

第 59 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 24 年 7 月 24 日(火)15:00～16:00
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) 調査研究について
 - (2) その他

●大江審議役 それでは、少々時間早いようでございますが、お揃いでございますので、ただいまから、第 59 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、臼杵委員につきましては御都合で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、会議は成立しているところでございます。

続きまして資料の確認でございますが、議事次第、座席図のほかにお手元の資料でございます。

資料 1 年金資金の管理運用を行う法人の在り方に関する検討会の設置について
(厚生労働省資料)

委員限り 1 運用受託機関等の法令違反及び事務過誤等への対応状況

資料 2 平成 23 年度委託調査研究について

委員限り 2 平成 24 年度委託調査研究(案)について

委員限り 3 平成 24 年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通し

委員限り 4 リバランスの検討及び実施について

委員限り 5 リスク管理状況等の報告(平成 24 年度 5 月)

なお、お手元の委員限り 3 のキャッシュアウトの関係と、委員限り 4、リバランスの関係でございますが、運用委員会終了後に回収とさせていただきますので、通例どおり机の上に置いて、そのままお帰りいただきますようお願いいたします。

以上でございますが、足りない資料等、よろしゅうございますでしょうか。

それでは、以後の進行につきましては委員長をお願いいたします。

○植田委員長 本日はお忙しい中、どうもありがとうございます。

最初に7月17日に開催されました年金資金の管理運用を担う法人の在り方に関する検討会につきまして、原口参事官より御説明をお願いいたします。

- 原口参事官 資料1によりまして御説明、御報告をさせていただきます。資料1は、紙2枚でございます、2枚目のほうをごらんいただければと思います。御報告いたしません、年金資金の管理運用を担う法人の在り方に関する検討会で提出した資料4ですが、過去、こちらの運用委員会でも御報告いたしました独立行政法人の制度及び組織の見直しの基本方針、平成24年1月20日閣議決定の抜粋でございます、年金積立金管理運用独立行政法人につきましては、固有の根拠法に基づき設立される法人とする、などの基本的な方向が定められていたところでございます。

ここでこのように定められましたことを受けて、具体的な法人の仕組みについて検討いただく場を設けたいということで、1枚戻っていただきまして、この年金資金の管理運用を担う法人の在り方に関する検討会という会議をこのたび発足させていただいたということでございます。

目的でございますけれども、先ほどの閣議決定の基本方針でございますとおり、固有の根拠法に基づき設立された法人とする等の方針が定められておりますので、この基本方針に基づく法人の仕組みを検討いただくということが検討会の目的でございます。

論点につきましては、その他を含め6点ほど書いておりますが、先ほどの閣議決定の中で、具体的な検討事項として例示されているものを論点として掲げてございます。

構成員につきましては、裏側に構成員の一覧がございます。ごらんとおりでございます、植田委員長にも委員の一人として御出席をいただいているところでございます。

戻りまして、4の今後の進め方でございます。論点について年内を目途にとりまとめるとしております。この独立行政法人改革につきましては、既に独立行政法人通則法の改正案が国会へ提案されておまして、この法律案においては通則法の改正は平成26年4月1日施行を今のところ予定しているという状況でございますので、予定どおりに施行されるということであれば、来年の通常国会に新しい法人についての法案を出さなければいけないと、こういうスケジュールが現時点見込まれるということでございますので、その場合、年内を目途に御議論いただいてとりまとめる必要がある。また、並行して法案提出に関わる組織についての要求も行うことになる、こういうことでございます。

こうしたことで第1回の会議を7月17日に開催いたしまして、これまでの様々なGPIFの在り方に関わります検討・議論などの状況報告をしますとともに、GPIFの現状について説明をさせていただいたということでございます。今後、こうした形で検討を進めてまいりますので、この場で御報告をさせていただきます。

以上です。

- 植田委員長 それでは、御質問等おありでしたらお願いします。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1に基づきまして、運用受託機関等の

法令違反及び事務過誤等への対応状況について事務局から御説明をお願いします。

- 陣場運用部長 それでは、委員限り1をごらんください。運用受託機関等の法令違反及び事務過誤等への対応状況ということで、定例の報告物でございます。昨年1年間に発生いたしました事案について取りまとめて報告をさせていただきます。

