

第 89 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 27 年 1 月 29 日 (木) 15:00～17:00

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

4. 議 事

- (1) 次期中期計画 (素案) について
- (2) 投資原則・行動規範について
- (3) リスク管理状況等について
- (4) その他

●青貝企画部長 本日はお忙しい中、御出席いただき誠にありがとうございます。

まず初めに、当法人におきまして人事異動、組織変更がございましたので御報告申し上げます。まず、1 月 5 日付で就任いたしました水野理事兼 CIO から、御挨拶を申し上げます。

●水野理事 水野でございます。よろしくお願いいたします。運用委員会の皆様とは基本ポートフォリオの策定において全く同じにやらせてもらいましたので、皆さんの基本ポートフォリオを決めるに当たりましてのいろんな思いですとか、リスク・リターンをどう考えているかというところを実務のところ反映していくのが私の仕事だと思っております。今後とも皆様との連携を深めながら、GPIF が国民の皆さんに安心できるような運用をしていくようにやっていきたいと思っておりますので、今後ともぜひ御指導よろしくお願いいたします。

●青貝企画部長 続きまして、1 月 6 日付で就任いたしました大江上席審議役です。

●大江上席審議役 大江でございます。よろしくお願いいたします。

●青貝企画部長 続きまして、1 月 6 日付の組織変更につきまして、御説明をさせていただきます。

●井上管理部長 管理部長でございます。私から簡単に御報告させていただきたいと思っております。組織改正等でございますが、お手元の組織図の新旧をご覧いただきながら、変わったところにつきましては同色で色分けしておりますのでご参照いただければと思いますが、まず最初に組織上の新設のポストが 4 ポストございます。それを御案内申し上げます。

まず上から理事の横、CIO でございますが、最高投資責任者でございます。上に行きま

して上席審議役、その下へ行きまして、コンプライアンスオフィサー、そして監事付ということでございます。これはガバナンス体制の強化についての建議をいただきましたことと、独立行政法人通則法の改正等を踏まえた改正でございます。

次に部・室に係る組織改正ですけれども、上から情報システム室を情報システム部へ格上げいたしまして、システム管理課、情報セキュリティ対策課の２課体制といたしました。

また、調査室を投資戦略部に改組いたしまして、調査室の所掌機能を投資戦略課に、運用部の評価分析課を運用リスク管理課に名称変更いたしまして、投資戦略部へ統合いたしました。

さらに運用部の投資戦略課をオルタナティブ投資課に名称変更したところでございます。

役職員総数でございますが、82 人から 84 人に 2 名増となっておりますけれども、これは上席審議役の就任及び若手職員 1 名を新たに採用したことに伴うものでございます。

以上です。

●青貝企画部長 それでは、ただいまより第 89 回運用委員会を開催いたします。

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。

それでは、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、

参考資料 1 年金積立金管理運用独立行政法人の主要な事務及び事業の改廃に関する勧告の方向性（総務省資料）

参考資料 2 年金積立金管理運用独立行政法人の組織・業務全般の見直し内容（厚生労働省資料）

委員限り 1 年金積立金管理運用独立行政法人の第 3 期中期目標（素案）

委員限り 2 年金積立金管理運用独立行政法人の第 3 期中期計画（素案）

委員限り 3 年金積立金管理運用独立行政法人の投資原則（修正案）

委員限り 4 年金積立金管理運用独立行政法人の行動規範（修正案）

委員限り 5 外国債券運用受託機関の選定（第 2 次審査結果）について

委員限り 6 資産構成割合の変更に係る取組状況について

委員限り 7 平成 26 年度のキャッチアップへの対応と今後の見通し

委員限り 8 モデルポートフォリオ案について

委員限り 9 リスク管理状況等の報告（平成 26 年 11 月・12 月）

以上でございます。

なお、資料の左上に委員会終了後回収と記載しておりますもの、委員限り 1、委員限り 2 の中期目標（素案）、中期計画（素案）、委員限り 5 に添付しております参考資料一式、委員限り 6 の資産構成割合の変更に係る取組状況について、委員限り 7 の平成 26 年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通し及び委員限り 9 のリスク管理状況の報告（平成 26

年度 11 月・12 月)につまましては、運用委員会終了後に回収させていただきます。たくさんございますので、またお帰りのときに、私どものほうでお手伝いもさせていただきますので、幾つか机の上に置いていただく資料があることを頭の片隅に残していただければと思います。

随行の皆様につまましても、同じようにお願いいたします。よろしいでしょうか。

それでは、以降の進行につまましては、米澤委員長にお願いいたします。

○米澤委員長 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。それでは始めたいと思います。

議事に従いまして、まず最初に、参考資料 1、参考資料 2 及び委員限り 1 について、厚生労働省年金局の森参事官より説明をお願いしたいと思います。よろしくお願いします。

●森参事官 厚生労働省の森でございます。まずお手元の委員限り 1「中期目標・中期計画とは」をよろしくお願いします。

今回の GPIF の運用委員会中期計画について御検討になるということでございますので、私から中期目標、もしくはその前提となる制度について御説明をしたいと存じます。

まず委員限り 1 でございまして、GPIF、我が国の独立行政法人の 1 つでございますが、これは 2000 年の中央省庁改革におきまして、従前の特殊法人制度を基本的に見直しまして、国の関与を極力制限し、法人の自主的・自律性の発揮を期待するために、特殊法人というのは基本的に単年度ごとに事業計画や予算等を認可する制度なわけですが、そういうものを設けずに、GPIF は 5 年なわけですが、5 年間でそういう中期の目標を与えまして、その中期の計画によって事前統制をすると、そういう仕組みでございまして、中期目標につまましては、私どもの厚生労働省から中期目標期間の事業と予算等の目標を指示します。

それに基づきまして、GPIF のほうで、中期目標期間の事業、予算等につままして、計画を立てていただきまして、これは予算と業務がございしますが、それがきちんと中期目標に従っているかどうかについて私どもが認可させていただくという仕組みになっております。

めくっていただきまして 2 ページ目は、参考条文でございまして、独立行政法人通則法で、中期目標・中期計画の規定。中核になりますのは中期目標で言いますと、29 条の 2 項で、国民に対して提供するサービスその他の業務の質の向上に関する事項と、あとそれをどのように効率的にやるか、2 項の 3 号でございしますが、業務運営の効率化に関する事項がございします。それをもとに中期計画、30 条の 2 項でございしますが、具体的な措置を 2 号で定めていただきまして、3 号で 5 年間の予算、収支計画、資金計画について決めていただきまして、こういうものにつままして認可する仕組みになっております。

今後のスケジュールにつままして、3 ページに書かせていただいております。独立行政法人制度につまましては、先の通常国会で制度が若干変わりがして、今までこのような中期目標・中期計画を定めるときには、各省の独立行政法人評価委員会、厚生労働省の GPIF

の関係ですと、厚生労働省独立行政法人評価委員会年金部会というところで、今、横浜国立大学の山口先生が座長なのですが、そこで審議をしていただいたところなのですが、来年度を初年とする制度化につきましては、中期目標につきましては、各省ではございませんで、総務省に独立行政法人全体を見る政策評価・独立行政法人評価委員会というのがあるわけですが、そこで審議をする、そのかわり中期計画につきましては、各省での委員会の審議は要らないのですが、任意的に一番最後の※印でございますけれども、厚生労働省の独立行政法人評価委員会で意見を聴取することも可能となっております。手続的なものを書いてございます中期目標・中期計画につきましては、財務省とも並行して協議するか、最終的な締めにつきましては、来年度から GPIF につきましては、第3期の中期目標・中期計画が始まりますので、形式的に4月1日に中期目標を指示しまして、同日付で第3期の中期計画を認可するというような形のスケジュールで考えております。

4 ページ目でございますが、私どもが示す第3期の中期目標の素案です。今、申しましたように中期目標につきましては、財務省との協議、もしくは総務省の独立行政法人評価委員会等の審議、実は私ども内部でもまだ政務との調整等もございますので、そこら辺は不確定な部分もございますが、素案として考えているものにつきまして、GPIF におきましても、中期計画については運用委員会の必要的な審議事項でございますので、そのために示させていただいているところでございます。

考え方でございますが、第3期の中期目標、GPIF については、年金積立金を安全かつ効率的に運用していただくということで、まず基本ポートフォリオが非常に重要なものでございますが、これにつきましては、弊省大臣から要請いたしまして、御審議いただいた結果、10月31日に中期目標及び中期計画につきましては改定しておりますので、この部分は第3期の前倒し的な性格でございますので、本年4月1日から始まる部分につきましても、これを維持することになると考えています。なので、業務に関する部分で中期目標をいじらなければならないものにつきまして、私ども事務的には4点考えてございます。それが①、②、③、④で、具体的には5ページ以降に書いてございます。

まず1つは、今度総務省で独立行政法人制度が変わった関係もございまして、独立行政法人の目的の策定に関する指針というものができておるところでございます。そこにおきましては、独立行政法人制度、これは国の政策体系の中で位置づけをきちんと書かなければいけないということでございますので、新たに後でご覧いただきますけれども、中期目標のところに GPIF の位置づけ及びミッションにつきまして記載をさせていただいたところでございます。

もう一つが総務省の政策評価・独立行政法人評価委員会の勧告の方向性への対応ということで、これは先ほど御紹介いただきました参考資料1でございます。参考資料1を脇に置きつつ、内容を説明させていただきます。これは総務省の政策評価・独立法人評価委員会というのは、略して政独委と言われていますが、政独委というのは、独立行政法人につきましましては、中期目標期間が最終年度になりますと、その法人がよかったかどうかにつき

まして、各法人のWGもあるのですが、総務省のほうで全般的な評価をしまして、次の中期目標期間に対して、こうしなさいという、会計検査院の勧告みたいなものですが、そういう勧告がされます。そういうものがございまして、それに沿って次期中期目標を変えなければいけないという要請がございまして。

どんなことが言われているかにつきまして、参考資料1でございまして、勧告の方向性について説明させていただきます。GPIFにつきましては日本再興戦略等を含めまして、改革の必要性が示されているということが柱書きでございまして。そういうことを踏まえまして、改革の方向性では、以下の方向で見直しを行うということで数点書いてございまして。

1つは業務実施体制の見直しということで、日本再興戦略にもございましたけれども、高度で専門的な人材の確保とその活用についてきちんと対処しなさいという話がございまして。最初のページにつきましては、GPIFの取り組みということで、デフレからの脱却、適度なインフレ環境への移行に対するところの対応とか、それを受けまして、GPIFにおける昨年度からの高度専門人材処遇のための給与体系の話が書いてございまして、その次の2ページに、政独委としては、GPIFにどういうことをしてほしいのかということが、「このため」以下に書いてございまして。具体的に言いますと、高度専門人材を活用するのがいいのだけれども、その場合におきましては、専門的能力を精査し、その人が必要なジョブディスクリプションを明らかにして、あとは人材の受入に伴う環境整備をきちんとしなさいという話がございまして。

