

第 58 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 24 年 6 月 22 日(金) 10:00～12:00
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 ・小幡委員 ・薦田委員
・佐藤委員 ・能見委員 ・村上委員 ・山崎委員
4. 議 事
 - (1) 平成 23 事業年度 財務諸表等 (案) について
 - (2) 平成 23 年度 業務概況書 (案) について
 - (3) 平成 23 年度 業務実績評価シート (案) について
 - (4) その他

●大江審議役 それでは、時間が少々早いようですが、皆様お揃いなので、ただいまから、第 58 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、本日は臼杵委員、御都合により御欠席でございます。

御出席をいただきました委員の皆様方が過半数を超えておりますので、会議は成立しております。

資料の確認でございます。お手元、議事次第、座席図のほかに、

委員限り 1 平成 23 事業年度 財務諸表等 (案)

委員限り 2 平成 23 年度 業務概況書 (案)

委員限り 3 平成 23 年度 年金積立金管理運用独立行政法人 業務実績評価シート (案)

委員限り 3 参考資料 平成 23 年度 業務実績評価シートに関する自己評価について (案)

委員限り 4 外国株式アクティブ運用受託機関公募にあたっての基本方針等について (案)

委員限り 5 国内債券運用受託機関 第 3 次審査 (案) について

委員限り 6 リスク管理状況等の報告 (平成 24 年 4 月)

というものでございます。

今回、資料大変分厚くございますので、必要に応じて、運用委員会終了後、机の上に置いていただければ、後ほど私どものほうで御指定の送付先に郵送いたしますので、御

希望の方はそうしていただければと思います。

なお、委員限り 5 国内債券運用受託機関第 3 次審査（案）に添付しております 3 次審査の結果（詳細版）という縦長の資料でございますが、それにつきましては、運用委員会終了後に回収をさせていただきますので、そのまま机の上に置いてお帰りいただきますようお願いをいたします。

以上でございますが、資料はお揃いでしょうか。

では、以後の進行につきましては、植田委員長をお願いをいたします。

○植田委員長 それでは、今日はお忙しいところ、どうもありがとうございます。

早速、議題 1 平成 23 事業年度 財務諸表等（案）についてと、議題 2 平成 23 年度業務概況書（案）について、説明をお願いします。

●高野管理部長 管理部長でございます。お手元でございます委員限り 1 の平成 23 事業年度財務諸表等（案）について御説明いたします。

初めに決算数値の概要を御説明いたします。時間の関係もございますので、決算の状況を簡潔に示す目的で作成しております事業報告書に沿って説明いたします。59 ページをお開きください。

59 ページ、一番上に 1. 国民の皆様へと書いてございます。中ほど（2）平成 23 年度の事業実績の概況を記載しております。平成 23 年度末の運用資産額は 113 兆 6,112 億円、当法人における財務諸表上の総資産額は、113 兆 6,119 億円となりました。このうち、市場運用分は 100 兆 1,770 億円、厚生労働大臣の指示に従い引き受けました財投債は 13 兆 4,342 億円となりました。

平成 23 年度の運用実績は、欧州債務問題や米国景気の減速懸念等により一時的に収益が悪化する場面がありましたが、年度末にかけては主要国中央銀行による追加緩和策や欧州債務問題の進展等から市場環境が回復したため、2 兆 6,092 億円のプラスとなり、資産運用業務費等の経常費用を差し引いた当期総利益は 2 兆 5,843 億円となりました。

なお、平成 23 年度中におきまして、年金特別会計に寄託金 5 兆 6,996 億円の償還を行い、平成 22 年度末の利益剰余金の額に基づき、1,398 億円を年金特別会計に納付いたしました。

これらの結果、利益剰余金は平成 22 年度末の 6,989 億円から 2 兆 4,445 億円増加し 3 兆 1,434 億円となりました。

次に 64 ページをお開きください。

64 ページ、中ほどに 4. 財務情報（1）財務諸表の概況という項目がございます。損益計算書や貸借対照表上の主要な数値について簡略に記載してありますので、これも読み上げさせていただきます。

まず経常収益でございますが、平成 23 年度の経常収益は 2 兆 6,093 億円と前年度比 2 兆 9,090 億円増となっております。これは、市場環境の回復により資産運用損益として 2 兆 6,092 億円を計上したことが主な原因でございます。

経常費用につきましては、平成 23 年度の経常費用は 249 億円と、前年度比 34 億円減となっております。これは平成 22 年度に償還が終了した財政融資資金借入金に係る借入金利息の減、管理運用委託手数料の減少による運用諸費の減が主な要因でございます。

上記の結果、平成 23 年度の当期総利益は 2 兆 5,843 億円と、前年度の当期総損失 3,281 億円に比べて 2 兆 9,125 億円増となっております。

次に貸借対照表項目の資産でございますが、平成 23 年度末現在の資産合計は 113 兆 6,119 億円と、前年度比 2 兆 7,065 億円減となっております。これは、運用寄託金の償還 5 兆 6,996 億円による減少の一方で、資産運用損益 2 兆 6,092 億円の計上による増加があったことが主な要因です。

65 ページの一番上、負債でございますけれども、平成 23 年度末現在の負債合計は 110 兆 4,685 億円と、前年度比 5 兆 1,510 億円減となっております。これは運用寄託金の償還による 5 兆 6,996 億円の減少があったことが主な要因でございます。

数字に関わる説明は以上でありますけれども、次に会計方針について簡単に説明いたします。戻って 8 ページをお開き願います。

8 ページの一番上に 1. 重要な会計方針 (1) 金銭等の信託の評価基準及び評価方法がございます。記載しておりますように、当法人が保有する運用資産は金銭等の信託という勘定科目で表示され、これは金融商品会計基準に従いまして、いわゆる市場運用分であります売買目的有価証券は時価法によって、また、引き受けました財投債は満期保有目的債券として償却原価法によって評価してございます。これは従前のとおりでございます。

次に右側の 9 ページの (8) でございますけれども、(8) 改訂後の独立行政法人会計基準の適用のところでございます。独立行政法人会計基準が平成 23 年 6 月 28 日に改訂されております。この改訂の骨子は固定資産の減損額の会計処理の見直しに関わるところでございますけれども、当法人におきましては、これにより特段の影響は受けてございません。

次、11 ページをお開きいただけますでしょうか。11 ページの上のほうに 9. 独立行政法人通則法第 46 条の 2 第 2 項に係る不要財産に係る国庫納付等のところがございます。私ども、平成 22 年度迄保有しておりました宿舎、横浜市の日野職員宿舎というものを保有してございましたけれども、これを売却の上、平成 23 年度におきまして、国庫納付をしております。

(6) 国庫納付等の額 6,710 万円。

(7) 国庫納付を行った日が平成 23 年 10 月 14 日ということでございます。

なお、保有しておりました宿舎は、このほかに千葉県が行徳宿舎というものがございましたけれども、これは平成 23 年度中に売却しておりまして、この売却代金は今回の決算の承認後平成 24 年度中に国庫納付する見通しとなっております。

次にその下、同じ 11 ページの 10. その他独立行政法人の状況を適切に開示するため

に必要な会計情報というところで、承継資金運用勘定の廃止について記載しております。

承継資金運用業務は、平成 22 年度末に終了しております。当法人の個別法附則第 12 条の規定に基づきまして、平成 23 年 4 月 1 日に承継資金運用勘定を廃止いたしまして、同勘定が残りました 2 兆 9,907 億円の繰越欠損金を一たん総合勘定に帰属させる形に処理いたしまして、法人の施行令及び厚生労働大臣が定めるところによりまして、厚生年金勘定と国民年金勘定にそれぞれ按分いたしまして、その積立金を減額するということによって処理をしているということでございます。

次に会計監査人の監査報告書について御報告いたします。79 ページでございます。

会計監査人の監査報告書、私どもの監査法人は、昨年度からあずさ監査法人でございますけれども、この 6 月 19 日に監査報告書を頂戴しております。日本公認会計士協会の実務指針に従いまして、この決算より監査報告書の様式が変更になっておりますけれども、最後の 80 ページに監査意見が記載されているとおり、無限定適正意見を頂戴しているという状況でございます。

それから、監事につきましては、この会計監査人の監査も踏まえまして、現在決算監査の最中でございます。お手元の財務諸表等（案）には、まだ監事による監査報告書は添付されておりませんが、近々に監査報告書を頂戴できると聞いております。

