第87回運用委員会議事録

1. 日 時:平成26年11月12日 (水) 17:00～19:00
2. 場 所:年金積立金管理運用独立行政法人 大会議室
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) 投資原則・行動規範について
 - (2) リスク管理状況等について
 - (3) その他

●青木審議役 それでは、ただいまより、第87回運用委員会を開会いたします。
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	資産構成割合の変更に係る取組状況について
委員限り 2	平成26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	当法人の現状のガバナンス体制等について
委員限り 4	G P I Fの投資原則・行動規範
委員限り 4 参考資料 1	オンタリオ州教職員年金投資原則 (仮訳)
委員限り 4 参考資料 2	第1回ガバナンス会議概要
委員限り 4 参考資料 3	機関投資家は合理的な投資信念を持っているのか?
委員限り 5	不動産投資に関する考え方について
委員限り 6	トランジション・マネジャー公募について
委員限り 7	リスク管理状況等の報告 (平成26年 9月)

なお、委員限り 1 の資産構成割合の変更に係る取組状況について及び委員限り 2 の平成26年度キャッシュアウトへの対応と今後の見通しにつきましては、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。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、米澤委員長をお願いいたします。

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

それでは、本日の議題に沿って進めさせていただきたいと思います。

まず最初は、委員限り1の資産構成割合の変更に係る取組状況についてでございます。事務局から説明をお願いしたいと思います。よろしくお願いします。

●青貝企画部長 御説明いたします。資産構成割合の変更に係る取組状況についてということで、A4の横の紙をご覧ください。これまでの対応内容についてということで、基本ポートフォリオ公表までの対応ということのおさらいでございますが、(1)で、今年4月の運用委員会で乖離許容幅の範囲内での機動的な対応が議論され、その後開始させていただきました。

(2)で、8月の運用委員会で乖離許容幅の適用を弾力的にいたしまして、乖離許容幅を超えて国内債券から回収し、それを残りの3資産に配分するというオペレーションをしました。この状況については、後ほど数字を使って御説明いたします。

新しい基本ポートフォリオ公表後の資産構成割合の変更に係る進め方のおさらいでございますけれども、1つ目といたしましては、基本的に乖離許容幅の範囲内に収まるように回収又は配分を行う。

2つ目としては、新しい基本ポートフォリオへ移行するまでの間、乖離許容幅を超過することについては、許容するということ。

3つ目として、乖離許容幅の中での機動的な対応につきましては、投機的なものではなく、確度の高い場合に対応できるということ。

この3点について明記されたところでございます。

恐縮ですが、裏面をご覧ください。冒頭ご説明いたしました新しい基本ポートフォリオ公表までの間の対応状況につきまして、簡単に御説明いたします。

上記1(1)の対応とございますのは、乖離許容幅の範囲内での4月時点から7月までの間のオペレーション、1(2)対応については、8月以降の乖離許容幅を超えた対応を指しております。その合計欄が一番上の表の下の行にございます。国内債券でございますが、合計約4兆6千億円の回収を行いました。それを3資産に配分いたしました。その3資産の配分合計につきましては、表の一番右下でございますが、4兆5千億円弱と、概ね回収と配分とで、バランスのとれた形になっているところでございます。

以上の結果、どういった数値になっているかということ、一番下の表でございます。これが新しい基本ポートフォリオでの比率でございますけれども、平成26年10月の欄、一番下の表の右側の列をご覧ください。国内債券でございますが、47.40%ということで、左から2つ目の行に新基本ポートフォリオの乖離許容幅を載せております。上限の45%よりも少し高い水準にあるというのが国内債券の現状でございます。

続きまして国内株式でございますが、右に目を戻していただきまして、18.34%、この数字は国内株式の乖離許容幅の下限、左側でございますが、25%プラスマイナス9%の下限である16%を上回っております。

外国債券でございますが、10月末時点での12.37%に対して基本ポートフォリオの下限

は15%プラスマイナス4%の11%ということで、乖離許容幅の範囲に入っております。

最後に外国株式でございますが、10月時点で18.06%、これに対して乖離許容幅の下限は25%プラスマイナス8%の17%でございますので、こちらも乖離許容幅の中に入っているということでございます。

ちなみに現状公表いたしておりますのは、その1つ上の箱でございますけれども、従来の構成に基づく数値でございます。真ん中のあたりに平成26年6月というのがございます。この数値が最新の公表数値でございます。11月末に平成26年9月末現在といったものを公表させていただく予定でございます。平成26年6月と9月を比較していただきますと、債券からの回収、それ以外の3資産への配分という状況がおわかりになると思います。

私からの説明は以上でございます。

○米澤委員長 ありがとうございます。ただいまの説明につきまして、御意見、御質問等がありましたら、お願いしたいと思いますが、いかがでしょうか。よろしいでしょうか。私、あるところかどうか、皆さん方わかっているかと思っておりますけれども、公表前に国債を売って、今も売っているのではないかと認識していると言いましたけれども、それは大分オーバーステイトだったということで、そういうことは言うべきでないということでございますので、改めて皆さん方、御確認いただければいいかなと思っております。

よろしいでしょうか、こういうことでございますので、これは回収でございますね。

●青木審議役 はい。

○米澤委員長 次に進めさせていただきたいと思っております。続きまして、委員限り2の平成26年度キャッシュアウトへの対応と今後の見通しについて、事務局から説明をお願いしたいと思います。よろしく申し上げます。

●青貝企画部長 委員限り2の御説明をさせていただきます。このキャッシュアウトへの対応と今後の見通しにつきましては、四半期ごとに、この資料の目的は、キャッシュアウトをしてきちんと元利金の償還で賄えているか、あるいはマーケットで何か売却等を行っているかどうかというのを確認いただくという意味で御報告してきたものでございます。今回の四半期、直近7月から9月につきましては、この表の下から2つ目の箱にございませんとおり、7月から9月でキャッシュアウトがございませませんでした。回収のみがあったということで、今回特別御報告申し上げるような事象は発生していないということを念のため申し上げます。

私からの説明は以上でございます。

○米澤委員長 いかがでしょうか。

○佐藤委員 質問なのですが、キャッシュアウトの季節性というのはあるのですか。

●三谷理事長 これは偶数月に基礎年金も厚生年金も払われますので、まず偶数月しかキャッシュは出て行きません。あとは年金特別会計の資金繰り状況で、年金特別会計から、このときは幾らくらい出してくれということで、これは想像ですが、7月から9月はかなり資金に余裕があったのかなということになると思います。

●森参事官 保険料収入がたくさんあれば、その分、給付に回せるわけですので、景気が非常に好調ですと、キャッシュアウトをしていただかなくても結構なのですけれども、ここ数年のようにデフレ下で保険料収入が少ないと、積立金のほうから、バッファーフاندからの資金繰りという意味で、お金をいただかなければいけないという状況でございます。

●清水調査室長 あと影響するのが厚生年金基金というか、代行返上の部分でテンポラリーに入ってくるケースがあります。

○米澤委員長 なかなか難しい。ベースはわかりやすいのですけれども。

○水野委員 これはどのくらいの期間をもって数値がくるのですか。

●三谷理事長 正確な数字は支払い月の2カ月前の月末です。

○水野委員 2カ月前の月末に来ているのですね。

○米澤委員長 今まで対応が大変だったということはあったのですか。

●三谷理事長 いろいろございました。

●森参事官 私ども月次計画を立てるわけで、GPIFとしては、年の最初のほうにキャッシュアウトのことをいろいろ計画していただくのですけれども、今、申しましたように、景気がよくて実はお金も要らなかったとか、そういう話になりますと、キャッシュアウトに用意したお金をどういうふうに使ったらよいかとか、非常に低い利率のキャッシュを持っていたら全体的にはパフォーマンスが悪くなってしまうわけですから、例えばそういうような影響があるということでございます。

●三谷理事長 一番大変だったのは2年前でした。予算が足りないので、当初、交付国債案というのが出て、国債の紙切れはくれるけれども、資金繰りはGPIFでやれというのが来まして、そのときは相当期初からかなり走ったのですけれども、それが一たん取りやめになったのです。その後、今度は赤字国債を発行できないかもしれないと。まだ民主党政権の最後のころです。そうすると国の資金繰りがどうしてもつかなくなるので、場合によっては年金のほうに、年金に対する補助金を支給するのをやめて、GPIFのほうで対応してもらう可能性があるということで、そのときは相当なキャッシュアウトをしなくてははいけないのではないかということで、こちらも臨戦態勢になったわけです。それも最終的には無事そういうことにならずに済みましたが。

○米澤委員長 最後にGPIFに回ってくるわけか。当面は賃金も上がっているんで、心配しなくてよろしいでしょうか。

(「はい」と声あり)

○米澤委員長 ありがとうございます。

次に投資原則、行動規範についてということで、先般ガバナンス会議が開催されました。その議論の概要を含めて、委員限り3から委員限り4、参考資料2について、事務局から説明をお願いしたいと思います。よろしくお願ひします。

●青木審議役 ガバナンス会議に関することにつきましては、後ほど青貝部長より御説明

申し上げますが、先般ある委員のところにお伺いした際に、当法人のガバナンス体制等の現状につきまして、改めて各委員に共通の事実認識を持っていただいて、そうした事実認識の上に立ってガバナンスにかかわる運用委員会等での議論を進めたほうがよいというお話もその場で頂戴しております。そこで御案内のことも多いかとは存じますが、ガバナンス会議の説明に先立ちまして、ガバナンス体制等の現状について、簡潔に御説明させていただくこととしたものでございます。

委員限り3をご覧ください。委員限り3は、後ろの2枚を除きまして、厚生労働省の社会保障審議会年金部会に設置されました年金積立金管理運用に係る法人のガバナンスの在り方検討作業班の資料でございまして、11月10日の会合で配付されたものと承知いたしております。適当な資料がございましたので、これを参照するような形で申し上げさせていただきます。

