

## 第 71 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 25 年 9 月 17 日(火)16:00~18:00
2. 場 所:年金積立金管理運用独立行政法人 会議室
3. 参加者:・植田委員長 ・宇野委員長代理 ・臼杵委員 ・大野委員 ・小幡委員  
・薦田委員 ・佐藤委員 ・能見委員 ・村上委員
4. 議 事
  - (1) 平成 25 年度第 1 四半期運用状況について
  - (2) その他

●青木審議役 御出席予定の委員の先生方、皆様お集まりでございますので、ただいまより、第 71 回運用委員会を開会させていただきます。

まず、委員の出欠の状況でございますが、本日は、稲葉委員につきましては、御都合により御欠席とのことでございます。

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。

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 年金積立金管理運用独立行政法人 平成 25 年度第 1 四半期運用状況

委員限り 1 各資産の運用状況の補足説明（市場運用分）

委員限り 2 オンタリオ州公務員年金（OMERS）とのインフラストラクチャーへの共同投資について

委員限り 3 - 1 次期基本ポートフォリオ策定にかかる今後のスケジュールについて（案）

委員限り 3 - 2 次期基本ポートフォリオ策定にかかる課題（案）

その後ろに、臼杵委員の御提出資料を添付させていただいております。

委員限り 4 リスク管理状況等の報告（平成 25 年 6・7 月）

なお、委員限り 2 オンタリオ州公務員年金（OMERS）とのインフラストラクチャーへの共同投資につきましては、運用委員会終了後に回収させていただきますので、机の上に置いてお帰りいただきますようお願い申し上げます。随行の皆様も、同様をお願いいたします。よろしいでしょうか。

それでは、以後の進行につきましては、植田委員長をお願いいたします。

○植田委員長 お忙しいところ、ありがとうございます。

それでは、最初に、資料平成 25 年度第 1 四半期運用状況及び委員限り 1 各資産の運用状況の補足説明（市場運用分）について御説明をお願いします。

●青木審議役 平成 25 年度第 1 四半期の運用状況につきましては、8 月 30 日に記者発表を行ったところをごさいますて、以下、御報告をさせていただきます。

資料の 1 ページのとおり、この第 1 四半期の収益率はプラス 1.85%、収益額はプラス 2 兆 2,100 億円、第 1 四半期末の運用資産額は 121 兆 116 億円となりました。

市場運用分、財投債それぞれの収益率、収益額等は 2 ページの参考に記載のとおりでございます。

3 ページは資産別の収益率でございますけれども、7 ページをごらんいただきますと、7 ページが第 1 四半期の運用環境でございます。ベンチマーク収益率は、右の真ん中の表記載のとおり、国内債券はマイナス 1.51%、国内株式がプラス 9.77%、外国債券はプラス 4.23%、外国株式はプラス 6.05%となっております。

4 ページでございますが、資産別の収益額でございます。

5 ページは、運用資産額及び資産構成割合です。参考の欄の 6 月末の数字につきましては、6 月に変更した後の基本ポートフォリオの乖離許容幅の範囲内でございます。

6 ページは、資産別の超過収益率の状況でございますが、国内債券、国内株式、外国株式は超過収益率がプラスマイナス 0.1%未満であり、概ねベンチマーク並みとなりました。外国債券につきましては、マイナス 0.22%でございますけれども、その要因は、外国債券のアクティブ運用機関全体を見た際、ユーロをアンダーウェイトにしておりましたが、この期間は対ユーロが対ドル等と比べて大きく円安となったということやデュレーションを長期化していたところ、金利が上昇したというようなことなどがございます。

委員限り 1 をご覧ください。②で国内株式アクティブは卸売業セクターのオーバーウェイトなどによりマイナス 0.22%。

外国株式アクティブは素材等のセクターの銘柄選択が寄与し、プラス 0.54%となっております。

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。よろしいですか。

それでは次に、委員限り 2 オンタリオ州公務員年金（OMERS）とのインフラストラクチャーへの共同投資について、御説明をお願いします。

●清水調査室長 私から、オンタリオ州公務員年金（OMERS）とのインフラストラクチャーへの共同投資について、御報告をさせていただきます。

オルタナティブ投資につきましては、5 月下旬の運用委員会におきまして、3 月末に報告書を受領した、いわゆるフィージビリティ調査、これを受け、今後の GPIF としての方針として 2 点ご報告させていただきました。

まず1つは、オルタナティブ投資を始めるに当たっての共同投資スキーム、これがどうかということです。2点目といたしましては、具体的なビークルとして投資信託を利用するという事です。この2点をこの場において御報告させていただきました。共同投資ということでございますと、相手のある話になりますので、具体的な相手方、これはフィージビリティ調査の結果では OMERS のほか、1つは世界銀行グループの国際機関、もう一つはシンガポールの SWF が候補先として挙がり、主に3つを軸といたしまして、具体的にテーブルに着いて共同投資に向けた交渉を進めさせていただければということで御了解いただいたところでございます。

私どもはそれ以降、具体的に相手方と交渉を進めてきたわけでございますけれども、その中で特に OMERS とのインフラに関する共同投資について、具体的な共同投資協定の中身等々につきまして、それなりに具体的に姿が見えてきたということでございますので、今回この機会に、この運用委員会におきましても中間報告をさせていただきたいということでございます。

まず1 ページ目、1 OMERS との共同投資でございますけれども、我々としてこれまで投資経験、実績がない中で、どういう形でこういった投資をスタートすることができるのか。その適切なスキームの1つとして、ここに書いてございますけれども、豊富な投資実績を持つ国内外の機関投資家との共同投資が有効なのではないかということで、その一環として今回このインフラ投資に関する共同投資の提携先として検討を進めているということでございます。

この共同投資につきましては、まず相手方の投資能力を活用する観点、もう一つは、我々として、相手方のそういう投資能力を踏まえた知見を我々の内部に吸収する。さらにはライク・マインデッドといいますか、同じ立場の受託者責任を負った、そういった機関投資家であるというところから、共同投資をすることでの利害の一致と、こういった観点から、共同投資スキームがいいのではないかとということでございます。

特に OMERS につきましては、インフラ投資ということでございますが、2点目に書いてございますとおり、98年にインフラ投資を開始した、いわば草分け的な年金基金であるということでございまして、表が2つございますけれども、左の表を見ていただきますと、全体の資産の約4割をオルタナティブにアロケートしております。さらにインフラについても全体の15%程度を既に投資しております。

さらに実際のインフラ投資の金額を比較いたしましても、右の表でございましてけれども、カナダの CPPIB、これは先進的な年金で極めて有名でございますけれども、これを超えて世界一であると、こういった内容であるということでございます。

また、OMERS は、他の機関投資家との共同投資によるスケールメリット、これは当然スケールメリットと同時に、いわゆる分散投資、こういうこともねらいの1つでございますけれども、そういう観点から既に共同投資プラットフォーム、Global Strategic Investment Alliance、略して「GSIA」と言っておりますけれども、こういうものを既



こういう位置づけが妥当ではないかということがこの2でございます。

次に3 具体的な共同投資スキームの概要ということでございまして、まず共同投資の具体的なビークル、先ほど御説明した投資信託ということでございますけれども、まず1つは、先方との守秘義務契約という制約、もう一つは、必要な機動性の確保、こういった観点から現行法令上、自家運用による直接投資が認められている投資信託を通じて行う。具体的にはこうしたインフラプロジェクトを原資産とするような投資信託、これを我々インハウスで実際に購入することによって共同投資に参画することを考えているということでございます。

次でございまして。この投資信託を通じた OMERS、海外の機関投資家との共同投資になるわけでございますけれども、これを実際に進めるに当たって、豊富な投資実績を持つとともに、円滑なコミュニケーションが可能、かつ GPIF に係る法令等の制約条件について理解のある国内の公的機関投資家と共同で投資信託に投資する。これは具体的には OMERS との共同投資を進めるに当たって、まずは国内で、そういったエクスパティーズを持つような、プロフェッショナルな公的機関投資家とまずタッグを組んで、彼らの能力も活用しながら OMERS との共同投資に参画する。そういう意味においては国内の公的機関投資家と一緒に投資信託を購入することによって、実際に OMERS のプロジェクト・共同投資に参画すると、こういうことを検討しているということでございます。