最後に今後の取扱いでございます。独立行政法人通則法に従いまして、法人は事業年度終了後 3 か月以内に財務諸表等を主務大臣に提出してその承認を受けることになってございます。この監事からの監査報告書を受領の後、法人内での所要手続を踏みまして、6 月 29 日に厚生労働大臣に提出する予定にしております。

主務大臣は、独立行政法人評価委員会の意見を聞いて承認することとされておりまして、8 月に開催予定の独立行政法人評価委員会におきまして、当法人の審議がなされまして、9 月中にはこの決算の承認がいただけるものと推測してございます。ちなみに昨年は 9 月 29 日に承認をいただいております。

なお、最後になりますけれども、この財務諸表等（案）の一番左上に、厚生労働大臣承認までは非公表と記載してございます。それまでの間は取扱いにつきましてはくれぐれもよろしくお願いしたいと思います。

説明は以上でございます。

- 大江審議役 引き続きまして、私から平成 23 年度業務概況書（案）について、横長のカラー刷りの資料で御説明をいたしたいと思っております。委員限り 2 の資料でございます。左上に取扱注意とございますが、業務概況書は今のところ、7 月の第 1 週に公表するという予定で進めております。したがって、公表までは取扱注意ということでよろしくお願いいたします。また、内容は、今、最後のチェックをかけておりますので、公表までに若干変わる可能性がありますので御了承をお願いいたします。

早速、中身でございますが、3 ページをお開きいただきたいと思います。3 ページにございますように、年度の通期の全体の収益率は 2.32% ございました。そこにござ

ますように、四半期毎に見ますと、特に2期に落ち込み、3期、4期と戻ってきたというところで、資産別に見ますと、外国債券、国内債券の収益率が高かったというところがございます。

もう一枚おめくりいただきまして4ページでございます。こちらは額ベースで見たものでございまして、今、管理部長が申しあげましたように、全体では2兆6,092億円の収益額というところがございます。

5ページでございますが、資産額・構成割合、そこに書いてございますように、全体で113兆6千億円というところがございます。

飛びまして7ページでございます。今、見ていただいたのは平成23年度の単年度でございますが、自主運用を開始した平成13年度からの収益額で見ていただきますと、そこがございますように、平成19年、サブプライム、20年リーマン、21年のリーマン・ショック回復期の後、一昨年度3,000億円ほどのマイナスで、昨年度が2兆6,000億円ということで動きが少し静かには今のところなっていると。勿論足元はまたいろいろございますので予断を許しませんが、こういう状況でございます。全体、平成13年度以降の累積でいいますと、14兆円弱の収益ということがございます。

それから、10ページ目、この間の市場環境をまた後ろにも書いておりますが、これを見ていただくとわかりますように、夏から秋にかけて一度落ち込んだのが年度末に向けて回復をしてきた。結局すべてのベンチマークで年度を通して見ればプラスのリターンを上げているというところがおわかりいただけると思います。

それから、飛びまして15ページ、平成23年度単年度の超過収益率の状況でございますが、国内債券と国内株式につきましてはトータルでそれぞれ-0.2%ということで概ねベンチマーク並みであったというところがございます。外国債券は特にアクティブが良くなかったということで-0.18%。外国株式はアクティブ運用が+0.76%ということで、結果として+0.14%であったというところがございます。

それから、20ページでございます。資金回収等の状況等ということで、いわゆるキャッシュアウトの数字で、これは運用委員会でも四半期毎に報告させていただいたものを改めて記載をさせていただいております。これ迄と違いますのは、そのポイントとしては、この左の表の項目、国内債券の中の市場運用分の中に、更に細かいセグメントといたしまして、キャッシュアウト等対応ファンドを載せております。これはキャッシュアウトのためにつくりましたファンドについて、今後、財投債と並んで、売らずに済むファンドとしてつくったということで、この機会にPRも兼ねてこの部分を、更に区分して示したというところございまして、右下の年度計のところの上から数字、3つ目の項目になりますが、1,264億円。これは昨年8月にキャッシュアウト等対応ファンドをつくりまして、1年経たないと償還金が出てこないということで、昨年の収入はほとんどが利子、クーポンだけであったということです。3月に報告したときには、今年度は大体それが1兆2,000億円ぐらい出てくるということを御説明申し上げているところで

ございます。

それから、26 ページでございます。運用受託機関構成の見直しということで、平成 23 年度に何を行ったかというところの説明している部分でございます。平成 23 年度にはいろいろ取り組ませていただきましたけれども、マネジャー・ストラクチャーの見直しとして大きくは（１）エマージング株式の運用機関の選定をしたというところ。（２）国内債券運用は、1 次審査、2 次審査まででございましたけれども、こういった取組みをしっかりと PR をさせていただきたいと思っております。

それから、飛びまして 28 ページ、これも平成 23 年度に何をやったかということの中の 3 番目で、キャッシュアウトへの対応というところでございます。キャッシュアウトにつきましては、趣旨も含めて書かせていただきたいと思いますと思っております、3 段落目、一方、のところですが、財投債の残高が減少していく中で、国内債券等を市場で売却して資金を確保する必要性が高まってきたということで、市場への影響を考慮し、平成 23 年 8 月に、国内債券を満期まで保有するキャッシュアウト等対応ファンドを設置しました。これにより、キャッシュアウト等対応ファンドの満期償還金・利金をキャッシュアウト等に活用できることとなりました、ということで、少し具体的に趣旨も含めて書かせていただくということでございます。

4. リバランスの実施のところですが、リバランスにつきましても、昨年度から運用委員会の御議論も踏まえて始めたところでございますが、その趣旨と数字を少し書かせていただきたいと思いますということでございます。3 行目のところからですが、リバランスは、原則として、各資産の資産構成割合が基本ポートフォリオに定めた乖離許容幅を超えた場合に行うこととしています。また、乖離許容幅内にある場合においても、定期的にリバランスについて検討を行うこととしています。なお、市場が大きく変動した場合等においても、リバランスについて検討を行うこととしています。

平成 23 年度においては、以下のとおり、リバランスを実施しましたということで、既に運用委員会では御報告していることでございますが、これを（注）にございますように、配分額から回収額を差し引いたネット額として示して、かつ年度、通期の全体像として示したいということでございます。具体的には右の 2 つ、外国債券と外国株式は、昨年度の年度初めにおきまして、外貨から外貨ということで外国株式から外国債券にリバランスを行った。その後、秋以降、国内株式のリバランスを実施するということで、その財源は短期資産、キャッシュアウトに備えて持っていた短期資産を活用して 6,000 億円の国内株式を購入したということで、全体の数字合っておりませんが、対外的にも聞かれれば、今のような説明をしたいと考えております。

飛びまして、33 ページでございます。9. 内部統制体制の整備についてでございます。内部統制体制の整備につきましては、そこでございますように、これまでもいろいろ中の委員会等で検討してまいりましたけれども、今年 3 月に内部統制の基本方針というものも定めておりまして、内部統制体制の整備、ガバナンスの強化ということを実施して

おります。項目として、業務の有効性、効率性、法令等の遵守等々5項目でございまして、34ページにその体系図を本運用委員会も含めて書かせていただいております。

それから、44ページから4. 承継資金運用勘定の廃止という項目がございまして。これはかつて、旧年金福祉事業団が借り入れて運用していた資金の運用が平成22年度をもって終了したということで、最終的にそこで発生した損失の処理につきまして、44、45、46ページと3ページにわたって説明責任を果たすという観点から今回記載をさせていただいたものでございまして。

それから、最後に58ページでございまして、コラムということで書かせていただいております。昨年の夏、秋以降の欧州債務問題を契機とする世界同時株安時の際にどう対応したかということで、ここもいろいろ外部から聞かれることも多いということで、特にコラムとして書かせていただいております。そこに記載しておりますように、当運用委員会でもSVモデルによるリスクや分散投資効果、データをお示ししていろいろな関係するエコノミスト等からヒアリングした情報も御紹介しながら、御議論いただきました。

そこで、下から3行目あたりからでございまして、こういったものについても運用委員会においても議論を行いました。長期的な構造変化が起こっているとは確認できなかったことから、第2期中期計画において定めた基本ポートフォリオは維持していますということを書かせていただいております。

