

第 51 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 23 年 10 月 14 日(金)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 ・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) 平成 22 年度の業務実績の評価結果について
- (2) 平成 23 年度第 1 四半期運用状況について
- (3) その他

●大江審議役 それでは、第 51 回の運用委員会を開会いたします。

まず、委員の出欠状況でございますが、本日は稲葉委員が御都合により御欠席と伺っております。また臼杵委員は少々遅れておられます。いずれにいたしましても、御出席いただきました委員の皆様方が過半数を超えているということでございますので、会議は成立していることを御報告申し上げたいと思います。

また、本日は、9 月 8 日付で就任されました原口参事官にも御出席いただいておりますので御紹介をいたします。一言御挨拶いただければと思います。

●原口参事官 9 月 8 日付で参事官になりました原口でございます。どうぞよろしく願いいたします。

●大江審議役 なお、原口参事官は御都合により早めに途中退席することもあり得るというのを聞いておりますので、よろしく願いいたします。

続きまして、資料確認でございます。今日は大変大部になっておりますが、順次御説明いたしますと、まず委員限り 1 が、国内債券運用受託機関の選定（第一次審査結果）についてでございます。

委員限り 2、トランジション・マネジャーの公募についてでございます。

資料 1、社会保障審議会年金部会の専門委員会の設置についてということでございます。

委員限り 3、年金積立金の運用の在り方に関する論点について

資料 2、年金積立金管理運用独立行政法人の平成 22 年度の業務実績の評価結果

その後に 1 枚紙で薄い資料がございますが、その参考資料でございます。

資料 3 が、年金積立金管理運用独立行政法人平成 23 年度第 1 四半期運用状況でござ

います。

委員限り 4 が、各資産の運用状況の補足説明（市場運用分）

委員限り 5 - 1、8 月以降の市場動向について

委員限り 5 - 2、委員限り 6、これは委員会終了後、回収と書かせていただいている
ものですが、委員限り 5 - 2 リバランスの検討及び実施について

委員限り 6、平成 23 年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通し

最後に委員限り 7、リスク管理状況等の報告（平成 23 年 6・7 月）

ということでございますが、お揃いでしょうか。よろしいでしょうか。

また、先ほど申し上げたように、今回非常に資料が多くございますので、後で送って
ほしいという方は運用委員会終了後にそのまま机の上に置いていただければ、私ども御
指定の送付先に郵送させていただきますので、よろしく願いいたします。

それでは、以降の進行につきましては、委員長の方をお願いいたします。よろしくお
願いいたします。

○植田委員長 皆様、お忙しいところ、ありがとうございます。

最初に、原口参事官の御都合もありまして、今日の午前中に開催されました社会保障
審議会年金部会、年金財政における経済前提と年金積立金運用のあり方に関する専門委
員会につきまして、参事官より御説明等をお願いしたいと思えます。よろしく願いま
す。

●原口参事官 資料 1 を御覧いただきたいと思えます。本日第 1 回目を開催いたしました
専門委員会に関する資料でございます。

社会保障審議会年金部会において、既に年金制度に関しましての議論を始めていると
ころでございますが、その下に年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関す
る専門委員会を設置させていただいて、こちらで財政検証に向けた経済前提にかかわる
議論、積立金運用にかかわる議論をお願いするという事で議論を開始したところでご
ざいます。

設置の趣旨ですが、社会保障・税一体改革成案に盛り込まれた年金分野の改革項目の
実現に向けた検討を進めるために、社会保障審議会年金部会で議論を開始するのにあわ
せて、当部会における討議に資するため、年金財政における経済前提や積立金運用のあ
り方など、専門的・技術的な事項について検討を行う専門委員会として設置するという
ことでございます。検討項目としまして、年金財政計算に用いる経済前提としての各種
経済指標のあり方（短期・長期）、年金積立金の運用目標のあり方、運用目標と基本ポ
ートフォリオの関係などを御議論いただくというふうにいたしております。

次のページには、専門委員会の委員の名簿がございます。御覧のとおり、植田先生は
じめといたしまして、ここがございます先生方に専門委員会の委員として御審議をいた
だきました。

それで、本日の午後開催いたしまして、まずは資料なし、口頭で状況を御説明させて

いただきますが、前回 21 年の財政検証にかかわる資料、積立金運用にかかわる仕組み、あるいは GPIF の在り方に関する検討会の報告などで指摘されました事項、こういった資料を第 1 回ということで提出いたしましてフリートーキングをいただいたということでございます。

次回は 11 月 21 日に第 2 回を開催させていただき、管理運用法人の方からヒアリングをさせていただければと考えているところでございます。

なお、この専門委員会については、原則として議事は公開するというところで運営をいたしております。

以上、専門委員会について簡単に御説明させていただきました。

○植田委員長 ありがとうございます。

それでは、今の御説明につきまして、何か御質問等ありましたら、お願いいたします。

よろしければ、この件はこれまでにしまして、次は配付資料リストでは、上に戻りまして、委員限り 1、国内債券運用受託機関の選定（第一次審査結果）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 私の方から御説明をいたします。今般の応募の期間につきましては、8 月 1 日～9 月 13 日まで 1 か月余にわたりまして公募をしたところでございます。選定手続につきましては、参考資料 1 に記載してございますが、今般の第 1 次審査につきましては、左上段に記載のとおりでございまして、いわゆる要件審査をしたということでございます。

また、委員限り資料 1 に戻っていただきまして、第 1 次審査の結果でございまして、まずアクティブファンドでございまして、応募が 16 ファンドございました。うち 12 ファンドを 1 次通過とし、残り 4 ファンドを不通過としました。詳細は 2 のところで述べたいと思います。次にパッシブファンドのうちの総合型でございまして、応募が 4 ファンドございましたうち 3 ファンドを通過、1 ファンドを不通過としたところでございます。最後にパッシブファンドの国債型でございまして、こちらにも応募が 4 ファンドございましたが、こちらにつきましては全てを通過と整理をしたところでございます。

続きまして、2. 第 1 次審査の概要ですが、応募資格要件の審査の状況を記載してございますけれども、内容につきましては、参考 2、参考 3 を添付してございますので、そちらの方で御説明をしたいと思います。

まず参考 2 でございますけれども、こちらにつきましてはアクティブファンドの状況でございまして、1 ページ目に 8 ファンド、2 ページに 8 ファンド、合計 16 ファンドを記載してございます。左側に応募資格ということで 5 項目の整理をしたところでございます。1 ページ目を御覧になっていただきますと、1 の業者登録、2 の年金資産の残高が 1,000 億円以上、5 の過去 3 年以内に著しく不適当な行為をしたかどうかといった点でございまして、特にこの件につきまして要件を満たさなかった社はございませんでした。

ンドは実績なしということで500億円に足りておりません。ただし、全てのファンドとも3及び4の下段に書いてございますが、総合型のファンドで相応の実績を持っているということで、パッシブ運用でございますので、総合型のうち国債部分をカーブアウトしたもので問題ないものとし、総合型での金額及び実績期間をもって要件に足りると整理したところでございます。その結果、国債型につきましては4ファンド全て通過という内容でございました。

委員限り1の資料に戻っていただきたいと思いますが、ただいま御説明した内容が2の概要に記述してございます。

最後に、5ページの今後のスケジュール（案）でございますけれども、第2次審査につきましては、平成23年11月からヒアリングを開始したいと考えてございまして、年度内には2次審査の結果を運用委員会に掲上したいと考えてございます。3次審査につきましては、次年度以降というスケジュールを考えているところでございます。

私から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、お願いいたします。よろしいですか
- 臼杵委員 御説明ありがとうございます。御説明のところは分かったのですが、今後、前にもお話があったと思うのですが、債券のマネジャー・ストラクチャー自体をアクティブとパッシブの割合みたいなものは、これからこれの結果で考えるということでしょうか。
- 橋谷田運用部長 2次審査で各ファンドの内容を見させていただきまして、その整理の中で考えていきたいと。
- 臼杵委員 ちょっと気になるのは、インハウスと外部委託の、それもある意味でストラクチャーだと思うのですが、それについては、前にお話を伺った感じですと、比較的インハウスで効率的に運用されている印象を受けたのですが、それをどうするかということについても検討するのかどうかという点なのですが。
- 橋谷田運用部長 今のお話ですと、規模を拡大するといったところかと思っておりますけれども、インハウスの規模を拡大しますと、どうしても私どもの手口というのですか、売り買いといったもの、あるいは市場へのインパクトといったものが直接 GPIF の名前で出てくるといったところもございまして、現状ですと、同等の規模といったようなところを考えてございます。
- 臼杵委員 同等というのは、インハウスを今の規模で実施していく。
- 橋谷田運用部長 現状はそういうところでございます。
- 山崎委員 国内債券の金額の規模というのは、委員限り資料の4に書いてある国内債券58兆円で、パッシブ約47兆円、アクティブ約10兆円という金額が対象になるのでしょうか。市場運用分と書いてありますよね。これはインハウスだとどのようになっているのでしょうか。

●橋谷田運用部長 委員限り資料の4は6月末時点ということで、ただいまの部分でございますと、今おおよそ総合型でいきますと、1ファンド当たりで4兆円から5兆円という数字。○山崎委員 ファンド当たりですか。

●橋谷田運用部長 ファンド当たりでございます。そこは各社によって多少ばらつきはございますが、大体4兆円から5兆円という部分でございます。それから、国債型でいきますと、おおよそ1兆7,000億円程度といった水準でございます。

また、キャッシュアウト等対応ファンドを新たに作りまして、総合型から1~2兆円程度ずつということで、トータル10兆円のファンドをインハウスでやっている、こんな状況でございます。