具体的な投資の方法といたしましては、インフラ投資に係る個別の投資判断、これについては、投資信託の運用者、これが必要に応じて投資助言者を選定しつつ行うということになります。

これを具体的にお示ししたのが3ページ目の共同投資スキームの概要ということでございまして、この概要については、今現在国内の公的機関投資家並びに OMERS との間で、いわゆるメモランダム・オブ・アンダースタンディング (MOU、共同投資協定) を具体的な覚え書きとして、今現在詰めているということでございます。これを簡単に御説明いたしますと、我々として OMERS との共同投資を進めていくに当たって、まずは国内の公的機関投資家との間に協定を結ぶということが①でございまして。

結んだ上で、公的機関投資家のエクスパティーズを活用しながら、OMERS との協定を結ぶということが②ということでございます。その OMERS との投資協定が、どういう形になるかということでございますけれども、OMERS は、グローバルな世界中の大きな投資案件をソーシングし、具体的な投資案件のデュー・デリジェンスを行ない、投資の対象となるものを GSIA 等を通じて他の共同投資家、これは企業年金連合会、三菱商事等も含まれますが、共同投資はどうかと、プロジェクトについての話が個々に来るということでございます。

一方で、私どもでございまして、こういった投資信託という形で運営するに当たっては、まず国内の公的機関投資家に、投資信託をマネジメントしていただく、いわゆるアセットマネジメントカンパニー、この運用者を国内の機関投資家に選んでもらう

と、共同投資協定の中で規定するというごことでございまして、彼らはプロフェッショナルな目で適切な運用者を選定するという仕組みでございまして。

この運用者については、先ほど申し上げた OMERS が個々にソーシングするような投資案件、共同投資家に来るのは彼らのデュー・デリジェンスにかかった後のものでございましてけれども、これについて、今度投資の運営者としては、一方で助言者、これはいわゆるグローバルなインフラプロジェクトについて、きちんとしたデュー・デリジェンスが行える、そういうエクスパティーズを持った、そういったものを実際に横に添え、OMERS のソーシング案件について、今度はこちらのサイドからきちんとしたデュー・デリジェンスをして、目にかなったもののみ投資信託の資産に組み入れると、こういう形で投資信託を運営していくというスキームでございまして。

以上、共同投資スキームの概要でございまして。今現在、私ども MOU につきまして、国内の公的機関投資家と OMERS の間でかなり詰めた協議をしているということでございまして。

ここには書いてございませぬけれども、併せて今回コアのインフラということなので、それほど Jカーブについては心配ないのですけれども、ただ、現実問題としては、実際にほかの投資家が GSIA に入ってから、実際の案件に投資するまで、実に 1 年ぐらいかかっているということもございまして。そうすると、私どもが実際投資信託を購入しますと、その段階でセットアップコストとリテイナーフィーがかかってきますので、そういうことを考えると、なるべく Jカーブというのはなくしたほうがいいだろうと、こういう考え方のもとに、今現在 OMERS、実際インフラの資産を持っているわけでございまして、この中の一部を相対で、初期の段階に譲り受けると、こういった交渉も併せてしているということが 1 点でございまして。

あともう一つは、MOU でございましてけれども、今現在かなり具体的な詰めをしている状況でございまして、私どもとしては投資信託について、できれば来年の 3 月、そのぐらいを目途に投資を実行できればと考えておるところでございまして。これから逆算いたしますと、投資信託の委託者の選定、実際の投資信託の組成等々、あるいは先ほど申し上げましたセカンダリーの交渉等々がございまして、10 月中には実際の MOU、これが一番初めの出発点になるということでございましてけれども、これを締結するというのを考えています。場合によっては、次の運用委員会では、その旨の御報告になる可能性もあるということをお含みおきいただければということでございまして。

以上、私からの中間報告でございまして。

○植田委員長 それでは御質問等をお願いいたします。

○薦田委員 これまでの運用委員会での議論を踏まえて、OMERS との共同投資の交渉に入るということはよくわかったのですが、有識者会議の議論が始まって、気になったのは、8 月ですか、まさにこの OMERS が有識者会議に呼ばれて出席していたようで、あの有識者会議というのは余り情報公開は高いわけではないのですけれども、議事概要を見ても

ほんの2枚ほどで、OMERS とのやりとりは1枚にならないぐらいの感じなのですが、いずれにしても、有識者会議の結論がどういうことになるのか、また、それがどういう制度になっているのか、相当程度方向性が出ているのか。それから、多分 GPIF は出席者ではないということを考えると、GPIF の交渉のポジションというのは不利なものにならないか、ちょっと危惧を持っておりまして、だからどうしろということと言えるということでも、契約の中の議論をするという立場でもないと思いますので、特にこの間、そういうことがあったから、8月のことも含めて危惧を持ったということをおし上げて、そういう意味で注意をしながらということをお願いできればというふうに思います。

○植田委員長 何かありますか。

●清水調査室長 まず有識者会議との関係と申しますか、これにつきましては、我々は去年の9月ぐらいに、いわゆるフィージビリティ調査というものをセットして、その報告を今年3月末にいただき、それをもとに我々事務局として積み重ねてきたということでございます。実際去年の9月に有識者会議などは全くなかったわけでございますので、我々としては本当に淡々と申しますか、有識者会議の結論云々というのは、参事官のほうからコメントがあるかもしれませんけれども、それとは独立に淡々とこれまで進めてきたと。こういう中で、結果的にこういう形で協議が整いつつあると、そういう状況をこの時点で御報告させていただき、そういう趣旨でございますので、私としてはそれ以上でもそれ以下でもないということは御理解いただければと思います。

●森参事官 清水室長から、私のコメントということでお話がございました。御披露できる限りにおいて御説明いたします。

有識者会議の第3回におきまして、海外の先進的な運用ということで、OMERS CAPITAL MARKETS のポートフォリオマネージャーをしている方からのヒアリングがありました。これは事務局というよりも、日本に来る予定の年金基金の方が委員の知り合いで、そのときに話を聞いたら良いのではないかと申しまして、特段事務局のほうで OMERS なり CPPIB を呼ぼうとか、そういうことで選定したものではございません。

そのときの話につきましては、OMERS の資金規模、あそこにつきましては、90%ぐらい自家運用でやっている。あと分社化している等につきましてお話がございまして、GPIF さんとの交渉等につきましては、これは多分守秘義務がかかっていると思いますので言及等はございませんでした。

有識者会議につきまして、今、どういう状況かと申しますと、先週、第4回目の会議がございました。そのときには企業年金連合会さんと村上委員がヒアリングとして呼ばれたのですが、そのときに、伊藤座長から、次回は論点整理案を議論したいということでお話がございました。なので、9月中に論点整理案につきまして議論するということになります。まだ論点整理されてない状態でございますので、今のところ、どのような報告になるかにつきましては、この場では差し控えさせていただきます。

○植田委員長 ほかにかがですか。

○大野委員 「最後にご説明いただいたスケジュールについて、10月にMOU、来年3月に投資を開始する予定になっております。5月のこの場で申し上げましたが、国民が拠出した保険料でありますので、インフラストラクチャー投資を開始する意義、目標とするリターン、また、そのリスクとの関係等を、是非然るべきタイミングで社会に良くご説明いただきたいと思います。1点、投資の規模感についてのご質問ですが、今回1つヒントが出てきましたが、予想される額は1ロット1,250億円と、だいたいこのような規模でしょうか」

●三谷理事長 後者の御質問からお答えしますと、規模的には一応入口としてはその程度のもを考慮しております。ただ、先ほど清水からお話したように、セカンダリーの部分を一部買い取るかもしれない。それは多分12億5,000万ドルとは別枠ということになるかと思っておりますので、1ロット1,300億円+ $\alpha$ ぐらいということで考えていただければいいかと思っております。

前者の御質問ですけれども、御指摘全くごもっともでございます。ただ、MOUを結んだ段階では、まだいろいろ関係者の間で検討すべき問題が残っている、そこから出発するという段階でありますので、その段階での公表は難しいだろうと思っておりますが、少なくとも資金拠出が決まった段階、この段階では、我々の考え方も含めてきちんと世の中に説明していく必要があるかと思っております。

