

第 85 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 26 年 10 月 3 日(金)15:00～17:00

2. 場 所:泉ガーデンタワー 7 階 R O O M 3

3. 参加者: ・米澤委員長 ・堀江委員長代理 ・大野委員 ・佐藤委員 ・清水委員
・菅家委員 ・武田委員 ・水野委員

4. 議 事

- (1) 基本ポートフォリオについて
- (2) 平成 25 年度業務実績評価結果について
- (3) 中期目標期間の業務実績暫定評価結果について
- (4) その他

●青木審議役 時間になりましたので、ただいまより、第 85 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、本日は全員御出席をいただいております。

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。

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、

委員限り 1 ポートフォリオ候補とリスク検証について

委員限り 2－1 国際金融公社(IFC)との共同投資による GPIF の新興国株式投資の改善について

委員限り 2－2 不動産投資に関する考え方について

委員限り 3－1 トランジション・マネジャーの見直しについて

委員限り 3－2 管理運用方針の改正(トランジション・マネジャー)について

資料 1 年金積立金管理運用独立行政法人の平成 25 年度業務実績評価結果

資料 2 年金積立金管理運用独立行政法人の中期目標期間の実務実績暫定評価結果

資料 1・2 委員限り参考資料 業務実績の評価結果について

委員限り 1 のポートフォリオ候補とリスク検証について及び委員限り 2－1 の国際金融公社(IFC)との共同投資による GPIF の新興国株式投資の改善についてにつきましては、運用委員会終了後に回収させていただきますので、机の上に置いておいていただき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。

それでは、よろしいでしょうか。

では、以後の進行につきまして、米澤委員長にお願いを申し上げます。

○米澤委員長 今日、お忙しい中、お集まりいただきまして、ありがとうございます。

本日は基本ポートフォリオについてということを中心に議論をさせていただきたいと思います。

それでは、議事に従って進めさせていただきたいと思います。最初に委員限り1のポートフォリオ候補とリスク検証について、事務局から説明をお願いしたいと思います。

●清水調査室長 それでは、私から御説明いたします。

前回の運用委員会の御議論を踏まえ、資料をつくり直し、9月30日の拡大検討作業班という形で開催させていただきまして、それに若干修正を加えたものを本日お出しすることでございます。

まず前回の運用委員会での議論で、幾つか確認された点があったということでございます。少し復習いたします。

まず1つは、運用目標については、賃金上昇率プラス1.7%ということではよいのではないか。あと、オルタナティブの扱いでございますけれども、基本ポートフォリオ決定と合わせて、インフラに加えまして、プライベート・エクイティ、リアルエステイトが可能なことを明記してはどうかといった御意見がありました。

あと、短期資産について、前回は3%という数字を使ったわけですが、これは工夫の余地があるのではないかとということ。

基本ポートフォリオの検討は当面5%単位でよいのではないかとといった話。

リスクは、財政検証との比較で、特に額ベースでそういう不足額を把握すべきではないかということ。

リスクの検証でございますけれども、これについては、前回5つのポートフォリオ候補をお示しさせていただいたところですが、そのうちの3つにそのリスクの検証の対象を絞ってもよいのではないかとということ。

あとは、選択に当たって、現行ポートフォリオからの円滑な移行という視点、これをポートフォリオの選択に入れたらどうかといった御意見。

さらに、為替、デフレの永続化、こういった将来に関するリスクシナリオみたいなものも考えるべきではないかというもの。

そのほかの御意見として、機動的対応等、今後そういうことを考えた場合には、これは外部の経済コンサル等を選定すること以外にも、内部的に管理体制の強化を進めるべきといったものがありました。

そういう中で、今回の資料でございますけれども、幾つかつくり直させていただきました。

まず、1ページ目の短期資産保有見込み及び必要利回りについてでございますが、前回は過去の実績に基づき短期資産を3%としていました。この内訳でございますが、年金特

別会計で 1.5%、GPIF で 1.5%、計 3% 保有することを想定し、運用目標よりもやや高い期待リターンを持つ 4 資産で構成されるポートフォリオを選択するといった資料でした。

しかしながら、財政検証における今後 25 年間の収支を見ると、2015 年以降の 25 年間で、12 年間でキャッシュインとなり、その間は、GPIF において短期資産をほとんど保有する必要がないということになります。実際、私どもも 5 年から 6 年前まではキャッシュインの状態だったわけですが、その実績を見てもほとんどキャッシュは要らない。すなわちいただいたキャッシュをすぐに配分してしまえば、そんなに保有する必要はない。むしろフルインベストメントという形でやることが求められるということでございます。

実際のキャッシュアウト局面においても、私どもの過去の実績を見ると、年間キャッシュアウト額に対して、おおむね半分程度の短期資産の残高になっています。

図表 1 が短期資産の実績でございますが、例えば 2009 年度キャッシュアウトの実績は 3.95 兆円、2010 年度は 6.2 兆円でしたが、これに対して、実際に短期資産の実績を見ますと、大体 44.9%、50.7%であり、平均すると 46%程度ということです。どういうことかという、半年分のキャッシュを確保していれば、キャッシュアウトには困らないという状況であったということです。

こういった状況を考慮いたしまして、次のページをご覧くださいと思います。

これが財政検証、シナリオ E でございますが、これにおける将来のキャッシュアウト、キャッシュインの状況でございます。キャッシュアウト時には、実際の額の半分程度、キャッシュインのときには必要ないといった仮定を置きまして、将来 25 年間にわたった平均的なキャッシュアウトの短期資産の割合を計算しますと、0.46%になります。

したがって、前回 3%であったわけですが、実質、将来 25 年間は平均 0.5%程度で足りるということであれば、年金特別会計の 1.5%を加え、2%程度あればよいということになりますので、そういう形に変更させていただきました。

これに伴いまして、賃金上昇率プラス 1.7%に加える部分、この数字が変わってくるということでございまして、その数字は 2 ページ目の下の部分でございます。市場基準ケース、経済中位ケース、それぞれの変更前は賃金上昇率プラス 1.79%、ないしは賃金上昇率プラス 1.81%だったものが、4 ベーシスくらい下がることになりました。

これに伴いまして、前回見ていただいたプロット図の、特にターゲットリターンが下がることになりますので、改めて下がったプロットをもとに実際に候補を考えるということになるわけでございます。

何枚かめくっていただきまして、別紙 1 から別紙 4 について御説明したいと思います。

別紙 1 については、市場基準ケースにおいて、先ほど計算された賃金上昇率プラス 1.76%というターゲットリターンを上回るという観点でのリターン基準と、前回御説明した効率性基準とございますか、この 2 つのクライテリアを満たすポートフォリオを改めて 10 個取り出したものが、下の表でございます。前回が賃金上昇率プラス 1.79%ということでしたが、それが 3 ベーシス下がることにより、新たにここでは J、F が入ってき

て、逆に前回の上の部分が外れたということになります。実際に入ってきたところを見ますと、例えば J は、40%、25%、15%、20%、F が、35%、15%、25%、25%、こういった内容でございます。

次に別紙 2、これが経済中位ケースにおける同様のグラフでございます。これを見ていただきますと、若干リターン水準として欠けるけれども、候補にするといった部分でございます、h や g、こういうものが賃金上昇率プラス 1.81%という前回のターゲットリターンからプラス 1.77%まで落ちたことによって追加されました。この h を見ていただきますと、35%、25%、15%、25%、g が 30%、30%、20%、20%となっています。

別紙 3 と別紙 4 は、今、見ていただいた 10 個を、それぞれの図に投影したということで、別紙 3 は、先ほど見ていただいた別紙 2 の経済中位ケースで選ばれた a から j の 10 個の点が、市場基準ケースでどこにプロットされるかということでございます。これを見ていただきますと、別紙 3 の市場基準ケースでも、効率性基準を満たすという点ですと、h、g、c、H、E、D が出てくるということです。

また、別紙 4 でございますが、これは逆に市場基準ケースで選ばれた A から J までのプロットを、経済中位ケースで見た場合のもので、先ほどと同様、H、E、D が効率性基準を満たすということですよ。

前回、j の 40%、30%、5%、25%を候補の 1 つとして残そうと御判断いただいたわけですが、これを見ていただきますと、別紙 4 では、j は効率性基準を満たしている。ところが j は、別紙 3 で見ていただくと、前回と同様効率性基準からは若干外れることになります。ただ、これを候補として入れることになりますと、別紙 3 で見た A は市場基準ケースでは効率性基準を満たしている。ところが別紙 4 の世界では若干効率性基準に欠けるということですので、今回、j を入れるということであれば、A も入れるという理屈になるのだらうと思います。まとめますと、両方の基準で、リターン基準と効率性基準を満たしているものが 3 点。あと、それと同じようなリスクプロファイルを持ちながら、リターン基準はいずれも満たしているが、効率性基準がどちらか一方で欠けている点として 2 点、計 5 つをまず候補として選び、それをまとめた結果が 3 ページになります。

3 ページのポートフォリオでございますが、具体的には、先ほど追加したポートフォリオ A が 25%、15%、30%、30%。前回はこの部分としては、25%、25%、25%、25%、こういったポートがあったわけですが、今回はリターンを下げたことによって、先ほどの 25%、25%、25%、25%が外れて、かわりに A のポートフォリオが入ってきたと御理解いただければと思います。

繰り返しになりますが、A は 25%、15%、30%、30%、ポートフォリオ D が、30%、25%、20%、25%、ポートフォリオ E が 30%、30%、20%、20%、ポートフォリオ H が 35%、25%、15%、25%、ポートフォリオ j が 40%、30%、5%、25%ということで、真ん中の 3 つについてはすべての基準をクリアしているといった内容です。

また、これらに対して、下方確率や実質的なリターン、期待ショートフォールと経験分

布によるショートフォールをそれぞれ数字としてお示しさせていただいております。

以上でございますけれども、4 ページ目で、この5つの部分につきまして、前回、御意見いただいた現状の資産構成割合からの距離、これを候補選択の目安にすべきではないかといった御意見を踏まえまして、こうした表をつくりました。

具体的には図表5の現行の足下の構成割合は52.9%、17.9%、11.9%、17.3%ですが、この構成割合からそれぞれ候補の割合、これを引き算しまして二乗して単純に足し合わせる。いわゆる距離のちょうど二乗になるわけですが、これを計算したものがこの表の一番右でございます。

見ていただきますと、一番現行の足下から遠いポートフォリオがA、距離の二乗和が0.127でございます、これは国内債券の割合が25%とかなり低いことが起因しているということかと思えます。