あと、高度な専門人材を雇った場合には、業績を定期的に評価しなさい。また、そういう人材はもったいないので、GPIF内でその人たちの知識等を吸収するために、専門人材を活用した研修をしなさいという話。GPIFのほうでいろいろ調査研究をやっていますけれども、委託研究だけでなく、そういう人材を使った自主研究も盛んにしなさいという話でございまして。あとはこの方々に対しての報酬水準につきましては、国民にわかりやすくなるよう、同様の能力を持つ人材の報酬水準とかそういうものと比較してわかりやすく説明しなさいというのが1のところのところでございまして。

あと、情報セキュリティ対策につきましては、これは独立行政法人全般に強く言われていまして、年金積立金につきましてもきちんと、特に秘匿性の高い情報であるということでございまして、書いてございまして、「このため」ということで、情報セキュリティ対策につきましては、日常的にきちんとできているかどうか確認するという話と漏えい対策につきましては、関係者が守秘義務を遵守しているか、法人自体がチェックする。特にGPIFの場合、委託運用ということでございまして、委託機関に対するチェックもきちんとやりなさいという話が2のところのところで書いてございまして。

3の運用対象の多様化に伴うリスク管理の強化につきましては、特にオルタナティブの関係でございまして、その3段落目の「このため」ですけれども、オルタナティブは時価の把握等も非常に困難な面がございまして、オルタナティブ投資に関するリス

ク管理も含めた法人のポートフォリオ全体のリスク管理システムについて開発したり、あと乖離許容幅を利用するという話になりますと、リスク管理につきましてフォワード・ルッキングなリスク分析機能の強化、リスク管理分析ツールの整備等も図っていくという話。

4の調査研究業務でございますが、先ほど専門人材のところでも述べた話とダブりますけれども、高度専門人材を活用することによるノウハウの蓄積について、3ページの後ろのほうで書いてございます。

4ページの(2)でございますけれども、実際の運用に密接にかかわる部分もございますので、守秘義務については遵守状況を検討するような仕組みを構築するというのが勧告されているところでございます。

戻っていただきまして、委員限り1の政独委の勧告の方向性の対応につきましては、言われていることをそのまま中期目標のところに盛り込んでおります。

めくっていただきまして6ページでございますけれども、今年の10月から被用者年金一元化となります。GPIFにつきましては、サラリーマンの年金積立金につきまして管理しておるところでございますけれども、国家公務員、地方公務員、もしくは私立学校教職員の方々も含めて、今年の10月から一元化されるところでございます。むしろGPIFにつきましては、サラリーマンのほかに自営業者も入っているわけですが、ここは一元的に運用していますので、共通の指針である積立金基本指針につきましては対応しなければならないということで、何点かございます。詳しくは記載を見ていただきたいのですけれども、まず積立金基本指針の内容に従って年金積立金の管理・運用を行うこと。

あと、ここにおきましては、パッシブ運用を中心という記載ではなくて、パッシブ運用とアクティブ運用の併用ということで記載がございしますので、その部分を積立金基本指針どおりに変更します。

モデルポートフォリオの策定及びモデルポートフォリオの見直し、これは共同して行う事務でございますので、事務自体を追加しています。

受託者責任の徹底の記載や日本版スチュワードシップコードへの対応、これは積立金基本指針に書かれているものをそのまま写す形で記載をしておるところでございます。

あと、社会保障審議会の専門委員会、ここで経済前提とか、積立金のあり方について2年余検討しているところでございますが、主としては運用目標等について検討していただいているのですが、ポートフォリオ関係以外のところでも対応しなければならないところも数点残っていますので、そこを対応するというところでございまして、書かれている内容としましては、ファンダメンタル・インデックスの活用、これにつきましては、GPIFでは、昨年の4月の国内株式のマネストのときにやっていますけれども、それを今後とも是非も含めて活用を検討していく。あと、運用コストの低減や運用に関する知識・経験等の蓄積の観点から、インハウス運用の活用も検討と書いてございまして、それを追加しています。

新たな運用対象の検討につきましても報告されていますので、これを書き込んでおると

というのが中期目標の変更点でございまして、この4点につきまして、6枚目以降のところの第2期中期目標、第3期目標ということで、新旧ございますが、今、案を作っているということでございます。見ていただくと、第3期中期目標のところで、先ほど申しました政策体系におけるミッションが追加されているところです。

あと2枚目を見ますと、積立金基本指針への対応。4ページには、運用手法ということで、パッシブ・アクティブの併用等なり、運用対象の多様化についての記述。

あと(6)で、これも積立金基本指針等でございますけれども、株式運用につきまして、財務的な要素に加えて、収益確保のために非財務的な要素であるESG(環境、社会、ガバナンス)を考慮することについての検討等が書いてあります。

5ページ目は、モデルポートフォリオの関係の業務の追加。

6ページ目の5の(1)、これは法律にも書いてありますけれども、改めて共通のこととして受託者責任の徹底について書いてあります。

7ページについては、日本版スチュワードシップコードへの対応について新たに入れ込んでいます。

8ページにつきましては、高度で専門的な人材の確保とその活用、リスク管理の強化、調査研究業務。主として政独委から言われている内容について書いてあります。

9ページ目は、まさに5年間の予算の関係で、独立行政法人につきましては、一般的に効率的な業務の関係から、見直し前のものを見ていただきたいのですが、一般管理費で15%節減するとか、そういうような形の中で、5年間でどういう形の効率化を進めるかについて書いてございます。ただ、これにつきましては、GPIFについては、一昨年の閣議決定で、2の一般管理費の括弧の中でございますが、資金運用の見直しのための高度で専門的な人材の確保その他、閣議決定に基づく施策の実施に必要な経費については、節減目標から除外しているのですけれども、ここら辺につきましては、財務省とかいろんなところの話、もしくはGPIFの御意向もございまして、今のところ、私どもとしては、まだ素案としても示せる段階ではございませんので、検討中という形にさせていただいております。

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。引き続き、委員限り2の年金積立金管理運用独立行政法人第3期中期計画(素案)について説明していただいてから議論させていただきましよう。そこにつきましては、事務局から説明をお願いしたいと思います。よろしく願います。

●青貝企画部長 御説明いたします。委員限り2でございます。お手元に小さいA4版のものと、少し文字が小さいものですから、A3版の大きなものも御用意しております。いずれか御利用しやすいほうを御参照いただきながら御説明させていただきたいと思っております。

この表のつくりでございまして、先ほど森参事官から御説明がございましたが、左側2つの列が中期目標、第3期中期目標(素案)となっております。その右横に第2期

中期計画、第3期中期計画（素案）、概ね項目を対応させる形で横に並べるといった、まだ議論が続けている途上のものですが、若干文字が多くて大変恐縮ではございますが、これに即して、既に参事官から御説明いただいている部分は少し割愛しながら御説明させていただきます。

まず1ページ目のミッションのところは、右側が空欄になっておりますが、こちらについては、当法人の計画として立てるということを現時点では想定していないということで省略しております。

ページをめくっていただき2ページ目、下のほうでございますが、いきなり見比べにくいかもしれませんが、こちらは右から2つ目のところが第2期中期計画ですが、一番右側の列にモデルポートフォリオも考えて基本ポートフォリオをつくりますという記載を追加しております。

続きまして、大変文字が多い中で恐縮でございますが、裏側の3ページをご覧ください。この中でちょっと見にくいですが、運用の目標というところ、真ん中辺のちょっと上でございますが、その下に右から2つ目の列をご覧くださいと、市場に急激な影響を与えないこととするという記載がございます。これはもともと左側に目を移していただきますと、中期目標において、そのような形で記載されていることを踏まえた記載でございます。第3期において、どんなふうにするのかということについていろいろな御意見、御意向が厚生労働省におかれても当然あられるということではございますので、今まだ検討途上ということでございますが、法人としての1つのアイディアとしましては、少し文言が変わっております。年金積立金の運用が市場その他の民間活動に与える影響に留意する、この文言は、当法人の根拠法の20条2項というのがございまして、そこにこういう表現が記載されているということで、こういう表現でどうかといった御相談をしているというのが現状でございます。そのようなことをここで途中経過ではございますが、御報告させていただきます。

このページは以上でございまして、ページを1つおめくりいただきまして、4ページ目をご覧ください。4ページ目は線がついていないわけですが、ページをめくってしまいましたが、この項目はリスク管理についての項目でございます。左側2つの列についてはそれほど詳しくというか、大きくくりなところをお書きいただいた上で、当法人の計画としては資産全体、各資産、各運用受託機関等々より細かい記載でのリスク管理を行っていくということ、これは2期、3期とも同じ形で進めてまいりたいと、こういう趣旨でございます。

続きまして5ページ目でございます。5ページ目のところでございますが、先ほど参事官からも御説明がございましたが、パッシブ中心から、左から2つ目の目標にございますが、パッシブ運用とアクティブ運用を併用するといったことを新たに目標として素案としてお示しいただいているものがございます。また、あわせて新しいインデックスの活用、インハウスの運用、外部のノウハウを活用しながら等々、先ほどの御説明が5ページの上

の半分のところに目標として左側に示されているわけでございます。

基本的にはそれを踏まえた形で書いているのがその右側ということでございます。表現ぶりが同じでないものもございますけれども、基本的にはその趣旨を踏まえた内容を書いている部分、それから新たにつけ加えた部分が当法人でもございます。それは一番右側の列にあります、(3)の運用手法、パラグラフが4つありますけれども、4つ目の1個手前に「さらに」ということで記載しておりますけれども、「さらに、マネジャー・エントリー制の導入を検討する」というものです。後ほど陣場部長から御説明もございますが、現在、外国債券のマネストということで、年に1回ということで資産クラスごとに見直しを行っているわけでございますが、そういった形から、体制の強化とともに、もう少し随時といいますか、そのようにマネジャーを選定していく、あるいは入れかえていくといったようなことを進めてまいりたいということで、こういったことを法人としては追加で計画の中に入れさせていただいているということでございます。

それから、あちこち右・左で恐縮でございますが、左側から2つ目の目標のほうの運用対象の多様化でございますが、先ほどお示しがあったようなREITや物価連動国債といったものをやるという話、非伝統的資産への取り組みといったことを目標としていただいております。それから、(6)ではESGといった話。