○大野委員 ぜひよろしく申し上げます。今、1,300億円くらいというお話の中で、ここには書いてないのですけれども、シンガポールのSWF、あるいは世銀グループとも並行してということなので、例えばロットがどうということがわかりませんが、その分、増えていくというような考え方でよろしいのですか。

●三谷理事長 先方もあることですので、まだ話としては、これからいろいろ煮詰めていかなくはいけないのですけれども、それは上乘せされるという形で想定することが適当だと思っております。ただ、それだけで兆円台に至るようなところまでは、今のところ、全く想定しておりません。

○大野委員 なるほど、そういう規模感ですね。

●三谷理事長 はい。

○大野委員 最後の質問ですけれども、今回、投資信託、共同投資という格好でスキームを組まれているということでもありますけれども、シンガポールの件とか、世銀グループもスキームとしては基本的には同じようなスキームをお考えですか。

●三谷理事長 今の段階でやるとすれば多分そうなるだろうと思っております。

○大野委員 共同投資ということですね。ありがとうございます。

○小幡委員 カテゴリーとしては外国債券ということですが、今までとは若干違うといえば違うので、そうしたら、他の投資もできるのではないかという議論もあり得ると思うのです。インフラファンドはぜひ投資したほうがいいと思っているのですけれど

も、他は行わないのかという話になったときに、そこはどのような考え方の整理をしておくのか。

- 清水調査室長 そこにつきましては、今回はあくまでも、この3月末にいただいたフィージビリティ調査の結果を踏まえた一連の流動性のない、いわゆるプライベートアセットに対する共同投資として、1つこういった相手先があって、それで具体的なインフラということについて、外国債券の一部と、こういう判断をさせていただいたということでございます。

今、御指摘の、これが外国債券なのであれば、外国債券のアクティブの中で幅広い議論があるだろうと、そういう御指摘だと理解しましたけれども、これについては、外国債券のアクティブ、これの実際のマネストが順調に行けば来年度ということになりますので、そういう中で、こういったことも踏まえた形で、実際には検討する必要があるかと考えています。

- 小幡委員 基本的な姿勢としてチャンスがあったら、どんどん取りにいて、リスクをしっかりと管理した上で、少しでもリターンの上積みをおねらう、そういう考え方で基本的には大賛成なのですけれども、説明するときに、トップダウンでいくと、カテゴリーは4つありますと、それぞれのカテゴリーで工夫していますと。今度インフラという良い投資機会があるのでやりますと。ただ、冷静に考えるとインフラファンドは昔からありますし、今やるのだったら、株式についても、今までとはさらに工夫した新しい投資もあるのではないかと、それは次の中期計画のときに議論するというのもあると思うのですけれども、今回のインフラ、ぜひ積極的に進めてほしいという個人的な意見がある前提で、聞かれたときに、何で突然インフラファンドだけ、これだけやるのだという説明はする必要があるというか、どういう位置づけにしておくかという必要はあると思うのですけれども、そこはどうなんですか。

- 清水調査室長 そこは1つ、そういうプライベートアセットというもののへの投資拡大というものを、我々フィージビリティ調査の中で検討してきた中で、実際に、まだ我々流動性を犠牲にそういったものを取り得るチャンスはまだあるという前提で一歩進もうという意思決定がりました。ただ、一方で、我々としては初めての試みなので、一番初めの入り方としては、国内外のそういった投資家との連携に基づくものが入り方としてはいいのだろうと。そういうことで実際に OMERS、さらには先ほど申し上げた世銀グループ、SWF を含めて検討していると。こういうストーリーなのかなということでございますので、例えば単純にインフラファンドがよくて、それは何でも外国債券に突っ込めるのだということかというのと、そうではなくて、あくまでもそこに至る1つのスターティングのスキームとしては共同投資というところで我々はまず考えて、その中で、知見の吸収とか、そういうもので、実際に行っていこうというのが一番基本的なコンセプトになるのだろうと。

- 小幡委員 そうすると対象がインフラでなくてもいいということ。基本的な考え方とし

て、共同投資でノウハウを吸収するという考え方に基づいて、良い投資対象がないか探したところ、こういうのがありましたと。

●清水調査室長 そこは良い投資対象と、良い共同投資先というか、例えば、今、実際に進めているのが世銀グループでございますとか、SWF の関係、これがインフラ投資かというところではなくて、これはどちらかというところプライベート・エクイティということになりますので、OMERS の場合には、既に GSIA という共通のプラットフォームがあって、そういう意味において交渉がたまたま早かったということだと思っておりますし、実際にそういう感じになります。

○小幡委員 ですからいろいろな可能性を常に研究して追求していますと。いろいろな投資対象があってインフラ投資も1つありますと。共同投資というスキームについても、今後どんどん積極的にやるべきであると。この2つの軸で考えているときに、Xの条件が揃い、案件が今度実現しそうなったので、まず、これなら良いでしょうと。それで他を行わないというわけではなくて、こういう良い案件があれば、いろいろな投資対象も行っていきますと、そういう説明ですね。

●清水調査室長 はい。

○小幡委員 わかりました。

○村上委員 先ほど大野委員がおっしゃったことに関係するのですが、この案件を公表する段階になってきたときに、従来の投資とはかなり性質が異なるものになりますので、評価の基準等について、たとえば我々がどのような期間で、どのくらいのリターンが上げれば良いと考えるのか、そのあたりも一緒にコンセンサスを得ておかないと、後にいろいろ混乱することがあるのではないかと思います。ですから、投資の期間のこととか、また外国債券の枠の中で行うということは、外国債券のベンチマークに勝てば良いということになるのか、そうではないのかということも含めて整理をしておく必要があるのではないかと思います。

●清水調査室長 おっしゃるとおりでございますが、まず投資の目線につきましては、今回2ページ目で御説明させていただきましたけれども、今回は OMERS との共同投資、これの投資のクライテリア、これが  というところでございますので、マネージャーベンチマークという言い方が、今回のプロジェクトにも通用するということであれば、あるいは  というのがまさにそういう意味でのマネージャーベンチマークという形になるし、本当にイーロドを確保できるのかどうかというのがデュー・デリジェンスの重要な項目の1つになるのだろうと考えております。

また、アクティブとして位置づけるということになりますので、今現在我々が実際に採用している WBIG、これとの関係というものは、実際に今後詰めていくという形で、内部的には検討課題の1つとして認識しているということでございます。

○佐藤委員 これは一度始めたらなかなか戻れないというか、戻るには大きなコストがか

かる話なので、絶対にぶれないで、決めた以上は関係者への説明も含めて、決して投資の路線がぶれないように頑張ってくださいと思います。途中で止めるというのは、ちゃんと出口はあるからという説明もあるかもしれないのですけれども、実際はそうではないと思いますので、ぜひ有識者会議との方向性の兼ね合いもわからないのですけれども、そこで投資の路線がぶれないように頑張ってくださいと思います。

●清水調査室長 ありがとうございます。

○臼杵委員 1点目は、これは先ほど村上委員がおっしゃった評価の話なのですけれども、IRR というのはマネージャー評価には当てはまらないと思いますので、IRR では評価すべきではないと思います。今まで他のマネージャーも IRR で評価した例はないと思います。

それから、もう一つ、ノウハウの蓄積という意味でいくと、例えば3ページのスキーム図でいくと、GPIF が主体的に意思決定をするところというのはどこになりますか。基本的には国内機関投資家にかなり依存しているという言い方が良いのかどうかわかりませんが、その助けを借りているという理解でよろしいのですか。

●清水調査室長 まず1点目ですが、おっしゃるとおり、IRR、これはあくまでもファンド投資の特有の指標でございます。我々はポートフォリオマネジメントとして評価する際のキャッシュ・ドラッグの部分とか、そういう観点で、これはフィージビリティ調査でも、Public Market Equivalent みたいな概念がありましたけれども、そういうような形で評価をすると、これは御指摘のとおりでございます。