1 ページ目、簡単におさらいでございますけれども、運用受託機関の法令違反や事務過誤につきましては、3つの類型がございます。運用受託機関の法令違反。それから、私どもが提示したガイドラインに違反する事案。それから、ガイドライン違反ではないのですが、事務上の手違いによって注意義務に反することが起きてしまったという事務過誤。この3つの類型がございます。

次のページをおめくりいただきまして、資産管理機関でございます。資産管理機関につきまして、法令違反、ガイドライン違反、事務過誤、3つのパターンがございます。

3 ページ目でございます。自家運用に係る有価証券の売買の取引先、短期資産の運用先ということで、こちらは私どものインハウスの債券売買、短期資金のやりとりしている先ということで、こちらについては法令違反という類型だけということになります。

4 ページ目をごらんください。具体的な事案について、数が多くございますのでかいつまんで説明させていただきたいと思っております。

まず運用受託機関の法令違反ということでございまして、A社が、今年の3月の下旬でございますが、国内株式のインサイダー取引で証券取引等監視委員会から課徴金の納付の勧告が発出されたという事態がございました。私どもといたしましても、これを受けまして、新規資金の配分停止という措置をこの社のファンドについてとっているということでございます。

続きまして、ガイドライン違反、こちらは軽微なものばかりでございますので、説明は割愛させていただきます。

続いて5 ページ目でございます。運用受託機関の事務過誤の対応ということで、これも件数が7件ございますので、かいつまんで説明させていただきますと、まず最初のE社につきましては、外国株式のアクティブの運用機関の事案ということでございます。この事案におきましては、日本でいうところの新株引受権の割当を受けましたのですが、このうち、権利の1個だけ、事務上の手続に手違いがございまして、売り残してしまいました。売り残した結果として権利が失効したということでございまして、この権利がなくなってしまった分につきまして損害の賠償を受けたということでございます。この損失と遅延利息合わせて59円、小額ではございますけれども、損害賠償を受けたという事案でございます。

続きまして7 ページ目をごらんいただけますでしょうか。K社につきましては、外国債券のアクティブの運用機関の事案でございますが、クーポンの源泉税を下げるという観点で、受渡しを9月28日、利払日当日に設定して売買を意図していたわけですが、事務上の手違いがございまして、受渡日が27日になっておりました。後日そのことに

気がついて取引を取り消して新たに別の日で受渡しを設定して取引をやり直したという事案でございます。本件につきましては、取引をやり直してしまった関係で、当然ながら価格が動いてしまったので、実際に損失が出てしまったということでございます。金額的には5万ユーロほど損害の賠償を受けたという事案でございます。

続きまして8ページ目でございます。こちらは資産管理機関の事案でございます。法令違反、ガイドライン違反はなく、事務過誤だけが2件ございましたが、軽微な事案でございますので、説明は割愛させていただきたいと思っております。

最後が3番、自家運用のインハウスの取引先の事案ということで、こちらは法令違反5件ございます。いずれも金融庁から行政処分を受けまして、それを契機にして、私どもとしては取引を一たん停止をし、業務改善計画書が金融庁に受理された時点でもって再発防止策がとられているということを確認した上で、また取引を再開という手続をとったパターンでございます。

最後のページ、10ページ目をごらんいただけますでしょうか。10ページのQ社とR社の事案でございます。いずれも行政処分なのですけれども、昨今、イギリスでLIBORの不正操作ということで問題になってございますけれども、このQ社とR社につきましては、ユーロ円TIBOR及び円LIBORの金利への不適切な働きかけがあったということが処分の理由ということになってございました。

平成23年度の事案といたしましては、説明は以上でございますが、最初に申し上げましたA社の事案について、その後の展開の補足説明をさせていただきたいと思っております。

A社の事案、国内株式のインサイダーということでございます。この事案につきましては、6月27日付で金融庁から正式に課徴金の納付命令が出されてございます。それを受けまして、このA社としましては、7月4日に課徴金を納付したという状況でございます。私どもがこのA社に預けている国内株式のアクティブのファンドは、インサイダーの舞台になったファンドではございませんが、私ども金融庁の対応等を踏まえまして、また、このA社の国内株式ファンドの扱いについていろいろ検討を重ねました結果、インサイダーの当事者となった方、ファンドマネジャーの1名は、私どものファンドの運用には直接関わってはおられないのですが、バックアップの担当者として当法人に登録されていたというようなこと等を踏まえまして、資金運用業務に著しく不適当な行為に該当するのではないかと私どもも判断しているところでございまして、このA社に委託しております国内株式のアクティブファンドにつきましては解約の方向で今検討を進めているという状況でございます。