基本的には右側では同じことを書かせていただいておりますが、REIT、物価連動国債につきましては既に取り組んでおりますので、現時点での当法人の計画として、改めて記載はしていないというのが現状でございます。

駆け足で恐縮でございますが、ページをおめくりいただけますでしょうか。6ページ目でございます。こちらは透明性の向上ということで、目標のところにもあった書き方とも関係してまいりますが、左側の列のもともとの目標、新たな目標のところにおきまして、新しい運用対象の選定、追加する場合の手数料、選定過程や結果について御報告という形でやっていく形が適切なのではないかとといった目標をお示しいただいたことを受けまして、それに即した形の対応を右側の計画のほうでは示させていただいております。そういう意味では運用体制、内部体制の充実の中で、報告をきちんとやっていくということが続けてまいりたいといった書きぶりでございます。

それから、6ページの右側の計画をご覧くださいますと、線を引いているところ、2つ目でございますが、運用の多様化、高度化や国際化に対応した情報公開・広報活動の在り方を検討し、その充実を図るということで、これは先般来、大野委員を初め皆様から御指摘いただいていた点ではございますけれども、こういったことをさらに取り組んで透明性の向上といったことを図ってまいりたいということを当法人としてつけ加えさせていただいているという内容でございます。

モデルポートフォリオにつきましては、6ページの下にございますが、同じ内容を記載しておりますので、次のページに進めさせていただきます。

7ページにつきまして、下のほうは、基本ポートフォリオの基本的考え方ということで、

既に10月まで御議論いただいたもの、そのままでございます。こちらの内容については特に変更はございません。

8ページ目をご覧ください。8ページにつきましては、やや細かい話ではございますが、目標のほう、左から2つ目のところに線が引いてあります。ここには移行ポートフォリオというものを必要あらば策定するといったことが書かれております。これにつきましては、一番右側の列、計画のほうをご覧くださいますと、今回移行ポートフォリオそのものは設定されていないわけではございますが、書き方としては目標と横並びの形にそろえさせていただいております。1点違いますのは、基本ポートフォリオの見直し、検証は何か動きがあったときにアドホックに行うということではなく、定期的に常にやっていると、これは運用委員会で基本ポートフォリオを御審議、採択いただいたときの御意見でもあったわけですが、こういった形に少し改めているということでございます。

それから、受託者責任の徹底につきましては、先ほど参事官からお話があったとおりでございます。

次に8ページ目の左から2つ目の列に行きますと、(2)の市場及び民間活動への影響に対する配慮という項目がございます。これはGPIFがマーケットに影響を与えないようにということを記載している項目ということになります。そこに過度に影響を与えないのだけれどもというコンテキストでスチュワードシップのことをここに目標としてお示しいただいているところでございます。

同じような趣旨で、計画のほうは、ページが少しまたがってしまっていますが、9ページ目のほうにその趣旨をそのまま対応した形で書いています。

それから、今、ご覧いただいております9ページでございますが、先ほどもお話がありましたような、高度で専門的な人材の確保と活用につきましては、そのとおり、計画におきましても記載させていただいているところでございます。

続きまして10ページをご覧ください。10ページにおきましても、上のほうからいきますと、目標のほうでございますが、オルタナティブ投資のリスク管理、フォワード・ルッキングな体制、先ほどお話がございましたが、同じことを右側のほうの計画におきましても記載させていただいているということでございます。

それから、調査研究につきましても、調査研究業務の充実ということ。それから情報管理ということにつきまして、同じ内容を右側にも書かせていただいているということでございます。

続きまして、11ページは、項目の場所が変わったことに伴うものでございますので、さらに先にお進みいただければと思います。

12ページは、先ほど参事官からもお話がございましたが、経費をどうしていくのかという大きなテーマでございます。これは今日の時点におきましては御用意いたしておりませんが、追って御審議いただけるように、また準備してまいりたいというふうに考えております。

それから、13 ページでございます。こちらにつきましても、契約の適正化ということで、左から 2 つ目の列に行きますと、左から 2 つ目の一番上でございますが、4 行目に、ただし、事業の特性に応じて合理的な調達を行うこととし、これを計画におきましては少し具体化しております。オルタナティブ投資などということで、非常に市場流動性のないものについて、客観的に何か並べて比較するといったことがしにくい場合もあるかもしれないといったようなことに依拠した書き方に少しだけ変えております。

すぐその下でございますが、業務の電子化の取組ということで、目標のほうに書かれていることを踏まえておるわけですが、当法人の業務、多様化、高度化、海外に伴う国際化といった業務が広がってきております。そういった意味でいろんな形で海外に出張に行く、あるいは海外にしながら内部の会議を行わなければならない、こういったことにも対応できる形を、当然情報セキュリティに留意しながら進めてまいりたいということです。それから、今日も大変たくさんの紙をご覧いただいているわけでございますが、ペーパーレス化といったことにつきましても非常に重要なテーマでございますので検討してまいりたい、ということでございます。

大変長くなって恐縮でございますけれども、14 ページ目でございますが、14 ページ目については、その他業務運営に関する重要事項ということで、1 つは内部統制の強化ということでございます。これにつきましては、左側から 2 つ目の目標のほうに行きますと、法令遵守ということでございますが、右側に目を移していただきますと、関係法令、中期目標・中期計画があり、ここに線を引いておりますのは、これまで管理運用方針でできたものでございますけれども、そういった関係するルールを守って、当たり前のことではございますが、そういったことを書かせていただいております。

それから、一番右側の列、内部統制の一層の強化に向けた体制整備のところ、パラグラフの 2 つ目でございますけれども、法務機能の充実ということで、こちらは法人で扱う業務が、コンプライアンスという観点、あるいはさまざまな投資における契約関係といったもの、複雑多岐になってくる場合に、法人としてどういうふうに法務機能を一体的に管理していくのかというのは非常に重要なテーマと考えておりまして、こういったことも運用の多様化以外の業務として、広報と並ぶ重要業務ということで拡充を検討したいと思っております。

それから、もう一度左側の列に戻っていただきますと、監事の機能強化等によるガバナンス強化ということで、先ほども御説明がございましたが、監事機能の実効性向上をさらに深めるということで、当法人としても体制の強化を進めてまいりたいということでございます。

それから、情報セキュリティ対策ということにつきましても、目標と計画、同じ内容でございますが、当然進めてまいるということで書かせていただいております。

大変駆け足になってしまいましたが、基本的には中期目標に書かれていることを踏まえ、法人として、さらに敷衍して、こういったことをやるべきではないかということを書かせ

ていただいているところが中心かと思います。

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。ただいま森参事官から中期目標についてお話いただきまして、それから、青貝企画部長から中期計画を報告していただきました。いずれにしても、この時期ですので、両方とも素案という格好になっていまして、これは2月にまだ議論するチャンスがあつて、3月にはまとめるということですか。

●青貝企画部長 先ほど参事官からも、委員限り1の中でスケジュールというので出ております。

○米澤委員長 そのようなタイムスケジュール観で、今日はいろいろ、ここはよくわからないとか、質問が中心になるかと思ひますけれども、御質問、御意見ありましたらお伺いしたいと思います。

○堀江委員長代理 1点だけいいですか。

○米澤委員長 どうぞ。

○堀江委員長代理 6ページ目の透明性の向上のところ、運用受託機関等の選定過程のところ、外れています。陣場部長が説明される話と関連しますが、プロセスの審議は必要だと思ひます。どこを採用したかというのは、これは今もマスクされていて、私は非常に適切な措置だと思ひていて、どこを選んだとか、そんなことをこの場で議論する必要はないと思ひます。しかし、どういうプロセスで選ぶか、そこについては審議したほうがよいのではないかとと思ひており、これを取り除くこと、つまりそういうことは審議しないということを行っているのであれば、私は、これを取り除くことに反対です。

●森参事官 中期目標に関しましては、厚生労働省であえてそういうことを言うかという話でございますので、中期目標というのは必ず GPIF でやらなければいけないことを言っています。これは私の記憶ですが、第1期の中期目標のときはなかったのですが、第2期のときに、運用委員会がもう少し業務機能も担ったほうがよいのではないかという話がございまして、厚生労働省のほうで書いたのですが、いろいろ運用委員会の位置づけがございまして、先ほど申しました社会保障審議会の専門委員会でも、GPIF にある程度任せるといふ話で、厚生労働省として、あえて中期目標に書くまでもないのかなということ、目標には入れてないという整理でございます。法人でどうするかというのはまた別問題だと理解しています。

○堀江委員長代理 プロセスの審議をしていただければ、別にいいのですけれども、そういうのが全く審議されないことは問題と思ひます。その点だけの確認です。

●水野理事 よろしいですか。

○米澤委員長 はい。

●水野理事 これは基本的には透明性の向上ですので、私どもが年金の受益者のためにいかに効率的な運用をするかということと透明性の向上のところは、時々においては相反することがあるのですが、プロセスについては、今までA、B、C、Zみたいな形で名前

を伏せて運用委員会で議論、正直あれは余り意味がなかろうという点については堀江委員も同じ御意見だと思うのですが、どういうプロセスでやっているかということについては、どういうポイントをチェックするかも含め、運用委員会で十分議論していただいて、皆さんと意見交換するべきだと思っております。

ただ、一方で、透明性の向上ということで、それを受託機関のほうにどういう形でどこまで伝えるかとか、我々のディスクロージャーの中でどこまで伝えるかということについては、かなり慎重な検討が実際のところは必要だろうと。ここに関しては何でもプロセスを全部国民に公表すればよいというところではないので、そのあたりの書きぶりが、運用委員会に対しての説明のところで、情報公開のところが1つの文章で一緒くたになっているように私にも読めるのですが、堀江委員の御心配になっているようなことに関しては、今後も運用委員会で議論していくということで理解はしております。

○堀江委員長代理 大まかな方針のチェックだけをここでして、細かいことはやらないと、そういう切り分けになっているような。

●水野理事 そういうことです。

○堀江委員長代理 であればいいのではないのでしょうか。

●水野理事 マネジャー・エントリー制になっていきますので、今までみたいにバツとお店を開いて来てもらって、そこでこういうプロセスでというのを公開するよりは、常にいろんなマネジャーの方に来ていただいて、いい方を選んでいき、同時にアンダーパフォームしているマネージャーを入れかえていくということになりますので、そのあたりのプロセスとか、我々が使っているクライテリアに関しては、変えたときには御報告してこちらで議論いただくということで、考え方に齟齬はないかと思います。

○米澤委員長 よろしいですか。必要があれば、特に中期計画のほうで、そういうところがわかるように書く必要があるかもしれないということで、今後、検討させてくださいということでよろしいでしょうか。ほかにいかがでしょうか。