2ページにリスク管理等に関する体制という表題になっておりますが、言いかえますと、内部統制体制を示しております。まず、この図の前提になる法制度を申し上げますと、独立行政法人通則法では独立行政法人の長が法人を代表するということが規定されております。またGPIF法では、当法人に監事2人を置く又理事1人を置くことができるということが規定されております。監事は独立行政法人通則法の規定によりまして、厚生労働大臣が任命し、法人の業務を監査するほか、法人の長又は厚生労働大臣に意見を提出することができるものとされております。理事は理事長が任命し、GPIF法によりまして、理事長を補佐して、当法人の業務を掌理することとされております。独立行政法人通則法は本年6月に改正されまして、調査権限がより明確化されるなど監事に関する規定の見直しも行われたところでございまして、その改正の施行につきましては来年4月ということでございます。

次に2ページの図の緑色の枠囲みの中に、業務の有効性・効率性の確保体制、法令等の遵守体制、損失危機管理体制、情報保存管理体制、財務報告等信頼性の確保体制と5つほど太い字で書いてございますが、これら5つが、当法人が平成23年度に策定した内部統制の基本方針というものの柱立てでございまして、これらの柱立てに沿って業務の有効性・効率性の確保体制につきましては、業務を有効に、あるいは効率的に行うため理事長の意思決定を支える体制として経営管理会議、企画会議、契約審査会等を設置しているということでございます。

そして法令等の遵守では、コンプライアンス委員会、損失危機管理体制では、運用リスク管理委員会、運営リスク管理委員会。

情報保存管理体制では、情報セキュリティ委員会を設置しています。

なお、去る10月30日コンプライアンス委員会に法令遵守の周知、役員等の法令遵守状況の確認等を行うコンプライアンスオフィサーが設置されたことについて御報告申し上げます。

この資料の監事というところの横に、会計監査人等の記載がございますけれども、会計

監査人につきましては、独立行政法人通則法では、原則として独立行政法人は財務諸表のほか、事業報告書の一部等につきまして、監事監査のほうから会計監査人の監査を受けなければならないとされております。

その下の契約監視委員会は、独立行政法人の契約状況に係る平成21年の閣議決定を踏まえて、当法人の契約の点検・見直しを行うため設置されているものでございます。

それと下のほうに三様監査会議というのが書いてございますけれども、これは財務報告等の信頼性確保のため、監事、会計監査人、監査室と密接な連携を保ち、それぞれの監査の実効性・効率性向上に資することを目的に設置されているものでございます。

それと図にはございませんけれども、外部の検査ということでは、当法人の会計は会計検査院法上の検査が必要なものに含まれておりまして、近年では毎年度3回程度、検査院の検査も受けているというような状況でございます。

3ページと4ページのリスク管理関係ですが、これは御案内と存じますので、説明は省略させていただきます。5ページの③では、基本ポートフォリオの管理と必要に応じた見直しの検討ということで平成23年度の実例を示しております。すなわち東日本大震災や世界同時株安に際して、①の短期的なリスクのモニタリングに加え、②のエコノミストからのヒアリング等によりマクロ的観点からの検討も行い、③の運用委員会で議論を行った結果、長期的な市場の構造変化は現在のところ確認できないとの結論を得て、基本ポートフォリオを維持することとしたというものでございます。市場動向については、引き続き注視することとされたということでございます。

6ページは年金積立金のデータ管理システム、GDPRと言われるものです。

7ページから8ページは、運用受託機関の管理及び評価の関係、インハウスの運用に係る法人内、組織体制に関する資料でございます。以前も御説明しております内容を含んでおりますので、説明は省略させていただきます。

10ページ以降は、今の運用委員会の権限、役割に関する資料でございます。10ページの2のところには権限を記載させていただいておりますけれども、次の11ページは、中期計画等に係る事前承認が導入された際の運用委員会の資料。また、その次の紙は、運用委員会のもとに置かれたガバナンス会議に係る運用委員規則改正の資料を添付させていただいたものでございます。

以上、大変簡単ではございますが、当法人の現状のガバナンス体制等の全体像につきまして、改めて資料をお示しし、簡潔に説明を加えさせていただきました。今後、投資原則、行動規範の検討等の取り組みをまさに進めていただくわけでございますけれども、ガバナンスの法制度面の見直しにつきましては、先ほど申し上げました厚生労働省の検討作業班で検討中であるということは御案内のとおりでございます。

○米澤委員長 続きまして、ガバナンス会議の議長でもあられます堀江委員から、委員限り4から参考資料3について御紹介をお願いしたいと思います。

●青貝企画部長 事務局のほうから。

○米澤委員長 その前にありますか。

●青貝企画部長 済みません。もう一度念のため、目次、配付資料を御参照ください。まず私から、委員限り4、参考資料1、2まで御説明させていただきたいと思います。

投資原則・行動規範について、今後、ガバナンス会議で御議論の上、運用委員会のほうで、お決めいただくということで、前回の運用委員会で御了解いただいたところですが、第1回のガバナンス会議の開催状況も含めて御報告させていただきたいと思います。

併せて、先ほど米澤委員長からお話がありましたように、堀江委員から、合理的な投資信念、投資原則に当たるものですが、有用なレポートがあるということで、御示唆賜っておりまして、そのあたりをかいつまんでお話しいただけると聞いております。

長くなりましたが、私からは、委員限り4の資料を御説明させていただきます。GPIFの投資原則・行動規範についてということで、ガバナンス会議で御審議いただくに先立ちまして、今、現状どういったものがあるのかということを確認させていただきたいと思います。

1つ目は御案内のとおりの中期計画でございます。定められているのも、そこに書いてありますような基本的な項目になります。それから、もう一つ、役職員向けにコンプライアンスハンドブックというものを準備して適宜参照いたしております。これは法人の中にありますさまざまなルール、倫理規定、就業規則といったものを1つの冊子に取りまとめて参照できるような形にしているものでございます。

これが私どもの現状でございますが、これから御説明する部分については、他の公的年金ではどのような形になっているのかということについて、御説明をさせていただきたいと思います。右上に小さい字で2ページと書いております。

まず、枠組みでございますが、これから御説明する4つの海外公的年金につきましては、先ほど申し上げました私どもでいう中期計画に当たるものと行動規範に当たるものに、何かそういう原則のようなものを定めているケース、それから全く定めていないケース、あるいは中期計画と一緒になったようなケース、いろいろなケースがございます。

オンタリオ教職員年金基金の場合には3種類全部あるケースでございます。まず、私たちの投資信念、投資原則に当たるものですが、具体的にリスクテイクの必要性ですとか、市場の非効率性からの収益獲得、負債側を考慮した戦略、分散投資の必要性などを規定した短い文章をつくっております。今日は詳しくは御説明いたしませんけれども、委員限り4の参考資料1で、「オンタリオ州教職員年金～投資原則（仮訳）」をつけさせていただいております。

委員限り4の参考資料1でございますが、大きく2つの箱に分かれておりまして、1つ目が私たちは何者かということで、言ってみれば、年金基金の中のチームワーク体制であったり、適切な権限委譲であったり、あるいは年金基金の企業ブランドみたいなものについて改めてその重要性をうたっているというのが1つ目の囲みでございます。

それから、もう一つは、どのように投資を行うのかということで、10項目近く並んでいます。先ほど申し上げましたようなリスクテイクの必要性や非効率性からの収益獲得等々が記載されているものでございます。

少し参照のほうが長くなりましたが、本紙のほうにお戻りいただけますでしょうか。今、オンタリオ教職員年金基金の投資信念について御説明いたしましたが、オンタリオ教職員年金基金では、それ以外に、中期計画に近いものとして、オンタリオ教職員年金基金の投資方針・手続に関する文書というものも定めております。

それから、最後に行動規範でございます。この年金基金の場合には対象範囲として、ボードメンバー、理事会の皆様、当法人でいえば運用委員の皆様にご該当いたしますが、役職員、それからいろいろな契約先についても、適用の対象としている規定でございます。守秘義務、利益相反の取り扱い、あるいは職務専念義務ということで、外部活動をどれくらいしているのか、そういう兼業の取り扱いについて書いている規定、あるいは会社資産ということで、外部の業者の方が法人のためにいろいろな調査やITのいろいろな構築をすることがあるわけですが、その知的資産については基本的に年金基金に属しているといったような話等々が記載された内容でございます。

以上、簡単でございますが、オンタリオ教職員年金基金でございます。次のCPPIBにつきましても、同種のもので定められております。CPP投資ポートフォリオの投資目的、方針、期待収益率、リスク管理に関する文書の概要でございます。これは当法人の中期計画に近いものだけが定められているということでございまして、投資原則に当たるものは明確にはないという状況と認識しております。

一方、行動規範につきましては、先ほど説明したのとほぼ同等の内容であり、対象範囲としてはボードメンバー、理事会の方、それから、役職員というところを対象として行動規範が定められているというところでございます。

次のページをご覧ください。3番目はオランダのABPでございます。こちらは2つ目の箱に、投資原則2010と書いておりますけれども、この内容は、当法人でいう中期目標と、投資原則に当たるものを両方足したような内容になっております。したがって、投資原則に近いものとしては、2つ目のマルで書いておりますが、投資リスクが報われる、分散投資はフリーランチであるとか、そういった内容が書かれているものでございます。残念ながら行動規範につきましては、英文のものが入手できなかったということでございます。

最後にカルパースでございます。カルパースにつきましては、カルパースの信念ということで、今後、御議論いただく投資原則に近いものがございます。特徴としては、受託者責任がここには書いてないのですけれども、さまざまなステークホルダーの意向を酌むべきであるといった記載があり、先に申し上げた3つの公的年金とは少し色彩が違っているところでございます。

統治方針は、参考ということでおつけしております。これそのものはボードメンバー・

理事会の皆様がどういうふうに通治していくのかということを決めたものでございまして、少し行動規範とは性格が違ふのですけれども、御参考までにおつけしている次第でございます。