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いたします。

○山崎委員 これは前年の発生分をまとめて御報告いただいたということですか。

●陣場運用部長 おっしゃるとおりでございます。

○山崎委員 最近の新聞報道などでは、今年度になってからもインサイダーに関する話が

ございますが、それについて、今、対応していることはありますか。

- 陣場運用部長 具体的には証券会社2社につきまして、1社については業務改善命令があつて、業務改善計画が受理されたので、取引停止・解除という措置をとっております。

もう1社につきましては、自ら調査委員会等を立ち上げて、役員の処分等も実施したということを受けまして、一たん取引を停止して、今も停止の状態が継続しているという事案がございます。

インサイダーの証券会社という観点ではこの2件でございます。

- 植田委員長 ほかによろしいですか。

それでは、ございませんでしたら、次のテーマ、調査研究について、資料2に平成23年度委託調査研究についてと、委員限り2平成24年度委託調査研究(案)について御説明をお願いします。

- 清水調査室長 それでは、私から委託調査研究について、資料2と併せて委員限り2につきまして御説明させていただきたいと思ひます。

例年この時期に前年度分の委託調査研究結果の概要を御説明し、併せまして、今年度の計画という形で御報告させていただいているところでございます。なお、資料2につきましては、この委員会終了後速やかにホームページで公表という手はずになっております。

まず資料2の平成23年度委託調査研究でございますけれども、調査研究といたしましては1件、MSCIのエマージング諸国における議決権行使にかかる制度上の制約について調査・研究ということでございます。

なお、平成23年度につきましては、この委託調査研究以外に、いわゆる大学との共同研究ということで設定させていただいているところでございますが、これについては2か年度計画ということになっておりますので、今年度末にそちらのほうの報告が上がってくるということで御理解いただければということでございます。

エマージングでございますけれども、これは今年度エマージング投資を実際に開始したことを受けまして、その準備といたしまして、議決権行使に関する制度等について、エマージング諸国21か国について包括的な調査を行ったということで、この結果の概要ということでございます。

まず、シェアブロッキング制度でございます。これにつきましては、株主総会当日の株主と議決権行使をする株主と一致させるという観点から、株主総会前の特定日から、例えば7日とか3日とか、その前から総会終了までの間、議決権を行使する株主の株券の異動を凍結する制度でございます。したがって、この期間中に売買が行われましても、実際に名義の書換えが行われるのは株主総会終了後になりますので、そこにならないと売ってもお金は入ってこない、こういう感じになるわけでございます。

この制度でございますが、株主の異動が凍結された状態で売買を行うと、受け渡しが株主総会の翌営業日まで遅延することになり、逆にこの売買制約を避けるには、議決権

の全部または一部を放棄することが必要となる。議決権行使をしないということであれば、好きに売買してくださいと、こういうことでございますので、いずれにしても、株主の不利益になるということでございますけれども、先進国は勿論、エマージングにつきましても廃止の方向には向かっているものの、21 か国の中では3 か国、具体的にはトルコ、エジプト、モロッコがその制度を採用しているということでございますので、エマージングの運用機関につきましては留意が必要であるということでございます。

2 点目のパワーオブアトニー制度、これは総会に行けない株主が代理人出席を選んだ場合に、委任状、これがパワーオブアトニーと言われるわけですが、この委任を証明しないと議決権の行使ができない制度であります。委任状というのはあくまでも私文書でございますので、何らかの形で公証する必要があるということでございます。そうするとその分、手間暇がかかるということでございますけれども、特にブラジル、ペルー、トルコでは、日本の駐日領事のいわゆる領事認証が必要になるということでもかなり複雑になるということもございます。

