

第 55 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 24 年 3 月 5 日(月)16:00～17:30
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
・佐藤委員 ・能見委員 ・村上委員 ・山崎委員
4. 議 事
 - (1) 平成 24 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 23 年度第 3 四半期運用状況について
 - (4) その他

●大江審議役 それでは、ただいまから第 55 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、本日、草野委員は御都合により御欠席ということ
でございます。ほかの委員は全て御出席ということで過半数を超えておりますので、会議は
成立しているということを御報告申し上げます。

続きまして、資料の確認でございますが、いつもどおり、議事次第、座席図とござい
ますが、お手元に 1 枚紙で GPIF における資産の管理、運用の仕組みという図がござい
ます。

それに加えまして、通常どおりのナンバリングがあるものでございます。

- | | |
|----------|---|
| 委員限り 1-1 | 平成 24 年度計画(案)における主要な変更点等 |
| 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(案)新旧対照表 |
| 委員限り 2-2 | 管理運用方針(案) |
| 委員限り 3 | 国内債券運用受託機関の選定(第 2 次審査結果)について |
| 資料 1 | 年金積立金管理運用独立行政法人 平成 23 年度第 3 四半期運
用状況 |
| 委員限り 4 | 各資産の運用状況の補足説明(市場運用分) |
| 委員限り 5 | 分散投資効果から見た市場のリスク構造変化の有無について |
- 以上でございます。

それでは、以後の進行につきましては、委員長にお願いをいたします。

○植田委員長 今日はお忙しい中、どうもありがとうございます。

最初に、平成 24 年度計画（案）につきまして、委員限り資料 1-1 と 1-2 から御説明をお願いいたします。

- 大江審議役 私から御説明をします。本題の年度計画に入ります前に、まず 1 枚紙の資料 GPIF における資産の管理、運用の仕組みを使いまして、AIJ に関連いたしましたお話をさせていただこうと思います。

今回の AIJ のようなケースというのが私どもの GPIF が委託している運用受託機関で起こり得るのではないかと、そういう疑念に関連いたしまして、基本的な仕組みからこういった問題は起こり得ないということを申し上げたいと思います。

まず、仕組みに入ります前に、運用受託機関の選定ということから申し上げますと、AIJ につきましては、当然御承知のように、私どもの運用委託先ではございません。それから、運用受託機関の選定に当たりましては、本委員会でも御議論いただいておりますが、その際には運用手法の内容を私どもは詳細にヒアリング等で確認をいたしまして、特に 3 次審査は現地調査も実施をした上で選定をしていると。それから、選定後も定期的にヒアリング等を行いまして、運用内容も勿論確認いたしております。

その上で具体的な仕組みということから申し上げますと、その図にございますように、まず私ども GPIF とありまして、そこから矢印出ておりますが、下にあります運用受託機関、右にあります資産管理機関、これは私ども別々に選定の手続きを進めております。したがって、運用受託機関と資産管理機関がいわば一体となって私どもに何か対峙をするというようなことではございません。

それから、運用受託機関とは投資一任契約を、資産管理機関とは特定信託契約を結んで資産の管理運用を行っております。その際、まず資産管理機関では、直接資産を管理しておりますので、日銀ネット、保振等を通じましてデータは保有しておりますし、運用受託機関がそこから資産の売買等を行う場合には、そこに矢印が出ておりますが、まず、証券会社（ブローカー）との間で売買約定を結んだ後、資産管理機関に対して②運用指図を行う。③で確認を行った上で、④お金と証券の受渡しを行うということで、まず、どういうものを保有管理していて、そこからどういう売買変動が起こるかといった取引データは全て資産管理機関に残る。資産管理機関こそが売買の実務を行っているものでございます。

したがって、そこにありますように、網かけ矢印がありますが、運用受託機関は月次で運用パフォーマンス、運用状況を私どもに報告いたしますが、一方、資産管理機関は日次で保有資産の状況を私どもに報告し、それがシステムにどんどん書かれていくということで、仮に運用受託機関が私どもに虚偽の報告をしても、資産管理機関は適正な報告をしますので、かつ、そちらのほうが日次で、即時性があるものですから、私どもの仕組みでは今回の AIJ のような状況にはならないということをまず申し上げさせていただきたいと思います。

その上で、委員限り 1-1、横長の資料を使いまして、年度計画を御説明したいと思

います。

新年度前に、毎年この時期に運用委員会でも予め御報告をして御議論いただいているものですが、1-1が主な変更点、1-2が新旧という形の対比表になっております。

1-1のポイントで御説明いたしますと、まず、左側が平成23年度計画、真ん中が平成24年度計画、右が主な変更趣旨というところがございますけれども、年度計画のところの左端上からいきますと、(3)運用手法③でございます。

ここで書いておりますのは、平成23年度は、運用受託機関を適時見直すということで、平成23年度はエマージング株式運用受託機関の選定を行う。

平成24年度は、そこが国内債券ということで、ここは毎年度、実際に選定を進めているもの、あるいは選定スケジュールに入っているものを記載させていただいてまして、今年度は今日も2次審査の御議論いただきますが、国内債券というものを明記いたします。

それから、3. 透明性の向上(1)でございますが、平成23年度ではホームページの見直しを行うとございましたが、右端の変更趣旨にございますように、6月で終了いたしましたので、平成24年度計画としては、この部分が削除になります。

同じく3. 透明性の向上の(4)でございますが、その四半期の運用状況につきまして、8、11、2月末を目途にホームページにより情報公開する。現に2月末、先週は3月に入っておりますので、厳密に言うと、2月末までにはできなかった。これは公表日の設定につきましては、関係方面と調整をしておりますので若干前後することがありますので、目途と変えさせていただきたいと思っております。

それから、一番下、内部統制のところですが、現状では内部統制のための体制整備等の検討を進めるというところですが、平成24年度は内部統制の基本方針に基づき、一層的確に実施するというので、現在、内部統制の基本方針を作成すべく法人内で検討を進めておりますが、新年度はそれに基づいてしっかり対応するという内容を書かせていただくという内容でございます。

裏にまいりまして、一番上、経費節減です。ここで書いておりますのは、上3行を削除するものがございます。ここに書いていますのは、右の主な変更趣旨のところがございますように、平成18年に閣議決定をされた政府の人件費改革、私どものみならず全独立行政法人で共通の目標を計画としてやろうということですが、これが平成23年度で終了し、平成24年度以降は特段今のところございませんので、これを削除する。

それから、2段落目につきましては、1段落目を削除したことに伴う文言の整理というところがございます。

それから、次の2つの四角のところですが、これは宿舎関係で、売却手続を進めるというものでございましたが、ここに書いてあります宿舎の売却は終了いたしましたので、この項目はなしということですが。