いろいろ事例をかいつまんで申し上げましたが、6 ページでございますけれども、今後、投資原則、行動規範につきましては、もともとございますGPIF法、中期目標、中期計画、倫理規程、コンプライアンスハンドブック等を踏まえた上で制定してまいりたいと考えております。

具体的な項目といたしましては、7 ページでございますけれども、専ら被保険者のためとか、長期的な運用、分散投資等々、基本的なものを改めて記載するというを想定いたしております。

最後に、行動規範でございますけれども、対象者としては、役職員、運用委員、場合によっては、先ほど申し上げましたような契約先ということもあり得るのではないかとということで考えているところでございます。

こういった内容で、第1回のガバナンス会議が先週開催されました。そこでの御議論の内容につきましても御紹介させていただきたいと思っております。委員限り4の参考資料2を御参照ください。

まず、ガバナンス会議の体制について御報告をさせていただきます。メンバーにつきましては、運用委員の皆様のご意向を確認の上、米澤委員長から御指名いただきました。5名の運用委員の皆様にご議員に御就任いただいております。

また、実施細則ということで、ガバナンス会議の定足数や議長代理を定めるといった規程を含む細則が承認されたところでございます。

最後に議長と議長代理でございますけれども、委員の互選によりまして、堀江委員が議長に選任されました。また、実施細則に基づきまして、堀江議長が清水議員を議長代理に指名されたということでございます。

第1回のガバナンス会議でございますけれども、堀江議長、清水議長代理、米澤議員の3名が御参加される形で開催されました。そこでの御議論でございますけれども、投資原則を定める意義、リスクの定義を行う必要があるのではないかといたしてお話を頂戴しております。

また、短期的には損失が発生する蓋然性についても示したほうがいいのではないかといたしてお話、運用規模の大きさについても触れたほうがいいのではないかといたしてお話がございました。

費用の捉え方についても、コストを減らすということだけではなくて、コスト控除後のリターンといったようなことを念頭に置いた考え方といったものの重要性について御指摘がありました。

それから、その他ということで、テールリスク、非効率性といった、なかなか国民の皆様にはわかりにくい言葉についても工夫したほうがよいという御指摘もいただいております。

以上が投資原則でございますが、行動規範につきましては、対象範囲は幅広いほうがよいのではないかとといった御意見を賜ったところでございます。

今後のスケジュールでございますが、ある程度早目に設けたほうがよいのではないかと
いう御意見がありました。先ほども青木審議役が触れましたけれども、厚生労働省で現在
当法人のガバナンスのあり方について議論がされているわけでございますが、その帰趨い
かんにかかわらず、投資原則、行動規範について御審議いただくことについては意義があ
るのではないかといたしてお言葉をいただきました。

今後、運用委員会の場で御議論いただくわけですが、ガバナンス会議の時点にお
きましては、ある程度事務局としての案を次のガバナンス会議に向けて整理してはどうか
といったお話をいただいております、先週会議を行ったところでございます。

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した。それでは、堀江委員お願いします。

○堀江委員長代理 参考資料3を先に説明させていただきます。委員限り4の参考資料3
は、かなり古いレポートで、2009年だったと思いますが、機関投資家は合理的な投資信念
を持っているのかを調査したものです。investment beliefsを投資信念と日本語訳したの
が、私が最初だったものですから投資信念という訳になってしまったのですけれども、こ
れはなじみにくいということで、それで投資原則という言葉で今回書いています。両方同
じものと御理解いただければよいかと思います。

先ほど青貝さんからもありましたけれども、何でこんな当たり前のようなことを書くの
かと、多分皆さん感じられたと思います。水野さんは運用会社の経営者ですから、投資哲
学を運用会社はつくっているわけです。それとどういう違いがあるのか。投資哲学はどち
らかとすると利益を追求する組織として差別化の道具として、自分たちはどういう投資の
特徴を持っているのかをクリアに述べるのが目的です。年金ファンドの投資原則はそうい
うものではなく、先ほど書かれたように、リスクの考え方、分散投資の基本的な考え方等、
自分たちがポートフォリオを構築するによって立つ基本的な考え方を示して、この運用委
員も4月にかわったばかりですが、運用委員のメンバーがかわってもぶれない投資のあり
方を一貫して持ちたい、そういった目的を重要視して見ているものです。プロから見たら、
何でこんな単純なことを書くのかと思われるかもしれませんが、そういったものだとい
うことです。

資料の中の右下に22というのがあって、22のところに投資信念の内容があります。非効
率性、リスクプレミアム、リスク分散に関する考え方、投資ホライズンとか、いろいろな
カテゴリーに分かれています。こういった年金ファンドの投資原則をかなりの数調べた調
査によると、こういったカテゴリーに分けて、それぞれの年金ファンドが信じるところを、
こういった場で議論して書いていくということだと理解をしています。

ここからは私見ですが、今回ガバナンス会議の議長として、簡単にどういうものをつ
くりたいかを説明します。1回目で米澤先生も清水先生も同意していただいたと思ってい

すが、先ほど御紹介があった第2回年金積立金管理運用に係る法人のガバナンスの在り方検討作業班が年金部会の中にあり、私もその会議でかなりぼこぼこにされました。森参事官もおられました、PKOが何で起こり得るのか、あとは今回新聞にリークが何回も起こったけれども、何であんなことが起こったのだということで、私は別にGPIFを代表するわけではないのですが、私がGPIFの運用委員ということで、その場でいろいろお話ししました。その中で少し感じたのは、以前、基本ポートフォリオ変更の議論のときに、菅家さんがおっしゃったと思いますが、基本ポートフォリオを大幅に変えて、GPIFが年金財政のことを無視してかなりリスクをとる組織になるのではないかと懸念がでたわけです。年金部会のメンバーのガバナンスのことについてもよく御存じの方からも、財政と運用は一体で、それをないがしろにしてGPIFが独走するような、そういった懸念を持たれている感じをかなり強く私は受けました。国民からの信頼が余りないということも多分事実だと思います。そういった観点から言うと、今回基本ポートフォリオが大きく変わったこともあり、国民にわかりやすい形で我々がどういう形で投資をやっているのかということ、安心していただくためにも非常にかみ砕いた言葉で投資信念や投資原則、行動規範で示すべきだと思います。情報のリークは、私はほかの関係者もいるので、GPIFだけで閉じてもだめで、ここだけ厳しくしてもらっても、防げませんということは申し上げました。国民の目から見た安心感は、組織にとって極めて重要だと認識しており、韓国でそういった労働組合と運用委員の間のバトルを目の前で見たという個人的な経験もあり、GPIFが国民の目から見て、安心してお金を預けるに足る組織だということを示すべきだと思います。組織体がどうなるか、これはわかりませんが、今の組織設計の中でベストを尽くすというのが非常に重要なのではないかと考えている次第です。

投資原則も、例えば年金財政の目標を中長期的に達成できないということが我々のリスクの定義であって、単年度で元本毀損をすることをリスクと考えているわけではありませんとか、極めて当然なことを投資原則の中に書き、国民の目から見た安心感を醸成するという意味では、この投資原則と行動規範を決めておくというのが極めて重要なのではないかと思います。

それも先ほどのページで細かいことが書いてありますけれども、こんな細かいところを一度に決める気は全くありません。リスクの定義、分散投資の考え方など、この場でかなりコンセンサスが容易に図られるものだけを抽出して、それでできれば短い期間で、数カ月くらいで取りまとめたかどうかというのが、私の個人的な意見です。ガバナンス会議の中で案を出させていただいて、ガバナンス会議は下部組織でありますので、この場で御審議いただいて、できれば早いうちに決をとっていただきたいということでございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございます。

それでは、前回、発足しましたガバナンス会議とそのミッションも含めて御説明がございましたが、ただいまの説明につきまして、投資原則、行動規範をこれからつくるわけですので、皆さん方、御意見とか御指示がありましたら、ぜひ伺いたいと思います。

○大野委員 どうも本当にお疲れさまです。お忙しい中、まとめていただきまして、ありがとうございます。今、堀江委員がおっしゃったとおり、ぶれない軸というのがとても必要なのと、それから、今、ちょうど運用の中身が変わってきていますので、国民目線ということが当然しかるべきであって、そういう意味ではわかりやすいものをつくっていくというのが非常に大事ではないかと思えます。

もう一つは、今、ガバナンスについては別のところで議論がされているわけでありまして、とりあえずそれまでの過渡期と言っではいけないのですけれども、長期で考えるにしても、そのたたき台になるようなよいものをつくりたいと思っています。やはり国民がよくわかるという意味からいくと、余り細かいことを書いてもわからなくなってしまうので、民間企業のことが参考になるかどうかわからないのですが、普通は4つ5つしか書かないのですね。本当にミッションみたいところで。むしろ行動規範は意外と詳しく書いているというのが民間企業の実態です。GPIFがそれに見合うかどうかわからないのですけれども、そういう意味ではシンプルに基本精神みたいところをきっちり書き込んでいくのが一番であると思えます。

というのは、ついこの間まで、国内債券中心がよいと思って、ここでちゃんと議論してやってきたわけで、これが環境の変化により、株式を半分入れるということがよかれと思って決めたわけでありまして、25年間見るわけでありまして、大切なのはぶれない軸ではないかというふうに思えます。

こういうふうに言ってしまうと、では、何なのと言われるのですけれども、事務局から先ほど盛り込むことや考える事項、投資原則とありますけれども、こういうところを少しもんでいけばよいのかなと思っではいまして、私自身考えているのは4項目ほどであります。まず1点目は、年金財政上求められる運用利回りを最低限のリスクで達成する。ここで議論していることそのもので当たり前のことでもあります。

もう一つは、これは厚生年金法に書かれていることですが、専ら被保険者のための運用を行うと。先ほどPKOの話もありましたけれども、その誤解を言葉でもきちんとおたうたっておくと。それから、リスク対応ということで分散投資という精神のところ。それから、あとは長期視点で運用するというようなこと、このくらいの4点がしっかり書き込まれていれば私はよいのかなと。