3 点目、ADR ということでもございまして、特にエマージング諸国、例えばロシアなどは、当該国の株式に直接投資することがなかなか難しいと、こういったこともございまして、そういう場合に先進国において、原株に対して発行された預託証券に代替投資する方法が見られるということで、特にアメリカの金融機関が発行する米ドル建ての記名式譲渡可能預託証券、これが ADR と呼ばれています。これは実際には、例えばアメリカの銀行がエマージングの株式を直接買って、それを担保や原資産として証券を発行すると。こういうことによって、この場合はドル建てでございますので、円対ドル以外の為替リスクがなくなるなどのいろいろなメリットも出てくるわけでございますけれども、一方で、議決権行使の問題として、果たして原株に対する議決権行使がうまくいくのかどうかという話がございます。この点については、実は2 つ ADR 発行形態がございまして、1 つは、もとの原株の企業とのアグリーメントに基づいて ADR が発行される。これはスポンサー付き ADR と一般に呼ばれています。これとあとは、必ずしも対象企業の同意を得ずに、勝手に ADR を発行すると、こういうスポンサーなしというものもあるわけです。スポンサー付きのものにつきましては、アグリーメントに基づいて株主総会についての情報等が実際の ADR の投資家に対しても来るという形で議決権行使できるわけですが、スポンサーなしのほうはなかなかそこが難しいということもございますので、それについても留意が必要と いうことでございます。

以上が、平成 23 年度の委託調査研究でございます。

続きまして、平成 24 年度の委託調査研究でございます。委員限り 2 でございますけれども、今年度につきましては2 件の委託調査研究を設定させていただければということでございます。

まず1 点目でございますけれども、リスクファクターに基づくポートフォリオの策定及びリスク管理手法の調査ということでございます。

これは特にリーマン・ショック以降、リーマン・ショックのときには各資産間の分散が効かなかったと、こういった事実を踏まえまして、技術的に資産クラスの更に背後にあるリスク要因、例えば債券であれば、その背後には金利の実質金利、クレジット、インフレ、こういったいろいろなリスクファクターが背後に隠れているわけございまして、あるいは株式についてもインフレ、当然クレジットも入っていると、そういう各資産クラスの背後にあるリスク要因に着目してアセットアロケーションしようと、こういう考え方が最近脚光を浴びつつあるということで、具体的には CalPERS、デンマークの ATP などこういった試みもなされているということでございます。特にリスクベースによる方法につきましては、分散投資効果も安定的で、特に株式相場下落時の下方耐性が高いといったメリットも指摘されているということでございます。

ただ、この手法の導入に当たってはリスクファクター、どういうリスクファクターを抽出すればよいのか、あるいは技術的方法は何かといった話、つまり資産クラスとの関係をどのように位置付けるか。こういった技術的な手法の確立が不可欠である。更に、私ども GPIF にとっては、こういうリスクファクターアプローチは経済前提や年金財政との関係に対して整合的な最適化が可能なのかどうか、こういったことにも配慮が必要になるということでございます。そこで、こういったリスクファクターアプローチの導入可能性について、いわゆる論文調査に加えまして、先ほども御紹介いたしましたような公的年金への訪問調査等も実施しつつ、総合的な調査研究を行うという趣旨でございます。

次、裏でございまして。GPIF におけるオルタナティブ投資スキームの検討ということでございます。

このオルタナティブ投資スキーム、特にここに書いてございますようなインフラ・不動産、プライベート・エクイティ、いわゆる私募ファンドという形で行うオルタナティブ投資につきましては、この4月に検討作業班でも1回御議論いただいて、その結果をこの運用委員会のお示しし御議論いただきましたけれども、今回そういった議論を踏まえまして、実際に投資すべきだとなったときに、我々として本当にそれが可能なのかどうか。そういうものを投資の是非の判断の前にきちんと調査しておきたいということで、いわゆるフィージビリティ調査という位置付けの調査研究でございまして。

このプライベートなスキームによる投資対象でございますけれども、1つは、流動性を犠牲にして流動性プレミアムを獲得する。あとは投資対象の個別性が高いという、こういうような特徴があるということで、投資の意思決定や投資開始時期等のタイミングが極めて重要になるということでございます。特にこういうプライベートなスキームは、一般的には、ファンドが募集を開始して、特にクローズまでの期間を例えば1年で設定しまして、どちらかという、ファンド主体で募集が行われるというような性格があります。特に非常にパフォーマンスの高い信頼性の高いファンドについては、すぐクローズしてしまう、こういったこともよく聞くところでございます。

