

第90回運用委員会議事録

1. 日 時:平成27年2月23日 (月) 14:00～16:00

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) 運用受託機関の評価について
- (2) 資産管理機関の評価について
- (3) その他

●青木審議役 ただいまより、第90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、会議は成立してまいりますことを御報告申し上げます。

続きまして、資料の確認でございます。議事次第、座席図のほか、

委員限り 1 第2期中期目標・中期計画と第3期中期目標(素案)・中期計画(素案)
の比較表

委員限り 2 年金積立金管理運用独立行政法人の投資原則(案)

委員限り 3 平成26年度第3四半期運用状況

委員限り 4 平成26年度運用受託機関の総合評価結果について

委員限り 5 平成26年度資産管理機関の総合職評価結果について

委員限り 6 不動産投資に関する考え方について(3)

なお、委員限り6の不動産投資に関する考え方について(3)及び委員限り6に添付の参考資料につきましては、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 本日は、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、早速議事に入りたいと思います。

最初は、委員限り1の第2期目標・中期計画と第3期中期目標(素案)・中期計画(素案)の比較表について、厚生労働省年金局の森参事官及び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。

●森参事官 厚生労働省の森でございます。今回は第3期中期目標(案)ということで、前回のこの委員会の中で第3期中期目標(素案)というものをお示しさせていただきましたが、そこからの変更点を中心に御説明させていただきます。

1枚目の政策体系における法人の位置付け及び役割でございますが、前回は、この法人のできる前、財投への預託とか、年金資金運用基金で運用したとか、その後、どういう経緯で独法ができたかということについて書いてございますが、ここはシンプルに法人の位置付けと役割ということで、こういう経緯につきましては削除させていただきました。2ページ目でございますけれども、今、申しましたように、位置付けと役割を明確にという話がございまして、「てにをは」でございましたが、GPIFにつきましては、収益を年金特別会計に納付するよう位置付けられており、年金財政の安定に資することを役割という形で修正させていただいたところでございます。

あと、3ページ目でございます。ここの青字のところにつきましては、先般、清水委員から、ポートフォリオの変更の関係で表現ぶりについてどうかということをいただきまして、そこに関連するのですけれども、従前、市場に急激な影響を与えないと言っておりましたけれども、ここにつきましては、被保険者年金の積立金基本指針で、市場の価格形成や民間の投資行動を歪めないように配慮するという表現を使っておりますので、そちらの表現に改めさせていただきました。より具体的な明確化ということでございます。

めくっていただきまして5ページ目でございます。「運用手法について」のところ、運用手法については、運用委員会の審議を経るなど運用委員会による適切なモニタリングの下で適切にリスク管理を行うこととしております。ここにつきましては、堀江委員長代理から、前回の運用委員会で、受託機関の選定における運用委員会の関与について落ちた点について御指摘がありまして、私ども当初はあえて書く必要はないかと思惟したけれども、本案では運用委員会における関与につきまして、明確に示しておこうということでございます。この箇所、運用手法、その他、後にも出てきますけれども、運用方法の多様化のところも含めまして、運用委員会のリスク管理等につきまして、関与すべきところは明確に示しておこうということでございます。

その次、「キャッシュアウト対応等の場合を除き」は、原則はアクティブ・パッシブ運用ということになると、その例外も書いておかなければいけないということがございまして、例外対応について少し明確にさせていただいたところでございます。

その下のベンチマークにつきまして、前回の案は、株式資本利益率など企業収益等に着目したファンダメンタル・インデックスの活用と、これは先に行いました年金財政積立金のあり方検討会のその表現を使っておったわけでございますけれども、むしろ具体的に示すというよりも、時価総額型インデックス以外のものも検討するという形で書いたほうがよいとし、私ども厚生労働省が示すものなので、あえてファンダメンタル・インデックスという言葉を落しました。また、ベンチマークにより難しいものもございまして、そういうものにつきましては、専門的な知見に基づき評価方法を明らかにすることという形で明記

させていただいた次第でございます。

この運用対象の多様化につきましての運用委員会のモニタリングの話は、先ほどの運用手法のところと同じでございます。

めくっていただきまして、REITにつきましても、年金財政・積立金のあり方専門委員会では、安定的な事業収入が見込まれるという形で書いてございますが、必ずしもそういうものでもない可能性もございますので、ここで、修飾語については削除をしたというところでございます。

透明性の向上のところの運用受託機関等の選定過程や管理運用委託手数料に係るところの運用委員会の関与につきましては、復活させていただいたということでございます。

めくっていただいて7ページでございます。モデルポートフォリオにつきましても、これは既に御議論いただいたと伺っていますけれども、運用委員会の関与ということでございまして、策定及び見直しに際しては、運用委員会の審議を経ることを明確化しようということでございます。

9ページ目の受託者責任の徹底の観点、形式的な直しでございます。

あとは、10ページ目の専門人材の強化・育成につきましても、基本ポートフォリオ策定のときの本委員会の建議におきまして、運用委員会への状況報告、または積極的な推進の話がございましたので、そこにつきましては明確にさせていただいたところでございます。

済みません、1つ飛ばしました、8ページ目でございます。ここが清水委員に御指摘いただいたところでございますけれども、「急激な市場の変動があった場合には」という表現にさせていただいていましたが、むしろ、それは先ほどモデルポートフォリオの変更の際に、7ページ目でございますけれども、「策定時に想定した運用環境が現実に乖離している等、必要があると認めるときは」という形で、これは被用者年金の積立金の基本指針に即した表現がございましたので、モデルポートフォリオも基本ポートフォリオも見直しの契機としては同じだろうということでございまして、同じ表現にそろえさせていただいたものでございます。失礼いたしました。飛ばして恐縮でございます。

さらに、11ページ目でございますが、調査研究業務につきましては、法人の本体業務、付随業務という形で、これは形式的に調査研究業務というのが付随業務であることを明確にさせていただいたところでございます。

これまでが前回案の修正でございますが、13ページ目に、新たに「経費節減」、予算に係るところの目標につきまして、これは財務省と協議したものでございますけれども、協議整いましたので御説明させていただきます。中期目標期間中、一般管理費、業務経費の合計につきましては、被用者年金の一元化を踏まえつつ、平成26年度を基準として、毎年度平均で、前年度1.34%以上の効率化を行うというのが基本なのですが、1つは、従前からございました閣議決定による緩和というものを踏まえまして、高度で専門的な人材の確保その他の独立行政法人改革等に関する基本的な方針等に基づき、新規に追加をされるものとか、拡充分につきましては、初年度につきましては除くという整理にさせていただ

ております。

あと、システムの開発費というのが節減対象経費でございましたが、システム関連経費ということで、システムを運用する場合には運用経費がかかるわけですけれども、これも業務経費から除外経費という形にさせていただいております。

また、人件費のところでございますが、政府方針ということでございまして、適切に対応していくということで、この法人につきましては、運用対象の強化ということが言われていますので、必要な人員を確保すること。

また、給与水準につきましては、別途見ていただいたところでございますけれども、高度で専門的な人材の報酬につきましては、適切に対応する形ということで書かせていただいております。

契約の適正化につきましても、契約監視委員会のみならず、これは年に1回報告等されておるかとも存じますけれども、運用委員会において、点検・検証を行うという形で、運用委員会の役割を明記させていただいております。

15ページのところで、これは内部統制が重要でございますので、内部統制の一層の強化という形で、きちんと業務方法書レベルでございますけれども、定めていただくということを書かせていただきます。

中期目標につきましては、総務省の政策評価・独立行政法人評価委員会に諮問することになっておりますので、この内容で先週、塩崎厚生労働大臣の名前で諮問させていただいたところでございます。

私からは以上でございます。

○米澤委員長 それでは、引き続きまして、法人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、中期計画につきましても、前回、御説明したところからの変更点を中心に説明をさせていただきます。今回の資料につきましては、回収という形ではございませんので、念のため申し添えさせていただきます。

早速ではございますが、1ページ目、2ページ目は特に変更はございません。

3ページ目につきましては、一番右側の列でございますけれども、青字で「市場の価格形成や」という文言につきましては、目標にそろえた形になっております。

続きまして、4ページは内容は変わっておりません。

5ページ目でございますが、一番右側の列でございますけれども、計画のほうで、追加的に書き込んでいる部分、単に引き直しているということではない部分でございますが、1つ目のパラグラフ、「例えば」ということで、初めて取り組む手法やその運用方針については事前に運用委員会の審議を経るほか、実施状況や運用委員会から求めがあった事項については適時に運用委員会に報告するなどという形で追加的な文言を書かせていただいているものでございます。

続けて青字、赤字が続いているのですが、前回の中期計画の御説明では、若干でござい

ますが、目標の言葉をそのまま引き直していないところがございましたので、目標の左側と比べて少し変更している箇所が多いように思われるかもしれませんが、文言をそろえているということの結果として少し赤字の部分が出てしまっているということでございます。

それから、5ページ目の左から2つ目に、先ほど目標のところでもございました多様化に対応した運用委員会におけるかかわりについて、目標に示されたわけでございますが、具体的には、6ページに、1つページをおめくりいただきますと、こちらでも詳しく敷衍させていただいております。「例えば」ということで、その運用方針については事前に運用委員会の審議を経るほか、実施状況や運用委員会から求めがあった事項については適時に運用委員会に報告するなどといった文言にさせていただいております。

そのすぐ下の青字は、目標に引き直した形での修正でございます。

続きまして、そのまま目をずっと下に移動していただきますと、透明性の向上のところがございます。最初の赤字は、そのすぐ下にある青字のところと位置を変更したことに伴う形式的な変更でございます。

それから、7ページの一番上にあるところは、先ほどの透明性の向上のところ、運用委員会の関与について御説明があったことを、同じような形で敷衍しているものでございます。7ページの一番上でございますが、「例えば」ということで、選定過程や管理運用委託手数料の水準については事前に運用委員会の審議を経るほかといった形で、こちらでも詳しく敷衍をさせていただいているものでございます。7ページのところの修正は、目標の引き直しに伴う形式的な修正でございます。