次に、我々としての判断ということになるわけでございますけれども、先ほど申し上げたような形で OMERS、国内の公的機関投資家との間で、まず共同投資協定を結ぶということは1つきっかけとしてあることでございます。次いで協定に基づいているいろいろ動くといいますか、実際に運用者が選定され、運用者として、実際 OMERS などのデュー・デリジェンスが始まるということになるわけでございますけれども、次のアクションとしては、当然これは1つのスキームでございますので、その時その時でいろいろ情報交換を当然しますけれども、形式上ということであれば、最終的に私どもが投資信託を実際に購入することになります。具体的に運用者がきちんとした能力があるのかどうか。あるいは横につくコンサルタントのエクスペリエンスがあるのかどうか。あるいは彼らによってデュー・デリジェンスされた OMERS、彼らが言っていることが本当に正しいのかどうか、こういったことを、これは国内公的機関投資家の力も借りながら、我々として判断をして、実際に投資信託を購入すると、こういう形を想定しているということでございます。それ以後も、これは共同投資でございますので、いろいろな局面で、いろいろな形での情報交換といいますか、そういうものは出てくる。そういう中で我々は知見を吸収していこうと考えておりますので、買ったままということは想定していないということでございます。

○臼杵委員 体制のようなことは何かお考えなのですか。今の外国債券のところでは管理さ

れるのですか。

●三谷理事長 そこは固定的には考えていませんが、当面は特別チームをつくって、そこが中心になり、3名ぐらいで、本件を含むその他の案件についていろいろ携わってもらおうかというふうに考えております。

○臼杵委員 人を採用するのも大変だと思うのですが、いろいろな方法はあると思います。例えば出向を受け入れるとか、逆に派遣するとか、その辺よく御存じだと思いますけれども、組織内でノウハウを蓄積されるようにいろいろお考えいただければと思います。

●三谷理事長 まさにその第一歩がこれだということでございます。

○植田委員長 皆さんおっしゃったことですが、金額が増えてくれば、今、外国債券と呼んでいるもののリスク・リターン特性が変わってくるとみなくてはいけないでしょうし、あるいはそうなら、別のアセットクラスとして認識せざるを得ないということになるかもしれませんので、その話は最後の次期基本ポートフォリオ策定にかかわる課題というところで、また議論になりますので、他によろしいですか。

それでは、次にまいりまして、次期基本ポートフォリオの策定等について、まず最初に事務局から、委員限り3-1の資料に基づきまして、スケジュールの関連について説明をお願いいたします。

●清水調査室長 引き続き、私から御説明差し上げたいと思います。

次期基本ポートフォリオ策定に関連する議題ということでございまして、経緯を御説明いたしますと、6月に、臼杵先生から、次期の基本ポートフォリオに向けて課題等洗い出しをそろそろ始めたほうがいいのではないかという御意見をこの場でいただき、3-2の次でございまして、6月17日付で臼杵先生から、具体的な課題ペーパーをいただいております。私ども臼杵先生のペーパーだけで議論するのもありかなと思ったのですが、ただ、余りにも事務局としてもちょっとということでもございまして、本日になりましたけれども、ここで改めまして、私どもとして環境がどんな感じなのか、事務局としてどういうことが課題だと思っているのかということについてまとめさせていただきました。本日は、ある種キックオフになるかもしれませんが、後で臼杵先生からも御説明いただきますけれども、本日御説明する資料を題材にしながら、基本フリーディスカッションといいますか、自由に御議論いただければということでございます。

本日は3-1と3-2を事務局で御用意させていただいたところでございます。まず、本日の進め方でございますけれども、3-1、これは今回あるいは次期の基本ポートフォリオ策定に向けたスケジュール的なものとして、前回の5年前とは若干違う要素があるということも多々ございまして、まず、これを御説明して、御議論あるいは御質問をいただいた後、改めて3-2以降に移らせていただきたいと思いますということでございます。

3-1でございますけれども、次期基本ポートフォリオ策定にかかる今後のスケジュー

ールについてということでございます。前回5年前は、私どもの基本ポートフォリオは、年金財政の関係、平成21年財政検証との関係で運用目標が議論されると、こういう状況であったということでございまして、具体的には【1】の(c)に書いてございます年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会、これが実は5年前、5年前は今回とはちょっと変わっております、その当時は年金財政における経済前提に関する専門委員会、そこだけでした。5年前はまさに財政検証を行う上でどういった経済前提、運用利回り等々の前提を置いて100年間の財政見通しを実際に計算するのか、こういった議論として実施されたということでございます。

今回は、我々に対する運用目標と合わせた検討が必要だろうということで、(c)につきましても、積立金運用のあり方に関する、ここが追加になっております。

さらに、(a)でございすけれども、これは先ほども薦田委員からも御指摘あった公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化に関する有識者会議ということ。この有識者会議の中で、これは私どもだけの課題ということではありませんけれども、この中の1つとして、我々の運用のあり方が議論されることになっております。これについては、25年秋までに、ここに書いてございますようなガバナンス及びリスク・リターン向上・リスク分散のための方策などの方向性について提言がなされるということでございます。

次の(b)でございすが、これが積立金基本指針に関する検討会ということでございます。これは昨年、いわゆる年金の一元化法案が成立したことを受けまして、国共済、地共済等、各公的年金の運用主体は分かれているわけでございますけれども、一元化という新たな仕組みを前提に、整合的に基本ポートフォリオを構築すべきだろうと、こういった趣旨から、この検討会が設けられ、現在議論が進められているということでございます。

具体的には(a)の有識者会議の議論の状況を勘案しつつ、平成25年度末を目途に積立金基本指針に規定すべき事項を取りまとめるということでございます。この中には資産構成の目標、これを法律ではモデルポートフォリオと言っていますが、これに関する基本的な事項を含むという形でございます。

この検討会報告を踏まえた形で、主務大臣、私どもは厚生労働大臣になりますし、例えば国共済については財務大臣ということになりますけれども、共済所管3大臣は、当検討会が取りまとめた内容を基に、今度は共同で積立金基本指針を作成すると、こういった手順になっているということでございます。

したがいまして、前回は(c)の年金財政における経済前提、ここが我々に関連する検討会でしたが、これに積立金運用のあり方がプラスされ、さらに(a)、(b)と、こういったことが状況としてあるということでございます。

次にこういった幾つか検討会がある中で、どういう形で今後の基本ポートフォリオの構築を考えればいいのかということですが、特にこの中のポイントとして、一元化関連、

これがどういう形で我々の基本ポートフォリオ策定に影響してくるのかという点について整理したのが【2】以下でございます。先ほど申し上げたとおり、(b)の検討会の結果を踏まえて、主務大臣が共同で積立金基本指針を作成し公表するという形になってございます。

次に法律では、②主務大臣等が作成・公表した積立金基本指針に適合するように、今度は当法人と他の3共済が共同で資産の構成の目標、モデルポートフォリオを作成し、さらに公表すると、こういった手続でございます。

その上で、次の段階として、③今度は各運用主体それぞれが積立金基本指針に適合するように、かつモデルポートフォリオに即した管理運用の方針や実際の基本ポートフォリオを定め、各所管大臣の承認を得ると、こういうスケジュールになったということでございます。

次でございますが、これまで我々の基本ポートフォリオに関しては、あくまでも独立行政法人という仕組みの中で、中期目標が示され、それに対する中期計画、そういう中で基本ポートフォリオを定めると、これだけだったわけでございますけれども、これに加えて、先ほど申し上げたような管理運用の方針、一元化関連でも新たにポートフォリオを決めるということが出てきたということでございます。

おそらく管理運用の方針のほうが先なのかとは思いますが、同時かもしれませんし、その辺は現段階ではまだ不明であるということでございます。

資料の後半は抜粋として、これらに関する法律を用意させていただきました。

スケジュールについては以上でございます。

○植田委員長 それでは、具体的な中身は後回しにしまして、今、御説明があったスケジュールについて御質問等ありましたらお願いいたします。

これは何度聞いてもわからないのですけれども、モデルポートフォリオと基本ポートフォリオというのは違うものなのか、同じものなのか。

●清水調査室長 こども多分違うものだろうと思いますのは、モデルポートフォリオに則して基本ポートフォリオを定めることになりますので、4つの統合でイコールということでは多分ないと思っていますけれども、これは(b)の基本指針に関する検討会等々でモデルポートフォリオと基本ポートフォリオの関係というものが議論されるのかなと思っていますところでございます。

