研究テーマ、資料1の1ページ(1)プライベート・エクイティ投資に関する調査研究ということでございます。この調査研究の趣旨といたしましては、これまで過去にヘッジファンド、不動産投資、こういったいわゆるオルタナティブ投資につきまして、こういった形で調査研究を行ったということで、引き続き平成22年度はプライベート・エクイティ投資、あと、次の海外インフラ、こういった研究テーマを設定したということでございます。

このプライベート・エクイティ投資に関する調査研究項目、1 ページ目の(1)、(2)、(3)でございます。主なインプリケーションといたしまして、まず(1)プライベート・エクイティ投資、これにつきまして、これは上場株式と比べると流動性プレミアム、財務レバレッジ、こういったものによってプレミアムが存在する。これが収益の源泉になっているということでございますけれども、一方で、通常 PE の場合につきましては非上場企業、これを所有する、経営権をとるということがございますので、これによって逆に買収なりするときにその分のプレミアムが乗ってくる、こういったマイナス要因があるということでございます。これは基本的な収益の源泉ということがございまして、委員限り参考資料を御覧いただくと、その内容といたしまして、これはあくまでも平均ということでございますけれども、この低流動性プレミアム、非上場に伴うということでございますけれども、これが 360 ベーシス。これに対して財務レバレッジ、借入れを通常の上場株式よりも行うということで、これで 250 ベーシス。それから、先ほどのコントロール・ディスカウントが -320 ベーシス、結果的に 290 ベーシス、これが平均的なプレミアムであるということでございます。

ただし、これはあくまでも平均ということでございまして、実は格差がかなりあるということを示したのが参考資料の下のグラフでございます。このグラフにつきましては、各ビンテージ・イヤー毎に全てのユニバース、PE のユニバースの運用実績のうち上位・下位の 25% タイル、これをグラフで表したものでございまして、上位 25% につきましては、いいときは 10~30% 弱ぐらいのパフォーマンスを示した時期もあった。一方で 2008 年、リーマン・ショック時には 0% に近い、一応ポジティブな結果にはなっている。

一方で下位 25% を見ていただきますと、これは 1980 年からのデータでございますけれども、かなり 0 に張りつくような状態もずっと見られるところでございまして、特にリーマン・ショックのあたりからはかなり悪くなっている。こういうことで、この幅がある意味マネジャー観といいますか、その差であるということでございます。

翻ってみますと、プライベート・エクイティ投資の成否というのは、基本的にはマネジャーセクションも含めたデュー・デリジェンスであると。これが資料 1 に戻っていただきますと、本報告の中心的な部分であるということでございます。

このプライベート・エクイティ投資のスキーム、(2) 以降でございますけれども、スキームにつきましては、ファンド・オブ・ファンズ、個別ファンド、直接投資、こういったさまざまなスキームがあるわけでございます。このファンド・オブ・ファンズにつきましては、我々がダイレクトに個別ファンドを選ぶのではなくて、各個別のファンドを選ぶ、そういうファンド・オブ・ファンズというマネジャーを選んで、そこが更に個別ファンドを選ぶと、こういうスキームであるわけですが、こういったケースでは、我々はいいファンド・オブ・ファンズを選択すれば、後はそこがうまくやってくれるということで、我々の関与の度合い低い、あるいは内部的なコストは低いわけでございますけれども、一方で外に払う報酬ということを考えますと、ファンド・オブ・ファンズ

に支払う報酬に加えて個別ファンドの報酬ということでございますので、ある意味、二重みtainな部分が出てくると。

そう考えますと、参考資料の2ページ目にお示ししましたが、ファンド・オブ・ファンズから直接投資まで、それぞれ程度がある中で、ファンド・オブ・ファンズの方は投資家の関与の度合い、我々の関与の度合い、あるいは必要な内部の人材の数、こういうものが低い一方で外部に支払うフィーは高い。

一方で直接投資は我々が非上場の株式を直接買うということでございますので、今、我々の投資スキームにはなじまないわけですが、こういったケースでは逆に内部的なコストというのは非常に高いし、あるいはデュー・デリジェンスに関するコスト等々は非常にかかる。一方で外部に支払うフィーはその分減ると、こういったことでございます。