次にDとE、これは微妙ではございますけれども、0.070、0.074ということでございます。わずかではありますが、Eのほうが遠いということでございます。これは国内債券の割合が同じ中で、国内株式について、Eは国内株式が30%ということでございますので、より距離があるといった内容が若干反映されるということでございます。

Hとj、これはそれぞれ0.044、0.042ということになります。こういった中で順番をつけて、3つに絞るという形になりますと、ハイライトをつけましたD、H、j、この3つになりまして、これは結果として、前回、最後にお決めいただいた3つのポートフォリオと同じものが選ばれるという結果になったということでございます。

そういう意味で、この3つを、いわゆるリスク検証の対象にしようということで、5ページ以降、資料を作成させていただいています。

5ページは、経験分布を用いたテールリスクの検証ということで、先ほどのD、H、jという3つのポートフォリオ候補を検証の候補として、経済中位ケース、市場基準ケースごとに、1つは正規分布、もう一つが前回御説明したコピュラによる経験分布、この2つの手法によりテールリスクを評価したということでございます。それぞれVaRの5%、10%、20%点に対して、それに対するCVaR、期待値を計算するといった内容でございます。

例えば経済中位ケースでございますけれども、この正規分布と経験分布を比較すると、5%点のCVaRを見ていただくと、正規分布と経験分布の違いにより、正規分布の場合にリスクが一番高いのがjで、その次がD、一番低いのがHとなっていますが、経験分布を用いますと、Dとjの順番が逆転することになります。経験分布ですので、国内債券のテールリスクは低く、jは国内債券の割合が大きいという意味において、経験分布で評価するとテールリスクが低く抑えられるといった結果が反映されているのだらうということでございます。ただ、そういう中でも、Hがその2つのいずれよりも低いことが結果として出ていますし、この状況は市場基準ケースでも同様といった内容でございます。

次に6ページ、7ページがストレステストによる下方リスクの検証でございます。このストレステストによるリスクの検証ですが、これは私ども2つあるだらうということで、

1つはここでお見せするバックテストによるストレステスト、もう一つは、フォワード・ルッキングに見た場合に、例えばドル円が大きく動いた場合、デフレから脱却できない場合等、そういうものをストレスシナリオと想定し、実際にどうなるか、そういうフォワード・ルッキングなストレステストを行う場合がございます。

ここでは、バックテストということをやらせていただきましたが、今回のポートフォリオの見直しに当たって、私どもはデフレからの脱却というものを前提にしている。ただ、このバックテストは、デフレが続いていたという過去の状況を想定した場合であるというところでございます。

そういう中で、図表 8 が年次リターンの平均と標準偏差、これを全額国内債券の場合と照らし合わせたということでございます。この図を見ていただきますと、名目リターン、実質的なリターンともに、ほぼプラスが出ているということではあるのですが、リーマン・ショックのときには、当然全額国内債券と比べればリスク性資産が大きい分だけ、マイナスが大きくなることは否めないわけでございます。

そういう意味で、図表 9 の損失水準の比較でございます。名目リターン、実質的なリターンそれぞれについて、単年度で見た場合、5年平均で見た場合、10年平均で見た場合、それぞれ最大損失がどういう形になるかということをお示しました。単年度で見た場合、D、H、j、それぞれの案について、概ね 25% くらいのマイナスになります。これに対して全額国内債券の場合には、マイナス 1.35%。国内債券については、1994 年の状況でございますが、このくらいで抑えられるということです。5年で見ると、リーマン・ショックの影響もございますので、2割くらいのマイナスになる。

一方、10年平均で見ますと、マイナスは全く見られずに、プラスとなるということでございます。実質的なリターンについても大体同様ということで御理解いただきたいと思います。

次に 8 ページ、9 ページが財政検証における予定積立金額との比較ということでございます。これは候補のポートフォリオごとの積立金の時系列推移を比較するためにモンテカルロ・シミュレーションを行いました。

具体的には財政検証のシナリオ E とシナリオ G に基づいて、いわゆる Vector Autoregression モデルを用いてモンテカルロ・シミュレーションを行い、これを財政計画上のいわゆる積立金額と比較しました。例えば 8 ページのケース E、左上が全額国内債券で運用した場合にどうなるかというものです。これを見ていただきますと、財政検証の予定積立金額に比較して、25 パーセント、75 パーセント、ともにかなり下回ってしまうことになります。

これに対して D、H、j は、賃金上昇率プラス 1.7% ということで、中央値の部分については財政検証よりやや上のほうになります。ただ、そうは言っても、25 パーセントでは、下から 4 分の 1 の悪いケースですけれども、財政検証には届かず若干の不足が出るという状況でございます。これが D、H、j でございまして、D、H、j の中のどれが

一番よいのかというのは、この図表からは一概にわからない。つまりこういったところから、ポートフォリオ候補の違いは余りないということでもあります。

次に 9 ページのケース G でございます。全額国内債券ではケース E と同様、財政検証の積立金をクリアできないということです。ただ、一方で、D、H、j の場合ですが、ケース G は、いわゆる運用利回りについて財政検証上の前提は、賃金上昇率プラス 1.7%ではなく、賃金上昇率プラス 1.2%、これに対して我々はあくまでも賃金上昇率プラス 1.7%のポートフォリオをつくるということです。その分、中央値が財政検証の数字に比べて高くなるということでございます。ただ、そういう場合でも、25 パーセントでちょうど財政検証くらい、2039 年、ちょうど 25 年後ですが、それでも何らかのリスクは出てくることがわかります。

以上をまとめたものが図表 14 で、この積立金額のシミュレーションは非常に重要なわけですが、ただ、このシミュレーションによって、3つのポートフォリオでどれがよいのかというところの判断材料まではいかないのではないかとといったことかと思えます。

以上、私からの説明でございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございました。

それでは、9 月 30 日に検討作業班を行いました。大野委員と佐藤委員は御欠席だったと思いますので、30 日に行った検討作業班での検討内容を堀江委員からお話いただきたいと思います。

○堀江委員長代理 幾つか論点がありましたが、最初の論点は、今、清水室長から説明がありましたが、賃金上昇率プラス 1.7%の設定についてです。先ほどのケース G の場合もそうですが、今後 10 年で見れば、そんなに高い賃金上昇率プラス 1.7%は要らないわけです。それを本当に 1.7%でよいのかという論点はありました。

それをどう解釈するかという点ですが、9 ページ目で見えていただいたように、ケース G は賃金上昇率プラス 1.2%で財政検証をしているわけですが、4 分の 1 くらいの確率で財政検証を下回る可能性がありますという程度の確認です。この確認では、賃金上昇率プラス 1.7%は要らないのではないかと議論に、個人的にはならないと思っています。従って賃金上昇率プラス 1.7%でよいのではないかと。それほど高い期待リターン水準は要らないのではないかと議論がありましたが、このようなデータを見ても、賃金上昇率プラス 1.7%でよいのではないかと考えています。その論点が 1 つありました。

あと、今の説明の中にありませんでしたが、乖離許容幅についてはほとんど議論していません。前回のこの委員会でも、2 倍の標準偏差で大体決めたようなものを出していただいたと思いますが。

●清水調査室長 これについては、12 ページにつけ加えさせていただいていますので、ご覧いただければと思います。12 ページは 5 つのポートフォリオ候補について、 2σ という形で、整理をさせていただいた数字ということで御理解いただきたいと思います。

○堀江委員長代理 この辺についてはほとんど議論しませんでした。標準偏差の 2 倍と

いう数値は1つの基準としてよいのですが、余り細かく設定する必要もないという意味では、5%くらいの刻みでもよいといった意見もありました。また乖離許容幅は非常に重要なので、ある程度の根拠を示すべきではないかといった意見もありました。もう一つは、これは前回からも出ていますが、乖離許容幅だけでリスク管理をやっているのは好ましくないと思うので、基本ポートフォリオを公表するときに乖離許容幅だけではなくて、今、清水室長から説明があったように、下方リスク等も含めて、複線的にリスク管理をしながら、ポートフォリオの比率については決め、そういったリスク管理をしますということをアナウンスするといったことをすべきではないか、そのような議論が乖離許容幅のところについてはあったということです。

もう一つは、ストレステストの部分ですが、今、清水さんから説明がありましたように、過去のデータでのストレスをかけた年、例えば2008年でどのくらいの損失が出るかやっていたいたのですが、これは清水先生から御意見がありましたが、円が急騰したシナリオでどのくらいの損失が出るか、また、デフレがずっと継続したときにどのくらいの損失が出るか、どちらかというフォワード・ルッキング的なストレステストもやった上で、損失額等を確認すべきではないか、そういったリスク検証が必要ではないかといった御意見が出ました。

3点目はオルタナティブのところですが、今回、基本ポートフォリオはトラディショナルなアセットだけですが、既にインフラの投資も始まっていますし、何らかの形でオルタナティブについての範囲を示すべきではないか。例えば、インフラ、プライベート・エクイティなど。ベンチャーキャピタルはプライベート・エクイティの中に入っているの、プライベート・エクイティの中に含めるという理解です。あと不動産とかを、きちんとした列挙した上で、パーセンテージを1つの目途として、例えば5%という形で基本ポートフォリオを公表するときに、あわせて公表すべきではないかといった御意見がありました。

ざっとそんなところが議論のポイントです。今日どこまで決めるかという点ですが、決定しなければいけない事項が幾つかあります。1つは、先ほど5つの案が出て、そのうち3つのポートフォリオで検証していただきましたが、どのポートフォリオにするのか、その決定についてはある程度方向感を出さなければいけないというのが1点です。

もう一点は、5%刻みでやっていただきましたが、5%刻みでよいのか。1%刻みというような細かい話が出たときに、どういうふうに我々として根拠を出しておくのがよいのか、そういう点について基本ポートフォリオでは決めなければいけないかということかと思えます。乖離許容幅についても、先ほど申し上げたとおり、パーセンテージを、基本ポートフォリオと同じ段階で示さなければいけないことになります。

オルタナティブについても全く同じで、5%というような枠を決めて、その範囲について列挙した上で示すべきかどうか。この辺について決めなければいけないのではないかと思います。

○米澤委員長 どうもありがとうございます。

以上のようなことを検討作業班で議論してきて、今日に至ったわけでございます。あらかじめ事務局からも意見もお聞きして。

次回の23日に、皆さんお集まりになる予定になっていると思います。その辺くらいまでという感じで。23日に関しましては、もし決まったならば、その後の手続きみたいものがありますので、中期目標の変更の手続などに入らせていただきたいと思いますので、デットラインというか、そのようなイメージで臨む必要があると思っております。