もう一つ、先ほどの御議論の中で出たと御紹介ありましたがけれども、非常に規模が大きいですから、市場その他の民間活動に与える影響に留意するというのも書いておくのがよいのかなという感じがしております。

それから、行動規範に関しては、最大の問題は運用委員も含めた全員の利益相反の問題。情報という意味では、1つは役職員の方、各委員、監事の方も含めた情報管理。あとは、これは書くかどうか議論が必要なのですが、国民に納得していただくためには情報開示ということ、この辺は出すことはどうかというのは現実的な議論をしなければいけないのですけれども、こういったことがあるのではないかと。

あと、もしあるとすれば、先ほど投資原則のところでも申し上げた最後の点、市場に与える影響のようなところですね。こういうことの配慮みたいなことがあるのかと思っていません。特に情報の取り扱いについては、民間企業は既にインサイダー取引に関する規定は非常にきっちりしたものができていますので、恐らく外部の専門家、弁護士さんなどに聞くといろんなことが教えてもらえると思いますし、また、先ほどお聞きしましたけれども、内部でもコンプライアンスハンドブックなるものがあるとお聞きしましたので、こういったものをうまく使いながら、これは役職員、職員の方も含めた行動規範でありますので、ここはきっちり書き込んでいくのかなと、こんな感じを持っています。とりあえず投資原則のほうはそういうことで、私の意見であります。

○米澤委員長 どうもありがとうございました。投資原則は割とシンプルで、行動規範のほうは少し具体的に書くということで。

○大野委員 当社のもを見ますとかなり細かく書きます。これはみんなしぼりますから、役職員を。ただ、サンプルは結構あると思いますので、余り一から書かなくても、弁護士さんのところにあると思うのですね。

○米澤委員長 役職員の方は持っていらっしゃるわけですから、それをどこまで我々に適用するかということですね。ほかに御意見、どうぞ、佐藤委員。

○佐藤委員 大野委員がすべて総括して発言してくださったので何もつけ加えることはないのですけれども、私の前職、前々職等の経験で言うと、今、大野委員が味の素のこういう冊子ですよ。

○大野委員 みんな持っているのですね。

○佐藤委員 全職員がこれを持っていましたね。私も前職でもこういうのが配布されました。それから前々職でも配布されていていつも財布に入れて。

○米澤委員長 日銀もあったのですか。

○佐藤委員 日銀でなくて、私はゼネラルエレクトリックが前身なのです。その前はUBSというインベスメントバンクなのですけれども、そこでもやはりありまして、それを必ず財布に携行して参照するように、事あるごとにセミナー、ミーティングで、幹部が来ると、それをまずリマインドして徹底させてやるということを定期的にやっていました。そういう社内での教育というのでしょうか、対象になる人を含めた訓練の機会は重要になってくるのかなという気もいたしました。

○米澤委員長 ありがとうございます。

○堀江委員長代理 1点だけ大野さんが言った中で、被保険者のためというのは投資原則のほうでなくて、私は行動規範のほうで、運用委員が意思決定をするときに、専ら被保険者の利益だけを考えて意思決定をするというところを書いたほうがよいのかなと思います。

○大野委員 もう少し、何となく動けないと思うのですね、表現者は。行動規範というと、我々だけではなくて職員の方もしぼる原則になると思うので、そこはここで議論の余地はあると思います。

○米澤委員長 これは外国では余り書かれてないんですけど、どちらにおいても、専ら被保険者。

○堀江委員長代理 書いてあります。

○水野委員 どのでも書いてあります。

○大野委員 法律そのものですね。法律に書いてあります。

○堀江委員長代理 今回のケースは、運用委員は理事長からかなり権限委譲を受けて、重い決定をしているわけです。私は運用委員を縛るものと役職員のものとは若干違う。特に運用委員については、意思決定について、被保険者ということを極めて意識した意思決定をするということは、これは運用委員に非常に強く意識した意思決定として書くべきではないかと個人的には思っていますけれども。

○米澤委員長 ほかにいかがでしょうか。武田委員、どうぞ。

○武田委員 第1回目のガバナンス会議の概要を拝見させていただいて1点コメントがございます。恐らく皆様と意見は一致していると思いますけれども、第1回ガバナンス会議議事要旨、投資原則について②のリスクの定義の必要性に関し、年金財政上の要件を中長期的に満たせないことがリスクであるという点には同意いたしますし、それを記述するのは望ましいと思うのですが、一方で、その次に書かれている元本の毀損額がリスクではないというのは、年金財政上求められる運用利回りを確保する中ではリスクは最小であるべきなので、リスクはリスクだと私は思います。

つまり、GPIFの投資原則として盛り込むことが考えられる事項の4つ目に書いてある年金財政上求められる運用利回りを最低限のリスクで達成するというのが、リスクの捉え方ではないかと私は考えますので、その点は意見として述べさせていただきます。先ほど大野委員からも、最低限のリスクでというご発言があったと私は受けとめております。

○堀江委員長代理 これは議論すればいいと思うのですけれども、やはり中長期的で達成することです。

○武田委員 もちろんです。

○堀江委員長代理 そこをきちんと書かないと、中長期でやっているから短期では大きく損しますというのではないのです。だけど、そういう可能性を考えた上でやっていますよということを言わないことには、何かあったときに、そんなことも考えないで運用しているのかと言われるケースがありますね。そこに対して何らかの形で、わかりやすい形で説明責任が私は生じると思うので、そこについての書き方をどう工夫するのかというのは知恵の出しようがあるのかなというふうに思うのです。

○武田委員 それは③の投資ホライズンに関係すると考えていまして、長期的な運用とシンプルに書くのか、短期的な毀損を認めるということまで踏み込むのかですね。

○堀江委員長代理 これは国民に対して、わかりやすく書かないと。

○武田委員 おそらく認識は同じなのですけれども、書き方、出し方はどちらが望ましいかという点については検討が必要です。

○水野委員 余りやさしく書くと、全く何のメッセージ性もなくなるという難しさもあります。

○米澤委員長 ただ、投資原則は半分くらいそういう性質かなという感じはします。

○武田委員 年金部会で御意見を伺っていると、信頼や安心感が得られてない部分は確かにあって、それを得る1つとして年金財政上の要件を中長期的に満たせないことがリスクであるという考えを今回示せたことは大きな一歩です。その上で最低限のリスクでという点が、安心感につながる部分になると個人的には思います。

したがって、7ページ目に、先ほどご提示いただいたパワーポイントのGPIFの投資原則に盛り込むことが考えられる事項の4つ目の表現のほうが、私は正確なのではないかと思っています。

○大野委員 そう思いますね。もしここまで書き込んでしまうと、この部分というのは、私はむしろこれからの広報活動、これには実証が大事だと思うのですね。半期に一度か、今、四半期でやっていますけれども、ああいうところで、何らかの格好で説明をしていくということの積み重ねではないかと思うのですね。冒頭にここまで書くと、国民から信頼されてないという話もありましたけれども、パブリックコメントくらい出して国民の意見を聞いてみないと、という感じはしますね。

○米澤委員長 今回、国民の意見を聞かずに急にリスク資産を増やしたのはけしからんというステートメントが結構あります。私、年金部会で1回、どのくらいリスクをとったらいいですか、と聞いたことがあるのですけれども、そんな質問されても困るというのが答えでした。聞くとすれば、あそこだと思ったのですけれども。

今、元本毀損、そういう言葉が書かれていますけれども、年金部会の委員で積立金の機能が結構わかっている方が、年金積立金はバッファーだと言っておられました。確かにバッファーかもしれませんが、あれがあるから何とかつつがなく毎年越しているのに、あれがなくなったら、あたかもリザーブみたいなイメージで言われているので、それを減らしていったら本当に困るという言い方をしているのですね。そこは少し元本とか、そういうような認識があるのかなという感じがいたしますけれども。

○水野委員 よろしいですか。

○米澤委員長 どうぞ。

○水野委員 まずは、最初に前回のガバナンス会議の議事録を見せていただいて、書き方というか、メッセージ性に注意が必要だなと思ったのは、運用規模の大きさへの言及というところで、私、市場に影響を与えないように配慮するということが、実は運用者としては極めて危険なときもありまして、例えばポジティブに作用して株が上がっているときはだれも何も言いませんけれども、株が下がっていく局面で、GPIFがエクスポージャーを減らしたら当然市場にネガティブな影響を与えるわけですね。そのときに市場に影響を与えないように配慮するということが、エクスポージャーを減らせないということにもなりかねないわけです。これは何にもともと書かれているのでしたか、法律ですか。

●清水調査室長 中期目標、中期計画です。

○水野委員 書かれているのですけれども、それは市場に不必要な影響を与えないという意味での趣旨だったと思うのですが、そういう事態になったときに、この文章をどう取り扱うかというのは少し考えておく必要があるので、今回の行動原則の議論の中でしてみたらどうかと思いますという点が1つ。

あと2つ目、堀江委員に質問なのですが、作業部会のところで、先ほどおっしゃった2つのポイントで、実際どういうことが議論されたかを伺いたいのですけれども、まず、山口委員から言われた財政検証と全然かけ離れたところでGPIFが決められているのではないかという御心配があるということだったのですが、そもそも財政検証のところから我々はこのポートフォリオを導き出しているのです、そもそもまずあり得ないと思います。なぜ、そういう疑問が起きたかということと、もう一つは、PKOのリスクがあるのではないかということ、新聞では、委員があると答えたとなっていましたけれども、それも一般的な心配としては、今回の基本ポートフォリオの設定において、そういう意識が働いたかということが出ていると思うのですけれども、そういう意味では、運用委員としてはそういうことはないと言わないとだめだと思うのですが、堀江委員はどういうコンテキストでああいう発言をされたかというのを教えてもらいたいです。