主なポイントは以上でございまして、よろしくお願いたします。

- 植田委員長 それでは、質問等ありましたら、お願いたします。
- 稲葉委員 全体として今年度は収益がちゃんと上がって、皆さんの努力が実を結んだという話だから、報告書としてはこれでいいと思うのですけれども、少し気になっているのが、承継資金の運用勘定の廃止の項目なのですね。本文の11ページのところも、結局3兆円余の繰越欠損というか、計上しているわけですね。さらりと計上したということなのだけれども、3兆円むだにってしまったということですね。それについて、勿論当法人とは、この件で直接関係はないのですけれども、こういうふうさらりと表現するだけでいいのかという感じがいたして、この種のことはそう軽々に片づけるべきではないと。短期の資金を借りて価格変動の激しいものに運用するというのは、なかなか難しいことだろうと思いますが、よほど何というか、ちゃんと制度的にも考えてやらなければいけないみたいな、これについてどう考えるかということが少し書かれてあったほうがよろしいのではないかという感じがするのですけれども。
- 大江審議役 その点については運用委員会で詳しく報告してございませんでしたが、本年4月に独立行政法人評価委員会のほうで、この承継勘定の廃止について再度評価をするというような手続を経まして、そこでは結局資金運用勘定で出た損失のそもそもの仕組みや経緯、こういったものについて今後説明責任を果たすという観点からいろいろな形で公表していくように、というふうな御意見をいただいております。

そういったところを踏まえますと、今回、44、45、46 ページ、詳しく御説明いたしますと、まず 44 ページでございますが、承継資金運用勘定の廃止ということの仕組みでございますが、平成 12 年度までは、年金福祉事業団が旧大蔵省の資金運用部から資金を借りておりました。一方、国のほうは、特別会計から資金運用部に預託をするという形で運用しておりました。ところが年金福祉事業団、平成 13 年 3 月末で廃止をされましたが、そういった借りて運用する仕組みをやめて、直接国が特別会計のお金を私どもに寄託して運用するという仕組みに変わったところでございます。その後は、結局新規の借入れは行わずに年金資金運用基金、それを更に引き継いだ私どもの現行法人が、事業団時代に借り入れた資金の運用を行ってきたところでございます。

その仕組みでございますが、45 ページでございますように、年金福祉事業団は借りて運用しておった。それから、平成 13 年度以降は年金資金運用基金が今度は直接特会から寄託をされると。それを分けて運用するのかどうかということでございますが、法律によりまして、借りて運用していた運用と、それから、寄託金が寄託されて運用する運用、そこの下の図のように、それぞれ金の出元は違うのですが、私どもで会計上、総合勘定という勘定、ここにお金を出し合って、そこで 1 つの基本ポートフォリオ、私どもの現行の基本ポートフォリオですが、そこで運用する仕組みとなりました。したがって、借り入れたものを特別に何かポートを分けて運用するということはしておりませんでした。

また、先ほど 14 兆円弱ということで収益について触れましたが、私どもの運用資産全体で毎年度出ましたそういった損益が、借入資金又は寄託金によるそれぞれの元本に応じて按分されているという仕組みでございました。

その結果、46 ページでございますが、平成 12 年度末の事業団廃止に伴って、その後、合同で運用してきたということを申し上げましたが、最終的に借入資金の返済利子を上回る運用収益が得られずに累積の利差損益がマイナス 3 兆円弱となったと。特に借入コスト率というのをその下の表に載せておりますが、下から 3 つ目の借入コスト率（E）というところでございますが、当時、借入れは長期で借入れるということで、7 年ないし 10 年という期間で借り入れておりました。かつて昭和 61 年当時の、これは正確に申し上げますと分母が運用資産残高ですので、まさに借り入れた名目の金利ということではございませんが、借入残高に対して、借入開始当初は 6 %、5 %ときて、終盤の数年度も 2 %から 3 %を超えるような現在の新発債に比べると高い金利で借り入れてきたと。そういった経緯もございまして、かつ平成 12 年度を最後に新しいお金は借り入れずに、一番上の借入金残高のところを見ていただきますと、借入金残高、つまり運用元本が減っていく中で、こういった損失を減らしていかなければいけない。そういったものを法律上の制約から全体して合同運用するという事で対応してきていたわけでございます。

上の文書編の 2 段落目でございますが、平成 22 年度で借入金の償還が終了したとい

うことで、法律の規定に基づきまして、承継資金運用勘定は平成 23 年 4 月 1 日に廃止をいたしまして、この 3 兆円余の損失につきましては総合勘定に帰属をします。更に法令の規定に基づきまして、大臣の定めるところによりまして、それを最終的に厚生年金から寄託された勘定であります厚生年金勘定と国民年金勘定、それぞれ残高等を勘案いたしまして按分したと。いわば昭和 61 年から続いてきた運用が最終的にこういう形で閉じたものですから、それを法律に基づいて、この損失を整理したということでございます。こういったものをしっかりと公表していくということで、今回こういうことで御説明申し上げました。

なお、これまでこの経緯というのは、この資料の中には入れてきたわけですが、すけれども、その全体像で改めてこのように書かせていただいた。私どもとしては、今後ともこういったことで説明責任を果たしていきたいと考えております。

- 植田委員長 この点、いかがでしょうか。
- 稲葉委員 事実の説明はそういうことなのでしょうけれども、何でこういう大きな赤になったのかということについて、もう少し触れておいたほうがよかったのではないかと感じいたします。多分お役所の中ではなかなかこういうことはできないのだろうと思うのですけれども。
- 能見委員 基本的には長期のお金を借りてそれで運用するというのは成り立たないのですよ。平均的には常に長短のスプレッドをとって運用するというのがベースなのです。だから成り立たないことをやっていたということです。
- 稲葉委員 そうですね。だから、そういうことをインプライするようなことを書き込めないですか。この法人が悪いといったわけではなくて。
- 大江審議役 私どもとしては、ここに書いてありますとおり、法律に基づいて運用していたと。市場環境を踏まえて適切に運用するということであると。ですから最終的に果たせる責任というのは説明責任なのかということで、事実を整理してここに記載をさせていただいたと。
- 稲葉委員 財政がいろいろ苦しくなってくると、こういう形でうまいぐあいでもうかることはないのかとか、そういうプレッシャーが各方面でかかってくるわけですね。もうちょっと運用をうまくしろとか、お金を調達して、それをもっともうかるところに回したらどうかみたいなことが、多分これからもどんどん出てくると思うのですけれども、そういうのに対してある程度教訓めいた話が出てくるのであれば、その時どきにそういうことを明らかにすることによって変に議論が膨らんでいかないようにするというのは大事なことではないかなと思うのですけれども。
- 三谷理事長 今審議役がお話したように、これは法律に基づいて我々としてやってきた業務なので、結局立法の問題であり、こうした仕組みを作ったことが悪いという話をするのかどうか。我々の運用結果を評価する方からはそういう意見が出るのはよくあるのですけれども。ただ、法律に基づいてたんたんというか、きちんとやってきたわけです。

けれども、結果的に損失が発生した後で、これは仕組みが悪かったからともなかなか言い難いところがあります。従って、我々としては事実をたんと記載して、それに対する評価は外部にお任せするしかないのかなというふうに考えているところです。

何か我々がこんな普通は成り立たないようなことをやらされてしまったみたいなことを言うのは、引かれ者の小唄みたいで。

○稲葉委員 基本的には立法が悪いということなのですが、その種のことについて批判がなさすぎると私は思うのですね。こういう知識を持っている集団が、こういう事象を前にして、やはり立法が悪かったのではないかということをはのめかすような報告を出していくというのは法人にとって重要なことではないかと思うのです。無理は申し上げませんが、愉快でない。

○山崎委員 金利の支払先はどこですか？

●大江審議役 これは借りていたのが旧財政投融资ですので、そこにお支払いをして、ただ、国は一方で預託をしておりましたので、その預託金利には回っている。その中の財布は、勿論一体なので、広い意味ではどこの金とは言えませんが、そういうふうに評価することもできるような性格ではあったということとは言えなくもないというものでございます。

