

第93回運用委員会議事録

1. 日 時:平成27年4月23日(木) 10:00~12:00

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) リスク管理状況等について

(2) その他

●青木審議役 それでは、ただいまより第93回運用委員会を開会いたします。

委員の出欠の状況でございますが、本日は全員御出席をいただいております。

御出席いただきました委員の皆様方が過半数を超えておりますので、会議は成立しておりますことを御報告申し上げます。

まず初めに、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 本日の議題

本日の議題は、委員限り1に審議事項、報告事項などの区分を明示して順に記載しておりますので、ごらんいただきたいと思っております。

委員限り2 年金積立金の管理及び運用に関する具体的な方針の一部改正について

委員限り3 国内不動産の運用機関公募に係る基本方針等について

委員限り4 物価連動国債購入の目途について

委員限り5 運用委員の取材等の対応方針(案)

委員限り6 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7 資産構成割合の変更に係る取組状況について

委員限り8 専門人材の確保に係る進捗状況について

委員限り9 リスク管理状況等の報告(平成27年2月)

なお、終わりにも申し上げますけれども、委員限り3、委員限り4、委員限り6、委員限り7及び委員限り8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 おはようございます。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す。

それでは、まず、国内不動産の運用機関公募に係る基本方針等について、委員限り2及び委員限り3を事務局のほう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。

●陣場運用部長 それでは、まず、委員限り2、年金積立金の管理及び運用に関する具体的な方針、いわゆる業務方針と呼ばれているものでございます。こちらの一部改正について、御報告をいたしたいと思えます。

委員限り3のほうでも説明をさせていただきますが、国内不動産について運用機関を公募してはどうかということをお諮りしたいと思っております。それに先駆けまして、オルタナティブ投資に係る規定の整備をいたしたいというのが、この委員限り2の趣旨となっております。

1 ページおめくりいただきまして、別紙をごらんいただければと思えます。こちらは業務方針の見出しを並べたものでございます。鳥瞰図としてごらんいただければと思えます。

これは先月、既に御報告させていただいたところでございますけれども、中期計画の変更に絡んで、オルタナティブ投資のごく基本的な取り扱いについては既に一部手を加えているところでございます。これが第2年金積立金の管理及び運用における資産構成並びに管理及び運用の手法に関する事項ということで、点線の吹き出しで記載してあるところについて、ごく基本的な手を加えているということでございます。今回手を入れますのは、オルタナティブ投資の実務的なお話に係るところ、例えば第3運用受託機関の管理に関する事項、運用受託機関に守っていただきたいこと。それから、第5運用受託機関の選定及び評価等に関する事項ということで、伝統的資産の運用機関の選定、総合評価をして、回収をしたり配分をしたりといった一連の規定でございますが、それをオルタナティブに適用するにはどうしたらいいかといった実務的なお話を少し整備したいと考えているところでございます。

1 ページ目にお戻りいただきまして、2. 主な改正事項ということで(1)から(3)まで整理をしてございます。主要な改正点となりますと、この3つに集約されるということでございます。

まずは(1)が運用ガイドラインを追加ということでございまして、オルタナティブ資産独自で運用受託機関に守っていただきたいことを規定しようという趣旨でございます。

(2)が日本版スチュワードシップ・コードに関する運用ガイドラインを移動ということで、スチュワードシップに係る規定というものが、これまで全ての資産に係るところに位置しておりましたものですから、今回この適用対象を明確にしようということで、国内株式のほうに引っ越しをするという趣旨でございます。

(3)が運用受託機関の見直し及び配分・回収等に関する規定を別途制定ということでございまして、オルタナティブ資産の低い流動性に鑑みまして、伝統的資産とは異なった配分・回収等に係る規定を別途定めようという趣旨のものでございます。

続きまして、新旧対照表が次のところに入っているかと思えます。こちらの1ページ目をごらんいただければと思います。ちょっと細かなお話となっておりますが、この1ページ目の旧の下線を引いているところをごらんいただければと思います。運用ガイドラインということで、運用目標数値、リスク管理指標といった記述がございます。伝統的資産でございますと、ベンチマークに対して運用機関としてはこれだけのアルファを目標とするのだといったお話でございますとか、あとはリスク管理の指標。一番重要なものとしては、ベンチマークからの乖離という意味でトラッキングエラーといった指標をガイドラインに書き込みまして、そうした目標をもとに厳格な数量的な管理を行っているというのが現状の伝統的資産における運用ガイドラインの形ということになってまいります。

しかしながら、オルタナティブ資産について、ガイドラインのたてつけというものを考えたときに、そうしたベンチマークに対して非常に厳格な数理的な管理ができるかということ、なかなかそういうこともフィージビリティが低いということもございまして、オルタナティブ資産の運用を開始することを見据えると、この辺の規定を若干幅広に書いておく必要があるだろうということございまして、新のところを下線部を記載してございますけれども、資産の特性に応じて、運用手法、運用目標及びリスク管理に関する事項並びにベンチマーク云々ということで、少し数値とか指標といった文言を外して、幅広に規定できるようなたてつけにしているということございまして。

次の改正点につきましては、この縦長の業務方針の本体のほうをごらんいただきながら見ていただくと理解がしやすいと思えますが、こちらで説明をさせていただきます。

まず、この本体の6ページ目をごらんいただければと思います。下のほうに網かけ、下線を引いている箇所がございます。こちらは、先ほど少し触れましたスチュワードシップ・コードに係る規定の引っ越しということでございまして、資産全体に係るところに記載しておいたものを、国内株式独自の項目であろうということで、新たにウ．として日本版スチュワードシップ・コードに係る規定を引っ越したと。この中身については一切変更はしていません。

続きまして、8ページ目をごらんいただければと思います。こちらは、運用ガイドラインのオルタナティブ資産の規定ということで、今回の改正点において一番大きな変更、新たに書き起こしたというものでございます。オルタナティブ資産について、伝統的資産とやはりいろいろ特性も異なりますので、オルタナティブ資産共通として運用機関に守っていただきたいことということで、ア．からエ．まで新たに記載を加えているものでございます。順を追って説明してまいりますと、ア．ということで、投資対象は、オルタナティブ資産への投資を目的とした有価証券ということで、まずは有価証券への投資という形をとってくださいということでございます。もう一点大事なお話が、括弧の中に記載をしておりますが、有限責任のものに限るということで定めております。ここで念頭に置いています有価証券と申しますのは、金融商品取引法上の有価証券というものを念頭に置いているわけですが、金商法上の有価証券は非常に幅の広い概念でございます。中に

は合名会社の社員権といったように、無限責任を負ってしまうようなものも含まれているということでございます。ただ、私ども、年金積立金の運用というものを考えた場合に、さすがにこの無限責任を負うものにまでなかなか投資もできないであろうということで、有限責任のものに限るという限定を置いたところでございます。

続きまして、イ. というところで、運用に当たっては、投資対象となる有価証券に適用される法制度、税制度及び会計制度並びに当該有価証券の適格性、収益性、調達資金の使途、情報開示の適正性等について十分な調査、分析を行うことと規定をしてございます。まず前半のほうでございますけれども、例えば、海外のオルタナティブ資産に投資をするということになりますと、契約関係等、それにまつわる税制、法制といったものをきちんと調べていただく必要があるということ。それから、並びに以下で記載をしておりますのは、いわゆる証券会社の引き受け基準で記載されているような内容を少しここにも記載させていただいたということでございます。これはどういうことかといいますと、通常の伝統的資産の株式とか債券ということでございますと、運用機関としては、証券会社からそういうものを買うことになるわけでございます。有価証券を売る証券会社としては、投資家に売る前に、引き受け審査の中でこういった有価証券の適格性等についてきちんと確認をした上で投資家に販売するということになっているわけでございます。一方、オルタナティブ資産のほうで考えますと、証券会社を通すケースが非常に限られている。むしろ、発行体と直接交渉してパートナーシップに入るケースが非常に多いということでございまして、この証券会社が行っているような引き受け審査の機能が中抜きになってしまうということがございますので、運用受託機関にそういった引き受け審査的な機能を果たしていただきたいという趣旨で記載をしているものでございます。

ウ. としまして、監査法人による外部監査を必須にしようということでございます。監査法人による外部監査が各会計期間について行われ、その報告書が完成の都度速やかに提供されること。既に監査報告書が完成している場合は、直近の監査報告書において適正意見またはそれに相当する意見が表明されているということで、当然のことではございますけれども、外部監査を受け、ちゃんと会計監査人から適正意見が出ていることを義務づけようということでございます。

エ. としまして、万が一そういった監査報告書が出なくなってしまう、または、そういった報告書において適正意見が表明されなくなってしまうという場合には、適切な措置を講じるということでございます。この適切な措置の中には、そういった証券を売却するといったことも含まれるということでございます。ただし、流動性の低いオルタナティブということで、売却によって非常に価値が下がるような場合には別の措置も考えてくださいということで、適切な措置という書きぶりにしているものでございます。