一方で、私どもの公募のスキーム、これにつきましては、かなりの時間をかけて、この運用委員会でも議論をしてマネジャー・ストラクチャーを全部セットして、公募という形で、例えばエマージングであれば、MSCI エマージングというマndेटを与えて、それに対してアセットマネジメント側が一斉に手を挙げて、企画競争という形で公募をして、選定をすると、こういうスキームであると。通常オルタナティブにつきましては、こういうような公募スキームにはなじまないといった意見も強いわけでございますので、その辺りの関係をテーマとして取り上げるということが1点でございます。

あと、次、最近では、特にデューデリジェンスの効率化等の観点から、海外の公的年金同士が共同で投資を行うスキーム、こういったものも見られるところでございまして、例えば近い例で申し上げますと、これは日本経済新聞にも出ていましたけれども、カナダのオンタリオ州の公的な年金が、三菱商事等と合同で、世界的なインフラストラクチャーの投資を行うと、こういったスキームに関する報道も見られるところでございます。

こういった状況を踏まえて①、②、③のようなテーマについて調査研究を行うということでございまして、具体的には、まず①でございますけれども、実際に投資開始の是非を決定する場合にクリアしなければならない制度的な制約条件や課題等の整理と対応方法ということでございます。

②が、先ほど申し上げた、従来の公募を前提とした投資スキームについて、投資対象を設定・管理する投資一任との関係、公募・選定の方法、戦術やビンテージ分散を考慮したマネジャー・ストラクチャーの考え方、契約、評価、リスク管理、投資対象にかかる法人としてのデューデリジェンス及び必要な法人の体制等に関する提案。

③として、先ほど申し上げた海外の公的年金等と共同で投資を行う場合についての業務提携のあり方、契約の内容、こういったことでございます。

以上、この2点でございますけれども、今日、欠席であります白杵委員からの別添の資料というか、御意見をいただいているところでございますが、簡単にご紹介させていただきたいと思っております。この、記、以下でございますけれども、白杵委員はオルタナティブの条件としては、現在のポートフォリオのリスク・リターン特性が改善されること、それとともに取引の形態やオペレーショナルリスクの管理についての透明性が前提となると。こういった観点からフィージビリティを確認しておく必要性は十分に認められるのではないかと。ただ、併せて以下のようなことに留意が必要ではないかということです。

まず、検討課題、①～③まで御説明したわけでございますけれども、いずれも従来の投資分析と異なる性格を持つが、特に①については法律的・制度的な性格が強い。

あと、オルタナティブ投資の個別性が強いので、一般論で整理できない側面がある。①～③とも具体的な投資案件を仮定してさまざまな検討を行うことによって判明・解決する事実も少なくないのではないかと。特に GPIF が参加する場合には、従来見られなかった条件・仕組みの案件内容も出現しうるということでございます。

そういったことを踏まえて、4点でございます。

1. 極力、具体的な案件を念頭において調査を行ってはどうか。

2. 委託先を1つに絞らず、特に①については、法律や会計の専門家に委託することも考えられるのではないか。

3. デューデリジェンスにつきましては、外国だけでなく、国内の機関投資家の先例についても調査する。

4. 委託期限について、3月末に限定せず、可能であれば調査期間を短縮してもいいのではないか。

こういった御意見でございます。

これについて、私どもとして、まず2と3につきましては、そもそも私どもとしても、この調査について1つに絞るということではなくて、いろいろなアプローチから複数ということで考えていましたので、これはこういうことで考えているということでございます。

また、1について、具体的な案件を条件にしてしまうと、絞られてしまうということになるわけでございますので、なかなか難しいと思っておりますけれども、具体的な案件、そういうものを例として調査を行っていただければ、それはわかりやすさの観点からも非常にありがたいということでございます。

4. の委託期限につきましては、一応契約として3月末ということは明示しなくてはいけませんので、それはその中で一生懸命ベストを尽くしていただくのではないかとということで、なかなか契約上の締切りよりも実質上早く報告をもらうことは、難しいと考えているところでございます。

以上、臼杵委員からの意見も含めまして、説明にかえさせていただきます。

○植田委員長 それでは、御質問等をお願いいたします。最後の臼杵委員の意見の具体的な案件を念頭において、というところですが、例え、GPIFで検討している具体的な案件をそのまま外部の調査機関に投げってしまうわけにはいかないでしょうから。