○山崎委員 この赤字の大きな理由が、預かったお金が長期という位置付けになっていたということですから、長期と書くべきではないかと思えます。

○村上委員 余計なことかもしれないのですが、今の話で、当時は借入コストというのが基本的には長期金利のベースでずっとあったわけですね。7年とか10年とか、そのように期限を区切ってお金を借りて投資をすることは、なかなか財テクとして、リスクを非常に孕む行為であったと思うのです。けれども、さらに長期的に考えたときには、長期金利より平均的に上回る運用ができるのかどうか、その運用の構造はどのようなものかというような問題に帰してくると思うのですね。それは今も変わっていないのではないか、すなわち、借りて運用するという仕組みでなくても、長期金利の平均以上の運用をこの法人が目指しているということについて、運用目標としてはそんなに変わっていないのではないか。ただ、資金運用部から借りて運用するという構造自体は変わっているというところがありますが、その議論の中で長期金利より上回るような運用ができないということになると、今のこの GPIF の運用の問題にも踏み込んでくることになるのだと思えます。

○植田委員長 これは難しいですね。財投の貸付金利というのがマーケットの長期金利と比べてどういうものであったかという、えらい難しい問題。

○村上委員 今は大雑把に言いましたけれども、そのところの長期金利水準に対する運用の構造の問題もあるかと思うのですが。

○植田委員長 この金利は、今のシステムの考えると、ある意味、目標利回りみたいなものに近いですね。

- 三谷理事長 基本的にはそうなります。
- 植田委員長 ただ、下回った分、政府がとって行って、GPIF が負担したというような、そういうバランスになっているわけですね。
- 清水調査室長 違うのは財投の昔のシステムでは結局利払いをしなくてはいけないのですが、私どもはキャッシュアウトにだけ対応すればよいわけですね。ですからそこはちょっと違うと思うのですね。きちんと利払いする中で長期的にプラスアルファという部分です、そこは。
- 植田委員長 どうですか。
- 三谷理事長 当時借りていた金利は、たしか私の記憶ですと、10 年国債金利プラス 0.2% という、10 年国債より若干高めの金利なのです。ただ、我々の今の財政検証などを見ましても、長期金利を若干上回ることをターゲットして運用しろと。実際の金利はかなりレベルが違いますけれども、分散効果によって何がしか上回る利回りとするようにしろということですので、長期金利を上回るものは絶対獲得できないということになってしまうと、我々の運用の面でもややおかしい話になってしまうということになるのです。当時のプラス 0.2%と平成 21 年の財政検証の時のプラス 0.4%というのと、どう考えるかといった話に近づいてくるのかもしれませんが。
- 植田委員長 どうですか、これに明示的に書き込むのはちょっとという御意見もありましたが、一応ここでの議論は議事録には残るわけですか。という形で、世の中には出ていくという面もあるので、というあたりでいかがでしょうか。どうぞ。
- 岡部理事 先ほど御紹介申し上げましたけれども、独法評価委員会が例年ですと決算を終えた 8 月ぐらいに、私どもから、評価シートを御説明しながら評価をしていただくということが例年入っております。昨年度の評価についても、8 月に行っていたわけですが、この春先に国会での御審議で、単年度毎のそういう話だけではなくて、昔から借り入れてきた部分について改めて評価すべきだという国会での御指摘がございまして、これを踏まえて、4 月の下旬に改めて独法評価委員会を開催して、そこでまた今のような御審議をしていただいております。

当然、先ほどのスケジュールで申し上げたように、今回の業務概況書なり決算等につきましても、この 8 月に改めて独法評価委員会で御審議をいただくことになっております。評価という観点からは、私どもは独法評価委員会等から評価されるということでもございますので、事実関係、仕組みについては、また、もし必要があれば改めて御説明をさせていただいて、今回改めて全体の御評価をいただくという形に恐らくはなるのではないかと思います。もし原口参事官のほうから補足することあればお願いします。
- 原口参事官 この 8 月にも、また、平成 23 年度の業務実績の評価があるということでしたが、今お話がありました、4 月に再度ございました平成 22 年度の評価では、まず制度がどうだったかという問題があったわけですが、制度を評価することを独法評価委員会としてどこまで行うべきかということはありませんでしたが、やや踏み越えて、制度

に言及をいただいております。総合評価ではまずは借入資金の支払利息を上回る運用収入が得られなかったということを書いてありますが、また、併せてこのように利息をそもそも支払わなければいけない借入金で運用するということは、今でいえばレバレッジをかけているわけですし、逆ざやになるおそれのあるリスクの高い運用であったという、そういう制度に対する評価を踏み込んで記載いただいて、これはホームページで既に公表しているところがございます。そのようにこの制度については評価をとりあえずいただいているということでございます。

更に何か8月の時点でもっと違った形で評価が行われるかどうかというのは、また、そのときの御議論なのかなと思っております。そうしたことで、そもそも有利子で借入れた上で運用するというこの仕組みがどうだったのか。制度を昭和61年、62年にスタートさせたときには、勿論法的措置まで講じておまして、この当時、この財投金利は概ね長期金利でございますが、これを上回る有利運用が可能であろうと関係者、皆が、確信しており、また、国会からも有利運用をすべきという強い示唆を附帯決議を繰り返すというふうなことがあってスタートしたということでございますが、省みてそのところはどうかという点があったのではないかと考えております。

○植田委員長 それでは、ほかに何か。

○小幡委員 これの発表の媒体というか。

●大江審議役 媒体ということでは、ホームページに載せることで発表をいたします。ただ、その前に記者レクを行いまして、その後にホームページと報道各社が同時に発表という形でございます。委員の皆様方にも直ちに勿論最終版をお送りしますが。

○小幡委員 うちから能動的に発表するのはホームページに載せるということと、紙ベースでは報道機関に。

●大江審議役 紙ベースは報道機関だけですね。

○小幡委員 だけ。

●大江審議役 はい。昔と違いまして、今は完全にホームページがベースということでございます。

○小幡委員 ちょっとわかりにくいかもしれませんが、実際、誰がどのくらい見ているのですか。

●大江審議役 件数は手元にはございませんが、基本的にはマスコミでいろいろ書かれますと、特に悪いときはどうしても一般の方もたくさんアクセスをする。あとは金融機関がここに書かれている個別のいろいろな情報、例えば個社のパフォーマンスなども出ますので、他社情報を参考に。

○小幡委員 金融機関というのは運用機関ですか。

●大江審議役 運用機関ですね。というようなところが注目をして見るところかなと思います。

○小幡委員 一応これは透明性という観点から書いている。

●大江審議役　そうです、可能な限り。投資行動に当たる部分は出せないのですが、可能な限り。

○小幡委員　事実をたんと書くのですけれども、よく理解していただくということが目的だと思うのですけれども、そうするといろいろな人が意識するのだけれども、読み手として一番誰を意識するか、書き方とか、議論も含めていろいろあると思うのですけれども、国民、個人であまり金融の専門家でもない人が、ちょっと年金不安だから見たときに、わかるようには書いてないですね。基本的には報道機関がこれで報道するだろうと。そのときに一部分だけ切り取って揚げ足とられるのも嫌だし、たんと書くということだと思ふのですけれども。

●大江審議役　勿論一般向けに私どもできるだけ工夫をしたいとは思っています。多分一般の方に本当にわかりやすく書こうと思うと、こういうことではなくて、もう少し、本当にかみ砕いて、そもそも運用、金融とは何かと、分散投資というのは、何のために、どういうことなのということが必要かと思ひます。それで、昨年私どもについての Q&A をつくりホームページに載せております。したがって、これが出る以降は、またその辺も改訂して、一般の方が読んでもわかるようなもの、それをホームページの頭のところに、今回の運用はどうだったのかというところをつくりまして、そこをクリックしていただくと、そもそも運用がこうで、今、こういう状況ですということがわかるようなものをこれとは別に。

これは結局法律で業務概況書という形で毎年公表するようになつて言われているものの一応定型の様式ではあるのですが、別途、一般向けは、更にかみ砕いたものを並行してつくっていきたいと考えております。

○小幡委員　それは紙では配らないのですか。

●大江審議役　今、余り紙で配って、例えばどこかの公的なところに置くというようなことは、むしろホームページを利用するという形が一般的に、行政も余り冊子をつくって大量に配るといふのも、何かと財政当局からそういうのはむだではないかという査定を受ける時代になっておりますので。

○小幡委員　運用の重要性、冗談でなくて、一般的に理解される必要はあると思ふので。

●大江審議役　はい。それは昨年挑戦した Q&A を更に改訂していくということでございます。これはある程度継続性を持ってデータも入れているものでつくっております。むしろ機能分化というか、膨らみを持たせてそれぞれのものを使っていきたいと思ひます。

