

第 61 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 24 年 11 月 5 日(月)14:00～15:30

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 ・臼杵委員 ・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) リスク管理状況等について

(2) その他

●大江審議役 佐藤委員がまだ遅れておられるようですが、定刻になりましたので、ただいまから、第 61 回の運用委員会を開会いたします。

本日の委員の出欠状況でございますが、稲葉委員におかれましては、御都合により御欠席の連絡を受けております。御出席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ことを御報告申し上げます。

なお、厚生労働省における人事異動によりまして、原口参事官が退任し、本日付で森参事官が御就任でございますが、御都合もございまして、少々遅れるということがございます。場合によっては欠席される可能性があるかと伺っております。間に合いましたら途中でまた御紹介させていただきます。したがいまして、その間、参事官の代理ということで、年金局の清水課長補佐に御出席いただいておりますので、御紹介をいたします。

●清水課長補佐 清水です。本日はよろしく願いいたします。

●大江審議役 続きまして、資料の確認をさせていただきます。議事次第、座席図のほか、資料といたしまして、番号はございませんが、

資料 年金積立金（厚生年金及び国民年金）の管理運用に係る契約状況等に関する会計検査の結果についての報告書（要旨）

委員限り 1 平成 24 年度 運用受託機関等の総合評価結果について

委員限り 2 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 3 リバランスの検討及び実施について

委員限り 4 リスク管理状況等の報告（平成 24 年 8 月）

なお、委員限り 2 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と委員限り 3 のリバランスの検討及び実施については、運用委員会終了後に回収と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。

それでは、以降の進行につきまして、植田委員長にお願いをいたします。

○植田委員長 お忙しい中、どうもありがとうございます。最初に会計検査院の報告書について、資料年金積立金（厚生年金及び国民年金）の管理運用に係る契約の状況等に関する会計検査の結果についての報告書（要旨）について、事務局から御説明をお願いします。

●大江審議役 資料ナンバーがない検査院の報告書要旨というものでございます。表紙を1枚めくっていただきまして、裏側の下に1というページが打ってある部分の資料でございます。

そこに検査の背景及び実施状況とございます。これは1にございますように、参議院からの検査要請ということで、国会から会計検査院に対して検査をしてほしいという要請があったものでございます。これは昨年12月に行われております。

(1) 検査の対象でございますが、年金積立金管理運用独立行政法人等ということで、当法人と厚生労働省にも検査が入っております。

(2) 検査内容でございますが、そこに3つ書いてございますように、①年金積立金の管理運用に係る業務の状況、②契約方式等の状況、③委託先機関における運用実績の状況でございます。

検査の結果に対する所見ということでございます。所見でございますけれども、指摘事項ということでございまして、違法、不当、そういったことはなく、基本的には全体としておおむね適正であったものの、一部指摘事項があると受けとめております。

一番下の「ついては」という段落のところでございますが、厚生労働省においては、次の各点のすべてに留意をするというところでございます。また、当法人については、1の(1)、(2)、(4)の3項目を除く各点にそれぞれ留意をするというところで、この3項目は厚生労働省のみに対しての指摘事項でございます。

2ページ、2と下に書いてあるところでございます。ここから具体的な内容に入ります。

まず、それぞれの項目と私どもがどういうふうに対処してきている、あるいは対応しようとしているということをそれぞれの項目で御説明をさせていただきます。

1 年金積立金の管理運用に係る業務の状況でございます。

(1)、(2)、(4)は、厚生労働省に対する指摘事項でありますので省略をさせていただきます。したがって、1の(3)から御説明を申し上げたいと思います。

1の(3) 資金運用事業等の損失ということがまず書かれております。

これは旧年金福祉事業団時代に財政投融资から借り入れて運用していた分の累積損失約3兆円、この御指摘でございます。この点については、一度この委員会でも御説明しているところでございます。負債を年金積立金で処理することとなったこと。これは法律に基づきまして保険料の積立金で処理をしたということ。それから、このような事

態となった理由につきまして、被保険者等、要するに国民の皆様方に対して平易かつ明確に説明を行うこと等といった御指摘がございます。

この点につきましては、今年の7月に既に平成23年度の業務概況書ということで公表し、現在ホームページでも公表している資料の中で、いわゆる承継勘定の累積損失3兆円が発生した仕組みや経緯、処理の状況、こういったものはすべて既に国民向けということで説明を加え対応しています。

それから、(5) 暫定ポートフォリオが安全、効率的かつ確実であるかなどについて、中期目標期間中に定期的に検証することを検討するというところでございます。次のところに書いてございますが、暫定の期間が既に2年以上に及んでいるということで、本来、私どもの中期目標の中では、国から示された具体的な数値目標がなく、暫定的な目標ということで、現在の基本ポートフォリオは第1期の基本ポートフォリオをそのまま使っているわけでございますが、会計検査院の指摘は、2年以上に及んでいるので、この現在の基本ポートフォリオを定期的に検証するようというところでございます。

この点につきましては、最終的には国のほうでどう御判断するかということでございますが、既に年金局から私どもにこの趣旨を踏まえて定期的に基本ポートフォリオの検証を行い、必要に応じて見直すようというところで文書により要請を受けているところでございます。今後、これに基づきまして定期的というところで、検証いたしますが、タイミング等については、また委員の皆様方とも相談をしたいと思っております。

それから、(6) 理事長、理事、運用委員会の委員の任命に当たっては、その適性を十分確認できるように、任命後において必要な経歴等を積極的に公表して、任命責任・アカウンタビリティを果たすということで、現在準備を進めているところでございます。

(7) GPIFの役員が契約相手先である団体の役員を兼職することは、役員の職務の公正かつ中立な執行及び職務の信用の確保について疑念を抱かれるおそれがあることから、営利を目的としない団体であっても、GPIFの役員が利害関係のある団体の役員を兼職することを制限する内部規程を定めることについて検討するというものでございます。

これにつきましては、独立行政法人の通則法では、営利企業の役員等の兼職については規定がございまして、営利を目的としない公益法人等についての規定はないわけでございますが、現在、この指摘を踏まえて規程をつくるべく準備をしているところでございます。