●清水調査室長 そういうことはなかなか難しいのではないかと考えています。

○植田委員長 やりようが何かあるのですか。

●清水調査室長 あくまでも案件、この調査研究を進めていくに当たっての例として、そういうものがあるのかないのかということになるのかなと思っています。それは実際に応募というか、来て中身を実際に見てみないと、何とも言えないとは思っています。ただし、公開されているものでいえば、先ほど御説明したオンタリオ州公的年金みたいな、それは実際にファーストクローズが終わってディスクローズされている部分もあるわけでございますけれども、そういうところがどこかのところと一緒に、この調査研究にアプローチしてくるということはあるかもしれないなど、それは相手のある話ですので、特定の案件という話は特に考えていません。

○植田委員長 ほかによろしいですか。

それでは、次に移りまして、キャッシュアウトについて委員限り3に基づいて御説明をお願いします。

- 大江審議役 私のほうから、委員限り3の平成24年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通しでございます。

これはこの4～6月の第1四半期のキャッシュアウトの状況でございます。裏返していただきまして2ページでございます。この4～6月の実績が書いてございますが、合計のところ、下から2つ目の四角でキャッシュアウト額がございまして、この間、寄託金を償還したものが3兆3,000億円ほどございまして、その1つ上の四角は回収額の合計でございます。これが2兆3,900億円ほどでございます。この差分につきましては、3月末に4兆5,000億円ほど短期資産を持っておりまして、それを活用しております。

そこからもう少し上にいきまして、国内債券の中に財投債というのがございまして、財投債としては7,600億円ほどございまして、それ以外に国内債券、市場運用分1兆5,000億円。その内訳はキャッシュアウト対応ファンド、まだ、償還が実質的に始まっておりませんので300億円というほぼ利金でございますが、小さなものがございまして、

それ以外に内外の株式がそこに記載のように若干額がございまして、

1ページ目、また裏返して戻っていただきまして、この間の私どものこういった考え方でございまして、これまで同様、基本的には財投債、キャッシュアウト等対応ファンドの償還金・利金を活用いたしまして、極力売却せずに対応するというので、売却するときには国内債券を中心に売却したわけでございますが、この4～6月の間も債券市場が安定的に推移していたということで、市場への影響が比較的小さい国内債券資産を中心に回収を実施しております。

なお、国内株式と外国株式につきましては、ここに書いてございますが、昨年度の総合評価結果等に基づく回収金の一部なのですが、エマージングを6月から開始する際に、できるだけ外国株式の中で資金を出すということで、若干時間差はあったわけでございますが、回収金からエマージングへの配分を除いた残りをここで活用させていただいているものでございます。

今後の対応でございますが、引き続き、財投債、この夏以降、キャッシュアウト等対応ファンドの償還金も出てまいりますので、こういったものを活用しながら、それでも不足する分については、市場運用分から平準的に回収を実施していくという予定でございます。

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。よろしいですか。

それでは、次の委員限り4リバランスの検討及び実施について、に基づいて御説明をお願いします。

- 大江審議役 引き続き、私からでございますが、リバランスの検討及び実施についてということで、委員限り4の資料でございます。

1 ページ目の1. 運用委員会での議論内容ということで、これまでも御紹介している内容でございますが、まず①でございますように、管理運用法人は、一定期間毎、実際上は ということでございますが、リバランス実施の是非について検討する。

それから、③でございますように、イベントリスク発生時には、定期的な見直し時期と関わりなく、リバランスの検討を開始する。

それから、②でございますように、その際の考慮事項といたしまして、リバランスを実施するかどうか、また、実施する場合にどこまで戻すかという判断に際しましては、実施する際の

こういっ

たものに十分留意するという方針で検討をしているわけでございます。

2. の具体的なポイントは、これまでどおりでございますので省略いたしますが、裏返していただきまして、2 ページ目、3. リバランスの実施についてでございます。この御説明も4～6月の第1四半期の中で何をやったかということで、4～6月の間の動きについて御説明をしたいと思います。