○植田委員長　ほかによろしいですか。

それでは、3 番目の議題、平成 23 年度　業務実績評価シート（案）について、委員限り資料 3 と参考資料に基づいて御説明をお願いします。

●大江審議役　お手元にあります委員限り 3、今、少し議論ありましたが、独立行政法人評価委員会では評価を受ける際のシートで、ちょっと字が細かいのですけれども、実際の

評価シート、参考資料として1枚もの、縦長が、これが昨年の自己評価と今年の自己評価の（案）ということでございます。時間に限りがございますので、この1枚ものを使いまして、ポイントだけ御説明をしたいと思っております。

昨年度の自己評価ですが、S：3、A：9で自己評価を提案しております。それから、実際についた評価はS：1に減りまして、B：1ということで、残りがAということでございます。それなりの良い評価を得たというふうに考えております。

平成23年度でございますが、自己評価S：4で出したいと思っております。

Sを中心にごく簡単に御説明申し上げたいと思っております。まず【評価項目3】でございます。これは今年「S」で出すというものでございますが、それは運用手法というところでございますが、エマージングの選定を終了し、こういう新しいものも始め、国内債券の見直しも終了したと。これらを併せて行ったということで「S」を提案したいと思っております。

それから、【評価項目5】基本ポートフォリオでございますが、昨年「A」で提案して厳しい「B」という評価をいただきました。これは基本ポートフォリオをマーケットが変動したときに見直すというところにつきまして、いろいろ昨年御議論ございましたが、今年はしっかり実施したことをアピールいたしまして「A」を獲得したいと思っております。

【評価項目7】ですが、流動性の確保ということで、今回はキャッシュアウト等対応ファンドをつくったということで「S」を提案したいと思っております。

それから、【評価項目8】でございますが、内部統制は、内部統制の基本方針を作成したということで「S」。

【評価項目11】は、経費節減という項目ですが、運用手数料を一昨年に引き続き削減できたということで「S」を提案したいと思っております。

8月に予定をしておりますので、しっかりと評価をいただけるように頑張りたいと考えております。

説明は以上でございます。

○植田委員長 いかがでしょうか。

○山崎委員 去年のと比べると、「S」を1つ、提案ベースで増やしていますが、【評価項目3】は、去年は自らも「A」で評価も「A」だったのを「S」にして、少しアグレッシブな印象を受けています。【評価項目5】は「A」で出したのが評価で「B」になってしまったが、また、「A」で出しているとか、【評価方法7】も「S」が「A」になったのをまた「S」にしています。【評価項目3】はエマージングの選定が終わったというポイントが1つありますが、【評価項目8】の内部統制体制のところは、去年は「A」で自己評価をお出しになって評価も「A」だったのを今回は「S」と、なっています。

対照的なのは、【評価項目10】で、去年は「S」で出して「A」になってしまったのが、ここは遠慮してか「A」のままになっている。どういうお考えでしょうか。

●大江審議役 決して遠慮はしていませんが、実は【評価項目 10】につきましては、これは、平成 22 年度に特に私どもキャッシュアウト、リバランスをにらみまして体制整備をいたしました。調査室で市場動向を分析するような体制を強化をしたり、キャッシュアウトをにらみまして、それを専任する資金業務課という課をつくったということで、かなり我々としては組織を見直して、それも中期計画期間の平成 22～26 年度の 5 年間で初年度にしっかりと実行したということで、速やかに、よいことやったのだから「S」でと提案をしたところですが、それが残念ながら「A」に終わったということで、平成 23 年度はそういった仕組みが機能しているのですが、それを去年だめだったから、また、同じ項目で「S」を獲得しようということはなかなか提案が厳しいだろうということで、遠慮ではなくて、そういう実態を踏まえての提案というところでございます。

○山崎委員 内部統制のところはいろいろおやりになったというので「A」を今回は「S」であるというおられるのですが、【評価項目 3】は、エマージングの選定が終わったということだけですか？

●大江審議役 エマージングというのは、運用委員会でも随分御議論いただいて、初めての分野でもありますし、難しい分野ということも、もともとプランニングをし、やり遂げたということは、通常のほかの運用手法を定期的に見直すというのとは違って、相当知恵を使ってエネルギーをかけてやったのだということで、特別に今回、「S」として出してはどうかと。せっかくチャンスですから、この自己評価から上がるということは余り考えられませんので、出させていただきたいなど。

○山崎委員 なるほどわかりました。

●三谷理事長 去年のエマージングは、第 1 次審査が終わったところで 3 月になってしまいましたからね。

○植田委員長 よろしいですか。

それでは、引き続き、外国株式アクティブ運用受託機関公募について、委員限り資料 4、お願いします。

●陣場運用部長 委員限り 4 を御覧ください。外国株式アクティブ運用受託機関公募にあたっての基本方針等について（案）ということでございます。本件につきましては、先月も御議論をちょうだいいたしました。1. 公募の基本方針のところ、先月の議論のエッセンスを記載させていただいております。

（1）といたしまして、トップダウンでマネジャー・ストラクチャーの枠組みを設定するということではなくして、ボトムアップで優秀なマネジャーを厳選していこうということ。

（2）として、運用機関の運用能力を最大限活用しようということで、多様な運用プロダクトについて幅広く募集をかけましょうということ。

（3）として、外国株式アクティブの運用比率でございます。引き下げを視野に入れ

つつ、実際の応募状況を踏まえて、更に検討しよう。

この3つでございます。

こうした点を踏まえまして、具体的には2. 公募の概要ということでございます。まず公募の方法といたしまして、従来から行っていることですが、私どもインターネットのホームページに公募要綱を掲げます。それから、運用者の協会であります信託協会、投資顧問協会に対して公募要綱を送る。また、ACCJ（在日米国商工会議所）及び欧州ビジネス協会に対しても公募要綱を送るということを行ってまいりたいと思っております。

続いて公募期間でございます。本日の運用委員会終わってすぐ公募の手続に入りまして、お盆の頃まで門戸を開いておこうと考えてございます。

続きまして、公募要綱の概要ということで、運用スタイルは外国株式のアクティブ。

次のページにまいりまして、ベンチマークはMSCI-KOKUSAI、私どもの該当のベンチマークということでございます。

ただし、注2で記載させていただいております。MSCI-KOKUSAIに限らず、このベンチマークとは異なる運用プロダクトの提案がある場合、その提案を踏まえて取扱いを検討しようということでございます。また、これは私どもにとって初めての試みでございますけれども、公募要綱の冒頭に、GPIFとしては、多様な運用プロダクトの応募を期待しているという旨を記載しようと考えてございます。

続いて②応募資格でございます。こちらは、私ども法令や管理運用方針等での決まり事を5つ記載させていただいております。

まず、ア. 金融商品取引法上の投資運用業ができる方であること。従来同様、ゲートキーパー方式と申しますか、再委託による運用も認めておりますので、その再委託先についても当該国できちんと認可等を取った先であることを求めてございます。

イ. 国内外の直近の年金運用資産残高が1,000億円、これはグループ全体で合算した格好で1,000億円ということを求めてございます。

ウ. 実際に応募いただくコンポジットの実績でございます。原則5年以上、また、直近のコンポジットの残高が原則300億円以上ということでございます。ただし、これはあくまで原則ということでございまして、従来から多少トラックレコードの期間が短くても受理はさせていただいている状況でございます。

ウ. の注2でも、先ほどのベンチマークの議論と同じでございまして、MSCI-KOKUSAIとは異なるベンチマークのコンポジットのファンドでも受理はさせていただくということでございます。

エ. としまして、再委託までは認めておりますが、再々委託は不可ということで掲げております。

最後、オ. グループ内で、過去3年以内に著しい不祥事等がないということを要件とさせていただいております。

参考ということで、スケジュールの大まかな予定を記載させていただいております。お盆の頃まで募集をいたしまして、夏から秋口にかけて第1次審査を行い、また年内に第2次審査、できますれば年度内に第3次審査までこぎ着けたいという予定でございます。