○堀江委員長代理 年金財政は、これは山口先生がよく御存じですが、我々が受け取ったマンデートは極めてクリアですと言ったんです。賃金上昇率プラス1.7%で、全額国内債券100%のときの賃金上昇率を下回るリスクよりも小さくしてくださいと。しかも下方リスクも考慮した上で、というふうにマンデートをクリアにもらった上で入れているのです、と答えたのです。けれども、山口先生は、いや、これからはかなり比率が高まって、これまでのGPIFと今後のGPIFはかなり違うのではないかという意識を持たれていて、その中で、今の年金財政上の縛り方というのですか、GPIFに与えるマンデートのところも議論した上で、運用のたてつけをガバナンスのところも考えないと、そこだけ切り離して投資のガバナンスだけ議論してもまずいのではないですかと、そういう懸念を山口先生も出されましたし、出口さんなんかも出されたということですね。

財政との関係は、今のマンデートの与え方、これは年金部会で決めていただいていると理解していますが、それ自体が本当にGPIFに対するマンデートの与え方としていいのかどうかも含めて議論したほうがいいのではないかということ、多分山口先生はおっしゃったのではないかなと思うのです。

○菅家委員 そのとおりなので、だとするならば、きちんと年金部会に対して、こういうふうに見直したと。あなた方からいただいた目標の結果、こうなりましたということ、きちんと年金部会にGPIFは報告しなければいけないのではないですか。

○堀江委員長代理 報告は当然されているんですよ。

○菅家委員 部会ではやってないんでしょう。

○堀江委員長代理 年金部会にGPIFの方が入った上で決めたんでしょう。

- 菅家委員 部会に対して報告しなければいけないのではないですか。
- 米澤委員長 年金部会には報告してないですよ。
- 菅家委員 してないでしょう。
- 米澤委員長 はい。
- 水野委員 厚生労働大臣の認可だから、部会はその下にあるんですよね。
- 森参事官 まず、堀江委員がおっしゃったとおり、GPIFに与える目標につきまして、そもそも年金部会の下に年金財政の積立金の専門委員会があります。中期計画上のポートフォリオにつきましては、独立行政法人でございますので、厚生労働省の独立行政法人評価委員会というのがあります、そこで審議することになっており、年金部会の必要的諮問事項ではないのですけれども、年金部会のほうで聞かせてくれという話がございますので、今度GPIFから報告させていただくような形は考えております。
- 菅家委員 そこが重要だと思うのです。それが無いものだから。
- 堀江委員長代理 多分そこをキャッチボールしないと、それで私は誤解が出るのではないかというふうに推察しました。
- 森参事官 もう一つ、社会保障審議会の年金部会の、先ほどの経済前提と積立金の専門委員会でも、年金財政にかかわる部分は、年金部会とよく連携してという話がございますので、我々部会からの御要請ということでございまして、今回GPIFからお話しいただくように考えています。
- 米澤委員長 だからプラス1.7%とか、今のリスクの考え方は年金部会も承認されて出てきている。確かにこういうポートフォリオをつくりましたよということは報告していませんけれども、目的に関してはちゃんと了解を得ている。
- 水野委員 そこはある意味、誤解というか。
- 堀江委員長代理 そこは誤解なのかどうかわかりませんが、このレベルのマンデートを与えたら、どういうものができ上がるかというのは、すり合わせた上でマンデートを工夫しないと。
- 菅家委員 実質的にマンデートの中身を決めているのは専門委員会じゃないですか。それを年金部会がオーソライズし、それを厚生労働大臣が斟酌して、我々に形式的に提示をしているという構造じゃないですか。だから、そこでなかなか一体感に乏しいような、実際の局面がそうなっている。
- 水野委員 年金部会はこういうポートフォリオの議論ができるようなグループになっているわけですか。
- 菅家委員 マンデートを実質的に決めているところですから。
- 水野委員 スキームの話ではなくて。
- 菅家委員 スキームももちろんやります。
- 水野委員 例えばここで話しているみたいな、エフィchanシー・フロンティアみたいな話をその部会でしたほうが良いということですか。

○米澤委員長 それは無理です。

●森参事官 今まで専門委員会をつくりまして、実は専門委員会に、さらに検討作業班をつくりまして、エフィシェンシー・フロンティアの話をさらにしております。

○水野委員 そこでやればいい。

○堀江委員長代理 やっているわけです、武田さんも入って、米澤さんも入ってやっているわけです。

○武田委員 専門委員会のメンバーと部会のメンバーは必ずしも一致はしていません。

○米澤委員長 微妙に違うのは構わないけれども、私に言わせると、年金部会で細かいことは別としても、ポートフォリオの雰囲気をおぼえていただける方はメンバーの4分の1くらいではないでしょうか。

○水野委員 菅家委員が前回反対されたときに、もともとの目標の設定が問題ではないかという御意見おっしゃっていたと思うのですが、本来、それは年金部会のところで否定されるべきだったということなのですか、今のルートで言うと。年金部会からもらってしまった以上、GPIFとしてはその数字で出すしかないですね。

○菅家委員 前提条件を我々は変えることができないわけです。

○米澤委員長 1つは、そこでストップする機会はあるわけですね。

○堀江委員長代理 水野さんの最初の質問に対してはそういうことです。2番目のPK0については、森参事官には否定されましたけれども、私は起こり得るといふふうにお答えしたのです。なぜかという、PK0ですよ。

○水野委員 このレベルですか。

○堀江委員長代理 このレベルではないです。なぜかという、独立行政法人は独任制です。独任制で、最終的には三谷理事長が決める権限がありますので、例えばアセットアロケーション決めました。広いレンジで乖離許容度がありますよね。そこから、ちょっと上げたいという要請が、例えば政府から来たときに、それをちょっと上げるというようなことは当然裁量の範囲で。

○水野委員 乖離許容幅内の話ですか。

○堀江委員長代理 それが実際にどういうインテンションで行われたかというのは、我々から見るとわかりません。99%、三谷理事長の場合ではないと思いますよと言いましたが、あり得るかといったらそれはあり得ます。それは防げません。なので、合議制でやっていただかないといけないという話です。

○水野委員 私が思ったのは、一般国民からすると、PK0的なことが行われたのではないかという疑いの対象はどちらかといえばここ。

○堀江委員長代理 今、言ったことが全部抜けて、そこだけ記事になりましたので、PK0をやっているのではないかという誤解を与えたような記事になったので。

○米澤委員長 合議制になればその確率は下がるということ。

○堀江委員長代理 確率は下がる。ゼロにはできないのですけれども、今はそれが起こり

やすいたてつけになっているのではないかという懸念を申し上げたということです。

○水野委員 乖離許容幅内の話ですね。

○菅家委員 もちろん。

○堀江委員長代理 もちろんそうですよ。かなり大きな乖離許容幅がありますから。

○清水委員 でも結果的にそうなるのだから、そういうつもりはなかったとか、それとは全く関係ないということを結局は言えないですね。

○水野委員 私が思ったのは、基本ポートフォリオがGPIF全体の利回りの8割くらいはいずれにしろ決めてしまうので、堀江委員のように、運用委員として発言して、あそこだけとられると、運用委員会、これだって合議制ですけれども、ここがそういう影響を受ける可能性があるというふうに読んだ人がとるのかなという心配をしたので、多分そういう趣旨はないというのはわかっていたので、どういうバックグラウンドが、どう切られて、ああいうふうになったのかをちょっと聞いておいたほうがいいかなと。

○堀江委員長代理 最後のところだけです。起こり得るのか、得ないのかというと、それは排除できませんと、今のたてつけだと。

○米澤委員長 まさにこれから改めて投資原則、行動規範についてつくっていくわけです。少し具体化されれば、先ほど少し意見が出たように各論があるかと思えますけれども、もちろんこれは皆さん方、是非つくる必要があるということなので、大丈夫でしょう。今日はこのくらいでよろしいでしょうか。

○清水委員 前回のガバナンス会議で、どこまで皆さんの意見が一致しているのかはわかりませんが、少なくとも運用規模の大きさに対する言及についてはいろいろな意味があります。今言ったように、PKOのつもりはなくても結果的にPKOと言われてしまう。あるいはパッシブファンドであったとしても、とにかく取り扱う金額が大きくて市場に与える影響が大きい以上、いろいろな外部効果をもたらしてしまう可能性があるということについて、それをどのように書くのかというのはポイントになります。そのようなことは複雑だから、大野委員の言葉をかりると、もしかしたら書かなくていいのかもしれないのですが、でもそこはすごく大きなポイントだと思うのです。私がここにも書いたように、ほかの年金ファンドとGPIFの違いというのはそこにあると思うのです。

○大野委員 私、書かなくていいと言ったのではなく、書いたほうがいいということです。

○清水委員 もう一つ、リスクに関して、7ページで年金財政上求められる運用利回りを最低限のリスクで達成というところも、最低限のリスクというところだけが目標なのかといたら、そうではないですね。やはり今までの議論でPEをやりますとか、オルタナをやりますとか、いろいろなことを考えているように、これまで清水さんが説明して下さった効率フロンティアの中で、私たちはリスクのところだけ見ているわけではなくて、当然リターンも見ていたわけです。最低限のリスクと年金財政上求められる運用利回りを確保するためには、やはり投資して収益を上げるというところだって当然入っているわけですね。

前回のガバナンス会議では、ほかのいろいろな年金ファンドの投資原則の例をたくさん御紹介いただきましたが、その中には当然もうけるのだということもきっちり書いてあったり、あるいは単年度でリスクが出るということも許容するということがはっきり書いてありました。だから、私たちもその点をごまかしてはいけないのではないかと思います。リスクをとるというのも、それは明らかにそうといえばそうですよね。ただし、そこでの意味が、このまま国債100%でも、それをリスクだということ踏まえた上で、こういうことに挑戦しているのだということは、はっきり最初に伝えるべきだと思います。