●森参事官 私のほうから説明しますと、モデルポートフォリオというのは、まず被用者年金でございますので、国共済、地共済、私学共済、厚生年金の関係者で一体的につくるものでございます。各運用主体、GPIFもそうでございますけれども、そのモデルポートフォリオを参酌し、各運用主体が個別の基本ポートフォリオは作成いただくというのが法律の立て方でございます。

もっと議論を複雑にさせるかもしれませんけれども、GPIFの場合、サラリーマンの年金以外に国民年金というのがございます。今回のモデルポートフォリオというのは被用

者年金だけの話でございますので、国民年金と厚生年金の部分と同じような形で考えていくのか、一体的にモデルポートフォリオとの関係を考えていくかという問題がさらに出るかと思えます。

いずれにせよ、モデルポートフォリオを作成し、それを参酌しながら、各法人が基本ポートフォリオを作成する際に、本当に同じものなのか、どのくらい違っていてもいいものかというのは、モデルポートフォリオを、この作成は国ではございませんので、各団体で角をつき合わせて御議論いただくことになると思いますが、その御議論の中で整理いただくような形になると考えております。

○村上委員 ロジック的に合点がいかないのは、モデルポートフォリオが想定する負債の条件というのがどういうものになるのかという点です。これはそれぞれの年金を合成したようなものをイメージすることになるのでしょうか。

●森参事官 今度被用者年金ということで、各運用機関で運用している資金は、共通の財源という形になりますので、村上委員の御指摘でいえば、単にサラリーマンだけではなくて、国家公務員、私学教員、地方公務員を合わせたところの負債全体を合わせてモデルポートフォリオは見ていただくという形になります。

○植田委員長 続きまして資料3-2、次期基本ポートフォリオ策定にかかる課題（案）について説明をお願いします。

●清水調査室長 それでは、私から3-2を御説明いたしまして、その後、恐縮ではございますけれども、臼杵委員から、先生のペーパーを御説明いただくという進め方でお願いさせていただきたいと思えます。

まず3-2でございますけれども、まず1ページ目が、先ほど御説明いたしました3つの検討会それぞれで、どういうことが検討されているのかということを中心に整理したものでございます。まず、社会保障制度審議会年金部会 年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会でございますけれども、この中では年金財政における経済前提としての各種経済指標のあり方、さらに年金積立金の運用目標のあり方、ここが私どもに直接関連することでございます。さらには運用目標と基本ポートフォリオの関係ということでございまして、今現在この専門委員会のもとに検討作業班が設置されておるところでございます。今、定量的な議論が進められていると、こういう状況でございます。

次の積立金基本方針に関する検討会でございますけれども、被用者年金制度の一元化に向けて、積立金の管理及び運用が長期的な観点から、安全かつ効率的に行えるようにするための基本指針、これが積立金の基本指針と呼ばれるものでございまして、これにどのような事項を規定すべきなのかと、こういったことについてでございます。具体的には積立金の管理及び運用に関する基本的な方針、積立金の資産の構成の目標に関する、これはいわゆるモデルポートフォリオでございますけれども、基本的な事項。さらには積立金の管理及び運用に関して管理運用主体が遵守すべき事項、その他ということでご

ざいます。

管理運用主体、これは GPIF、国共連、地共連、私学共済でございますけれども、これらは積立金基本指針に適合するようというところで、先ほど御説明したとおりでございます。さらに、次の項に書いてございますとおり、管理運用方針に定められたものについて、所管大臣の承認を得るということでございます。

次に、公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化に関する有識者会議でございまして、これはここに書いてあるとおりでございます。

こういったことを踏まえまして、2 ページ目でございますが、当法人における課題、こういった課題を認識しているかということを中心に整理させていただいております。

まず経緯的な御説明でございますけれども、平成 23 年 11 月に社会保障審議会年金部会の先ほど申し上げた専門委員会がスタートしたわけでございます。そのときに当法人としても運用に関する事項についての考え方を検討しておく必要があるだろうということで、今、中断していますけれども、検討作業班を設置し、平成 23 年 9 月から 4 月にかけて 5 回の検討を行っています。その中で、1 度主な論点について御議論いただき、この運用委員会での議論も踏まえた形で、専門委員会には御報告をさせていただいていると、こういったことでございます。そのときには、運用目標についての言及も検討していただいたのですけれども、今現在、我々としての意見はそちらのほうに申し上げたということで、運用目標に関連する、リスクの尺度に関連するものについては、今現在では専門委員会、厚生労働省のマスターだという整理をいたしまして、次の a. 以下におきましては、純粹に私ども、あるいは運用委員会において、どういう検討課題があるのかということで整理をさせていただいたと御理解いただければということでございます。

まず a. 基本ポートフォリオにおける構成割合の決定方法についてでございますが、1 つは、年金財政、負債、これをどう考慮するのか。

さらには長期運用における多期間最適化。これは先日の基本ポートフォリオの見直しの際にも、1 期間モデルに基づいた最適化みたいなものを実際にやったわけでございますけれども、多期間、これをどう考えるのか。

さらにはホームカンントリーバイアスの修正あるいはグローバルマंडートの導入についてどう考えるのか。

4 番目といたしまして、これは先ほどの一元化関連で、新しく追加させていただきましたが、モデルポートフォリオと当法人の基本ポートフォリオの関係について、これはここだけで決められる問題ではないわけでございますけれども、こういう形で頭出しをさせていただいているところでございます。

次に、b. 各資産のリスク・リターン等の設定についてで、これは第 2 期に向けての基本ポートフォリオの検討でも議論になった部分でございますが、足下の金利水準と長期の平均的水準との違い。現在でも 1 % を切る、これが長期金利の水準にあるのに対して、例えば現政権の経済政策が実際にうまくいけば、物価上昇率が 2 % ということになりま

すので、足下と長期的な想定との間にギャップが生じる可能性がある、これについてどう考えるのか。

あるいは2番目といたしましては、リーマン・ショックのときにも観測されたようなリターン分布の非正規性あるいはファットテール性、これについてどう考慮すべきなのかどうか。

さらには、私どもの分散投資効果、分散投資の前提となる資産間の相関関係、これを短期で見ると長期で見ると、こういった議論。

さらには、私どもの年金財政との関連にもなりますけれども、いわゆる GDP と賃金上昇率、長期金利との理論的關係についてどう考えるのかといった話でございます。

次の c. 投資対象資産の選定についてでございます、これは先ほどの一元化関連をブレイクダウンしたものでございますけれども、モデルポートフォリオに位置づける資産と基本ポートフォリオに位置づける資産との関係をどう考えるのか。特にこれに関しては、現在、国共済の基本ポートフォリオを見ると、彼らの基本ポートフォリオの中には、例えば貸付金や不動産が基本ポートフォリオの構成要素に入っています。そうするとそういうものをそもそもモデルポートフォリオに位置づけるのかどうかという話、こういうものが当然議論になってくるという話です。

ii と iii につきましては、先ほど御議論いただきましたオルタナティブ資産の投資対象の拡大、ポートフォリオの1つのアセットとして位置づけるのか、あるいは先ほどのような考え方のもとに行うのかどうか。

さらには、これからの金利上昇の可能性等々を考慮したときに、インフレ対応資産の投資についてどう考えるのか。こういうものを全体として政策ベンチマークをどう選定するかといった内容でございます。

さらに、d. 各資産における運用方法、若干個別の議論にもなりますが、1つはベンチマークの再検討ということで、これはこの場でも幾つか御指摘いただいている TOPIX の非効率性についてどう考えるのか。さらには、今年の調査研究のテーマとしました、時価加重平均型以外のベンチマーク、(スマートβ) の利用可能性について、基本ポートフォリオとの関係をどう考えるのか。さらには、昨年実際に投資を開始したエマージング株式、これはあくまでもアクティブ運用の一部として実施したわけでございますけれども、それを超えた形、ベンチマークユニバースの拡大についてどう考えるか、こういった内容でございます。