○山崎委員 それは委員限り資料の4のところに書いてある国内債券58兆円は、先ほど言っておられたキャッシュアウト用に向ける部分がまだ反映されていないのですね。

●橋谷田運用部長 これはその前でございます。

○山崎委員 ここからその分が減ってくるのですね。

●橋谷田運用部長 はい。

○山崎委員 それでパッシブとアクティブも今の金額規模になっていて、それが今の御説明とリンクしていると。

●橋谷田運用部長 ただいまの1ファンド当たりというのは直近でお話しましたので、この6月末現在ですと、1~2兆円程度上乘せがされていると、こんな状況でございます。

○山崎委員 結論が出たら、この総額、50兆円ぐらいの部分について、それぞれ改めて、アクティブを議論するのですね。

●橋谷田運用部長 はい。

○山崎委員 分かりました。

○小幡委員 1次審査はこれでいいというか、こういう問題あると思わないのですけれども、もう少し後で言うべきことかもしれませんが、ちょっとした感想なのですけれども、基本的にもう少し柔軟というか、形式要件で1次はこういうものだと思うのですけれども、基本的に外形標準を中心に選んでいくという、心配しすぎかもしれませんが、要は GPIF に対してもマーケティングというか、どういふのだと通りやすいという、読み上げみたいな感じになって、結局実質的にどうなのだという、結果を出せるのかどうかというところの前でいろいろふるいにかけてすぎる可能性はないかなというのがちょっと心配していることで、例えばすごく小さい、規模がありますから小さいファンドをいっぱいぶら下げてもコストばかりかかってということもあるかもしれませんが、そもそも大枠のアセットアロケーションをかなり GPIF の外側でというか、我々のせいというか、かなりフィックスになっているので、その中ではもう少し柔軟にアロケートしてもいいのかなというか、遊びの部分という言い方おかしいのですけれども、自由に運用するような部分があってもいいのかなという気持ちで、小さい特色のあるものを

多めという考え方もあるかなど。手数料がどうこうという話になれば、それは向こうの選択というか、手数料は規模比例みたいな形で、普通に規模が小さくても別に高く手数料をもらえないということであれば、全体としては同じだと思うので、申し上げたいことは、結果優先というか、そのためにはもう少し柔軟な考え方の方が考え方としてはいいのかなという感想を持ちました。特にこの案に関しては意見ありません。

○植田委員長 何かありますか。

●橋谷田運用部長 応募の資格の中で、例えば1ファンド当たり500億円という水準は一般的にはかなり大きいという印象をお持ちになるかと思えますけれども、先ほど御覧になっていただきましたとおり、例えば私どもパッシブファンドでトータル32兆円という金額の中でみれば、かなり小さい、あまり要件でがちがちと締めたというところではないと、このように考えてございます。

また、小さなファンドをたくさんということになってしまう可能性もあるわけですが、我々の今の組織形態、陣容といったところも含めて考えますと、国内債券だけでなく、4資産を管理するという中では、余りたくさんファンドを管理するといったところは多少難しいのかなといった点もあるかと思っております。

○小幡委員 もう一步踏み込んで言うと、ちょっと考えすぎかもしれませんが、運用業界の中でのGPIFのレピュテーションといいますか、今までとちょっと違って、こういう柔軟なのとか、新しいのもやるのだなというふうになった方が長期的にいいのかなという、そういう感覚です。それが正しいかどうかは皆さん御議論、今日議論する必要はないと思うのですが、折に触れているいろんなことで検討できたらいいなと思っております。

○植田委員長 よろしいですか。

それでは次のテーマに移りまして、委員限り2トランジション・マネジャーの公募について、事務局からお願いいたします。

●橋谷田運用部長 引き続きまして、私の方から御説明をいたします。

まず1のトランジション・マネジメントの概要の(1)でございますけれども、トランジション・マネジメントとは、ということで書かせていただいておりますけれども、マネジャー・ストラクチャーの見直しの際に、当然に回収、配分といったことが起きますので、その資産の移管を仲介するサービスということでございまして、下のスキーム図のとおり、指定単を使いまして、回収ファンドから配分ファンドへの現物移管の橋渡しを効率的に行うという内容でございます。

(2)実施に当たりましては、配分先の希望する銘柄のうち、回収ファンドに存在するものについては現物移管で配分をするということは当然でございますけれども、銘柄の入れ替えが必要になるものについても、トランジション・マネジャーが一元的に市場の状況を見ながら売り買いをするといったことでマーケットのインパクトが抑えられ、コスト軽減の可能性が生じるということでございます。

このトランジション・マネジメントは、欧米においても一般的に使われているということでございますし、当法人も実は従来から信託銀行を利用して実施をしてまいりました。ただ、公募ということは行ってこなかったということでございます。

2 ページ目を御覧ください。「選定方法の見直し」ということでございますけれども、従来、公募を行ってこなかったということの説明をしてございますけれども、このトランジション・マネジメントにつきましては、迅速性ですとか、情報の秘匿性ということが重要な観点ということでございますので、私どもは過去、案件の都度信託銀行数社を指名しまして、その提案を受けて相手先を決定してきたところでございます。

今般、マネジャー・ストラクチャーの見直しに加えまして、平成 22 年度より、総合評価を行った結果で一部回収、配分を実施しているということがございまして、このトランジション・マネジメントの利用の機会が増えたことから、今般トランジション・マネジメントの効率性の向上の観点ということで、選定方法の見直しを行うこととした次第でございます。

3 でございますけれども、「公募に係る基本方針」でございしますが、(1) で各資産クラス毎に、公募により、予めトランジション・マネジャーとして信託銀行を複数社選定したいと考えてございます。いわゆるマネジャー・プール制ということでございます。具体的な案件というよりも、事前に準備しておくということでございます。また、マネジャーにつきましては、原則として2年毎に見直したいと考えている次第でございます。

(2) でございますけれども、選定に当たりましては、運用機関と同様にトランジションの体制ですとか意思決定プロセス、コンプライアンス、信託報酬等について審査を行いまして、この運用委員会で審議を経たい、このように考えてございます。この段階でプールするマネジャーの選定を行うという考えでございます。

選定の後に、具体的な案件が発生した場合にはということで(3) に書かせていただいておりますが、具体的な案件につきましては選定されましたマネジャー複数社に声がけをしまして、当法人で利用先を決定させていただきたいということでございます。ここは迅速性ですとか秘匿性の観点からタイムリーな執行をしていきたいという考えの下にこのような方針を立てたところでございます。

3 ページ目につきましては、その流れということでございますが、今般は書面審査、現地ヒアリングを一括で整理いたしまして、委員会の場に御提案をさせていただきたいと考えてございます。

それから、4 ページのところでございますが、今回の御審議をいただいた後に、早速公募に入りたいと思っております。公募要綱の要件を(1)～(3)に書かせていただいております。

(1) につきましては、指定単を活用ということを前提しておりますので、信託銀行の認可といったところ。

(2) 過去3年以内に著しく不適當な行為がないかどうかといったところ。

(3) 資産の移受管が生じますので、カウンターパーティーリスクということから、格付けについても審査の対象としたいと考えているところでございます。

5でございますが、今回の御審議を経ますと、10月中・下旬から11月の初旬にかけてまして、2週間程度公募をいたしまして、審査を11月中に終了し、12月の運用委員会にはこの案件を掲上したいと考えている次第でございます。

私からは以上でございます。

- 植田委員長 それでは、御意見、御質問等お願いします。
- 山崎委員 従来は数社を指名というのは、そちらで一応候補者を持っていて。
- 橋谷田運用部長 実績のあるところを調査いたしました。
- 山崎委員 その都度見ていたと。
- 橋谷田運用部長 そうです。
- 山崎委員 今回、機会が増えたのでというのは、増えたから事前に指名しておくのですか。
- 橋谷田運用部長 プールということです。
- 山崎委員 増えたというのは回数的にはどのぐらい増えているのですか。
- 橋谷田運用部長 今まではマネジャー・ストラクチャーの都度ということで、独法以降、4回ほどさせていただいているわけですが、平成18年度、20年度、22年度と1年置きになっておりますので、タイミングの問題でございまして、抜ける年度もございまして。総合評価は毎年度してございまして、その結果で、回収しないということも当然あり得るわけでございますが、4資産それぞれにそういう評価をいたしますので、そういう機会はかなり増えることを想定してございまして。
- 山崎委員 増えたことを踏まえと書いてあるが、増えることを踏まえ。
- 橋谷田運用部長 失礼しました。増えることを、です。平成22年度を前提に置いて書いておりますので過去形になってございますけれども。
- 山崎委員 分かりました。そういうことで、今度は事前に候補を決めておいて、必要に応じて起用する。
- 橋谷田運用部長 資産クラス毎の全員にすぐに連絡できるということでございまして。
- 山崎委員 分かりました。
- 臼杵委員 回収したものだけではなく配分もこれからすることになるという理解でよろしいですか。キャッシュアウトということと少し違い、だめなところから回収したものを新しいところに配分の場合もトランジションマネージャーを使いますか。
- 橋谷田運用部長 新規あるいは追加で配分ということもありますが、追加で受ける、あるいは新規のところが必要な銘柄をリストアップしてもらいますので、必要な銘柄を、このトランジション・マネジャーの1か所で、複数社のものをまとめて買いに行くと。
- 臼杵委員 アセットクラス毎に、それぞれ違う信託銀行になるのですか。
- 橋谷田運用部長 その可能性はございます。