2 契約方式等の状況 (1) でございます。

平成22年以降に行っている評価事項ごとの評価点及び評価の理由を記載した審査結果書を作成して運用委員会に提出する取組みを今後とも徹底する。

既に運用委員会では、運用受託機関の選定を御審議いただくということでかなり細かな資料もお出しして議論をさせていただいているところですが、そういったことを透明性の確保という観点から引き続き行ってほしいという要請でございます。

(2) 運用受託機関に対して、資産管理機関から提供される情報を十分に活用すること及びシェア・ブロッキング制度が廃止された際には速やかに株主議決権を行使するよう努めることについて指導管理を徹底するということでございます。これは特に外国株式の議決権行使の際のシェア・ブロッキング制度が廃止されるというのが、最近ヨーロッパで起こっている動きでございますが、そこについて情報が十分活用されていなかったということで、この点については運用受託機関に私ども徹底をしていきたいと考えております。

(3) 企画競争に係る予定価格の算定において参考見積りを徴取する場合は、当該見積りが市場の価格等を反映した妥当なものであるのかを十分に検証することということでございます。

これにつきましては、運用機関のものではなくて、通常の契約に係る分でございますが、既に予定価格の算定のための参考見積りに関係する事業者から、事前にどのぐらいの金額で事業ができるのかというものを徴取しているわけでございますが、こういったことは既に十分行っているところでございますが、これも引き続き行うということでございます。

最後、3委託先機関における運用実績の状況でございます。

(1) アクティブ運用について、ということで、直近3期すべてにおいて超過収益率を確保していないファンド及び3期以上の平均において超過収益率を確保していないファンドについては、超過収益率が低迷していることについて、引き続き原因の分析に努めるとともに、総合評価を適切に行うことにより、継続の是非等について検討することということで、既に私どもも総合評価を通じてそういったことはやっておりますし、皆様方にも御報告していろいろ御議論いただいているところでございますが、これをしっかりと行っていくということが私どもの方針でございます。

最後、(2)国内債券のパッシブ運用について、ということで、自家運用(インハウス運用)の割合を高めて経済的な運用を行うことについて、運用資産残高、インハウス運用に要する費用、運用受託機関に支払う手数料率の水準等を総合的に勘案して検討することということで、会計検査院の指摘の趣旨は、インハウス運用をパッシブ運用で他の運用機関と遜色のない状態で手数料が安いことから、できるだけインハウス運用を増やせばよいのではないか、そういう点でございますが、私どもとしては既に今年行いました国内債券の運用機関の見直しの中で、キャッシュアウト対応ファンドの残高を増やして、その規模を2倍近くまで増やしていくということ通じまして、インハウス運用の規模を大きくし、その分、手数料が結果的に節減できたと考えております。

全体として、私どもこれを受けとめまして、しっかりと、また今後とも対応していきたいということでございます。

私からの報告は以上でございます。

○植田委員長 引き続き、この報告につきまして、厚生労働省よりもし御説明がございま

したらお願いします。

- 清水課長補佐 改めまして、厚生労働省の清水でございます。

先ほど大江審議役から御説明がございましたので繰り返しのになってしまいますが、今回の指摘事項、2ページの1の(5)について、厚生労働省からGPIFに対してお願いを1点しております。ここに書いてあるとおりなのでございますが、検査院からは定期的に基本ポートフォリオの検証をすることを今回指摘されておりますので、現在、中期目標のほうでは、急激な市場変動があった場合に必要に応じて検証して見直しを行うことになってございますけれども、こういった指摘を踏まえまして、定期的に検証を行っていただいて、必要に応じて見直ししていただけるようお願いする、ということで通知のほうを出させていただいております。

運用委員の皆様におかれましてもぜひ御協力のほど、よろしくお願ひできればと思っております。

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。

- 臼杵委員 今の点なのですが、御協力するのはやぶさかではないのですが、2年半前にこれをつくったときは、むしろ厚生労働省のほうから、当面暫定にしてくれという話だったと思うのですね。必要に応じて見直すということは、それはもうやめたという理解で、もし本当に必要であれば見直していいということなのですか。何かちょっと前と違うなという感じがするのですけれども。

- 清水課長補佐 そこは、基本的には現行の基本ポートフォリオを維持するということだと思っておりますが、いわゆる検証の結果、定性的な言い方ですが、安全かつ効率的とは言えないというようなものになっていけば、当然見直しは必要だということであると。済みません、定性的な御説明しかできなくてちょっと苦しいのですが。

- 臼杵委員 わかるような、わからないような、目標自体もまだ暫定的だということは変わってないのですね。

- 清水調査室長 そこにつきましては、1期から2期に引き継いだときに、2期でも安全かつ効率的という法律の範囲でポートフォリオをつくれということは変わっていませんので、そういう観点から1期から2期に移るときに検証したと思います。今後、この新たな通知を受けまして、どういう形で、安全かつ効率的というものを検証するかということについて、内部的に検討をしたいと考えておりますので、改めて御相談等々よろしく申し上げます。

- 能見委員 安全かつ効率的なという調子のいい言葉であらわせる運用というのはあり得なくて、どういったようなシチュエーションで、どういう目標、あるいは期待値を提示されるかによってより効率性を重視するのか、より安全性を重視するのかというのが決まってくるので、安全かつ効率的というのと、こういうことだというのはないのですね。もともと相反することですから、この運用がどういった利回りの必達を期待されている

のかどうかとか、そういうことに起因して、安全かつ効率的というのは大きな枠組みだけれども、その中でより効率性を求めていい利回りを実現するためにどうしたらいいか。

それに対して伴うリスクについて、できるだけ分散したりいろいろなことはするけれども、どういうことを求められているのかによって、安全性や効率性というのは、その間で動くものなのですね。安全かつ効率的といったら、大体投資のパターンが決まるということはある得ないと思うのです。

○植田委員長 安全ということで大まかに債券並みのリスクで、効率的ということで、リスク・リターンのトレード・オフの線上には乗っているというイメージではないのですか。