続きまして、16 ページ、(6) オルタナティブ資産の場合ということで記載をしております。このくだりは14 ページから始まってございまして、第5運用受託機関の選定及び評価等に関する事項ということで、運用受託機関を選ぶときの基準でございましてか選定方

法、マネジャー・ストラクチャーの見直し、そして、選定した後に評価をし、場合によってはこの一部回収・解約をするといった一連の規定がこの第5のくだりということになってまいります。

オルタナティブ資産において、こういった一連の内容を考えた場合に、選定においては、14ページの(1)の①、②といったお話、選定基準ということで、過去3年以内に著しく不適当な行為をしていないといった選定基準でございますとか、②の選定方法ということで、特別な事情がある場合を除き、公募をしようとする。そして、総合評価の結果とかを考えて運用機関を選定するといった中身について、これはオルタナティブ資産においても該当するだろうと考えております。

しかしながら、③以下のマネジャー・ストラクチャーの見直しでございますとか、総合評価の結果に基づいた一部回収といった措置については、オルタナティブ資産の流動性を考えた場合に必ずしもフィージブルとは言えないであろうということを想定いたしまして、16ページの(6)におきましては、(1)③及び(2)から(5)までの規定にかかわらず、オルタナティブ資産に関する運用受託機関の見直し、配分基準並びに解約の基準及び方法については、別に定めるところによるということで、別途よくよく考えて規定を定めることにしようということで整理をしたものでございます。

続きまして、19ページをごらんいただければと思います。これは最初のトラッキングエラー等のお話とも絡んでまいりますけれども、選定基準における総合評価ということで、超過収益率、トラッキングエラー等を見るということで、伝統的資産においてはそれでいいわけでございますが、このオルタナティブ資産において、果たしてトラッキングエラーというものが厳密に測定できて、評価できるかどうかということはよくよく考える必要があるということで、こちらも幅広に読めるようにということで、資産の特性に応じて、超過収益率、トラッキングエラーその他のということで記載を整理いたしましたものでございます。

20ページ、運用プロセスのところでも網かけ、下線を引いてございます。こちらでも似たような話でございますが、ベンチマークからの乖離度、これはまさにトラッキングエラーのことを申しているわけでございますが、これについても資産の特性に応じて、与えられたベンチマークからの乖離度の把握その他のということで記載を柔軟な書きぶりにしたということでございます。

続きまして、日本版スチュワードシップ・コードに係る取り組みということで、国内株式の運用機関にあってはということで、スチュワードシップ・コードのお話については国内株式の運用機関に限定しようという趣旨で記載を加えております。

最後に、20ページの一番下のくだりでございます。一部回収・解約基準及び配分基準における総合評価ということで、これは年1回の総合評価の定めを置いている規定でございます。伝統的資産でございますと、定性評価、定量評価、50・50ということで、定量評価の内容もインフォメーション・レシオ等々、かなり厳格な定量的な算式によって算出され

たもので評価をしているということですが、オルタナティブ資産については、少しこうした定量、定性の考え方についてもよくよく考える必要があるということで、上記にかかわらず、オルタナティブ資産については、別に定めるところによるということで整理をいたしたものでございます。

委員限り2については、以上でございます。

続きまして、一連のものということで、委員限り3もあわせて説明をさせていただきたいと思えます。

国内不動産投資の運用機関公募に係る基本方針等ということで、不動産の投資、オルタナティブ投資としての不動産投資につきましては既に3回御議論をさせていただいているところでございます。最後、今年の2月に議論したときに、この1.のところで少し記載をしてございますが、私どもの法令のもとでとり得る投資の手段ということで、大別すると上場REIT、私募REIT、投資信託、投資一任といったものがあるという整理をさせていただいたところでございます。REITについては、もう既に国内株式の一環として投資をしていますし、私募REITはなかなか規模も小さいですねということで、2月の議論では、投資信託か投資一任かということで引き続き検討を進めるというところでとどまっておったところでございます。

その後、私どものほうでいろいろ検討を重ねた結果、投資信託という形で不動産投資ができるという運用者、いわゆる契約型投信の投資信託の委託会社はなかなかいいところがないということがわかってまいりまして、それでは、国内年金等でも既に実績がある投資一任の不動産の運用会社を公募してみてもはどうだろうかということで、今回、提案をさせていただくものでございます。

次のページに参りまして、投資の基本方針ということで、公募をするということになりますと、一体どういう投資をするのだということを我々としても決めを打っていく必要がありますので、ここで投資の対象というものを整理したところでございます。いわゆる国内の不動産のコア型ということでございまして、これは前回の資料でもお示ししましたが、8ページをごらんいただければと思います。不動産投資戦略のイメージということで、大別すると4つぐらいの類型がありますねということで説明をさせていただいたところでございます。まず、いわゆるローリスク・ローリターン、安定的な収益を狙うものとしてコア型の不動産投資というものがあり、少しリスクをとっていくということでコア・プラス、バリュー・アド、オポチュニスティックということで、オポチュニスティックとなりますと、物件を安値で買い取って、その物件に手を入れて、価値を上げて、高く売り抜けるといったような戦略になってくるということです。私どもが狙っておりますのは、安定的な収益を狙う物件を長期的に持つコア型の戦略をまずは念頭に置こうということで考えているものでございます。

2ページ目に戻っていただきまして、コア型の物件でインカム・ゲインの獲得が目的であるということでございまして、投資対象としては、先ほどの業務方針のところとも重複

しますけれども、国内のコア型不動産への投資を目的とした有価証券であると。括弧して、有限責任のものに限るというふうに対象の決めを置きたいと考えてございます。

投資の対象物件ということになりますけれども、こちらもコア型ということになりますので、長期的に安定したテナント需要が見込まれる地域に立地し、長期的・安定的なキャッシュの創出能力を持つ収益物件ということになりまして、そうしますと、地域としても勢いこの東京圏、大阪圏、そして愛知圏といった格好で限定されてくる。

用途でございますけれども、こちらも一般的なオフィス、住宅、物流、商業施設及びホテルといったことになってくると考えてございます。

このあたりまで来ますと、昔のお話を記憶している向きから、グリーンピアみたいなことになりはしないかといった心配が寄せられるところでございます。※印のところでは少しグリーンピアというものを整理させていただきました。グリーンピアというのは、もともと年金積立金のメリットを被保険者、保険料を払っている方々に何とか還元すべきではないかといった議論がかつてございまして、そのためには保養施設がいいだろうということになったわけでございます。そして、そうした施設の用地取得、施設整備等の費用を国が負担し、オペレーション、運営については地方自治体等に委託をし、利用料を非常に低廉に抑えて、収益の獲得を目的とした不動産投資とは異なる福祉のための事業であったということでございます。

旧年金福祉事業団におきましては、旧大蔵省の資金運用部から資金の貸し付けを受けまして、最終的に 13 基地、13 道県にこういった施設、大規模保養基地というものを設けたところがございますが、民間でも類似の施設が出てきたということもございまして、平成 13 年に至りまして、閣議決定でもって撤退しようということになったわけでございます。その後、平成 17 年まで時間をかけて売却を進めてきました。私ども、平成 18 年度から独立行政法人として発足をしているわけでございますが、現 GPIF は年金積立金の管理運用に特化した組織ということでございまして、グリーンピアといった福祉の事業は、そもそも業務の対象外になっているというものでございます。そして、私どもがこれから乗り出していこうとしている不動産のコア型の投資というものは、安定的な収益が得られるものに限定をしております。また、この投資の判断も投資一任の運用会社をお願いすることになりますので、我々がこういった施設を直接持つことはないということもございまして、二重、三重に歯どめがかかっているものと整理をしているものでございます。

続きまして、3 ページ目でございます。オルタナティブ投資としての国内不動産というものを基本ポートフォリオ上どう位置づけるかという課題がございます。出発点としては、J-REIT との類推でまずは考えるのかなということもございまして、J-REIT につきましては、既に国内株式のアクティブ、これはスマートベータ型のアクティブでございまして、一部のパッシブファンドで既に投資をしているということもございまして、この J-REIT の中身を見ますと、多くのものはコア型の不動産に属するものでございまして、そういったことで考えますと、今回私どもが取り組むコア不動産への投資というものも J-REIT とパラレル

に国内株式として位置づけるのは自然ではないかと考えているものでございます。また、運用スタイルということで考えますと、これはパッシブということがあり得ないということになりますので、アクティブ運用ということで位置づけるものではないかと考えているところでございます。

続きまして、4ページ、公募の方針ということでございますが、伝統的資産とパラレルな格好での公募ということで現状考えているものでございます。国内のコア型不動産への投資を対象としまして、多様な運用プロダクトについても幅広く公募を行って、提案を受け付けて、その中からすぐれた運用受託機関を選定しようと考えてございます。