○佐藤委員 ちょっと先取りした質問で、今後の手続きとかタイムスケジュールについてお伺いしたいのですが、第3期中期目標・第3期中期計画、これは公表をされるという具合に理解してよろしいのですか。つまり気になっているのは、この後、議論する投資原則・行動規範がございすね。それとの整合性とか表現の仕方の問題、特に投資原則について公表された場合のセンシビティを随分考えて表現を変えた部分がございすね。具体的には超過収益という言葉なのですがけれども、それがこの中期目標と中期計画のところで出てきていたり、その整合性は両方が同時に出たときにやはりマーケットは混乱するのではないかと思います、そこはどういう具合に。

○米澤委員長 これはどなたに。

●水野理事 中期計画を読まれる方は、このあたりの霞が関の方とか、ごく一部の方に限られるかと思いますが、投資原則に関しましては広く一般の国民の方に見ていただくという観点から、そういう特殊な専門用語を省いたというところもありますので、そういう意

味では、例えば超過収益の議論の中では、そういうものを同じリスク量でとれるものなら当然とっていくのだけれども、超過収益という言葉がそこで使うことによって、マーケットの効率性の議論とかまでしなければいけないということで省いているということです、そういう意味ではこちらに出てくる中期計画と投資原則に関しては、そこに矛盾する点はないと考えています。

○米澤委員長 これは公表になるかといえば公表です。

○佐藤委員 両方公表されるわけですね。

○米澤委員長 両方公表です。

○佐藤委員 中期目標・中期計画は読むと議論が先祖返りしたみたいなのところもあって、どちらかというカンファブルではあるのですが、誰もここまで子細に本当に見比べないのかといえば、やはりメディアの中のマニアックな人はきっと両方見比べるのではないかな。

●水野理事 例えばマーケット・市場へのインパクトをどういう表現にするかというところは投資原則で結構議論したのですが、これは今までのいろんな文章がある程度反映されて目標が出てきていますので、どうしても過度というところが省けないという厚生労働省側の御意向もあったかと思うのですが、それに対して私どもではできるだけ投資原則に近いような形で変えられるものに関しては文章を提出する努力をしたという理解をしておりますが、青貝部長、どうでしょう。

●青貝企画部長 わかりやすく国民の皆さんに読んでいただけるレベルというのを投資原則や行動規範では目指します。ただ、言葉の使い方の矛盾があったらいけないというのは最低限守らなくてはいけないことだと思っております。

○米澤委員長 まだ投資原則・行動規範は、この後で、確定ではないのですが、こちらはまだ素案ですので、万が一、矛盾することがあればまだ手を入れる機会があると思いますので、そのところは細かく見ていく必要があるかと思います。ほかに、大野委員、どうぞ。

○大野委員 インハウス運用のところなのですが、6ページにインハウス運用の記載がありまして、あと8ページのところなのですが、具体的には、目標と計画、両方共通項目なのですが、計画で見ると一番右、8ページの下から2番目ですが、②がありまして、個別銘柄の選択を行わないということがベースとして出てきているわけでありまして、これとインハウス運用との関係。そして①、②、③の上に「民間企業の経営に対して過度に影響を及ぼす」、今、お話が出た点でありますけれども、これは特にマーケットへの影響という観点から書かれているわけですが、②は議決権行使をしないと、そういうふうにはならないと思っているのですが、そういう文脈で捉えていくと、このインハウス運用というのは一体どういうものに投資していくのか、想定しているのかということをお聞きしたいと思っています。もし解がなければ、この辺は慎重に議論をしていただきたいということであります。

○米澤委員長 これは、水野理事。

●水野理事 今、私どもでやっておりますインハウスは債券のパッシブのインハウスでして、実は私もこちらの運用委員になる前は、債券に関してはインハウスでアクティブな運用をしていると実は思い込んでおりましたが、GPIF のインハウスというのは基本的にパッシブな債券の運用で、ただ、それがあることによって、今回のキャッシュアウトのプロセスにおいては、市場の直接の参加者であるということで、マーケットから常に新鮮な情報が入る等々メリットもあるということがインハウスの今までのところの GPIF にとってのメリットだと私は理解しているのですけれども、実は株に関しては御存じのとおり、全て受託機関経由で投資をしております。

ではインハウスでやる場合に、これも先ほどの債券と同じで、株で申し上げますと、いきなり私どもがヘッジファンドのように株を売ったり買ったりしたり、あるいは直接的に個別の会社に対する議決権の議論をするというふうに思われがちなのですけれども、そういうことはありません。ただ、私の立場からすると、株のマーケットと GPIF の距離が今余りにも遠いという状態があって、実際にマーケットに何が起きているかを把握するのが容易ではない状況では宜しくないと考えています。そういう意味では長期的にはこれだけ株が増えていく中では、インハウス、つまりマーケットの直接の参加者になるという意味合いにおいての、どちらかといえばディフェンシ的な観点からのインハウスというのは検討すべきではないかと思っております。ただ、これも5年の計画ですので、実際5年間でそんなことができるかどうかはわかりませんし、御存じのとおり、今の GPIF 法上は、株のインハウス運用が明確に禁止されておりますので、これを計画でそれも見据えていろいろ研究準備をしていくといったところで、法律改正があるまでは実際には行われませんので、そういう意味では、私どもとしては5年間という長い期間において、今、法律に載っていないことに関しては全く何も検討準備しないのかというのはちょっと違うなという意味で書いてあるというくらいに思っていたのが一番現実に近いかと思います。

○大野委員 この辺、参事官の御意見をお聞きしたいのですけれども。

●森参事官 これは、社会保障審議会の専門委員会の際の記述なのですが、インハウス運用につきましては、今ある例えば債券運用の拡大みたいな話、もう一つ、法律上できる外国債券。あと、実は GPIF において、昨年2月ですけれどもカナダの OMERS とのインフラ投資、あれはインハウスでやっていますので、それが多分インハウス運用の活用ということでありまして、ある種、今、理事からお話ございましたけれども、法律がございまして、株式はできないわけがございまして、今の枠組みの中でより効率的なインハウス運用があり得るのだったら検討しろというのが、中期目標上の位置づけでございます。

○米澤委員長 この中期目標・中期計画においてはインハウスには株式運用は入らないと理解してよろしいのですね。

●森参事官 法律があつての中期目標・中期計画でございます。

○米澤委員長 答えとしてはそういうことでよろしいですか。ほかに、どうぞ。

○清水委員 8ページに基本ポートフォリオの見直しというのがあります。これは別に今回新しく変わったというわけではなくて、大体同じような文章で書かれているのですが、見直しのところで、2行目に、急激な市場の変動があった場合には、中期目標期間中であっても、必要に応じて見直しをする、とあります。

今回、基本ポートフォリオを見直したというのはマーケットの変動ではなくて、経済状況がデフレから今後インフレに変わっていくのではないかと、という市場環境や経済環境の変動があり、見直しをしたということだと思いますが、ここで「急激な市場の変動があった場合」と書かれていると、リーマン・ショックのように急激な市場の変動のような状況をとられてしまいそうです。マーケットが急激に変化した場合に基本ポートフォリオを見直しますというようなことをここでうたっているのはちょっと違うのではないのかという気がします。これは5年間の中期計画なわけですが、私たちの今回の投資原則などではもっと長いスパンで投資を見ているわけですし、5年くらいの間に急激な市場の変動があった場合に見直すということは多分ないと思われます。そういう意味では、この文章は、今回特に乖離許容幅も広げ、新しい基本ポートフォリオをフォワード・ルッキングな見通しの中で変えたということを鑑みると、少なくとも「急激な市場環境の変化」というような文章にしたほうがいいのではないのでしょうか。例えば、これからインフレになると思っていただけれども、実は来年、再来年においてまだデフレが世界的に蔓延しているようなときには、それはまた考え直さなければいけないわけですが、少なくとも急激な市場の変動という文章は、おかしいのではないかと。

●水野理事 急激でなくても、大幅な変動がある場合は変えるべきですので、これはどちらかといえは、森参事官の、もともと厚労省側の目標の文章をそのまま反映して。

○清水委員 そうなのですか。しかし、そこは変えていただかないと。

●森参事官 確かに清水委員の御発言は非常に解析的な発言で、要するに我々も国会で説明するときには、長期的な経済、金融環境の変化に基づき変更する形で、市場そのものの大幅な変動、要するにリーマンのときとか、東日本大震災とか、そういう理由ではなくて、年金運用につきましては、経済並び金融、長期的な環境の変化でやっていたものです。市場動向というのを狭義で考えると、市場の大きな値動きみたいな場合、リーマンのときには、逆にきちんと変えなければいけないかという話ですけれども、実行は、むしろ運用環境のほうでやっていたと。非常に役人チックな話でございますと、変える場合、根拠みたいなもので変えていくものでございますので、そこはどうするのかという話がございしますが、雑感的なところでございます。

例えば市場動向を踏まえた、急激な市場の変動があった場合ということでございますけれども、従前から運用環境の変化ということで変更してきたという実績になっているので、特段この表現を変える必要があるのかというのは率直な思いでございます。逆に言うとそのでない、第2期の運用目標の変更はできなかったわけでございますし、何かこれが矛盾しているとは考えておりません。

●水野理事 清水委員がおっしゃるとおりだと思いますし、私も目標の文章が変わってくれたらいいというアイテムは幾つかないとは言わないのですが、そこは役所のほうではなかなか、一度できた文章を変えるのは難しいということでしたので、それで私どもの計画までちょっと読み直しとか、できるところは現実に近いものにしようとしていますので、例えばこの基本ポートフォリオの見直しを、少し文章を変更して、今みたいなのを入れることはできるだろうと私は個人的には思いますが、ただ、急激な市場の変動があった場合には、これは検討を行うことでありますので、例えばリーマンが起きた場合は、私どもの立場から申し上げますと、運用委員会を招集していただいて、これは一時的なショックなのかどうか議論する。結果として見直すかどうかは別として、それは当然のことですので、急激な変動があった場合には、これはこれで構わない。

あとはプラスアルファ、マクロ的な環境変化が今回のようにあった場合に、それは見直すと確かに文章上は書いていないので、追加で文章を入れるということは検討の範囲内かなとは思いますが、森参事官のおっしゃるとおり、実績としてやってきているので、そこでもめなくてもいいではないかという説もあるかと。