いずれにいたしましても、資料1に戻っていただきまして、デュー・デリジェンスにつきましても、ビジネス、ピープル、プロセス、こういうものを評価することになるわけでございますけれども、このプライベート・エクイティは基本的には投資先企業の経営と、ここが一番のコアなのですが、誰が経営するかに関係するピープル、が重要であるということでございます。

あと、この調査に合わせまして、プライベート・エクイティに実際投資を行っている内外基金にアンケート調査を実施しているわけでございますけれども、このPEの投資の目的としては、上場株式より高いリターンを上げることであるということでございます。あと、10のうち7くらいはプライベート・エクイティ投資、これをオルタナティブというアセットクラスではなくて、株式投資の一部、アクティブ運用の一部と、こういう形で位置づけているということでございます。なお、内部的な人員体制ということでございますと、大体中央値で10名程度と、こういった状況でございます。

次、(2) 海外インフラ投資に関する調査研究ということでございますが、ここにつきましては、スキームとしては、先ほどのプライベート・エクイティ投資と大体同じなわけでございますけれども、プライベート・エクイティが企業である、投資先が非・未上場の企業であるのに対して、このケースではこれがインフラストラクチャーといった違いが出てくる。そういった違いを踏まえて、具体的にどういうインプリケーションかといったことが右から2番目に記しているところでございます。

具体的に(1)でございますけれども、インフラ資産の特徴といたしまして、長期的に安定したインフレ連動するキャッシュフロー、ここが企業とは若干異なる部分ということでございますし、またデータの部分としては、非上場インフラ投資の有効性として、比較的低いリスクで高いリターンが得られる。これは実はプライベート・エクイティよりも、更に流動性が低いといったことの裏返しということにもなるかと思っておりますけれども、そういった点。あと、もう一つは、伝統的資産との相関がかなり低い。これは実はプライベート・エクイティの場合にはむしろ上場株式との相関というのはかなり高いと、こういうこととは逆に性格が随分違うといったところが特徴的でございます。

ただ、御案内のようにインフラストラクチャーというのはかなり案件として大規模である。これは空港であったり、鉄道であったりといったことでございますので、そういう意味でデータが少ないということと、案件毎に個別性、これが PE よりもはるかに高いと、こういうことがございますので、この辺りには留意しなくてはならない。

当然インフラストラクチャーという、そういう性格上、その国、その国の政策とか、そういうことに依存することがある。具体的には法制度。例えば料金制、契約期間がどのくらいなのか、こういった政治リスク、規制リスク、ここが PE ともかなり大きく異なる点でございます。こういうことを踏まえますと、結果的に投資家の案件というのは先進国が中心となるということが1つの結論であろうということでございます。

いずれにしても、海外インフラ投資、こういった特性を踏まえまして、(3)の海外公的年金がどういう位置づけで行っているかということですが、インフレへの連動性。あとは先ほど低相関ということをお願いしましたけれども、そういった意味での分散投資効果。あとは安定的なキャッシュフローの確保。こういったある意味プライベート・エクイティがポートフォリオ構築上とはあまり関係なく、あくまでも伝統的資産のアクティブという形で投資されていたのに対して、インフラストラクチャーというのは、むしろポートフォリオ構築上の1つのキーファクターとして位置づけられている例が多いといったことでございます。

続きまして、最後の研究テーマ、(3)基本ポートフォリオの検証方法に関する研究でございます。

これにつきまして、昨年度から始めました第2期中期計画の中で、私ども急激な市場の変動が起こった場合には基本ポートフォリオの見直しの検討をすると、こういった内容になっているわけでございます。このときに急激な市場の変動、これをどういうふうにとらえるか。これはこの3月に震災が起こったときに、この場におきまして、我々なりにそのときのレポート、報告をしたわけでございますが、ここでは若干システムティックにどういう形でこの問題に対して対応すればいいかということについて、アプローチの異なる2つの機関をお願いをしたということでございます。具体的には野村証券と年金シニアプラン総合研究機構ということでございます。