●清水調査室長 前回、検証したとき、引き継いだときには、安全という、おっしゃるとおり、大体過去のデータを見たときの過去の国内債券の動き、リスク水準だという中で、有効フロンティア云々という話に一応整理をしたと思うわけで、その後、データが更新されることによって、債券並みのリスクというのが、低くなったのか、高くなったのか。あのときには、たしか一方でBPIのデュレーションも、昔5年ぐらいだったのが、6年、7年というふうに長くなっていることをどう考えるか、そういった議論もあわせてしていただいたわけですので、そういうことも含めて、どのくらいの期間といえますか、1年での安全、効率なのか、あるいは10年、5年、投資ホライズンの問題も含めまして、改めて、どういうスキームで検証していくかということについて、今後、御相談させていただければと思っております。

○植田委員長 ほかに何か。

○小幡委員 今のところは、結局目標利回りがいつか決まるという、決まらないから、それまで困ったねということですね。困ったねというのはどういう意味かと思うのですけれども、決まっていないのは余りいいことではなくて、それに対してどうするかという意見いろいろあるのだと思うのですけれども、決まるシナリオというのはあるのですか。それはどういう場合に、次の期までの前に決まってくるのかというのは。

●清水課長補佐 運用目標の利回りが決まっていないというのは厚労省としても、そこは、今、例外的な時期であると。余り適切なことではないと考えておりまして、どこかのタイミングでもし見直せるのであれば見直すということも、将来的にそういったことも考えないといけないと思うのですが、当時のこれを策定したときの年金制度の見直しとか、そういった状況がまだ、そこから特に大きく変わっているわけではないので、何か理由がないとなかなか変えられないということだと思いますので、例えば、今、新法人の見直し等行っておりますが、そういった中でもし一緒にできるということであれば、一緒にやるべきだと思いますし、もしくは次の検証のときに、また改めて見直すということになるのではないかと思います。

○小幡委員 そうじゃなくて、多分前のときは、前のとき、私はいなかったのですけれども、年金制度がすごい勢いで根本的に変わりそうだと。だから、それが決まらないこと

には決まらないという建前というか、形式的にはそうですね。それが近いうちに決まるはずが決まらない雰囲気になってきたら、何か別の枠組みで決めないといけないのではないですか。

●清水課長補佐 そういう認識はもちろんあります。

○小幡委員 だから近いうちに決めなければいけないという認識ではあるということですか。

●清水課長補佐 近いうちに……。

●清水調査室長 そこについては、私はどのように見ているかということ、1つは組織のあり方、もう一方で、例の専門委員会のところ。

○臼杵委員 経済前提ですか。

●清水調査室長 運用と財政を一体的に議論するという中で、これは5年前にも同じようなものがあって、そこで実際に財政検証においてどのような、それは死亡率とか平均寿命も含めまして、どのような数字を使うのかということが議論される途中でございまして、そういう中で、その話についても見えてくる部分はあるのか、ないのかといった話であるかと思えます。

○植田委員長 ゆっくりだけれども、やりつつあるという状況にはある。

●清水調査室長 ゆっくりであります。

○佐藤委員 暫定という表現がよくないですね。2年間も暫定と、いろいろ背景に事情はあると思うのですが、国民が聞いたらどう思うかということもありますし、でしたら次の体制が決まるまでのこのポートフォリオを中期的な方針にするとか、何かそういう構想はないのでしょうか。厚労省側の問題ではないかとも思うのですが。

●清水課長補佐 そこはおっしゃるとおりと思いますが、当時の政治決定でそういう形になっているんですけれども。

○臼杵委員 具体的に考えていくと、多分先ほど清水室長、委員長もおっしゃったように、債券並みのリスクというところを大きく変えることはできないと思うのですね。その中で、対賃金とか対物価で一番期待リターンが高いポートフォリオかどうか、それから大きくずれていないかどうかということがまず検証すべきことなのかなという気はしますけれども。

○能見委員 債券並みのリスクといえば、それはそれで明確なのですね。そのときの状況で、このくらいの利回りでこのくらい。債券だって物すごく金利リスクが逼迫するときだってあるわけですね、今の日本の状況であれば。でも債券並みリスクという限りは、そこで1つの概念ができるのですけれども、債券並みのリスクと安全かつ効率性というのと一致するのですかという問題を、安全かつ効率性はある時期の債券並みリスクと考えていいのではないかと、というコンセンサスがあった時期はあったと思うのですけれども、今日的にそれが合致するかどうかという問題はまた別なのですね。

○臼杵委員 それはそこで考えなければいけないです。おっしゃるとおりです。

○能見委員 だから、そういう問題を含んでいるということを認識しないと、厚労省さんが、基本姿勢も書いてあるけれども、安全かつ効率的にと言っていれば済むと思うかもしれないけれども、それは何も言ってないことと同じことだということをよく理解しなければいけないと私は思います。

●清水調査室長 そこについてはおっしゃるとおりでございます、その文脈から申し上げますと、ここでも議論させていただきましたけれども、安全、リスクの尺度というか、リスクをどういう尺度でとらえるべきかというのは、これは例の専門委員会の第1回か、第2回か、私どもとしての意見を言う際に、今度はリスク・リターンをどういう尺度でとらえるべきなのか、こういったことも検討していただきたいということは意見として、GPIFあるいは運用委員会の議論も踏まえた上で出しているところでございますので、おっしゃるとおり、まさに債券並みのリスク、そのリスクは何かということをいろいろ考えていくと概念的に変わる可能性もあるとは思います。

○小幡委員 ただ、形式には、形式という言い方はよくない。少なくとも我々がどういう目標を持ってやっているかは我々なりに決定というか、しないといけないのではないですか。ボスが決めないと動けないという言い方で貫くのであれば、いや、こんなのではやれないので辞任するとか、そういう形をとらざるを得ないわけですね。建前論を貫くのであれば。そうではなくて、いろいろな状況をかんがみると、それはどうも決まらなさそうだという前提の中で、我々の良識で一番いい運用、実際に運用しているわけですから、何らかの指針を持って実質的には運用しているはずだから、そのもやもやとしたのをコンセンサスとして、指示を受けていないけれども、我々としてはこういう考えで運用しているということを決定するという考え方もありますね。