次に国内債券でございます、1つは、前の23年～24年度の検討のときにも若干出ました負債デレージョンの考慮、これをどうするのか。一方で金利上昇リスクへの対応。さらにはキャッシュアウト等対応ファンドと基本ポートフォリオとの関係。現行のキャッシュアウト等対応ファンドは、基本ポートフォリオとは別の整理としてプラクティスとして実際に位置づけているということでございますが、今の考え方でいいのか、それを超えた議論が必要なのかどうか。さらにはキャッシュアウトに伴い、キャッシュ

アウト等対応ファンドから優先的に充当しようということを決めたとすると、その時点で、キャッシュアウトはまずキャッシュアウト等対応ファンドからということになりますので、その分、資産構成割合が経時的に変化していくことになる、これをどう考えるか。

さらに e. その他でございますけれども、夏前の基本ポートフォリオの見直しのときのそもそものきっかけとなった会計検査院からの指摘、定期的検証のタイミング、こういった内容でございます。

以上、簡単ではございますが、事務局からの課題ということでございます。

○植田委員長 白杵委員。

○白杵委員 お手元にあるかと思えますけれども、この紙自体は日付を見ていただいて、今、清水さんから御説明あったように、6月頃に一度、私から事務局にお出したものです。その動機は、以前、村上委員からもそういう話もちらっとあったような記憶がありますが、中期計画自体は再来年ということだと思いますが、その前に、今、幾つかの委員会とか有識者会議でいろいろな前提条件についてお話がなされています。ただ、そういう前提条件が決まるのを待ってればいいのかというと、かなり時間的に議論を整理するのが難しいような感じがしました。もちろん前提条件であるところのいろいろな有識者会議とか委員会の結論が出れば変わるようなところを議論するのは少し控えたほうがいいのかもかもしれませんが、そうでないところは早目早目に議論をして、ある程度整理していかないと時間的に間に合わないのではないかなというような危惧がございまして、こういうことを事務局にお願いしたわけでありまして。

内容としては、事務局の清水さんから御説明いただいたペーパーと順番とかまとめ方は違うのですけれども、実際に言っていることはほとんど同じかなと思っています。

非常に簡単に項目だけ申し上げますと、1. は基本ポートフォリオの策定方法としておりますけれども、(1) 運用目標として何を考えるか。

(2) は、リスクの尺度として平均分散でいうところの標準偏差のようなものか、もう少し、それ以外のファットテールのようなものを考慮するか、リスク許容度として国内債券並みのリスクというのが今までずっと言われてきたわけですがけれども、それをどういうふう考えるかということ。

(3) は、投資期間をどのくらいに見るか。中期計画自体は5年なわけですが、前回それは30年なのか、5年なのかというような議論もございまして、そこでどういった形でポートフォリオをつくっていくのか。リスク・リターンについて、どういうホライズンで考えるかということ。

(4) は投資対象資産クラスとベンチマークということで、ここに書いてあるとおりですけれども、大きな項目としては、オルタナティブ投資をどう考えるか。債券をどう考えるかということ。内外、グローバルに、内外一体として考えるのか、それとも今のうちに、内外を別のものとして扱うのかということ。

(5) は、特にこの5年で出てきた課題として、流動性管理とキャッシュアウト対応ファンドというのがございますので、それを基本ポートフォリオの中でどう位置づけるかということかと思えます。

あと、裏面に行きまして、2. は、今の内外一体でベンチマークを管理するかということと関連はしているのですけれども、いわゆる国内株>なり、≧でしたか、不等号、国内株、外株、外債の間の不等号をどう考えるかということですか。

あとはマネージャーストラクチャーと、乖離許容幅とリバランスルール、これらも前回問題になりましたので、一応挙げてございます。

先ほど申し上げたように、前提条件がそろいのを待つべきかどうかということでも申し上げると、1ページで申し上げれば、例えば(4)とか(5)は、明らかに先に検討してもいいのではないかと考えています。(1)、(2)、(3)はいろいろ微妙なところはありますけれども、前回でいくと、(1)、(2)、(3)のほうから順番に行って、どうしても(4)とか(5)になってくると時間がないということにもなってきます。事務局から配られた2枚物で申し上げると、例えばa、b、c、dの中で、例えばc.とかd.は、ある程度早目に前出しで議論を進めていっていただいたほうがいいかなというような考えを持っています。

とりあえず以上です。

○植田委員長 ありがとうございます。

それでは、ここまでの話に対して、御意見、御質問等お願いいたします。

○大野委員 白杵委員のほうから出ているのですけれども、(4)のインフレ連動債ということをお書きになっていまして、国債については金利上昇リスクへの対応ということがあるのですけれども、現在、デフレ脱却ということで物価目標2%ということで、国の政策全体がシフトしているわけでありまして、1つのインフレ対応という観点もポートフォリオの中に入れるべきだと思っております。ぜひ物価連動国債は検討の余地があるのかなという感じがすごくしております。感想であります。

●三谷理事長 物価連動国債については、新しい商品性のものがこの下期にも発行されるということで、まずはどういった条件で発行されるのか、それをまず見てみる必要があるということと、あとは今のところ想定される発行ロットがかなり小さいのですね。その辺を我々の投資対象としてどう考えるかといったようなことを改めて検討していく必要があるかと思っております。

○植田委員長 能見委員、どうぞ。

○能見委員 まずモデルポートフォリオと基本ポートフォリオの関係ですけれども、これは感想的なことですが、GPIF、国共連、地共連、私学事業団いろいろあるのですけれども、負債サイドにそんなに大きな差はないのかもしれないですけれども、重要なことは、運用の規模とか体制、今もお話ありましたけれども、インフラのことで経験を積んでいくとか、そういう規模、体制、経験、情報の収集の能力、意思決定のプロセス、こ

れが各団体によって異なっているわけですね。ですから当然のことながらそれに基づいて、そういう状況を見ながら基本ポートフォリオが各団体ごとに違ってくるというのは当然かと思うので、共通のモデルポートフォリオをどうやって決めるのか、本当に不思議なのだけれども、それを運用する主体の内容により違ってくるのは当たり前だという感じがします。

それから、2点目は、経済前提とか財政検証とか、いろいろおっしゃられているのだけれども、正直言って、こういうものに基づいて超長期のポートフォリオをどう作成するかという議論をすること自体、非常に違和感がありますね。今まで前提をいただいて議論するときにもものすごく違和感を感じました。つまり、前提そのものとか検証そのものが、大変申し訳ないけれども、極めて近視眼的な短期の尺度で行われていて、ほとんど参考にならないという印象を私は持っていて、それに基づいて基本ポートフォリオを作成するという事は、ほとんど不可能に近いと感じました。

非常に重要なことは、先ほどロングテールの話も出ましたけれども、いかにポートフォリオを分散するかということと、したがって、その中に当然のことながらオルタナティブも一定程度、それを運用する体制等とリンクしますけれども、入ってくると思います。もう一つは、短期的なことと言えば、今回、ポートフォリオを別に設けましたけれども、流動性管理をどうするかということがリンクされればいいのではないかと思います。

それから、3点目は、ここに全然取り上げていなかったけれども、これだけ大きな世界に類のないというか、120兆のポートフォリオを、運営するのは非常に難しいのと、なかなか小回りがきかないのと、何かやるたびに世論とかいろいろなものを気にしながらアカウントビリティを非常に求められているので、そのための先兵的なものを分割運用したらどうか。分割運用の考え方というのは検討対象にならないのかどうか。例えば10兆ずつ、もちろん全体としてはカバーしているけれども、そこでは思い切っているいろいろな運用させるというようなことがあるのか。それとも全体のポートフォリオの中で考えていいのか、その辺は検討しなくていいのかどうか。検討テーマとして、私はこだわっているわけではないけれども、一応検討テーマとして入れたらいいのではないかと。以上3点です。