まず野村証券でございますけれども、野村証券の報告といたしましては、急激な市場の変動をどのような指標に基づいてウォッチするのかということが1点。これにつきましては、3ページ目の(1)に書いてございますが、特にさまざまな指標を検討した結果、インプライド・ボラティリティ、これがイベントからの遅行性も少なく、判断尺度として有効であると、こういう結論をいただいているところでございます。

次に、急激な市場の変動を把握した上で、次、どうするか。一つは当面の危機対応ということが考えられますし、更に急激な市場の変動があり、ポートフォリオの見直しにつながるような構造変化が起こった場合に具体的にどのようにポートフォリオを見直すのか、こういう二つに分けられるわけですが、その前者の当面の危機対応ということ

につきましては、これはリバランスの停止ということがあるだろうと。ただ、これは本当に停止したほうがいいのか、逆に構造変化が起きないということであれば、市場の変動に沿ったリバランスを行うことが基本になりますので、これはなかなか難しいところではあるのですが、リバランスを停止するか、ルールどおりにリバランスするか、こういったことが1点。

2点目といたしまして、急激な市場の変動を把握した上で、実際それが大きな構造変化につながっていると、こういうケースのときにどうするか。このときに悩ましいのは、現在、私どもに対する運用目標、これが暫定的なもので数値目標等々は示されていない。今ありますのは、(2)にございますが、安全・効率的かつ確実に旨とした資産構成割合、こういうこととございます。この文言に沿ってどうするかというと、これは野村証券でございますけれども、これを解釈すれば、国内債券並みのリスクで最大のリターン、この考え方に沿って、新たな構造変化を踏まえてリスク・リターン、相関係数を設定した上で、この考え方に沿った見直しを行うということになるのではないかと、こういった内容でございました。

続きまして、年金シニアプラン総合研究機構でございますけれども、ここにつきましては、野村証券とはかなり異なったアプローチということで、具体的に3ページの一冊下を書いてございますが、これは急激な市場の変動として想定すべきストレス・シナリオ、こういったものを設定して、ストレス・シナリオが起こったときにどういう状況が起こり得るのか、こういうことを、ある意味でのコンティンジェンシー・プランと申しますか、そういう形で把握しておくべきだということの前提としまして、こういった研究を行ったということとございます。

そういった中で、4ページ目でございますが、具体的にはこの運用委員会でも前回、前々回とご議論、ご意見もいただいたところでございますが、例えば我々の国内の長期金利、これがかなり急激に上がると、こういった場合にどういうことが起きるのか、そういったものを、ストレス・シナリオとして設定をし、そういう場合に長期的観点から年金財政にどういう影響を与えるのか、こういうことをいわゆるALMシミュレーションの中で明らかにしたということとございます。

具体的には参考資料のA3の横長の資料でございますが、これにつきましては、ここに書いてございますとおり、日本の長期金利が上昇する場合、具体的には2013年度に利回りが1.5%から5.0%へ急上昇し、その後も高水準で推移したと、こういった状況。

これに併せまして、国内株式につきましては、2013年度から3年間ぐらい軟調、その後の設定としては円安になって、逆に輸出競争力が回復すると、こんなシナリオを設定したところでございます。具体的な利回りとしては、2013年、国内債券-16%、2014年は-3%強ということとございますけれども、その後は利回りが上がりますので、その分インカム収入が増えて、こういった形で8%、倍ぐらいで推移すると、こういったこととございます。

こういったときに、その裏のページでございますけれども、年金財政としてどういう影響があるか。例えばこの左上の表ですが、ここでは年度末の実質的積立金、これは財政検証上の積立金でございますけれども、Bの標準シナリオ、これが前回の平成21年の財政検証上の数字、これに対して、先ほどのようなシナリオが起こった場合にどういうことが生じるかということを見ていただきますと、2015年、これは2013年の金利上昇を受けまして、標準シナリオの120兆円程度に対して約20兆円位マイナスになるということでございます。