この4～6月の時期といいますと、①でございますように、

を踏まえまして判断をいた

したものでございまして、結果としてリバランスは実施をしなかったというところでございます。

②に具体的な検討内容がございますが、まず、

というところでございます。

1で申し上げたように、

と判断をしたところでございます。

それから、

については実施しなかったということでございますが、引き続き、マーケットを注視しておりますので、そういった中で、また、実施するチャンスがあれば適時行っていくというところで対応していきたいと考えております。

私からの説明は以上でございます。

○植田委員長 ご質問等、いかがでしょうか。

○山崎委員 資産構成割合や乖離がこれだけあったと②に書いてありますが、これは
のときのアロケーションが基本ポートフォリオと比べてこれだけ格差があったとい
う理解でよろしいですね。

●大江審議役 はい。補足しますと、したがって、後でリスク管理状況の報告で御説明ご
ざいますが、実は に向けてましては、かなり株式が好調になってきましたので、内
外株式のオーバーウェイト幅がかなり拡大をして、国内債券がその逆としてアンダーウ
ェイトが拡大したと。ただ、新年度に入りましてなかなか株が厳しい状況なものです
から、こういった差が縮小してきているというのが事実でございます。

○植田委員長 これは毎回こういうコメントあるのですけれども、2ページの下から2行
目なのですが、

●大江審議役 勿論、私ども

を見ているというところがございます。

○植田委員長 ほかによろしいですか。

それでは、最後になりますが、委員限り5リスク管理状況等の報告（5月）について
御説明をお願いします。

●陣場運用部長 それでは、5月分のリスク管理状況等につきまして報告させていただきます。

5月のマーケットを振り返ってまいりますと、ギリシャの連立政権樹立が難航したで
ありますとか、また、スペインの金融機関の不良債権問題が吹き出すといったようなこ
とで、円高・株安が随分進んだ月でございます。そうした状況を受けまして、1ページ
目をごらんいただけますでしょうか。リスク性資産のオーバーウェイト幅縮小、国内債
券のアンダーウェイトが縮小という状況が見られてございます。年金積立金全体の各資
産の乖離という欄をごらんいただければと思いますが、国内債券ですと、3月末で
-4.36%のアンダーウェイトであったものが、5月末には-1.69%まで縮小。国内株式に
つきましては、3月末の1.37%のオーバーウェイトの状態が、5月末には-0.10%とい
うことで、わずかにアンダーウェイトというところへ来ている。外国株式につきまし
ても、3月末の2.34%のオーバーウェイトが1.27%のオーバーウェイトに縮小という状
況で、全体としては基本ポートに近寄っていったというような市場環境であったかと認
識してございます。

続いて2ページ目でございます。

円高・株安ということで、リスク性資産の時価が少し減ったということ。それから、4月のキャッシュアウトもございまして、運用資産全体の総額としましては、2ページ目の真ん中の行でございまして、108兆円というのが、5月末の資産の時価総額ということになってまいります。

続きまして、3ページ目でございます。

資産全体のリスク、トラッキングエラー・推定相対リスクという観点で見ますと、財投債を含めた運用資産の全体のリスクという表の推定相対リスク、Cの数字を見てまいりますと、3月末の時点で80ベースポイント程基本ポートフォリオから乖離しておったものが、先ほどのような状況を受けまして、5月末には34ベースポイントの推定TEということでかなり縮小しているという状況でございます。

続いて4ページ目でございます。各資産毎のリスクでございます。

各資産、推定TEはほとんど変化ないという状況でございます。

それから、少しページを飛びまして7ページ目でございます。流動性リスクという観点で見まいりますと、国内債券はある程度流動性でございますが、特に国内株式、3月に一時期1日当たりの売買代金が1兆5,000億円ぐらまでいったのですが、4、5月と売買が細ってきている状況ということで、5月の投資の売買代金1日平均で1兆2,000億円程度ということで相当細っている。

また、ILLIQで見ましても少し流動性が低いほうに数字が上がってきているというような状況でございます。

8ページ目でございます。

5月、円高・株安の状況を受けまして、収益額でございまして、5月単月で2兆7,000億円の損失ということで非常に厳しい状況でございます。6月にかなり半分ぐらいは取り返したかなという状況でございますが、また、足下ユーロ安が進んでおりまして、なかなか厳しい市場環境は続いているという状況でございます。