最後、人員に係る指標につきましては、これは上の経費節減を引用している部分がご

ございますので、上の文言の修正に伴いまして、ここも文言整理を行うといったものでございます。説明としては以上でございます。

○植田委員長 それでは、質問等おありでしたら、お願いします。

○山崎委員 この程、公務員の給与を下げるという法案が通りましたが、それとここに書いてある人件費の改革というのは関係がないと思ってよろしいのですか。

●大江審議役 はい。これは平成 18 年の閣議決定でございまして、御指摘の内容は昨年に法案が提出されまして、そういう意味で今年度の話というところでございますので、この平成 18 年の基本方針は関係ないというところでございます。

○稲葉委員 この年度計画とは別に、先ほど御説明になった AIJ の件なのですけれども、事態が全然まだわからないという面があるのですけれども、もう少しその辺のところはわかってきたら、もう一回、機会を改めて御説明をいただくというか、別に興味本位になっているわけではないのですけれども、知っておいていいのではないかと思うのですけれども、そういう調査の御予定などありますか。

●大江審議役 今回の AIJ のスキームについて世上、特に一部報道機関が熱心に報道していますが、そういうのを読ませていただきますと、今回は私募投信という仕組みでやっております。この図でいきますと、結局、資産管理機関が、A という株とか B という債券というものを個別銘柄で保有するわけですけれども、そういう一種の私募投信という投信を 1 つの銘柄として買っていることから、そこの先が問題であると。資産管理機関に対して、私募投信側から適切な報告がされず虚偽の報告がされたというところでございます。

そこから先についてはいろいろ報道がございしますが、かなりいろいろなところが間に入っていて、結局資産管理機関には適切な情報がされなかったということでございます。

私どもの仕組みで考えますと、資産管理機関が実際に保有するのは、私募投信のように複数のいろいろなものを含む銘柄が一本で報告されるというよりは、個別の債券、株式というように、当然市場で取引されていて、価格もわかるもので、かつ資産管理機関自身が日銀ネットや保振なりで自ら確認ができるようなものでございます。そういった意味で AIJ のようなことは、少なくとも現在の仕組みでは起こり得ないというところでございます。

○植田委員長 ほかによろしいですか。

それでは、よろしければ、次の議題に移りまして、管理運用方針（案）につきまして、委員限り 2-1、2-2 に基づいて御説明をお願いします。

●大江審議役 これも私から御説明いたします。2-1 は、管理運用方針（案）新旧対照表でございまして、2-2 が、改正部分が溶け込んだ管理運用方針でございます。

まず、新旧対照表で御説明いたしますが、1 枚おめくりいただきまして 2 ページ、3 ページと下にかけてあるところでございます。

2 ページに書かれておりますのは、一番上の 1. (1) ②、真ん中が旧で左側が新にな

りますが、採用という部分を選定と改正しております。ここはもともと選定基準、方法ということで選定方法という項目でございますが、あえて採用という平易な言葉で書かれておりますが、それを本来の趣旨である選定に直したという文言の整理でございます。

それから、3ページのところでございます。3. トランジション・マネジャーというのがございます。トランジション・マネジャーにつきましては、昨年も公募をすることで公募の段階、それから、プールの選定の段階でそれぞれ運用委員会でも御議論いただきました。基本的に今までトランジション・マネジャーについては公募していなかったもので、管理運用方針のように公表するような規程には載せておりませんでしたけれども、これを機に管理運用方針に記載させていただくという趣旨のものでございます。内容は全て昨年運用委員会でも御議論いただいた内容をそのまま書かせていただいております。

3. (1) 選定基準及び方法でございますが、①選定基準、ここで書かせていただいておりますのは最低限満たすべき要件ということで、ア. イ. ウ. の3つがございます。ア. にございますのが、単独運用指定信託契約、いわゆる指定単契約によるトランジション・マネジメント業務が可能な信託銀行であること。イ. 過去3年以内に、著しく不適當な行為をしていないこと。ウ. 格付けの要件でございます。

② 選定方法でございますが、ア. 公募により、予め資産毎に原則として複数者を選定する。これがいわゆるプールの規定でございます。

4ページにございますのは、これを具体的なトランジション案件が発生した場合というところですが、これは予め選定したプールの中から、当該案件に係るトランジション・マネジャーを決定するというところで、ここは決定という言い方をさせていただいております。

イ. アのプールの選定に当たっては信託手数料の評価を含む総合評価を勘案してトランジション・マネジメントを適切に行うことができると判断したトランジション・マネジャーを選定する。

「また」以下は、具体的事案が発生した場合の決定のところですが、その決定については別に定めるところによるということで、管理運用方針よりも下位の規程で定めるところという考え方でございます。

4. 総合評価のところでございますが、これまでも運用受託機関、資産管理機関とあったものに加えまして(3) トランジション・マネジャーというところで、管理運用法人は、選定基準における総合評価については、次の評価項目及び信託手数料の評価により行うということで、その評価項目という部分はトランジションの体制、意思決定プロセス、コンプライアンスということでございまして、これも昨年実際に選定をしていたときの評価基準を書かせていただいております。

それから、5ページのところでございますが、2. 運用基本方針の(3) 短期資産ファンドのところ納付金の納付とあったのを寄託金の償還と修正しております。これは

1. の(3)も同趣旨でございます。

これについては、旧のところにありますように、納付金等の納付といたしますのは、国庫納付のことですが、管理運用法人設立当初は、まだニューマネーがたくさんありまして、短期資産ファンドはどちらかというところ、国庫金の納付等が主たる目的ということで残高も1兆円前後ぐらいしか持っておりませんでした。現在は寄託金の償還、いわゆるキャッシュアウトがございますので、そのために3兆ないし4兆円というような短期資産を保有するに至っております。したがって、目的、趣旨を現状に合ったものにこの機に変えるということ。

それから、2段落目でございますが、そういった規模の増大に伴いまして、現在はTDB、現先、CD等で運用しておりますが、更に残存期間1年未満の利付国債も投資対象に加えるという案でございます。

基本的にはこの大きなトランジション・マネジャーと短期資産ファンドのところ、この2点が改正したい項目でございます。説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等お願いします。

○臼杵委員 前回お話があった交付国債というのはどこでどのように管理することになるのですか。

●大江審議役 交付国債は、勿論法律、それも消費税関連法案が通ってからでございますので、管理運用方針もその時点でこの場でお話をして改正をするということで、まだ、予算も通っておりませんし、今後のことだということでございます。

○宇野委員長代理 4ページのイ.の最後のところに、具体的なトランジション案件に係るトランジション・マネジャーの決定については、別に定めるところによるとありますけれども、これは具体的には何なのですか。