○米澤委員長 そこをはっきりしないと、いつも。

○清水委員 いつまでたっても変わらないですよ。

○米澤委員長 今、清水委員が言ったように戻ってしまう。少なくともここから議論しましょうということをつくっていきましょうということ。もう一つは、目標の捉え方、すなわち目標を受けて、我々はそれを具体化するわけですが、目標の設定主体とその執行主体との両者を峻別していかないと。私、以前、両方にいたので、困ったことがあるのですけれども、そのところは峻別して、場合によっては、この目標は無理だよというくらいの組織にする必要があるかなと思います。

○菅家委員 委員長、最低限のリスク云々というのは、中期目標、中期計画の一番最初に書いてあることですから、我々はそれを変えられないですよ。

○水野委員 あとはインタープリテーションを。

○武田委員 清水委員がおっしゃることは大変よくわかるのですけれども、年金財政上の要件を満たせないことがリスクなので、要件を満たすためにリスクをとるわけですね。だからリスクをとらないというわけではなくて、ここに書いてある年金財政上求められる運用利回りをとるためにはリスクをとりますということ、2番目の年金財政上の要件は中長期的に満たせないことがリスクであるの一文は私もいいと思います。つまり、リスクをとることを明記するのはいいと思いますけれども、元本の毀損額がリスクではないと明記するのは先ほどの話ではないですけれども、そこだけ強調され国民に誤解される恐れがあります。

○堀江委員長代理 これで出すわけではないです。

○米澤委員長 余談ですけれども、国民は逆。

○水野委員 結論から言うと、財政検証の要求を満たすということは、ポートフォリオとしては元本を毀損しないというのが絶対条件なので、要するに個別の案件は短期的にはそういうこともあり得るということを多分おっしゃっているだけですね。

○堀江委員長代理 そうです。

○武田委員 長期的な運用のところに短期的な話も入れば、に無用に国民の誤解を招くことは防げるのではないのでしょうか。

○米澤委員長 今後、議長はかかわると思いますけれども、事務局を中心に案文を書いていただいて、我々は議論するというような感覚でよろしいのですか。

- 青貝企画部長 今日御指摘いただいたことを踏まえて、第2回のガバナンス会議に。
- 米澤委員長 まず、そちらから。
- 堀江委員長代理 少しもんでからですよ。
- 青貝企画部長 もんでいただいた上で、また運用委員会の場でお諮りするということを感じております。
- 米澤委員長 わかりました。
- 清水調査室長 最後の部分なのですけれども、最低限のリスクというところで、ちょっと機動的運用のところの位置づけというのが実はあって、基本ポートフォリオについては、まさに長期的な観点から年金財政上必要な利回りを最低限のリスクと、まさにおっしゃるとおりで、あと機動的な運用、これから議論していくことになりますが、そこはある種、基本ポートフォリオに照らして α をとるという戦略と、リスクを最小化するという2つがあるということなので、そこをどう考えるかというところは別途あるのかなということ、そこだけ御留意いただければと。
- 米澤委員長 よろしいでしょうか。続きまして、不動産。
- 大野委員 ちょっといいですか。
- 米澤委員長 どうぞ。
- 大野委員 投資原則ばかりやっているのですが、ガバナンスについて今日はいいのですか。ガバナンス体制、今日こういう話が初めて出ましたけれども。本当はこういうのが初めにあったほうがよかったのですね。
- 堀江委員長代理 それは私も委員で参加していますけれども、年金部会のほうで、外のほうで、これが本当にいいのかどうか。
- 大野委員 ここの議論ではないわけですね。
- 堀江委員長代理 我々は今の法律の中でやること。
- 大野委員 ガバナンス体制について、検討するとなっていませんでしたか。ここはどんなのですか。
- 堀江委員長代理 私の解釈は、今の法律の中でやれることをやろうということ。
- 大野委員 そうですね。どうなのですか、それはここで議論しなくていいということですか。
- 青木審議役 ガバナンス体制そのものについては、ある程度執行部のほうで検討すべき課題かなという部分もございしますが、ガバナンス会議のほうでは、投資原則と行動規範を御議論いただくという感じではおります。
- 米澤委員長 独立行政法人の法律のもとのガバナンスはもちろん検討していいと。半分以上は、私はできたと思っているのだけれども、前回の議決みたいなことですね。ただ、そのところは詰めることはできますよね、独立行政法人のもとの。
- 三谷理事長 運用委員会から御意見を出していただければ、それを受けて我々は対応できるかと。

○大野委員 ここでは特に議論は。

○米澤委員長 だから白地に絵をかくというのは検討会を見て。

○水野委員 向こうは全体のガバナンスの話で、ここでこれから議論するとしたら、この表に出ている中側の話ですね、執行内部のガバナンスですね。

○堀江委員長代理 そうなのですけれども、例えば独任制をやめて合議制になった途端に、今、大野さんがおっしゃったように、影響が出るわけです。この中で、例えばリスク管理に対する体制、2 ページのところ、リスク管理委員会は委員長が理事長になっています。これは明らかにおかしいと思います。

○水野委員 委員長はかえられるんですね。

○堀江委員長代理 かえられるとは思いますが、独任制があるために、最終的には理事長が責任をとるということが前提になったものだと思うのです。なので、その議論は明確に、こういう中の組織設計にも影響が及ぶというふうに理解していますけれども。

○大野委員 今、いろいろな議論を外でやっていて、法律が仮に変わって、ガバナンスが新しくできて、それまでの過渡的な形としては、現在のこの体制をしっかりとやっていくという理解で。

●三谷理事長 基本はそうだと思います。

○大野委員 1年半くらいですか、期間としては。これはわかりませんが、可能性として。結構そういう意味では長いし、私が一番気になっているのは、先ほど清水委員がお話ししたような部分で、これはGPIFの広報の力だと思います。専門家、専門家と言っているのですけれども、運用の専門家はもちろんですけれども、IRとか広報の専門家をここに入れないと絶対だめだと思います。採用をぜひ考えていただきたい。彼らはいろいろなノウハウを持っていますから。見せ方とか、言い方とか、ぜひこれはお願いしたいということで、そういう専門家も要るのではないかなと。それで四半期か、半期か、1年か、ある期間できちんと見せていくと。運用成績についても、結局単年度だけ見せてもだめで、累積で見せるような工夫があると思います。ぜひ、そんなことをお願いしたいと思います。

○米澤委員長 できることは着々とやっていきたいと思いますので、スケジュールが決まっていますので、粛々と進めていくということにしたいと思います。

それでは、委員限り4の不動産投資に関する考え方について、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 私から委員限り5に基づきまして御説明差し上げたいと思います。

不動産に関しては、10月3日の運用委員会で、IFCとの共同投資と合わせた形で1度御説明をしたところがございます。そのときは基本ポートフォリオにフォーカスしていたということで、改めて資料を、この内容につきましてはほとんどが前回の資料、これに9ページの4の不動産投資に係る論点、これをつけ加えたということでございます。時間もたつてございますので、簡単に前回の復習をした上で、4の部分の論点について説明したいということでございます。

まず、オルタナティブ投資スキームの調査委託研究におきまして、プライベート・エクイティとインフラと合わせた形で不動産について言及し、これにつきましては、前回の基本ポートフォリオ、中期計画の中でオルタナティブの定義といたしまして、このアセットクラスについても言及、明示されたということでございます。

この不動産の当初の目的といたしまして、1ページでございますが、安定的な長期的なリターン、インフレヘッジ、分散効果ということでございます。

2ページ目以降が、マーケット等の概要ということございまして、市場規模全体でございますけれども、世界全体で約540兆円の規模でございます。そのうち日本につきましては、アメリカに次いで世界第2位の規模です。右の部分がその内訳、オフィス、住居、倉庫、商業施設、こういったものがあるということでございます。

3ページ目が、近年の市場動向ということございまして、特にこれは長期金利に対するイールドスプレッドを示したのですが、これを見ていただきますと、日本とシドニーについてはまだスプレッドがとれる。一方で香港とかシンガポールについてはかなり縮小しているといった状況が見てとれるということでございます。

4ページ目が国内不動産のマーケットということございまして、全体としては住居等も含めると25百兆円くらいあるわけでございますが、そのうちインベスタブルな部分については約203兆円、そのうち、さらにJ-REITという形になりますと約9兆円という形になります。

5ページ目でございますけれども、これが日本の特に東京ビジネス地区における平均賃料・空室率、さらには不動産のリターンについて10年国債の利回りと比較したものでございます。インカムに着目すると極めて安定的に長期金利に対してスプレッドがとれる投資対象です。一方、特に空室率等を見てみますと、いわゆる波があるということでございます。

6ページ目以降が主要年金等における投資状況ということございまして、投資規模の大きいところからでございますけれども、ノルウェーについては、基本ポートフォリオ上5%を不動産にアロケートする。現状では1%程度です。韓国、アメリカ、カナダ、オーストラリアそれぞれ多いところで10%をちょっと超えるくらいのアロケーションが現実にあるということでございます。

7ページ目、国内外の主要年金の不動産投資の取り組みということございまして、特にノルウェーは、2008年に投資を決定して、2011年に投資を開始し、現在こういう形で約1%まで投資をしてきた。1%でございますので、現状では約1兆円まで投資を進めてきているということでございます。

ポイントとしては、インフレヘッジ、インカムリターンの獲得が主目的ということで、リターン改善目的のレバレッジ利用はしない。

投資のやり方でございますけれども、直接投資・Co-Investmentが主流であるということで、特に各国ごとにその国のエクスパティーズとなったローカルのパートナーを選んで、