ところが、2020年、2030年と長期的に見てみると、その後、利回りが回復するといったことを受けて、額ベースでは10兆円、あるいは12兆円、更に率ベースで見ると、かなり緩和されると、こういった内容でございます。

いずれにいたしましても、こういったシナリオを全部で十数設定いたしまして、実際にどういうことが起こるかといったケース。そういうものを参考に、いわゆるコンティンジェンシー・プランといいますか、ポートフォリオの見直しに当たって、どのような手順で見直すか、こういったことに関する報告をまとめていただいたということでございます。

以上が22年度の委託研究でございますので、引き続きまして、委員限り3でございます。これにつきましては、今年度、調査研究としてどういうことを考えているかということをお報告するものでございます。

今年度の委託調査研究といたしましては、現在のところ1本ということでございます。MSCIのエマージング諸国における議決権行使に係る制度上の制約についての調査研究ということでございます。

これは今日の初めの議題、エマージングに関する株式運用を開始することを受けまして、我々としても各エマージングの運用機関の評価を行う。その際に議決権行使状況につきましても評価するというところでございますので、これに合わせた調査研究ということでございます。

あと、裏でございますけれども、これは昨年度、この運用委員会に御報告させていただきました大学共同研究でございますけれども、これ、初めてということもあって若干時間的には手間取ったのですが、下に書いてあるような形で各研究テーマにつきまして、先生方にお願ひし、我々と一緒の共同研究、これを行っているということでございます。

以上、簡単ではございますけれども、調査委託研究の関係でございます。

○植田委員長 それでは、何か御質問等ありましたらお願いします。

○山崎委員 先ほど委託調査研究というので御説明いただいたのですが、今後の進め方という意味では、特にプライベート・エクイティなり、インフラ投資、今すぐできるかどうかというのは別ですが、投資対象としての研究なり検討を進めていこうというお考えはあるのでしょうか。

●清水調査室長 調査研究報告書をいただきましたので、ある程度といいますか、そうい

う材料は済んだと。これから実際に我々がそういうような投資対象についてどうしていくかということについては、1つは基本ポートフォリオ上どういうふうに位置づけるかということ、これは前回のポートフォリオの議論の中でも、今日のプライベート・エクイティみたいな形でやれるのではないかと、それはポートフォリオに影響するので、いろいろ議論があったわけですが、そういうようなこともにらみながら、必要あれば議論していくことを考えております。

○山崎委員 必要があればということは、今すぐには取り組まれる考えではないということですか。

●三谷理事長 今、すぐ踏み込もうというわけではないですけども、ただ、例えば次期のポートフォリオを考えていく際には、一つの議論としては当然やらないわけにはいかんだろうと、こう思っております。

○臼杵委員 今のおはなしと少し関係するのですが、PEとインフラの調査は確かに勉強といえば勉強という感じがします。そこを委託の段階でどこまで突っ込んだ調査を求めかばなかなかいろんな考え方があると思うのですが、例えば GPIF の今の基本ポートフォリオにどのくらい組み込んだら、どういう影響があって、我々の運用目標である物価上昇率とか賃金上昇率とどういう関係があるとか、あるいは実際にデュー・デリジェンスをする場合にどういう体制で、どのくらいのデータをもとにどういう形でやっていくといいのか、この委託調査で突っ込むべきだったのかどうかはよくわかりませんが、そういうことが、今後そういうオルタナティブ投資をやる、やらないは別として、少なくともやるかどうかを考えるということであれば、多分そこが課題になってくる気がします。

○稲葉委員 この調査をどう活用するかという論点が非常に重要だと思ったのですが、その前に今回のこの調査はなかなかおもしろいというか、特にプライベート・エクイティについては、オルタナティブになってないと、こういった結論ですよ、イメージ。上場株式とほとんど同じだということなのですが、大体こういう感じであまり違和感というのは皆さんないということですか。割と意外だったということ、あるいはたまたまこういう結論になったのではなかろうとか、どういう感想を。