●大江上席審議役 この文章が織り込まれたのは、リーマン・ショックが起こった後ですが、私、部長・審議役でおりましたので御報告させていただきますと、私どもは市場環境を、いろんな市場関係者の声を聞いたりデータを集めたりし、それからリスク分析をやりまして、まさにこの運用委員会で御報告をして、それも1回でなくて、例えば半年後とか1年後とかにも重ねて御報告をいたしました。しかし基本ポートフォリオを変えるほどの状況変更ではないのではないかということで、ただ、やはり世の中からは、なぜこういうときに基本ポートフォリオを変えないのだというような声もございましたので、そういう実態も踏まえて、運用委員会で御議論いただいて、その御確認をいただきながら、対外的にはそういう説明を行っているということございます。

○米澤委員長 それが実態ですね。私もそのとき、委員をしていましたので。

●水野理事 実務的には全く問題を感じませんし、当然皆さんには、逆に言うと、リーマン・ショックが起きたときは48時間以内に皆さん駆けつけていただくという御準備をいただいているくらいなのですが、ただ、文章的には直そうと思えば直せる文章なのか、どうなんですか、これは。計画のほうは。

○清水委員 目標は多分このままでいいとしても、目標と計画というパターンでみると、計画が若干詳しい説明を加えているというたてつけになっているようですね。

○米澤委員長 計画はここで議論して必要があれば直せるわけですね。

○清水委員 そのあたりはどうでしょうか。特に先ほどの誰も見ないという話もありましたが、でもやはり今マスコミが注目しているので公表されれば見る人もいるでしょうし、例えば、この基本ポートフォリオの見直しのような項目だけを引っ張ってきて議論されるという可能性もありますよね。

○米澤委員長 重要な点ですからね。

○清水委員 あるとすれば、例えば計画のほうは、よりいろいろな意味が込められるとすれば、若干そういう記述が入るとわかりやすいのかと思いました。

●水野理事 お預かりして。

○米澤委員長 そうですね。そういうことでよろしいでしょうか。

大分予定の時間を過ぎてしまっているのですが、まだ1回か2回は、少なくとも1回はまた議論する機会があると思いますので、今日は宿題も出させていただきまして、このくらいにさせていただきたいと思います。

それでは、次の大きなテーマに移りたいと思います。委員限り3の年金積立金管理運用独立行政法人の投資原則（修正案）及び委員限り4の年金積立金管理運用独立行政法人の行動規範（修正案）について、事務局から説明をお願いしたいと思います。

●青貝企画部長 委員限り3の投資原則でございますが、変更履歴つきとクリーンバージョンの2種類を御用意しております。変更履歴つき、前回の運用委員会から変わった内容のものをご覧ください。これはその後、ガバナンス会議が1月19日に開催されております。そのときにガバナンス会議の議員の皆様において、前回の運用委員会での御指摘を踏まえて作り変えた内容でございます。簡単でございますが、御説明させていただきます。

まず1番目のところでございますが、原則の【3】の「不確実性はつきものであり」というところを「年金財政上必要な運用利回りを長期的に確保するため、市場価格の変動等を許容することは必要である」という形にしてはどうかということでございます。

【6】は、年金財政上必要な運用利回りを確保するため、様々な収益を生み出す投資機会の発掘に努める。

【8】でございますが、「投資に当たっては」という言葉を「費用の削減を不断に行う」というところの前につけてはどうかということでございます。

ページをおめくりください。2ページ目でございますが、ここが一番変わったところでございます。【10】の「株式投資において、スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動を通じて、被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図る」ということで、この文言は大野委員からも以前御提案がございました文章がよろしいのではないかとということで、ガバナンス会議のほうとしてこのような形にさせていただいております。

あとは細かい説明文のところでございますけれども、3ページ目の下、「現在及び将来の」という言葉につきましては、文言上、今の関係法令等にはないものはわざわざ書かなくてよいのではないかとというような御指摘に対応したものでございます。

それから、ページをおめくりいただきまして4ページ目、5ページ目でございます。

5ページ目のところは、先ほど表現を変えた原則を申し上げましたけれども、説明文のほうにつきましても、「不確実性」という言葉を取るという趣旨から、1つ目の説明文のパラグラフ、一番最後でございますけれども、「このような市場価格の変動などを受け入れながらも」というふうな形にしてはどうかということでございます。

それから、7ページ目でございますが、こちらは「超過収益」という言葉を説明文にお

きましても「様々な」という形に書きかえております。

あとは既に御説明しておりますので、投資原則については以上でございます。

なお、行動規範のほうにおきましては、前回の運用委員会で御審議いただいた内容と変わっておりません。参考としてお付けしておりますが、説明は省略させていただきたいと思います。

以上、私からの説明は委員限り3、4、投資原則及び行動規範でございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございました。堀江委員、つけ加えることはありませんか。

○堀江委員長代理 はい。

○米澤委員長 それでは、ガバナンス会議等でいろいろ議論してきた結果、もちろん皆さん方の御意見をいただきまして、ここまで修正してでき上がっております。改めて運用委員会で、これをお示ししますので、これに関しまして、特にガバナンス会議に出席されていない方等において、必要がありましたら御議論、御意見いただければと思っています。

○大野委員 前々回も前回も申し上げたので、基本は変わってないですけども、ガバナンス会議の皆さん、それぞれお仕事を抱えながら、恐らく複数回議論していただいて、ねぎらいの言葉をかけたいと思います。

従来案から、我々民間企業では当たり前ですが、否定的な文言がなくなっているということ、これはすばらしいことでありまして、そして10番目の原則、非常に議決権行使に絞った記載、非常に気になったわけですけども、もう少し幅広いコードに言及していただいた点、これに対しては非常に評価したいと思いますが、全体として、今回のポートフォリオ、これは恐らく宗教論争のようになってしまうと思うのですけれども、現在変えた運用を後追いで、それを柔軟な積極運用を目指すことを説明したいというように、斜めから見ると人はそう見るのではないかということはずごく私は感じています。

総論として2つ目ですけども、原則をうたう以上、説明調の文言というのは後段に持っていくか、後段というのは補足のところですね。あるいはこれから広報活動を積極的にやっていくということなので、そういう中でかみ砕いていくのか、そういうところで時間をかけてやるべきではないか。いきなり出すよりも、私はそのほうがよいと思います。したがって、ここは基本的な考え方、あるいは投資の信念、つまり一貫性のある投資方針、長期に持つものということをやはり書くべきではないかと思います。

以上が総論です。

そして、各論のところでは言いますと、これも繰り返しになりますが、1点目、2点目、了解でございますが、3番目については、少し他の項目と性質が異なっているような気がします。ここは説明文であり、原則としてはふさわしくないのではないかというふうに思っております。そして4番目の分散投資、これはわかります。あとは5点目でございます。5点目も、これも当たり前のことを説明しているということだと思いますので、原則としてふさわしいかどうか。決して言っていることは反対ではございませんが、原則で挙げる

にふさわしいかどうかは少しクエスチョンマークがつくということでもあります。

そして、6番目についてですが、ここは7番目とセットで考えるべきでありまして、6自体はリスク低減の視点が全くここには記載されてない。収益を上げるためということですが、まだ被保険者に十分、まだ皆さん勉強していません、アクティブ、オルタナティブ運用、さらに何でもやるよみたいな受けとめ方をされるのではないかという感じがしています。したがって、3、5、6は不要ではないかと私は思っております。

そして、あと、8番でございますが、もともと従前からかなり費用については工夫されていると私は認識しておりまして、不必要な費用、「不必要」という表現をこういうところに書くのは、あまり国民目線としてよろしからざる表現だと思っています。不必要な費用削減は当然のことでありまして、我々は保険料を強制徴収されておるわけでありまして、これを使っているということでありまして、シンプルに費用削減努力を書いていけばよいのかなというふうな感じはしています。例えば国民の皆様は強制的に負担していただく保険料の一部を原資とする以上、常に投資にかかる費用削減に努力しますと、こういう格好で書いてしまえばよいのかなというふうには思っています。

各論としては、したがって、3番、5番、6番、これは不要ではないかと。そして8番は書くのであれば、もう少し表現をシンプルに工夫したほうがよいのではないかと。

以上が最終的に読んだ感想であります。

○米澤委員長 改めてお伺いしますが、3番、5番、6番が不要というのはかなり強い意識でもって。

○大野委員 意図としてはそうですね。これは繰り返しになりますけれども、信念、原則、時間軸でも長い期間持つものという前提で考えております。

○米澤委員長 ありがとうございます。やはりガバナンス会議に出ていらっしやらない菅家委員、御意見、改めてこういうのが出てきたことに関して。

○菅家委員 反論を聞いてから発言しようかなと思ったのですけれども。

●水野理事 ちょっとよろしいですか。大野委員の御意見、3、5、6は、原則から外して説明文、あるいはIR的なところで使えばよいのではないかとということですか。

○大野委員 そうですね。この部分というのはあくまで投資の原則なので、中期の運用目標の説明ではないわけでありまして、中期よりもっと長期の投資信念というところで考えていくと、少しここは色合いが違うのかなといった格好で私はとらまえています。これは前回も前々回も申し上げたことであります。

○米澤委員長 内容に関して強く反対というよりは、原則として書く必要はないというほうが強いという理解で。

○大野委員 ここはあくまで投資原則でありますので、基本的な考え方ということでもあります。

○米澤委員長 とりあえずお伺いいたしましたということで、お待たせしました、菅家委員、どうぞ。

○菅家委員 原案を作成された方々の今の米澤委員の発言に対するコメントをまずお聞きしたかったのですが、米澤委員がおっしゃるとおり、投資原則というところをどう捉えるかというところの意識、認識の違いは委員間で私はあるなと思っていて、そこがなかなか埋まらないなと感じています。今、米澤委員がおっしゃったとおり、基本的な投資に対する GPIF の考え方を国民に対して明らかにするというのがこの投資原則だと思いますので、説教調といいましょうか、説明調といいましょうか、そういうものは避けたほうがよいと私も思っております。

○米澤委員長 もう少し具体的な扱いに関してはいかがでしょうか。

○菅家委員 米澤委員の主張のとおり、3、5、6を削除するのだったら、それはそれでよろしいと思いますし、削除しないというのだったら、内容を大きく変えないとだめだと、そういう意見であります。

○米澤委員長 皆さん方の意見を考慮して大分書きかえたのが、今日お示ししたことなのですが、それで十分にその答えにはなっていないという理解ですね。

○菅家委員 例えば3番で申し上げますと、要するに基本的には1番で言いたいことを言い尽くしているわけですね。要するに、長期的な観点から、必要な運用利回りを最低限のリスクで確保すると、これが大前提で大目標だということでもありますね。その上で、何で、市場価格の変動等を許容することが必要であるということを、ここであえて言わなければいけないのかという、その考えがわからないということですね。それは市場価格の変動を前提にしながら、長期的な観点から、必要な運用利回りを確保すると1番に書いてあるわけですから、原則であえて価格の変動を許容しなければだめなんだよということを上から目線的に国民に言わなければいけないのかというところが認識できないと、その基本的なスタンスの問題だというふうに理解をしております。