そことジョイントでやる。しかもポジションについては、あくまでもパッシブということで、ドミナント、50%以上は基本的にはとらないというような投資になっております。

次の8ページ、これがCaIPERSの例でございまして、CaIPERSの場合、基本ポートフォリオ上はリアルアセットに分類しています。このリアルアセットはほかにインフラストラクチャーと森林という形でございます。ターゲット・アセット・アロケーションが9%、期待リターン7%ということですが、内容を見ていただきますと、この図でございますが、コアの部分と国内戦略枠、国外戦略枠という感じで分かれていまして、これを見ていただくと、アメリカ国内を主としてやっているということで、国内のコアの物件に60%から100%をアロケートして、その残りを国内の戦略枠、戦略というのは、すなわちオポチュニスティック、バリューアド、こういったタイプ、アップサイドをとるようなタイプ。あと、残りを国外戦略枠という形にしているということでございまして、ポイントとしては国外戦略枠については、コアは実は投資してないといった内容でございます。

GPIFの投資状況でございますが、私も現在は、いわゆる上場REITを通じてしかエクスポージャーをとっていないということでございまして、この表が現状の我々の状況でございます。海外については上場REITで、今、約4千億円程度エクスポージャーがあるわけですが、我々海外についてはMSCIを0.5%くらい持っているもので、そういう意味からすると海外上場REITは約70兆円の投資規模であるということでございます。

以上、不動産投資にかかる論点ということでございます。

まず1点目は、不動産、これはオルタナティブ資産の中でも最も歴史が長い。さらに市場規模も一番あるということで、今後運用の多様化を図っていく中では中核的な役割を担え得る資産ということだと思います。ただ、上場REITについては、不動産市場のごく一部をカバーするというところでございますので、そういう意味でのオルタナとしてプライベートな部分も検討すべきではないか。

次の点でございますけれども、不動産、海外市場だけでなく国内市場も、先ほど見ていただいたとおり、相応の規模と流動性があるということでございます。そういう観点から見ますと、基本ポートフォリオ上、国内不動産については国内資産、海外不動産については外国資産として位置づけることが考えられると思います。それぞれ別のマニフェストということもあり得るということでございます。ただ、実際の投資について、投資物件、投資戦略によるリスク・リターン特性に応じて、例えばコア型の不動産については債券、オポチュニスティックについては株式、こういうことも考えられるだろう。

あと、こういう国内、海外とある中で、どのようなところから投資を開始すべきか、国内なのか、海外なのか、あるいはコアからなのか、オポチュニスティックなのか、そういったことでございます。

10ページ目でございます。GPIFにとって初めてのオルタナティブ投資となったインフラストラクチャーにつきましても、これは投資能力の活用、知見の吸収、利害の一致等の観点から、国定ではDBJ、海外のカナダのオンタリオ州の公務員年金基金との共同投資スキーマ

ム、こういう形で行ったということでございます。不動産投資においても、共同投資スキームで投資を開始するということが考えられないかということでございます。

特に次でございますけれども、共同投資のメリットといたしまして、限られた投資家のみ提供される投資機会の参画が可能になるということ。複数の参加者によるデュー・デリジェンスが行われて、投資の適格性に対する検証をより確実なものになるということでございます。

こういった場合に共同投資先でございますけれども、インフラの場合はそもそも国内にインフラの投資対象がない状況です。今、関西空港や宮城の空港案件がようやく出始めたということでございます。そういう意味からもインフラについては海外からという形で、海外の年金と組んだということでございます。一方、どこから投資ということにも関連しますけれども、もし仮に国内であった場合にどうするのか、そのときの共同投資先について、海外投資家を入れたほうがよいのか、国内だけでやってもよいのかどうかといった内容でございます。

最後でございますが、特に新基本ポートフォリオにおけるオルタナティブ投資については、運用体制の整備に伴い進めていく、こういうことを中期計画に上明記しているということでございます。そういう意味からいたしますと、まだ私ども、そういう意味でのオルタナティブのプロフェッショナルの採用は、まだこの瞬間はしていないということになるわけでございます。そういう中で、運用体制の整備をどう考えるか。これは今課題だということ、ひるがえってインフラストラクチャーについては、既に共同投資でやっているということからすると、共同投資スキームであれば、運用体制の整備がなされていると考えてよいのではないかと思います。

このような内容でございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございます。いかがでしょうか。

○水野委員 結局何をこの場で議論してほしいかということかなと思うのですね。具体的な案件が出ているわけでもないの。私の理解では、内部のチーム体制としては不十分な状態であることは認めざるを得ないものの、OMERS等で使ったような手法でライクマインド、あるいは同じような利益を有する投資家と組むことによって取り組みを検討してもいいかということですか。

●清水調査室長 おっしゃるとおりです。

○水野委員 実際には日本国内でどういうものにするかとか、それこそコアかオポチュニスティックかも含めて、そこまでは実際は詰まっていないということですね。

●清水調査室長 通常のプラクティスはいわゆる投資一任。海外はいわゆるインハウス運用がメイン・コアになっている関係上、直接投資というのが普通です。ところが我々の場合は、それは法律上禁止されていて、ディスクレッションをアセットマネジメント会社に渡さなくてはいけないということになりますので、そういう中で我々のプラクティスとして考えると、不動産に関する投資一任先を公募するということになるわけですね。それが通

常のやり方になるわけですが、ただ、公募するにしても、まだ不動産の専門家がない中で、どのアセットマネジャーがいい不動産投資をするのかという目利きができないということを見ると、インフラと同様の共同投資の相手、ライクマインデッドの共同投資の方に、そういった役割を担っていく形でスタートするというようなことはいかがでしょうかという話が1点です。

あと、もう一つは、実際海外なのか、国内からなのかというところについて、同時に進めてもよいのではないかという話もあるかと思えますけれども、その部分でございます。

○水野委員 その辺、マーケットリサーチは、今の段階ではどのくらいか。

●清水調査室長 マーケットにつきましては、実はもう4年くらい前に不動産に関する調査研究を実施しています。2年前のオルタナティブのフィージビリティ調査の前の段階で、不動産に特化した調査はしているということでございますので、そういうリサーチベースの積み重ねはこれまでもやってきていますし、また、実際不動産に関連するようなファンドでございませうとか、そういうようなところを通じた情報収集、意見交換等も含めた形でのことはかなりの数をこなしているという状況であります。

○堀江委員長代理 この手の共同投資を前提にやるというのは、今のスキルセットから見ると当然順当なやり方だと思うのですが、共同投資の枠組みの中で、低流動性資産の場合は高流動性資産と全く違って、アクイジションした経験を積んでいかないと、経験値が絶対これは上がらないです。それをGPIFの中でどうやってスキルセットを蓄積していくかというところが一番コアで、共同投資のときに、例えばGPIFの方が、トレーニーの形で派遣先に行くとか、それで何年かして戻ってくるか、実際に現場の場に立った人がGPIFの中にコアで育っていかないと、流動性の高い資産と全く違う世界なので、その経験値をいかに上げるか、それを早目にどうやって上げるのかというところが一番重要なポイントだと思うんですね。

●清水調査室長 そこは、個人的な意見になるかもしれませんが、特に日本の年金のプラクティスからすれば、通常のLP投資から始まるというのが普通のプラクティスだと思います。ただ、私どもがいろいろLP投資家と議論している中で、それだと十分スキルを蓄積するまで10年位かかるのです。それはそうではない人もいますけれども、かなり時間がかかる。実はこういう御説明をしましたが、何で初めにOMERSの共同投資だったかということ、これは、向こうのプロフェッショナルリティを学ぶと。その学ぶ中には、実はOMERSのスキームというのは、実際直接案件を、最終的な投資判断というのはOMERSなりアセットマネジャーにあるものの、そのソーシングの段階から実際に私どもは直接触れられる。直接投資にかなり近いようなところから始められるという、今、御指摘いただいたようなメリットがあるということもあって、逆に言えば、難しい部分も当然あるかもしれませんが、全体で考えればそちらのほうが近道でないか、これは個人的な意見ですが、けれども。

○米澤委員長 目利きができる方を採用するというのは。

●清水調査室長 それはもちろん今後の話として。

○水野委員 そこは私も個人的な意見になりますけれども、より直接投資性の高いものをやるよりは、本来はファンドとかでやって、エクスポージャーを積まないでGPIFは何の意味もないわけですね。経験を積んでもエクスポージャー、金額をかなり積まなければ全体のポートフォリオに何の影響も与えないので、そう考えると、本来的には間接的な投資で、ある程度のエクスポージャーをとりながら、具体的な案件、ノウハウと一緒に高めていくというのが極めて現実的だとは思いますが、ただ、不動産に関しては、特に国内の不動産をとろうとすると、そういう対象になるファンドの存在が極めて限定的だということを見ると、PEだったらそういうものではなくていいのではないかと思います。完全に増やせばよいのではないかと。こういう不動産に関しては、ある程度具体的な案件に投資せざるを得ないかなという気がします。

あとはライクマインデッドという言葉は非常に心地いいのですが、ただ、アライメントをきちんとしておかないと、ライクマインデッドな人たちは気が変わるかもしれないので、ここら辺のストラクチャリングが肝で、そこら辺をどう組めるかということではないかと思えます。

ただ、今日の話ですと、その辺のところも含めて、具体的な案件を見ながら、とりあえず先に進めさせてくださいという以上のものではないかなと理解しているので、それであれば、今みたいな意見を聞いて進めてもらえばよいのではないかと思います。

●清水調査室長 あと、堀江委員からの回答になるのですが、今後OMERSでありますとか、あるいはこの前、御議論いただいたIFCでございますとか、当然そういう意味での交流といいますか、きっちりやっていく中で、そういう中で通常のプラクティスに移行していくということかなというふうに思っています。