今日は、基本ポートフォリオを絞り込んでいただいたものの、まだ3つあるわけですが、それをどういうふうに皆さん方位置づけていらっしゃるのか、解釈していらっしゃるのかありますが、それはそうとして、全体として5%刻みでよいだろうか。堀江委員からもお話がありましたように、乖離許容幅をどうするのか。乖離許容幅に標準偏差の考え方はよいのだけれども、そこで3%とか7%まで出すかどうかという議論もあるかと思っておりますので、その辺の議論をしていきたいと思っております。

それから、オルタナティブをどこまで書き込むか、限定列挙的に書き込むのか、ないしは代表的なものを出して、等と書き込むのか、その辺の技術的な点が未定ですので、そちらくらいは、今日見通しがつくとういかなと思っております。

○菅家委員 方向感とか検討スケジュールについて、冒頭お話がございましたけれども、中身に入る前に少し確認をさせていただきたいのです。以前、我々は何を議論しているのかという議論をしたことがあったと思うのですが、もともとは来年4月以降の中期計画の話をしていたはずのものが、大臣から作業を前倒ししろというような御議論があって、現行計画の見直しの議論をしているのだということで整理をしているのですが、その場合であっても、もともと大臣から中期目標が示されて、その目標の下にどういう計画でなければならないのかということを議論するわけでありまして、見直しをする場合においても、同様に大臣から何らかの見直しの目標なり何なりが示されて、それに基づいて、我々としてどうするのかという、手続になるのだらうと思っております。そういう意味では、財政検証に至るさまざまな専門委員会の報告であるとか、年金部会の議論であるとか、所与の前提として、先ほどの賃金上昇率プラス1.7%の話もそうでありますけれども、それも含めて、そこはきちんと前提というか、目標を主務大臣から示されて、初めて我々は何らかの結論めいた議論になっていくのだらうと思っておりますので、その辺について確認させていただきたいと思っております。

○米澤委員長 まだ我々は大臣から、目標を受けてないという御理解でしょうか。

○菅家委員 そうです。

○米澤委員長 その点は、森参事官、我々はどういうふうに考えたらよいのでしょうか。

●森参事官 中期目標、中期計画の決め方なのですが、第2期なり、第1期のときもそうだったので、技術的には菅家先生おっしゃるとおり、まずは中期目標があって、中期計画があるというのが法律のたてつけなのですが、ただ、事実上、ポートフォリオの見直しの際は、財政検証を受けたものにつきまして、中期目標として厚生

労働省から示しまして、それに関しまして中期計画を作成し、同時に独法評価委員会に示しているというのが通常の手続きでございます。我々が財政検証の中でお示しした目標につきまして、何か御疑念があれば、それは明確にすべきだと思いますが、所与の前提として、財政検証の中でお示したところは広く出たわけでございますので、ある種、自明と思って議論を進めてきたと存じております。

○米澤委員長 要するに我々は財政検証を受けて、それでもってやっていくと。

○菅家委員 事実上そういう議論をしているのですけれども、ただ、法律のたてつけから言いますと、中期目標を見直すときは、それはきちんと、こういうふうに見直してくださいというものが示されて、公表されるというふうになっていますので、その手続きというのはきちんと踏まれていくものだろうと思っています。したがって、それが出るまで、我々は結論を出しようがないのではないのか、形式的に言いますと。

○米澤委員長 前回の変更は去年の6月でしたか、今、言った手続きはどういうふうに行われたのでしょうか。

●森参事官 前回、中期目標は変わっていません。独法の場合、本来的には、おっしゃるとおり中期目標が与えられて、その後、中期計画をつくっていただき、認可の形になるのですが、手続き上、中期目標案、中期計画案がございまして、それが実際に事務的に整った段階で、中期目標と中期計画を一緒に独法評価委員会でやることになります。実は手続的には中期目標につきまして、同日で厚生労働大臣が示して、独法評価委員会で認可して、申請行為があって、それを認可するというのが独法の手続的な通常の例となっております。

○米澤委員長 というと、我々はここで1つ案を出して、独法評価委員会のところで評価していただいて、それを経て大臣認可ということになるということか。

○菅家委員 法律には目標を定め、当該法人に指示するために公表しなければならない。これを変更したときも同様とすると書いてあるわけです。

○水野委員 法手続きについては詳しくないのですけれども、基本的に今までこれを決めるということで、この前提条件で話してきたわけなので、唯一、何が変化があったかというところと大臣がかわったということです。今の手続きについて、もし疑問があれば、何か月も前から同じ疑問があるはずなので、要素が変わったことといえば大臣がかわったということです。大臣から何か考え方そのものを変えろという指示が来るのであれば別ですが、そういうのが来ていないのであれば、運用委員会としては、粛々と今までどおり議論を進めていくしか方法がないかなと思います。

●森参事官 中期目標につきまして、正式に示すというのは、我々も独法評価委員会を経なければいけませんので、その後になります。通常中期計画なり、中期目標につきまして、案を決めていて、繰り返しになりますけれども、同じときに独法評価委員会で両方とも審議する。中期目標があったことにして、あらかじめ各種委員会で決まっていた中期計画について、それに基づいて申請があったという形で、独法評価委員会も何回も何回も開けないものですから、同日付で審議するというのが一般的な事務手続きであります。

最終段階におきまして、厚生労働省から中期目標として示すものにつきましては、きちんと活字の形でお示ししたいと存じますが、今の段階で御疑念等ありましたら、お知らせいただければと思います。

○米澤委員長　したがって、今の手続きで、何か瑕疵があるということではなく、そこは大丈夫だと。

●青貝企画部長　もし10月23日に議決をするとなった場合には、その運用委員会の議事の中に、中期目標の変更、中期計画の変更というのが議題として出てきて、その中期計画の中に基本ポートフォリオの構成案が入っているというたてつけになります。

●清水調査室長　これは5年前のちょうど1期から2期になるときに、同時決着というか、そういう形でやってきていますので、実務上はそういうことで、確かに御指摘の点はそうなのですが、実務上そういう形でやっております。

○水野委員　手続きの意味では、いろいろとされると思います。とにかくこのポートフォリオの議論の中身の前提条件を何か変える必要がありますかというところがすごく重要で、それは基本的に変えずに進めてよいということは言ってもらわないと困ると思います。手続き的には、菅家委員のおっしゃるとおりで、最終的には整合性をとらないとだめで、それは厚生労働省がきちんとやられるべき仕事だと思います。そこは確認させてもらわないと困りますね。

○米澤委員長　23日に向けて、もし今のところのやり方で、何か少し変更が必要となるとすれば、そのところ、もう一度確認してください。

●森参事官　こういった形の手続きになるのかという話と、中期目標について、どういうふうに変更になるか。我々は財政検証という形でお示していますけれども、具体的な今の中期目標がどういうふうに変更されるのかということについて、いずれにしてもお示ししなければならないと考えております。

○米澤委員長　それはそういうことで、改めて23日に確認をとった上で、最終的な手続きに入りたいと思います。今日は、この議論が進んでいくということを前提で、特に検討作業班に出られなかった方も含めて、ここまで少し絞り込んできた点に関して、絞り込み方に少し異議があるのかというのであれば、まだ今のうち言っていただければ何とかなるし、ここまでだったら、かなり合理的である等、何か御意見いただければと思っています。もちろん検討作業班に出席された方でもいいですが、いかがでしょうか。清水さん、堀江委員が説明してくれた絞り込みの方法に関してはちょっと異議がある、ないしは、例えばフォワード・ルッキング、ストレステストをまた準備してくださいというリクエストもあるかもしれませんが、それも含めまして意見があればと思います。

○佐藤委員　すばらしい試算結果だと思いますけれども、技術的な質問なのですが、4ページにある現状資産構成割合からの距離ということに関してですが、事務局から事前に説明をいただいたときにも申し上げたのですけれども、乖離の二乗和で距離を測定すること、これはそのとおりだろうと思うのですけれども、これは単純な二乗和だから、す

べてのアセットクラスについて、ウェイトが等しいと。しかも国内債券、国内株式、そういうホームカンントリーのマーケットに対して、GPIF が動いたときの影響と、外国株式、外国債券に対して、GPIF が動いたときの影響は全く等しいと前提している議論ですね。

恐らく、今、マーケットの最大の注目というのは、国内債券から株式に移行したときにどういう影響が出るのかというところではないかという気がして、仮に外国債券、外国株式を外して、国内マーケットのものだけで、しかも幾つかアイディアがあるわけですが、この3つについて、仮にそれだけの売買を GPIF が行った場合、平均的なそれぞれのマーケットの売買高に対して、どれくらいの影響が及ぶのか、比率があると思うのですが、そういうのを考えたウェイトづけにして行くと違った結果が出てくるのかどうか。そこが少し気になります。実際に計算するのはなかなか難しいのかもしれませんが、私もアイディアがあって申し上げているわけではないのですけれども、全てのアセットクラスを同一に取り扱っているというところが少し気になりまして、そこについては何かよいアイディアがあったら教えていただきたい。

●清水調査室長 事前に佐藤委員から、そういうような御質問いただきまして、これはどういうスピードで移行するのかにもよるので、我々としては市場になるべく影響がないような形で移行しますと言うことしかないと思うのですね。ただ、このポートフォリオをマーケットが見たときの印象というか、そういうものによって何らかの期待とか、そういうものにも影響するので、そういう観点から、まさにこういう距離みたいなものは選択にあたって考慮すべきだということにもなるのではないかと思います。

おっしゃるとおり、国内というのはもっとの御指摘で、そういう意味で、4 ページ目を改めて見ていただくと、これを数値化して、ウェイトづけするのはかなり難しい話だと思っていますが、例えば D、E を見ていただきますと、国内債券は 30% で同じである。国内株式は、D が 25% で E が 30% なわけですから、外国のものは余り影響を与えないということを考えますと、D のほうがやさしいというか、そういう意味で実際に D が選ばれているというのは、そういうような定性的な議論からも、おかしくないのではないかと。また、A は国内債券 25% ですが、そういう部分がどのくらい影響するのかという点に照らすと、そういう意味において、遠いという判断になるということであれば、結果として、この3つは、今、御指摘のような、国内へのインパクトというものも定性的に考えたときに違和感がないというか、そういうことにも結果的にはなっているかという見方もできるかどうかという話ではないかと思います。