- 白杵委員 それぞれ選ぶということですか。
- 橋谷田運用部長 そういことです。
- 白杵委員 信託銀行と多分証券会社があると思うのですが。
- 橋谷田運用部長 そこはセットになります。
- 白杵委員 信託銀行と証券会社というのはセットになっていて、どこを大体使っているというのは決まっているということなのではないでしょうか。
- 橋谷田運用部長 審査をする際に、どういう証券会社を選ぶのか、選ぶ基準ですとか、そういった部分も含めまして審査項目としたいと思っております。
- 植田委員長 他によろしいですか。
- 小幡委員 さっきの年金部会の話、1点だけ確認してもいいですか。植田委員長は委員に入っておられるのですが、GPIFのメンバーも議論に参加するかどうかという議論、前あったと思うのですがけれども、そういう立場で参加されているわけではなくて、一般的な有識者として植田先生は参加されているということなのですか。
- 原口参事官 御説明で、そこまで申し上げればよろしかったのですが、御指摘ありがとうございます。この専門委員会におきましては、今、おっしゃったとおり、GPIFにも議論に入っていただくようにと、運営しようと、こういうことございまして、立場をオブザーバーという形で出席いただいております。オブザーバーでございますけれども、参加していただく趣旨に鑑みまして、御意見については発言いただく形で運営を進めていくようにしようと考えております。委員としてはございません。
- 大江審議役 私が申し上げるのも何ですが、おそらく植田委員長は学識経験者という広い立場で入っておられるのだらうと思いますが、GPIFの立場としては、具体的に申し上げますと、私と清水室長が毎回オブザーバーとして、実は植田委員長の隣が私の席だったのでけれども、それくらいの割とフラットな形で入って、何かあれば、もちろん発言していいというか、そういう立場で参加をしていると。
- 小幡委員 つまり執行部がオブザーバーとして参加すると。
- 大江審議役 そうです。要するに法人として参加をするものですから、委員というのはどちらかという個人資格ですから、法人としてはオブザーバーとして入っております。
- 小幡委員 植田委員長はこちらにも有識者として御参加されていると。
- 原口参事官 有識者として。
- 大江審議役 そこは、あとは植田委員長がどういう立場で御発言されるか、今日も御発言されましたが、広いお立場だったような気がしますけど。
- 植田委員長 そうですね。私の立場は微妙ですが。
- 小幡委員 形としては非常に経済学者として有識者として参加されているという理解でいいですか。
- 原口参事官 はい。

○植田委員長 あくまで私は個人としてということで、GPIF を代表して責任を持ってということではないと思います。それでは、よろしいですか、今の点。

引き続き、次の委員限り 3 に基づきまして、年金積立金の運用の在り方に関する論点について、御説明をお願いします。

●清水調査室長 それでは、今の話題に深く関連する話といたしまして、資料を御用意させていただきましたので、これから御説明いたします。

先ほど、冒頭参事官からございましたとおり、今日第 1 回の専門委員会が開催されたわけでございます。この運用委員会、GPIF におきまして、それに先立つ形で検討作業班の設置について御了解いただきまして、9 月 12 日、10 月 12 日この 2 回にわたって、具体的には専門委員会への対応ということを念頭に議論してきたわけございまして、今回は 2 回の検討作業班で議論した内容をこの運用委員会に御説明するという趣旨でございます。

今日第 1 回の専門委員会が行われたわけでございますけれども、今日示されたスケジュールに従いますと、第 2 回、これは 11 月の初めということでございますけど、その 2 回目の場に GPIF としてヒアリングといたしますか、そういう形で、これは先ほどのいわゆる参画というところとはまた別の形で運用の課題について御説明を上げるというスケジュールになっているところでございまして、私どもとしましては、当然この運用委員会における皆様方の御意見、御議論を踏まえた形でヒアリングに臨むということが必要と考えてございますので、今回のこの資料は、そういう観点からまとめていると御理解いただければということでございます。

それでは、具体的な説明でございます。まず委員限り 3 の 1 の部分でございますけれども、専門委員会、その前に先立ちまして、GPIF の運用の在り方検討会の報告書をベースに、今後専門委員会にもおいても議論が進んでいくだろうということが考えられますので、まずそこでの議論を抜粋したものでございます。

まず、在り方検討会でございますけれども、特にここでは運用目標、運用の方向性に関する論点を 4 点ほど示させていただいているところでございます。まず運用目標に関する点につきましては、まず 1 点目でございますけれども、厚生労働大臣が GPIF、私どもに提示する運用目標は、運用利回りだけでなく、リスクについての考え方も併せて示す必要があるということ。これは一致した意見として整理されているわけでございます。

ただ、具体的な運用利回りをどうするかという点については、この 2 点目でございますけれども、これまで従来どおり、私どもに与えられた財政の安定に必要な利回りということで、賃金上昇率 + α 、こういう立て方ともう一つは、市場に立脚、マーケットサイドに立つという観点から、長期金利 + α 、この 2 つの意見があったわけございまして、これにつきましては、在り方検討会の報告書で、ある意味両論併記、こういう形になったわけでございます。

あと、3 点目、4 点目、これは具体的な運用の方向性に関する部分でございまして、

1つは積極運用といたしますか、いわゆる運用対象については、公的年金の運用対象としてなるべく広くユニバースを広げるということから不動産投資、プライベート・エクイティ、インフラ、こういうものを含めるべきだという意見と、もう一つは、年金給付の貴重な財源であるということを考えると、リスク性資産を拡大するということではなくて、安全運用を基本にすべきだと、こういう2つの意見があったということでございます。

あと4点目、これはいわゆる成長分野への投資ということでございますけれども、これはここに書いてございますとおり、国内の成長産業、新興国への投資、長期的に安定した収益の確保を期待できるインフラ投資、こういうことを推進することによって将来の経済成長、雇用創出、そういうようなものに、逆に年金資産が寄与すべきだと。その上で、そういった成長の結果の果実を収益として受け取るといった考え方。すなわち年金資産にある意味経済活性化、そういった目的を付与すべきだということの考え方がある一方で、そういうような成長分野はなかなか事前に見きわめることも難しいし、さらに市場はそういうような見きわめることができるような成長であれば、それは現在の市場の価格に既に織り込まれているはずだということを考えると、基本的には低リスクの資産による運用を第一に考えるべきという両論という形に整理されていたわけでございます。

次に(2)でございます、その前後、国会等におきまして、私どもの運用をめぐるいろいろな御議論が交わされているということでございます、ここでは2点でございます。

1つは、年金債務とのデュレーションマッチングという部分でございます。これは公的年金の債務のデュレーション、これは厚生労働省の報告書によりますと、大体50年というかなり長いものでございます。一方で、私ども国内債券、これにつきましては、ベンチマークがNOMURA-BPIということでございますので7年弱。この2つを照らし合わせると、私ども国内債券のベンチマークのデュレーションを長期化すべきではないか、こういった御意見があるわけでございます。

2点目につきましては、先ほどの在り方検討会とも関連いたしますけれども、成長分野への投資を積極的に行うべきであると。さらにはさきの震災対応、こういったことについても積極対応すべきではないか、こういった意見でございます。

次の2ページ目の2. その他検討課題、これにつきましては、一般に私ども運用に関して御指摘いただいているような意見。さらには今後次期基本ポートフォリオに向けてさまざまな議論、検討をしていく必要があるという中で、私どもとして、こういうことを技術的なものも含めて課題として検討すべきではないか、こういったことをある意味広く挙げたものでございます。

具体的に御説明いたしますと、まずその他検討課題の上から3つ目、これにつきましては、我々内部というよりは、むしろ一般のところからいただいている意見ということ

でございます。1つは、基本ポートフォリオの見直し期間、これは今5年に1回、財政検証に合わせているということでございますけれども、これを短くしてリバランスをより積極的に行うべきではないかといった御意見。もう一つは、賃金を上回ってればよいと。私ども賃金上昇率 $+ \alpha$ ということで、ただ、これは長期的観点からの運用目標ということで私どもは理解しているわけですが、当面の足元のデフレ、賃金がマイナスであるという環境下ではそれ自体がディスインセンティブになっているのではないのかという御指摘であります。

さらには、私どもが実際運用機関を選ぶ、ある意味でのファンド・オブ・ファンズとしての機能がマンドートの1つであるということに照らすと、運用委託先選びの一部を実際民間のプロの業者に任せて、私どもが選ぶ運用機関と競わせるといったことが考えられないか、こういった御意見でございます。

次の4点目でございます。これにつきましては、ある程度、技術的というよりは、さまざまな運用環境の変化等に照らして、これから検討課題の1つとして議論すべきであろうと私どもとして考えているテーマでございます。1つは金利上昇リスク、これにつきましては、この委員会でもいろいろ御意見いただいているわけですが、これの対応とトータルリスクの抑制。金利上昇リスクに対応するには単純には債券の割合を減らして株の割合を増やす。あるいはデュレーションを短くすると、こういった対応を考えるわけでございますけれども、株の割合を上げる、あるいは債券の割合を下げるということとなれば、これは逆にリスクの上昇ということにつながりますので、こういったことをどう考えるかといったことでございます。

あと、キャッシュアウト等対応、当面それなりのキャッシュアウトがあるということを見ると、これにつきましては、いわゆるキャッシュアウト等対応ファンドという形でとりあえず10兆円のファンドをつくらせていただいたところでございますが、これをどういう形で、あくまでも運用上の1つの対応として位置づけるのか、基本ポートフォリオとの関係をしっかり考えた上で検討するのか、こういった内容でございます。