そして、この一運用機関当たりどのくらいの資金をお任せするのか、一体幾つ採用するのかといったことについては、具体的な提案を踏まえた上で決定をしたいと考えてございます。また、マネジャーに当たるベンチマークということについても、各社から提案を受け付けて検討したいと考えてございます。

(4) で選定の評価項目でございますが、伝統的資産とかなり重複する話になるかと考えてございまして、この投資方針とかプロセス、組織、コンプライアンス、事務処理体制、運用手続の評価といった項目については、伝統的資産と同じことになるのではないかと考えているものでございます。ただし、不動産ということで特殊な項目もあるのではないかとということで、この評価に当たっての着眼点としましては、そもそも優良な物件をどう発掘するのか。見つけたものの価値をどうはかるのか。そして、この不動産を持っている人たちと売買の取引条件はどのように交渉するのかといったような視点で評価をしてみたいと考えております。

続きまして、公募の概要でございます。公募の方法でございますが、こちらも伝統的資産と同様に、インターネット、ホームページ等で公表いたしまして、かつ、関係諸団体にも周知を図ろうと考えてございます。

公募要項の概要ということでございますが、こちらも伝統的資産とパラレルな話となつてまいりまして、例えば、応募資格ということを考えますと、金商法上必要な登録等がなされているといったようなこと。それから、②で直近の年金運用資産残高としては1,000億円以上あるということを求めたいと考えてございます。

最後、6ページ目でございますけれども、国内コア型不動産への実績が5年以上あるとか、再々委託は不可とする。そして、過去3年以内の不祥事がないといったようなことを求めてまいりたいと考えてございます。

一番最後に11ページ目をごらんいただければと思います。こちらは、仮に私どもが公募をしたときに、一体どういう運用機関が公募に応じてくるだろうかということのを少し想像してみたものでございます。年金資産の残高等々、そういった基準にはまって、かつ不動産の運用というものがあつた程度専門性が高いと思われる社が9社ぐらいあると考えております。この上位に属する社というのは、信託銀行を想定しております。それから、E社以下にはいろいろな投資顧問会社等々が入つてまいりと思つております。例えば、大手の不動

産会社の投資顧問会社といったものも出てくる可能性があると考えているところがございます。

委員限り3については、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。

改めまして、位置づけとしましては、最初に報告していただきました委員限り2は、報告事項になっております。それから、ただいまの委員限り3が審議事項。ただ、議決は必要ないレベルでの審議事項の位置づけになっております。あわせて、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。

どうぞ。

○堀江委員長代理 幾つか質問と、どういうことなのかなという疑問点があります。最初は委員限り3の3ページ目の基本ポートフォリオの位置づけです。株式に位置づけるというのは余りに変ではないかというのが一点です。そもそも不動産は債券的な性格と株式的な性格をあわせ持つものだというのが常識です。今回はJ-REITでもなく私募形式、ボラティリティーをリスクと考えるのもどうかなと思いますが、いずれにしても、不動産をどうやって位置づけるかというのは極めて重要なポイントで、これは一義的に株式というのは余りにおかしい。

海外の事例ですと、4資産に区分するのは同じですが、4資産のどれか一つだけに区分しなければいけないということではないと思います。そうすると、投資する不動産の案件ごとに、債券的な性格と株式的な性格をどのくらい持っているのかを踏まえて割り振るとというのが私は妥当なやり方かと思っています。株式と債券の割り振りにおいては当然、回帰分析等をやるのだと思います。コア型であれば債券が4で株式が6等々、そういった分析があつて初めてベンチマークとして、GPIFは不動産をこのように位置づけますというのが決められるのではないかと思います。株式に分類することは、私は絶対におかしいと思っているので、これをベースに公募をするのはいかがなものかというのが一点。

もう一点は、具体的な方針の中で、オルタナティブ資産はこれまでの流動性の高いものと違うので、別途定めるということになっていますが、この別途定めるということを行う前に、ここで議論しないまま公募するというのは、私は納得がいかないです。別途定めるとしたことを定めた上で公募を行うということでないで、どういった形のプロセスで選択がされるのかというのを我々はチェックできません。我々はどの運用機関を採用するかという点に関係ありませんが、どういうプロセスで採用するか、それをどのように位置づけるかというのは極めて重要なポイントです。そこがまだこの資料の中では十分に説明されていないと私は思います。従って、この段階で公募をするというのは私は反対です。

○米澤委員長 今のに関連していることですか。

○佐藤委員 今のに関連していることで、頭の中に浮かんだのはその2つ、堀江委員がおっしゃったことと全く同じで、疑問に答えていただければと思うのですが、3ページの参考のところには企業年金連合会、これが国内債券として分類しているという一方で、

しかも、2 ページの一番上の投資の基本方針というところで、コア型不動産への投資は安定的なインカム・ゲインの獲得を目的とすると書いてあるので、その2つを考えたときに、本当に国内株式という位置づけでいいのかどうか、その検証をもう少し説明していただけると大変説得的でありがたいということが1つです。

それから、これは全く堀江委員がおっしゃったことと同じなのですけれども、大方針がまだ決まる前に、不動産投資という個別の案件についてステップを踏み出すということはどう考えたらいいか、別に定めていない。大方針がないにもかかわらず、先に個別に走ってしまうことをどう考えたらいいか、その2つが頭の中で整理できていないので、それを御説明いただければ。

○米澤委員長 では、お願いします。

●陣場運用部長 まず位置づけから参りますと、これは非常に悩ましいところであると思っています。不動産を逆に債券に入れたときに何が起こるだろうかということ考えたときに、これは基本ポートをつくったときにも相関係数等をお示ししてつくっておりますが、国内債券というものは、他の内外株式及び外国債券と非常に相関が低い。分散投資効果が非常に高い資産だと理解をしております。そういったものとして位置づけているものの中に、確かにコア型で安定的な収益を目指すものではあるのですが、国内経済の影響を非常に受ける、かつ、キャピタル・ゲインで鑑定評価額、それなりに動くものを国内債券の中にどんどん入れた場合に、国内債券の分散投資効果としての属性というものが変質しはしないかということをし少し懸念いたしまして、であれば、コア型不動産の私募不動産についても J-REIT と同じように株式と整理をしておいたほうが、ポートフォリオ全体のリスクを考えた場合には適切なのではないかと考えたということがございます。

もう一点、堀江委員の言われたカナダの CPPIB 型の資産をスプリットして管理するということにつきましては、リスク管理の観点でいろいろ我々も検討を進めているところでございますが、実務的にかなりハードルが高い。我々のシステムにおいては、銘柄が最小単位ということで管理の基準になっているのですが、1つの銘柄が実はスプリットの割合があつて株式にも債券にも属するという話になりますと、我々の基盤システムも根底から大修正が必要になるということですので、現状のシステムの構成のもとではなかなか実現が難しいかなと考えているところでございます。

あと、公募の投資の方針、業務方針に係るお話でございますが、採用してからの話というのは、よくよく実際に不動産運用の実態等を踏まえながら考えなければいけないと考えてございます。しかしながら、選定のプロセスという面においては、我々はプロセスで伝統的資産とほぼ同じような基準でもって、1次、2次、3次ということで段階を追って運用委員会にもお諮りをしながらということ考えておりますので、この選定の仕方については、今までの伝統的資産と変わらぬ手順で運用委員会にも図りながらやるということで、まず御理解をいただければと思います。

今回、業務方針の中で別に定めるというふうに置いていますが、採用した後に年間の毎

年の総合評価をどうするとか、総合評価が悪かったときに、伝統的資産であれば思い切って解約をしたり、一部解除したりといったような規定になっているわけでございすけれども、オルタナティブ資産においてそんなことができるのか。解約ということになると、かなり価格の低下というものを覚悟して売らなければいけないといったようなことが本当にフィージブルなものなのか。実際の運用を採用してみて、その実態を踏まえてよくよく考えたいということで、別に定めるという整理をとりあえずさせていただいているものでございまして、選定の過程においては、繰り返しになりますけれども、従来の伝統的資産と全くパラレルにお考えいただければと考えているものでございます。

○堀江委員長代理 どれも全く納得のいかない説明だと思えます。

○米澤委員長 それでは、水野理事。

●水野理事 一部どうしても陣場の繰り返しになるかもしれませんが、まず、具体的な方針に関しましては、そもそもこれは報告事項でありまして、割と手続的なものを定めたものなのですが、オルタナティブということの一つのくりになっているのですけれども、実際の中には今後、インフラであったりプライベート・エクイティ、リアルエステートが入ってくる。それぞれの特性に応じてルールを決めていかないと、実質的にはこれはかなり具体的なマニュアルなので、そこはワークしないということで、今回別に定めるとして、今回のプロセスの中では投資一任の提案をしてくる相手からも、そのあたりの提案というか、彼らの考え方を受けたと思っています。