○水野委員 難しいですね。リクイディティも全然違うし。

○堀江委員長代理 個人的な意見ですが、消去法でいくと、私は H しかないのかと思っています。理由が幾つかあります。まず両方のケースでフロンティアから近く効率性が高い。それ以外の2つを入れると、その点に何らかの説明責任が発生します。従って、その3つの中から選んだほうがよいのではないかとというのが1点。その中で期待ショートフォール等が一番小さいというのが決定基準の1つ。もう一つは、皆さんが気にされておられる移

行、それについても、乖離許容幅を2標準偏差にするか、若干5%刻みにするかによりますけれども、今の基準でも、12ページ目にありますように、移行のやり方としてはインパクトが一番少ないのかと思っています。賃金上昇率プラス1.7%という期待リターンは若干高いのではないかという御意見もありましたので、そこはリスクを低めにする組み合わせのほうが妥当なのかなと思います。そういった観点からすると、この中で選べと言われれば、ほかの案より総合的に考えると、Hが消去法的に一番よいのかなと個人的には思いましたけれども。

○水野委員 私はEか、Hか、その中間かなと直感的には思ったのですが、進め方として、1%刻みで最後やるかということも考えなければいけないので、そういう意味では、1つの進め方は、ここでまず1つ、あるいは2つに絞って、そこで若干1%刻みのシミュレーションをもう一回トライするか。1%刻みはいいので、5%刻みのままこの中でどれかを選ぶかという、その2通りのアプローチがあると思うのですが、それは話し合って、決めておいたほうがよいのではないかと思います。

私はEとjの中間点くらいでもいいかなという感じはしているので、その2つでももう少し細かにランするというのがいいかなというふうには思いますけれども、別にHでもそのままでも反対ではないですが。

○米澤委員長 この中で、もし選ぶとすれば、Hがよろしいのではないのでしょうか、突っ込んだ意見もいただきましたけれども。

○堀江委員長代理 EとHは株の比率として、国内株式のほうが大きいです。これについては非常に大きな反対意見を持っています、外国株式に比べて国内株式を持つことのリスクの大きさは、被保険者の立場から言わせていただくと、何でそんなリスクを取らなければいけないのかと、一被保険者の立場から言うと非常に大きな疑問を感じます。

○水野委員 それはホームカントリーバイアスに関する哲学のところ、私はどちらかというと、是認派なので。

○堀江委員長代理 外国と同じような株式市場であればいいですよ。まだそうではないのだから、そこにベットするということについては非常に大きなリスクを感じる。

○米澤委員長 大野委員はいかがでしょう。

○大野委員 前回欠席になってしまったのですが、恐らく3つの案、どれもそれなりなのですが、今回かなりポートフォリオを変えますので、もちろん専門的な説明も必要なのですが、抛出者にわかりやすいという観点も必要かなと。かなり思い切った中長期のポートフォリオの改定なので、1つの見方としまして、例えば今、Hの案が出てきましたけれども、これを見ますと、まず国内外60:40なのですね。現在は国内で7割以上運用しています。ですからホームカントリーバイアスということではかなり修正されている。

もう一つは、デットとエクイティ、これは50:50なのですね。分散投資という観点から非常にわかりやすい構成だと思います。

ただ、今回示された基本ポートフォリオ、どの案にしましても、リスク性資産の比率を

高めているので、大きな経済的なショックが生じたときに、一時的に単年度 10 兆円単位の損が出る可能性が有り、そのときに、中長期的にはこなれていつて解消できることが歴史的に証明されている。ただ、抛出者・国民の方から見れば非常にマスコミも含め株式の下落に反応してしまう。あるいは円高ということも先ほど御指摘ありましたけれども、円の急騰時にどう対処するかという説明がまずありきではないかと思っています。ですから単年度では悪化する可能性があるわけでありましたが、中長期的に影響はならされていくということをよく公表時に表現することが一番必要かなと思います。

我々会社でも年金の運用をやっていますけれども、会社の単年度損益が母体企業に影響しますので、どうしても単年度の思考を入れざるを得ないのですが、GPIF の場合、累積で複数年の運用成果を公表していくことも必要ではないか。例えば 5 年でどうか、あるいは 10 年たったら 10 年でどうか、こんな見方が必要だと思います。

今、D、H、j とありますけれども、私は個人的には H が一番いいなと思っています。どの案にしても、単年度では、下落するということがありますので、以上のことは、非常に大事なかなと思っています。

○菅家委員 10 兆円どころか、ここに書いてありますとおり、30 兆円なんですね。

リーマン・ショック並みのことが起きると 30 兆円。要するに 1 年間の保険料収入に相当する額なのです。実際に 2008 年当時、GPIF の損失は 9 兆円くらいでしたか。

●清水調査室長 そうですね。

○菅家委員 9 兆円ですね。国内債券中心であったがゆえに、そのくらいの損失で済んだということなわけですね。したがって、今回、我々がこのポートフォリオを見直すことによって、30 兆円クラスの損失をこうむるということがあり得るのだということを言わざるを得ないわけですね。果たして国民がそのことを受け入れてくれるのかどうかというのは、これは最初の議論に戻ってしまいますけれども、経済前提専門委員会とか、年金部会の議論を踏まえると、こういうシミュレーションしかないということだと思えるのですけれども、しかし実際問題として、そういうことが本当に許容されるのですかというところを、私は改めて言いたかったということでもあるわけですよ。

実際この会議が始まる前に、国会のさまざまな論戦・議論の話がございまして、ポートフォリオの議論とか GPIF の議論というのはかなり関心が高く、国会でも議論されている。もっと言えば、きのうの代表質問で、公明党の山口代表が、国民共有の財産と言える年金積立金を過度なリスクにさらすべきではない、とおっしゃっているわけですね。

だから、そういう国民の感覚と我々の議論とのギャップが、私は個人的には感じざるを得ないというのが率直な意見であります。

○堀江委員長代理 なので、8 ページ、9 ページのこれを示すしかないわけですね、我々としては。

○菅家委員 そうなのかもしれませんけれども。

○堀江委員長代理 財政検証上悪いことが起こるのですと、債券 100%だと。

○菅家委員 足りないよ。

○堀江委員長代理 足りないのですという、こことの対比で言うしかないですよ。

○菅家委員 あと、30兆円の損失がありますよと、10年たてば回復できますよと。

○堀江委員長代理 回復するとは言っていない。債券100%でいいという人に対して、これを見せて、足らなくなると。

○米澤委員長 最初から足りませんよと。

○水野委員 ポートフォリオの運用を長期にしている人とそうでない人の感覚のずれというのは、これは確かに国内債券中心でやっていたのでロスは少なかったのですが、昨年このポートフォリオでやっていたら、多分 GPIF の利益は10兆円なんていうものではないわけなので、こういうポートフォリオにすれば、上も下も大きいということなので、オポチュニティーロスと実際のポテンシャルロスとの比較で決めるしかないのだと思うのです。けど、それも取りたくない。去年も何でこれにできなかったのだという議論に関しては、実は今までは一切回答してきていないということだと思うので、それが例えば欧米の年金などに関しては、オポチュニティーロスというのも厳しく問われてきているので、その違いというのはあると思うのです。

○菅家委員 我々は好きにポートフォリオを組んでいいという議論になってないわけで、さまざまな前提条件の中でやりなさいということになっているわけです。だから冒頭申し上げたようなことを繰り返し言っているわけですね。

○水野委員 ほかに前提条件の選択肢として何があるかということですね。

○菅家委員 ただ、現実的なリアクションということを考えたときにどうなのでしょうかね、我々の外の話なのかもしれませんが、現実問題としては、そういう議論になりますよということです。

○米澤委員長 これまで国内債券中心で運用してきたのだけれども、どこまで意識を変えられるかどうかというので、そういう点もあるかと思います。1つは、簡単な言い方ですが、諸外国の標準的なところと比べて、日本は少し債券が突出しているのも事実で、今はもう少し、それを直したほうがいいのではないだろうかという機運が高まっているのも事実なので、やるとすれば今なのでしょう。

○菅家委員 国民意識だと思いますよ、最後は。

○堀江委員長代理 諸外国はいつでもいいのです、私に言わせると。年金財政のためやっているのですよ、運用は。年金財政上のリクエストでやっているだけなので、あくまで主従で言わせていただくと、財政が主で運用が従です。そのリクエストに応えるために我々はやっているわけです。

○菅家委員 すべてわかっておりますが。

○堀江委員長代理 それを言うしかないのではないですか。

●三谷理事長 あとは、これは政府のほうで、こういうことを言われたら困るのかもしれないけれども、最近ちょっと世の中おとなしくなっていますけれども、国債の金利上昇の

リスクというのは、実は皆さん思っているほど小さいものではないです。例えば 100%、130 兆円持っているとすると、恐らく 1%金利が上がっただけで 10 兆円くらい損することになります。ですから仮に金利が上がり、現在 0.5%くらいですから、3%になると、25 兆円くらいのロスがすぐ出てしまいます。そういうことを言うと、国債が信頼できないみたいな話になってしまうかもしれませんけれども。

○米澤委員長 リスク資産を増やしたというけれども、国債を減らしたというのが一番の主で、その結果として、こういうポートフォリオが書けたのかなという感じで見ているのです。

●清水調査室長 そこは分散を進めていくというところしか答えが、そういうことで応えていくしかないと思います。

○米澤委員長 先ほどの 50:50 というのは、改めて、ああ、そうかという感じが。

○大野委員 笑われますけれども、これは国民感情だと思いますよ。いずれにしてもわかりやすい説明をしないと。先ほどの菅家さんの御指摘もすごくわかって、分散投資はやっていかなければいけないのだけれども、過去の実績を見せたり、いろんな具体的なデータで、拋出者の理解を得るということが非常に私は大事だと思います。

○佐藤委員 あと、菅家さんがおっしゃった 8、9 ページの、まさにこういう絵は、非常にビジュアルで、よく国会討論でも、最近政治家も使いますし、政治番組でも、みんなフリップチャートを使って、こうやってビジュアルに見せていますから、現行ポートフォリオを変えないとすると財政検証で求められている積立金の金額に全然足りないのですよと、だから我々は、少しでも財政検証を上回るようにポートフォリオを変えるのですと説明できると思うのですけれども、ただ、問題は下回っている部分が少しあるので、そこを短期の話と長期の話、長期できちんと上回るからいいではないですか、累積で上回るからいいではないですか、と言って、それで本当に納得してもらえるものなのかどうかというところかと思いますので。