あと、もう一つ、次でございますけれども、いわゆるホームカンントリーバイアス、これは従前からこの委員会も含めまして御指摘をいただいているところでございまして、こういったものを修正するという観点から株式、債券いずれも、ある意味、グローバルマンドートというものを一部導入することについて検討する必要があるのではないかと。ただ、これにつきましては、基本ポートフォリオ上の位置づけをどうするのか、こういったことも関連してくるということでございます。

あとは従来から検討課題となっているオルタナティブ投資ということでございます。

次の8点目でございますが、これはどちらかというと技術的な課題でございます。1つはリスク要因ベースのアセットアロケーション、特にカルパース、ATP(デンマーク)においては、例のリーマン・ショック等を受けまして、従来の伝統的資産クラスによるアセットアロケーションから一歩進んで、より背後にあるリスク要因、例えばクレジッ

ト、インフレ、そういうところにより配慮したアセットアロケーションについていろいろ検討が進んでいるということです。これに関する技術的な検討。あとは最適化における年金財政モデルの活用。さらにはリターン分布、特に最近見てきたのは、これはリーマン・ショックもそうですし、あるいはギリシャ危機等々に見られるようなファットテール性・非正規性の問題。あとは長期的な相関関係。投資ホライズンと多期間最適化。技術的な課題として、長期金利水準の推定。国内株式の期待リターンの推計方法でございます。

あとは前回の基本ポートフォリオの議論の中でも若干出たわけでございますけれども、経済成長率と賃金上昇率、長期金利との理論的関係の検討、こういった技術的な課題もあるということでございます。

これらはいずれにしろ、すぐというよりは、今後の基本ポートフォリオ構築、若干長いタイムホライズンで検討すべき課題と御理解いただければと思いますけれども、次の「3. 当面の検討課題」につきましては、今後の専門委員会における議論を念頭に置いた場合、まずこの辺りについては、ある意味集中的に御議論いただければということでございますので、これから御議論いただくときに、3以降を特に念頭に置いて御意見いただければありがたいと考えています。

具体的には、当初の専門委員会の議論の照準といいますのは、運用目標のあり方であろうということでございますので、この運用目標、先ほど金利+ α 、賃金上昇率+ α ということでございますけれども、これについては年金財政が賃金、物価により変化するということを考えて、賃金上昇率+ α が妥当ではないかということ。

ただ、在り方検討会の議論を考えますと、賃金に連動するような資産がないからなかなか運用目標に見合ったポートフォリオを構築するのは難しいのではないかと、こういったことが逆に金利+ α を主張する方の意見のある意味の根拠となっていたということでございますけれども、これについては、在り方検討会の議論でも出た御意見であるのですけれども、賃金と伝統的な資産との間には短期的にはそんなに関係がないのだけれども、長期的に考えるとそれなりの相関があると、そういうことを利用すれば運用目標と整合的なポートフォリオの構築は可能であるということが1点。

あと、それに比しまして3ページ目に移りますけれども、金利+ α 、これの運用目標につきましても、金利変動と債券運用のパフォーマンスは反比例するということが1点。これはよく考えなくてはいけないということが1点。金利が上がれば債券利回りが下がるということでございます。それに関連いたしますと、金利は基本的にマイナスにならないわけですが、債券リターンは、逆にマイナスになり得る。例えば今後緩やかな金利上昇がずっと続いていくことを想定いたしますと、その間、債券パフォーマンスはずっとマイナスになるということにもなりますので、そうするとそういった場合の運用目標との関係についてどう考えるのかという話が出てくるだろうということでございます。

あと、厚生労働省の専門委員会において、 α を定量的に決定することは、結局分散投

資というものを前提とすれば、実質的にポートフォリオを決めていることにもなる。αを決めるということはその背後に何らかのポートフォリオを想定しないと決められないといった事情もございますので、そういったことをどう考えるのか。

また、賃金上昇率+αの運用目標を設定する場合でも、より賃金や物価に連動するような運用対象資産について検討が必要ではないか、こういった点でございます。

以上が運用目標に関する話でございます。

次に B. リスクの考え方でございますけれども、まず前提として、ここの資料では運用目標とリスクを別々、A と B という形で分けて書いてございますが、まず2点目でございます。そもそも目標運用利回りとリスクの考え方は一体的に検討することが必要であろうということでございます。これに関しまして、今現在どんな感じになっているかということを確認するために用意したのが、委員限り3の参考資料1ということでございます。

この横長の資料の中期目標（第1期）を御覧いただきたいと思っておりますけれども、第1期の運用目標でございますけれども、ここでは①の部分といたしまして、年金財政は、実質的な運用利回りが確保される限り基本的には影響を受けないということなので、年金財政上の諸前提における実質的な運用利回りを確保するよう、長期的に維持すべき資産構成割合を定め、これが1つの運用目標、つまり賃金上昇率+αであるということが1点でございます。

下の段でございますけれども、ポートフォリオは、年金財政上の諸前提と整合的なものとなるように策定することとし、その際、実質的な運用利回りを確保するということが1点。

あともう一つは、リスクでございます。年金財政安定化の視点から、変動リスクを一定範囲に抑える資産構成とすること。最後に書いてございますけど、ポートフォリオ全体のリスクを最小限に抑制すること。こういった記述になっております。

ここで整合性が求められる年金財政上の諸前提をちょっと見ますと、裏でございますけれども、ここで実は物価上昇率 1.0%、賃金上昇率 2.1%。当然実質的な運用利回り 1.1%というのはあるのですが、それを超えて実質的運用利回り 1.1%を確保するに当たって、物価上昇率は 1.0%を使い、あるいは賃金上昇率は 2.1%を前提とせよと、こういう形になっているわけでございます。ここのところでは、いわゆる名目の世界と実質的といいますか、その世界がある意味、1対1の関係で運用目標が与えられていることになっていることに御留意いただければということでございます。

もとに戻っていただきまして、いずれにしても運用目標とリスクは一体的に検討することが必要であるということ的前提として、まずリスク・リターンの示し方という点につきましては、これは有効フロンティアを想定すれば、リスクが決まればそれに対する最大リターンということでリターンが後追いで決まる。逆にリターンを示せば、それを最小リスクという形でリスクは結果として決まってくるということでございますので、

リスクとリターンの数値的な水準を同時に提示することが難しいのではないかと。そうすると、リターンを示して最小リスクにしろという形でのミッションか、あるいはリスクの水準を示していただいて、なるべくリターンを上げろという形のミッションか、どちらしかないのかなということが1点でございます。これにつきましては、当然年金財政上の目標利回りということを考えますと、リターンをいただいて、何らかのリスクを最小化するという構成になるのではないかとということが1点。

あと、目標運用利回りとリスクについての考え方でございますが、これを一体的に検討するという観点からは、例えば賃金上昇率 $+ \alpha$ の場合、リスクについても、例えば実質的なリターンのばらつきをリスクの尺度とすることが考えられるのではないかと。この点でございます。すなわち賃金上昇率 $+ \alpha$ ということですので、 α がどのくらい動くのかということがリスクについての基本的な把握の仕方になるのではないかと。この点でございます。

それをさらに超えて年金財政上の長期的なダウンサイドリスク指標、こういうものをリスクとして考慮することが考えられるのかどうか。そう考えますと、これまで私どもは国内債券並みという従来の意識していたリスクがあるわけでございますので、これとの関係をどう考えるか、こういったことが論点になってくるだろうということです。

あと、C.その他といたしまして、財政検証の経済前提(物価、賃金、長期金利)は、足下から長期にわたって、経済や市場環境に立脚して設定する必要があるということでございます。

これにつきましては、参考資料2を御覧いただきたいと思っております。これが平成21年の財政検証の経済前提を示したものでございまして、第2期の基本ポートフォリオの議論の中では、実はこの数字について、この運用委員会の場でもかなり議論されたということございまして、具体的には、将来の長期的な前提といたしましては、一番右の2番目と申しますか、平成32年度以降を見ていただきますと、物価上昇率1.0%、賃金上昇率2.5%、実質賃金上昇率1.5%、名目長期金利が3.7%、運用利回りとしては4.1%、一番下の対賃金上昇率が1.6%、こういう数字であったわけでございますけれども、そもそもこの水準自体が妥当かどうかという点もあつたわけですが、それに加えて、足下の経済前提、これは具体的には内閣府における経済見通しをそのまま使ったということでございますけれども、これを見ていただきますと、物価上昇率につきましても、平成22年度は0.2%から23年度1.4%、ここでデフレ脱却という形で推移いたしまして、27年度で2.5%まで上がって、それからいきなり1.0%という長期の方の世界に行ってしまう。

さらには賃金上昇率については、平成22年度から3.4%、2.7%、2.8%と2%後半というかなり高い数字がセットされて、結果として、実質的な運用利回りにつきましても初めはマイナスでいいと、こんな感じの数字であったということございまして、そもそもこのような数字をどう考えるのか。こういった全体の数字に立脚したポートフォリ

オとは一体どういうことなのか、こういったことが議論としてあるわけです。

したがって、少なくともこういった年金財政で使われる経済前提については、それが運用サイドにも使用されるということを前提とすれば、それは経済や市場環境に立脚したコンセンサスのとれた数字にさせていただく必要がどうしてもあるということがこの趣旨でございます。

あとは、いわゆるポートフォリオの適用期間といいますか、投資ホライズンの問題でございまして、財政検証における経済前提の適用期間。これは大体 10 年ぐらいかけて長期の前提に移っていくと、こういうことを想定しているわけでございますので、そういう中で、私どもがつくるポートは一体どこを投資ホライズンとして考えたらいいか。これは前回の基本ポートフォリオの議論の中では短期ポート、長期ポートの二元ポートみたいな検討課題もあったわけですが、そういった点でございます。