●大江審議役 これは、運用受託機関の選定等と同様に1次審査、2次審査、3次審査、それから総合評価を行っており、点数は

いろいろ示しています。それを実際に定めるものとして、法人では意思決定は理事長が行うものですから、理事長決定という、国の場合ですと省令とか大臣告示のような形でつくっております。ここに書いています「別に定めるところによる」というのも、それと同じレベルでの規程となります。実際には、前回のトランジション・マネジメントでのマネジャーの選定方法を今回の管理運用方針の改正に反映しているわけですが、管理運用方針がいれば上位の法律だとすると、理事長決定は大臣告示あるいは省令というようなレベル、そういう関係だということでございます。

○山崎委員 同じことですが、管理運用方針の中に、「別に定める」と書いてあるのはほかにありますか。

●大江審議役 ございませんが、ここだけちょっと書かないとわかりづらいかなという議論が法人内でございまして、どう書くべきか、例えば国の法律の場合ですと、内閣法制

局の長官までの審査が必要なのですが、独立行政法人ですから、ある程度弾力的という
とおかしいのですが、やりたいことをしっかり規定するという事かなということで、
今回このように書かせていただいています。

○山崎委員 分かりました。

○植田委員長 それでは、よろしいですか。

委員限り 3 国内債券運用受託機関の選定（第 2 次審査結果）について、説明をお願いします。

●橋谷田運用部長 それでは、私から説明いたします。まず、クリップを外していただき
まして、参考資料が付いてございますので、参考 1 をごらんください。

選定の手続ということで、何度かごらんになっていただいていると思えますけれども、
今回は第 2 次審査という項目でございます。ヒアリングの対象先につきましては、新規
の応募先と既存の運用受託機関ということでございます。

ヒアリング事項につきましては、右に書いてあります投資方針から、議決権行使はご
ざいませので、事務処理体制までということでございます。

このヒアリングの結果を踏まえまして、運用手数料を除く総合評価を実施いたしまし
て、運用受託機関の構成を勘案し、第 3 次審査対象の運用受託機関を選定という手順を
踏むということでございます。

それでは、本編資料をごらんください。

1. 第 1 次審査を通過した新規応募先は 19 ファンド、それに既存の運用受託機関 16
ファンドを含めまして、都合 35 ファンドについての審査を行ったところでございます。

2. 評価の項目としましては、①②③とございますが、それぞれについて、特に以下
の点を重視して評価を行いました。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、

という点でございます。

2 ページ目をごらんください。

評価につきましては、

を通過先といたしました。

3. 審査の結果ですが、こちらにつきましては、参考 2 として総合評価等の評価点、
パフォーマンス等の状況、評価のポイントを記載してございますので、併せてごらんい
ただければと思います。

なお、コンプライアンス／事務処理体制につきましては、と整理した
ところでございます。

その結果、2次審査の通過先でございますけれども、アクティブ運用につきましては、
既存運用受託機関につきましては10ファンドのうち6ファンド。

また、新規応募先につきましては、12ファンドのうち5ファンドということで、合計
11ファンドが通過、と整理したところでございます。

次にパッシブ（総合型）につきましては、既存運用受託機関5ファンド、これは全て
通過でございます。

それから、新規応募先につきまして、3ページに記載してございますけれども、3フ
ァンドのうち1ファンドが通過、ということでございます。

パッシブの総合型につきましては、合計で6ファンドということになります。

次にパッシブ運用（国債型）につきましては、既存運用受託機関は現在の1ファンド
ということでございます。

新規応募先につきましては、4ファンドのうち3ファンド、合計でパッシブの国債型
につきましては4ファンドが通過、ということでございます。

以上、アクティブ、パッシブの総合型、パッシブの国債型トータルで21ファンドが
通過、とこのように整理をしたところでございます。

次に4.の不通過とした社につきまして理由を御説明いたします。

アクティブファンドにつきましては、11ファンドですが、総合評価 となった先か
ら御説明をいたします。

既存の運用受託機関は、4ファンドでございます。

1枚おめぐりいただきまして、A12 でございますけれども、こちらにつきましては、
投資方針／運用プロセスで と評価をしたところでございます。その理由は

明確な投資戦略にはつながらないと整理をいたし
ました。

また、

工夫が見られていないという評価でした。

A13 でございます。こちらにつきましては、投資方針／運用プロセス 組織・人
材 と評価をしたところでございます。

投資方針につきましては、

一貫性が
見られない。

体制面でも懸念があると評価をしたところでございます。

A14 でございます。こちらも投資方針等 組織・人材 と評価した先でございます。

金利戦略を重視するということではございましたが、実際には

変更しているため、実績面でも評価期間が短いということで評価ができないと整理をしたところでございます。

A15 でございます。こちらも投資方針等は 組織・人材 と評価をしたところでございます。

非常に高い回転率で、
売買コストがパフォーマンスを圧迫しているという状況でございました。組織の面でも
されている状況でございました。

新規応募先は、6 ファンドでございます。

A16 でございます。こちらは、中長期の経済予測に基づく大局的な投資行動をとると
いうことではございますが、実際の内容を見させていただきますと、

非常にダウンサイドリスクの高い状況ということでございましたので、投資
運用方針を としたところでございます。

A17 でございます。こちらにつきましては、投資方針等 組織・人材 と評価
をしたところでございます。

変更してございます。まだ
実績が短く評価はできないと、このように整理したところでございます。

5 ページ目に組織面について書いておりますが、

という状況でございました。

A18 でございます。こちらも投資方針等 組織・人材 と評価したところ
でございます。

2 つ目の・で、投資方針や運用プロセスにつきましては、ヒアリングの場で説明を受
けたわけでございますが、

この運用プロセスを具体化するという点においてはいささか不明な点があったとい

うこととございます。

A19 でございます。投資方針等 組織・人材 と評価をした先でございます。

ということとございまして、運用プロセスの有効性に疑問を持ったところとございます。組織の面でも

という状況とございました。

A20 でございます。投資方針等 組織・人材 と評価をしたところとございます。

全ての投資戦略について、

実際の運用成績には結びついていないという状況とございました。また、体制面でも、

という状況とございました。

A21 でございます。投資方針等 組織・人材 と評価をした先でございます。

投資方針と行動が不整合という評価。

という評価をしたところとございます。

次に総合評価 新規応募先で1ファンドとございました。

A22 でございます。こちらは、投資方針等を 組織・人材 を とした先とございます。

投資方針につきましては、

超過収益の可能性は極めて低いと評価をしたところとございます。

6 ページ目をごらんください。組織面につきましても、

安定していない状況とございます。以上、アクティブ運用の内容とございました。

次にパッシブの総合型とございますけれども、こちらにつきましては2ファンドを不通過としたところとございます。総合評価 という先で、新規の応募先のみとございます。

PS7 でございますけれども、こちらにつきましては、組織・人材面で と評価をしたところとございます。

こちらは

体制面で不十分と評価をしたところでございます。

PS8 でございますが、投資方針等 組織・人材 と評価をいたしました。
事業債等につきましては、

プロセス、体制ともに十分ではないと評価をしたところでございます。

次にパッシブの国債型でございますが、新規応募先 1 ファンドを不通過としたところ
でございます。総合評価は といたしました。

PK5 でございますが、投資方針を としております。

こちらの先は、

意義が乏しいと評価を

したところでございます。

以上のとおり、不通過の社につきましては、アクティブで 11 ファンド、パッシブの
総合型 2 ファンド、パッシブの国債型 1 ファンドの合計 14 ファンドといたしました。