したがって、そこはなかなか委員間でも認識の違いといったものが埋まっていないというのが、この間、何回議論してもそこはそういうふうに感じているというところでもあります。そこは米澤委員と同じ意見です。

○米澤委員長 あとは5番に関しては、これは特に言う必要はないというのは。

○菅家委員 これは投資原則ではないですね。GPIFのミッションですね。

○米澤委員長 それから、6番に関しましては。

○菅家委員 同じような意見ですね。

○米澤委員長 こういう格好でまとめてきた案に関しまして、そうだとか、やはり書かなくて良いのでは、等、御議論が出てきております。

●水野理事 原則を実行する立場からの意見は当然あるのですが、まずガバナンス会議に出席されている委員の方からの御意見をいただいたほうがよろしいかなと。

○堀江委員長代理 前回の繰り返しになりますが、全く180度私は違う意見で、3番と5番と6番は絶対必要だと、そういう意見です。

説教調だと言われますが、今国会で始まった議論も聞いていますと、やはり株の比率を

上げたということに関して極めて不安を持たれているわけです。それは菅家委員もおっしゃっているとおりで、それをどういう形で払拭していくかというのは、GPIF への国民の信頼を得る意味で極めて重要だと思っています。菅家委員がおっしゃるように、1 が絶対的に重要でこれに尽きています。尽きているのですが、そうは言っても、マスコミ等の話を聞いても、1 年で何十兆円損失が出るではないか、その時どうするといった批判に対し、どういう言い方をすればいいか。1 でやっており長期でやっているのだから仕方ないんですというだけでは、私は不十分だと思っています。価格が変動すること、また価格と価値の乖離は、起こりうるという点は言っていないといけないと思います。ちょっと説教ばいと言われましたが、そこは我々として国民に対して、価格と価値の乖離はあって、それは短期で見ると乖離することはあるけれども、長期で見ると価値が上がるものに対し投資をしていくことで、その乖離がある程度そこに収束していくことを言っていないと、なかなか短期的なダウンスайдが起こったときの説明として、私は弱いと思います。だから私は 3 は絶対要るのではないかと考えているのです。

○菅家委員 今、堀江さんが説明した内容と 3 は、私は内容的にマッチしてないと思います。

○堀江委員長代理 そうですか、今、言ったことを書いたつもりですけども。

○菅家委員 いやいや。

●水野理事 根源的なバリューとマーケットプライスとの乖離という観点と、これは短期と長期のボラティリティの話なので、堀江さんがおっしゃった 3 のことだけではないのだろうと思うのですけれども、私の意見を申し上げてよろしいですか。

今の 3 番、5 番、6 番を省くという話ですけども、おっしゃるとおりで、確かに 1 番というのは全てを含んだ文書なので、であれば 1 だけでよいではないかと極論するとなってくるのですが、そうするとそもそも投資原則を決めて国民によりわかりやすく我々の活動方針を説明するという目的に、投資原則が何らかの貢献をするのかというところが疑わしくなってくるのではないかとこのように私は思います。例えば 3、5、6 を除いた場合、1 と 2 と 4 と 7 を書かれて、ここの例えばその 4 つだけを読んで、GPIF の運用の投資の原則のイメージが国民の方々にわくかというのと、今までなかったときと余り変わらないのではないかとこのように思いますので、どこまでということは別ですけども、「必要である」とか言われると確かに説教調だなというふうに私も思いますけれども、こういうポートフォリオのある意味、裏側みたいな、こういうこともあり得ますみたいなところと一緒に説明しないのであれば、投資原則はそもそも本当に要るのだろうかというように思います。

あと、基本ポートフォリオの策定が最重要の意思決定であるというのは、これは執行側からしてみると入れてもらったほうが、正直いいと思っています。実際は皆さんが、運用委員会で決めていただいた基本ポートフォリオで実際の利回りの 8 割、9 割が決まりますので、そういう意味では、我々執行と運用委員会のある意味責任の分担というのが、国民全般には多分全く理解されていないので、こういうことを入れていただいほうが、そうい

う意味では GPIF としては我々の責任の範囲が明確になっていいとは思うのです。繰り返しますが、余りスケルトンにしてしまいますと、そもそもこの投資原則を発表することによって、国民が何かの安心感とか、理解を得られるのかというところが極めて疑問になってくるのではないかと思いますので、3、5、6 に関しても、何らかの形で残すようにしていただいたほうが、当初、投資原則を決めようと思った趣旨にそぐうのではないかと思います。

また、8 番の費用については、大野委員がおっしゃるとおりで、費用の削減は不断に行うのですが、8 番の趣旨は、要するに今までは投資に関する経費もいわゆるその他の普通の、テーブルが幾らであれば買いますかみたいな物品調達の経費と同じベースで議論されていたくらいがあると。今回、アクティブ運用委託を増やしたりオルタナティブをやれば当然フィーは上がるのだけれども、その分、それぞれを上回る収益が出ると思っているので運用していますという、その説明をどこかでしなければいけないというところから、入ってきた文章だと思いますので、そういう意味ではこれは執行からしてみると、8 の文書は極めて実は重要な文章であるということでもあります。

○米澤委員長 もう出るべき議論はお互いに全部出尽くしていると私は理解しているんですよ。お互いに他の方も言いたいこともわかって、原理原則のところでは何かというところまで行き着いているというのが私の理解なのですけれども、それに関して助けていただけるような議論はありますか。

○清水委員 助けるかどうかわかりませんが、大野委員の御意見も菅家委員の御意見も非常によくわかった上で、前回も言いましたが、なぜこのタイミングでこれまで GPIF になかった投資原則をつくり、公表するのかという点が重要だと思うのです。大野委員がおっしゃるように投資原則というものは、長期的なものでなければいけない。でも今回の基本ポートフォリオは、25 年というスパンを持って新しく決めたものです。その公表後のタイミングで、いろいろな議論がある中で、この投資原則を発表するという事で考えると、この投資原則は、恐らく大野委員がイメージされている、いわゆる本当に基本的な投資原則で長期に渡るもの、というものではなくて、今、新しく変わった GPIF の基本ポートフォリオを説明する投資原則なのだ、という認識でしかるべきではないか。

先ほど水野理事もおっしゃっていたように、10 番まですべて揃っていて、恐らく今後の GPIF がどういうことをしていくのかというのを表しているものです。ガバナンス会議では、この原則の順番も含めて、どういうストーリーで、投資原則の内容をきちんとわかるように説明していくか、ということを考えて編み出した順番であり、内容です。したがって、どこかを削るのであれば、そもそも投資原則を作るのをやめたほうがいいといったような代物だと私は考えています。そういう意味では、恐らくこれ以上、議論するよりも決議をとるということでしょうか。

○米澤委員長 決議というか、まとめ方ですね。

○清水委員 はい。

○米澤委員長 今日時間も押していますし、まだ、深い溝は埋まってないというか、考え方自体は違ってないと思うのですけれども、この書き方に関しては相当まだ溝があると思います。

改めて、今日、大野委員と菅家委員の意見をいただきましたので、もう一回、ガバナンス会議で議論するというか、内容に関する議論ではなくて、今後どういうふうこれをまとめ上げるのかに関して方法論をちょっと議論させてください。その際には大野委員、菅家委員と密接にコンタクトをとらせていただきたいと思います。なるべくせつかく生みつつあるわけなので、破棄したくないと思いますので、うまく 100%アグリーはしないけれども、7割くらいでよいかなというところでうまく、次回に必ず何かの形でまとめ上げるという格好でもう一回処理させていただきたいということでございます。

多分、両者十分に満足するという格好にはならないと思いますが、そのところはあらかじめ、ここまでは折れてもいいということを、何となく御理解いただいて、やはり示す必要があると思いますので、この1か月、よろしく御協力のほうをお願いしたいと思っております。

今日のところはそういう格好でよろしいでしょうか。改めてお互いに立ち位置がわかったのではないかと思っております。

大分遅くなりましたが、続けていきたいと思えます。委員限り5の外国債券運用受託機関の選定（第2次審査結果）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 それでは委員限り5の外国債券運用受託機関の選定（第2次審査結果）についてということでございます。

2次審査につきましては、1次審査を通ったものと既存のファンドを合わせた81のファンドにつきまして、私どものほうに来ていただいてヒアリングを実施しました。その結果を整理したところでございます。1ページの中ほどでございますが、審査の結果、結論から先に申し上げますと、この81ファンドのうち32ファンドを通過、49ファンドを不通過としたいと考えているものでございます。

次のページをご覧くださいまして、この通過・不通過の内訳でございます。まず通過した32ファンドのうち、25ファンドがアクティブのファンドでございまして、その中ではグローバル総合が11ファンド、エマージングが4ファンド、ハイイールドが3ファンド、インフレ連動が2ファンド、それから既存が5ファンド。

パッシブが7ファンドでございます。

また、不通過のアクティブにつきましては、45ファンドのうち、新規が43ファンド、既存が2ファンドです。

不通過のパッシブについては4ファンドといった中身でございます。

次に、現状のストラクチャーの考え方ということで、別紙の図をご覧くださいながら説明をさせていただきたいと思えます。

まず現状のストラクチャーがどうなっているかというところでございますが、真ん中に

パッシブ7ファンドということで、こちらは先進国の国債のみからなるベンチマークに即した運用が行われているというところでございます。それを囲むように点線で、従来の総合型ということでマッピングをしてございますが、こちらは先進国の国債に加えて、投資適格の社債でございますとか、モーゲージといったものもユニバースとなっています。その中でアクティブ運用を行っている。これが現在の姿ということでございます。

今回のストラクチャーにおきましては、投資対象を広げ戦略も幅を持たせて縦横に展開をして行きまして、収益追求、分散投資効果の拡大を狙うというのが基本的な考え方ということになってまいります。

まず縦軸のほうで投資対象の拡大という観点でご覧いただきますと、従来、先進国だけに投資対象を限られておったものにつきまして、新興国も投資対象として加えていくべきだろうと考えているものでございます。今、先進国でございますと10年国債、アメリカでも1.8%くらいで、ドイツ、フランスでは0.5%前後ということで、利回りがどんどん下がっていく状況下でございます。ただ、新興国につきましてはまだ利回りが相当程度あるというのが現状ということでございます。また新興国と先進国とでは、経済構造も金利のサイクルも違ってまいりますので、分散投資効果も期待できると考えております。