先ほどの陣場の説明でわかりやすく言うと、流動性がない、先ほどのものではどちらかというプライベート・エクイティなどを想定しているのですけれども、プライベートな会社に投資をしていて、その会社の会計監査が出なくなったと。そのときに、上場株式であれば普通に売ってしまっておしまいなのですけれども、プライベートな会社なので、価格動向以前の問題として誰が買ってくれるのかという話があるわけです。その際には、監査人を入れかえる等の対応をすることもあり得ますし、いろいろな対応の仕方が考えられるということで、我々もちょっと頭を悩ましたのですが、今の段階で全てに通用するような事務的なルールを入れるのが難しいということで、とりあえず別途定めるといことにして、今後出てくるたびに細かく決めていこうという意味合いにおいて別途定めるといことになっているので、佐藤委員がおっしゃったような、我々の不動産の取り組み方のロードマップというか、ブループリントということがここで議論になって、後に置いているのではなく、実務的な手続についてももう少し具体的な話が出るたびに細かく規定しましょうというのがまず一つのポイントであります。

そのときにはまた変えることになりますので、当然報告事項になるということなのですが、もう一つのベンチマークのことについて、堀江委員のおっしゃっているのはまさにそのとおりで、我々も本当はそのようにしたいわけではありますが、御想像のとおりで、私たちの今の力からいいますと、カナダのCPPIBがやっているようなトータル・ポートフォリオ・マネジメント的なアプローチで個別の案件ごとにリスクを資産クラスに分類して

やってくというだけの力は正直まだございません。そう考えたときに、簡便法として、例えばリグレーションを使って50・50、60・40でやるとかはあり得るのですけれども、それに正直どれだけの確信を持って分けられるかという、そこまではっていないというのが正直なところであります。

そうすると、実はカナダも悩んでいまして、今、CPPIBはもっとシンプルなモデルにするべきではないかという議論が内部では行われているのですけれども、この辺は何が正解かということよりも、とりあえず今我々のできる範囲でどうやってリスクをコントロールしていくかということと、パフォーマンスを図っていくかということがポイントだと思います。将来的には不動産というアセットクラスができればもっとシンプルになるわけなのですが、今回の基本ポートフォリオ上はこの4資産のどれかに代替せざるを得ないのです。そうしますと、そのうちのどれかをピックアップするか、あるいは堀江委員のおっしゃったとおりに分けるかなのですけれども、分けますと、5割なのか、4割なのか、3割なのかということにかなり理論的な裏づけを必要とされまして、我々はそこまでの準備ができていない。その準備ができていないならばやるなというのも一つの御意見ではあると思うのですけれども、いいものであれば、とりあえず今のルールに従って、4資産のどれかに、一番近似であるものに入れるというのが一つの方法かなと。

そういう意味では、このグラフを見ると、多分、堀江委員などがごらんになりますと、だったら国内債券だろうと。先ほど佐藤委員もおっしゃったように、企業年金連合会は国内債券でやっていますので、なぜ我々は株式なのだという話なのですが、これは先ほど陣場も説明させていただきましたけれども、正直言って、株式に入れたらいきなりベンチマークを下回る可能性が結構あるわけなのです。コアの不動産ですのでそんなに高い2桁の利回りなんか出ませんので、そのリスクが我々マネジャーとしては、すぐにアンダーパフォーマンスの批判にさらされるというリスクがあるのですけれども、一方で、ポートフォリオをコンサーバティブに見ている方からしたときに、債券の代替で不動産が入るときに、不動産のほうが危ないのではないかと思われる方もいるだろうという観点で、株式との入れかえであれば、ポートフォリオ全体のリスク量が上がっているとは感じないのではないかという思いも正直ございます。

単純にリスク・リターンを見れば、このグラフを見ても、普通、債券寄りだということにはなるとは思うのですが、そのあたりは全体のリスク量という観点から気になさる方もいらっしゃるのではないかということも付度して、あとはJ-REITと中身がある程度似ていますので、そこで債券というときに、その違和感を覚える方もいるだろうと。いろいろと判断した結果、とりあえず提案としては、国内株式として御提案させていただいているのですけれども、もちろん、運用委員の方々が、やはり国内債券のほうが近いだろうということであれば、それは我々のほうでそれに従って検討するということだと思います。

○米澤委員長 では、菅家委員。

○菅家委員 オルタナティブについては既に決めていることがあるわけでありまして、上

限が5%だということと、位置づけについては伝統的資産のどれかに位置づけるということを決めているわけです。どれに位置づけるかは議論して決めればよいと思うのですけれども、そこは既に決まり事としてあるのだろうと確認をしたいというのが1点目です。

ついでに、続けていいですか。グリーンピアについてです。

○米澤委員長 ちょっと待ってください。今の幾つか解決しなくてはいけない問題があるので、グリーンピアは後でしましょう。

まず、2つに分けるとするのは完全に無理ですか。

●水野理事 例えば1つ案件が具体的に出てきたときに、これは6割、4割ですといったときに、今回考えているのは、とりあえずコアの不動産については債券なり株式などで決めてしまえば、当面はそれでいけるのですけれども、例えば6割、4割とかに分けるということになると、これは実はまた多分、皆様に個別の案件で、これは3割にしましょうか、4割にしましょうかとやらなければいけないということもちょっと考えなければいけないかと思っています。

○堀江委員長代理 それは違うと思います。陣場さんが言ったのもちょっと違います。個別案件ごとに割合を決めろと言っているのではなく、不動産の位置づけを明確にすべきとお願いしています。不動産を入れるということは、政策ポートフォリオよりも高いリターンを上げ、なおかつリスクを下げるというのがそもそもオルタナティブの目的です。そうすると、これを入れたことによって政策ポートフォリオに対するリターンが劣後するというのは、やはり避けなければいけないことです。何のためにオルタナティブを入れたのだとなりますから。そうすると、株式に入れるというのは、明らかに長期投資ですから99%リターンが劣後するわけです。そうすると、そういう投資が本当に国民目線からいって何で入れるのですかということになりませんか。

●水野理事 まず最初に、スプリットすべきかどうかという議論と、今の株式に入れるかを分けてやっていただければなと思っています。

○堀江委員長代理 ただ、スプリットするのはあくまでベンチマークの議論であって、国民に対して、これはどういうものを基準として不動産に投資しているのかが明確にわかるようなものでなければいけないと思うのです。それが株式代替なのか、債券代替なのか、私は両方とも納得がいかないわけです。なぜなら不動産は両方の性格を持っているわけです。であれば、組み合わせたものに対するものとして我々は考え、それを政策ポートフォリオに対してアウトパフォームすることを例えば考えているのですという点が明確にならないと、何のために投資しているのかということになります。この点は極めて重要なことです。

●水野理事 カナダなどだと個別案件レベルでやってしまうので。

○堀江委員長代理 でも、今回これはコアの不動産です。コアということで、かなりリスクプロファイルについては限定されています。しかも、国内ということで、多様な不動産について議論しているわけではありません。コア型のもので議論しているわけで、もう少

し明確に定義できると思います。それを個別案件ごとでやれとか、そんなことまでは言っていない。

●水野理事 アセットクラスレベルでやれるかという話なのですが、その議論の前に、まずテクニカルにできるか、我々のノウハウがあるかということ以前に、私は菅家委員の言われたポイントが気になっていまして、私も運用委員にいたときには、オルタナティブはどれかに位置づけるという認識で実はいたものですから、そういう意味では、窮屈ではありますけれども、どこかにやるというのがあのときの基本ポートフォリオのときのルールだったのかなと。

一方で、内部のリスク管理としては、できるだけ早急にそういうリスクを分離してウェーティングするほうに進めていくというのは当たり前の話なのですが、いわゆる基本ポートフォリオの説明としては一資産という話だったのではないかと私は実は思っていたのです。まずその整理をしていただければありがたいかなと。

○米澤委員長 確かにそこはどこかに入れると言いましたけれども、あれと関連で、例えばグローバル・マンドートみたいなもののアクティブは、それぞれ国内株式とか外国株式にスプリットして入れて管理することもこれからやりますので、いろいろなものも受けられますよという話は同時に聞いているのです。

●水野理事 あの話は、ミックスアセットではなくて株式のグローバル・マンドートとかの話ですね。あれは割とすぐ分けられるのです。どういう割合かではばっと分けるだけなので、それはある意味、実際の運用ガイドラインのところで決まってしまうので、ある程度分けられると思うのですが、これは一つの投資のオポチュニティーをそのファクターによって分けようという話なので、難しさは違うかと思います。

○米澤委員長 私は、システムのことを言われると、頑張っやれと言うほどの知識はないのですけれどもね。

●水野理事 システムではなくて、まずコンセプトとしてちょっと難しいなと思っているのです。例えば、どうしてもそのように分けるべきだということであれば、我々が今できる範囲の中でやってみることはやぶさかではありませんし、ちょっとシステムの話は置いておいて、まずリスク管理とか基本ポートフォリオのメンテナンスという意味合いにおいてやることは不可能だとは思いませんが、どれほどそれに説得力があるかということと、将来一般の保険者の方に出すときに、不動産をやりましたとあって、それに7・3でこのように株式が分かれていますという説明をするほうが正直難しい、ハードルが高いかなと個人的には思っています。