最後に、(参考 3) をごらんになっていただきたいと思います。

こちらはアクティブの運用スタイル分類を整理したものでございますが、2 次の段階
でごらんのとおり、特に偏りが見られるという状況ではないということでございます。

私からは以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等お願いします。

○宇野委員長代理 今回の国内債券の運用受託機関の見直しですけれども、最初にご説明
があったかもしれないのですけれども、パッシブとアクティブの配分比率、それぞれの
パッシブとアクティブの中の委託先数については増やす方向や減らす方向、何かその辺
についての前提となる考え方はあるのですか。

●橋谷田運用部長 まだ、現段階は 2 次ということございまして、とりあえずは個社の
評価ということに限定をしておりますが、宇野委員のお話の内容につきましては、3
次の段階での現地ヒアリング等の結果で、個社の評価に加えましてマネジャーストラク
チャーも勘案しまして、当然にアクティブ、パッシブのウエイト、あるいは社数といっ
たものを、また、この運用委員会の場での御審議も経まして決定をしていきたいと考
えている次第でございます。

○宇野委員長代理 具体的な応募機関の得意や特徴を踏まえて最終的に決定するとい
うことは異存がないのですけれども、パッシブとアクティブの比率を見直すのかどうか、あ
るいはアクティブをやる上で、個社ベースの委託資金のレベルをもっと小さくしたほう
がいいのではないかとか、これは運用先の顔を見てから考えることではなくて、これま
でのアセットの運用の中で基本方針として GPIF としてお持ちになるものではないか
と思うのですけれども、その辺はどういうふうに考えていらっしゃるのですか。

●橋谷田運用部長 具体的に組織としての方向性ということではないのですが、今まで
国内債券アクティブの α の状況が余り芳しくないというのか、投資環境といったものもあ

るわけでございますけれども、どちらかというとなパッシブのウエイトを高めるという方向かなと、このように思っております。

また、もう一点、アクティブのファンドの規模ということにつきましても、債券そのものの全体のウエイトが大きいわけでございますので、新規採用先と既存の先のウエイトといったものは当然に勘案して、いきなり大きなものをとすることはなかなか難しいと思います。特に新規先につきましては、実際にまずは様子を見ながら多少規模の小さいものからスタートさせまして、実績を見ながら拡大させていくと、このように考えている次第でございます。

○山崎委員 アクティブについては、10社だったのが、4ファンドが落ちてしまってますね。パフォーマンス等によって、こういうことになっていると思いますが、このように4割も落ちてしまうことは過去にもあったことなのですか。

●橋谷田運用部長 ファンドによってそれはあり得ます。パフォーマンスが振るわない。パフォーマンスだけではございませんが、当然に定性判断をしまして、実績を見ながら、そういう要因も分析し、総合評価の低い社につきましてはおりにいただくと、こういうことは過去にも行ってきております。

○植田委員長 ほか、いかがでしょうか。

●三谷理事長 今回のパッシブ、アクティブの問題ですけれども、去年の春ぐらいですか、国内債券についてマネジャーストラクチャーをするというときに、どちらかというとな国内債券でアクティブというのはパフォーマンスが特段優れるわけでもないといった御議論もというか、そんな問題提起をしたわけですけれども、今の時点で考えると、それだけでいいのかどうか。例えばこれからの金利の動きなどを考えていくと、今、御承知のとおり、国内債券というのは極めて金利が低いところにあって、いわば値下がりリスクのほうが非常に大きいという状況にあるわけです。それはあえて言えば、去年の初めの段階でもそういう状況であったわけですけれども、運用委員の皆様方が、それについてどういうふうな考え方をお持ちなのか、もしよろしければ、皆さん全員というわけではないのですけれども、何か御意見がありましたら、是非この場で第3次へ進む前に御意見いただければと思うのですけれども、いかがでしょうか。

○能見委員 アクティブのプレミアムを出すというのは非常に難しいのですね。多分いろいろな調査をしても、どういったときにアクティブのプレミアムがとれるかというの、いろいろな状況を分析しても、こういう場面の、例えば金利が上がる時、金利が下がる時、アクティブのプレミアムがとれるという、今までの定量的な分析をしても、それを確定することはなかなか難しいのですね。考えられるのは、パッシブも1つのファンドマネジャーとすると、マネジャーを分散するという意味でアクティブに一定程度入れておくという分散という効果しか、多分、今の段階で明確にアクティブのメリットをとるとい、そういうことになかなかかなりづらいというのが、多分これまでいろいろ分析して、なおかつ定量的にも検討した結果、そういう状況になっていたのではないかと。

ただ、アクティブの意味とは、そういったようにパッシブ的なものではどうしても状況は後追いになるので、それに対して多少アクティブが効く場合があって、だから、パッシブとアクティブを一定の分散にするという分散効果で、どちらがいいということではなくて、そういう整理の仕方にとらえて一定割合持ってもいいかなという、そういうことではないかと思うのですけれども、ここみたいに非常に大きな金額の場合にはなかなか難しいと思います。

○佐藤委員 私も同感で、1年前にも申し上げたのですけれども、企業年金では、今、国内債券のアクティブで頑張りましょうという方はほとんどいなくて、気になるのは、運用会社として、本当にアクティブ運用するのであれば、そのスキルの向上に力が入っているのかどうか、という点です。国内系の会社であればホームカンントリーですから、ある程度は頑張るのでしょうけれども、外資系ともなるとそのあたりがどうなのか。規模が大きくなると動きづらいし、相当思い切ったことやらないと、なかなか結果は出ないと思うのですけれども、そうすると今度マーケットがアゲンストに傾いたときにはダウンサイドリスクが大きいという痛しかゆしの問題があって、そういう意味でもなかなか難しいところです。4社の落ちた成績を拝見していると難しいし、全体でも1年前では5年連続で超過収益が出ていなかったという記憶ですが、最近そのところはどうなのですか、少しは改善されているのでしょうか。