今言ったように、今の状況の債券並みリスクというのは何なのかがわからなければ、もう一回それをはっきりさせて、我々としてはこういうふうに解釈してやっていくということは、コンセンサスとしてここで決める必要はあるような気がします。

○宇野委員長代理 それは難しいと思います。ここで検討すると、現状から少し変えないといけないという意見が出てくる可能性があると思うのですね。だから現状をこう解釈しているというのを運用委員会として決めるというのは何かなじまないような気がします。むしろ今回このままでいいのかという検討を随時行えと厚生労働省のほうがおっしゃっている意味は、むしろ運用委員会は前からいろいろ懸念されることがあって、このままほうっておいていいのかということはしばしば委員から出ているわけですね。それを本格的に検討できないままきいているわけで、運用委員会としてはむしろ本来の機能を果たせない状態に置かれているというのが私の認識です。それを変えていいというおっしゃる意味なのか、今、小幡委員がおっしゃるような意味というのは、むしろ厚生労働省にお持ち帰りいただいて、どこまでそこを腹くくっていらっしゃるのか、決めていただかないと動きようがないですね。

○小幡委員 運用委員会はどう思っているかはともかく、GPIFとしては何らかの目標設定

をして動いているはずだから、問われたら、それは答えないといけないですね。それに対して運用委員会がどう思っているのかというのも問われるわけですね。

- 宇野委員長代理 運用委員会の中では、懸念されるという指摘は各委員から随時出ているように私は思いますけれども。
- 小幡委員 ということは、位置づけとして、GPIFが目標もないままやって、こんな危ない状態でいいのだろうかという疑問を常に。
- 宇野委員長代理 危ない状態かどうかは別として。
- 小幡委員 危ないかどうか、余りいい状態、本来は決まっているものが決まってない。
- 宇野委員長代理 十分な検討をして決定した状態でないまま走っているということ自体は運用委員会としては極めて不本意な状態であるということですね。
- 大江審議役 これは極めて実務的に考えますと、いずれ定期的に検証、年度中にやるのか、新年度早々やるのかまだ決めておりませんが、そこで検証しなければいけない。その検証したときに、現状のままか、変えるのか、どちらかに決めなければいけない。決まるときにはどういう理由で変えなかったのか、どういう理由で変えたのかということは説明責任が出ますので、そのときには、それを我々自身が解釈して判断したというふうにするのか、役所側の意図はこういうことなので、その範囲内でやってそこで議論が実は出てきてまいります。

したがって、私どもこの会計検査の結果は10月に出て通知を受けたばかりでございまして、参事官もたまたまかわったのですけれども、よく役所とも相談しながら、どういうふうにしていくのか。私ども自身も1期から2期のときには、正直言ひまして、ああいう形で検証をし、今の基本ポートフォリオを維持したわけでもございまして、実際今回見直すとしたらどういうふうになっていくのか、よく考えなければいけませんので、今後作業していく中でどういう議論を詰めていくのかということを考えさせていただきたいと思っております。

- 能見委員 皆さんもそうでしょうけれども、私もこの運用委員の一人として、今の状況をどういうふうに認識しているのかというのはそれなりに考えがあるわけです。それは、皆さんはそうかどうか知らないけれども、私は債券並みのリスクというのがベースにあって、大宗その枠を外さないまでも、国債がここまで低金利の中で、財務的にももしかしたら、万が一つにも金利上昇リスクがあるので、今言った債券並みリスクという枠組みを大きく外さない範囲でぎりぎりポートフォリオを分散して行こうと、そのことによって多少の利回りの部分と金利リスクに対する緩衝材を少しでもつくっていかうという小さな努力がさまざまところにあらわれているのが現状かと認識しているので、それもこういう明確な期待値やそういうものが出されない中では、次善の策かなということで、私自身の中では一応現状についての認識をしているし、その範囲内の中で議論に加わっているというのが現状です。
- 小幡委員 現状認識に関しては、私、100%同意しますが、ただ、全員が同意しているわ

けではないですね。それをこの場で各委員が表明する必要はあるのかどうかということなのですけれども、必要ないとも言えないですね。

●大江審議役 済みません、お話の途中ですが、参事官参りましたので、簡単に御紹介だけ、森参事官でございます。

●森参事官 済みません。本日辞令をいただきました年金局の運用担当の参事官でございます森でございます。運用の関係、厚生労働省ですと3回目ということで、また勉強させていただきたいと思います。よろしくお願いします。

○植田委員長 それでは、2ページ目の1の(5)のところに議論は集中していますが、提示されている問題は大きな問題ですので、どこかで集中的に、あるいは時間をかけて議論させていただくということで、今日はこの辺にしておくのがよろしいかと私は思いますが、いかがでしょうか。いずれにせよ、やらざるを得ないのですね。よろしいですか。

○植田委員長 それでは、恐縮ですが、次の議題であります平成24年度 運用受託機関等の総合評価結果について、委員限り資料1に基づいて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の資料をごらんいただければと思います。平成24年度運用受託機関等の総合評価結果についてということでございます。

まず総合評価の対象でございますが、今年度に入りまして、国内債券のアクティブ、パッシブにつきましては、第3次審査を行ってございます。また、外国株式のアクティブにつきましては、今、2次ヒアリングの真最中ということで、これらを除きまして、具体的にはパッシブで申し上げますと、外国債券、国内株式、外国株式、アクティブにつきましては、外国債券と国内株式が総合評価の対象になってくるということでございます。以上43ファンドでございます。

これらに加えまして、私どものインハウスのNOMURA- BPI総合のパッシブ、国債パッシブ2つについても総合評価の対象ということでございまして、合計で45ファンドが総合評価の対象になってくるというところでございます。