- 清水調査室長 ありがとうございます。事務局として感想めいたもので恐縮ですが、最後の分割なのですが、個人的な意見ということでお聞きいただきたいのですが、佐藤委員からいただいた意見もあるのですが、多分3つぐらいあって、1つの考え方は、いわゆるポータブル $\alpha$ とか、そういう考え方、いわばポートフォリオ上は通常の伝統的アセットとは相関の少ない、逆に言えば $\alpha$ だけ分離するイメージのものをある程度枠としてつくってしまうとか、そういう考え方があるかどうかということが1つ。

2つ目が、これはそもそも論になりますが、モデルポートフォリオに位置づける資産

と基本ポートフォリオとの関係、国共済は実際に不動産というアセットクラスがあるわけです。果たしてそれがモデルポートフォリオに入るのかどうか。入ったときに、我々のポートフォリオに位置づけるか、そういう問題も当然惹起するわけで、本当にベースラインとして定めるものと、実際の実践ポートフォリオというか、それらの間に何らかのフレキシビリティ的な考え方が導入できる余地があるのかなのか、そういう論点として整理されるのではないかと。

もう一つが、これは CPPIB などがそういう手法を取り入れているわけですが、けれども、例えば CPPIB がインフラ投資をするときにどのように行っているかといいますと、インフラというのは債券的な部分とエクイティ的な部分と両方あるので、実際にリスク管理という観点からも、両方から投資するというか、例えばインフラ投資のリスク・リターンというのが債券と株のちょうど中間で、割合としては 6:4 くらいで債券のウェイトが高いということであれば、債券から 6 割出し、株から 4 割出して投資する。それによってトータルのポートフォリオのリスクをコントロールするみたいな、トータル・ポートフォリオ・アプローチと言っていますけれども、そんなような考え方をどういう形でできるのか。いずれにしても、ポートフォリオ全体としては、何らか年金財政との関係等々でそれなりの整合性を持って作成しなくてはいけないだろうというところの制約条件を、どう考えるかという議論なのかと考えているところです。

済みません、個人的な意見で申し訳ないです。

- 佐藤委員 それに関連したお話なのですが、いわゆる財政に関連する基本ポートフォリオのところは余りがちがちの枠にしない。一番大きな枠は株式性のリスクと債務のところを意識した債券性のリスクというところに分かれると思うのですが、その大きな枠について、まずどれくらいのリスクをとっていいのか、とれるのかという検討は必要だと思います。そこを決めたら、例えばいろいろな新しい投資機会が出てきますよね。運用の世界はどんどん変化のスピードが速くなっているんで、今回も期中でエマージング株式の選定とか、今日議論したインフラ投資の話とかあるのですが、そういう実践戦略や、サブアセットクラスといったものの導入が期中に柔軟に検討できるような枠組みが良いのかなと。これも感想めいた話なのですが、

それから、インフレを意識した戦略は、何もインフレ連動債だけではなくて、例えば不動産投資、本日検討したインフラですとか株式投資、こういったところがインフレヘッジとも言われておりますので、そういった広く跨ぐようなところから検討していったらいいのではないかと思います。

- 小幡委員 白杵委員も能見委員も佐藤委員も、新しい議論をいっぱいしないといけないということだと思うのですが、そうしたらタイミングはいつ頃から行うべきだというお考えなのかというのを皆さんにお聞きしたいです。次回からくらいの勢いですか。
- 白杵委員 次回から行っても悪くはないと思います。それはいろいろ準備が要ることであると思いますけれども。

- 小幡委員 次々回くらいということですか、早いほうが良いということですね、一刻も。
- 臼杵委員 私はそう思いますけれども。
- 佐藤委員 時間をかけて行ったほうが良いと思います。時間切れの中で慌てて行うというのは一番良くない。次回でいいかどうか、よくわからないですけれども。
- 植田委員長 関連して、臼杵委員がおっしゃった、前倒しで検討していくのに適切な項目はどのあたりかという点が出ましたね。それは私もそうかなと思ったのですが、ちょっと考えてみますと、例えばインフラ、不動産、プライベート・エクイティ等オルタナティブ投資をどうするかと考えると、どれくらいリスクをとれというふうに全体として言われるかによって、ここへどれくらい頑張っただけで検討しなくてはいけないうい姿勢も何となく変わってきそうな感じもして、なかなか難しいように思いますね。ただ、それでも、私、伊藤先生と明日話すのですけれども、有識者の懇談会、その報告が出ればある程度は見えてくるということですか。
- 臼杵委員 もちろん有識者会議で、例えば目標数値を立てて、5年間に10兆円やれということが出れば別ですけれども、そうではなくて、そういうこともできるような体制にして、そういうことも検討しなさいということであれば、しかも、今、これを仮にやるとしても、5年で10兆円なんていうのはとてもできるような話ではないですから。もちろん基本ポートフォリオの中で、外国債券とか外国株式とは別枠にしたほうがいいのか、そういう議論は多分あると思うのですけれども。それにしてもポートフォリオ全体の、先ほどおっしゃった株のリスクや債券のリスクを違うものに変えるほどの規模は多分想定されている方は余りいないのではないかなと思うので、そういう意味ではある程度議論してもいいのかなと思います。
- 佐藤委員 ここに並んでいる資産の中で一番大きいリスクは、多分上場株式だと思うのですね。だからこういうものを別枠にするにしろ、しないにしろ、それは後で内枠で考える等、そうすればいいだけの話だと思いますので、トータルの株のリスクでこれぐらいと決めたら、その中に入れるのかどうか、というくらいのところという気はします。
- 臼杵委員 あとは逆にそういう意味では、株の内外株式に一体化するかとか、不等号をどうするかとか、債券のデュレーションをどうするかという議論はしておいてもいいかもしれないです。
- 小幡委員 (4)、(5)については、どんなに遅くとも年内という感覚ですか。
- 臼杵委員 どんなに遅くてもということかどうかわかりませんが、ある程度前倒しでやってもいいかなと思います。
- 能見委員 債券と株の比率、あるいは債券のデュレーションに関して何らかのガイドラインというのが出てきそうなのですか、この一連のいろいろなものに関して。
- 清水調査室長 我々は、実際その議論に参画しているわけではないので何とも申し上げられないのですが、そういう意味では全く余談なので申し訳ありません。
- 能見委員 先ほど分割の話をしたのは、基本的には分割しないほうが良いと思っている

のは私の基本的な考えです。ただ、投資とか運用に関して、全体的な国民のリテラシーが、実際に行う部分との間に乖離があるということになると、先ほど言ったように、本体はあくまでも株と債券ですから、別働隊ではないけれども、10兆円程度を、特にアロケーションの拘束なしに行わせてみて、そこでかなり思い切っているいろいろなことを状況に応じてやりながら、本体よりもパフォーマンスの良いのを何年か続けると、もう少しそうしてもいいのではないかとか、結果を見せなければ理屈で言っても絶対に元本保証がないものは全て危険ということになるわけですから、そういう議論があるわけなので、そういうことを先兵としてやっていくことも長い目を見て、啓蒙的な意味も含めて、あるいは先ほどインフラ投資の中で何度もおっしゃっているように、まずはしっかりとした共同投資家と一緒に経験を積むとかおっしゃっていたけれども、そういう経験を積み、試行錯誤して、問題ないということになったら、本体のポートフォリオを、あと数パーセントとか、そんなものだと思うのだけれども、という感じではないかと思うのですね。

ポートフォリオ全体の中で議論すると、ほんのちょっとしか行わないのに大騒ぎでしょう。インフラ投資だって、兆円単位の話ではないですよ、とおっしゃっているのに、それ自体、物すごくアカウンタビリティを求められている。1%もないんですよ、全体資産の中で。