○武田委員 今の一連の御意見で、私も菅家委員がおっしゃっている国民の受け止め方は共感いたします。国民の受け方ということでは恐らく数十兆円の金額に目が行ってしまうというのは事実だと思います。だからこそ今回御準備いただいた 8 ページ、9 ページの意義は非常に大きいですし、先ほど来、御説明いただいたようなところを決定後に御説明いただきたいということが 1 つ目の意見です。

2 点目は、今、我々がフォワード・ルッキングに考えている状況が正しいかどうかというところも不確実性は残るわけです。前回も申し上げたので繰り返しになるのですが、国民が不安に思ってしまうこととして、きちんとリスク管理して行けるのかという点も問われていると思います。そうした体制もあわせて示さないと、理論的に計算するとこうですという説明だけでは恐らく納得されない。つまり、分散投資の視点、国債の金利上昇リスクを考えると、年金財政上、必要なポートフォリオの入れかえであることのわかりやすい説明と、今後リスク管理体制を強化していきますということ。リスク指標も、堀江委員が

おっしゃっているような複数のリスク管理指標で常にモニタリングしていくことが、現実的に必要だと思いますし、説明の際にも必要なのではないかと考えますので、改めてお願いしたいと思います。

○大野委員 今の武田委員のおっしゃった後者のところに少しかわるのですけれども、乖離許容幅という議論が、今後ある。一たん決まると乖離許容幅の中でかなり運用の自由度というのが与えられるわけでありまして、ガバナンスについて、じっくり時間をかけてやるということですが、今の担当大臣の中で、この辺、どのように半年、1年裁いていくか、当面のリスク管理上でとても大事だと思います。非常に許容度が上がりますので、運用の自由度が。例えば、これが決まったときに、前段にありましたけれども、基本ポートフォリオまでの時間軸、どのくらいでいくのかということもきっと決めなければいけないし、あるいは乖離許容幅の範囲の中で、上と下があるわけで、例えば上に張りついたら変えるのか、変えないのか、下はどうか、この辺のある程度の方向性みたいなことをどこかで議論してやっていかないと、そのためには現行のガバナンス体制は早く見直すような議論を、法改正なくともできることがもしあればやっていかなければいけないのではないかと思います。

●三谷理事長 そのあたりのことについては、内部でもいろいろ検討していきまして、次回の委員会くらいで、まず頭出しというか、議論の取っかかりみたいなことについて御議論いただけるのではないかと思います。

○大野委員 その辺と合わせわざでやらないと、なかなか納得できる説明がないと思うのですね。両論だと思いますので、ぜひお願いします。

○清水委員 私も武田委員や大野委員がおっしゃったように、最近の大臣の発言ですと、軽々に決めないでじっくり時間をかけてというお話もよく出ていますが、ポートフォリオを決めた時点で機動的な対応というのがセットになるということであれば、当然それを可能にする体制というのは、至急に採用を始める、あるいは人を集めるといったことは、むしろ本当に今月でも来月でも始めていかないと、スタートができないということでは非常に重要な御指摘だったと思います。

●三谷理事長 もう一つ、最終的に新しいポートフォリオ、どれが決まるかにもよりますが、新しいポートフォリオに到達するのはいつかと。これはもちろん市場の状況によって、無理して買ったり、無理して売ったりするわけにはいきませんから、なかなか難しいところがあるのですけれども、仮にきょうのHの案で行けば、私のまさに直感ですけれども、今年度中というか、その前後には乖離許容幅の中に行けるのではないのかという気はしていますけれども。

○水野委員 乖離許容幅の中に入ることですから、中心線に行くというわけではないので。

●三谷理事長 中心線に行くというわけではなくて。

○菅家委員 自然体で乖離許容幅内。

●森参事官 専門委員会の考え方は、基本はこれは静態的な、SAA という Strategic Asset Allocation でございますので、基本はポートフォリオで決まった割合一点でやっていくというのが、いわゆる CAPM みたいな議論では標準的なのですけれども、ただ、経済環境がいろいろ変わっていますので、機動的に動いて、乖離許容幅の中で動いてもよい。ただし、それは市場環境みたいなものをきちんと的確に織り込んで実施する。もしくはオルタナティブにつきましても、体制がきちんと整ってから、もしくはまた御議論としては、それはもしかして、よりインハウスを増加するかどうかするとか、いろいろ御議論ございますが、インハウスとかアクティブ、パッシブからタクティカル・アセット・アロケーションとか、ポートフォリオが決まって、それをさらにどのように運用していくかというのは、その次の話なのかなというところであるかと思います。

ただ、今の状態から新しいポートフォリオに移行する、この移行の関係はまた別の話だと思えますけれども。

○水野委員 堀江さんから話があったのですが、特に、今、大野委員も懸念点として御指摘された乖離許容幅なのですけれども、1つの考え方としては、この運用委員会で、そのとき、そのときの相場観を合意するということは非常に困難で、ここは GPIF に任せてやってもらうという前提があると理解しています。それであれば、乖離許容幅は逆に言うと、ある程度大きくないと、運用委員会が最終利回りを全部決めていることになってしまうので、ここは少し広めにする必要があるのですが、一方で広くすると、どういうリスクなのと言われるので、そこで堀江さんがおっしゃったように、リスク管理をどうするか、その合わせわざでやっていかなければいけないと思うのですけれども、方向性として私は乖離許容幅は広めにしないと、今の基本ポートフォリオと機動的な運用というたてつけ上はマッチしないと思います。

○米澤委員長 予定より大分遅れているのですけれども、極めて重要な話です。基本ポートフォリオの刻み幅はこれまで5%でやってきたのですけれども、これでよいでしょうか、ないしは1%刻みでやる必要あるのではないだろうかということと、今、まさに御指摘いただきました乖離許容幅の幅をどう決めるかということですね。

3番目としては、オルタナティブ、そここのところの対象資産を書くか、例えばインフラ、PE、不動産と明記するか、インフラ、PE、不動産等とかということと、それでどう書くか。それで組み入れ上限は何となく5%というのは合意もあるのでしょうか、具体的な書き方、この3点くらいは決められるかと思いますので、その辺は、次のところで少し御意見いただければと思います。基本ポートフォリオの刻み幅ですね。

○菅家委員 8ページ、9ページにケースEとケースGの違いが載っていますけれども、一見すると、ケースEに全体が寄っているのかなという印象を受けるわけですね。それはケースEが、A～Hまでだったら、一番高い目標だから、ケースEを満たすということになれば、すべてを満たすので、こういうふうになるのだと説明されれば、それまでになりますけれども、だったら別にGなどは要らないのではないかなということになってしまうので

すが、せっかくというか、ケース G をここに出しているの、もう少し中間に寄るようなことというのはあり得るのか、あり得ないのか。それは 5 % 刻みだから、こうなってしまうという要素があるのか、よくわかりませんが、その辺はどうなのでしょう、という感じです。

●清水調査室長 そこは多分 5 % 刻みを 1 % 刻みにしたら、そういうことが改善するということはないということだと思います。あと、E と G の中間的という御指摘なのですが、これは運用目標が賃金上昇率プラス 1.7% であれば、これは結局運用目標の数字にディペンディングになってしまってますので、そういう意味からすると、中間的ということとはなかなか厳しいかなと思います。例えば賃金上昇率プラス 1.5% とか、プラス 1.6% とか、そういうのが示されるということであれば、まさにそういう結果になるわけですが。

○菅家委員 例えば G は、財政検証上の数字はプラス 1.2% でしたか。

●清水調査室長 はい。

○菅家委員 しかし、我々はプラス 1.7% なのですよというふうにしてしまっているわけですね。そういう前提を置いてやっているのですね。その辺の前提の置き方はいいのでしょうかということも含めて。

○水野委員 シミュレーション上ですね。

○米澤委員長 財政検証からずれるのは、そういう意味で当たり前なのだけれども、経済前提なんかのところプラス 1.7% というのは、そういうケースではむしろ余裕があるくらいにするよということでプラス 1.7% にしているのですね。

○菅家委員 すべてのケースで満たす。

●清水調査室長 すべてのケースで満たすので。

○米澤委員長 それはいいのではないのでしょうか。我々も運用のほうになったわけですから、ですから年金財政がよくなるわけで、G の前提に比べれば、そういう理解でよろしいのではないのでしょうか。

○菅家委員 G なんかは要らないんじゃないですか。

○米澤委員長 2 つを加重したわけではないのですが G を、全然、我々として結果的に考慮してないというわけではないですね。

○水野委員 ないですね。

○米澤委員長 両方考慮している訳ですね。

●清水調査室長 効率性みたいなものも、ターゲットも一応 G をきちんと見ていますから、G と E 両方をクリアするという意味においてロバストであると、そういうポートフォリオを探り当てています。

○米澤委員長 これは E だけでやったら、ちょっと文句が出てくると思います。非常に経済的にいい条件のもとですので。

○米澤委員長 両方やってきたということで、私はこの 5 % 刻みで十分ではないかと思っているのですが、改めて 1 % 刻みで見ていきますか。

○清水委員 私も3ページのポートフォリオに対する期待ショートフォールとか下方確率、リターンなどを見ますと、例えばEとHで、国内債券、国内株式がそれぞれ5%ずつ違ったところで、ショートフォール、標準偏差とか数字がそれほど変わっていないということを見ると、当初、本当は1つ決めて、1%刻みに刻んだらどれくらい違うのかということをやって確認した上で、5%刻みとするほうがいいかなと思ったのですが、5%ずつ違ったところで大して変わらないのに、1%でやってもほぼ変わらないのが多分明白なので、5%刻みで私もいいと思います。

○佐藤委員 私も5%刻みでよろしいと思います。これまで、そもそも12%とか11%とか、何で端数がついていたのか、乖離許容幅があるのにという疑問があったくらいで、これから乖離許容幅を広げるのであれば、むしろ刻みのいいほうが、説明がつくのではないかと思います。

○米澤委員長 5%ということで決めたいと思います。よろしいでしょうか。

次は乖離許容幅です。今、提示されているのは、これまでと同じように、中心線から2標準偏差で計算してここは1%刻みで提案されています。2標準偏差ということですので、これまでと同じバウンドです。改めて広げるわけでもないし狭めるわけでもないということなのです。

加えて2標準偏差はいいのだけれども、ここも5%でいいのではないかという議論も伺ったような気がしますし、もっと広げてという議論もあるのかもしれませんが。今日は、この乖離許容幅のところをもし決められれば決めていきたいと思うのですが、御意見いかがでしょうか。