続いて総合評価のルールでございますけれども、既に委員の先生方、御承知のとおり、定量評価、定性評価それぞれ で点をつけまして、合計で総合評価 の点をつけさせていただいております。その結果として、 の運用受託機関からは一部回収、配分停止を行って、 の機関に配分をするというルールにしているところでございます。

それでは別紙をごらんいただけますでしょうか。クリップを外していただきまして、こちらの別紙が総合評価の個別のファンドの結果ということになってまいります。

まず1ページ目でございます。こちらはパッシブでございまして、外国債券、国内株式、外国株式。総合評価の欄を見ただきまして、各ファンドとも ということとございまして、それぞれ適切な運用がなされているものと私ども認識しているところでございます。

続きまして、ページをおめくりいただきまして、2ページ目と3ページ目が外国債券

のファンド、AB7～AB10でございます。

昨今、クオンツ運用にとって非常に厳しい環境でございまして、定量評価の欄を見ていただきましても、
ということで成績が芳しくないカテゴリーの運用でござ
います。定性評価について点数を変えましたのが、AB8 と AB9 のファンドでございま
す。AB8 につきましては、クオンツ運用で使っているファクターの有効性、また、その
分散効果といったものの説明がなかなか十分ではないということ。

それから、AB9 につきましては、使っているファクターが利益ベースのものにちょっ
と偏っていて、改善努力も十分ではないといったようなことで定性評価を少し、それぞ
れ
ということで下げたでございます。

また、AB10 につきましては、昨年度定性評価
ということで低い水準でございま
して、いろいろファクターの入れかえ等を一生懸命やっておりますが、いま一つ安定感
に欠けるというところございまして、もう少し見きわめましょうということでござい
ます。

結果といたしまして、このエンハンス型の AB7 は総合評価
ということでご
ざいますが、AB8、AB9、AB10 につきましては、総合評価
という結果でございま
して、それぞれ一部回収の対象になってくるということでございます。

続いて7ページ目でございます。こちらはグロース株（成長株）のファンド2つで
ございます。

AB11、AB12 につきましては、引き続きパフォーマンスが芳しくなくて、定性評価も昨
年同様
据え置きということでございまして、いずれも総合評価
という結
果でございまして、一部回収の対象になってくるというところでございます。

続きまして8ページ目でございます。8ページ目はバリュー株（割安株）のファンド、
AB13～AB15、3ファンドでございます。

まず AB13 でございますが、定性評価点を昨年度の
ということで少し引き
上げをいたしております。AB13 社につきましては、
という方針
の会社でございまして、近年その洗練度が高くなっていると評価しているところござ
います。こちらの運用スタイルは
いこ
うと、少し古いタイプの運用形態をとっておりますけれども、その中で定量モデルと定
性判断を非常に巧妙に組み合わせている。定量モデルで割安株を拾うと、いわゆる万年
割安株と申しますか、なかなか将来の見込みのない割安株を拾ったりということもある
わけですけれども、そうした銘柄を定性判断でうまく排除していいパフォーマンスにつ
なげているところでございます。このファンドにつきましては定量評価も非常によく、
総合評価としては
ということで非常に高い成績になってございます。

続いて AB15 でございます。こちらのファンドにつきましては、逆にパフォーマンス
がずっとさえないファンドでございまして、

といったような課題が引き続きございまして、定性評価は昨年度より ということでございます。

結果といたしまして、AB15 につきましては、総合評価 ということの一部回収の対象になってくるというところでございます。

9 ページ目、こちらが小型株のファンド、AB15、AB17、2 つファンドがございまして、こちらにつきましては定性評価、昨年同様 ということでございます。しかしながら AB17 社につきましては、リーマン・ショックの平成 20 年度に少しパフォーマンスが悪くなった時期がありまして、それが尾を引いている関係で定量評価が少し悪い。総合評価としては AB17 につきましては ということになりまして、こちらも一部回収の対象になってくるというところでございます。

以上、国内株につきましては、17 ファンド、アクティブでございますが、そのうち 8 ファンドが一部回収の対象ということで少し厳しい結果になっているというところでございます。

10 ページ目、最後のページでございます。こちらが私どものインハウスの評価結果でございます。インハウスの国内債券、NOMURA- BPI 総合型のパッシブ、国債パッシブ、それぞれ総合評価は ということ適切な運用がなされているものと認識しているところでございます。

私からの御報告は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等お願いいたします。

○臼杵委員 のところは一部回収というのがルールなのですが、この場合、例えば全運用機関同じパーセンテージで回収されるのか、あるいは同じ金額か、そういうものなのか。例えば点数が どれだけ離れているとか、あるいは全体のマネジャー・ストラクチャーのスタイルの関係とか、その辺は考慮されるのでしょうか。

●陣場運用部長 原則論としては、国内株の回収については であれば一律回収ということになってまいります。ただ、配分の方法については点数の高いところに配分するのが原則ですけれども、スタイルの要因も勘案して配分を決めるというルールでございます。

○臼杵委員 回収は一律で、配分のときにそれを考えるということですか。

●陣場運用部長 はい。

○臼杵委員 1 つだけ気になったのは、個別に異議を唱えるつもりはないのですが、5 ページの AB6 は、比較的定量的にはアルファは出ているということですね。ただ、定性的なところで評価が低くてぎりぎり ということなので、こういうところを見ると全体的なスタイル分散とか、一律 回収という方法を少し考え直してもいいのかなという気もちょっとしたのですが、その辺は一応そういう私が感想を持ったということだけお気にとめておいていただければと思います。

○山崎委員 一番最初の紙に一部回収及び配分停止と書いてありますが、これは回収をす

るところに配分しないという意味なのか、それとも回収まで至らないけれども、新規配分だけしないということなのか、どちらですか。

●陣場運用部長 前者のつながっているということです。

○山崎委員 つながっているのですね。つまり1つのことだということなのですね。

●陣場運用部長 はい。

○山崎委員 わかりました。それと、「※」が時どき表の中に出ていて3年未満ではなくなったとあるのですが、3年未満の会社はこの中にあるのですか。

●陣場運用部長 国内株式アクティブについてはすべて3年以上になりましたので、パッシブのほうで一部、1ページ目でございますけれども、パッシブの1ページ目に「※」がついているのが3年未満、3年未満はこれだけでございます。