○米澤委員長 ちょっと話を変えて、どちらかに入れるしかしようがないとなって、例えば債券に入れるならば、堀江委員から見るとセカンドベストで、これはしようがないなということで納得感はありますか。

○堀江委員長代理 スプリットしないのであればですか。

○米澤委員長 はい。

○堀江委員長代理 それは債券のほうが、これはコア型ですからね。コア型という前提であれば、どちらに近いかわければ、株式ではなくて債券のほうに近いかとは思いますが。

○米澤委員長 それであればしようがないなという感じで、納得感は。

○堀江委員長代理 これは本当にスプリットできないのですか。

○清水委員 個別でできないとおっしゃいますが、そんなに年中この案件が起きるわけではないですね。今後どうなるのかわからないですけれども、少なくともそんなに数が多いのであれば、やはり個別に丁寧にスプリットしていただくほうが、私は納得感が高いとは思いますが。

○堀江委員長代理 あと、リスク管理が私は前提になっていると思うのです。オルタナティブ投資はちゃんと整った上でやるというのが前提になっていたと思うので、それがまだシステム等の理由でできませんというのだったら、それは私はやるべきではないと思います。それが条件だったはずですが。

●水野理事 リスク管理は、システムの話はシステムの話で、別にエクセル管理だって私はいいと思うのです。所詮、基本ポートフォリオ上どう説明するかという話しかしていませんので。ただ、基本ポートフォリオ上どう説明するかといったときに、今、清水委員と堀江委員のおっしゃったことは若干違う話で、確かに個別の件数が少ないので、それを一件一件見てみますという方法もあり得ます。ただ、投資一任である以上、信託銀行等々に任せますので、彼らが持ってきた案件をその段階でもう一回評価して分けるかという、テクニカルにはそういう話があります。

堀江委員がおっしゃったのは、アセットクラスとしてコア型の不動産というものを最初から分けることはできないかと。その中の個別の案件についてまでは言わないということだと思えるのですけれども、それに関しては、我々として今あるアベイラブルなデータでそこら辺の分析をして、皆様がそれで納得していただけるのであれば可能だと思えるのですが、釈迦に説法ですけれども、日本の不動産の投資としてのデータというのは極めて限定的で、どこまで皆さんに納得感のある数字を出せるかというのは、正直心配はあります。

あとは、そこは運用委員会の方で決めていただきたいのですけれども、被保険者の方々への説明として、ここで分けてやっていますということのほうが説得力があるのであろうかということは決めていただく必要があると思うのです。

○米澤委員長 理事長、どうぞ。

●三谷理事長 スプリットしてという話は、CPPIB の話は私も実際に聞いたことはあるのですけれども、彼らだって、これが 25 対 75 であるか、30 対 70 であるとか、40 対 60 だとか、そこは別に定見を持っているわけではないのです。ですから、彼らの分類としては、債券が幾ら、株式が幾らという、彼らの基本ポートはそれしかなくて、そのうち株式のほうからどれくらいリスクを持ってきて、債券のリスクを持ってきますと。ただ、それを基本ポートフォリオの内訳として出しているわけではなくて、彼らは個別の資産については個別の資産として、株式であるなり、不動産であるなり、インフラなりという公表の仕

方をしているのです。ただ、我々の場合にはそういうわけにはいかない。基本ポートフォリオ上のウェイトを出すというときに、何でこれが 25 なのだ、これが 30 なのだということは、私はとても対外的に説明し切れなと思います。

したがって、どちらか片方に 100%と入れざるを得ないと考えていまして、そのときに確かにコア型であれば債券に近いだろうと、それはそのように実際に企業年金連合会ではそうしているわけですから。ただ、我々として気にするのは、不動産をしたときに、これでリスクが上がったのではないかと、こんなリスクの高いものをなぜ債券の代替としてやるのだと言われたときに、やや説明に窮する部分があるということと、もう一つは、これは結果論で既にやっているということで申しわけないのだけれども、J-REIT とどう違うのですかと。J-REIT だってコア型のものが大半ですね。我々の対象にするものに比べれば、もうちょっと地方の物件もありますけれども、基本的には彼らもコア型でやっているわけです。では、なぜ J-REIT が株式で国内不動産は債券なのだと言われてみれば、私はこれは一般の人に説明し切れなと思うのです。

我々は既に J-REIT で不動産に多少進出しているというのが世の中で言うコンセプトですから、それを広げたときに、今度は株式から一挙に債券のほうに行ってしまうということはとても対外的には私は説明し切れなと思います。ですから、ちょっとここはずるい話ではあるのですけれども、株式だって未来永劫今のようなテンポで上がるわけではないし、コア型不動産を入れたら株式のアセットクラス全体としてのリターンが目に見えて落ちるかという、長期で見れば金額的にもそんなに大きな違いは出てこないと思います。○米澤委員長 よく状況は理解しました。ただ、パフォーマンスを評価するときに、そのベンチマークはこちらでやるのか、ウエイテッド・アベレージでやるのかでかなり違ってくるわけですね。そこはやはり先ほど言った株式に入れると負けるとか、債券に入れると勝つとかいうところは余りうまくないのかなという感じがしますね。

今の J-REIT に入れているとか入れていないとかの話なのですけれども、3 ページのグラフがあるのですが、もう一本ぐらい回帰分析か何かで、どちらかに入れたときにはやはりこちらのほうが統計的に納得感があるよということをお示しできないでしょうか。今、定性的にはいろいろ説明を受けて納得した感じもするのですけれども、もしかしたら 2 つで回帰したときにも、ほとんど株式のウェイトが高かったよということになるかもしれませんので、そこのところを見せていただくといいかなと私は思うのです。

もっと言うと、あえてほかのところは債券に入れているのを、こちらは株式に入れるというのは、何かそれなりの相当の理由がないとなかなか説明できなくて、やはりトータルリスクを落としたいのですよというのは、本来最初に決めた基本ポートフォリオの話とそんなに整合的な話でもないのかなという感じがしますので、1 本か 2 本、回帰分析してというのはいかがでしょうか。回帰分析ではなくてもいいのですけれども、ちょっと統計的にですね。

●水野理事 厄介なのは、まさに今、理事長が申し上げた J-REIT との比較感で議論される

とつらいというところがあって、割と J-REIT がこれを見ると株式的な動きをずっとしているので、ここが中身は一緒なのに何が違うのだと。実際問題は、プライベート・エクイティとパブリック・エクイティの相関がかなり違うのは、毎日時価評価されているか、4 月に 1 回かというだけでも相当実はリスク・リターンのプロファイルは変わってくるので、いわゆる私募の不動産であれば、毎日マーケットにさらされていないというだけでもある意味リスクはそもそも違うということなのだろうと思います。

ただ、前回、J-REIT を入れているときに株式で入れているということもあり、そこでの整合性をひとつ気にしたということなのですが、直感的には回帰分析をやったら債券のほうに近い数字が出ると思うのです。

●陣場運用部長 8 ページの相関の表を見ていただければと思います。国内不動産の列をごらんいただければと思うのですが、これがリターンの相関という意味で、こういう関係にあると。

○米澤委員長 国内債券とマイナスということ。

●陣場運用部長 そうです。ちょっと弱いマイナス。

○堀江委員長代理 これは 2004 年からですから、極めて短いです。10 年しかない。

●水野理事 それも一つ、実は我々もやったのですけれども、日本の不動産の場合、バブル前以降あたりからの動きが余りにも極端で、どのようにとるかによってこの辺もかなり大きく違ってしまいます。もともと債券の代替になるようなものだからやっていますというのが例えば企業年金連合会などの考え方であって、こういう案件をやると決めた後に分析して、どれに近いかとやると、逆にかなり迷うところになるということなのだろうと思います。

○米澤委員長 私はこれは株式だな。

●水野理事 これを見るとですね。

○堀江委員長代理 これだけ見たらでしょう。

●水野理事 ただ、今後、長期的に日本のコアの不動産がこの利回り相関だとしたら、それは日本のコアの不動産は、それはそれで宜しくないのではないかという気はします。ずっと株式と同じような相関の国内のコア不動産というのは、日本の不動産マーケットそのものに対する不安が出てきてしまう話になるのです。

○堀江委員長代理 あと、実際にそれをどちらかに分けたとして、マネジャーのベンチマークは別途定めるわけですね。マネジャーのベンチマークは当然、不動産特有のベンチマークになるわけですね。それとの差は GPIF がオウンリスクとしてとるという前提ですか。

●三谷理事長 そういうことです。

○堀江委員長代理 そこは甘んじて受けるということですか。株式に分類するということは、その差は長期で劣後しますけれども、それは GPIF として劣後するリターンを、例えばリスクを低減するためにやったので、トータルとしてこうなので、いいですよという整理ですか。