○堀江委員長代理 これはポートフォリオによって幅がかなり。

○清水委員 違いますね。

○堀江委員長代理 これはポートフォリオによっては、狭くなってしまいますね。

少し微妙な感じもします。例えばjだったら、外国債券は2%しかないです、乖離許容幅は。

○米澤委員長 jもまだ生きているわけですか。

○堀江委員長代理 前提として言うと、かなり狭いやつもありますから、私、何度も言っていますけれども、リスク管理が整うということをきちんと宣言していただいた上で、2標準偏差を基準に丸めた形で若干上にしていただくというのがいいのではないかと個人的には思いますけれども。

○米澤委員長 2標準偏差自体は変わりなくて。

○堀江委員長代理 2標準偏差自体は、私はHを見ているのですけれども、H:10%、9%、4%、8%なのだから、10%、10%、5%、10%にすればどうですかという、2標準偏差は基準なのですけれども、そこまでリジットにやるというのは、私は反対ですが。

○米澤委員長 私は、ここは2標準偏差で端数までとしたほうが説明がしやすいのではないかと思います。

○堀江委員長代理　そうですか。

○米澤委員長　ここはかなりこれから議論が出てくる話ですから、運用をし始めたら、新しい問題も出てくるので。

○堀江委員長代理　インプリメンテーションのところでちゃんとしたリスク管理がどのくらいできるかというところと表裏一体なので。

○清水委員　この間、清水さんに御質問して、すごく納得したのは、乖離許容幅が機動的な運用をビルトインしているということです。例えば外国株式がすごく上がったときに、当然乖離許容幅の上を出たときには売らなければいけないし、その逆で下がれば買うことになる。そういう意味で、売ったり買ったりするという面もきちんとコントロールできる意味での乖離許容幅という役割を考えたときに、例えばHを見ると、国内債券と国内株式の許容幅はそれぞれの計算結果よりも若干広めにして9%に対して10%、8%に対して9%ということになっていますが、これは国内市場はGPIFが売ったり、買ったりするとそれだけ影響が大きいので、許容幅を計算値よりも若干大きめにしているわけです。これに対して、外国債券、外国株式はそもそもマーケット自体が大きい。今回のように急激に円安になったときに、同時に外国株式も上がっていれば、外国株式の割合が大きくなるという事態がすぐに起こりうるわけですが、そういうときに売るという戦略をより機動的にできます。GPIFが機動的に動いても、外国株式市場に与える影響は国内株式市場に与える影響ほどは大きくないということを考慮すれば、例えばここは4%、8%とそのまま置いておくほうが私はいいかと思います。

○堀江委員長代理　納得感がありますね。

○清水委員　いい決め方だなと、ここは9%、8%、4%、8%にしなくて、国内は10%、9%ということで、1%ほど大きめに見ておいて、外国については厳格に4%、8%と決めているというところが結構うまい決め方だなと思っています。

○水野委員　ここは明らかに近くなってくると、計算されてしまうというところがあるので。

○堀江委員長代理　なので複線型というのをセットですね。

○清水委員　それを外すかどうかですけれども。

○米澤委員長　今、平時のときでも原則としてという言葉が入っているのですね。外に出た場合の、売買のスタートに関しては。

●清水調査室長　今はリバランスしなければいけないと。

●三谷理事長　ただし、マーケットがどうなっていようと、直ちにリバランスということではなくて、マーケットの状況を見ながら、でも速やかにリバランスしなさいというのが今の考え方です。

○米澤委員長　原則という言葉は入ってない。

●清水調査室長　現状は入っています。今、この瞬間は。

○堀江委員長代理　来年の3月まで。

○菅家委員 正常へ戻ったら外れると。

●清水調査室長 そこはそうですね。

○水野委員 位置づけが変わりましたね。昔は乖離許容幅というのは、アクシデンタルに上下してしまったときに、ここまでは大丈夫ですよということだったのが、今回の中で機動的になので、もともと意味合いが違うので、ただマーケットからしてみると、ここが広い GPIF のほうが圧倒的に嫌な相手ではあるというのは事実であります。

○堀江委員長代理 どちらがいいということではないでしょう。

○水野委員 上に丸めることによって大きく影響が出るのは2%離れている外国株式だけです。みんなHを見ている雰囲気がありますけれども、私は堀江さんの切り上げ案は反対ではないのですけれども、余り大きな影響が出るというのも。Eの外国債券を10%まで持ってきたりすれば大きいですが。

○佐藤委員 参考までに伺いたい。マーケットのプラクティスというのはどうなっているのですか、そういうときに、乖離許容幅、投資でこういうことが議論された場合に、質問があったらどう答えられるのですか。

○水野委員 2σですね。

○佐藤委員 2σですと説明されるのですか。

○水野委員 そういうパターンが、堀江さんがおっしゃったリスク量管理で。

○堀江委員長代理 こんなのは古いですよ。私は全然こんなのはナンセンスだと思いますが、一応言っています、この中で選べという制約条件の中なので。

○米澤委員長 これだけではないということ。

○水野委員 リスク量管理のほうが良いと思うので、両方やれば良いのではないかと思います。

○米澤委員長 今、1つの案としては、ここに書いてあるように、10%、9%、4%、8%でいいのではないだろうかという議論です。

○水野委員 それはEになってもですか、それとも、今、Hという意味決定したということですか。

○米澤委員長 Hで見えております。これはもう一度、次回でポートフォリオも最終的に決定するということがありますので、もしHが決まった場合には、ここに関して、一応ディフォルトとしてはこの案としていいでしょうということを進めさせてください。

次はオルタナティブです。まず組入れ上限5%ということが出てきて、ここに関しては結構そうでないという方もいらしたかと思いますが、5%でいいのかということと、内容に関してどのように書くかですね。インフラ、PE、不動産、これは実際にこの辺はやりましょうということも含めて少し具体的に出ささせていただいているのですけれども、その場合、こういう書き方、ないしはこれ以外もあり得るので、不動産等とするか、一切書かないとするか。先ほども少し出しましたが、ベンチャー等があれば、それはPEに含めましょうという我々の理解も含めて、このところを簡単に御議論いただければと思い

ます。決めの問題ではあるかと思いますが。

○水野委員 済みません、等は何があるかというのは、一応今のところ。

●清水調査室長 今、考えておりますのは、もし PE と不動産を明記するという形にして、PE の中にはベンチャーキャピタルが含まれるという前提で書きますと、インフラ、PE、不動産、その他運用委員会の議を経たものみたいな、そんな形で書けば、何か出てきたときにこの場でまた決められるという形になるかなと。

○水野委員 その他のところのサブジェクトトウ運用委員会をつける。

●清水調査室長 はい。

○米澤委員長 それが一番やりやすいですね。

○水野委員 やりやすい。

○米澤委員長 そういう書き方で、5%はよろしいですか。

○水野委員 低いと思いますけれども。

○堀江委員長代理 私も低いと思いますけれども、まあ、そういうことで仕方ないです。

○清水委員 その乖離許容幅というのがないのかなと。

○水野委員 上限ですから。

○清水委員 上限が5%。

○米澤委員長 上限です。

○水野委員 カナダは50%です。韓国は20%以上でした。

○清水委員 これはそれこそ5年後にまた見直すときに。

●三谷理事長 基本ポートフォリオの中期計画自体5年ごとに見直しますし、基本ポートフォリオにしても、別に5年たたなくても、マーケットの状況が変わったりすれば、例えば国債の金利がずっと上がってきて、2%という前提はおかしいのではないかと、そういった市場に変化があれば、当然そこで見直すというのがあり得るわけですから。

○清水委員 そうしましたら、5%というのは、この間の PE の勉強会でないですけども、無理やり大きくしても、そもそもいい案件がないと使えないという話もございましたので。

○米澤委員長 当分空っぽかもしれないし、5%といっても。最初5%で、途中で変えられないことはないということでございますので、5%ということと、先ほど言った書き方、議を経るということでまとめさせていただきたいと思います。

○大野委員 5%というのは、例えば債券的なものと、債券のアクティブ、ああいうところの中の内数になってくる。

○米澤委員長 そうです。

○大野委員 トータルとして、エクイティだと外国株式の、その中でトータルの。

●清水調査室長 トータルで5%。

○佐藤委員 それはそういうものとして公表されるということも検討、オルタナティブは中身はこういうものがあって、ちゃんと5%の中に入っていますとか、そういうことまで含めて必要ですね。

●清水調査室長 おっしゃるとおりです。

○米澤委員長 それでは、基本ポートフォリオにかかわることはようやく終わったということによろしいでしょうか。

大分遅れていますけれども、次に、トランジション・マネジャーの見直しについてということで、これは前回からの積み残しなのですが、委員限り 3－1 のトランジション・マネジャーの見直しについて、委員限り 3－2 の管理運用方針の改正（トランジション・マネジャー）について、事務局から説明をお願いしたいと思います。

●青木審議役 済みません、オルタナティブ共同投資の IFC の関係と不動産の関係、恐縮ですが。

○米澤委員長 はい、そちらのほうを、ごめんなさい。

●清水調査室長 時間も押していますので簡単に御説明いたします。

委員限り 2－1 の国際金融公社（IFC）との共同投資による GPIF の新興国株式投資の改善についてということでございます。IFC につきましては、平成 24 年度に実施しましたオルタナティブ投資スキームについての共同投資の具体的な候補先として報告書に挙げた相手先でございまして、調査後、実際私も IFC と具体的な共同投資に向けて 1 年以上かけて議論をしてきました。概ねいいスキームができるだろうという形になりつつありますので、この時点でこの運用委員会に御報告し、大体来年の 3 月末くらいを目途として、実際の共同投資をやりたいということでございます。

今回の目的は、これは具体的には新興国の基本的にはプライベート・エクイティ投資という形になりますが、この趣旨として、私も平成 24 年度からエマージングの上場株式投資を実施してきたわけですが、その際、6 ページ、7 ページ、8 ページですけれども、私も、新興国の GDP をキャプチャーするという趣旨で投資をしたということでございますけれども、これを見ていただきますと、6 ページでは、先進国では日米ともに GDP のセクター構成と上場株式のセクター構成にそんなに違いがないのですけれども、7 ページ目以降を見ていただくと、中国、ブラジル、インドにおいては、かなりその 2 つに差がある。したがって、新興国の場合には上場株式の投資だけではなかなか GDP をキャプチャーできないという問題があるということでございます。

また、2 ページ目ですが、2 ページ目の左の図が各国の上場株式の時価総額を GDP 比で見たものでございます。これを見ていただくと、先進国の 75.4% という数字に対して、新興国を見ていただくと、その数字が低いということなので、そういう意味からも上場株式投資だけではなかなかキャプチャーできないということ。