○山崎委員 下の「※」は3年以上になった。

●陣場運用部長 3年を超えています。

○山崎委員 わかりました。

○村上委員 最後のところでおっしゃった国内株式17ファンドのうち8ファンド回収ということで、ほぼ半数は回収の対象になるわけなのですが、そうするとこれはそもそも選択したとき、すなわち前回評価のときのプロセスとか視点などを総括するとどのようなことになるのでしょうか。半分の先を回収しなければならないということは、そのところの評価・選択に何かうまくいかないことがあって、それは何であって、それを変えていかなければならないのかどうかという、総括的な視点はどのようなのでしょうか。

●陣場運用部長 その点で申し上げますと、平成20年度の途中から、21、22、23年度のほぼ4年間が経過したわけでございますけれども、国内株式のアクティブの成績はその間、2勝2敗で、勝敗相半ばするという状況で、まだ全体、よかったのか、悪かったのかというのはなかなか判断難しいところだと思っています。ただ、一点考慮しなければいけないのは、その間にリーマン・ショックという大波が来てしまっていて、それ以前で考えていたとおりにはいなくなっている部分は少し出てきているのかというのが1点。

それから、もう一点ございますのが、実は諸般の事情によって、この間に解約せざるを得なかったファンドが幾つかございまして、ストラクチャー全体として少し形が崩れていると申しますか、そういった事情が1つあるのかなと思っています。いずれにしましても、本来はマネジャー・ストラクチャーについて、今年は実は国内株式の順番の年であったのですがけれども、外国株式のほうで緊急性が高いということで、外国株式のほうを先に行っているわけでございますけれども、来年度の最大の課題としては国内株のマネジャー・ストラクチャーをどうするかということで認識しておりますので、また、その中で少し全体を見直す必要はあるのかということは考えているところでございます。

○村上委員 その際に、定量評価に用いるウェイトがこれでいいのかどうかということは、対象にしたほうがよろしいのではないかと思います。私もいろいろなファンドを分析し

ている限りでは、パフォーマンスにおいて、前の3年間とか5年間でよかったファンドが次の期間もいいとは必ずしもならないのです。GPIFに応募してくるファンドのユニバースを見たらどうかというのはわからないのですが、一般的には非常にその辺の相関度が低いということで、定量評価にこれだけのウェイトを置くというのは少し過剰に見えているのではないかと、そのような判断の誤りを犯している可能性があると考えているのですが、そのあたりについてはどうでしょうか。

- 陣場運用部長 機械的に定量評価だけでファンドを選んでしまうと痛い目に遭うというのはおっしゃるとおりでございます。したがって、マネジャー・ストラクチャーの際の評価基準はすべて定性評価なのです。定量評価、パフォーマンスを頭に入れながら、一次審査で足切りをするために使いはしますけれども、基本的に定性評価で新しいファンドを選んでいくという点では、これは村上委員のおっしゃることと全く同じような方法を我々はとっているということでございます。ただ、毎年総合評価については、成績の良いファンドに報いると申しますか、運用機関のインセンティブの維持、これは前の草野委員からも御意見いただいたところでございますけれども、そういう観点で行っている部分もございまして、その際には、
という定量評価のウェイトが ないとなかなかインセンティブ維持ということにつながらないという観点で といったルールになっているというところ
でございます。

- 小幡委員 ちょっと似た話なのですが、一方、定性評価のほうのこれまでのパフォーマンスというのはどうなのか、何かそういうのがあれば、いつか勉強したいと思うのですが、つまり定性評価を高くしたところは、結果として本当によかったのかという、事後評価というか、今の臼杵委員の話にもありました配分を例えば減らしても、その後、一応残っているわけですから、その後のパフォーマンスもわかると思うのですが、減らしてよかったのか、減らした判断は余り効果的でなかったのかという評価もどこかで聞きたいと思うのですが、そういうことは報告されたことあるのですか。

- 陣場運用部長 これまではそういう形の報告はしたことはございません。中でもいろいろ分析はしておりますのですが、総合評価に伴う配分回収というのはせいぜいファンドの で、それを他のファンドに配るとい形ですので、アクティブ全体のパフォーマンスに与える影響は実はそんなにでてこないのです。むしろマネジャー・ストラクチャーのときにはがらりと入れかえたりしますので、そこでの効果は非常に大きいのですが、総合評価に伴う配分回収の 程度の小さな動きで、将来のパフォーマンスにどのくらい影響が出てくるかということ、なかなか見出しにくいと申しますか、むしろ総合評価については、運用機関のインセンティブ維持の観点からやっているというのが、これまでの考え方なのかというふうには考えてございます。

- 小幡委員 ですから、それが効果的かどうかということもありますし、私たちの見る目、

次に向けての見る目の改善ということからしても、自己チェックという意味では、トータルパフォーマンスの影響がそんなに大きくなくても、重要ではないかと思うのです。

○村上委員 例えばピーター・バーンスタインの「リスク」という本には、うまくいったマネジャーから資金を引き上げて、そうでなかったマネジャーに配分したほうがうまくいくということが書いてあるのですが、それをやられたら、きっと運用機関はたまったものではないと思います。けれども、そのようなところも実証的にいろいろ確認してみ、配分のスキームを考えていく必要があるのではないかと思うのです。おそらく、限界的に資金を配分されるかされないかによって、運用会社のほうはパフォーマンスを上げていくことに対するモチベーションが、そんなに崩れるわけではないと思うのですね。

○植田委員長 これはやっていただけるならやって。

●陣場運用部長 その点につきましては、マネジャー・ストラクチャーの中でも、インセンティブ、別のところで維持するとか、いろいろな議論があるかと思しますので、その中で検討できることは検討いたしたいと考えてございます。