●三谷理事長 最近はこの表にもありますように、既存のところ、そこそこ国内アクティブのベースで α がとれ始めてきているという感じでもあるのですね。

○佐藤委員 将来に向かって、そこが頑張れそうだとということであれば、やる意義はあると思います。

●三谷理事長 なかなか難しい。

○臼杵委員 理事長が金利上昇ということをちょっとおっしゃっていたニュアンスがある気もするのですけれども、それは金利上昇したときに α を稼げるような運用受託機関があるか、そういうことについて意見を聞きたいということですか。

●三谷理事長 勿論、金利見通しが間違ったら悲惨なことになるわけですが、ある程度そこに自信があるようなところであれば、これからの金利はどうかわかりませんが、金利戦略でとれることもあり得るのではないだろうか。

○臼杵委員 運用受託機関にそういうことを、第3次にいろいろヒアリングしてみるというのは1つあるかもしれませんが、むしろ金利上昇ということで行くと、この全体のベンチマークをNOMURA-BPIのデュレーションがどんどん伸びる中で、そこにしているのかどうかという問題のほうが多分、もうちょっと考えたほうがいいのかという気はします。

○能見委員 アクティブが出てくると情報の差別化があるかどうかということに、もしかしたら GPIF の事務局が一番情報の差別化を持っている可能性があるのですね。自らのビヘイビアの問題と、何だかんだいって厚労省や財務省と接触しているわけですね。そ

れを利用していいのかどうかわからないけれども、要するに情報の差別化があるとアクティブが出てくるのですね。それは少し自前のところで多少できる可能性はあると。ほか様に頼むよりも、どうですか、運用部長。

- 橋谷田運用部長 どちらかというところ、そういう部分を持っていて、仮に何か方針を出す云々があったときに、やはり当てるとするのは難しい、GPIFがアクティブに何かを判断するといったところは、なかなか難しいかなと思うのですけれども。
- 清水調査室長 一般論で言うと、先程マネジャー分散という言葉があったわけですが、それを超えて、臼杵委員の言葉を借りればインデックス分散とか、そういう形でどう構成していくか。これから金利が上昇するとか、そういうシナリオに対して我々は1つポジションをとるようなことではないような感じはしますけれども、あくまでも分散というか、いろいろなシナリオに対して分散をするという考え方のほうが素直かなという気はいたします。
- 能見委員 一番戦略として大きいのは多分デュレーション、先ほどベンチマークの話もありましたが、デュレーションの戦略を、例えば同じデュレーションでも段階的にやるのか、バーベル型にするのかとか、そこは相場の当てっことまた違った意味合いが少しあるかもしれない。あと、キャッシュアウトがありますから、キャッシュアウトとデュレーションの置き方は多少工夫の余地があるかなという気はしますけれども、一番最初の答えにはちょっとなっているかどうかわからないけれども。
- 植田委員長 これはアクティブで×になったところの評価のポイントというところを見ていると金利戦略重視型が多いですね。○になったほうは、最初の言葉だけですけれども、クレジット戦略と金利戦略半々ぐらいという感じになっていますけれども、これは何か意味があるのですか。
- 橋谷田運用部長 ×のところですが、金利戦略重視と言っている社が多いわけですが、実際に要因分析をしてみると、重視しているところはその中ではないという結果になっております。方針と行動が違うという表でございます。
- 植田委員長 ほかに、どうぞ。
- 村上委員 結局は何にトライすることが普遍的な超過収益を生み出すのか、その点で本当に意味があるものか、あるいはどのようなことでそれが意味あるものと思っているのかというところを運用会社に対してどんどん深堀して突き詰めていくしかないのではないかと思います。それは五分五分の話なのか、本当にどういうことであれば、五分五分以上にもっとリターンを生み出し得るのかというところを明らかにしつつ、そのあたりの考え方とやっていることとの整合性を、いろいろな局面があると思いますので、いろいろな局面を増やして評価していかなければいけないと思うのです。そのようなことで、3次審査のときには是非ぎりぎりやっていたらいいと思います。
- 橋谷田運用部長 3次審査では現地に参加して、運用責任者だけではなく、周りにいるスタッフ等ともじかにお話をさせていただきながら整理をしていきたいと思ってお

ります。

○村上委員 それから、もう一つ、ちょっと気になっているのは、現在委託しているファンドのコメントの中に組織的な意思決定プロセスを疑うような記述があるのですけれども、これは既にいったん評価して採用していたファンドであるのですね。

それがどこかで変質してしまったのかどうか。そのあたりについては、そうすると、この時点ということではなくて、委託を続けている間でもチェックが効いているのかどうかという観点ではどうなのでしょう。

●橋谷田運用部長 こちらの社につきましては、今回突然にこれがわかったということではなく、以前からそういう懸念を我々は持っておりまして、

でもございましたので、そういった部分を評価ミーティングの際にもお話をしながら、ということをやっていると行ってきた中で、今回のストラクチャー見直しの段階で改めて、評価できないという整理をしたところでございます。

○村上委員 結局、既存のところでも今回打切る運用会社というのは、それが前回の評価の時点でわからなかったのか、それ以降、変わってしまったのかというところの違いが結構大きなことではないかと思えます。

○植田委員長 それではよろしゅうございますか。

それでは、続いて第3四半期の運用状況について、資料1及び委員限り4に基づきまして御説明をお願いします。

●大江審議役 資料1を使いまして第3四半期の運用状況を御報告いたします。本件につきましては、金曜日に委員の皆様方にも御連絡をメールでさせていただきましたが、金曜日に記者発表した内容でございます。

第3四半期の収益率（期間率）で見ますと、1ページ目でございますように、プラス0.58%。要因は外国株式の上昇等、後で御説明いたします。

第3四半期の収益額は、プラス6,187億円ということでございます。

その結果の運用資産額は、108兆1,297億円といった結果でございます。

1枚おめくりをいただいて2ページのところでございます。2ページの上の表の四角2つございますが、第3四半期というのは、今、申し上げた数字でございます。右端の年度を見ますと、第1四半期がちょっとプラスで、第2四半期が大きくマイナスということで、都合第1～3四半期の通期で-2.54%、-2兆8,000億円余といった状況でございます。

これを資産別に収益あるいは収益額を見ますと、3ページでございますように、収益率で言いますと、大きくマイナスになっていますのは、国内株式が-3.97%、通期では-15%という大きな数字になっています。

外国株式は第3四半期が8.76%のプラス。通期で見ますと、-16%といった状況でございます。

4ページにまいりますと、額ベースでは、国内株式が-4,900億円ほど、外国株式は

プラス 8,800 億円ほど、通期で見ますと、両方とも－2 兆円ぐらいといった状況です。

その要因でございますが、7 ページにまいりまして、ここに四半期運用環境をいつものように書いておりますが、国内株式の場合、この時期、ちょうど欧州債務危機等の景気減速懸念があったというようなこと、それから、日本固有の問題としては、これに伴い円高、タイの洪水、こういったものがございまして、上値が重い展開とここに書かせていただいたとおりでございます。