- 三谷理事長 ほかのところであるから頑張ってもらおうということでしょうね。
- 清水委員 ちなみに海外不動産に投資をした場合にも、それは海外株式に入れるということでしょうか。
- 三谷理事長 基本的にそう考えています。そもそも既存4資産に割り当てるということ自体が極めて不自然な話ではあるのですけれども、一応そういうことで決まってしまったものですから、これはしようがないのです。
- 水野理事 海外の株式に不動産は、ちょっと。
- 三谷理事長 もちろん検討はするのでしょうかけれども、今言った論理からすればですね。
- 清水委員 でも、今ここでそれを決めたら、当然そうなるのですね。
- 水野理事 海外のコアな不動産は、もう少し債券に近い数字が出ると思いますが。
- 清水委員 そうですね。たとえば資料の8ページを見ると、海外不動産との相関は海外債券が0.8で、海外株式が0.6ということなので、債券の方が相関は高いです。ここで国内不動産を国内株式と決めてしまってから、その後に海外不動産を始めたときにまたどうするのかというところで問題になりませんか。
- 三谷理事長 今の論理からいけば、よほどの事情がない限りは海外株式に私は入れるべきだと思っています。
- 水野理事 そこはちょっと私は反対なのですけれども。海外不動産はもうちょっと違う数字が出るのではないかと思うのです。
- 米澤委員長 ただ、やはりどこか一つのところに入れたいというのは、事務局としてはそういう考え方ですね。
- 水野理事 事務局としてはどうか、運用委員の方々が、これは半々でやるようにと言われるのであれば、それは我々はそのようにやることは。システム的な手続はちょっと検討して、後でそれで無理だったら無理ですというお答えになるわけですがけれども、その方向で準備しろということ運用委員会の総意でおっしゃるのであれば、我々はそれは検討せざるを得ないことだと思います。基本的には、先ほど申し上げましたけれども、どれかの資産にやるということで、窮屈だけれども、その運営で今回の基本ポートフォリオ上はしようがないと考えていましたので、分けてやりましょうということであれば、一般への説明も含めて運用委員会の方々にも一緒に考えていただかなければいけないことだと思います。
- 米澤委員長 どうも今お話を伺っていると、きょうすぐ事務局案でわかりましたというのはちょっときついなという感じがしているので、もう一回機会をいただいて、やはり1つしかできませんでしたと。2つ考えたのだけれども、結果として計測結果は1つで十分ですよということも含めて次回御提案していただくということはスケジュール的に可能ですか。
- 水野理事 とりあえず、今回、今問題になったのは、あちらのほうはよろしいでしょうか。こちらに関しては、先ほどの説明で。

○堀江委員長代理 別途定めるのはいいのですけれども、その定める内容について、不動産のコアについてはこういうことを定めますというのは出していただかないと納得感がありません。

●水野理事 一緒に報告しろという話ですね。

○米澤委員長 それを含めて、それも1カ月で何とか。

基本方針はインフラのとき、OMERSのときに変える必要はなかったのですか。

●水野理事 公募をする中で、やはりそのあたりの具体的な方針に入るようなことは結構見えてくるので、最初に具体的な方針を事前に決めて出せと言われると、実は正直に申し上げると、公募した機関からもいろいろな提案を受けてやろうと思っているところもありますので。

○米澤委員長 わかりました。

○堀江委員長代理 でも、別に公募する前にヒアリングとかをされているわけだから、そこで十分情報をとれますね。公募を明確にしなくても、情報収集の一環でそういうことは当然やる話でしょう。

○米澤委員長 ただ、そうすぐにとというのは。

●水野理事 一応報告事項であるので、ある程度は裁量いただきたいと思うわけですが、できる限りもう少し詰めて御報告するようにできると思います。

○米澤委員長 ちょっと整理しますと、委員限り2のほうは、我々の希望としてそういうことを述べさせていただいたので、なるべく早く準備していただけると、こちらも議論をやりやすいなということで整理させていただきます。

○佐藤委員 堀江委員がおっしゃったもう一つの論点で、本当に公募にこの段階でステップとして進むということが適当であるのかどうか。これだけいろいろと頭の中が整理されていない論点もあるし、やはり公募というステップに進むと、世の中に相当リアクションがあって、世の中のパーセプションとしては相当準備して、本格的にフルグローンでGPIFは国内不動産投資、コア不動産投資に入ってくるのだなというパーセプションで見られると思うのです。そういうときに本当に大丈夫なのかどうか。

一つの方法として、フルグローンでいきなりやるのではなくて、テストケースで、やはりやってみないと、タップしてみないとわからないマーケットで、そこで自分たちの知見を蓄積するという面も相当あるのだらうと思いますから、もう少しローキーで、ステップ・バイ・ステップで、OMERSでやっているみたいに一つずつやっていけばいいのではないかなど。

もし9つ全部適切な委託金融機関であるということで、一斉に走り出すとしたら、そこは管理のキャパシティを超えることになりはしないかという懸念もありますので、少し慎重にやったほうがいいのではないかという感じがしますけれども、どうでしょうか。

○米澤委員長 かなり根底からの御意見なのですが、今あえてこのタイミングで出された正当性みたいなものはありますか。今急ぐ必要があるとかということに関して。

●水野理事 具体的には、我々が不動産に参入するという事そのものは基本ポートフォリオで出ておりますので、どういう形に進めていかなと多分マーケットは待っているところで、その範囲の中において、我々のところにもいろいろな提案が来ている。プライベート・エクイティもそうですけれども、こういうオルタナティブの場合、上場株式と違って自分たちが買いたいと思えばあした買えるというものではなくて、極めてそのあたりはオポチュニスティックなものでありますので、そういう意味では、実際に買う、買わないは別として、ある程度器の準備は進めたいという気持ちが我々にはあって、これは日程が出ていませんけれども、御想像のとおり、我々が公募でこれをかけることになれば、1週間、2週間の話ではなく、月単位の話になってきます。そういう意味では、少し早目に準備を進めていく必要があるのではないかと我々は感じているというのが本音のところではあります。ですから、できるだけ早く準備をしたいという気持ちのあらわれだと思っただけだと思います。

ブループリントを描く等のことに関しても、すごく悩ましいところです。最初にこのようにやりますというのをつくって一斉に出す方法もありますし、まず小さくやってみて、それで描いていくというやり方。どちらがいいかはわからないと思うのですが、我々としては、国内不動産の投資に関しては、いわゆる方向性としては運用委員会の方に何度かおかけして、ある程度御納得はいただいているかなという前提の上で、今回、公募を始めるということと、基本ポートフォリオの位置づけの御相談に上がっているのです。そもそもそのあたりの進め方、もっと絵を描いて持ってこいということがあるのであれば、我々も急いでそれをやらなければいけないということになるのだらうと思います。ただ、これは一任の運用機関を公募しているだけです。これそのものがすぐにどこのビルを明日買う、明後日買うという話と直結はしていないと思っただくべきだらうと思います。

○菅家委員 ちょっと関連するかもしれないので申し上げますけれども、要するに、この不動産投資でどのくらいの規模を投資するかということも何も書いていないし、何も議論していないわけですね。企業年金連合会の場合だと2%というコア型不動産の投資のウェートを決めているわけですね。つまり、GPIFはその辺の方向感は今一切持っていないわけですし、なおかつ、もっと言えば、オルタナティブの中でもどの資産をどのようにするかということについても全然議論していないわけですね。そういう意味では、今回の提案は、それらのことを含めて知見がないということなんでしょうか。要するに、この国内不動産投資に対する知見がないので、知見を蓄える過程としてこの公募をかけたいのだと理解すればいいのでしょうか。

●三谷理事長 いずれにしても、そんなに一挙に1兆、2兆などとやるつもりは全くなくて、最初はちょっとした半分勉強も含めてやっていこうということです。そんなに一遍に1%、2%配分するということは考えていませんし、恐らく先ほど佐藤委員がおっしゃったように、9つみんなよければ9つ全部やるのかと、そこまで手を広げるつもりもありませんし、せいぜい1つか2つぐらいで、いろいろこちらにも経験をさせてもらう。このよう

な全く机上の空論だけでやっけていてもしょうがないですし、一生懸命勉強すればそれで済むのかというと、実務にある程度踏み出して、そこで経験を積まないとわからないことも当然あり得る話です。しかも、言ってみれば、不動産の場合はなかなかいいパートナーもいないのですね。

○米澤委員長 どうぞ。

●水野理事 菅家委員のお話で、アロケーションをもともと決めるというアプローチをとっている企業年金連合会の2%みたいなものもあります。ただ、私どもの場合、基本ポートフォリオは5%までということになっているので、事前に何%を目指しましょうというアプローチよりは、我々の能力の蓄積と、マーケットのオポチュニティーに合わせて徐々に積み上げていって、ただ、結果として5%は超えませんということが一番現実的なアプローチであろうとは思っています。特に不動産に関しては極めて個別性が高いので、逆に最初にパーセンテージを決めるよりは、いいものだけを選んでいくという形での進め方のほうが安心感があるのではないかと思います。