説明は以上でございます。

- 植田委員長 それでは、御質問等をお願いします。
- 山崎委員 最初の1.の(3)のところで、引き下げを視野に入れつつ、実際の応募状況を踏まえ、更に検討するということですが、引き下げがあるかどうかは実際の応募状況を踏まえて改めてここで議論して決まるという理解でよろしいですか。
- 陣場運用部長 はい。
- 山崎委員 優秀なところがたくさんあったら増えることもある。
- 陣場運用部長 まさに応募状況次第ということでございます。
- 山崎委員 わかりました。
- 村上委員 「多様な運用プロダクトの応募を期待している」というのはよいと思うのですが、考えてみますと、ついこの前、エマージングの募集を外国株式の内訳で行いましたね。それとの関連は注記しておかなくてよいのでしょうか。ベンチマークを違えてもよいということであると、またエマージング・ファンドが応募してくる可能性があるのではないかと思うのです。
- 陣場運用部長 そこも実際に応募状況を踏まえてということになると思います。例えば、考えられますのは、エマージングを含んだ外国株式のファンドといったものが来る可能性は多分にあるとは想定してございます。そういうものについて受理はして取扱いを検討しようというふうに考えてございます。
- 小幡委員 似たところなのですが、応募資格のウの注2ですけれども、類似のベンチマークであれば、ということなのですが、これは類似でないのだめなのですか。
- 陣場運用部長 その辺も境目がなかなか難しいところでございます。
- 小幡委員 妥当なベンチマークとか。
- 陣場運用部長 外国株式の公募でございますので、外国株式と余りにもかけ離れるものは別途検討が要るのかなと思ってございます。外国株式のカテゴリーとしてとられるものであれば幅広く受理をしようという考え方でございます。
- 小幡委員 類似というと幅広くないのではないですか。
- 能見委員 除外する国のバリエーションが非常にたくさんあるのですね、物によっては。どういう基準で、どの国を除外するかというのがあろうでしょう。だから現実には結構そこでバリエーションはあることはある。
- 小幡委員 それは類似といっても、向こうは類似だと思うと。
- 能見委員 類似という範囲か、わかりませんが。
- 小幡委員 類似と書く必要があるかなという、せつかく書くのだったら。意図としては、

多様な応募を期待しているのだから、それを期待しておきながらベンチマークは基本的には同じものだと言われると迷うというか。

○山崎委員 これはベンチマークにぴったりでなくてもよいですと言いたくて書いているということですね。

●陣場運用部長 そういうことです。

○佐藤委員 ベンチマークはベンチマークにすぎないのですから、よいのではないのでしょうか。

○小幡委員 ああ、そう。

○能見委員 アウトパフォームすればいい。

○佐藤委員 そうです。

○小幡委員 でも GPIF が出しているから、GPIF らしい、何か保守的なのという発想、オープンに。

○佐藤委員 そこは多様だということでポジティブに解釈して。

○稲葉委員 同じ種類とか、同種とか、そういうことではかえって狭くなっちゃいますから。

○小幡委員 そうです。よいベンチマークであれば、ということですね。

○山崎委員 しかし余りかけ離れたベンチマークでは意味がなく、外国株式なのですから。

○佐藤委員 それは受理されて、審議の段階でいろいろ検討されればよろしいのではないのでしょうか。

○植田委員長 よろしいのでしょうか。

それでは、次の議題、国内債券運用受託機関第3次審査（案）について、委員限り資料5でお願いいたします。

●陣場運用部長 委員限り5、国内債券運用受託機関第3次審査（案）についてということでございます。

本件につきましては、今年の3月の上旬の運用委員会におきまして、2次審査の結果について報告をさせていただいたところでございます。本日は2次審査で選定された先について、私どもとして現地ヒアリング等を実施いたしまして、その結果を踏まえまして、第3次審査案ということで提示をさせていただきたいということでございます。

1. 基本的な考え方でございます。

(1) 第3次審査におきましては、今回、初めて運用手数料を含めた総合評価というものを実施いたします。そして、運用機関構成を勘案して、最終的には運用機関の選定を行うということでございます。

(2) として、総合評価は、運用能力の評価と運用手数料の評価を合わせるということでございます。

(3) 今回、アクティブ、パッシブの総合型、パッシブの国債型、3つのカテゴリーについて選定を進めているわけでございますけれども、運用機関構成の考え方でござい

ますけれども、まずアクティブ運用につきましては、スタイルの分散、ファンド間の相関を考えるとということでございます。

また、パッシブ運用につきましては、特に国内債券ということでキャッシュアウトのための重要な資産ということもございますので、債券売却に当たってのオペレーショナルリスク、市場への影響を考慮するということでございます。

(4)として、1点お断りがございます。3月の2次審査の段階ではアクティブ運用機関については11社選定ということで報告をさせていただいたところでございますけれども、このうち1社につきまして、

、改めて運用委員会で御審議をいただくと。したがって、本日は11社から1社除いた10社について検討、御議論いただければということでございます。

次のページにまいりまして、アクティブ運用の2. 第3次審査(案)ということでございます。

まず、別紙の2枚目、別紙2を御覧いただけますでしょうか。横長の別紙2に運用能力の評価ということで、A1～A10まで10社の点数を記載させていただいております。こちらを見ていただきますと、A1、A6が　　ということでも少し高い点がついているのもございます。しかしながらA2とA8、この社につきましては、投資方針・運用プロセスというところで　　ということでも少し劣るという評価をさせていただいております。

そして、こちらにつきましては、縦長の個表を御覧いただけますでしょうか。縦長の表のまず2ページ目、A2の社の個表を御覧いただければと思います。このA2という社の特性でございますが、

運用スタイルの社でございます。今回、この社、現地実査をいたしましたところ、従来から、この社は　　という状況でございました。この社からは、これからは

パフォーマンスを上げるのだという説明を受けておったところでございますけれども、現地調査をいたしました結果、

が余りできてないということが判明いたしまして、投資方針・運用プロセスの面で　　ということでも「やや劣る」という評価をいたしました。

続きましてA8の社でございます。こちらは　　の社でございます。

ということでも高い目標を掲げておりますが、直近の平成23年度までのデータを改めて取り寄せまして分析したところ、　　ということでも、特に平成23年度の成績が急速に悪化しているという状況が見られたわけでございます。そして私どもとしては、運用目標と運用実績に大きな乖離がある。目標どおりの運用が

実践されてないと認定をせざるを得ないということをごさいますて、投資方針運用プロセスのところでは、という評価をさせていただいたところです。

続きまして、アクティブ運用の運用手数料の評価ということをごさいます。

運用手数料につきましては、アクティブ運用については、特に著しく高いという社についてネガティブチェックをかけるという趣旨で手数料について見ております。

結果といたしましては、A1～A10までどれも著しく高いという判断はしないということをごさいます。ただし、A7の社につきましては、やや手数料が高いということが見受けられましたけれども、そうはいつでもほかの社と比べて数ベシス程度の差ということの問題なしと考えてごさいます。

ちなみにA7社の個表を御覧いただければと思います。こちらの社につきましては、運用目標、というところで、高い目標を掲げつつ、運用実績もそれに恥じない成績を上げている。、直近3年でそういう実績をごさいますて、そういう観点からも問題はないと考えているところをごさいます。

したがって、別紙2にお戻りいただきまして、アクティブ運用機関の総合評価といたしましては、A2、A8の社を落としまして、A1、A3、A4、A5、A6、A7、A9、A10、この8社について合格水準に達しているものと判断をしているところをごさいます。

続いて、この8社につきましては、別紙3でスタイルの分散等をチェックしてごさいます。別紙3の上半分がスタイルマップということをごさいますて、このアクティブ運用の戦略、

というマトリックスで見てまいりますと、8社大体うまく分散しているのではないかと考えているところをごさいます。

続いて別紙3の下半分がパフォーマンス相関ということで、超過収益率の α の相関をこちらで見てまいっております。まずという4社は既存の社でございます。それから、が新規の社でございます。こちらを見ていただきますと、既存の間の相関が結構高く、0.6台の相関も一部見られるということ、既存社は若干 α の出方が似通っているところをごさいます。

しかしながら新規、特にの社で見ていただきますと、新規社と既存のとの相関かなり低いところが見受けられまして、などでいきますと、との相関がほぼ無相関に近いというような状況も見受けられるわけをごさいます。今の既存の社の構成に新規先を加えることによって分散投資効果と申しますか、 α の出方が安定する効果が期待できると考えているところをごさいます。

続きましてパッシブの総合型の3次審査ということをごさいます。別紙4をあけていただければでしょうか。こちらで、まずパッシブの総合型につきましては、PS1～PS6ま

で6社、第2次審査を通っているということでございます。これらの社につきましても、現地ヒアリング等を実施いたしました。その結果、運用能力については、PS1～PS6までということで評価をいたしたところでございます。