●清水調査室長 プライベート・エクイティにつきましては、オルタナティブと位置づけるという、いわゆる基本ポートフォリオ上の1つのアセットクラスと位置づけるということは、分散投資効果があるか、ないかというところに結局尽きるのだらうと思います。

そういう中で、実際にこれは基本ポートフォリオを検討したときもそうだったのですが、実際相関を見ますと、少なくともプライベート・エクイティについては株式とかなり相関が強いということは我々としても認識しているということなので、あと実際、世界の年金がこういったものをどう位置づけているかという、それは結局資本に対する投資ということになるので、そういう意味ではその違いというのは単に上場されているか、されてないか。逆に流動性があるかないかということを中心に考えなくて

はいけないわけです。このように、性格としては資本に対する投資ということなので、各年金のそういう扱いは少なくとも私としては、あまり違和感はないと考えております。

○佐藤委員 世界の年金もそうですし、日本の年金もそういうところが多いのではないですか。プライベート・エクイティを、2割、3割やるというともた話は別なのかもしれません。

●三谷理事長 うまくやればいいリターンが得られると、そこが難しいという、ごく当たり前の結論ではあるのですね。

○村上委員 この調査研究資料を見ていますと、次に検討のステップがあるとすると、プライベート・エクイティにしてもインフラ投資にしても非常に個別性が強いので、その中にこれだけの規模の年金が長期に投資するのに適合するようなものが本当にあるのかどうかという、その点検をしないとまらないのかなと思います。プライベート・エクイティにしても11人ぐらいの部隊で、本当に組織的にも安定して長年続けてやっているところはどのぐらいあるのかという、そここのところが一番問題になってくるのではないかと思います。

○植田委員長 よろしいですか。

それでは、次のテーマですが、リスク管理状況等の報告（平成23年5月）について御説明をお願いします。

●橋谷田運用部長 私から報告いたします。

1 ページ目を御覧ください。5月の状況でございますが、基本ポートフォリオからの乖離状況ですが、5月に入りまして、国内外の株式が下落をしたといったところから株式のウェイトが下がっております。相対的に債券のウェイトが上がったということでございます。乖離状況につきましては御覧のとおりで、特に問題があるという状況ではございません。

2 ページ目でございます。下の段のところに5月の資金の回収の状況が出てございますが、国内債券から3,499億円回収と。それと併せまして、外国債券、外国株式のところで504億円の回収配分というのがございますが、これは前回の運用委員会でも説明をしてございますけれども、外国株式から外国債券へ外、外でリバランスをしたと、こういう内容でございます。

次に3ページ目を御覧ください。先ほどの乖離状況もございましたが、内外の株式のウェイトが下がってございますので、Cの欄、推定相対リスクにつきましては、4～5月にかけてまして低下をしている状況という内容でございます。

4 ページ目でございます。こちらにつきましては、枠外に（注）で書いてあるとおり、国内債券、外国債券につきましては分析ツールでありますイールドブックを従来使っていたところでございますが、いろいろとツールの選定をした結果、23年度からポイントというツールに変わってございます。ここで1点だけご説明しますと、国内債券のベンチマークの推定TEを3月と4月のところ、ここでツールを変えて数字を出しております

が、4月につきましては、ベンチマークの推定リスクで申し上げますと低下をしている状況。あるいは外国債券のベンチマークの推定リスクにつきましてもここも大幅に低下をしている状況でございますけれども、これは従来使っておりましたイールドブックにおきましては、過去3年のデータの平均値といった作り方をしております、まだリーマン・ショックに影響されるデータが出ている。今回新しく入れましたポイントにつきましては直近にウェイトを置いたツールになっておりますので、いわゆるリーマン・ショックの影響がかなり少なくなっているといったところで数値の違いが出ているということです。ただ、ご覧になっていただきますと、推定トラッキングエラー、いわゆるベンチマーク等、実績を比較したものとしましては、国内債券はほとんど変化がないといったところで、相対的な比較では特に影響は出てきていない状況でございます。