○米澤委員長 きょう段階で大体議論は出尽くしたような感じがしますので、ほかの議論もしなくてはいけないので、こういう格好でさせていただくといいかと思います。ちょっと整理させていただきますと、最初の委員限り2は、確かにこれは報告事項でございますので、その扱いで我々も受けていますが、別に定めるところによるということに関しては、可能な限り早く定めていただきたいということを我々のほうから申し出ることにはしたいと思います。

委員限り3に関しましては、きょう、はい、そうですということで決めさせていただきたくない。まだそういう状況にないと思いますので、一つは、スプリットすることも視野に入れて、もう一カ月、次回にいろいろやって、やはり株式に入れさせてくださいということも含めて、やはり債券にしましたといろいろ可能性はあるかと思っておりますので、そのところの材料をもう一度整理して出していただけないかと思うのですが、いかがでしょうか。

●水野理事 スプリットするのもありだということで考えたほうがいいのかということですか。

○米澤委員長 もうちょっと幅広にやって、いろいろ諸般のことを考えて、それが一つしかだめだということをお我々も納得させていただければ、少し聞く耳も持つかということなのです。最初からスプリットはあり得ないかと言われると、基本ポートフォリオのレベルだったらできますねという話も、そのような感じもしますので、そのところをもう一度次回提案していただいて、なるべく次回に決めたいと思います。

○菅家委員 それはつまり、オルタナの位置づけについても一度改めて位置づけ直すこともあり得るという理解でいいですか。一応これまでは4資産のどこかに位置づけるということで決めてきているわけだから、オルタナ全体の位置づけとして、その考えを見直すこともあり得ると。

○米澤委員長 位置づけるというのは、一つずつ位置づけるという内容でしょう。

●水野理事 私は実はそこは菅家委員と同じ記憶だったので、どれかに位置づけるということにとりあえず今回の基本ポートフォリオは決まったものと認識しておったのですが、そこをはっきりさせていただくと。

○米澤委員長 確かにそれはそうですね。それはちょっと、なかなか直すのは。

○菅家委員 そのようにポートフォリオ上は管理すると決めているわけですね。

●水野理事 どちらがいいかという、堀江委員のおっしゃるほうが圧倒的に理論的にもプラクティカルで正しいと多分全員が思っていると思うのです。ただ、今回はそういう決めだったという認識だったので、もしそうではないよということであれば、多分この運用委員の方でそうではないよと言っていたらかかないと、我々としては分けられないということだと思いますので、そこだけははっきりしていただけないかなと。

○米澤委員長 私の理解も、それは菅家委員のご指摘のとおりだと思います。だから、それが一番いいかどうかは別として、そのとき決まったのはそういう話だということだと思います。

○菅家委員 見直すなら見直すでもいいのだけれども、そういうことですよということを全体で確認しながら歩まなければだめですよということを言いたいわけです。

●水野理事 では、とりあえず、一資産のどれが一番まだ次善の策としてまともかというのでもう一回議論するということですね。

○米澤委員長 それをお願いします。

ということは、提案として債券ではないかという意見もかなり出ていますので、それを踏まえて次回御回答いただきたいということと、それから、別途定めるということも含めて、今後の大きなスケジュールでどのようにやっていくのかということと少しグランドデザインみたいなものを見せていただくと、菅家委員のお話に関しても少し納得感が出るのかなと。我々は、PE などに関しましては進めてくださいということも言っておりますので、そのことを含めて全体的な考え方を整理していただくといいかなということでしょうか。

●水野理事 かしこまりました。

○米澤委員長 今のところ我々の方向性で、どこか一つに入れるということで、それはかなり重要な点ですので、一応その線でもってご検討ください。

○菅家委員 グリーンピアで一言だけ言わせてください。この文章は、いかにも年金福祉事業団の後継組織である GPIF が書いた文章だというのが私の印象でして、手続的な瑕疵は一切ございませんよ、理論的にもこういうことでしたよという整理だと思っておりますけれども、社会的な評価はこうではないということと十分受けとめて進めてくださいよと私は発言したのです。だから、これだと逆効果になりますね。判断はお任せしますがけれどもというのが私の意見です。

○米澤委員長 わかりました。

●水野理事 その辺の PR も含めて、また御相談を。

○米澤委員長 大分時間がおくれたのですけれども、進みましょう。

次は、物価連動国債に関してです。委員限り4物価連動国債購入の目途について、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 委員限り4物価連動国債購入の目途についてという資料をごらんいただきたいと思います。

現在、国内債券の2割を一つのめどとして、物価連動国債の購入というのを行っております。4枚ほど紙をめくっていただきまして、昨年1月の74回の運用委員会のほうに物価連動国債の導入についてということで御報告をさせていただいております。導入に当たっての経緯を1. に書いてございますけれども、基本的には、インフレリスクを軽減することをするべきだという議論があり、物価上昇の2%という一つのターゲットがある中で、平成25年10月に物価連動国債の発行が休止されたのが再開になったということ。こういう背景がある中で、国内債券の中でどのくらいの割合を位置づけることが効率的であるかと。分散投資効果の観点から計算をして、大体20%ぐらいが効率的であろうということで、このとき御報告をさせていただいたということでございます。

これを1枚めくっていただきまして、一番上のところなのですが、この20%という割合について、基本ポートフォリオの見直し。中期計画を含むと書いてありますけれども、これを見直したときに再度検証すると報告をさせていただきまして、今般、中期計画を見直されて、基本ポートも再度引き続きやるということになりましたので、この2割についても再度検証して、御報告をさせていただきますということでございます。

1ページ目にお戻りいただきまして、2. 以下は若干理論的な話を書いてございます。名目債リターンというのが実質金利プラス予想インフレ、あとインフレリスクのプレミアム。物価連動国債のリターンというのが実質金利と実現インフレ率、流動性プレミアム、こういったことで考えられているわけですが、名目債と物価連動国債の残存年数とかの条件が同じであれば、基本的には予想インフレの価格変動リスクが物価連動債にはないということなので、物価連動債のほうがリスクは小さくなるのが理論的には期待をされるということなのですが、実際、インデックスのリターンの比較を2ページのところでしてございます。2ページをごらんいただきたいのですが、実際には、これは日本とアメリカとイギリスとドイツ、名目債と物価連動債のリスク・リターン特性を見てございます。例えばアメリカとかイギリスですと、一番右にデュレーションがありますけれども、物価連動債のほうがデュレーションが長いということもあります。例えば日本の場合ですと、デュレーションは大体同じになっていますけれども、そういう意味で流動性が著しく日本の場合は低いので、そういったものでリスクが高く出ているということで、理論的な話と実際はちょっと違うということを確認してございます。

日本の場合、平成25年10月から発行が再開されたということなのですが、商品性が以前とちょっと変わってしまっていて、基本的には償還時の元本保証、フロアありという形に変わってございますので、その部分を見るべきだろうということで、表2のほうで

平成 25 年 10 月以降のリスク・リターン特性を見てございます。

というのをグラフであらわしたのが 2 ページ、3 ページのグラフでございますけれども、物価連動債のほうは、ぼつぼつと左のほうに短い柱がありますが、テールリスクが若干見られるといった特徴がございます。こういった基礎的な情報をもとにしまして、次に 4 ページと 5 ページをごらんいただきますと、これを用いてどの程度の組み入れが適当であるかというシミュレーションを行ってございます。表 3 が日本のものでございますけれども、10%刻みに期待リターンとリスク、あとそのリスク分の期待リターンということで割合を見てございます。リスク分の期待リターンの一番高いところ、1.89 のところでございます。網かけしてございますけれども、日本の場合、大体 30%ぐらいがリスク・リターンの改善効果が見られる、効率的であるという判断でございます。

ただ、日本については、先ほど申し上げましたけれども、歴史が浅いということもあり、なかなか安定した結果にはならないような感じもありますので、米国と英国とドイツ、それぞれの国についても同じようにシミュレーションを行っております。それが表 4、表 5、表 6 でございますけれども、米国の場合が 20%、英国が 30%、ドイツが 20%ということで、おおむね 20%から 30%というのが組み入れ比率としては最適であろうということでございます。

5 ページの 4. の購入目途のところ、基本的には今申し上げました 20%から 30%が適当と考えられるわけでございますけれども、繰り返しになります。物価連動債は名目債に比べて市場が非常に狭い、厚みがないということ。あと、金融危機とかが起きますと大きな損失が発生する。こういったことも考えあわせますと、20%から 30%でも低目の 20%ぐらい、そういう意味では今と同じでございますけれども、20%というのを一つの目途にしてはどうかということでございます。