続いて運用手数料の評価ということになります。手数料の評価に当たりましては、通減乗率の中での手数料ということですので、残高の基準をどこに置くかということがポイントになってまいります。

それに関しまして、別紙の一番最後のページ、別紙6を御覧いただけますでしょうか。別紙6のダイアグラムで選定後の残高の考え方について少し述べさせていただきたいと思っております。今後も当面の間、引き続き、かなりのキャッシュアウトが見込まれると私も考えているところでございまして、こうしたキャッシュアウトに備えまして、昨年度立ち上げましたキャッシュアウト等対応ファンドとキャッシュアウトで頻繁に使っておりますパッシブの国債型の規模をそれぞれ10兆円程度ずつ増やすべきではないかとか考えているところでございます。その方法でございまして、まずパッシブの総合型から11兆円程度国債を切り出してパッシブの国債型へ持っていくということを考えてございます。

また、アクティブ運用のほうでございまして、こちらは既に資産の規模が1ファンド当たり1兆円を超えるものも出てきているということで、金利戦略をとるにしても、クレジット戦略をとるにしてもなかなか動きづらい規模になっているのかということを考えてございまして、既存先についても少し規模を落とす。また、新規先についても少ない規模で始めるのかなということを考えているところでございまして、そういうふうに考えていきますと、アクティブ運用の規模も現行11兆円ございまして、6兆円ぐらい、半分ぐらいになるかと考えてございます。

そして、このアクティブファンドから切り出したものをキャッシュアウト等対応ファンドに入れる。また、パッシブ総合型で国債を切り取った輪切りの残りを、これまたキャッシュアウト等対応ファンドに入れるということで、大体パッシブの国債型、キャッシュアウト等対応ファンド、それぞれ10兆円ずつぐらい増やして、今後のキャッシュアウト対応に万全を期すという考え方でございます。その結果としまして、パッシブ、アクティブ、比率が大体9対1ぐらいになるということを想定しているところでございます。

そして、別紙4に戻っていただきまして、手数料の評価につきましましては、パッシブの総合型で全体残高33兆円から19兆円ぐらいになるということを想定いたしまして、

のめどをつけて、その上で手数料の評価をいたしたところでございます。その結果、PS1、PS3、PS6、この3社が　　ということで、やや手数料的に安い水準が出てきたということでございます。

総合評価でございまして、運用能力の評価で　　と。手数料で少し差が出るということでございまして、総合評価としてもPS1、PS3、PS6の3社を合格水準にあ

るという社として選定をいたしたいと考えてございます。

パッシブにつきましては、オペレーショナルリスク、市場への影響という観点で考えましても、パッシブの総合型につきましては、数がこれまで委託6社が3社になりますけれども、インハウス含めると、合計で4社ということもございます。また、残高の規模も減るということを考えますと、インハウスを含めた4社でオペレーショナルリスク等の観点から問題ないのではないかと考えているところでございます。

続きまして、パッシブの国債型でございます。こちらでもパッシブの総合型と同じような形でございまして、現状、第2次審査を通過している社がPK1～PK4まで4社でございます。そして、こちらのPK1～PK4までの社につきましても、同じく現地ヒアリングを実施いたしましたところ、運用能力について差はないと、　　ということで評価をいたしたところでございます。

続いて、手数料の評価ということになります。手数料なのですが、こちらのほうについては、　　PK2という社、こちらはかなり高い手数料を提示してまいったことから、PK2の社については点数が　　ということで低い評価になってございます。

総合評価といたしましては、したがってPK2の社を落とす格好になりまして、PK1、PK3、PK4の3社を選定、合格水準に達しているものと認識をしているところでございます。

パッシブの国債型については、現行、委託先が2社、インハウスも運用してございますので、合計3社というのが既存の構成でございしますが、今回、新規で1社追加することになります。国債型については、現状トータルで5兆円の残高が16兆円ということになりますので、規模も膨らむということを考えますと、オペレーショナルリスク、市場への影響という観点を勘案して、1社増えてインハウスと合わせて4社という体制になるのは特に問題ないのかなというふうに考えているところでございます。

説明は以上でございします。よろしくお願いたします。

○植田委員長　それでは、御質問等お願いたします。

○佐藤委員　非常にいろいろな分析をされていて大変結構かと思うのですが、A7社について幾つか教えてほしいのですけれども、総合アクティブ10ファンドの成績を並列して拝見していますと、 α が過去3年で、この会社については、　　ということで突出して高い。これはどういうことが良くて高かったのか。それから、大体各社とも3年、5年の実績を比較すると、5年で見ると年率の実績が低くなっている会社が多いのですが、この会社については、委託を始めてからも、こういう素晴らしい成績が期待できるのかというのがまず1点目の質問です。

2点目の質問は、この評価のポイントのところ、外国債券や店頭デリバティブへの投資は行わないと書いてあり、一方で縦長の資料のA7の部分のA7の部分を拝見いたしますと、投資対象は国債債券と上場デリバティブに限定される。つまり上場デリバティブには投資

をするとあります。この点については GPIF の方針上、上場デリバティブに投資するような戦略は適合する、つまり問題はないということで良いのか、この2点について教えてください。

●陣場運用部長 運用実績につきまして、主として でこの社はとっている。また、クレジットも として位置付けでございまして、クレジットの面でもある程度とれているのかなという判断をさせていただきます。

また、デリバティブにつきましては、債券先物は既にパッシブ等でも認めているところでございまして、先物については既に実績があるところでございます。

○佐藤委員 今回、A 7社の投資も実績がある、認められている範囲内に限定される。

●陣場運用部長 はい。

○佐藤委員 このすばらしい収益は今後も期待できそうだと。

●陣場運用部長 そういうふうに私どもとしては期待しているところでございます。

○山崎委員 細かい御説明がなかったのですが、 のところの最後の行に、横長の表ですけれども、 、と書いてあります。これはどういう意味なのでしょう。

●陣場運用部長 この点につきまして、

ことは私ども認識してございます。現地ヒアリングの際には、管理は大丈夫かということで、相当入念にチェックをいたしまして、いろいろファンドマネジャー等と話をいたしましても、その管理はしっかりとできているという判断をしたところでございまして、この点については、私ども懸念はないと認識してございます。

○山崎委員 実際に投資対象としてそういうものを認めるかどうか、これから考える。それとももう認めるということなのでしょう。

●陣場運用部長 基本的に認める方向で、今後、投資のガイドライン等はこれから運用先と詳細は詰めていく予定にさせていただきます。

○山崎委員 原則はこれを OK するということですか。

●陣場運用部長 はい。

○宇野委員長代理 パッシブのことでお尋ねしたいのですが、今回、委託先を見直す理由の一番大きな要因が手数料のところにあると思うのですが、パッシブの運用手数料の の差というのはどれぐらいあるのでしょうか。

●陣場運用部長 手数料の差ということでいきますと、かなりマイクロな差でございまして、大体 0.1 ベイシス程度の差でございまして。

○宇野委員長代理 総合パッシブの表で見たときに、2と4と5が落ちて6が入るのですね。6のファンドなのですが、TE(トラッキングエラー)は他社と大して変わらないと思いますけど、 α はマイナス。これはどういう要因でマイナスになっているのですか。

●陣場運用部長 足下、特に PS 6 につきましては、

いろいろございまして、若干ベンチマークから劣後しているという状況がございます。ただ、5年で見ますと、
でほとんどほかの PS 1、PS 2、上の社とほとんど差はないという認識をしております。特にリーマン・ショックの間に挟んだ時期でございますので、本当に些細な
が影響していたというのがこの PS 6 の状況であったと認識しております。ただ、長期で見れば、能力としては差がないという認識をしているところでございます。

○宇野委員長代理 パッシブ運用機関の選別において、運用手数料の評価というのはテーブルできちんと出てくるので、順位づけが割と明確にされる。そして運用能力の評価のほうは、明示的にはパフォーマンスというか、TE、 α 、そういったものに対する明示的な数量基準の評価がどうだったかということはこの中からは読み取れないのですけれども、ここに出されている6ファンドの評価というのは、その点についてはどのように見られたのでしょうか。

●陣場運用部長 パッシブの運用評価、私ども基本的な考え方は、定量の実績を踏まえつつ、特に定性面を重視して選ぼうと。組織・体制、運用スタイル、プロセス等を入念に見て選ぼうという考え方でつくられておりまして、明示的に定量部分が出てくる仕組みでは現状評価していないというところでございます。