一方、外国株式は、欧州債務危機への対応等、引き続きいろいろ動きはございますが、この時点では、10 月末にかけて上昇基調。特に米株が良好な景気指標から堅調な展開というところがございます。勿論、足下は下の参考指標の 12 月末のところがございますように、日経平均でいきますと、8,455 円ですから、今は 1,000 円以上上がっているとか、あるいは外国株式、ニューヨークダウで 1 万 2,000 ドルということで、金曜日の終値が 1 万 3,000 ドルをちょっと切る水準でした。それから為替も随分違いますので、また様相は変わってきていると言えるかと思えます。

それから、6 ページでございますが、その間の四半期毎の超過収益の状況。これはアクティブ、パッシブ合算でございますが、この期間は国内株式が特にプラスがとれているというところで、セクター分析等の結果を書かせていただいています。

それから、委員限り 4 で各資産の補足説明がございまして、これはそれをアクティブ、パッシブ別に分析しているものでございますので、また、これは適宜ごらんいただければと思います。

私からの説明は以上でございます。

○植田委員長 いかがでしょうか。

○能見委員 年度でやると、このままいくと結構。

●大江審議役 足下の状況はプラスで推移しております。

○能見委員 通算でも。

●大江審議役 年度ではプラスになっておりますが、ただ、残り 1 か月を切ったといっても、また何が起こるかわかりませんので、誰も保証できません。

○植田委員長 それでは、よろしければ、最後の委員限り 5 分散投資効果から見た市場のリスク構造変化の有無について、御説明をお願いします。

●清水調査室長 それでは、私から、委員限り 5 についての御説明をさせていただきます。

資料の趣旨でございますけれども、1 つは、前回のこの委員会におきまして、リスク・オン、リスク・オフという、そういうタームノロジーを委員長から御指摘受けて、それについての宿題返しというような趣旨と、あともう一つは、年度末を迎える、あるいは越えるに当たりまして、震災から 1 年、リーマン・ショックやリスク・オン、リスク・オフという文脈からすれば 4 年半、その間にもいろいろなイベントあったわけでございますけれども、そういう中で、私どもといたしましては、いわゆる基本ポートフォリオを見直すべきかどうか、こういった観点から短期的なリスクに着目していろいろな

御説明を申し上げてきたところですが、ある意味の総括的な部分も含めまして、いわゆる長期的、マクロ的なリスク構造に変化があるのかどうか、こういったところについて御意見をいただくという趣旨でまとめさせていただいたものでございます。

まず、1 ページ目に、これまで局面、局面でお示しいたしました、いわゆる短期的なリスクに基づきますポートフォリオのリスクの状況を提示させていただいているところでございますけれども、その前提としては、一番下の表の（参考）現行の基本ポートフォリオ、これは今の基本ポートフォリオがリスク構造としてどのようなリスク水準等々を前提としているのかということですが、これは一番下から3つ目にポートフォリオ全体のリスク、5.9%が想定リスクですが、そのうち、分散投資効果が3.4%ということが書いてございますけれども、この3.4%、これはいずれにしても、これらのデータは過去36年のデータに基づいて計測したものでございます。標準偏差ベースでは足し算できませんので、ポートフォリオ全体のうち、どのくらいが分散投資効果なのかということを示した割合 B^2/A^2 、すなわち分散ベースで足し算をできるような形として、ポートフォリオのリスクの分散のうち、いわゆる分散投資効果がどのくらいの割合を占めているかということ、これが大体32.4%ぐらいであるということでございます。

これを前提といたしまして、このリーマン・ショック以降の状況を簡単に御説明いたします。これも復習になりますけれども、リーマン・ショックのときにはポートフォリオ全体のリスクが4.1%~24.5%、ここまで急激に上昇した。当然各資産自体のリスクも上昇したわけですが、特に顕著だったのが、分散投資効果が18.0%、こういう水準まで行ったということでございます。

ただ、それに反しましてギリシャ危機、あるいは東日本大震災、去年8月の世界同時株安、このときには、幸いなことに、ギリシャ危機のときには分散投資効果若干増えましたが、東日本大震災、世界同時株安のときには、逆に分散投資が効くことによってトータルのポートフォリオリスクというのが抑制されたという状況をこれまで見てきたわけでございます。

この背景がどういうことになるのかということでございますけれども、次のページにまとめさせていただいております。

まず、リーマン・ショックのときでございますけれども、いわゆる米国における住宅バブルの崩壊によりサブプライムショックがきっかけとなって証券等のデフォルトによる損失の穴埋めや、特に手元流動性の確保、こういったところで金融機関が一斉に幅広いリスク資産をキャッシュに逃避させたということで、あのときはキャッシュ・イズ・キングという言葉もあったわけでございますけれども、それで債券、株式ともに売られて価格が下がり、投資家もその流れに追随した。結局、これによって、いわゆる流動性危機、金融システムの機能不全が生じ、分散投資効果が効かない状況になった、こういったことなのだろうということでございます。

これに対して、リーマン・ショック以降でございますが、先ほど数字については御説

明したとおりですが、リーマン・ショック時とは異なってポートフォリオ全体のボラティリティの変化は大きなものではない。この背景としては、例えばギリシャでいえば格下げになるわけですが、そういった要因によりリスク資産の下落リスクは高まったものの、緩和的な金融政策の下で流動性危機、金融システム不全までには至らず、概ねリスク資産間での資金移動といたしますか、そこにとどまったということなので、株が下がって債券が上がるという形で逆に分散投資効果が効くといったことだったのかなということでございます。

これらをもう少し詳しく見るために、次のページの3ページ目になりますが、図2のポートフォリオ全体及び分散投資効果ということでございます。図2は、先ほどのポートフォリオ全体のリスクと分散投資効果の部分だけを掲上げたものでございまして、見ていただくとリーマン・ショックのときには分散投資効果がほとんど効かなくなっている状況ということが見てとれると思います。当然、この表における分散投資効果はポートフォリオ全体のリスクの大きさによっても変動いたしますので、それを標準化するために、先ほどの32.4%ベースに揃えたものが図3でございます。