そのままページを進めていただけますでしょうか、8ページ目でございます。8ページ目も同じく目標を引き直させていただいた変更でございます。

9ページも同様のことが受託者責任の徹底のところにかかれていたものでございます。

続きまして、10ページ、一番右下でございますが、こちら目標を引き直させていただいております。

続きまして、11ページでございますが、これらの調査研究業務の充実につきましても、同様に目標を引き直させていただいております。

さらにページをお進みいただけますでしょうか。ここからは、井上管理部長から御説明をお願いしたいと思います。

●井上管理部長 私から、13ページの2の業務運営の効率化に伴う経費節減の部分について御説明を差し上げます。前回ここは検討中として空欄にしてございましたので、初めての御提案ということになります。

計画案そのものは中期目標をそのまま引き直したものでございますので、私のほうからは、今期中期計画と大きく相違する点を2点ほど御説明したいと思っております。

1点目が、経費節減の数値目標についてですが、第2期は一般管理費が15%、業務経費が5%の5年間の数値削減目標がございましたが、第3期につきましては、一般管理費と業務経費の総額に対し、前年度に新規追加したものを含めまして、毎年度、前年度に対し

て1.34%の削減を行う、こういうふう大きく数値目標を変えてございます。

もう一つは、高度専門人材に係る人件費及び先ほど参事官からも御説明がございました運用の多様化やリスク管理の高度化のためのシステム関連経費、ここに従来からあった、いわゆるランニングコストの部分も削減対象外の経費とした点でございます。なお、削減率の1.34%でございますけれども、現在の毎年度の一般管理費の3%と業務経費の1%の削減率を、削減対象除外経費を除き、全体として加重平均した数字となっております。効果としては、第2期と同じ効果が得られるものと理解しております。

次に、同じページの下段でございますが、契約の適正化についてでございます。これも計画案そのものが中期目標をそのまま計画に置きかえたものとなっておりますけれども、契約の適正化につきましては、平成21年11月17日の閣議決定に基づきまして、競争性のある契約により公正性、透明性の確保が従来から求められてきたものでございますけれども、点検・検証のために外部有識者として契約監視委員会が現在設置されているところでございます。第3期中期計画におきましては、これに運用機関等の選定等の運用に関する契約につきましては、この運用委員会におきましても、点検・検証を行っていただくということにしております。

以上でございます。

●青貝企画部長 続きまして、ページをお進みいただきまして、14ページでございます。先ほど森参事官から御説明がございました14ページから15ページにかけてのところでございます。基本的には目標を引き直させていただいておりますが、1点だけ計画につけ加えている点が、14ページの下から15ページにかけて一部でございます。それは、運用委員会が策定する行動規範等に基づきということで、内部統制という観点においては、行動規範も非常に重要な根本原則でございますので、それらを踏まえた体制整備を図ってまいりたいということ法人として明確化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。

●森参事官 済みません。中期目標で、前回、インハウス運用につきまして、大野委員から御指摘ございましたことで、これは法令で認められる範囲でインハウス運用の活用も検討するという形で書かせていただいております。

以上です。

○米澤委員長 どうもありがとうございました。ただいま次期の中期目標と中期計画に関しまして説明がありました。特に13ページあたりは新しく書き加えられたところがありますけれども、そこも含めて全体で御質問、御意見等ありましたら伺いたいと思います。いかがでしょうか。佐藤委員、どうぞ。

○佐藤委員 先日、事務局の方がお見えになったときにも御意見申し上げたのですが、8ページの下にある基本ポートフォリオの見直しの文章なのですが、青線の部分、「策定時に想定した運用環境が現実から乖離している等、必要があると認めるときは」となっておりますけれども、よくよく時間軸で考えてみると、想定が先にあって現実が想定から外れる

ということなので、私が直感的に感じたのは「策定時に想定した運用環境から現実が乖離している」というのがよりロジカルな文章ではないかという具合に思ったのですが、それについて、目標、計画両方に当てはまるコメントだと思いますので、どう考えればよろしいのか。せめて計画だけでも、そういうような方向に御修正いただければありがたいかなと思っております。

●森参事官 先ほどもちょっと申しましたけれども、7ページのモデルポートフォリオの見直しのところに、実は前回お示したところに、策定時に想定した運用環境が現実から乖離しているという文言がございまして、これは根っこは何かといたしますと、4大臣のほうで出した被用者年金の告示がこういう文言になっているもので、そのまま引いてきているものでございまして、そういうことで使わせていただいているということでございます。

○米澤委員長 それは、そうすると文章はなかなか動かしにくいということ。

●森参事官 そういうことです。

○米澤委員長 そういうことですか。

○佐藤委員 従来のは計画のほうではないのかなという具合に思うのですが、いかがでしょうか。

●森参事官 モデルポートフォリオの基礎というのが、策定時に想定した運用環境なので、そこが違えばポートフォリオを変えなければいけないとなると、どちらを根拠、グラウンドとして考えるかという話でいうと、告示の考え方も1つ根拠があるのではないかなと思われま。現実が乖離するのか、ポートフォリオ等を考えたときの基礎が乖離したのかと、それは見方はどちらもあり得るのではないかということだと思います。

○米澤委員長 今の御意見に関しまして、ほかの方、何かありますか。ここは目標ですから、我々の感想程度の意見で今述べさせていただいているのですけれども、こちらのほうがよいのではないだろうかというのがあれば御意見いただきたいと思います。

○菅家委員 ほかにいいのですか、今の部分ですか。

○米澤委員長 今のところ。特にないのですか。どうしましょうか、とりあえず目標のほうは余り変えるつもりはないということではございまして、計画のほうだけ変えるというわけにもいかないのです。こういう意見があったということで預からせていただいて、もう一回ありますね。変える必要がないということになるかもしれませんけれども、今、こういった御意見がありましたということをお記させていただきたいと思います。

ほかの点に関しまして、菅家委員、どうぞ。

○菅家委員 今日、森参事官から説明は特になかったのですけれども、本来は目標が示されて、それに対する計画ということだとは思いますが、渾然一体となって議論されていることでもありますので、5ページの(4)運用手法についてでありますけれども、これは投資原則でも随分議論になっている部分であります。パッシブ運用とアクティブ運用の併用のところですね。これは専門委員会の報告で書かれている部分なのですが、改めて専門委員会の報告を読みますと、アクティブ運用等についてということで、

確たる根拠のある場合にはより高い収益を求め、アクティブ運用を認めるという既存の方針を維持するとともにそのための多様な意見等を明示的に求める。しかし、あらかじめパッシブ運用中心を示す必要はないというようなことが書かれているわけでありまして、多分目標の表現というのは、専門委員会の指摘、報告、これは年金部会でもオーソライズされているということだと思いますけれども、その考え方を引いて、こういうふうな書き方になっていると思うのですけれども、その辺について、原則として云々ということも含めまして、いま一度、参事官のほうから御説明をいただきたいということをございます。なぜ、こういうふうな表現ぶりにしたのかということについてお尋ねをしたいということをございます。

もう一点は、次のページの（６）株式運用における考慮事項ということで、ESGについて書かれているわけでありまして、これはスチュワードシップコードの議論の中で明確にされてきている部分でありますけれども、「収益確保のため」という7文字が書かれているのですけれども、すごく変な感じを受けておりまして、言ってみれば、目標とか計画というのは、全体がどういった収益目標を掲げて、こういう取り組みを行いなさい、そういう構造になっているにもかかわらず、何ゆえここの部分だけ「収益確保のため」なんていう文字が書かれているのか、ちょっと変な感じがいたしますので、私はこれは要らないのではないかと。これは全体に係る話ですから、こんなことを書く必要はないのではないかと。書くのだったら、どういった意図があって、これを入れているのかということについてもお聞きをしたい。以上2点であります。

○米澤委員長 森参事官から、お答えをお願いします。

●森参事官 （４）の運用手法のところの書きぶりにつきましては、菅家委員がおっしゃったとおり、専門委員会の報告もあるのですが、端的には、先ほど申しました被用者年金の一元化の指針の中で、原則としてパッシブ運用とアクティブ運用を併用することという書きぶりがありましたので、そこにそろえたということをございます。つまり、その指針につきましては、各管理運用主体、GPIFだけでなく、共済等も含めて従わなければいけない形になっていますので、パッシブ運用中心でなく、パッシブ運用とアクティブを併用。また、アクティブ運用につきましては、過去の運用実績も勘案し、超過収益が獲得できることの期待を裏づける十分な根拠を得ることを前提に行うことをございますので、考え方自体は専門委員会の考え方と齟齬はないものと考えております。これが1点をございます。

あと、ESGにつきましては、ここは専門委員会の報告書の中で、成長のための投資と一緒にとこで書かれているわけで、日本経済の成長のために、年金基金はベンチャーとか何とかをやるべきだという御議論もあったのですけれども、そういう御議論も、あくまでこのお金というのは年金の収益のためという話をございます、収益性の確保のためとされています。

ESGにつきましても、これは皆様ご存じだと思いますけれども、一部の年金基金、過去

の話でございますけれども、環境目的とか社会目的という他事考慮でかなり批判を受けたことがございますので、ここは入念的な話でございますけれども、あくまでウインウインといたしますか、「収益確保のため」ということを書かせていただいて、そこは大前提の話ではございますけれども、誤解がないようにしてやるということでございまして、専門委員会の表現と合わせさせていただいたということでございます。

○米澤委員長 ということで、よろしいですか。

○菅家委員 後段はちょっと。

○米澤委員長 後段は森参事官が言った言葉ではわかるけれども、文章だと、損なうことなくということですか。

●森参事官 要するに、一部には年金基金というのも、温暖化防止とか、そういう形で、むしろ年金の収益というよりも、人類一般の未来のためみたいな観点で、投資することもありますけれども、ただ、この基金の性格としては被保険者から集めた資金なので、そこは誤解のない形で書いてあるということでございます。

○米澤委員長 そういうニュアンスが出ているか。

○菅家委員 ESGは環境だけではなくて、今、コーポレートガバナンスコードとか、いろいろな議論されていて、スチュワードシップコードもそうでありますけれども、企業の中長期的な価値を高める手法として言われているわけですから、CSRも含めて、別にCSRが直接的に収益に結びつくということではないわけでありましてけれども、中長期的な企業活動の向上に資するという認識のもとでこういうことが議論されているわけだから、何でこんなところに「収益確保のため」というのは非常に違和感がありますね。普通の人たちは感じると思いますよ。森さん、幾ら言っても。