また、加えまして、私ども昨年、外国株式パッシブのACWI化ということで新興国の株式をどんどん加えておる中で、それとの分散投資効果が図れるものというのと、この新興国の債券というものが大きく浮上してくるというところでございます。

新興国につきましては、ヒアリングをする中で、現地通貨建ての債券にエクスパティーズがある運用機関、それからドル建てのほうにエクスパティーズがある機関ということで、分化が見られますものですから、現地通貨建て、ドル建ての2つの枠を設けたというところでございます。

次に戦略の拡大ということで、右側のこの軸をご覧くださいますと、クレジット戦略を深めていこうということでございます。その先にハイイールドの債券も視野に入ってくるということでございます。ハイイールドにつきましては、金利上昇期、非常に景気がよくて金利が上昇する際というのは、国債というものは価格がどうしても下がってくるということが見られるわけでございますが、ハイイールドにつきましては、クレジットスプレッドが逆に縮小することで、景気がよいときでもそんなに値段が下がらないといった特徴が見られるわけございまして、先進国の国債との間の分散投資効果、収益追求という観点でメリットがあると考えてございます。

ハイイールドということになりますと、クレジットを個社ごとによく見ていかなければいけないことがございますので、米国特化、欧州特化ということで2つの枠を設けたところでございます。

次に左側のほうに目を転じていただきまして、金利・通貨戦略をより深めていこうという観点で、その先にインフレ連動債といったものがユニバースに入ってくるというところでございます。

総合型の中でも戦略の多様化、拡大といったものを図るという観点で、先進国の投資適格のものの中で、米国特化、欧州特化の枠を設けたところでございます。

それから、総合型の下のほうに5ということで、数字だけ記載をしてございますが、こちらは従来の総合型と比較しまして、より大胆なセクター配分を行うもの、それから、戦略の選択肢を非常にたくさん持っていて、従来の総合型と比較してより多様な戦略を持って超過収益が安定しているといったファンドをここに集めているところでございます。

それから左側のほうに、総合型の中でも3ということで、従来の総合型と比較をいたしまして、金利・通貨戦略の面において非常に特色がある大胆な通貨アロケーションをしたり、また金利戦略、実質金利にも着目するといったファンドをここに位置づけているといったところでございます。

本文へお戻りいただきまして、6ページ目をご覧いただければと思います。本文の6ページ目、(4)の円ヘッジ型の応募プロダクトについてということで一言コメントをさせていただいております。当初応募の時点では、基本ポートフォリオの中で為替ヘッジの議論があるかもしれないということも想定をいたしまして、円ヘッジ型のプロダクトについても応募を募って、2次審査もしたところでございますが、その後、基本ポートフォリオの議論の中で、基本ポートフォリオのベンチマークについてはノンヘッジでいきたいと思います。それから為替ヘッジの議論につきましては、機動的な対応の中で考えていくという方向性が出てまいりましたので、円ヘッジ型のプロダクトについては今回のストラクチャーの中では位置づけはしないという整理をいたしたところでございます。

ただし、当法人の考え方によって機動的にこのヘッジをしていかなければいけないといったような状況に備えまして、基本的にパッシブのところでは機動的なヘッジの対応をしていくと。今ノンヘッジのベンチマークで運用しているわけでございますけれども、私どもの指図によって来月からは少しヘッジ率、何%でお願いしますよ、といったような指図をしてヘッジ率をコントロールしていくことが想定をされるところでございます。したがって、3次の審査の中で残っているパッシブの運用機関に対して、私どもの指示に従ってヘッジが可能であるかどうかといったことを審査の中で確かめてまいりたいと考えているところでございます。

本文の7ページになってまいりますが、こうしたストラクチャーを念頭に置きながら、今回81のファンドを整理いたしまして、通過・不通過としたわけでございます。その中で、非常に優秀なファンドを通過ということにし、課題のあったものを不通過といった整理をしたわけでございますが、不通過のファンドを見ていく中で、不通過のパターンが今回かなり整理できていくのではないのかということで、今回7ページ目、8ページ目でございますけれども、不通過の理由についてパターン化をしたところでございます。まずは1番目から申し上げますと、プロダクトの安定性ということでございまして、運用残高が増加していくに従って、残高が小さかったころのアクティブ度合いが薄まっていった、パッシブ的な運用になってしまっているファンドでございまして、メインの担当者がかわった

結果として、投資哲学が引き継がれていないといったようなファンドについては、このファンドのリターン再現性、継続性に懸念があるということで、プロダクトの安定性に欠けるものということで、不通過という整理をしているところでございます。

続きまして、8ページ目になりますが、組織体制の課題が見られたものということでございまして、ユニバースが広いにもかかわらず、リサーチの体制が十分ではないといったもの、専門性のある担当者が不足していると思われるものについては、この2番目の理由で不通過としているものでございます。

3番目といたしまして、運用哲学等の説明をヒアリングの中で受ける中で、説得性、納得性に欠けるもの、またパッシブ運用において、コスト削減の努力、リバランスの際に売買コストを抑制する工夫が足りないといったものをこの理由で不通過にしているものでございます。

4番目、調査・分析手法等の有効性ということでございまして、使っているモデルの有効性が認められないといったものについて、不通過にしているということでございます。

5番目として、同一運用機関の他提案プロダクトとの重複ということでございまして、今回1つの運用機関が2つ以上のプロダクトを提案しているケースが多々あったわけですが、ヒアリングをしていく中で、違った商品というふれ込みではあるのですが、実は使っているリソースが同じでございまして、プロセスがかぶっているといったものについては、どちらか1つのほうに整理をさせていただいて、片割れのほうを不通過としているところでございます。

6番目は、異なる運用機関の間におけるスタイル等の重複ということでございまして、今回81ファンドある中で、スタイルがダブっているものについては、差別性や優位性のないものはこちらの理由で落しています。

7番目は、コンプライアンスということで、1次審査の段階で、コンプライアンス上の課題のあるファンドは不通過としたところでございしますが、1次審査以降にコンプライアンス上の課題が発生したものについて、この理由で落しているといったところでございます。

こうした不通過の理由を整理いたしまして、9ページ目から14ページ目にかけては、課題のあった先につきましては、この7つの理由のどれか1つないし複数以上「×」がついているということで不通過の整理をしたということでございます。

こういった課題がなくて、現時点では優秀と判断されるファンドについては2次審査通過という整理をし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した。それでは、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。いかがでしょうか。どうぞ、菅家委員。

○菅家委員 タイトルは受託機関の選定についてということなのですが、別紙で説明いた

だいたストラクチャーの概念図ということで、従来のストラクチャーとは大きく異なるものを前提に置いて審査を行っているという印象を受けたわけです。実際に審査の結果、途中経過でありますけれども、アクティブが 25 ファンド、パッシブが 7 ファンドということで、圧倒的にアクティブのウェイトが高まっているのですが、これは言ってみれば、今日、前段で中期目標・中期計画の議論をいたしましたけれども、そことの整合性はとろうとしていると、そういう理解でよろしいのかということと、その際は目標にも計画にも書いてあるわけですが、確たる根拠、収益を上げる確たる根拠というものがあるので、その辺との関連性はどういうふうにお考えなのかということについてお話を伺いたいと思います。

●陣場運用部長 まず外国債券については、従来からアクティブ度合いが非常に高い、ほかの内外株式は今 10% ちょっとのアクティブ比率でございますが、外国債券につきましては、現時点でも 30% がアクティブというところでございます、私どもが運用している伝統的運用資産の中で一番アクティブ比率が高い分野でございます。私どものアクティブ比率は実態としてマネジャー選定をしていって、まさに菅家委員がおっしゃられた確信の高いものを積み上げた結果としてそうなっているところでございますが、実態上、債券、特に外国債券についてはベンチマークが非効率な部分というものがございまして、債券は利回りがもともと確定している商品で、満期まで持てば利回りは確定でございますので、利回りの高い社債とかモーゲージ等を、国債より少しオーバーウェイトに持てば比較的容易にベンチマークを上回れるといった特性もございまして、高いアクティブ比率の中で、これまでも運用を行ってきましたし、それなりの成果も外国債券については比較的上がっているところでございます。要するにアクティブの活用余地が非常に大きいアセットクラスであることが前提としてあるというのが 1 点目でございます。

加えまして、先ほど申し上げましたが、先進国の金利が非常に低い水準にあって、先進国の国債のパッシブ中心ですと、今後なかなかリターンも稼げなくなりつつあるといった状況を踏まえまして、アクティブ比率については、現状でも 30% もあります。その中で、今回もアクティブを活用していって、これは最終的に、3 次審査の結果を待って最終的にストラクチャーで割合を決めるところではございますけれど、現時点ではアクティブを活用したいというのが現実の考え方ということになってまいります。

今回中期目標・中期計画の中でも議論が進んでいるところでございますが、そういう目標も与えられるということになれば、私どもが目指している方向性とも結果として平仄は合ってくると認識しているところでございます。

●水野理事 私からよろしいですか。

○米澤委員長 お願いします。

●水野理事 まず、この図は通過ファンド数ですので、最終的に預ける金額の大きさとはなっていませんので、ちょっとそれが誤解を生んでいるかと存じ上げます。それに関しましては、現在のところ、そこまで議論はしてなくて、とりあえずよいマネジャーをまず選

ぶというプロセスから始まっていきますので、最終的に選ばれたところで数字を当てはめてどのくらいのパーセンテージが決まったところで、それは皆さんに見ていただければよいかなと思います。

一番最初の堀江委員の中期計画の御質問にもあるのですけれども、これは参考資料で個別のファンドマネジャーのいろんな数字を出しているのですけれども、私が申し上げたのは、この辺の議論を皆さんにさせていただいてもほとんど意味がなかろうということで、実際は今のようなマネジャーストラクチャーとか、こういうところで議論を進めていけるように、これからはしていきたいと思っておりますので、各アセットクラスにアクティブの、どれだけ効果があるかということも経験値もありますので、それに関してはまた御報告させていただいて、菅家委員にも納得できるような形で説明をさせてもらうようにいたします。

○米澤委員長 佐藤委員、どうぞ。

○佐藤委員 この概念図、私は学生を教えている立場もあって、こういう概念図は非常にわかりやすいんですね。今日は結論に至りませんでしたけれども、例の投資原則の6番目に、これは米澤委員長がお使いになった言葉だと思いますけれども、「GPIFは投資収益の源泉を十分検証した上で、収益を確保する可能性を見出します」、そういう言葉が入っていることもあって、私はこの投資原則はいいなと思っているのですけれども、ある意味、これは収益源泉をビジュアルに示している概念図で、これに恐らく最終的な着地を見たときに、数字が入ってきて、それぞれからリターンと社数がこんなものですよというのが見せられると、それと目標との整合性が確認できるという印象を持ちましたので、私は非常に大きなファーストステップでないのかなと感じています。非常にありがたい努力で、これが続けていただければと思います。