○村上委員 すみません、もう少し話をさせてください。パフォーマンスが低かったためにクオントの運用モデルを改善するみたいな話はなかなか難しい話かなと思います。クオントのモデルで使っているファクターなどが、例えば3年や4年効かなかったからといって、そこでチューニングしていったら以後いい結果に導けるかどうかというのは、これはなかなか判断が難しいところではないかと思うのですね。その辺の変えることのリスクもあると思います。また、先ほど運用部長がおっしゃったように、特殊な市場だったという要因もあり、この期間はリーマン・ショックを初めとして、世界的ないろいろな懸念材料が多くて、そのようなときというのは、えてして割安系の株式などがずっと安いところに放置されがちで、ファンダメンタルズ等とは違う要因でマーケットの価格がついているということになると、逆に長期的に見たときに割安株的なマネジャーにとっては戦略を継続していくことチャンスの可能性あるということも考えられます。そのようなところも運用戦略とマーケットの状況を含めて考えてみて、変えるのがいいのか、変えないほうがいいのかというのは非常に難しいのですが、そこが評価する際に判断すべき点だと思うのですね。

●陣場運用部長 それに関しては非常に悩ましい問題であろうかと思っています。ただ、クオント運用、十把ひとからげに悪いということではございません。例えば AB7 みたいに、やはりそんな中でも をして、いろいろ工夫をしている社というのが一方であって、負けを最小限とどめている社も実は存在しているのですね。そういう中で相対評価をしていったときに、改善努力が足りないのではないかという社については、我々は厳しく見させていただきましたし、そういう努力をして、なんとかとどまっている会社については定性評価 をつけてございます。そこは相対評価の中で、確かに状況が変わって、また次のいい状況が来るまで待つという手もないわけではないのですけれども、スポンサーとしては、それでもそういう努力

をしているファンドと比べてしていないファンドについては少し厳しく見るべきなのかという観点でつけさせていただいたところでございます。

○村上委員 わかりました。ありがとうございます。

○植田委員長 ほかにいかがでしょうか。

●陣場運用部長 最後に少し外国株式アクティブのヒアリング、今行っているところですが、その状況について少し補足をさせていただきます。

御承知のとおり、外国株式アクティブにつきましては、これまで成績は芳しくなかったものですから、できるだけ多様なプロダクトの応募を期待して募集をしたところがございます。その中には、通常の固定報酬ではなくして、成功報酬的なものを入れたほうがより高みを目指していただけるものもあるのではないかという問題意識のもと、今、外国株式アクティブのヒアリングの中で、各社、ヒアリング項目として、成功報酬制を導入している実績があるのか、ないのか、その考え方、制度設計等について情報収集がてら聞いているという状況でございます。

これも委員の皆様は御承知のとおり、成功報酬というのは結構難物でございます、リスクをとっていいパフォーマンス上げて成功報酬払ったのはいいけれども、翌年急に成績が悪くなるといったような弊害もあるところがございますので、その設計についてはよくよく我々も慎重に考えなければいけないと。それから、全部のファンドについていきなりということではなくて、ごく一部のファンドについて、まずは適用するのかといったことを含めて検討しているという状況でございます。

補足説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、続きましてキャッシュアウトについて、委員限り資料2に基づいて御説明をお願いします。

●大江審議役 委員限り2、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。左肩に、委員会終了後回収と書かせていただいております。

まず1.平成24年度の実績でございますが、資料にも書いてございますが、上半期で約4兆3,000億円余ということでございます。所要資金は財投債、キャッシュアウト等対応ファンドの償還金・利金を含む国内債券からの回収を中心に賄ったということでございます。

裏返していただきまして、2ページで詳しく御説明を申し上げますと、前回は3か月ごとに御報告しておりますので、6月までの分を御報告しておりました。今回が7、8、9月の3か月分というところがございますが、金額が書いてある3行目のところ、市場売却をごらんいただきますと、7月が900億円ほど、8、9月が0円となっております。これは7月に税と社会保障一体改革法案、こういった中で消費税をどうするか、これがだんだん決まってきたと。その中でいわゆる年金交付国債が年金特例国債、つなぎ国債に変わるということで、そういった大きな方針が決まりまして、基礎年金国庫負担分が再び2分の1となるということが確実になった、そういう動きが出てきたところで、少

し資金回収をストップしたといった動きでございます。ただし、現状では基礎年金国庫負担2分の1にするための法律改正等が成立しておりませんし、また公債特例法の成立も遅れるのかどうか、こういった議論がございますので、そういった状況を見ながら適切に対応できるようにということで、私ども今動いているところでございます。

説明としては、簡単でございますが、以上でございます。

○植田委員長 御質問等いかがでしょうか。

それでは、よろしければ、次のリバランスの検討及び実施について、委員限り3に基づいてお願いします。

●大江審議役 委員限り3、リバランスの検討及び実施についてのところでございます。これも左上に委員会終了後回収と書かせていただいております。

1に書いておりますように、運用委員会の議論で決まった大きな方針でございますが、
①管理運用法人は、一定期間ごとに、リバランスの実施の是非について検討する。
②その場合には、取引コストとリバランスの効果に加えて、市場の動向等に留意をする。
③イベントリスク発生時には、見直し時期と関わりなく、リバランスの検討を開始する。
こういう大きな方針がございました。

これも裏面、2ページと下に書いてあるところで、3. リバランスの実施についてのところでございます。今回、御報告するのは、

リバランスの検討結果になりますが、リバランスは実行しなかったという状況でございます。

内容としては②にございますように、まず資産構成割合でございますが、基本ポートフォリオとの比較では、国内債券のみがアンダーウェイトで-4%、他の3資産すべてオーバーウェイトということでございました。

に判断をいたしております。

国内株式は、バリュエーションと流動性の状況を踏まえて、

と考えたところでございます。

以上のことからリバランスは実施しなかったということでございます。

説明は以上でございます。

○植田委員長 質問等いかがでしょうか。

○山崎委員 今回リバランスをなさらなかったというのは、それはそのとおりでよろしいと思っているのですが、だんだん国内債券が減ってきてしまいますね、このまま行きますと。結局乖離許容幅の8%は、どのぐらいのタイムフレームで当たってしまうとおられますか。