●森参事官 ガバナンスにつきましても、例えば我が国のガバナンスを大きく変えるためという趣旨ではなくて、むしろそれによって企業が中長期的な収益を生み出して、それが年金基金のためになると、そういう観点から投資はされるべきという話でございますので、そういう意味で、この資金の性格上、誤解がないように正確にしております。

○菅家委員 それは一丁目一番地に書いてあるわけだから、運用の目標というのは、全体にかかわるように。

●森参事官 ということでございます。済みません、これは目標でございますので、そういう形で示させていただいています。

○米澤委員長 あとはそれをアグリーしていただけるか、いただけないかは、厚生労働省の立場でもあると思いますので、一応メンションさせていただきたいと思います。

別に妨げませんけれども、中期計画のほうはいかがですか。こちらは我々のほうに比較的自由裁量がある。中期目標は受けたというところが多いので、自由裁量は余りないですけれども、こちらのほうは議論する余地が立場上はあると思いますので。特に新しくつけ加わったところはよろしいですか。13ページあたり、随分例外の項目もつけていただいたので。

今さらですけれども、業務運営の効率化に伴う経費節減ということで、法人側としては、これで何とか十分にやっているとというようなことでおさまったという理解でよろしいのでしょうか。

●三谷理事長 決して簡単にできるということではないですけれども、何とか努力の範囲内だろうというふうには思っています。

○清水委員 よろしいですか。

○米澤委員長 どうぞ。

○清水委員 これに直接かかわることではないかもしれませんが、この間、御説明いただいたときも、今の御説明でもそうなのですが、運用委員会の役割というのはすごく大きいというのがひしひしと感じられる中期計画でありまして、運用委員会は過去からずっと続いています、やはりよりリスク性の高い資産のポートフォリオを採用し、こういったいろんな業者の選定、運用手法、ガバナンスにかかわるまでいろんなチェックをしていくといったことを考えたときに、私がよく質問されるのは、何で清水さんが運用委員に選ばれたと思いますか、と聞かれるのですけれども、私もよくわからないなというところがあります。つまりそういう重要な役割を持つ運用委員会が、そもそもどのように選定されて、何で7人なのか、8人なのか。

そういうことも含めて、そういうのはこういうところを書くことではないのかもしれませんが、この中期計画というのは、この年数を見る限り、これから5年にかかわる計画ということで、今、いろんなガバナンスの議論がされているので、そういったことが書けない計画になっているのだとは思いますが、それにしても最後のガバナンスのところとか、特にガバナンス強化とかが15ページに、監事の機能強化といった形で、監事は誰という感じなのですが、何かわからない感じでささっと書かれて済まされていて、こういうので、この5年間の先の計画というのでよいのかなというのが私的に不安だなというところがあります。

やはり運用委員が降ってわいたように任命されて、任期が2年ということで、でもそれほどそんなに専門的なことを全てわかっているわけでもなく、私もこの1年くらいで、やっと少し何となくいろんなことがわかりかけてきたかなというような状態なのであって、例えばこの次、新しい方が来たときに、さらにさらに、きっと運用委員会の役割が重くなってくるときに、運用委員会というものの選定だったり、組織だったり、どういうものなのかということは、やはりどこかできっちりと議論する必要があるのではないかと思います。

○米澤委員長 でも、それはここではないような。

○清水委員 もちろんここではないですけれども。

○米澤委員長 運用委員会に委ねるという言葉が多くなって、そのとおりだと思いますので、細かな話ですけれども、今後は1回の時間を30分くらい増やさないとできないのかなという感じがします。これから我々はより重責があるということで、時間数を30分くらい

増やすことは今後あり得るということになるのかなという感じがしております。そのくらい、今までやってこなかったことを新たにやらなくてはいけないということも出てきそうですので、それは謹んでお受けしないと。

●三谷理事長 よろしいですか。

○米澤委員長 はい。

●三谷理事長 実際問題としてはこれまでもかなり前広に御相談しながらやってきているので、実際の運用委員会のあり方ががらりと変わってしまうということのものでもない。これまでやってきたことを念のため、きちんと書いて、運用委員会もしっかりチェックしていますよという形をとっているというふうに御理解いただいても、そんなに間違いはないと私は思います。

○米澤委員長 ということで、よろしいでしょうか。もう一度、最後のチェックがあるのですね、最終確認が。

●青貝企画部長 運用委員会は、今後3月に2回予定いたしております。1回目の3月中旬のほうにつきましては、もう少し経費のところについて詳しく御説明をさせていただき予定でございます。それも含めまして、3月下旬の運用委員会におきまして、中期計画について、運用委員会の議決を頂戴できればという。

○米澤委員長 3月に2回ありますので。ということで、もちろん今日が最終版ではありませんので、私もいろいろ言いましたけれども、目標のほうもいろいろ意見を言って、それが通るかどうかは別として、意見を言うのはいいと思いますので、よろしく言っていきましょう。

では、今日の段階ではこういうことでよろしいでしょうか。

●青木審議役 予算の計数の話は、場合によっては3月26日に、次回に間に合わない可能性もあります。

○米澤委員長 わかりました。

それでは、次の議題に移りたいと思います。次は委員限り2の年金積立金管理運用独立行政法人投資原則（案）について、事務局から、その後の状況を説明お願いしたいと思っております。

●青貝企画部長 委員限り2の年金積立金管理運用独立行政法人投資原則(案)について、現状の修正案を御説明させていただきます。

最初の原則に入る前の前段の文言につきましては同じ文言となっております。これまで10の原則でございましたが、内容については、それぞれの項目を膨らませた形で現状4つの原則という形になっております。

【1】は、年金事業の運営の安定に資するよう、専ら被保険者の利益のため、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で確保することを目標とする。

この文言は前回までの文言よりも若干短くなっておりますが、同じ内容の趣旨を全て含んでおるかと思っております。これに対応する説明文についても変わっておりません。

続きまして2番でございます。これはこれまであった複数の原則を1つにまとめた形になっております。

【2】資産、地域、時間等を分散して投資することを基本とし、短期的には市場価格の変動等はあるものの、長い投資期間を活かして、より安定的に、より効率的に収益を獲得し、併せて、年金給付に必要な流動性を確保する。

こういう内容でございます。

続きまして【3】でございます。こちらでも幾つかの原則を統合した形の内容になっております。

【3】基本ポートフォリオを策定し、資産全体、各資産クラス、各運用受託機関等のそれぞれの段階でリスク管理を行うとともに、パッシブ運用とアクティブ運用を併用し、収益を生み出す投資機会の発掘に努めながら、資産クラスごとにベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保する。

最後の文言は、先ほど御説明させていただきました中期目標、中期計画に対応した表現ぶりとしていただいております。

【4】は、こちらは従前の10番にあったものと変わっておりません。念のため申し上げます。

【4】株式投資においては、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。

なお、これまで費用の削減、投資に対応した費用の支出につきましては、中期計画、目標にそれに対応する趣旨が十分含まれているのではないかと考えております。

続きまして説明文で修正があったところの御説明に進ませていただきます。3ページをご覧ください。3ページの中の2つ目の項目で、各資産の投資の意義という項目がございます。これまで債券投資については、消極的な局面だけが書かれていたような側面がございました。そういうことも踏まえまして、改めて考え直しまして、「債券投資では」というところで「一般に満期に額面で償還されることが期待できます」以下のパラグラフで、キャッシュアウト対応も含めた重要性について追加で書かせていただいております。

続きまして7ページをご覧ください。7ページにつきまして、文言で変えたところはタイトル、ベンチマーク収益率（市場平均収益率）の確保というところ。

それから、一番下でございますが、「ベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保します」という文言に変えさせていただいております。あとは変わっておりません。

最後の「以上の投資原則を実行するため」という以下の結びの言葉につきましても従前まで御議論いただいた内容と同じものでございます。

私からの説明は変更点を中心に御説明をさせていただきました。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。

前回までは大きく10個あったわけですが、そこに関してはなかなか皆さん方の御意見が一致を見なかったということもありましたので、それをうまく最大公約数になっているか

どうか、この後の皆さんの御意見なのですが、そういうような意図を中心としながら、少し切っていったところもあって、4つに集約されたということで、今、御提案があったわけです。

私が見たところ、これまでいろいろ出てきた議論のところはかなり落ちついた格好で入ってきているのではないかと思っていますのですが、まだいろいろ御意見があるかもしれませんが、そろそろというか、全体を壊す方向ではなくて、何とかまとめ上げようという努力のもとで、でもここはちょっとがまんできないというところがあれば、今日もう一回くらいお聞きする時間があってもよいかと思えます。

具体的に4つになったというのは初めての提案ですので、これに関して、皆さん方の率直な御意見をいただければと思います。いかがでしょうか。建設的な御意見をいただけたらうれしいなと思っておりますが、どなたからでも構いません。

○堀江委員長代理 建設的な意見ですか。

○米澤委員長 堀江委員、どうぞ。

○堀江委員長代理 私は建設的な意見ではないです。

○米澤委員長 佐藤委員。

○佐藤委員 建設的な議論になるかどうかわかりませんが、これをベースに議論するというので、実際の作業に私ども携わったわけでもありますので、相当思い入れが強く、青貝部長が物すごく苦勞して、これまでの文章をすっきりまとめてくださったのは非常にありがたいなと思っているのですが、さはさりながら、あのニュアンスはどこへ行ってしまったのだろうという疑念も当然わいてくるわけですし、もう一つは、大野委員、菅家委員がこれをご覧になって、これをベースに、この後、今日議論するという進め方で本当によろしいのかどうか。つまり私のコメントを申し上げることで、その後、議論が本当に進むのかどうかというのはよくわからなくて、そこをもし御意見いただけたら大変ありがたいと思います。

○大野委員 まとめるのにかなり御苦勞されたと思います。基本的には、こういう格好であればよいのかなという感じがすごくします。本当にここまでいろいろ意見が飛び交う中でまとめていただいたことは私も非常に評価しています。細かいことはもちろんあるのですが、特に原則のところを絞り込んでいただいて、受託者責任、分散長期投資、リスク管理、株式投資におけるスチュワードシップ。経費のところは抜けたのがどうしてかなと思ったのですが、御説明いただいたので、入れておいたほうがよかったなと思うのですが、