それから、国内債券のデュレーションの乖離でございますけれども、ここにつきましては全体としてロングポジションが拡大している状況ということでございます。国内株式の推定 TE につきましては変化がございません。外国債券につきましてはデュレーションのところでは、逆に全体としてショートポジションが拡大をしている。外国株式の推定 TE につきましては特に変化はございませんでした。

5 ページ、6 ページ目につきましては、特に大きな変化はございません。

7 ページ目ですが、5月の収益の状況でございますけれども、-1,739 億円ということとして、通期で申し上げますと、2,347 億円のプラスといったところでございます。

次に9ページ目はベンチマークでございますので御覧になっていただきまして、10 ページのところでございます。各資産とも5月におきましては、特にアクティブのところの超過収益につきましては、国内債券は 0.09%、国内株式は 0.46%、外国債券は若干マイナスが出ておまして、-0.14%、外国株式は 0.32%。全体として超過リターンがプラスというような状況になってございます。

また、11 ページ目のところを御覧になっていただきまして、直近 60 か月の分布状況というところがございますが、ここにつきましては、内外株式につきまして若干のコメントを差し上げたいと思います。

国内株式につきまして、超過収益率が太線の 0 から下にあるファンドが多くございます。こちらにつきまして要因の分析を御説明いたします。こちらにつきましてはリーマン・ショックを引きずってございまして、ここの「○」につきましても、ちょうどファンドの立ち上げが平成 20 年 6 月 4 日、ほぼ 3 年になるわけでございますけれども、そのほか「●」もあります。リーマン・ショック後に企業のファンダメンタルズに関係なく流動性が高く、優良な大型株の銘柄が非常に売り込まれたということがありまして、平成 20 年度のパフォーマンス超過リターンがかなりマイナスになったといった影響が引き続きこの足下までであるということでございます。国内株式につきましては、21 年度、22 年度、直近でも超過リターンはプラスに転じてはおりますけれども、そのときのマイナスがかなり大きなものですから、足下につきましてもまだマイナスのファン

ドが多いというような内容でございました。

また、外国株式でございますけれども、「○」、いわゆる3年に満たない部分のところはかなり下のほうに集まっている状況でございますが、平成21年の2月にマネジャーを見直した際に採用したファンドでございます。これらは銀行株をあまり組み入っていない銘柄群で構成されていたファンドでございましたのが、21年度は、リーマン・ショックで売られ過ぎた銀行株が企業のファンダメンタル以上に上昇したため、21年度に大きくマイナスの超過リターンとなってしまう、22年度にもマイナスの影響がございました。しかし、先ほどもご説明しましたように、ここ数か月ですが、3月あたりからようやく超過リターン、プラスがとれてきているといったところもございまして、ここにつきましては引き続き慎重にモニタリングをしていきたいとかように思っている次第でございます。

一応大まかな要因の分析をしたことにつきましてご報告を差し上げました。私から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。よろしいですか。

それでは、今日は予定した議事を終了いたしました。厚生労働省より、「年金制度改革の進め方等」についてお話があると伺っています。渡辺参事官、お願いいたします。

●渡辺参事官 時間が押している中で少しお時間をいただきまして年金制度改革の今の動きについて簡単に御報告をさせていただきたいと思っております。

既に報道等でもされておりますけれども、社会保障と税の一体改革につきまして、昨年来、政府・与党で検討してまいりまして、今年6月30日に成案という形でまとまっております。その中で年金制度改革につきましては大きく二つの柱がございまして、一つは従来から民主党が言ってきております、いわゆる所得比例年金と最低保障年金の組み合わせで新しい年金制度。ただ、これにつきましては、もう少し具体的なところを与党のほうで詰めるということになっておりまして、いずれにしても新しい年金制度に移行するには相当な時間がかかりますので、ここは少し番号制度とか、そういった基盤整備も進めながら検討していくことになっております。

もう一つの柱としましては、そういった新年金制度をにらみつつも、現行制度の枠内で、給付と負担の見直しですとか、或いは報道等でもされておりましたパートの厚年適用なども含めた適用の見直しとか、そういった現行制度の改善の議論については、できるだけ早急に検討を進めていくべきであるということが言われております。