以上が経済前提と運用目標に関する部分でございまして、次の（２）運用手法についてということでございます。

まず A. でございますけれども、これは先ほど国会でもいろいろ御意見いただいているデュレーションの長期化というものですが、デュレーションの長期化、これについてはよく考えなくてはいけない点があるというのは、具体的には公的年金債務のキャッシュフローが、物価・賃金によって変動して、いわゆる企業年金のように固定的ではないということでございます。これにつきまして資料を若干用意させていただきました。それが参考資料 3 でございます。

これは上と下、書いてございます。状況といたしましては、当初の前提、金利が 3 % で賃金上昇率が 0 %。それがインフレ期待等で金利が 5 % に上昇し、さらに賃金については 1 % 上昇すると、ここでは環境変化も想定したときに、いわゆる年金の債務資産、こういうものはどのようになるかということをお示したものでございまして、この上の部分については、給付費の名目額が固定している、すなわち企業年金のように、あくまでも年金給付というのが名目の給付の額であるといった場合について、簡単のために現在と 1 年後を比較しています

ここで、まずデュレーションマッチングというものを考えるということでございますが、この左の方で、1 年後、100 の給付を払わなくてはならないときに、金利 3 % でございますと、これは単純なきちんとした計算ではありませんけれども、金利 3 % を前提とすると、現在の価値というのは大体 97 ぐらいになるというのが上でございます。

そこでいわゆる企業年金において議論されますようなデュレーションマッチングでございまして、そこでこの資産をデュレーション 1 年の債券で固める。すなわち償還が 1 年後の満期に 100 戻ってくるような債券を買うということにする。このことによってデュレーションを一致させる。

こうしておきますと、仮に先ほど想定したように金利が 5 % になった場合にどうなるかということですが、この場合、金利 5 % ということで割引率が上がりますので、その

分、割り引かれて現在債務は減るということになります。すなわち3%の場合には、この1年に対して3%分の利子がつくという前提で100が97でいいと。一方で金利5%の場合には、金利が上がって、1年間で5%分の金利が入ってくるということを前提として、今持っている額が決まるわけですので、1年後の100の給付は95ぐらいになるということです。その場合、給付の100というのは名目額で確定して変わりませんので、この場合、債券がどうなるかという、債券も金利が5%に上昇することによって額面100の割引債が95という現在価値を持つ。結果として債務も95に減り、さらに資産も95に減るわけですので、過不足というものは発生しないという形でデュレーションマッチングによって、いわゆる過不足リスクというのがある意味なくなると、こういったシチュエーションでございます。

ところが公的年金の場合は、企業年金と異なりますので、この給付が賃金上昇によって変化するというを十分考慮しなくてはならない、ということを示したのが下の部分でございます。右の部分、下の部分を見ていただきますと、上の方の企業年金の場合には100のまま賃金が上がっても100のまま変わらなかったわけですが、これが公的年金となりますと、賃金が1%上昇しておりますので、実は1年後の給付は100ではなくて、101になってしまうことになり、ここが企業年金と違うところでございます。

一方で、いわゆる名目の割引債は、これは賃金にリンクしているわけですので、額面100はそのまま結局残ってしまう。そうするとその結果、割引債、資産は、償還100が5%に上がることで95に減ってしまうのに対して、給付は賃金が1%上がってしまうので、必ずしも95にならずにその分だけ増えてしまうということでございます。こんな形で結局不一致になる。つまりデュレーションを一致させても必ずしも金利変動リスクを排除することができないと、こういった内容でございます。

ちょっと長くなりましたけれども、こういったことから、3ページ目に戻っていただきますと、資産と負債のデュレーションを合わせたとしても、年金制度全体のリスクが減るとは限らないといったことが1点。

あと、デュレーションの長期化につきましては、現在のような低金利局面で長期化を図る。これで多少利回りの向上が見込まれるとしても、国内債券のリターンを低い水準で相当な期間にわたって固定してしまうと、こういったものもあるだろう。

さらに長期化、すなわちデュレーションを長くすることはそれだけ金利変動リスクが増えることになりますので、その後、金利上昇したときにはそれに伴うキャピタルロスというのは現在よりは多く発生するというものについてどう考えるかといったことでございます。

あと、最後でございますが、ちょっと長くなって恐縮でございますが、B. キャッシュアウト対応ということでございまして、これは当面の間、年間数兆円にも及ぶキャッシュアウトが見込まれる場合に、私どものポートフォリオは、基本的には長期的観点からの効率的な運用という考え方で組んでおるわけですが、そういう意味での効率的運用を

確保しつつも市場への影響を回避し、キャッシュアウトが安定的に実施できるような仕組み、こういうものを中期目標等において整備することが必要ではないか。

そもそも長期運用という概念とキャッシュアウトというのは必ずしも相入れないといえますか、実際のキャッシュ化ということと相入れないところがございまして、そういうものを何らかの形で整合的に仕組めるようなものが考えられないのか。

当然、そのためにはキャッシュアウト額をある程度の精度のもとで予測することが必要となるということでございまして、先ほど御説明したように、キャッシュアウト額自体が賃金や物価によって変化することを考えますと、完全にそこをぴたっと固める、例えば国内債券で固めるということとはできないわけですので、キャッシュアウト対応部分のみならず収益追求部分というか、長期運用部分についても、流動性についての配慮が必要となると、こういった内容でございまして。

以上、ちょっと長くなりましたけれども、検討作業班での議論ということで御説明させていただきます次第でございまして。

○植田委員長 ありがとうございます。

●原口参事官 委員長、恐れ入ります。私、退席させていただかないといけないのですが、ちょっと議事の最中、大変恐縮ですが、1点退席前に口頭で御報告を申し訳ありませんが、お許しいただければと思います。

独立行政法人改革の関係でございまして、行政刷新会議の下に独立行政法人の改革分科会が設置され、今月になりまして、その下のワーキンググループが全ての独立行政法人を対象にヒアリングを始めています。まとまった資料がなく、今日は御報告控えようかと思っておったのでございましてけれども、実はこのワーキングで全ての法人についてヒアリングやった上で、分科会が本日開催され、各ワーキングから報告をされた。その報告がどうもそのまま中間報告ということでワーキングのまとめで公表されているようでございましたので、そのような動きがあったということをお報告させていただきたいと思われました。

このヒアリングでございましてけれども、全ての独立行政法人についてまず必要性をゼロベースから検討すると、こういうことで法人は必要なのかと、廃止できないかということから始まりまして、民間法人にできないか、他の独法と統合できないか等、ヒアリングを受けたということでございまして。

さらに何か法人のあり方について改革の方法がないかを問われておまして、こちらの GPIF に関しましては、法人の在り方検討会でガバナンスのあり方につきまして御提言をいただいておりますので、できれば合議制を導入するなど、そうしたあり方が適当ではないかという指摘をいただいているということをお申し上げたところでございまして。

この中間報告では、議論しますときには、他の独立行政法人との統合があり得ないかということなど問われておまして、本日の分科会の報告の中でも、例えば日本年金機

構と統合できないかと、そういうことをこれから詰めると。また、法人自体について合議制をとるべきではないかということこれから検討していくと、こんなことを報告されたとのこと。こうした報告が公表がなされているようでしたので、議事の途中で大変申し訳ございませんでしたが、御報告させていただきたいと思えます。

○植田委員長 ありがとうございます。

●原口参事官 もし、この場で御質問などがございましたら。

○植田委員長 いかがですか、御質問等。

○小幡委員 中間報告というのはどのくらい力というか。

●原口参事官 ワーキングのヒアリングはこれからもまだ続いていくという位置づけでございまして、分科会の下のワーキング毎にヒアリングの状況を中間報告として分科会に報告されたという段階でございまして。

○小幡委員 今後まともな議論がなされる余地はあるのか。このままだったらめっちゃになってしまいますね。今のお話、どこまで実現されるのか。

●原口参事官 合議制の導入の必要性についても検討する。また他方では、他の独法との統合はないのかということも検討する。そういうことがこれからの論点であると。

○小幡委員 検討を誰がするのですか、私たちがするのですか。

●原口参事官 いえ、これは分科会の方で検討するということであると思えます。

○小幡委員 全く分かってない人たちがすると、端的に言うと。

●原口参事官 これからもヒアリングの機会があるかと思えますので、またこの法人の設立の経緯はじめ、既に説明はしてはまいりましたが、さらに説明を重ねてまいりたいと思えます。どうも途中、申し訳ございませんでした。失礼させていただきます。

○植田委員長 それでは、先ほど御説明いただいた点に戻りますが。

○宇野委員長代理 検討作業班での議論を少し私から補足をさせていただきたいと思えます。今、御説明いただきました資料に基づきまして2回議論いたしまして、この資料に既にその議論の結果が反映されているところがございましてけれども、3ページ目のところの上から2番目のポイント、賃金上昇率 α という形で運用目標が設定されることを前提にしたときに、これに見合った運用対象資産が現状でよいかどうかということの検討の必要性ということが何人かの方々から指摘がございました。

それから、Cの2点でございましてけれども、財政検証というのは年金制度の維持ということの目的とそれに見合った運用の可能性ということの整合性をとった形で検討がされるものと思えますけれども、これは比較的長期にわたって制度が均衡するということに問題の置き方があるのに対して、実際にこちらで設定する基本ポートフォリオの場合にはもう少し短い期間を前提にして、かつ足下の経済前提からあまり大きく離れては基本ポートフォリオ自体を設定しにくいということを前回の議論の中で経験されたところでありまして、財政検証上の経済前提というものと基本ポートフォリオを考える上での前提が必ず一致していなければいけないというしぼりになることは非常に弊