また、若干気になることはあるのですが、せっかくここまでまとめたものを、また、ということもありますので。

○米澤委員長 次回以降出されても困るのですが、よろしいでしょうか。

○大野委員 菅家委員がおっしゃったことです。パッシブとアクティブの併用のところで、ただ、ベースの御説明があったので、既にそういうことは書かれているということもあ

て、若干気になるのですけれども、そこは目をつむります。

○米澤委員長 菅家委員、いかがでしょうか。

○菅家委員 いいえ、いいです。

○米澤委員長 堀江委員は。

○堀江委員長代理 私は前の案のほうがよいのではないかと思います。青貝部長のほうで、非常に御苦労されて、その御苦労は本当に多とするものなのですが、幾つか、これだけを見た場合ではこれでもいいのかなと思われるかもしれませんが、前回との比較で何点か申し上げます。1つは、10個一応つくり、10個の項目も順番も含めそれぞれについて言いたいことをそこで明確に示したつもりです。一緒になることで投資原則として言いたい点がぼやけるのかなというのが1つです。

2点目は【3】のところですか。本当にこの日本語で大丈夫なのかなというのがちょっと気になるところです。最後のところに、資産クラスごとにベンチマーク収益率を確保するとあります。ベンチマーク収益率を確保するのであれば、上に書かれているようなことは特段必要ないのではないと言われる、そういうリスクを私は懸念として感じます。資産クラスごとのベンチマーク収益率を確保するのであれば、全部100%パッシブで運用会社に任せて、レンディングの費用とかは向こうに持ってもらうという前提であれば、ほとんど無コストでできる世界です。今、実際に限られたリスクのもとでリターンを高め、逆に決められた目標収益率をいかに低いリスクで達成するために分散投資等、今、試みられているわけで、その高度化の努力を無にするような形になりはしないかというのが【3】の懸念点です。それが2点目。

あと、3点目は、大野委員も申されましたが、8番目の項目の削除には納得ができません。私は誤解される可能性があります。運用業界の方を相手に仕事をしており、利益代表者ではないかと思われるかもしれませんが、そうではありません。海外のソブリン・ウェルスファンドや公的年金も含めて、すぐれた投資成績を上げているところは、全て海外のすぐれた運用会社やコンサルタント等の知見を取り入れ、それを参考にしているところは全部インハウス化して自分たちの高度化につなげることを実施しています。そこではそういったパートナー会社との協力関係が私は不可欠だと思っています。ただでやってもらうというわけには当然いかないので、それに対する費用はある程度払わなければいけない。

これはあくまで国民の立場に立って、リターンが高まった場合にのみ許されるということ、きちんと8の中で書いてあるわけですから、そこをきちんと踏まえて、国民のために、リターンが上がるということであれば、やはりそれなりの対応の費用は払うということ、公にきちんと言ったほうが、グローバルのいろんな方にもGPIFがそういった意気込みでやっているということを示す上で、非常に優秀な方をもっと採用しやすくなるのではないかと思います。この8を削除するというのは、私はやめたほうがよいのではないかと、そのままにしておいたほうがよいのではないかと考えています。以上3点が気になった点です。

○米澤委員長 8を取り除いたというのはどういう根拠でしたか。

●水野理事 経費のことにしましては、別のコンセプトが、前回の8に少し混ざり合っていたといいますか、法人全体のあくなき経費削減の努力という話と、今、堀江委員がおっしゃったような、優秀なマネジャーを雇うために、その経費は投資収益の一部として考慮しなければいけないというところの2つの違うタイプの経費のコンセプトが混ざり合った文章になっていたかと思うのですけれども、私ども中期計画の予算のほうで、実際の数字を決めていかなければいけないのですが、なかなかそのあたりのコンセプトの文が、お読みになる国民の方々も難しいのではないかという配慮がありまして、もともとの文章は、要するに経費削減しながら、ただ、運用のコストに関しては収益とのバランスで考えるというようになっていましたので、こちらの原則をお読みいただく一般の被保険者の方々の理解度等を考えると、逆に混乱を生むような可能性がないかという配慮があったということと、最終的には中期計画の予算でどう通るかというところが一番重要になってくるころでありますので、そちらのほうは、また皆さんに数字でお諮りすることになると思うのですけれども、今のような配慮があつて、最終的には外したほうがよいのではないかという判断をしたということでございます。

○米澤委員長 広い意味で事務局が、そちらを書かなくてもよろしいのではないだろうかという判断で今回削ったということですね。もしこの後、運用委員会として、特に削らなくてもよいのではないだろうかというときには、そういうような提案も出てくるのかなということだと思いますね。

●水野理事 そのあたりの2種類の経費が文章と一緒にしているというところは、そのリスクというか、間違つて受け止められるリスクというのを考えていただいた上で、最終的に入れるという御判断であれば、それはそれで構わないのではないかと私は個人的には思っておりますけれども。

○米澤委員長 武田委員。

○武田委員 ありがとうございます。私からは2点です。まず、全体として、私は今回のまとめに関して賛成いたします。青貝部長始め皆様に大変御尽力いただいたものであると思います。私はガバナンス会議で提案されていた1行ごとのスタイルは、原則として非常にシンプルな書き方がされていたので、シンプルさという意味では、あちらの形がよいのではないかと思いますけれども、ただ、コンテンツとしては、基本的に各項目がすべて盛り込まれていると考えられるほか、原則自体は委員会の総意として発表したほうがよいのではないかと思います。さもなければ皆が違った原則を頭にイメージしながら基本ポートフォリオを策定したと国民に誤解される可能性があるので、委員で考えた結果として、原則が取りまとめられるのがよいのではないかというのが私の考え方です。

2点目は少し細かい点で恐縮ですが、堀江委員長代理がおっしゃったところと同じで、私も3番目の「資産クラスごとにベンチマーク収益率を確保する」と文言をここに書いておいていいのかどうかという点は気になりました。といいますのは、上に「アクティブ運

用を併用し」と書いてあり、アクティブの場合は必ずしもベンチマークを確保するという
ことではないわけですね。中長期的に収益を獲得していくというところに、軸足が置かれ
ていると思いますので、ここに併記していて大丈夫なのかが気になった点として、意見と
して述べさせていただきます。

以上です。

○米澤委員長 ありがとうございます。

○清水委員 私も武田委員と全く同じで、本当によくまとめていただいたと思います。そ
れともう一つ、御指摘の【3】、まさに私も「資産クラスごとに」というのはとてもおかし
いというのが一つと、もう一つは、オルタナの話が、もちろんここに書くべきではないの
かもしれないのですが、しかしここだとパッシブとアクティブというような書き方でしか
書かれていなくて、多分、収益を生み出す投資機会の発掘のところにもオルタナとかほかの
ものが入るとすれば、そこでまた各資産クラスごとにベンチマークというのがやはりおか
しい。なので、私は「努める」で終わってしまって、シンプルでいいのではないかとい
うのが一つ。

あと【2】の文章が余りにもいろいろつけたというのが気になっていまして、これはこ
の後、作文でいろいろ変えていくのかもしれないのですが、「投資をすることを基本とする」
で一度切ってしまうと、それにつなげないと、英訳をどうやってするのかなみたいな、ち
よっと気になるなという点があります。

以上です。

○佐藤委員 今の議論とほとんど同じなのですけれども、一つ、費用削減の話、これは原
則の【3】のリスク管理の下あたりに入っても全体のつながりが決しておかしくはないし、
原則の中で、作文はこれからだと思いますけれども、「収益を生み出す投資機会の発掘と投
資に当たっての unnecessary 費用の削減、これを不断に努めながら」という具合に挿入すれば、
十分文章として通じるのではないのか。ベンチマーク収益率云々の話を落とすのであれば、
その落した分だけ、挿入しても恐らく長さとして問題ないのではないのかという印象を持
ちます。

あと細かい、実際にこの表現をこれまで議論したニュアンスを活かしていただくために、
こういう文章にしたほうがいいのではないのかという提案も幾つかございますけれども、
もし今言うてよろしければ申し上げますし、後ほどのほうがよろしければ後ほどにいたし
ます。

○米澤委員長 幾つかということですが、幾つくらいありますか。多々ありますか？

○佐藤委員 5つくらい。

○米澤委員長 そうですか。ちょっとであれば、今、それを受け入れるかどうか別として、
お伺いしたいと思います。

○佐藤委員 何といってもこういうものが世の中に出たときに人の注目が行くのはヘッド
ライン、要するに投資原則だけ読んで、中身を読まない人がきっと多いのだろうと思うの

ですね。だからヘッドラインだけで本当に意が尽くしているのかどうかということで、虚心坦懐に読んでみたのですけれども、【1】の原則、全体的に非常にシンプルファイされてあっさりして非常にまとまりのいい原則になったなと思うのですが、その反面、削りに削ったがために、大事なニュアンスが落ちているようなところもひょっとしたらあるのではないのかという目で少し見直してみたということです。

原則の【1】で私がちょっと思ったのは、いきなり「年金事業の運営の安定に資するよう」という始まりでいいのか。むしろ文章の始まりは、「専ら被保険者の利益のため、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で確保することを目標とし、もって年金事業の運営の安定に資するとのGPIFの使命にこたえる」というような流れではないのか。

○米澤委員長 そういう格好であれば十二分に受け入れ可能な、少なくとも今のところに関しては。

○佐藤委員 原則の【2】で、これもヘッドラインについてコメントいたしますと、「短期的には市場価格の変動等はあるものの」という、いかにもあっさりとした事実で書いておられますけれども、恐らく意図するところは「短期的な市場価格の変動等を受け入れつつ」とか、本文中にあるような、そういうニュアンスなのではないか。短期的な変動を飲み込みつつとか、要するにミーンリバージョンとか、ファンダメンタル・バリュウへ戻るとか、そういうことを念頭に置いて議論された話だと思いますので「変動等はあるものの」とあっさり言ってしまうと、余りにもあっさりしているのかなという印象で、ここは御異論あるかもしれませんが、「あるものの」ではなくて、「これを受け入れつつ」とか「認めつつ」とか、何かそういうニュアンスの言葉が必要なのではないのかという印象を持ちました。

それから、原則【3】もヘッドラインについて申し上げますと、費用の話とベンチマーク収益率は先ほど申し上げたのですが、いきなり「基本ポートフォリオを策定し」とあっさり言っているのですが、それがなぜ重要かということの文章が本文にある、あるいはもともと議論した中で出てきた「基本ポートフォリオ策定が最重要の意思決定であるとの認識のもと」という具合に、何かそういう始まりがないと、この文章は座りが悪いのではないのかという印象を持ちました。これも御異論があるかもしれませんが。