○清水委員 感想を1つ。

○米澤委員長 どうぞ。

○清水委員 これについて意見を言っているのかどうかよくわからなかったのですが、これを見た率直な感想は、欧州がマイナス金利になっている現状において、やはりもっと新興国が多くてもよいのではないかなというのが私の率直な意見です。

●水野理事 そこについては私も余り違和感がないマクロ感ではあるのですけれども、これはファンド通過数なので、実際のエクスポージャーのところでそのあたりは調整することかなと思います。

○清水委員 はい。

○米澤委員長 今は第2次審査。

●陣場運用部長 2次審査です。

○米澤委員長 第3次審査に入って絞り込んでいくわけですね。大体春頃に向かってということなので。

●陣場運用部長 2月、3月に現地のヒアリングをいたしまして、恐らく4月ないし5月

くらいに第3次審査の御議論をお願いするという。

○米澤委員長 次に出てくるときはもう決まったということになりますか。

●陣場運用部長 そうですね。現地実査の結果を踏まえ、ある程度、残高、ストラクチャーも、今出ていますように金額等もあわせてお示ししたような格好で御議論いただくことになると思います。

○米澤委員長 どの機関が何とかと我々が聞いてもわからないのだけれども、最終的にアクティブがどのくらいになりそうなのかというのは、途中で何か情報があったら教えていただきたい。これは高過ぎるのではないだろうかとかいうような議論もあるかもしれませんので。

○大野委員 概ね目途があるのですか、アクティブ、今、3割ということをおっしゃった。

●陣場運用部長 まだです。

○大野委員 これから中身を見てから。

●陣場運用部長 最終的な顔ぶれもまだ決まってない状況でございますので。

●水野理事 正直申し上げますと、先ほど菅家委員がおっしゃったような、ある程度確信があるというところを選んで積み上げていったら、どのくらいまで行けるかというところが多分現実的なボトルネックで、我々がアクティブをどのくらい増やしたいから、それに合わせて埋め込んでいるということではないという理解をしてもらったほうがよろしいかと思えます。

○大野委員 ハイイールドなんですけれども、恐らく投資適格である BBB より下の BB 格付以下の発行体へも投資することになるわけです。イメージが余り今回の資料ではよくわからないのですけれども、市場規模とか、あるいはスプレッド、この辺の情報もぜひいただきたいと思えます。なかなか読み取れないところがあって判断できない。

○米澤委員長 本当はもっと時間が必要かと思えます。5時にどうしても出なければいけない方は早く御退室ください。

それでは続きまして、委員限り6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7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、事務局から説明をお願いしたいと思います。

●青貝企画部長 6、7、続けて御説明いたします。

まず6でございますが、資産構成割合、基本ポートフォリオ変更後の進捗状況ということでございます。1番目は、基本的な考え方を書いております。1つ目のところは当然のことでございます。

2つ目でございますが、移行するまでの間ということでございますが、既に移行しておりますので、超過することや許容するというのも関係なくなっております。

3つ目でございますが、機動的な運用、これは基本的にはまだ行っておりません。現時点では中心値に向かってオペレーションを慎重に進めているとういことでございます。

次の表は、回収、配分の資産クラス別の金額の合計でございます。それを踏まえた数値

のところをご覧くださいませでしょうか。後ろのほうに資産構成割合ということで、10 月末時点の数値からどう変化しているかということです。

国内債券につきましては、4.3%、10 月時点から 12 月にかけて減っております。これに對しまして、国内株式のほうは 1.5%アップ、外国債券につきましては約 0.8%アップ、外国株式につきましても約 1.6%アップということでございます。

以上が現状ということで御説明を終らせていただきます。よろしいでしょうか。

○米澤委員長 これはいいですね。御意見も何もないですよ。7 のほうをお願いします。

●青貝企画部長 こちらの数字につきましては、公表しておりませんので、回収扱いにさせていただきますが、ご覧になった数字につきましては、言うまでもございませんが、お取扱いに御留意いただきますようお願い申し上げます。

続きまして委員限り 7 でございますけれども、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につきまして御説明申し上げます。この御説明は 3 か月置きに行っているものですが、基本的にキャッシュアウトに対応してマーケットで何か売らなければいけないことがあったか、なかったかということをお報告するものでございます。

結論から申し上げますと、そういった状況ではなく、安定してキャッシュアウトに対応できているということに尽きます。

そして、キャッシュアウトのところ、右側の箱の上のほうをご覧くださいませと、キャッシュ回収額が並んでおります。

これに對しまして、そのすぐ下にキャッシュアウト額ということで、この回収額をはるかに下回る数字になっております。

それから、短期資産の残高でございますが、10 月以降 5 兆円ということで少し高くなっております。これは 10 月以降は年金特別会計の数字を含んだ短期資産ということで少し大きく見えているということでございます。ちなみにこの 6 兆円弱の数字が 12 月末の数字でございますが、このうち当法人のキャッシュそのものは約 3 兆円程度という水準でございます。

裏をご覧くださいませでしょうか。今後の対応ということでございますけれども、キャッシュアウト額の今年度の見込みということで、合計 4.4 兆円、うち既にキャッシュアウト済みが 2 兆円でございますので、残り 2.4 兆円でございます。そういう意味では現時点で短期資産にある 3 兆円の内数で 2.4 兆円が十分賄えてしまうと。その上に 1 月以降のキャッシュアウト等対応ファンドからの元利金回収が来るということでございますので、冒頭申し上げましたとおり、全く問題がない形でキャッシュアウトを行っていけるという御報告でございます。

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。こういうことでよろしいですね。

それでは、引き続きまして委員限り 8 のモデルポートフォリオ（案）について、事務局から説明をお願いしたいと思います。

●青貝企画部長　続きまして、このモデルポートフォリオにつきましては、前回の運用委員会におきましても御報告させていただいておりますので、変更点を中心に御説明いたします。

A 4 横の紙でございますが、第 5 回の連絡会議というものを開催いたしました。2 番目のところに連絡会議ということで書いております。最終案ということでございます。

そして具体的な最終案の骨子でございますけれども、基本的に前回御報告した内容と大きく変わっておりませんが、ポイントといたしましては「また」ということで書いておりますけれども、短期資産の割合を我々は定めていないわけでございますけれども、例えば短期資産が 5 % であるような管理運用主体におきましては、これから御説明する数字に 1 マイナス 5 %、つまり 0.95 を掛けるということでございます。

おさらいでございますけれども、ページを 2 つめくっていただきますと、「中間案からの変更点」というのがございます。真ん中に表がございまして、4 資産の構成割合を書いております。ここに先ほど申し上げましたような短期資産を持っている場合には 5 % を控除した 0.95 を掛ける。例えば外国債券であれば $15\% \times 0.95 = 14\%$ になり、中心値範囲のところは $4\% \times 0.95 = 4\%$ になる。そうすると 14 % を中心として上下に 4 % を置いてよいという修正を、5 % のキャッシュを持つ管理運用主体においてはやってよいと、こういう仕組みでございます。このときの短期資産の上限をこれまで設けているというのが中間案でございました。

その点がこの表の紙の一番下、4 に線を引いております。5 % を上限にする、ということで書いておったのですが、他の管理運用主体におきまして、その特徴から、場合によっては 5 % を超えることもあるということで、これを削除した形を最終案ということにしたかどうかということでございます。よろしければ、このような形で法人のほうでも決裁をとり、他の機関が出そろったところで公表の運びになればと、このように考えております。

以上でございます。

○米澤委員長　よろしいですね。GPIF にとってはほとんど影響がない話でございますので。それでは、続きまして最後、委員限り 8 のリスク管理状況の報告（平成 26 年 11 月・12 月）について、事務局から説明をお願いしたいと思います。

●五十里投資戦略部長　時間もないので簡単に。1 枚めくっていただきまして、先ほど委員限り 6 にもございましたけれども、上の表の右側の 12 月速報のところですが、構成割合はこのようになっておりまして、いずれも乖離許容幅の枠内にあるということを御報告申し上げます。これが 12 月末の状況でございます。

次に 11 月の運用の状況でございますけれども、10 ページをご覧くださいまして、真ん中の表でございます。国内株式、外国債券、外国株式、いずれも 5 % を超え、11 月は非常に好調だったということでございまして、9 ページに戻っていただきまして、運用資産全体で 3.68 %、通期で 9.75 % という収益が上がってございます。11 月の収益額は 4 兆 7,777

億円となり、通期で 12 兆 2 千億円ということでございます。

簡単ではございますけれども、ポイントだけ。

○米澤委員長 よろしいでしょうか。

それでは、本日予定しておりました議事が終わりましたので、今回はこれまでにしたいと思います。事務局から連絡事項等をお願いしたいと思います。

●青貝企画部長 時間を超過しておりますので申し訳ございません、手短に。

今回、特に中期目標・中期計画等を御審議いただいたわけですが、素案ということでございまして、また、これを後ほど次の運用委員会、あるいはその場以外のところできちんと御説明させていただきたいと思いますので、机の上に置いておいていただければと考えております資料を申し上げさせていただきます。申し訳ないのですが、回収という言葉が抜けているものもございまして、大変不手際があつて恐縮ではございますが、これから申し上げますので、よろしくお願いいたします。

まず、委員限り 1 でございます。こちらの中期目標・中期計画（素案）につきましては、回収させていただければと思います。それから、委員限り 2 の中期目標（素案）・中期計画（素案）については、A 4 のもの、拡大した A 3 のものも含めまして、机の上に置いていただければと思います。それから、少し飛ばしまして、委員限り 5、こちらは外国債券のお話でございますけれども、その中にあります参考資料というものの、クリップで外していただきますと、後ろにございますけれども、こちらにつきましては置いていただければと思います。それから委員限り 6 の資産構成割合の変更に係る取組状況について、委員限り 7 の平成 26 年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通し、1 つ飛びまして、委員限り 9 のリスク管理状況等の報告、多数でございますけれども、以上を机の上に置いていただきますようお願い申し上げます。随行の皆様におかれましても同様にお願い申し上げます。

最後でございますが、次回の第 90 回運用委員会につきましては、平成 27 年 2 月 23 日の月曜日、午後 2 時から当法人の大会議室で開催いたしますので、よろしくお願いいたします。

○米澤委員長 どうも本日は御苦労さまでした。