害が大きいということが議論として上がりまして、その他のところのような追記をしていただきました。

もう一点、最後のページのキャッシュアウトの関連ですけれども、この運用委員会の中で、キャッシュアウト対応のための措置が既に議論されて実行されているわけですけれども、次の基本ポートフォリオの設定の議論の中では、どの程度キャッシュアウトのために全体の資産を割くべきなのかというようなところについてももう少し踏み込んだ議論をしていただいて、その下で効率的な運用を目指す部分とキャッシュアウトに対応するために目指す部分というものの適切な金額の配分ということが理解されるような方向性が必要なのではないかということがございました。

以上の3点が議論の中で指摘されて、この資料の中に追加されたということでございます。

○植田委員長 この紙に出ている論点自体は、当法人にとってずっと大きな問題であることばかりなのですが、時間が大分押ししておりまして、これをいちいち議論していたら何時間あっても足りないのですが、とりあえずの意味は、先ほど最初に説明がありました年金部会の専門委員会で先ほど説明があったような議論があり、次の回でしたか。

●大江審議役 次回の専門委員会、11月上旬に予定しておりまして、そこで恐らく理事長からヒアリングをするということになるかと思います。そこで私ども期待されている課題は、現場を預かる者としての運用の課題といったことが期待されているようでございますが、ここに、当面の課題、2ページ以降に書いてあるようなことは作業班、あるいは運用委員会で御議論いただいたものを背景に、言うべきことは言っていく。あるいは質疑対応の中でさらに踏み込んでどこまで行くか。ただ、申し上げなければいけないのは、先ほど参事官が言ったように、全部完全公開の場なものですから、どこまでどう言えるのかというのなかなか難しいのもございますので、ただ、こういう背景というか、方針をいただきながら、どこまでどう言うかというのはちょっと考えながら、マーケットに与える影響が出るものはなかなか言い難いのかもかもしれませんが、いずれにしても、こういったものを踏まえて、さらに11月に対応していくと。

どちらかという、2ページの下あたりからの方針を少しいただいた上で臨みたいというのが趣旨でございます。

○植田委員長 そうですね。専門委員会の次回は GPIF からのヒアリングということで、かなり全般にわたって聞かれるのだと思うのですけど。

●大江審議役 今日配られていましたけれども、11月上旬は一応テーマ2つありまして、前半が私どものヒアリング、多分1時間ぐらい。後半が経済前提のモデルについてというのがざっくりありましたので、多分前半の1時間で、私どもが例えば20分ぐらい説明して、40分質疑と。ですから今日もかなり事務局の説明も長かったのですが、専門委員会の委員がたくさんいらっしゃる中で質疑を行っているうちに結構時間はとるのか

もしれません。

○植田委員長 そちらの委員会で、次回以降もこういう話題については折に触れて当然議論がなされるということですね。

●大江審議役 私どもとしては、常時、私と清水がオブザーバーで出ておりますので、何か GPIF どうなのだというときはこういうのを、あるいは言う場面があれば言うということ、背景を持ちながら、次回は時間もそんなにありませんので、まず GPIF を分かっていたいてない専門委員の方、多くいらっしゃるかなと思いますので、それも分かっていたきつつ、こういう課題にも触れていくということかなというふうに考えています。

○植田委員長 私が今朝見ていた感じでは、とりあえずのそちらの委員会の最大の目標は財政計算の経済前提のほうについてもう少し合理的という言い方がいいかは別として、フラットに見てみたら、ちゃんと見てみたらどうなるかというところを議論しよう。その上で運用目標のあり方についてというところに議論が行くのだと思うんですが、そんなに変なことにはならないような気持ちがするのですが、私、先ほど個人ということで、個人の資格でというふうに申し上げましたが、ここでの議論、検討作業班での議論も踏まえた上で、あちらの委員会では発言していきたいと思います。

その上で、今日は皆さんにどこまで検討していただければよろしいのですか。何か御意見があればという程度ですか。

●大江審議役 2 ページの 3. 当面の検討課題に書いてあるようなところは、大体皆さん違わないかなと思っておりまして、特段異論がなければ、こういうのをういつつ、どこまでどう言うかというのはあるのですけれども、ただ、それ以外の 1 とか、特に 2 に書いてあるような具体的な課題は今後やりながら、よく相談しながら、ということで対応、臨ませていただければと思っています。

○小幡委員 率直に言うと、この紙はこれでいいですし、自分の意見が合うところも合わないところもあるのですが、それは皆さんも意見合うところと合わないところがあって、1 つに絞るというものでもないと思うのですが、例えば運用目標のあり方について両方あるねということですよ。説明するときに、向こうというか、専門委員の方々は結局いろんな論点がありますと言われても全然分からないのかなという気もする。例えば現実的でないかもしれませんが、運用利回りはいろいろ議論があるみたいだけど、実際の運用の現場としてはどうなのかと言われたときに、いや、こっちの方が絶対本当はいいのです。でも運用の立場としてはこうですというものを、いろんな他の要因があって、こういうふうになっているという認識です、たとえば、ああそうなのか。それでそのとおりやってくれるかどうかはともかく、全体のことを考えて、両方考え方がありますというと、何だかよく分からないという感じにならないですか。よく分かっている人が聞けば、論点をカバーしているという意味は分かると思うのだけど。

●大江審議役 これから実際 11 月までに考えておかなければいけないのは、在り方検討会

の議論でも、賃金上昇率+ α をヘッジする資産がないから金利+ α にすればよいじゃないかというような指摘があって、ただ、ある程度5年とか、そういうスパンで見ると、債券と賃金の相関が大体0.8ぐらいまでなってくると。そういうことも考えると、何も賃金上昇率+ α をヘッジする資産がないということではないですよとか、例えばそういうファクトをきちんとお話しできるのだったらすると。

その上で、ただ最終的に目標を決めるのは、厚生労働大臣になりますけれども、GPIFとして金利+ α のほうがいいのだろうかというふうに聞かれたときには、賃金上昇率+ α でもきちんと対応できることはできるということを示し上げるということも十分な意義があるだろうと。ただ、後はどこまでどう言うかというのはさらに詰めていく必要あると思います。

- 植田委員長 当面の検討課題のところは、ある程度きちんと理解していただくのはなかなか難しい部分があるので、ここで誤解が生じないように理解していただく努力をするということも専門委員会のほうで非常に大事な部分のように思いましたけれども。
- 小幡委員 率直な議論がどこまでできるのかよく分からなくて、「賃金上昇率+ α 」でいいのだけど、4.1はどう見ても無理とは言えないのですよね。
- 植田委員長 それは言えると思いますよ。
- 小幡委員 言えるのですか。それはモデルのほうの議論と分けられているから、前提は前提で別に議論するのですよね。
- 植田委員長 直接4.1がいいか悪いかというのは別として、何らかのそれにつながる推論のプロセスが合理的なものかどうかというのは十分議論されるはずですけど。
- 大江審議役 補足させていただければ、植田委員長も今日出られていて、議論も現にありましたけれども、結局、賃金上昇率+ α で実質的利回り確保といった場合に、ただ物価なり賃金がマイナスだと、それこそマクロスライド全く働かないと、そういう世界を前提にした賃金上昇率+ α というのはある程度現実離れというか、全然想定が違ってくるということを考えると、ある程度名目も意識しながら、プラスアルファというのが実際どう効いてくるのかというのが議論としては出てくるのだと。そういう意味で、最終的に賃金上昇率+ α であったとしても、その前提としての物価とか賃金をどのくらい想定するか。それがマクロスライドにどのくらい効いてくるとかという議論は必ず財政検証とか数字を計算していく上では出てくるのだろうというふうに理解しておりますけれども。
- 佐藤委員 足下の経済前提については、前回基本ポートフォリオを検討するときにも随分疑問に上がり、これは本当に現実的なところなのだろうかということもありましたので、もしこういうところも議論になるのであればしっかりと議論をしていただきたいなと思います。足下を見ていると、違和感がかなりあるのですよね。どれぐらい足下なのか、私もよく分からないのですが、新聞に書かれていることとか、自分の会社の状況を見ていると違和感がありますので、そういうところも含めてしっかりいろいろ議

論していただければと思います。

- 能見委員 1つだけ言えるのは、今の話だけれども、前回、数値目標設定できなかったのは、財政検証と間の乖離が説明つかなくて、それでどんな議論しても整合性のある目標が立てられなかったというのが現実なのですね。もう一つは、賃金のマイナススライドというのがないので、そこも破綻するのですよね。ですからその辺が運用目標の設定の難しさとしてあったということを率直に言ったほうがいいのではないのでしょうか。
- 小幡委員 率直に言わないと。
- 能見委員 それを率直に言わないと委員の方々は理解できないと思うのですよ。
- 植田委員長 大丈夫でございますというか、努力している。結果がどうなるかまでは保証の限りではないです。
- 草野委員 今の点について全く異論ないのですが、期日は決まっているのですか。いつまでに専門委員会は結論を出せということになっているのですか。
- 大江審議役 一応これは今年から始めて来年もずっと専門委員会で回っていくということでございます。ただ、今日示された専門委員会の予定を見ますと、年内は決まっているのですが、年明け以降は今後どういう進め方をするか検討ということでございますので、必ずしも明確ではないと。一方で年金部会の方では制度論をやっておりますので、恐らく全体の様子を見ながら考えていくと。ただ、若干時間もかかるのかなと、これは私の感想というか、憶測ではございますが、そんなところかなというのが正直でございます。
- 植田委員長 そうですね。完全に数値で落とすには新しい人口推計を使いたいということで、それが出るのは来年初めということですので、そこまでは見通しのところですけども、思考プロセスのチェックというような作業だと思います。人口推計、新しいのが出てきてからもう少し先にという話だと思いますけど。
それではちょっと時間も押しておりますので、この点につきましては、今日はこのあたりでよろしいでしょうか。
- 村上委員 余計なことかもしれないのですが、資料の1ページに国会における意見というのが2つ載っていますが、これはどのような取扱いなのですか。今後、何か検討課題としてやっていくという意味でここに載っているのでしょうか。
- 大江審議役 ここに書かせていただいているのは、在り方検討会をはじめいろんなところからいろんな議論が出ていますと。そういう意味では、まずファクトシートみたいなものでございまして、言われていることを集めた。この中にはそもそも私どもだけというよりも国自身がどう判断するのかというものも入っておりますので、そういった意味でかなり幅広にはしておりますけれども、我々だけではなくて、そもそも例えば成長分野に投資するといったら、要するに金融の考え方を超えて政策に協力しろということですから、それは私どもが判断できるというよりは、そういうことかどうかというのは別途政府が検討すべきというものもちょっと入っておりますが、ただ、こういうことが