あと、もともと議論したもののなかで、これは入る場所がここでよいのかどうかということなのですが、今回の基本ポートフォリオの見直しの話が、2ページ目のマルの下から3つ目に入ってきているのですが、これが原則【1】の本文修正の一番大きなポイントだと思いますけれども、ここに入ってくるのがよいのかどうか。むしろ、これは入れるとすれば、6ページの基本ポートフォリオの策定の3つ目で、もともとそこに入っていたわけですが、そこに入れたほうがおさまりがよいのではないのかという印象を持ちました。

○米澤委員長 いつ、こっちに動いたのか。

○佐藤委員 余り動かす意味はないのではないのかという印象を持ちました。

それから、最後のコメントですけれども、7ページ目の一番最後のマルです。パッシブ・アクティブの話。もともとの文章であったのは、「国内外の最新の知見等に関する情報を収集し」とか、「国内外の成長の果実を享受する」のだとか、そういう前向きな話が入っていたのですけれども、その話が落ちているので、その話はここに入れてもおかしくはないし、文章としても成立すると思うのですね。パッシブ運用とアクティブ運用を併用するとともに、国内外の最新の知見等に関する情報を収集し、収益の源泉を検証した上で、国内外の成長の果実を享受すべく、投資機会の発掘に務めますというのでよいのではないかと。

ちょっと細かく、長くなりましたけれども、私のコメントです。

○米澤委員長 改めて、私の理解ではそう大きな変更ではないと思うのですが、菅家委員。

○菅家委員 微妙なところで、これまでの委員間の意見の違いみたいなものを、今の御意見だと再燃させる要素がいっぱいあったと思っていますので、いかがなものかなというふうに思います。

○米澤委員長 大半は日本語の問題ではないですか。

○菅家委員 いや、必ずしもそうではないと思います。例えば「基本ポートフォリオを策定し」のところ、意思決定があるとか、市場価格の変動を許容するとか、そこは議論になっていたところでもありますし、それから、パッシブ・アクティブのところを言い出しますと、先ほどの中期計画、中期目標で掲げていたような内容が一体どれだけ表現されているのかというそもそも論のところまで行ってしまうというような感じもいたしますので、私はこの事務局の努力を多としたいというふうに思います。

●三谷理事長 よろしいですか。

○米澤委員長 はい。

●三谷理事長 【3】のところの話を伺って、例えばですけれども、ほとんど中身は変わらないと思うのですが「アクティブ運用を併用し」その次を「資産クラスごとにベンチマーク収益率を確保しつつ、収益を生み出す投資機会の発掘に努めます」という文章でも、菅家委員は納得できないというお考えですか。「パッシブとアクティブを併用し、資産クラスごとにベンチマーク収益を確保しつつ、収益を生み出す投資機会の発掘に努めます」と。

○菅家委員 私もこの原案がだめだということを言っているわけではなく、言い出せば切りがないので、全体の落ちつきどころとして、これでよろしいのではないかとというのが私の結論で、多分大野委員もそういう趣旨でおっしゃったと思いますので、そういうことであります。

●水野理事 これはかなり日本語の表現の機微のところまで入っているので、これを入れかえた場合に日本語として実質的にどういう違いがあるかというのは多分ないかもしれないのですが、趣旨としてはベンチマーク収益率を最低限確保しながら、その上でこういう併用とか収益を生み出す機会の発掘に努めるということではいいですよという文章になっているので、その意味合いにおいては、堀江委員が御懸念になったようなベンチマーク収益がとればいいのだから、全部パッシブにしろと言っているわけではそもそもないと理

解をするのかなと思います。

あと、佐藤委員がおっしゃったあっさりということに関しましては、まさにあっさりということが、それぞれ意見の違うところをうまく中間点をとるためにあっさりとした表現をあえて使っているという意図で、今回書きぶりを直しているということで御理解をいただくとありがたいかなと思いますが、確かにそこはまさに強弱はそれぞれ委員間の意見が違うところですので、まさにあっさりすることによって、その最大公約数をとれないかというこちら側の意図であるということで、御賛同いただければありがたいなと思います。

○米澤委員長 大体御意見出尽くしましたけれども、ただ、私も【3】の最後のところの趣旨はわかりましたけれども、ちょっとパッとヘッドライン読んだ方はおかしいのではないかと、誤解もあり得るので、そこだけは整合的にしておいてほしいということで、一番簡単な方法はデリートかなという感じなので、「努める」で終わりということ。

●水野理事 そうしますと、ここは菅家委員、大野委員としては、このデリートということが受け入れ可能かという話なのですけれども、我々の理解では、これは最低限入れてほしいという御要望かなという理解のように、この文章をつくっているのですが。

○菅家委員 その議論をしますと、先ほどの中期目標、中期計画の議論に戻るのですね。ただし書き、単純な併用ではないですよと、ただし書きがあるのですよというようなニュアンスをこの原則の中でどこから読み取ればよろしいのですかというふうな議論になりますので、そこはそういうことも含めてまとめていただいたと私は理解をしております。

●青貝企画部長 理事長から御発言させていただいたことは、【3】の「収益率を確保する」というのを「確保しつつ」として「投資機会の発掘に努めながら」で、逆「努める」で終わるという形であれば、皆様の御理解をいただける最大公約数になり得るのかという御質問でございました。

○米澤委員長 それで行きましょう、今日の段階ではそういうまとめで。よろしいでしょうか。これもこれ以上、時間やると、発散の方向に行きかねないので。

今後の見通しなのですけれども、投資原則及び行動規範、行動規範のほうはそれほど意見の不一致はなかったと思いますので、両者につきましては、運用委員会から理事長あての建議という形で出したいと思います。よろしいでしょうか、我々のほうからまた建議という形で出させていたいただきたいと思います。

それも含めて、今後のこの進め方を理事長から説明いただけるといいかなと思いますので、いかがでしょうか。

●三谷理事長 再三にわたり本件について議論いただきまして、どうもありがとうございました。ただ、特に投資原則については、大臣も非常に強い関心をお持ちで、まだかまだかという状況でもありますし、事前に内容を説明してくれという話もございます。したがって、今日のところで最大公約数ということで、一度大臣に説明させていただいて、その上で、今後の手続きを進めたいと考えておりますので、ちょっと時間をいただければと思

っております。これまでのところはまだ大臣に中身については全くお話をしていませんので、その辺、よろしくお願ひしたいと思ひます。

○米澤委員長 改めまして、今日の大きなベースとしては、4つを出していただいたところをベースとして報告させていただくということで、最終的に細かい点は少し違うということで落ちつく可能性があるということの理解でいいのですか。

●三谷理事長 ないと思ひますけれども、大臣から大幅な手直しを求められるということも皆無とはいへませんので。

○米澤委員長 そういうこともあり得ます。そういうことも含めまして、次回以降、手続きを進めていきたいと思ひしております。

そこで、次の議題に移る前に、情報管理について改めて徹底させていただきたいと思ひます。皆さん方に既に御連絡差し上げたかと思ひますが、投資原則（案）のファイルが外部の金融機関に漏れているという情報がGPIF宛にありました。

今、説明ありましたように、投資原則は運用委員会においてさまざまな御意見をいただきながら策定を進められているものであり、また、外部の関心も高いものになっております。

本件に限りませんが、ファイル、紙媒体を問わず、当法人に係る情報については、その保管・管理方法を含めて、最大限の注意をもって取り扱われるよう、改めてお願ひしたいというふうに思ひしております。

秘密保持義務につきましては、GPIF法のほうでも定められていることなので、これは私を含めて皆さん方に改めて注意をしていただければよろしいかと思ひますので、よろしくお願ひしたいと思ひます。よろしいでしょうか。

それでは、次に委員限り3ですが、平成26年度第3四半期運用状況につきまして、事務局から説明をお願ひしたいと思ひます。

●青貝企画部長 委員限り3でございますが、参考資料として、平成26年度第2四半期運用状況もつけております。大変恐縮ではございますが、お手元に2つお並べいただきまして、その違いについて御説明させていただきたいと思ひます。

これで御了解いただければ、所要の手続を経まして、2月末から3月初めに公表という形で進められればというふうに考えております。

ページでございますが、4ページ、5ページのところまでお進みください。具体的には5ページでございます。従来は当法人の資産額、その資産構成割合の横に参考ということで年金積立金全体の構成割合の比率、これは短期資産を5%と置いて逆算した比率が掲載されておりました。実はこの比率が基本ポートフォリオと比較されるべき数値だったわけでございます。ただ、ちょっといろんな数値があるため、これもプレスのほうから再々何をどう見るのかといったような御質問をいただいていた項目でございました。ちなみに右側の円グラフにつきましても、これまでは当法人の資産構成割合、したがって、短期資産のところは2.62%とこういった形で出しておりました。ですからこれは実は基本ポートフ

オリオと比較すべきものとは違うもので載せていたところがございます。

それを新しいほうでございますけれども、むしろしっかりと基本ポートフォリオとはっきりとわかる形で各資産の構成割合を26年12月末という新しい基本ポートフォリオが定められてから初めての公表になるわけでございますが、そこでクリアに書かせていただくということでどうかと。そしてそのグラフについても、それをグラフ化したものを載せるということで、非常にわかりやすい形に表現できているのではないかと、かように考えております。

それから、注記のほうでございますけれども、新しいほうの（注3）をご覧ください。今回の基本ポートフォリオでは、5%を上限としてオルタナティブ資産の運用という形が認められているわけでございますが、その比率をここに記載しております。

また、基本ポートフォリオの資産構成の数値、乖離許容幅につきましても参照いただけるような形にしているところがございます。

そういうことで、基本ポートフォリオに対応したわかりやすい必要十分な量を出させていたきたいというのが御説明の趣旨でございます。

あと、1点でございますが、両方のものを1ページおめくりください。そうしますと従来のものには「超過収益率の状況（市場運用分）」というページがございました。これは四半期ごとに各資産の超過収益率を出していたものでございます。ただ、先ほどの投資原則の中にもございましたが、当法人、長期の投資家ということで、むしろ超過収益の状況につきましては、業務概況書という年次のところで詳しく御説明するという形が当法人に課されているミッションにより即した形になるのではないかとということで、四半期のディスクロージャーの中から割愛しても、むしろそのほうが適切なのではないかと考えているものでございます。