●大江審議役 マーケット次第でございますが、しかし、ここ1~2年ほどずっと国内債

券からキャッシュアウトに充てる資金をつくってきて、その間に株も下がったり上がったりで、単純に全くマーケットが動いてないと機械的に計算はできるのですが、実際にはその後、また、金利が低下したあと少し戻ったりということがございます。したがって、私どもは常にこの状況をモニターしておりますので、その中でどういうふうにしていくのかということで対応してきております。

○山崎委員 金利が上がったりするとあつという間という可能性もないわけではありませんか。

●大江審議役 また、そのときにはそれこそどうするのか、キャッシュアウトもまたどうなるのかも連動した話になるのだろうというふうに考えております。

○植田委員長 よろしいですか。

それでは、次のリスク管理状況等の報告（平成 24 年 8 月）分について、資料委員限り 4 に基づいてお願いいたします。

●陣場運用部長 委員限り 4 をごらんください。まず 9 ページ目をごらんいただけますでしょうか。8 月の状況でございますけれども、米国の雇用統計が市場の予想を上回ったこと、また、ECB が南欧国債を買うという期待等ございまして、ユーロが随分上がったといったような状況で、外国債券、外国株式は相場堅調、一方、国内資産は軟調ということでございまして、8 月単月で 3,600 億円弱の収益が上がっているところでございます。9 月の数字、今、精査中でございますけれども、9 月も市場は堅調でございましたので、7、8、9 の 3 か月、第 2 四半期はプラスが確保できたかと認識しております。ただ、第 1 四半期のマイナスがちょっと大きかったものですから、通期としてプラスに転じるのはまだ先なのかと認識しているところでございます。

続いて 1 ページ目をごらんいただけますでしょうか。外国株式、外国債券の時価総額が増えたということでございまして、1 ページ目、基本ポートフォリオからの乖離状況で申し上げますと、8 月の状況でございますけれども、国内債券のアンダーウェイトは少し広がって 3% ちょっとということでございます。一方、外国株式、外国債券のオーバーウェイトが微増というところでございます。

続いて 3 ページ目をごらんいただけますでしょうか。リスク、トラッキングエラーで測ってみますと、最初のところの C の推定相対リスクでございますけれども、前月に比べて 0.54%~0.61% ということで、リスク性資産の増大によって少しトラッキングエラーが増えているという状況でございます。

4 ページ目の各資産ごとのリスクでございますが、これについては前月より大きな変化はございませんでした。

次に 7 ページ目をごらんいただけますでしょうか。先ほどリバランスのところでも少しお話ございましたが、国内株式の流動性と申しますか、国内株式の一営業日当たりの売買代金随分細ってございます。8 月の状況で一営業日当たり 1 兆円を切っているというような状況でございまして、国内株式の流動性は引き続き低い状況が続いているとい

うところでございます。

それから、11 ページ目をごらんいただけますでしょうか。各資産別の超過収益の状況でございます。少し細かい字で恐縮でございますが、トータルのところを順々に拾って見ていただきますと、国内株式以外はほぼベンチマーク並みという状況でございました。一方、国内株式のトータルが-0.22%ポイントということで、国内株式アクティブ、8月是不調でございました。割安株が売り込まれたり、銘柄選択が振るわなかったりということで、単月で-0.78%ということでございまして、国内株式が少しへこんで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、何かございますか。

○佐藤委員 資料の9 ページ、冒頭で債券並みのリスクという表現が出ましたが、月次のパフォーマンスと全体のパフォーマンスを拝見していると、結局全体のパフォーマンスというのは、恐らく株と為替の要因によって決まるところが大きい。最近よく言われる話ですが、リスクウェイトで考えると、債券並みのリスクといっても、かなり債券のウェイトが高く、保守的な配分になっていると思うのですが、結果的には円高になって株がよくないと全体のパフォーマンスもマイナスだし、その逆のときには逆である。債券並みのリスクというときに、ポートフォリオが実際にどういうリスクをとっているのか。分散することによっていろいろなリスクをとることになると思うのですが、そこについてもう一度よく考えてみる必要があるのではないかと。債券並みのリスクであれば債券がよかったらリターンがいいはずでしょう。でも実際にはそうならないじゃないですか。ということは、そこには別の要因があるので、結果を見たときの分析もよく考える必要がある。

一般的に企業年金で大体株の資産配分比率が4割位ですと、リスクで見た場合に8割位とっていると言われていますが、例えば GPIF ではどうなっているのか、為替のリスクはウェイトが少ないとしても、為替ヘッジしていないのであれば、そこでどれぐらいのリスクをとっているか、そういった分析もあったほうがいいのではないかと思った次第です。

●清水調査室長 大ざっぱに見ますと、これは毎月の分散投資効果云々でも御説明しているのですが、分散投資効果分というのは大体3割ぐらい。これはリスクベースでなくてリスクの二乗で、分散ベースで考えたときに大体3割ぐらい、正確には32%が分散投資効果ですが、一方で、純粹に債券の部分というのが全体の3分の2なわけでございますので、その二乗できいてきますので、大体半分ぐらいですね。ですからトータルのうち、そんな感じで、残りが結局為替と株。ですから外国債券も結局為替が絡むものですから結構リスクが高くなってしまうと御理解いただければよろしいかと思えます。いずれにしても細かい分析については、毎月の短期的リスク等々につきましても分析しているところでございますので、何か機会があったときに御説明上げたいと思いま

す。

○植田委員長 それでは、予定した議事は終了ですが、何かほかにございますか。よろしいですか。

それでは、事務局から御連絡等あればお願いいたします。

●大江審議役 私のほうから2点御報告いたします。次回の日程でございますが、次回は12月17日（月曜日）でございます。時間は15時から開催予定でございます。場所はこの会議室でございます。

それから、2点目は委員限り2のキャッシュアウト、委員限り3のリバランスの関係の資料につきましては回収いたしますので、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。

○植田委員長 それでは、今日の運用委員会はこれまでといたします。御苦労さまでした。