○佐藤委員 確認のための質問なのですが、一番最後の文章、もう少し説明していただくとありがたいと思うのですが、要するにOMERSみたいなところとは共同投資スキームでやっていますと。そこでインフラに関しては共同投資をやっているのだから、不動産についても共同投資で投資するという体制が整っていると。つまりもう社内に目利きがいるという理解でいいよねと、聞かれているような印象を持ったのですが、インフラというマーケットと不動産というマーケットは目利きの中身が、度合いというか、目利きのクオリティーが違うのではないかという気がしてまして、何でこんなこと言っているかという、過去の金融機関の例を見ていると、目利きだろうと思って乗ったがために、あるいはサブパートインしたがために、後でロスを被ったという例が実は日本の金融の歴史の中で山ほどあるので、本当にそうだろうかということ虚懐に考えていたほうがよいのではないかと。つまり進むスピード、積み増すスピードとか、増やしていくときのロットのとり方。GPの経験のある社のほうが、LPだけでやってきた社よりは、はるかに目利きの度合いが高いとか、そういうところに帰着してくるのではないかと思いますので、その辺のいわばコンフィデンスの度合い、どれくらいでがんがん行けそうという感じを持っていらっしゃるのかという自信の度合いを聞きたいです。

●三谷理事長 がんがん行くというほどのことではないのですけれども、結局どちらが鶏か、どちらが卵かで経験を積まないとわからない。だけど、体制は整えないといけないということになると全然前に進まないわけですね。そこで我々インフラのときに考えたのは、相当信頼できそうな共同投資先と一緒にあって、そのノウハウも受けとめながらだんだんと体制も整備していくと。人が何人か採ればそれで十分だというわけにはいかないでしょうから、両方並行して進めていくということを考えています。

○佐藤委員 OMERSとDBJ、あるいはIFCとか、そういう名前を聞くと非常にコモンな名前でありレピュテーションが高いし、変なことはしないだろうという感じがあるのですけれども、不動産では共同投資先としてどこを。

●清水調査室長 そこについては、

ございまして、そういう意味からすると、

これはレピュテーションも含めて、

実質も含めてということなので、それが現実的かなと思っています。

○水野委員 不動産は、佐藤委員のインフラとどう違うかという理由と、GPIFと運用委員とで気にしておく必要があるのは、いわゆるヘッドラインリスクがあると。どこかで、水道を作ったり、橋を作っているというのはわかりませんが、あるビルをGPIFが買ったというふうになってしまう、どうしても不動産は。実際、全くのガセなのですけれども、ロンドンでHSBCのビルをGPIFが買うと。ディールメイクは水野がしているという報道がされてえらい目に遭っているのですけれども、そういうふうに具体名が出てしまうというのは。

○堀江委員長代理 2紙で載っていましたね。水野さんの名前で。

○水野委員 そういう点が不動産というのはわかりやすいのです、あのビル、このビルというのが、そういうリスクは考えないといけない。

○堀江委員長代理 私も聞かれました、本当かと。

○米澤委員長 今日できるのはこのくらいかなということで、そういう御意見をいただいたということでもよろしいでしょうか。また今後、必要に応じて御議論させていただきたいと思えます。

それではトランジション・マネジャー公募について、事務局から説明をお願いしたいと思えます。

●陣場運用部長 委員限り6でございます。トランジション・マネジャーにつきましては、既に10月3日に御議論いただきまして、基本ポートフォリオが一段落した段階で公募しようというお話になっていたかと思えます。それに基づきまして、今週の金曜日、11月14日から公募を始めようと考えているものでございます。

選定プロセスについて1点お断りというほどでもないのですけれども、外国債券みたいに120件も来てしまいますと、書面審査やってヒアリングして、現地ヒアリングということで、その都度御議論を経なければいかんというところがあるわけでございますが、トラン

ジション・マネジャーについては、恐らく応募の数も少ないだろうと考えているところでございまして、書面審査とヒアリング、現地調査、これらを一体のものとして、1回限りの御審議で運用委員会に諮らせていただき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。

○米澤委員長 よろしいでしょうか。

(「はい」と声あり)

○米澤委員長 ありがとうございます。

それでは、最後にリスク管理状況等の報告でございますので、事務局から説明をお願いしたいと思います。

●陣場運用部長 委員限り7をご覧ください。9月の状況ということで、10ページ目をご覧くださいだければと思います。9月は為替の影響が大きかったというところでございまして、8月末に1ドル103円後半だったものが、9月末には一気に1ドル109円台の後半になったという状況でございます。スコットランドの独立が否決されたとかいうような細かいニュースで少しずつドルが上がっていったという状況でございました。

そうした中で、国内株式は大変堅調でございまして1兆円くらいの収益となったところでございます。また、外国債券、外国株式につきましても、現地通貨のベースではマイナスであったわけですが、円安の影響で5%くらいリターンが高くなっておりますので、外国株式、外国債券もプラスになったところでございます。国内債券は横ばいということでございまして、9月で1兆9千億円の収益になったところでございます。通期では5兆8千億円ということでございます。

また、第2四半期で見ましても3兆6千億円ということでございます。

次に1ページをご覧くださいまして、冒頭、企画部長からも説明がございましたが、国内債券の売り、3資産の買いオペレーション、またこうした市場環境、3資産の市場環境は良好ということもございまして、9月末での国内債券の構成比は実は48.39%くらいになっているというところでございます。対して国内債券以外の3資産の比率は上がっているといった状況でございます。

次に2ページでございます。2ページの右隅をご覧くださいまして、運用資産全体ということで、こうした良好な市場環境を受けまして、9月末の資産残高は130兆円を超える数字になりました。これは法人としては初めての水準に達しているところでございます。

次に4ページをご覧くださいだければと思います。複合ベンチマークの要因分析ということでございまして、基本ポートフォリオどおりにパッシブで運営した場合との比較です。実際のアセットのウェイトは、基本ポートフォリオから少し乖離しています。また個別資産ではアクティブ運用を入れていますので、パッシブとは違う銘柄を持っている効果がどのくらい出ているかというものを分析している表でございます。

右隅の平成26年の半年間の合計をご覧くださいだければと思いますが、右隅の箱の、左から3列目の超過リターンという列の合計を見ていただきますと、0.75%ということござい

まして、基本ポートフォリオで完璧に運営したときよりも、この半年間で0.75%の付加価値が生まれているというものをあらわしているわけでございます。この0.75%の1つ右の列、これは資産配分要因の列でございますが、これが0.78%ということございまして、以前の国内債券が60%の基本ポートフォリオと比べると、この間、国内債券はアンダーウェイトとなっており、他の3資産についてはオーバーウェイトであったことから、この乖離しているアロケーションの効果によって0.78%の付加価値がついていることを示しているものでございます。

さらにもう一つ、右をご覧くださいますと、こちらは個別資産要因の列ということになります。こちらはマイナス0.02%ということございまして、アクティブを入れている効果としてマイナス0.02%というのが、この半年間の結果ということでございます。

今後、毎月御報告をさせていただきたいと考えているところでございます。

○米澤委員長 ありがとうございます。今後調整が終わった後でも事後的には評価がきちんとできるわけですね。

●陣場運用部長 はい。

○米澤委員長 事後的にはきちんとできるので、その準備かもしれませんが、こういうことだと思います。

○堀江委員長代理 基本ポートフォリオを今回変えましたね。新基準での評価はいつから始まるのですか。

●陣場運用部長 10月30日から新ポートフォリオに変えて、評価をしたいと考えております。

○堀江委員長代理 今度は相場が上がるとマイナスに出てくるのですね。

●陣場運用部長 相場の動きによりますけれども、国内債券以外の3資産がアンダーウェイトで始まりますので。

○堀江委員長代理 10月末で変えている。

●陣場運用部長 はい。

○佐藤委員 確認のための質問なのですけれども、1ページ目のリスク管理の全体表は9月までですよ。先ほどお配りいただいた委員限り1は、10月の速報が入っていますけれども、リスク管理上は速報ベースでも当然見えていますということでもよろしいのですね。

●陣場運用部長 速報ベースで御報告ができるのは9月までということに入れさせていただいているものでございます。

○佐藤委員 我々は速報も速報も見たほうがいいのでしょうか、よくわからないのですけれども。この表は9月速報までですよ。10月の速報というのは出ているので、10月の速報もいただいて、それで一番直近の姿で、むしろ話を伺ったほうがいいのか、どうしても速報ベースでひと月遅れになるけれども、それでもいいのかという。

○米澤委員長 それは直近のものもいただいたほうがいだろう。

○佐藤委員 もしご負担でなければ、あるいは何か問題がなければということなのですけ

れども。

●陣場運用部長 10月末の数字は、まず法人内部のリスク管理委員会に示すことになるのですが、そのリスク管理委員会はまだ終わってなくて、数字としては、今、作業中なのですけれども、まだ十分な整理ができてない状況でございますので、今回ご報告できる数字としては9月末ということでございます。

○米澤委員長 できないものはできないで構わないので、ちょっと整理していただいて、どこまでできるかどうか。

●三谷理事長 運用委員会の開催日にもよりますけれども、前月の数字ですから。

○堀江委員長代理 全体を捉えた数字はそんな変わらないですよ。

●清水調査室長 雰囲気はそんなに変わらないです。

○米澤委員長 よろしいでしょうか。それでは、本日予定していた議事を終了しましたので、今日はこれで終了にしたいと思います。事務局から連絡事項等がありますのでお願いしたいと思います。

●青木審議役 資料の委員限り1と委員限り2でございますけれども、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。それと今のリスク管理状況等の報告、委員限り7もそうなのですけれども、9月末の数字につきましては、対外的な公表が11月の終わり頃の予定でございます。市場もGPIFの動向につきましては非常に関心が強いところかと思っておりますので、この委員限り7の情報管理につきましても、十分ご留意をいただければと考えております。

○水野委員 基本的なルールとしては、この状況は公表されるまでは、我々は外でも中でも話せないわけですね。そういう意味では持って帰る意味合いもないといえないです。

●青木審議役 従前は開示してなかったような場合も多かったのですが、特に今回などは市場関係者の関心も高いところかと思っておりますので、もしよろしければ委員限り7については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。随行の皆さんも同様をお願いいたします。

次回の第88回運用委員会につきましては、平成26年12月17日の水曜日、16時から当法人の大会議室で開催いたしますので、よろしくをお願いいたします。連絡事項は以上でございます。

○米澤委員長 どうもお疲れさまでした。