1 ページ目に戻りますけれども、そういう中で IFC については、世界銀行の姉妹機関ということで、新興国の非上場株式については 50 年、プライベート・エクイティ投資については約 20 年の実績を持っています、世界約 100 か国、100 の事務所に 4,000 人の職員を配置して、そういうような組織を使って投資をしているということでございます。

実際、2 ページ目の右側でございまして、IFC の投資といたしまして、非上場株

式と PE ファンドとありますが、非上場株式のほうは金融にかなり偏っているということです。一方、PE ファンドは、これは先ほど見たような消費財、小売業、特に上場株式は資源とか金融に偏っていることがございますので、そういう上場株式では捕捉できない、こういったセクターにフォーカスしているということです、そういう点からも意味があるのではないかと考えてございます。

また 4 ページ目、5 ページ目でございますが、IFC の運用実績でございますが、これを見ていただきますと、新興国の上場株式 9 % に対して、新興国 PE ファンド上位 4 分の 1 が 14.8%、IFC はそれを上回る 18.9% という利回りを達成しています。

具体的な投資の内容でございますが、PE ファンドの場合、プライマリーの投資だけに限定しますと J カーブ効果というのがどうしても出てしまう。そういう意味で、今回は新規ファンドへの共同投資だけではなく、IFC が現在保有する既存ファンドの一部を譲り受けるという方向で交渉しています。今後、協議の方向性を示したレターを交わし、以降、議論を積み重ねて覚書を締結するというところで考えております。

共同投資に当たっては、これも OMERS 同様、DBJ と一緒に共同投資するという事で、具体的には投資信託を通じて行うということでございます。

IFC の子会社、IFC Asset Management Company というのがございますけれども、スキームとしては、実際 IFC 自体が発掘したファンドの投資案件のうち、今後詰める投資ガイドラインに適合するファンドのみに投資するという形でございます。

5 ページ目ですが、内容的にはファンド・オブ・ファンズと、セカンダリーのファンド・オブ・ファンズになりますが、このうちセカンダリーの部分については、我々とエクスクルーシブな形で既存の IFC ファンドを譲り受ける。プライマリーにつきましては、IFC の新規投資に乗っかるということですが、この部分については、いわゆる AMC として、ファンドを立ち上げるという中で、我々としては新たなファンドのアンカーインベスターとして入ると、こんなことを今のところ計画しているということでございます。

以上、簡単ではございますが、IFC の案件でございます。

続きまして、委員限り 2-2 の不動産投資に関する考え方についてでございますが、不動産投資についても、先ほど申し上げたオルタナティブ投資スキームについての調査研究でオルタナティブの対象として入っていたということでございます。特に不動産に投資する意義としては、安定的な長期的なリターンということ。特にインフラにおける先進国稼働済みコア投資と同様で、安定かつ長期的なリターンが得られるということです。

もう一つ、賃料がインフレを反映し、それに連動するという事で、インフレヘッジ効果があるということ。さらには分散投資になるということかと思います。

続いて不動産マーケットの概要ということでございまして、これを見ていただきますと、グローバル全体の約 4 割がアメリカ、日本は 15%、イギリス、ドイツ、フランス、こういった形で続くということでございまして、アメリカにおけるセクターを見ますと、約 4 割がオフィス、次いで住居、倉庫、商業施設、こんな感じでございます。

最近の市場動向ということでございますけれども、特にグローバルに若干の過熱感が見られるということで、これはいわゆるイールドスプレッドでございますけれども、特にニューヨーク、シンガポール、香港、ここについてはかなりスプレッドが縮小して、いずれも2%を切る、そういう水準である。一方、高いのが東京とあとはシドニーということで、その次くらいにロンドンという状況になっています。

国内の不動産マーケットでございます、これについては、まず国内不動産の市場規模イメージと書いてございます。全体で25百兆円という推定の数字もございますが、投資可能な証券化された不動産、これが約33兆円、そのうちJ-REITが9兆円。証券化されていない収益不動産全体では2百兆円ということでございますので、それなりの規模があるということでございます。特に日本の不動産マーケットで売買される大規模の物件についてはJ-REIT及び海外の年金が主要な投資家となっています。

特にこの下の部分でございますけれども、東京ビジネス地区における平均賃料と空室率の最近の状況でございますけれども空室率が下がっていく一方、平均賃料が若干上がってきている状況です。また、不動産のリターンでございますけれども、これはそのリターンをインカムとキャピタルと分けたものでございます。当然キャピタルについては、不動産価格に依存するわけですが、インカムリターンを見るとかなり長期的に安定していて、かつ10年国債との間でかなりのスプレッドが取れているという状況でございます。

主要な年金の投資状況ですが、6ページ目でございます。主な部分としては、ノルウェー、韓国、アメリカ、カナダ、オーストラリアということで、それぞれ資産規模に対して、ノルウェーの場合で1%、韓国で4%、アメリカ9%、カナダ11%、オーストラリア6%ということでございます。

国内の機関投資家や年金につきましては、例えば基金数ベースで、年金で言いますと、43%、一般の機関投資家では87%という形でございます。

7ページ目、8ページ目がノルウェー、アメリカ、企業年金連合会の実際の投資状況でございますけれども、時間の関係でここは割愛させていただきまして、「GPIFの投資状況」ということで、9ページ見ていただきますと、私どもとしては、海外の不動産については、既にMSCIの中にREITが入っていますので、そういう意味で上場REIT、これは既に投資済ということで、その規模が大体3,793億円でございます。

一方、国内については、これはこの3月のマネジャー・ストラクチャーにおいて、新たにJ-REITを投資対象にしたということですが、現在100億円にとどまっている、こういう内容でございます。

以上、簡単ではございますけれども、不動産に関する説明でございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございます。

前半のPE、IFCとの共同のほうは、これは具体的に契約しますということの御提案ですね。

●清水調査室長 まだその状況ではなくて、今後、デューデリをきちんとして、クライテ

リアを決めて、大体3月末に実際の投資が開始されるような形で進めよう。

○米澤委員長 不動産に関しては、これから始めるので、マーケットの状況としては、こういう格好になっていますということ、一部REITは始めていますと。

●清水調査室長 はい

○水野委員 IFCはどうしたらいいのですか、MOUかなんか結ぶということをここで承認してほしいと、単に頭出しですか。

●三谷理事長 こういうことがここまで進行していますということで。

●清水調査室長 今まではそんなにコストをかけずにやってきたのですが、一応レターを交わすとかかなり投資を行う方向で実際デューデリ等を行いますので、コストがそれなりにかかるという形になるので、そういう意味で我々としては本気でというか、最後当然合わなければだめなわけですが、本気で実際に交渉するという、そういう契機にここで御報告をさせていただこうという話です。

○水野委員 私の本職なのでコメントさせたら幾つでもありますが、第一印象としては随分難しいのをやられるなという気はします。もっと簡単なやり方もあるような気はするのですが、これは別にやってもいいのですけれども、例えばセカンダリーが入っているので、このプライシングのリスポンシビリティもありますし、AMCの場合、IFCの子会社ですから、その価格の利益相反とか、結構マネージの難しいストラクチャーに取り込まれるなという印象はあります。

○米澤委員長 アドバイザーにもなっているというので。

○水野委員 それはもちろんします。

○米澤委員長 アドバイスしてください。

○水野委員 こういうので案件が出てきたときには、こういう形で報告をして、本格的に進みますとか、そういう形で今まではやっていたということですね。

○米澤委員長 今までは出てきませんでしたから。

○水野委員 何をチェックしようかと思っていたときに、今の話では、基本ポートのときに、オルタナの3つの種類については一応認めたという方向を出すということなので、そうすると、これはその他には入らない。

●清水調査室長 そういう形になります。

○佐藤委員 質問ですが、これはIFCにとってのメリットは何なのですか。

●清水調査室長 IFC自体、かなりバランスシートが膨らんでおり、しかも新規投資もしたいという中で、ある程度回転させてというか、そういう中で、当然投資するときにはある程度大きいほうがそれなりに分散等も効くという意味においてよいという判断の中で我々お互いメリットがあると。御指摘のとおり、セカンダリーの部分については、まさにコンフリクトの問題が発生しますので、ここは投信の運用者が実際に、ある種プロフェッショナルといいますか、中立的な立場でプライシングのチェックをするという形を想定しています。

○大野委員 OMERS のときは、結構向こうの年金とのタイアップですごく親和性があったのですけれども。IFC のことをほとんどの国民は知らないと思います。したがって、IFC についてきちんと運用の実績、組織ですとか、あるいは信用度とか、前広にぜひ国民に説明する必要があります。

●清水調査室長 もちろんそこは。

○大野委員 IFC は、ここにおられる皆さんは御存じですけれども、国民は、ほとんど知らない。

●清水調査室長 ワールドバンクは知っていると思います。

○大野委員 世界銀行は知っているでしょうね。

○米澤委員長 よろしいでしょうか。そういうことで引き続き、注意深く進めてくださいということですね。

それでは、トランジション・マネジャーの見直しについてでございます。

●陣場運用部長 委員限り 3－1、3－2、続けて説明させていただきます。トランジション・マネジャーの見直しについてということで、これは堀江委員から問題提起を頂戴していたところでございます。

まず現状を簡単に御説明いたしますと、トランジション・マネジャーということで、各資産ごとに2社ないし3社を資産管理機関をプール制ということで割り当てて、その中から選んでポートフォリオの移行をお願いしているところでございます。

次のページをおめくりいただきまして、このトランジション・マネジメントの手続がプール制をとっているということで、まずプールの中から選ぶという手続等もあるものですから、大変時間がかかるというのが実情ということでございます。

また、3ページ目になりますけれども、これまでの平成23年度に今のスキームが導入されてからの実施状況ということでございますが、前半部分、こちらはトランジション・マネジャーをお願いしたわけですが、事後の取引コスト、これが事前の見積りより上回っているというのが実態でございまして、芳しい結果とは言えないというところでございます。また、後半については、パッシブの運用機関にトランジション・マネジメントの役割をやっていただくということも実施したわけですが、こちらでも随分コストがかかってしまったというのが実態でございます。

そうした状況下、4ページ目になりますけれども、現状の課題をまとめますと、まずプール制で時間がかかる。資産管理機関、指定単契約のもとで行っているということで、そもそも管理機能を持ってないとトランジション・マネジャーの任務が入ってこないということがございます。またパッシブの運用機関に任すという方法も時間の短縮にはつながったわけですが、残念ながらコストがかかる。部分最適の追求が全体最適につながっていないといった課題が見られるところでございます。