そういったこともございまして、私ども厚生労働省では社会保障審議会という大臣の下の審議会がございまして、その下に年金部会という部会をこの夏、できたら8月中のできるだけ早い時期に立ち上げて、この現行制度の枠内での制度改革の議論をこの秋以降始めていこうということになっております。当然制度の議論をしていきますと、それに伴う全体の財政見直し、財政見直しの更に前提になります経済前提、更にそれを踏まえて、運用目標が先ほど来出ております非常にあいまいな形になっておりますので、

これから GPIF に示す運用目標をどうするか、そういう議論も当然に出てまいります。通常ですと、次の財政検証は平成 26 年ですので、本来であれば、そういった議論を始めるのは 24 年ぐらいからでございますが、財政検証自体も 1 年ぐらい少し早まる見込みが出てまいりまして、そういう意味ではこの秋以降、年金部会での制度改正の議論と並行するような形で次の、もちろん年金財政との連携もございますが、運用目標をどうしていくか。更にそれを踏まえて、基本ポートフォリオをつくられる GPIF との連携をどうしていくかということが課題になってまいります。

今年の 1 月に御報告をしました GPIF の在り方検討会の中でも、こういった議論の中で、できるだけ早い段階から GPIF との連携を密にしていくということで、場合によっては GPIF も運用目標なり経済前提を議論する場に参加をさせていただいて議論していくという、そういうプロセスが早ければこの秋以降始まる可能性も出てまいりました。

また、今まだ年金部会を立ち上げる調整をしている最中でございますので、この秋以降、また動きは順次お知らせしていきたいと思っておりますし、また我々としても実際基本ポートフォリオの議論をされるのはこの運用委員会になりますので、そういう意味では少しスケジュールが前倒しになってくるということを前提に、またここでの議論を進めていただければということで、中途段階の報告で恐縮ですが、本日御報告させていただきました。

○植田委員長 それでは関連しまして、事務局から御提案があると伺っていますので、お願いいたします。

●大江審議役 今、1 枚のメモを配らせていただきますので、お時間いただければと思います。

●大江審議役 今、お配りしていますのは年金改革に関する議論に対応する作業班の設置について（案）というものでございます。今、渡辺参事官から設置の趣旨の 1 段落目のところ、御報告あったかと思えます。私どもとしてはこのような動きに対応するため、当法人におきまして、運用委員会の皆様方と連携をいたしまして、秋以降の動きに合わせて考え方を詰めておかなければならないのかなというのが正直なところでございます。ただ、その場合、これだけの人数、大変お忙しい皆様でございまして、なかなか一堂に会してというのが難しいかという気もしております。したがって、専門的な観点から、或いは機動的に検討を行うということで、運用委員会の下に数名の運用委員から構成をされます作業班を設置してはどうかなということで、その際は適宜また運用委員会に報告させていただきながら、本件への対応を図るということにしてはどうかということでございます。（注）に書いておりますように、過去の例としては実は 2 期の基本ポートフォリオのときに作業班ということで 4 名の運用委員、この中では宇野先生と白杵先生も入っていただきましたが、少人数のメンバーで検討作業班を設置するという例がございました。

2 のメンバーでございますが、そういった例も踏まえまして、事前に委員長とも相談

をさせていただきましたが、植田委員長、宇野委員長代理、稲葉委員、臼杵委員、こういった方々に入っていて、運用委員会と違う場で少し機動的に検討作業をさせていただければというのが事務局の提案でございます。説明は以上でございます。

○植田委員長 御質問等お願いいたしますが、いかがでしょうか。よろしいですか。

それでは、こういうことでちょっと動き出すということで、こちらの作業班のメンバーの方は大変ですが、よろしくをお願いいたします。

それでは、今日はこれまでにしたいと思います。事務局から何かあればお願いいたします。

●大江審議役 私から次回の日程を御報告申し上げます。次回は10月14日（金曜日）16時からでございます。場所はこの部屋でございます。よろしくをお願いいたします。

○植田委員長 50回目の運用委員会はこれで終了したいと思います。