私からの説明は以上でございます。

○米澤委員長 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伺いたいと思います。いかがでしょうか。これはあくまで外部に公表するときのフォーマットということですね。

●青貝企画部長 はい。

○米澤委員長 よろしいですか。ありがとうございます。

それでは続きまして、委員限り4の平成26年度運用受託機関の総合評価結果について、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。

●陣場運用部長 委員限り4の平成26年度運用受託機関等の総合評価結果についてということでございます。年に1回の運用機関の総合評価ということでございます。

既に御承知のとおり、外国債券につきましては、今、マネジャー・ストラクチャーということで見直しをかけている途中でございますので、今回の総合評価の対象となりましたのは国内債券と内外株式の3資産ということでございます。アクティブ、パッシブ、また

自家運用につきましても総合評価を実施してございます。パッシブ24ファンド、アクティブ38ファンドの合計62ファンドにつきまして評価を実施したところでございます。

2 ページ目をご覧ください。評価点が一定水準を満たさないものにつきましては、資金の一部回収、また著しく評価点がよくないということであれば解約をするということで対応をしているところでございます。

2 ページ目の2の最初のところをご覧くださいと思いますが、まずパッシブ運用につきましては、ベンチマークに基本的に合わせる運用ということでございまして、各社とも適切な運用がされているということで特段の問題がなかったところでございます。

一方でアクティブのほうは、ページをおめくりいただきまして、別紙1という散布図をご覧ください、こちらで概要を説明させていただければと思います。

この別紙1のグラフでございまして、縦軸に総合評価の点数、これは8点満点で定量4点、定性4点、8点満点における点数ということでございます。一方、横軸にはファンドの資産残高ということでプロットをしたものでございます。こちらをご覧くださいますと、左下隅のほうに解約、一部回収ということで、青いマルが2つあるわけございまして、こちらはエマージングのアクティブということでございます。今回の総合評価の結果、一番評価点の悪いファンドにつきましては解約、そこまではいかないわけですが、定性的に運用のスタンスに少し課題がある先については一部回収ということで対応したいと考えているものでございます。

それで総合評価点がちょうど5点のところはボーダーラインということで、回収とか解約といった手続きはしないわけですが、成績としてボーダーラインで少し気になるということでございます。ちょうどマークで見るとエマージング、外国株式の先進国で幾つかそういうファンドが出ているというところでございます。

次に別紙2ということで少し展開の仕方を変えたチャートでそれをご覧くださいと思います。この別紙2は、横軸に定性評価の点数、運用機関の運用の考え方でございまして、組織を点数化したもの、4点満点で3点以上取れていれば優秀と考えているものでございます。

また、縦軸は定量評価点ということでございまして、基本的にはパフォーマンスで点をつけているということでございます。4点満点で2点以下ということになりますと、残念ながら超過収益が取れていないということの意味しているものでございます。

こういう展開の仕方をした場合に、左上から右下に斜線が引いてございまして、ちょうどこの斜線上に乗っていれば総合評価点で5点が取れていることを意味するわけでございます。解約ファンド、一部回収ファンドについては、この斜線の左下のほうに入っているということでございまして、先ほどのボーダーライン組というものを見てまいりますと、ちょうど黄色の薄く点線で覆った囲みの中に入ってくるということになってまいります。こちらの特徴を見てまいりますと、定性評価としてはいずれも3点以上の点がついている。しかしながら定量評価では2点以下ということでございまして、運用の中身としてはしっ

かりした考え方でやっている。また組織も安定的である。しかしながら足下成績が出ていないということで2点以下がついているということでございまして、この黄色いエリアが総合評価点では5点以上ということでございますが、少し課題として我々は認識をしなければいけないと考えているものでございます。

今回、この黄色の網かけのエリアに属する9ファンドにつきましては、2ページ目にお戻りをいただきまして、2ページ目の上からの5つ目のマルでございまして、少し注視をしていこうと考えているものでございます。2ページ目の5つ目のマルをご覧くださいますと、総合評価点5点以上であるものの定量評価点が2点以下である9ファンドにつきましては、投資方針や体制はしっかりしているのだけれども、パフォーマンスの低迷ということについて、この9ファンドに対し警告をするということでございます。さらにこれらのファンドにつきましては、市場環境と超過収益の出方について詳細な分析を行いまして、この運用の考え方が構造的にマーケットに対して通用しなくなっているのか。またはマーケットの循環がたまたまアゲンストに吹いているだけで、長期的にはまだまだ行けるのかということを見きわめたいと考えているものでございます。

簡単ではございますが、運用機関の総合評価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。

それでは、ただいまの説明につきまして、御意見、御質問等ありましたら、佐藤委員、どうぞ。

○佐藤委員 実務的な感覚ということでちょっとお尋ねをしたいのですが、定量的な評価と定性的な評価、これまでの経験とか実績をご覧ください、どちらのほうが、つまり我々の投資は長期的な投資じゃないですか。要するに、今、足下のパフォーマンスだけ見ていたのでは、あるいは過去半年、1年くらいのパフォーマンスだけ見ていたのではわからないものがありますね。実は定性的なところがしっかりしているほうが足下の成績が悪くても長期的に見たときにパフォーマンスを上げ続けられる、フィットも続くファンドなのだということにもなると思うのですけれども、その御経験でどちらのほうが正しいというか、ウェイトを置いてみたほうが見方としては正しいということなんでしょうか。

●陣場運用部長 これはなかなか難しいです。我々スポンサーとして運用機関を管理する立場にあるものとして、永遠の課題の御質問なのだろうと思います。採用の時点と採用してからで少し角度が変わってくるのかなというところがございまして、採用の時点ではパフォーマンスも見るわけですが、過去のパフォーマンスは必ずしも将来のパフォーマンスを当てるものではございませんので、選定に当たっては運用の考え方、組織といった定性面を重視しながら採用をしているというのが現実ということでございます。ただし、採用をしてからというものは、我々のガイドラインのもとで実際に我々のルールのもとで運用をしていただくことになりまして、また、成績というものは執行部として責任を負っている部分がございますので、採用してから定性50、定量50とした総合評価ということでやっているのが現実ということになろうかと考えております。

ただ、今回、運用状況を注視という9つのファンドに関して少し申し上げますと、オレンジの外国株式の先進国については、2013年度の夏に入れて、ちょうどパフォーマンス計測期間でいうと、まだ1年1カ月しかたっておらないということがございます。

またエマージングにつきましても、2012年の6月から始めておりますので、これまたパフォーマンス計測期間でいいますと、2年とちょっとということございまして、確かに佐藤委員がおっしゃるとおり、定量面について我々は責任を負っているわけでございますから、無視はできないわけですが、1年、2年の成績で、この9ファンドの半分くらいを解約といった判断はなかなか軽々には下せないのかなというふうに考えてございます。

○米澤委員長 よろしいでしょうか。期待した答えがないんですよ。ないというか。

○佐藤委員 答えがないという、質問の仕方がきっと悪いのかもしれませんが、フィティフィティというウェイトづけで、それだけでいいのか。定量と定性、そこを全く等しいウェイトで見るということで、長期的な運用機関を選ぶときに漏れているものはないのかどうかとか、いい方法が何かないのかなと。そこを何か経験から酌み取れるものがあるのかどうかという質問なんです。

●陣場運用部長 経験的に言いますと、我々は3年のパフォーマンスを見て4年目にマネジャー・ストラクチャーを行うということございまして。ポートフォリオを組むときに、それぞれの分散と申しますか、このファンドは景気の悪いときに底支えになるとか、このファンドについては景気のよいときに伸びるファンドであるといったような特性を踏まえて組み合わせておりますので、こういった注意すべきファンドについて、何を見なければいけないかという、当初ストラクチャーを組んだ目的が果たされているのかどうか。ストラクチャーを組んだときのそれぞれのファンドの役割というものが果たされているのかどうかというのが1つ大事なポイントなのかなということございまして。

したがって、2ページ目の5つ目のマルにも少し記載がありますけれども、この5年間くらい、特に外国株式は 上げ相場でございまして、余り下げの局面等を経験してないのですね。そういう下げの局面がこない中で、なかなか成績が出ないファンドもどうもあるのではないかなと考えておまして、毎月の上げ下げというものをもう少し細かく分析して、全体的に相場が下げているときにちゃんと機能しているのかどうかということもきちんと見ないといけないのではないかなというふうに考えてございます。

○佐藤委員 恐らく私の質問の仕方がきっと悪かったのだと思うのですね。つまり解約、一部回収に至ったファンドというのは、もともとモニタリングポリシーの黄色い三角形の中に半年前には入っていたのですか、こういう質問に置きかえれば、きっとわかりやすかったかもしれません。

●陣場運用部長 そういう観点で申し上げますと、エマージングの2ファンドにつきましてもは様相が少し異なっておりまして、まず解約に至ったファンドについては、組織の安定性を少し欠いていると。ファンドマネジャーが自己都合でやめたりとか、投資責任者が会社から解任をされたり、CIOが交代するといったようなことで組織の安定性といったそもそ

もパフォーマンスを生み出す源泉が壊れかけているという状況が近年見られ、このファンドについては、80億円の資金を初期投入してから少し組織が怪しくなってきたものですから、追加資金の投入をとめていたのですね。したがって、残高も一番小さい100億円に満たない状況でした。そういう意味ではある種、警告的な状況が随分とあって解約になりましたし、この一部回収のファンドも、去年も一部回収ということで、ある種、警告的なこともやっております。そういう意味では既に黄色いエリアを乗り越えてしまっているといったような状況でございました。

●水野理事 長期的には、佐藤委員がおっしゃるようなところを、こういう図を使ってモニタリングしていかなければいけなくて、黄色いのに入って出てくるケースもあるでしょうし、時には黄色いエリアを飛び越してしまうケースもあるだろうというのは想像できますので、そういういわゆるイレギュラーな動きが起きたときに関しては、何らかの我々の評価指標が誤っていたのではないかと、そういうことも考えることもあるでしょうし、そういう意味でこういう形で継続的にそれぞれのファンドの評価の動きをモニタリングしていくことが重要ではないかというように思っております。