5年程度の定量で見るとほとんど差は出てないというのが背景にあるということをご考慮しつつ、特に現地ヒアリングなどでは、特に債券執行のプロセスの差で取引コストが随分違ってまいりますので、その執行のプロセスの詳細等を6社についてきちんと我々は見させていただきました。そういうプロセス、執行側の組織・人材といった観点でチェックした結果、この6社について差がないという結論に至ったというところでございます。

○植田委員長 ほかにいかがでしょうか。

○山崎委員 別紙6のファンドの数で平成24年3月末時点のパッシブ運用総合型7ファンドと書いてあります。これは自家運用の1ファンド含めた数ですか。

●陣場運用部長 インハウス含めて7ファンドということでございます。

○植田委員長 私からも一言、事前の説明のときにも申し上げたのですが、ちょうど今の別紙6のところですが、キャッシュアウト対応に備えて、そこのところはもう少し、あるいはかなり増やすという方向感でマネジャー・ストラクチャーにも影響してくるということですが、これは当法人としてはキャッシュアウト対応というのは、今後非常に重要なポイントであるということの一環なわけですが、それにしても、当面あるいは少し先のキャッシュアウトに関する情報がより少な過ぎるように思うのですね。それについてはいろいろな問題があることを重々承知しておりますが、なるべく今後、もう少しそのところを改善していただけないかなという気がしております。ここだけではどうしようもない問題ではありますけれども。

●陣場運用部長 その点につきましては、平成 21 年の財政検証を見ても、当面はキャッシュアウトのフェーズが続くと。2019 年になると財政検証上はキャッシュインのフェーズにまた戻るということをごさいます。当面はキャッシュアウトのフェーズが続くという認識をしてごさいます。また、足下では現実の問題としてかなりキャッシュアウトは増えているということもごさいます。ただ、仮に我々が積んだキャッシュアウト対応の部分のお金がどうも過大であるというような状況が見えてまいりましたら、キャッシュアウトファンドはインハウスで持っているものごさいますので、ここから総合型に振り分けるとか、そういうことは、例えば 3 年後のまたマネジャー・ストラクチャーの時期に考えるといったことも十分可能であると考えてごさいます。今回の措置は、転ばぬ先の杖と申しますか、そういうものとして御理解をいただければと考えてごさいます。

○植田委員長 ほかによろしいですか。

それでは、次に行きまして、リスク管理状況等の報告について、資料委員限り 6 でお願いいたします。

●陣場運用部長 リスク管理状況の報告ごさいます。その前にエマージングの株式運用の件で 1 点御報告をさせていただきます。エマージングの運用につきましては、昨年 11 月の運用委員会でエマージング株式の運用者を 7 社選定させていただいたところごさいます。その後、この 7 社と運用ガイドラインの詰め、エマージングですので、カストディの口座をエマージング 21 か国について開設するという手続を並行的に進めてまいったところごさいます。

インド、台湾でカストディ口座の開設に時間がかかりましたのですが、今般無事に 21 か国全部の口座の開設が終わりましたので、それを受けまして、6 社に対して資金配分を行ったところごさいます。配分に当たりましては、各社に最低でどのくらいあればポートフォリオが組めるのかという金額を聴取いたしまして、結果的に各社均等に 80 億円、 $6 \times 80 = 480$ 億、合計で配分を終えたというところごさいます。

7 社の選定をいたしたわけですが、1 社につきましては、実は先ほどの社ごさいます、を踏まえて、また、配分の可否について検討させていただきます。ということごさいます。

本件、6 社に資金配分、6 社選定ということにつきましては、再来週の月曜日、7 月 2 日にホームページで公表予定ということにさせていただきます。それまで申し訳ございませんが、情報管理につき、よろしく願いたしたいと思います。

○宇野委員長代理 ちょっと感想めいたことでもあるのですけれども、エマージングに投資すると決めてから 2 年ぐらいたっていますね。これは要するに必要不可欠な期間なのか。つまり今後いろいろな新しいことを始めるときに 2 年後にしか実現しないと。今回はたまたまこの間にいろいろな危機があったので、この時間は必ずしも悪くなかったような気もするのですけれども、準備ができていて時期を遅らせるのとは違うので、2 年前にやろうと思った事業が 2 年かからないと実行できないというのはいささか時間が

かかりすぎだという気がするのですが、やっている側としては一生懸命やっていたらしゃるのですが、どうなのでしょう。

- 陣場運用部長 今回につきましては、途中で東日本大震災が入ったというのが遅延の1つの原因になっているのかなということは思うところでございます。
- 三谷理事長 地震の直後ぐらいから、第2次審査をする予定だったのですけれども、ご承知のとおり、エマージングの運用をしているのは大体海外の会社ですので、外国から運用の責任者に来てもらわなくてははいけない。当時は例の原発の問題もありまして、外国から日本にどうしても来たがらないというか、我々が無理して彼らに来てもらうというのちょっといかがかなということで、相当期間それを延ばしまして、そのうちに節電で、今度は会議室の冷房がなかなか使えないとか、そんなこともいろいろございまして、ちょっと時間がかかってしまったということでございます。
- 大江審議役 エマージングですので、実は各国に口座を開設する、そのためには取引所と税務当局との手続がありまして、インドをはじめとするエマージング諸国ではそう簡単に開設できなかったということもございました。私も当初関わった人間として、一言だけ補足をさせていただきます。
- 佐藤委員 そこは少し実務的な話で恐縮なのですが、例えば3か月ぐらい時間がかかるということがあればADRで代替させるとか、便宜的な方法もあったはずで、多分宇野委員のポイントは、いろいろな事情はあったにせよ、新しい、よいと思って始めると思うことなので、もう少し期間を短縮できないのでしょうかというところにあり、私も同感です。今後、導入される戦略については、そういった期間の短縮化についてもいろいろと検討、努力をしていただきたいと思います。
- 植田委員長 それではどうぞ。
- 陣場運用部長 それでは、委員限り6リスク管理状況等の報告でございます。かいつまんで簡単に説明させていただきたいと思います。

4月の状況でございます。4月は、3月までと打って変わりがまして、欧州の債務危機の再現でございますとか、また米国の雇用状況が芳しくないといった状況が出てまいりまして、少し前、円高・株安の状況に戻ってしまったということで、内外株式の構成割合等随分縮んでおります。1ページの4月のところで御覧いただきますと、国内株式、外国株式の乖離幅が、オーバーウェイトが縮んでいるという状況が見てとれます。それを受けまして国内債券のアンダーウェイトは縮んだという状況でございます。

2ページ目、時価が少し下がったこともございまして、運用資産全体の計で110兆円という規模になってございます。

3ページでございます。リスク性資産のオーバーウェイトが縮まったということで、3ページ目のところの財投債含めた運用資産全体のリスクの推定相対リスク、トラッキングエラーが0.65%ということで3月に比べると少し減少したということでございます。

資産毎のリスクにつきましては前月と大差はないという状況でございます。

それから、8ページ目を御覧いただけますでしょうか。そういう市場の動向を踏まえまして、4月の収益額、一番下の行でございますが、運用資産全体でマイナス1兆2,000億円のスタートになってございます。

説明は以上でございます。

○植田委員長 いかがでしょうか。

○村上委員 こちらの資料のほうは、今後エマージングのファンドが入ったときにその部分の扱いはどのようになるのでしょうか。

●陣場運用部長 外国株式のところのエマージングの数字が入ってくるということで考えているところでございます。

○村上委員 それについては、エマージングの部分の内訳がわかるような形にはならないでしょうか。

●陣場運用部長 そこは別途検討させていただきたいと思います。

○植田委員長 ほかによろしいですか。

それでは、議事はこれで終わりですので、事務局から何か連絡事項等あればお願いいたします。

●大江審議役 途中でも申し上げましたが、財務諸表と業務概況書、公表前ですので、取扱注意ということで重ねてお願い申し上げます。

それから、委員限り5の添付資料の国内債券の3次審査結果の詳細版、縦長のもの、これにつきましては回収をさせていただきますので、机の上にそのまま置いてお帰りいただくようお願いいたします。

それから、次回の日程でございますが、7月は、7月24日火曜日15時から、場所はこの場所にて行うということでございますので、よろしくようお願いいたします。

○植田委員長 それでは、今日の運用委員会はこれまでにさせていただきます。

どうもありがとうございました。