続きまして、少しページ飛びまして11ページをございましていただけますでしょうか。

資産別の超過収益率ということで、今年度4月、5月と超過収益率、特にアクティブ運用、どの資産も結構好調でございまして、5月の累計、5月の括弧の部分を見ていただきますと、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式、全資産で超過収益がとれているということで、スタートとしては非常に好調な状況であるということでございます。

説明、以上でございます。

○植田委員長 何かございますか。

○山崎委員 今、御説明いただいた3月末の資産構成の乖離の数字が、
の3月末と、ところどころ違うのですが。

●陣場運用部長 ベンチマークベースで速報ベースのものを使いますが、
こちらは確報ベースで、アクティブ部分のポートフォリオの違いも含めた数字でございます。こちらのほうが正確でございます。

○山崎委員 こちらのほうが正しい。

●陣場運用部長 はい。

○山崎委員 わかりました。

○植田委員長 ほかによろしいですか。

○佐藤委員 少し議題が戻るのですけれども、それについてコメントさせていただいてもよろしいでしょうか。先ほどの平成 24 年度調査研究のところなのですけれども、コメントさせていただきたいことがございまして、質問もあるのですが、委員限り 2 の 1 ページのところ、下から 2 行目の公的年金への訪問調査等も実施しつつ、とありますが、これはこういった実地調査も委託調査されるのか、それとも GPIF も実際に調査に同行されるなり、独自に調査してお調べになるというところなのか、どちらなのでしょう。

●清水調査室長 可能な限り同行するという形で対応したいと思っています。実際、私どもの職員が直接出向いたほうが相手先のほうもいろいろな情報を出して、より親密な意見交換ができるということがありますので、そういう形で可能な限り対応したいと考えております。

○佐藤委員 そこはおっしゃるとおりだと思います。、実はその点を懸念しておりまして、もしそこも委託先だけということになりますと、なかなか他人が聞いてきたことをペーパーに落とされたものを読んでも、自分たちのものにはなりにくいのではないかと。実践してやっていく可能性のある分野であれば、必ずご自身で調査研究に同行されるなりしたほうがよいということが 1 点目と、あと、2 つ目のオルタナティブ投資スキームの検討で、最後のページに白杵委員の御意見がついていますけれども、私も深く同感だと思っております。その 1 つは、コメント 3 のところで、外国の先例だけでなく、国内の機関投資家はいわゆる円から見て、投資がどうだったのか、デューデリジェンスだけでなく、いろいろな御経験、苦い経験もお持ちだと思いますので、何もよい話だけではないと思いますので、そういうところをよく聞いてほしいという点にあります。あともう一つは最終体系だけを見ないでほしいという点にあります。今日ある体制というのは、それぞれの運用機関やエンティティーが長年の時間と苦勞をかけて作り上げられたもので必ずそこに至るプロセスというものがデューデリジェンスにしても、投資の形にしてもあると思うのです。ですから、そういうところも研究されて、GPIF が実践する場合にはどういうステップを踏んで、そのゴールにたどり着くのか。そういうまさに実践的なフィージビリティスタディーの研究があったほうがよろしいかなと。

それと、これはしょせんフィージビリティスタディーなので、実際にやらないとわからないことというのはオルタナティブ投資の場合には想定以上に出てくると思います。ですから実際に、一番大事なのは、白杵委員のペーパーの最後のところにもあるように、投資の是非は最終的に法人と運用委員会の経営判断、つまり GPIF がおやりになるのかならないのか、ここの判断と議論が一番重要だと思うのですけれども、その中に必ずしもこういうスタディーだけでは出てこない想定外のことが伝統資産と比べると

起こりやすい分野でもあるのだということを踏まえつつ、こういった調査も進めていただければなと思います。

○植田委員長 ほかに何かございますか。それでは、議事はこれまでですが、事務局から何かございましたらお願いします。

●大江審議役 2点ご報告でございます。1点目は、次回の日程でございますが、次回の運用委員会は9月に入りまして、9月21日（金曜日）午後3時からでございます。場所はこちらの会議室でございます。

それから、2点目は、冒頭申し上げたとおり、キャッシュアウトの関係とリバランスの関係の資料につきましては回収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けますようによろしく願いいたします。

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れまでとしたいと思います。どうもありがとうございました。