○清水委員 1ついいですか。

○米澤委員長 はい、どうぞ。

○清水委員 別紙1の図の外国株式(先進国)のダイダイ色を見ますと、特に3つのファンドの成績が非常にいいように思うのですが、そういった中で、運用状況を注視する9ファンド、例えばこの一番よくなさそうなところから成績のいいところに増やしたほうがより収益が上がるのではないかという気がするのですが、そのようなファンドの入れ替えもこのような期間で行ったりできるのでしょうか。

●陣場運用部長 今回の総合評価におきましては解約とか回収ということになっていきますので、そういう動きはございません。考え方としましては、それぞれのファンドの特性を組み合わせでストラクチャーを作っております。今、このファンドがいいと思って入れたところが違う局面になったときにへこむリスクというのをございまして、そこはよくよく慎重に見ていかなければいけないのかなど。あくまで長期的にストラクチャーを維持したときに安定的に抑えたりリスクで超過収益が取れるようにというストラクチャーを組んでおりますので、余りウェイトをころころ変えるのはどうかなという考え方をつくってございます。

○米澤委員長 よろしいでしょうか。どうもありがとうございます。

それでは、引き続きまして、今度は委員限り5の平成26年度資産管理機関の総合評価結果について、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。

●陣場運用部長 続きまして、委員限り5ということでございます。これは資産管理機関の評価ということでございまして、御承知のとおり、私ども運管分離ということで運用する人、資産を管理する人ということで2つに分けたストラクチャーを組んでいるところでございます。資産管理機関につきましては、4つの資産ごとに各1社ずつということで集

約をしているので4社だけということになってまいります。

資産管理機関の評価につきましては、総合評価をいたしまして継続とするのか、継続困難なのかという0か1かという判断だけをしているわけですが、今回の総合評価の結果につきましては、結論から先に申し上げますと、4社とも継続の扱いとしたいと考えているものでございます。

2の資産管理機関にかかる評価の仕組みについてということですが、この箱の中に記載のある6つの項目で評価を行っております。組織・人材、業務体制、監査、資産管理システム、グローバルカストディ、付加価値サービスという項目で総合評価を行っているということでございます。

ページをおめくりいただきまして、各4つの資産管理機関の特徴ということについて簡単にコメントをさせていただければと思います。

まず、A信託銀行、こちらは国内債券の管理をお願いしている先ということでございます。継続ということで考えているところでございます。

特記事項ですが、資産管理業務に関し相当規模の管理資産残高ということで、374兆円の規模を誇り、これは4つの資産管理機関の中で最大規模です。それから「また」以下のところでございますが、従来、この社につきましては、グループ会社からの出向社員を核とした運営体制であったわけですが、資産管理業務は少し毛色が違うなということで、去年の4月からプロパーの人事制度というものを開始しているということでございます。

それから、事務過誤は昨年度1件発生してございますが、軽微なものでございまして、再発防止策も既に講じられているところでございます。

それから最後に付加価値サービスということで、私ども国内債券につきましては、将来のキャッシュアウト対応を見据えまして、キャッシュアウト等対応ファンドのほうにどんどん資産を移管しているところでございますが、この15兆円くらいの移管に当たりまして、非常に円滑に事務を遂行していただいたということで評価をしているものでございます。

続きましてB信託銀行でございます。こちらは国内株式の管理をお願いしている管理機関になっております。

こちらの特徴といたしましては、「また」以下でございますが、職員のプロパー化というものについて非常に積極的でございます。現在、職員の76%くらいがプロパー社員によって占められているという特徴があるということで評価をしているところでございます。

それから、昨年1年間、事務過誤なしということで、非常に堅格な事務体制を組んでいただいているということで評価をしているものでございます。

4ページ目にまいりまして、C信託銀行でございます。こちらは外国債券の管理をお願いしている外資系の信託銀行ということでございます。

こちらの特記事項といたしまして、昨年2月に私ども投資信託を使ったインフラ共同投資を初めて始めたわけですが、この自家運用でファンドを立ち上げるに当たって

各種のドキュメンテーション等に大変御尽力をいただいたということで評価をしております。

事務過誤が1件、昨年発生してございますが、これも軽微なものでございまして、再発防止策等を既に講じられているというところでございます。

最後にD信託銀行でございます。こちらは外国株式の管理をお願いしている先ということでございます。

事務過誤が5件、うち重大な事務過誤1件ということでございます。このうち1件は、今年度の第1四半期の私どものディスクロで、我々がディスクロの訂正を迫られたというもので、大変重大な事務過誤であったと。エマージング株式の時価をつけ間違えたということでございまして、私どもとしては大変重大な事務過誤と捉えているところでございます。事務フローの整備による再発防止策については既に実施されているところでございますが、年度末に向けてさらに抜本的な対応を検討中という状況でございます。

D信託銀行につきまして、評価している部分といたしましては、外国株式パッシブのACWI化ということで、先進国の株式のみならずエマージングの株式も組み入れた格好で組みかえを行ったわけでございますが、同時に外国株式のパッシブファンドにつきましてはレンディングということで、株式を貸してフィーを稼ぐという取り扱いを行っているわけでございますが、このD信託銀行につきましては、レンディングの事務につきまして非常に円滑に進めていただいております、収益も着実に上がっているということでございまして、この点については評価をしているという状況でございます。

資産管理機関の説明につきまして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。

ここに関しまして、何か御意見、よろしいですか。これはだめといっても変えられないんですね。だからといって、きちんと厳しく対応していただきたいと思います。

○佐藤委員 ちょっとよろしいですか。

○米澤委員長 はい、どうぞ。

○佐藤委員 どこまで精緻に見られるかというのはなかなか難しいと思いますし、私も金融機関の考査を随分長くやった経験がございますので、それなりの知見はあると思うのですが、1つの方法は、金融機関自身の行っている自己査定がありますね。金融庁が発表しているチェックリストに基づいて金融機関自身がやっている、そういうものも1つの重要な参考資料かなと思いますので、ディスカッションなんかの際にはそういうものも御活用いただいて、相手との協議の材料に十分お使いになると、さらに判断力が上がるのかなと思いますので、1つのサゼッションですけれども、お使いいただきたいと思います。

●陣場運用部長 ありがとうございます。参考にさせていただきます。

○米澤委員長 よろしいでしょうか。それでは、続きまして委員限り6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。

●陣場運用部長 不動産につきましては、過去10月、11月と議論させていただきましたが、

今回もう少し踏み込んだ格好で議論をさせていただければと考えております。

まず1番目でございますが、不動産投資の主な目的ということで、1ページ目から2ページ目にかけてそもそも論のところを説明してございます。まず、1ページ目で、安定的・長期的なインカムの獲得ということでございまして、こちらは10月にも既に提示をさせていただいたグラフでございますが、キャピタル・リターンは毎年変わるわけでございますけれども、インカムについては非常に安定的であるというのが不動産の特性ということでございまして、我々もこういうものをねらっていくのしょうというところでございます。

次のページにまいりまして、分散投資ということでございます。過去10年くらいの実績のリターンで、リターン・リスク、相関係数というものを少し今回はじかせていただいております。国内不動産、海外不動産の列をご覧くださいますと、この10年間くらいで見ると株式、債券よりも実はリターンが高かったといった特性が見てとれます。またリスクにつきましても、株式と債券の中間くらいに入っているわけでございますが、どちらかというところ、リスクという面では債券に近い特性が見てとれるかと考えております。

それから、各資産間の相関ということで、国内不動産、海外不動産の行をご覧くださいますと、ほかの伝統的4資産との相関は必ずしも高くないということで、これは不動産という資産をポートフォリオに組み込むことでリスク分散の効果は期待できるというものでございます。

続きまして、インフレヘッジということで、これもよく言われる議論でございますけれども、不動産のトータル・リターンというものを物価上昇率との関係でグラフ化したものがこちらの2ページの下の図になります。これは、2008年と、少し時間がたっておりますけれども、私どもの委託調査先からいただいた資料ということでございまして、大体25年くらいのデータで見ると、不動産のリターンはCPI・インフレ率を優に上回る成績を残しています。これは日本のみならず諸外国についても同様な傾向が見られるということが言われているところでございます。

続きまして、3ページ目の不動産投資の主なリスクということで、そのリスクと軽減策ということで並べております。まず、上の2つの価格変動リスク、流動性リスク、これについては言うまでもないところございまして、こうしたリスクに対して分散投資を図るとか、流動性の高いファンドに投資をするといったような軽減策が考えられるわけでございます。

次に3番目のヘッドラインリスク、これは不動産にかなり特有のものとするわけでございます。不動産というのは債券とか株式と違って構造物・有体物、形のあるものでございますので、時にそうした構造物によって人身事故が起きるといったようなリスクがあります。そうしたリスクの対応としましては、私どもが直接不動産の所有者ですという格好で名前を出しておりますと、いわゆるヘッドラインリスクということでマスコミ等に取り上げられるといった課題が出てくるところでございます。そうしたリスクの対応といたしまして、不動産の直接の持ち主はSPV（Special Purpose Vehicle(特定目的会社)を所有者

として、我々は間接的に権利を取得しているということが大事なのであろうと考えているものでございます。

4つ目に、不適切な取引が行われるリスクということをごさいますして、私どものような公的な大きな組織が、特に国内で不動産投資に取り組むということになりますと、いろいろな方からの口きき、紹介等があることが想定されるわけでございます。そういったリスクへの対応策としまして、投資案件の物件の経済価値についてはチェックをするわけでございますが、必要に応じてコンプライアンス委員会においても独立に審査を行うといった体制をとることで不適切な取引が行われるリスクを排除するといったことが考えられるわけでございます。

4ページ目にまいりまして、投資セクター、国ということをごさいます。不動産投資のやり方といたしまして、インカムを狙っていくのか、それとも多少なりともキャピタルを狙っていくのかといった戦略に大別されるわけでございます。キャピタル・ゲインを目的という戦略でまいりますと、課題があって安くなっている物件に投資をしていき、それを直していき、キャピタル・ゲインを狙っていこうといったものがあるわけでございますが、右側のグラフをご覧くださいますと、国内においては、水色のコア型がかなりの部分を占めているということをごさいますして、私どもの資産規模で不動産投資に取り組んでいくことを考えると、コア型のものが中心になってくるのかなと考えているところでございます。