言われる中でこの議論が進んでいくという意味で書かせていただきました。

○村上委員 分かりました。

○植田委員長 一部の先生にこういうことをおっしゃっている方がいらっしゃるという面もあると思います。

それでは、よろしければ、次に議題 1、平成 22 年度の業務実績の評価結果について、そして議題 2 平成 23 年度第 1 四半期運用状況について、御説明をお願いいたします。

●大江審議役 時間も押しておりますのでコンパクトに御説明させていただきます。

資料 2 の後ろに 1 枚紙の資料に参考資料の表が付いておりますので、それで簡単にまず御説明いたします。

これは独法評価委員会の評価結果を S、A、B でまとめたものでございます。右の四角で囲っております自己評価というのが前回運用委員会でも御報告いたしました。右の評定というのがその独法評価委員会の結果でございます。基本的には S が若干減って、それが A、B ということでございます。結果としては概ね良かった。若干御説明いたしますと、評価項目 5、基本ポートフォリオ、これが A から B になりましたのは、私どもは短期的モデルを使いまして、マーケットが変動したときの状況を追いかけておりますけれども、評価委員の中からはマクロ分析みたいなものをしっかりやるべしということで B という御指摘があったところでございます。

それから、評価項目 7 と 10 が S から A になっておりますが、これは正直申し上げましてなかなか全体に評価を厳しくしようという動きの中で S が A になったものと理解しております。そういう意味で、評価項目 11 の手数料節減のように、ある程度分かりやすいものは S として残ったということであろうかと理解しております。

それから、四半期の運用状況、資料 3、横長の資料でございます。これは 4～6 月期でございますので、むしろ 7 月のところが気になるところでございますけれども、まず 1 ページの概要のところでごく簡単に申し上げますと、4～6 月期の収益率は国内債券がプラスとなったこと等から、プラス 0.21%となりました。

それから、第 1 四半期の収益額がプラス 2,400 億円というようなところでございました。

あとは、特にむしろ委員限り 4 の 1 枚紙、これは公表してない委員限りの資料でございますけれども、真ん中の各資産の収益率の状況のところ、外国株式アクティブの超過リターンがなかなかプラスにならなかったという中では、この 4～6 月期ではプラス 0.77%だということは報告をさせていただきたいと思っております。

説明としては以上でございます。

○植田委員長 何か御質問等ありますでしょうか。

よろしければ、それでは次に委員限り 5-1、8 月以降の市場動向について、お願いいたします。

●清水調査室長 それでは、私の方から御説明上げます。

7月の後半から8月前半にかけて若干市場が荒れたという中で、8月上旬にメールで委員の皆様方に状況報告をしたわけですが、その後も、あのときはアメリカだったわけですが、その後、ユーロと申しますか、そちらのほうに問題が移っているという中で現状までの動向につきましてまとめさせていただいたところでございます。

その後の部分につきまして御説明いたしますと、8月の半ば、真ん中に一連の流れを書いてございます。⑦でございますけれども、8月のちょうど半ばにユーロ主要国の4～6月期のGDP成長率、これが急減速し、さらに9月でございますが、ギリシャがいわゆる財政赤字削減目標を達成できないといったことから、特にドイツでございますけれども、DAXがかなり下落したということでございます。この問題はギリシャ、あるいは南欧諸国の国債、これをフランス、ドイツの銀行がかなり持っていて、これは報道のとおりでございますけれども、結局その部分のデフォルトにどうつながっていくかという観点から市場が荒れたということだと思います。実際、この下の参考を見ていただきましても、8月につきましてはDAXでございますけれども、ほぼ20%に近い19.2%、こういう下落という形になったということでございます。

そもそも8月の時点では下の部分でございますけれども、世界同時株安でございましたけれども、これは前回御連絡した内容としては、いずれにしてもアメリカの景気の鈍化、これに伴うグローバルな景気停滞懸念が主要な要因であったわけでございます。

この点が1つは、2ページ目、8月半ばのユーロの景気減速によってより明確になってきたということが全体の流れではないか。

さらに9月以降において、いわゆるギリシャ支援に対する担保要求や議会承認の必要等のユーロ各国での足並みの乱れが生じて、ギリシャがデフォルトした場合には、当該国債を保有する欧州銀行の信用不安と、こういった懸念が生じたということでございます。いずれにしても、ここに書いてございますけれども、総括をいたしますと、前半がアメリカ、後半が欧州という中で海外の景気減速をベースとして不安心理が波及しているという状況ではないかということでございます。特にユーロにつきましては、結局財政支援につきましては、各国で議決が必要だということかなり構造的な問題に留意が必要であろうということでございます。

私どもとして、毎年定期的にやっておりますSVによる短期的なボラティリティ、これにつきましては、3ページ、4ページにお示ししていることでございますけれども、特に3ページの表でございますけれども、これまでのギリシャ危機、リーマン・ショック等々とも比較しましても、これとの比較という観点からは、現在ではいわゆる株安、債券高という形で分散投資効果というのは効いていると。そういう意味ではポートフォリオ全体のリスクは極端に上がっているという状況ではないということは前回のとおりでございまして、そういう意味で、今回の話につきましては、いわゆるリーマン・ショックのような金融危機というレベルでは今のところはないだろうということござい

ます。

また、それ以降、5ページのところに書いてございますけれども、市場の有識者等々からのヒアリング結果を書いてございますが、これらから見ても構造的な変化というところではまだないのだろうということでございます。

ただ、2ページ目の下の方、なお書きの部分で書いてございますが、欧州の金融機関の信用不安とギリシャ及び欧州周辺国の財政問題、これは当然互いに関連している問題ですけれども、その対応方針については若干次元が異なることを認識しておく必要があるだろうということです。具体的には、欧州金融機関の信用不安、これにつきましては、政府あるいは中央銀行の資金供給姿勢、資本注入等々である程度は解決可能だということだと思っておりますけれども、ただ、いわゆるソブリンリスク問題、これにつきましては、長期的かつ地道な各国の財政支出削減と増税と、こういうものをかなり慎重にやっていく必要があるということです。さらにその際には秩序ある形で投資家の実質的には債権放棄と、こういうこととの組み合わせも結局必要になってくるということでございますので、かなり長期的な治療が必要ということ、そういう認識が必要であろうということでございます。

そう考えますと、こういったソブリンリスク問題、これは大きなリスクファクターとして存在し続けるということに留意すべきであるわけでございますので、私どもといたしましては、米国国債の格下げ、南欧諸国の財政危機、こういうものが主要国に連鎖していくかどうか。あるいは大きな金融危機に拡大していく可能性があるのかどうか。こういうことを踏まえつつ、長期的な市場構造に変化があるかどうかについて注視していきたいと考えております。

以上、簡単ではございますけれども、現状の市場動向でございます。

- 植田委員長 御質問等、いかがでしょうか。
- 小幡委員 いわゆるソブリンリスク以外の外国債券というのはどういう感じなのですか。
- 清水調査室長 事業債という趣旨でしょうか。
- 小幡委員 事業債なり各企業の債券。
- 三谷理事長 これ迄のところさほど大きな動きがあるわけではありません。
- 小幡委員 普通に連動しているということですか。
- 三谷理事長 ええ。
- 小幡委員 新興国とか欧州のいろんな。
- 三谷理事長 問題とされている国の民間の債券はそれなりに値段が下がった、金利が上がっているということはありますけれども、一般に全体としての社債が崩れているということにはなっていません。新興国の債券まではフォローしてないものですから、そこらはよく分からないのですけれども。
- 植田委員長 多少売られているのではないですか、事業債も。
- 清水調査室長 当然金融債などはまさに実際に南欧の国債を買っていますのはドイツと

かフランス、あるいはデクシアに象徴されるような金融機関ですので、そういうような部分については、それはそういう形で当然影響はしているということではあるかと思えます。

○小幡委員 これはソブリンリスクなのか、銀行危機なのか、もうちょっと大きい金融市場全体の危機なのかという、ソブリンリスクだけなら、まあ。

○植田委員長 そこはみんなぐるぐる回って一緒になっている。

○小幡委員 そうなのだけど、どのくらい。

●清水調査室長 個人的な意見になりますけれども、結局ユーロは金融が一元化する一方で、財政は結局多元化というか、国であるわけでございますので、例えば今回財政支援の問題でユーロ加盟国各国毎に議会承認といいますか、そういうことが必要だということのタイミング的なずれの問題で、ある意味、構造的な問題というか、そういうところは1つあるのかなというふうには思っています。