- 三谷理事長 それは、例えば民間のように、内部留保のうち一定の部分を取り出して、損してもいいからそれに充てるのだというふうな仕組みがあればそれはできない話ではないと思うのですけれども、我々のストックというのは全て国に帰属している、年金保険者に帰属しているということですから、ある程度の損は覚悟してでもとか、実験的にやらせてくれということが、果たして言えるのかどうか、直感的には極めて難しいという感じもしますけれども。
- 小幡委員 もちろんそうなのですけれども、アカウンタビリティの程度の問題ですね。常に全力で行っているのだけれども、行う前に説明し、少ししか行わないのに繰り返し聞かれるのか、それともある程度自由なところがあって、事後的にこういうことを行いましたと。それで損したら、後ですごく怒られるだけで済むのか、大分違うので、最初の箱の入れ方で工夫できないかという話だと思うのですけれども。
- 能見委員 例えば10兆円を全部ヘッジファンドで行うという話ではなくて、その中のポートフォリオとしては、半分くらいはオルタナティブと株式を入れて、残りは債券というようなことで行うと。本体のポートフォリオからいくと、ウェイトだけではかなりよりリスクテイクしたポートフォリオになるわけですね。それと比較しながら、サテライトみたいなものですね。そういうのがあってもいいかなと思うのです。
- 小幡委員 能見委員は全然違う意見かもしれないのに、被せて言うのもあれなんですけれども、例えばアロケーションで1%の現金その他という枠があったら何でもできると。もちろん全力でやるけれども、先ほどの話で言うと、新しい投資対象は常に出てくるから事前に決められないものがあるので、1%の範囲内で新しいものをやると。一生懸命

やれば何でもいいわけですがけれども、もちろんリスク管理もするわけですがけれども、そういうものがあつたほうがいいかどうかという議論も1つで、全然違う考え方というか、方法もあると思うのですけれども。

- 佐藤委員 実際には海外の年金は、オポチュニスティック戦略と称して、そういう枠をつくって取り入れているケースもあるし、リスク面から言うと、株のリスクよりは小さいと思いますから、その内枠で行う。ただし、リスクは取りたい放題ということではなくて、モニタリングなどもきちんと考えながら行うというのはありではないかと思うのですけれども。
- 能見委員 例えばイベントリスクで極端に鋭角的にドーンといったとき、思い切ってその資産をさらっていくと。極端にクレジットリスクをみんなが放棄したときに、それを入れておくという形で行えるようなポートフォリオがあつたら、それはもしかしたら本体よりもリスクは少なく、10倍くらいの収益が上がる可能性があるのであれば、すごく効果的だと思います。量的には僅かでも、統計的に考えれば有効フロンティア曲線をガンと上げますからね。
- 植田委員長 それはその他の部分から独立とは言わないまでも、意思決定がある程度スムーズにスピーディーにできるようにしておかないと意味がないわけですね。
- 能見委員 それから、細かいアカウントビリティーを全体アロケーション、全体アロケーションは変えないわけだから、大したことはないから、そういうのがあると、ポートフォリオ全体に対してもいい教育効果があるんですね。
- 清水調査室長 おっしゃるとおり、多分オルタナティブ等々、分散投資という考えは当然あるわけですがけれども、それをポートフォリオ上、どう位置づけるのか、あるいはまさに実践というか、そういう中で試行錯誤とか、いろいろな日々の投資判断の中で行うのか、その仕分けをどうするのか。そういった話も含めて、あるいは既存のメルクマークといいますか、それをどのように位置づけるのかという話と受けとめました。
- 三谷理事長 これからの議論になると思うのですけれども、オルタナティブをどう位置づけるかといった延長線として、オルタナティブと特定せずにその他というような感じの部分をつくるということも1つの選択肢としてはあり得るかもしれませんけれども。
- 村上委員 今、既に議論になっているような投資スキーム全体の問題もテーマとしながら、検討のスケジュールをラフなベースで作成して、議論に入ったらいかがでしょうか。そのスケジュールについては、議論の状況によってはどんどん修正していけばいいと思います。
- 植田委員長 それでは、ほかに御意見がなければ、大まかには、皆さん少し前倒しで議論すべきであるということだったと思いますし、どの辺を特に前倒しでやるのが効率的かということに関して若干の御意見も出ましたので、その辺は検討いただいて、できるものから、なるべく早目というふうなことで案を出していただけますでしょうか。
- 清水調査室長 本日いろいろ御意見いただきましたので、それを整理し、順番とか、ス

キームにかかわるもの、今の範囲内でできるもの、そういった整理をしながら、次回以降、事務局として整理させていただきたいと思えます。

○植田委員長 それでは、最後の議題ですが、委員限り4に基づきまして、リスク管理状況等の報告（6～7月分）についてお願いいたします。

●陣場運用部長 それでは委員限り4、リスク管理状況の報告をご覧ください。

まず、8ページをご覧くださいだけだと思います。7月の収益の状況でございます。②の収益額のところをご覧くださいますと、財投債を含めました運用資産全体で9,200億円の収益となっております。

次の9ページをご覧くださいだけだと思います。この9,200億円の内訳ということですが、7月は特に外国株式が堅調でございまして、7,300億円の収益となりました。これは量的金融緩和の縮小の懸念が少し後退したということが要因でございまして。国内株式については、ちょうど参院選の前までは安定政権への期待ということで上昇してきたのですが、参院選後は、材料の出尽くし感もあり、株価は下落しまして、月中で見るとほぼ横ばいといった状況で終わったところでございまして。

この状況を踏まえまして、1ページ目をご覧くださいだけだと思います。基本ポートフォリオからの乖離状況ということで申し上げますと、外国株式が堅調であったことを踏まえまして、外国株式のオーバーウェイト幅が少し拡大し、プラス0.9%ということでございます。それに伴い、国内債券のアンダーウェイト幅がマイナス2.7%になっておりますが、基本ポートフォリオの変更前と比較しますと、乖離幅は小さな数字になっているところでございまして。

これをトラッキングエラーという観点で申し上げますと、3ページ目をご覧くださいだけだと思いますでしょうか。運用資産全体のリスク、Cの推定相対リスクという数字を見ていただきますと、7月の推定相対リスク、基本ポートフォリオからのトラッキングエラーは0.82%でございまして、基本ポートフォリオの変更前である5月の数字などと比べますと、ほぼ半減といった状況になっているところでございまして。

続きまして、6ページ目をご覧くださいだけだと思いますでしょうか。カウンターパーティーリスクでございます。②のインハウス運用先の格付変更状況でございますが、御承知のとおり7月に、みずほコーポレート銀行との合併ということで、みずほ銀行は消滅会社となり、みずほコーポレート銀行が存続会社ということで、みずほコーポレート銀行がみずほ銀行と名称を変更し、存続することとなりました。これに伴いまして、消滅会社であるみずほ銀行の格付けが消え、みずほコーポレート銀行が名称を改めたみずほ銀行の格付けが存続するということとなりました。格付けの中身自体には全く変更はなかったところでございまして。

続きまして、ページの11ページ、超過収益率の状況をご覧くださいだけだと思います。7月のアクティブ運用の超過収益率に着目してまいりますと、国内債券がプラス0.04%、外国債券がプラス0.01%ということで、ほぼベンチマーク並みといった状況でござい

した。一方、国内株式や外国株式のアクティブ運用は好調でございまして、国内株式についてはプラス 0.28%、通期でも 0.09%のプラスに転換したといったところでございます。また、外国株式のアクティブ運用もプラス 0.11%ということで引き続き好調でございまして。

なお、外国株式のアクティブ運用につきましては、本年の6月に第3次審査の議論を頂戴したところでございますが、トランジションを行いまして、8月末に新たな新規先及び既存先合計8社によりますストラクチャーができたところでございます。これにつきましては9月2日にホームページ上で公表をいたしたところでございます。

なお、6月の時点では9社選定ということで御議論させていただきましたけれども、1社については、アメリカのSECとの問題が未解決ということでございまして、引き続き状況を注視し、問題解消となればその後、資金の配分をしたいと考えているところでございます。

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。他に何かございますでしょうか。

それでは、予定の議事が終了いたしましたので、事務局から何かあればお願いいたします。

●青木審議役 2点ほど連絡させていただきます。まず、本日の資料の中で、委員限り2、オンタリオ州公務員年金（OMERS）とのインフラストラクチャーへの共同投資については、特に機密性の高い内容でありますことから、恐れ入りますが、回収させていただきますので、机の上に置いておいてくださいますようお願いいたします。随行の皆様も同様をお願いいたします。

次に、次回の第72回運用委員会でございますが、平成25年10月21日月曜日15時から当法人の大会議室で開催させていただきますので、よろしく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、どうもお疲れさまでした。