そうした中で1つ、解決の方策として出てまいりますのが、5ページ目の箱の一番下になりますが、トランジション・マネジャーのユニバースを広げるということで、投資一任

契約方式によるトランジション・マネジメントも認めて、広く募集をかけてみてはどうかというのが1つ解決のアイディアとして出てきます。

そうした点を踏まえまして、6ページで今後の方向性ということでございますけれども、プール制を廃止いたしまして、改めて公募をかけてみてはどうだろうか。具体的には内外株式、外国債券において1社ずつトランジション・マネジャーの機関を改めて選定をしてみてもどうかというのが現状のアイディアでございます。

それから、6ページ目の3のマルの4つ目ですが、債券については比較的トランジション・マネジャーの必要性は薄いわけでございますが、今回、外国債券のマネストの中で、エマージングの債券でございますとか、ハイ・イールド債券のマネジャーというのを見てございまして、こうした流動性の低い分野についてはトランジション・マネジャーの活用が非常にコストの低減に役立つのではないかとということで、外国債券についても選定をいたしたいと考えているものでございます。

具体的な公募要綱案ということで、現状の指定単方式によるもの、7ページ目になりますが、投資一任方式によるもの、この2つのカテゴリーを設けて募集をいたしたいと考えてございます。

最後にスケジュールでございますけれども、基本ポートフォリオの議論が一段落した段階でトランジション・マネジャーの募集をかけるということを考えております。

続きまして、3-2でございます。こうしたトランジション・マネジャーの見直しに伴いまして、あわせて管理運用方針も改めるというのが3-2の資料でございます。

ポイントは、プール制の廃止、投資一任方式によるトランジション・マネジャーも認めていくこととなりますので、トランジション・マネジャーというものが管理機関の仕事というよりは、運用機関の仕事と変貌してまいりますので、運用受託機関の規定をトランジション・マネジャーにもはめていこうというのが改正の趣旨になってまいります。

具体的には3ページ目をご覧くださいいただければと思いますが、現行、青字で書いてあるものが今の運用機関に適用されている規定です。それをトランジション・マネジャーのほうにも適用していくというのが基本的な考え方になっております。ただ、トランジション・マネジャーの特性として、少し運用機関の規定がフィットしないという部分が幾つかございますので、そうした点は手を加えているということでございます。

幾つかかいつまんで申し上げますと、まず5ページ、下のほうをご覧くださいと思いますが、現行、青字で国内株式の運用機関についてはスチュワードシップ・コードへの対応ということで、エンゲージメント等取り組みをなさいという規定が入っておりますけれども、トランジション・マネジャーというのはせいぜい1週間か2週間くらいしか株を持たないところでございますので、そうした短期間しか持たない先にスチュワードシップの活動をお願いするのは少し酷な話であるということでカットをしています。

10ページをご覧くださいませでしょうか。現行の②のところをご覧くださいませとプール制ということで、あらかじめ資産ごとに複数社を選定するといったプール制を前提とし

た規定が入っておりますが、プール制の廃止に伴って、こうした定めを改めるということでございます。

それから、14 ページをご覧くださいと思いますが、トランジション・マネジャーの評価項目ということでございます。運用機関でございますと、14 ページ目の選定基準ということで、例えば投資方針、運用プロセスといったことが大変重要なテーマになってくるわけでございますが、トランジション・マネジャーというのは、旧ポートフォリオから新ポートフォリオにいかに円滑に移行するか、その能力を問うものでございますので、1 ページに戻っていただきまして、13 ページ目のトランジション・マネジャーの規定をご覧くださいと思いますが、評価の項目のメインポイントは、取引執行能力、いかに要らないものを売り、必要なものを買うかという能力を問うということで、それが重要な評価項目になってくるといったところでございます。

簡単ではございますが、私からの説明は以上でございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございます。

よろしいでしょうか、こういうことで、大分改善されると思いますので、決めたいということ。

それでは、もう一つだけございます。資料 1 の年金積立金管理運用独立行政法人の平成 25 年度業務実績評価結果、資料 2 の年金積立金管理運用独立行政法人の中期目標期間の業務実績暫定評価結果及び資料 1・2 委員限り参考資料の業務実績の評価結果について、事務局から説明していただきたいと思いますので、よろしくお願いいたします。

●青木審議役 3 つ資料がある中の 2 つが分厚いのですが、資料 1・2 委員限り参考資料という横長の 1 枚紙をご覧ください。

個別の評価項目ごとに平成 22 年度以降の当法人の自己評価と厚生労働省独立行政法人評価委員会の評定、そして、この 4 年間を通じた暫定評価を記載しております。なお、この中で、S とか A とかありますけれども、S は中期計画を大幅に上回っている、A は中期計画を上回っている、B は中期計画におおむね合致という意味でございます。

この資料により、まず平成 25 年度の業務実績評価について申し上げますと、右側のほうですけれども、個別項目ごとの評価につきましては、評価項目 3、評価項目 5、評価項目 9、後ろ側に評価項目 11 というのがございますけれども、これらの自己評価を S としましたが、委員会の評定はこれらのうち評価項目 11 の経費節減のみ S で、他は A とされまして、評価項目 12 が B ということでございます。

平成 25 年度につきましては、インフラ共同投資の導入、国内外の株式におけるマネジャー・ストラクチャーの見直し、物価連動国債の導入決定、また昨年 6 月の基本ポートフォリオの見直し等、幾つもの取り組みを行ってきたところではございますが、S 評価まではいただけなかったということは残念でございますけれども、全体としては概ね良好な評価をいただいていると考えております。

資料 1 でございますけれども、平成 25 年度の評価結果の文章全体でございまして、前

のほうに評価委員会の評価結果のうち、文書でまとめている部分がございます。後ろのほうは業務実績評価シートということで、12の項目ごとに中期目標、中期計画等の関係規定と対応する業務実績を表形式で掲載し、また、当該12の項目ごとに自己評価とその理由、また委員会の評定とその理由等を表形式で掲載しているというのが後ろのほうについている資料でございます。必要に応じて、お時間のあるときにご覧いただければ幸いです。

それと次に暫定評価のほうでございますが、平成22年度から平成25年度までの4年間の期間が対象となっております。

資料1・2に戻っていただきますと、一番右側のほうに記載をしております、この4年間の評価が厚生労働省で数値化されております、それを単純平均して出しているというような考え方でございまして、3.5以上4.5未満であればAとか、4年間の点数化された評価を単純平均して項目ごとに出しているということで、評価項目11がSで、他はすべてAとなっております。

資料2が、暫定評価結果の文書全体でございまして、こちらにも前に文章部分がありまして、その後ろの暫定評価シートという構成となっております、前のほうの文章部分を若干御紹介いたしますと、1から2ページ目にかけてまして、4年間の資産別収益率は国内株式でベンチマークを上回り、またはベンチマーク並みであったというようなことが1から2ページ目にかけて書いてあります。

また、運用資産全体の収益率と複合ベンチマークの収益率との比較では、この4年間で1.78%、これは期間率でございますが、プラスの超過収益率を得たというようなことも、2ページの上のほうに記載されております。

また、2ページの中ほどで、昨年6月の基本ポートフォリオの変更やキャッシュアウト等対応ファンドの設置の取り組みを評価する旨が記載されております。

それと4ページにまいりますと、基本ポートフォリオの検証・見直しについて、今後の検討を期待する旨書かれております。

6ページの真ん中あたりでは、これまで行った委託調査研究とその活用について評価するといった旨等書かれてございます。また、6ページの下ですが、管理委託手数料の節減等、業務効率化について記載がされているという内容で、必要に応じて後ほどご覧いただければと考えております。

御報告は以上でございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございました。

これはこういうような報告をいただきましたということです。暫定というのは、まだ今年度正式に終わってから今後正式なものがあるということです。

●青木審議役 来年度、第2期中期目標期間5年間の最終評価を行います。それに先立って、今年度は4年間分で暫定評価をこの中期目標期間について行うということでございます。

●森参事官 ポートフォリオにつきまして、私どもの大臣が運用のあり方と体制のあり方の両立ということをよく言うておりますけれども、まさに今日御議論いただいたということ。例えば機動的な運用につきましても、市場の予測等につきまして、これはきちんとした体制をつくらなければいけない。あと、不動産、PE という形で出すということでございますが、不動産の運用能力というのは本当にあるのかとか、そういう体制の話はすぐ問題になるわけですが、それはもしかして中期目標の書き方の話かもしれませんけれども、委員からも御意見出ましたけれども、ここは表裏一体に考えていかなければならないということでございます。まず、これは自由にできるのだという話があるけれども、体制が後からだということだと、なかなかこれは御不安もありますので、そこはいろいろとまた御検討いただければよろしいのかなと考えております。

○米澤委員長 どうもありがとうございました。よろしいでしょうか、今のことで。

●三谷理事長 おっしゃるとおり、体制ができないのにできるわけがないので、ただ、やれるかどうかかわからないのに、先に体制だけつくれと言われてもまた困りますので、結局こういう方向で動きますよということを決めていただければ、それに沿って、ある程度の時間をかけて体制をつくり、そういった体制の整え方を見ながら逐次新しいところにも手を染めていくというのが実際的なやり方だと思っています。

●森参事官 書きぶりとか、打ち出し方とかいろいろあると思いますけれども、例えばある種、厚生労働大臣が認可したときから、自由に GPIF が不動産を売り買いしてもいいとなるとする。でも体制がどうなっているのかというと、結構国民の不安とかたくさんあります。そこら辺のまさに兼ね合いみたいな話なのだと思います。

○米澤委員長 ですから新しいポートフォリオ等が決まったら可及的速やかに体制を整うように御努力をお願いしたいと思います。

それでは、本日予定していました議事を終了しますので、今回これにて終了したいと思います。次回は必要あればボーディングになる可能性がありますので、皆さん方、御出席できますね。

最終的には事務局ともう一度相談しますけれども、可能性もありますので、事務局と調整のほうをお願いしたいと思います。

それでは、事務局から連絡事項があれば、お願いしたいと思います。

●青木審議役 委員限り 1 のポートフォリオ候補とリスク検証について、それと委員限り 2－1 の国際金融公社（IFC）との共同投資による GPIF の新興国株式投資の改善についてにつきましては、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。

なお、委員限り 2－2 の不動産投資に関する考え方については、冒頭申し上げましたようにお持ち帰りいただいても結構でございます。

次回の運用委員会につきましては、また事務局で調整させていただきまして、日時・場所につきましては別途御連絡させていただきます。

以上でございます。

○米澤委員長　どうもありがとうございました。