○能見委員 リスクの根本のところは金融ですよ。ソブリンリスクだけど、ソブリンを持っているのが金融ですから、だから金融のところ公的資金を入れられるかどうかという、そこを止めれば長い時間かけて税収とか何とかで、ギリシャは無理でしょうけれども、そういうようになってくるので、金融のところを止められるかどうかという、そこですよ。

○小幡委員 今、まさにそういう状況になってきていると思うんですけど。

○能見委員 そこがみそ、この問題の最大のポイントです。一般的にソブリンリスクというのだけど、ソブリンのリスクを背負っているのが金融ですから。

○小幡委員 マーケットというか、社債、市場的にはどのくらい織り込んでいる感じなのですか。

○能見委員 マーケットというのは何のマーケット。

○小幡委員 ちょっとすごく雑な議論で申し訳ないですけど、例えばメディアベースでいえば、欧州銀行が資金回収、例えば新興国も含めて回収なり現金化する動きがあるという報道もあるし、そうすると、マーケットにあらわれているベースで言うと、欧州の格付けの高い個別企業の債券等の値づけにも反映されてきているのかどうかという。銀行が止めきれなければ、その辺はみんな暴落するわけですよ。すごく雑な議論で申し訳ないです。

●三谷理事長 そういう議論は結構なされてはいますけれども、具体的に一斉に資金が絞られたリーマン・ショックの後、日本の金融機関もそうでしたけど、企業に対する与信をあのときは一斉に縮めましたけれども、そういう動きまではまだ至ってない。そういうことになるかもしれないという話は今マスコミなんかでもいろいろ言われているし、その可能性がゼロではないのですけれども、後は今言われている資本注入みたいな話と債権圧縮ということがどういうふうに進んでいくのかということで結論が出てくるのだらうと思いますけど。

○植田委員長 私も先週1週間ヨーロッパに行ったのですが、欧州の経済がリーマン・ショック以降こうなっていることからくる資産の悪化。それからアメリカの証券化商品等にかなり突っ込んでいて、レベル3ですか、まだ片がついてないので残っている。その上にソブリンがのっているので、非常に根っこは深いと思いますね。その意味では、マクロ的に構造変化を起こしているリスクが非常に高いかどうかですが、御覧になっているような指標では、今のところ、それほどではないということではあるのだと思いますけれど。

○小幡委員 大分危険な発言というか。

○植田委員長 危険といえば危険だと思います。ただ、これはやりだすとこれまた何時間もかかる話ですので。

●清水調査室長 ちょっとクレジットスプレッド見てみますと、ユーロだけではなくて、全体として金融セクター、これが例えば平成23年の6月、7月ぐらいはスプレッドが180ベースか200ベースだったものが、9月30日ですと、全体で340ベース。130～140ベースぐらい上がっているという感じではあります。それはアメリカもユーロも同じぐらいの感じで。

ユーロの債券インデックスで見ますと、金融がこの1か月で-0.88%、債券のリターンとして。他のセクターは全部プラスで社債全体としては若干マイナスですが、金融だけは若干影響出ているという感じだと思います。

○植田委員長 よろしいですか。それでは、次のリバランスの検討及び実施について、委員限り5-2でお願いいたします。

●大江審議役 これもごくコンパクトに御説明させていただきます。委員限り5-2でございますが、リバランスの検討及び実施ということで、1枚おめくりいただきまして2ページ、3ページのところでございます。リバランスについては、方針としては見直し検討すると。それから、イベント発生時には検討すると。

今回、3の(1)にありますように6月が終わった時点でのリバランスを検討いたしました。その時点では②にあるような状況でございまして、リバランスは実施しなかったという事実がございます。

それから、3ページでございまして、イベント発生時ということで、まさに今御議論いただいたような8月以降の内外株式市場の急落等を受けまして、8月中旬から9月末にかけて、1か月半ぐらいかけて、国内株式に5,600億円余を配分したというものでございます。資金としてはキャッシュアウトのために予め積んでいた短期資産から資金を回収して充てたものでございます。

なお、②の1つ目の・の最後にありますように、9月末の段階では、1ポイントですが、国内株が若干のプラスになりまして、その後、プライマイナスの間を揺れ動いているような感じが続いているというのが実情でございます。

説明としては以上でございます。

○植田委員長 いかがでしょうか。それでは、よろしければ、次の平成23年度のキャッシュアウト対応と今後の見通し、委員限り6でお願いいたします。

●大江審議役 はい。先ほどの資料とこの資料、いずれも委員会終了後回収させていただくということは冒頭申し上げたところでございます。キャッシュアウトの実績でございますが、1ページにございますように、この4～9月半年間で3兆9,000億円余でございますが、今年度財投債が5兆円ほど使えますので、その半分ほどを使用したということで、その差分が市場運用分、国内債券を売却した部分でございます。

それから、裏の方、下期の見通しでございますが、下期といたしましては、当初予算以降、基礎年金国庫負担分2分の1と3分の1との差額分が一度復興財源に充て、もう一度、それを年金に戻すという話が現在進んでおりますけれども、そういったものもにらみながら、財投債を活用して対応していくということでございます。

説明としては以上でございます。

○植田委員長 これはいかがでしょうか。

それでは、最後にリスク管理状況等の報告（6月～7月）について、委員限り7、お願いいたします。

●橋谷田運用部長 私の方から、ポイントについてお話を差し上げたいと思います。

1ページ目、おめくりください。基本ポートフォリオからの乖離状況でございますが、6月、7月と御覧になっていただきますと、6月につきましては、プラスマイナスがございませぬけれども、外国株式を除きまして絶対値が拡大をしている状況。ただし、7月に入りまして、その分が日本株を除きまして縮小傾向ということで、いずれにしましても乖離許容幅の範囲内。特段大きな問題はなかったところでございます。

2ページ目のところ、下の表でございますけれども、キャッシュの配分回収の状況でございます。6月につきましては、回収額、これは財投債の満期償還が1兆3,000億円余ございましたものに、市場から国内債券で6月5,500億円余、7月3,200億円余といった数字を回収してございます。

また、一番下のキャッシュアウトでございますけれども、6月には1兆2,100億円余のキャッシュアウトをしたところでございます。

次に3ページのところを見ていただきたいと思います。一番上の枠の表のC、推定相対リスクを御覧になっていただきたいと思います。先ほど乖離のところでもお話ししました6月につきましては若干基本ポートからの乖離が絶対値で広がったということで、若干ですが、相対リスクが上昇してございますけれども、7月に入りましては縮小傾向ということでございまして、この7月の段階で見ますと、逆にリスクは相対的に低くなっている状況ということでございます。

4ページ目につきまして、各資産クラスですが、特に大きな動きはないということでございます。申し訳ございませんが、前回の外国債券のところでは数字の誤りがございましたので、訂正をさせていただきたいと思います。脚注に債券につきまして分析ツール

を平成 22 年度と 23 年度でイールドブックからポイントというツールに切り替えたことを記載しておりますが、外国債券のベンチマークを合成をする際、イールドブックの数値とポイントで使う数値は違わなくてはいけないところ、その段階ではイールドブックの数値を使って合成した関係で、4～5月のところで誤りがありました。

今、御覧になっていただいているのは正しくした数字でございますが、いずれもリスク値は低くなっている状況でございます。

次に 6 ページでございますが、カウンターパーティーリスクで銀行名が書いてございますけれども、これは 8 月 24 日、日本国債の格下げに基づく変更でございます。

それから、7 ページ目でございますが、下の段に ILLIQ という流動性を示す指標を、今回追加してございます。

8 ページ目でございますけれども、6 月までの第 1 四半期の報告は先ほどございましたが、7 月に入っては、収益額を御覧になっていただきますと、単月で 1 兆円余のマイナスイナスという状況でございました。これは 8 月以降も継続している状況でございます。

それから、11 ページ目、御覧いただきたいと思います。各資産クラスの超過収益の状況でございますが、アクティブファンドをご覧いただきますと単月ベースではプラスマイナスがありますけれども、7 月の累積ベースでは、各資産クラスともに若干のプラスという状況でございます。

私の方からは以上でございます。

○植田委員長 御質問等いかがですか。

それでは、これで以上終わりですが、一言だけ思い出したのですが、先ほどの専門委員会とか作業班に関連した話ですが、宇野先生から御指摘いただいた最後の点ですけれども、つまり長期と短期の問題、長期の見通しについては、これからの専門委員会の議論で、これまでよりはリーズナブルなものになると期待されるのですが、それでも当面の経済情勢とか、当面の見通しとは大きなギャップがある。恐らく残らざるを得ないわけで、そういう場合に当法人としてはそのギャップを意識しつつ、どういう運用姿勢で臨むのかと問われたときに即答できる答えはないわけですよ。問われる可能性も非常にあると思いますし、いずれにせよ、考えていかないといけない問題だと思いますので、よろしくをお願いします。

以上ですので、事務局から何かあればお願いいたします。

●大江審議役 まず次回の日程でございますが、次回は 11 月 7 日（月曜日）4 時からでございます。場所はここでございます。

それから、冒頭申し上げましたように、資料、後で送ってくれということであれば、机の上に置いていただければと思います。併せて委員限り 5-2 のリバランスと 6 のキャッシュアウトの資料につきましては、回収をしたいと思いますので、よろしくをお願いいたします。

以上でございます。

○植田委員長 それでは、今日の運用委員会はこちらまでにさせていただきます。ありがとうございました。