これを見ていただくと、これはデイリーデータでございますが、日々により非常に分散効果が効いてマイナスになるケースと、一斉に資産が同じ方向に進んでプラスになるケースとこれまでいろいろあったということ。ただ、これを見ていただくと、実はリーマン・ショック前後で分散投資効果の割合が上がっているのではないかということがわかるかなということ、これを横に引き延ばしたものがその次のページ、見開きで見ていただきたいのですが、これは先ほどの表を横に伸ばしたということでございますけれども、左がリーマン・ショック前、右がリーマン・ショック後という区分けをしていますけれども、特に下のほうでございますが、リーマン・ショック前の2003年末から2008年までの分散投資効果の平均を求めますと、ここに書いてございますが、 -0.087% ということ、ほぼ0というか、そういう状態であったということでございます。ところが、右でございますが、リーマン・ショック後の平均値をとると、それが 0.217% ということ、割合が上がっていることがわかります。

実は、私どもとしては、植田委員長からもしばしば御指摘いただくような、リスク構造の変化というか、こういうものの一端をあらわしているのかと思ったわけでございます。これを見ていただきますと、リーマン・ショック前と特にリーマン・ショック後、各イベントがよってございますけれども、ギリシャ危機、東日本大震災、世界同時株安のとき、ピンポイントで逆に分散投資効果というか、それが効いてトータルのポートフォリオのリスクの抑制が図られていることが非常によく見てとれるということです。

下のちょうど2010年の10月ぐらいでございますが、ここも同じような形で効いているところがございまして、ここは日銀の包括金融緩和並びにアメリカのQE2と、こういったところでやはり分散投資効果が効いているということでございます。

あと、ここには書いてないのですが、①リーマン・ショック後に分散投資効果

がマイナスになったところがございますが、ここはちょうど日銀の政策金利 2008 年 9 月 0.5%が、12 月にかけて 0.1%まで下がってきたということと併せまして、米国がそのときに実質ゼロ金利まで進んだということによって、長期金利が低下して、それによって分散投資効果が効いたというような局面だと御理解いただければと思います。

問題は、0.217%という、リーマン・ショック前よりは分散投資効果が弱くなった、効かなくなったということをごどのように解釈するかということに尽きるのだろうと思います。

それを一番最後の文章でございますけれども、まず 1 つ、整理といたしまして、ポートフォリオの全体のリスク、これはリーマン・ショックのときにはね上がったのだけでも、その後はリーマン・ショック前とほぼ同じ水準に落ちついている。

この分散投資効果が実はリーマン・ショック後に若干弱まっているということは先ほど御説明したとおりでございますけれども、ただ、それは過去 36 年のデータから計測され、設定されている現行の基本ポートフォリオが想定しているレベルと概ね同水準といえますか、若干低めの水準ということでございますので、その意味においてはまだ想定外のレベルではないということでございます。

ただ、このこと自体、つまりリーマン・ショック後に分散投資効果が効かなくなったということ自体は非常に留意しなくてはいけないということでございまして、逆にそういう中で、なぜイベント発生時にあつた形で分散投資効果が非常に効くような状況があらわれるのかということをご簡単に整理させていただいたのが、この四角の中でございまして、リーマン・ショック後に分散投資効果が弱まった背景として、これは皆様方の御意見をお聞きしたいわけでございますけれども、まずリーマン・ショックによる世界的な景気後退を受けて米国を中心に世界的な金融緩和政策がとられ、実質的なゼロ金利状態となった。

そうすると、実質的にゼロ金利である状態では、債券も株も利回りがあれば投資対象になるということになりますので、そういう意味においてキャリートレードのような投資行動が生じやすくなる。金利がある程度あれば、それより低いリターンを稼ぐ投資行動にはいかないわけですが、そういうベクトルが生まれたということで、そういう状況では、極端に現状の足下のリスクが高くなければキャッシュから債券、株といった資金移動が誘発されるため、そうすると株と債券の方向といえますか、そういうものがキャッシュに比べれば同じ方向に動くので、そういう意味において分散投資効果が弱まったのではないかとございまして。

ただ、このような状況は、あくまでリスクイベントがない平時の状況で生じるものであり、例えば逆に株式の下落リスクが高まれば、債券に資産が移動して、そこでいわゆるデフォルトリスク等が高まれば、更に今度はキャリートレードの巻き返しみたいものが生じて、資産が今度はキャッシュに逃避する、こういう逆の流れが、それも自然に生じることとなる。言い換えれば、各資産の下落リスクの変動に応じて、段階的にリスク・

オフあるいはリスク・オンになると、こういったことが、いわゆるリスク・オン、リスク・オフの環境的な基盤的な部分にあるのかなと推察しているところがございます。

こういったことを考えますと、リーマン・ショック後の各イベント時においては、緩和的な金融政策の下、流動性危機が起こるという事態までは予想されなかったということで、リスクイベント勃発時に資産の移動というのが、概ね資産クラス間にとどまり、キャッシュへの逃避も限定的であったというところなので、だからピンポイントで逆に分散投資効果がきいたのだらうと思います。

気になるのが、前のグラフのページの下の部分ですが、特に最近、実は分散投資効果の割合がかなり高まっている。これを見ていただきますと、ほぼリーマン・ショック後の激動期の部分の分散投資効果の弱いレベルになっていること。これは特に注意しなくてはいけないということかと思えます。

最後でございますけれども、この現状は全てのリスク性資産においてリスク・オンになっているということで、リーマン・ショックとは逆の方向で分散投資効果が効かない状況であるので、イベントリスクにある意味脆弱な状況ではないかということ。金融機関の破綻等のイベントがきっかけで流動性に懸念が生じると先ほどの各リスク資産から本当にキャッシュへの巻き返しみたいなのが起って、リーマン・ショック並みの衝撃が起こる可能性を否定し得ないということなので、引き続き注意する必要があるのではないかと、こういったことでございます。

これも1つの考え方といいますか、いろいろな御意見あると思えますので、忌憚のない御意見いただければということで、まとめてみたということでございます。

○植田委員長 ありがとうございます。御質問等ありましたら、お願いします。

○小幡委員 大変興味深い、意義のある分析、ありがとうございました。

私が知りたいのは、事後的に考えて、こういう分散投資をしておけばすごく効いた資産というのは、シミュレーションするとどういう資産だったら本当はうまくいったのですか。普通に私たちが投資できる資産ではないものも全て世の中にある、理論的に投資家の資産を全部考えて。

●清水調査室長 これは我々の資産の規模を度外視して普通に考えれば、多分プットオプションというか、そこも買っておくということだったろうと。これは実際にコストとの見合いで内部的にも計算したことがあるのですがけれども、今回に限りというか、リーマン・ショックに限り、もしリーマン・ショックの前にそれを買っていたらという、そういう意味なのですけれども、そういうことなのだろうということが1つです。

あと、金、それからビックス指数、ある意味プットオプションと同じようなものではありませんけれども、そこは数字的な検証はしていませんけれども、あとコモディティとか。これまでのリスク性資産、我々の資産とこの期間が逆相関になった資産が何かということを探し出すということになると思います。