それから、5ページ目にまいりまして、投資の環境、国ごとの環境ということをごさいます。5ページ目のグラフは、10月にもお示しをさせていただいたものでございますが、海外で見えてまいりますと、例えばニューヨークとか香港といったところにつきましては、イールド・スプレッド、不動産のインカム・リターンと、長期金利、国債の金利差がどんどん縮まっている。要は不動産の値段が上がっているというところをごさいますして、一方で、東京、シドニーといったところはまだこのスプレッドがあり、投資の妙味があるということをごさいますして、私どもとしては地の利を生かして、まずは国内不動産への投資に取り組んで、そこで知見を蓄えて海外に乗り出していくというのがよいのではないかと考えているものでございます。

6ページ目にまいりまして投資方法ということをごさいます。私ども法令の制約がある中で、フィージブルな投資方法としては、6ページ目の①から④まで掲げた手法が考えられるということをごさいます。

まず、①、②はREITということをごさいます。まず上場REITにつきましては、昨年3月に国内株式のマネジャー・ストラクチャーに伴いまして上場REITの運用を開始したところをごさいます。ただし、上場REIT、国内では市場規模としては9兆円程度ということで、私どもの投資実績は2百億円くらいということにとどまっているわけでございます。

また、私募REITということになってまいりますと、さらに規模が小さいということで、なかなか私どもが出て行くには少し小さなマーケットということになってまいるわけでございます。

ここで、6ページ目の下の円の図で、これも10月にお示しをした図でございますが、国内不動産の市場規模のイメージということでご覧をいただければと思いますが、まず国内の不動産市場全体の規模を金額表示いたしますと、25百兆円ということになってまいるわけでございます。ただし、こうした25百兆円の中には企業の本社のビルでございますとか、個人の住宅、はたまた公共施設といった、我々がアクセスしようとしてもできない市場が相当部分を占めているわけございまして、私どもがアクセスできる部分ということで申し上げますと、いわゆる収益不動産の市場、203兆円くらいが何とかアクセス可能なマーケットになってくるわけでございます。こうしたマーケットにアクセスをしよういたしますと、投資一任でございますとか、またOMERSとのインフラ共同投資で使った投資信託といったやり方が考えられるわけございまして、そういった手法について日々研究をしているところでございます。

最後に7ページ目でございますが、大手の国内外の投資家による大型不動産の投資の事例ということでございまして、上段が国内不動産、下段が海外の不動産ということで簡単に例示をさせていただいたものでございます。

私からの説明は以上でございます。

○米澤委員長 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どうぞ、菅家委員。

○菅家委員 リスクについて説明を聞いていまして、不適切な取引というと、私なんか世代がばれてしまいますけれども、グリーンピアなどがずっと頭をかすめてしまうのですね。確かにリスクを排除するような体制をきちんとやりますよというふうに書かれておりますけれども、やはりあのグリーンピア問題について、国民の不信感はまだ相当残っているというふうに思っておりますし、したがって、より慎重にこの問題については対応する必要があるだろうと思っております。

確かに理論的に整理をされるところということになるのかもしれませんが、GPIFの前の世代の話でありますけれども、ああいう問題について、特にあれは政治家の口ききというような問題も当然絡んできたわけでありまして、国民の信頼といった観点から、この問題については慎重に対応すべきというのが私の意見でございますし、さらに申し上げますと、こういう投資に関する知見という意味でも、まだまだGPIFに備わっているということではないと思いますので、そういうことも勘案して慎重に対応されることが必要なのだろうと思います。特にこの間、ガバナンスの議論がいろいろとされておりますし、政治の大きな関心事でもありますので、そういうガバナンス体制ができないうちに、こういうところにどんどん議論が行ってしまうということになりますと、国民のさまざまな不信を増幅するような話になりますので、そういった観点からも慎重に対応すべきというふうに思います。

以上です。

○米澤委員長 どうもありがとうございます。ほかに、武田委員、どうぞ。

○武田委員 御説明いただきましてありがとうございます。質問を2点させていただきたいと思います。

1つ目がコア型の不動産への投資を当面検討するというので、それ自体はそういう方向と思うのですけれども、最初の1枚目でお示しいただいたインカム・リターンは安定していますと説明されたグラフは、特に見出しとか注がないのですけれども、まず日本全体ということなのか、それとも主要都市のインカム・リターンをあらわしているのか。コア型を進めるとしても、データがコア型であれば、全体のものもしあるのであれば、御提示いただいたほうがわかりやすいと思いました。

●陣場運用部長 1ページ目の不動産証券化協会のグラフというのは、2ページ目の少し細かい字になりますが国内不動産ARES Property Index、これは証券化協会がつくっているインデックスでございまして、これは基本的にコア型の不動産を集めたインデックスでございまして、このインデックスの数字から、このインカムとキャピタルの割合を出したのがこの1ページ目の図になります。したがって、この図は基本的にコア型不動産のインカムとキャピタルの動きを示していると御理解をいただければと思います。

○武田委員 2点目が、御指摘いただいた分散投資効果についてです。リスク・リターンが載っていますが、これを拝見すると、リターンは債券や株式よりよく、リスクはむしろ低いという計算結果になっていますが、期間のとり方によって恐らく結果が変わってくるのだと思います。我々が基本ポートフォリオを検討したときの期間で当てはめてみると、コア型のインデックスの結果がどういうふうになるのか、ダブルチェックという観点で確認いただいたほうがよいと思いますし、それが1つの判断材料になると思います。

●陣場運用部長 その点につきましては、私ども何とか基本ポートフォリオの前提のときにつくったリスク・リターンの相関というベースで作ったかたのですけれども、不動産につきましては、日本のヒストリーが短く、10年が最長ということでございまして、基本ポートフォリオのフォワード・ルッキングな作り方とは角度が違うベースで、あくまで過去の一定期間のリスク・リターンを表示したというところで御容赦いただければということで作ったものでございます。

○武田委員 2ページの下にあるトータル・リターンと物価上昇率の関係は、日本は期間が1980年から2007年となっているので、恐らく数字が累積トータル・リターンですから、ここでとっているプロパティ・インデックスとは違うものだということは認識していますが、何らかの指標で補完的に確認するという、つまりデータは長期で見るものと最新のベストなものとの両方確認したほうがいいのではと思います。

数字の感覚ですが、これはデフレの結果として、つまり実質リターンで1.55%ということですね。

●陣場運用部長 そうですね。これは日本の場合、バブルの崩壊が入っておりますので、1980年からですので、そのへこみを勘案すると諸外国よりもこの期間だとちょっとへこん

でいますねと、そういう出方になってございます。

○武田委員 期間の違いで、違うのだと思いますけれども、要するに選ぶ際のリスク・リターンの基準。基本ポートフォリオのときも最初の出発点が重要だった、という気はいたします。

●陣場運用部長 引き続き検討いたします。

●水野理事 一般論ですけれども、不動産を基本ポートフォリオの観点からもう一回プレゼンをやり直すという試みがある意味しているのですが、オルタナに関してはデータセットの期間がうまく合わなかったりということが常にありまして、それがアセットクラスのリスクとも言えるし、超過収益は参加する方が少ないためにとれているという考え方もあるというところで、最終的にはどうやってリターンを出せるものを選ぶかというところになっていくのだと思うのですけれども、アセットクラス議論で数値を比べようとしたときに必ずこういう事態が起こり得るということは、ある意味オルタナに関してはPEとか出てきましても同じ状態になるということは御理解いただいて、我々もできる範囲内でデータを集めてお見せできるような形でとは思っているのですけれども、少し御評価いただくとすれば、今までであれば個別案件が、こういう案件どうですかと一点突破で出ていたところに対して、今回はある程度、基本ポートフォリオの中でどういう役割を果たすかという観点から議論をしていただこうということですので、そのあたりを評価いただいて、数字的にはなかなか思うような数字が出てこないということは、ご理解いただければと思います。

○武田委員 統計の限界があるのは非常によくわかりますので、必ずしもきれいに全部データセットがなければいけませんということではないと思いますが、下には比較的長期のデータも載っていますので、2期間くらい確認をしていただくことによって、期間をずらしてもリスク・リターンの関係で、ある程度組み入れることのメリットがあるということを確認したほうがよいのかと思います。ただ、水野CIOがおっしゃることは非常によく理解しています。

○米澤委員長 ARESのこの表を見ると、これでオプティマイズするとほとんど国内不動産を選んでくるというくらいいいですよ。これは不動産鑑定士が評価しているんですね、プライスに関しては。リターンはそのまま反映して、そんなに動いてない。ですからリスクがこんなに少なくなっています。ただ、普通の不動産価格は、外国もこれ以外余りとれる方法ないので、あとは計量的にスムージングの逆の加工をするわけですね。むしろボラをふやしていくというような格好にするか、あと不動産はファクターかなんかでつくってみて、そこでもって実際のリスク・リターンを模倣しようというような格好で、幾つか新しいのが出てきていますので、参考になるものはあると思いますので、まさに菅家委員が言ったように、注意深くやっていく。その結果、十分に検討に値するアセットであることは言えるのではないかと思います。極めて注意深くやっていくというのが重要なこととお思います。釈迦に説法ですけれども。

○堀江委員長代理 この前、調査されたプライス・ポートフォリオなんかは株式と債券の組み合わせで不動産も考えようということなので、わかりやすいのではないかと思います。

○米澤委員長 CPPIBとか、アンドリュー・アング教授のやり方はそういう方法でとっていますね。彼のテキストというのは、イーリクイッド・アセットで1章を設けて、そこでカルマンフィルターの逆みたいにするんです。スムージングの逆みたいにする。

というようなことでいろいろ、日本だけおかしいというわけではなくて、向こうもREIT以外はなかなかデータをとりにくいので、もっともらしいデータをとりにいきましょうということは努力されているみたいですね。

よろしいでしょうか。加えて慎重に新しいものをしていくというのは、どれでも慎重にやらなければいけないでしょうけれども、特にしたいと思います。

●水野理事 菅家委員の御指摘は十分承知しております。

○米澤委員長 本日予定しました議事を終了しましたので、これで終了にしたいと思えます。事務局のほうから連絡事項等をお願いしたいと思えます。

●青木審議役 委員限り6の不動産投資に関する考え方について(3)及び委員限り6添付の2つの参考資料につきましては、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。

次回、第91回運用委員会につきましては、平成27年3月10日の火曜日、10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。

以上でございます。

○米澤委員長 これで終わりにしたいと思います。どうも御苦労さまでした。