●三谷理事長 2008年の第3四半期、10～12月というリーマン・ショック直後の期間で考

えると、あのときは金も商品相場も全部落ちましたね。原油価格まで下がりましたからね。

- 清水調査室長 あのときはキャッシュだけだった。
- 三谷理事長 あのときに値上がりした資産というのは一般的なものではなかったのではないのでしょうか。
- 臼杵委員 国内債券はどうだったのですか。
- 三谷理事長 国内債券は、リーマン・ショックの当日に 1.4%台だったものが、たしか一時 1.6%近くまでいったのではないですか。
- 小幡委員 逆相関というよりは、数学的になっているかどうかかわからないけれども、90度ぐらいずれているやつが、つまり今おっしゃったように、価格が余り動かない。動かないものは何だろうということだと思います。
- 清水調査室長 多分理事長が申し上げたように、金とか原油はむしろその後の、いわゆるゼロ金利という政策の中で生じたというふうに考えたほうがいいのかもかもしれないですね。
- 植田委員長 図 1 はちょっと前の LTCM のときはどんな感じだったのですか。そのときは債券も大分売られていたと思うのですけれども。
- 清水調査室長 それは、今、手元にごさいますので、調べさせていただきたいと思います。
- 植田委員長 おっしゃるように、2008 年以降はここでいう分散投資効果の水準が上がっているのは別として、分散投資効果はイベント毎に効いているというのは、リーマン・ショックで流動性供給はしなければいけないのだという学習を中央銀行はいろいろして、債券市場回りのリスクの相対的に少ないところを壊さないようにいろいろオペレーションをしたというのが大きいのではないですか。
- 清水調査室長 そういう意味では緩和的なので、債券と株の中を行き来しているみたいなイメージだと思うのですけれども、注意しなくてはいけないのは、本当に金融危機みたいなふうになってしまうと、そこでキャッシュ化という流れが起きてしまうと、そこは多分なるときは一気に来るのだろうと。ただ、現行の中央銀行の政策スタンスからすれば、そういうことはこれまでずっと回避されてきたといえます。
- 植田委員長 相対的にリスクの高いほうは割と一緒に売られているということはあるのではないですか。
- 清水調査室長 何が安全資産かというのはその局面、局面でいろいろ変わってきているということだと思います。これまで、ある意味、円というのは安全資産ということだったわけですし。
- 小幡委員 一番ずるを言えば、キャッシュなわけですね。多くの場面でも安全。
- 佐藤委員 私がちょっと気になるのは世界中の金利が下がってしまいましたよね、一連のイベントで。このままずっと長期国債の金利が低位水準となると、そもそも株と債券

という2つの資産で考えたときに、分散が平常時であっても効きにくくなるのではないか。現に今年度のリターンを見ていると、イギリス等では長期国債の収益率はものすごく高く、これがこの先、またもとの水準に戻るのか、しばらく低位水準に張りつくのかどうかはわからないですけれども、だんだん分散というのは平常時においても効きにくくなってきているのではないかと思います。

○村上委員 分散効果を見るホライズンを、結構いろいろな期間で考える必要があるのではないかと思います。こうしたイベント時にどのようになっているかという問題や、リーマン・ショックの前と後での分散効果の平均水準はどうなっているかというのがありますし、また、このような公的年金みたいに長期の運用が分散効果を求めるタイムホライズンみたいなものも考えてみる必要があると思うのです。分散効果も期間によっていろいろ見え方が違ってくる部分があると考えられますので、そこのところをいろいろな角度から見ると必要があると思っています。

○植田委員長 ほかによろしいですか。

それではありがとうございました。予定の議事が終了いたしました。

○臼杵委員 先般、小幡委員からも少しお話があったような話に関連しまして、1つはオルタナティブの是非だと思うのですけれども、後は先ほどから、少し佐藤委員からもお話のありました債券の金利上昇リスクをどう考えるとか、運用についてはいろいろ、事務局もよく御存じのとおりで課題があります。私も委員を4年やらせていただいた後、今度さらに2年になりますけれども、その辺のアジェンダというのですか、せかすつもりは全然ないのですけれども、どういう課題があって、どういうタイミングで新年度議論しようということが、少し我々のほうにわかりやすくしていただけるとありがたいという願いがあります。

●三谷理事長 検討させてください。

○小幡委員 同じ話で、AIJの話もあって、余り論理的ではないのですけれども、始まる前におっしゃっていたように、ケイマンが全部悪いので、全部ケイマンなのだけどもみたいな話もあるではないですか。それでオルタナティブはちょっと悪いみたいな風潮も一般的にはあるので、今こそオルタナティブ投資を議論するのがいいのではないか。このタイミングをとらえるのが日本の投資環境全体のためにも重要ではないかと、是非早急に。

○能見委員 一番最初に稲葉委員から話があったように、AIJの問題に関しては、我々のところはこういうことでチェックされているので起こり得ないですよという説明だけでいいのか。というのは、年金基金の運用としては、圧倒的なリーディングカンパニーに当たるわけですね。そうすると直接的な責任の問題ではないけれども、そういうものに対してリーディングカンパニーとして内々そういう分析を持っておいてもいいかなという気がしないでもない。

これも例えば資産管理機関、運用受託機関とあるのですけれども、ここに具体的に例

えば、AIJ の場合には具体的な名前を入れないと見えてこないのですね。それから、そのブックをどういうふうにしているか、あとは信託銀行のチェックの責任の問題を問われているわけですね。

だから、GPIF としてはそういうことは起こり得ないですよということと、みんな GPIF が、先ほどの御意見ではないけれども、オルタナティブに行ったといたらかなり多くの年金基金が、GPIF もやっているのだから我々もというふうに、そういう理屈で言うと、GPIF がどうするかというのはすごく気にしていて、それは言い訳になるからそういうことですけれども、そういう圧倒的なこの世界のリーディングカンパニーとして、もう少し具体的に一応どういうことだったのかというのを認識しておくくらいのはしていいかな。

済みません、稲葉委員の最初の提起はそういうことではなかったかと思うのですけれども。

○稲葉委員 はい。

○能見委員 余り直接的でないので、その辺はどこまでというのはわからないのですけれども。

●三谷理事長 今のところ、AIJ のスキームそのものが新聞報道ぐらいしか我々もわからないわけですね。

○能見委員 もう少し経ってからですね。

●三谷理事長 もう少し、その辺がわかりましたら、何らかの形で。

○植田委員長 それでは、新年度のどこかで是非今のような話を、これはよろしいですか。事務局からお願いします。

●大江審議役 次回の日程でございますが、3月26日（月曜日）の16時から、本日と同じ時間で、場所はこちらの会議室でございます。よろしく願いいたします。

○植田委員長 それでは、今日はこれまでにしたいと思います。