この 20%の場合の金額ですけれども、昨年末は 137 兆円の資産額に対して 10 兆円ぐらいの規模になります。この 10 兆円ぐらいの規模で考える場合に、現在、物価連動債は 10 年の期間で発行されているわけですが、単純に年間 1 兆円ということになるのですが、27 年度は 5,000 億円掛ける 4 ということで 2 兆円ぐらいしか発行される予定がありません。2 兆円のうち 1 兆円というのは半分ぐらい購入しなければいけないということも考えると、購入に当たっては慎重に対応していかなければいけないのではないかとということを書いてございます。基本的には、再度検証いたしましたけれども、従来どおり 2 割というのを一つの目標として引き続き購入していくことでよいのではないかと御報告をさせていただきました。

あとは参考資料なので省略をさせていただきます。

以上でございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございます。

随分丁寧な分析をしていただきましたが、ただいまの説明について、御意見、御質問等がありましたらば、お願いいたしたいと思っております。よろしいでしょうか。

それでは、これはこのような格好でもって、報告事項ですので、異議がないということで進めたいと思います。よろしいでしょうか。

次に、運用委員の取材等の対応方針ということで、これは位置づけとしましては、今日ではありませんが、次回以降、議決に向けた検討事項でございます。

改めて、運用委員の取材等の対応方針についての議題に移りたいと思います。前回の運用委員会で、GPIF 役職員の取材等の対応方針について御報告いただきました。運用委員に対しても同様の取材等の対応方針が必要ではないかとの意見も出ておりましたので、それを受けて、私のほうから事務局にお願いして、取材等の対応方針案を作成していただきました。委員限り 5 について、事務局から説明をお願いしたいと思います。それでは、よろしく申し上げます。

●青貝企画部長 委員限り 5 でございます。今、米澤委員長からお話がありましたように、御指示を受けまして準備した案を御説明いたします。

まず、基本的な考え方でございますが、運用委員も適用対象とされております行動規範に基づき対応するというのを基本といたしました上で、非公表の事項の開示にならないか、GPIF の投資方針、投資行動などと誤解されないかといったことを御留意いただくということかと思っております。そして、具体的には広報の一元化ということを目的として制定しております役職員向けの取材等対応規程に準じた対応をとっていただくということでどうかと考えております。

具体的には、大きく 2 つに分かれます。まず、取材対応でございますけれども、GPIF に関する取材申し込みを受けたときには、GPIF の広報、現状は企画部にございますが、そこに御一報いただきまして、御一緒に対応方針を検討させていただきたいと存じます。そして、実際に運用委員が取材に対応されるときには、GPIF の広報の者も立ち合わせていただくといった形を原則とさせていただければと存じます。仮に広報の立ち会いがない中で取材がたまたまあったということになった場合には、GPIF の広報のほうに、その内容にもよるとは思うのですけれども、御連絡をいただければと思っております。

もう一つは、外部講演対応ということでございます。既に GPIF からアナウンスされている事柄ですとか、年金制度に関する一般的な事柄の説明とか勉強会というのは別といたしまして、運用委員会の皆様で GPIF に関する発言を行う可能性があるときには、あらかじめ GPIF の広報に御一報いただければと存じます。

広報のほうで、いろいろ資料の確認ですとか、場合によっては講演への立ち会いなどをさせていただきたいと思っております。また、別の目的の講演で、当日 GPIF の話題になってしましまして何らかやりとりがあったという場合には、適宜その内容を御連絡いただくということでどうかと考えております。

もしこういった形でもよろしければ、次回の運用委員会で、具体的には運用委員会規則を改定していただき、その中で取材等対応規程を運用委員の皆様にも準用する趣旨の文言、項目を入れるといったことを考えておる次第でございます。

私から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。

大きく、取材の話と外部講演、外部講演の中には寄稿とか出版のものも含むということで2つに分けて整理していただきました。

○佐藤委員 大変すっきりとまとめていただいて、頭の中が整理されたと思いますし、現実的にはやはりこんなものだろうと。行動規範が一番最初に書いてありますけれども、きつとこれがラストリゾート。前回、三谷理事長がおっしゃったように、やはり基本は表に出ていること以外はしゃべらないということに尽きると思うのですが、現実にはなかなかそれではもたないという局面もいっぱいあると思いますので、そうした場合に何をみずからの判断材料、よりどことするかというと、やはり行動規範に立ち返る。行動規範という意味合いは、要するに特定の個人ないし法人を金銭的、商業的に利するような発言は慎むと、そこに尽きるのかなという印象があります。そういう目でこれを拝見したときに、私は非常にわかりやすいガイドラインで、いいかなと思っております。

以上です。

○米澤委員長 ありがとうございます。

どうぞ。

○大野委員 今、佐藤委員が言われたとおり、私も概ね良いと思うのですが、特に取材対応のところ。基本的にはおっしゃるとおりだと思います。私も取材を受けますが、言っていないことを書かれてしまう。会った途端に問いかけられて黙っていると、それがイエスになったり、あるいは、大野さんの個人的な意見を聞かせてくださいと、これが会社の方針になったり、そういうことが出ているわけでありまして。もう少し具体的に、やはり広報はとても大事なもので、今は企画部になるわけですが、まず原則 GPIF のここが対応する。つまり情報一元化です。ここが外に出ている情報と非開示の情報をちゃんと知っているというわけでありまして、まずそこが対応するのが1つ。

あと、恐らく個別に、特に米澤先生は機会が多いと思うのですが、やはり我々を守ってほしいのです。インタビューを受けてはいけない時期があると思います。その判断は広報がすべきなのです。必ず取材を受けたときは相談する。よく広報を通してくれと言いますね。あれでいいと思うのです。ですから、取材を直接要請があるときは、まず広報に諾否を求める。だめだったら広報に断ってもらおう。よければ、ここに広報立ち会いと書いてありますので、立ち会って一緒になって対応するというので、これは役職員の方も一緒だと思いますし、そういう段取りでやったほうが、我々を守る観点から、取材対応のところを具体的に書き込みしていただくといいかと思いました。

全体の流れはいいと思います。

○米澤委員長 ほかに。

武田委員、どうぞ。

○武田委員 私も大野委員と同じ意見でございます。もう一点質問させていただくのであ

れば、2つ目の○の運用委員が取材に対応するときはというところですが、これは GPIF に関する取材ということでよろしいでしょうか。確認でございます。

○米澤委員長 水野理事。

●水野理事 今の武田委員がおっしゃった点と大野委員のおっしゃった点は本当に非常にリンクがありまして、私も経験があるのですがけれども、ほかのことでというインタビューを受けると、突然違う質問をされるということがよくあります。その場合に、そこで答えたくない場合に、GPIF の広報を通してもらわないとそれは答えられませんということによってまず防げるということが1つと、私も経験がありますけれども、ここはオフレコと言ったはずのものが出てしまったりして、そのときに、私が自分で記者と話ししてもなかなかからちが明かないので、そこはやはり広報がいて、ここはオフレコという話でしたねという形で記者とやっていくという意味もあります。まさに、ぜひ皆さんに私どもの状況を世の中に伝えていただきたいとお願いする一方で、皆さんに御迷惑をおかけしないようにプロテクトしなければいけないという観点からですので、いろいろな発言を抑えようというつもりは全く、毛頭私どももございませんので、そこは御理解いただければと思います。今みたいな話で、当初そのつもりではなかったけれども、そういうことが起きたというときは、後から報告してくださいということになって、そこはしてありますので、一応そこで区別をつけているということかと思えます。

○大野委員 是非守る、プロテクトするという観点から方針をつくって、運用していただきたいと思えますので、よろしくをお願いします。

○米澤委員長 1点だけ確認させていただきたいのは、特に外部講演等に関しては、基本的に外部講演を防ぐということではないわけですね。それ自体がまずいということではなくて、このルールを通していただければ、それは構わないというようなスタンスでいらっしゃるという認識でよろしいのでしょうか。それとも、できれば全部やめてほしいというのが裏にあれば、それはそれで考えて、そのようにしますけれどもということもあります。

●三谷理事長 そんなことは全くありません。

○米澤委員長 ですから、もちろん一定のルールのもとできちんとやっていただきたいという理解でよろしいのでしょうか。

●青貝企画部長 はい。

○大野委員 あとは、広報の方の採用は苦戦されていて、当面は青貝部長が責任者ですね。

●青貝企画部長 広報責任者は企画課長の森なのですがけれども、いずれにしても、森も私もおりますので。

○米澤委員長 それでは、実質的に大体合意が得られたかと思っておりますが、次回、改めて議決をとらせていただきますので、よろしくお願ひしたいと思えます。

続きまして、委員限り6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7資産構成割合の変更に係る取組状況について、説明をお願いしたいと思います。

●青貝企画部長 御説明いたします。

委員限り6でございます。キャッシュアウトへの対応でございますが、これは何かアセットを売却して、キャッシュアウトという私どもにとって一番大事な資金をつくったということはございませんでしたということをご報告するというのが一番大事な点でございます。

ちょっと細かい字でございますが、右のほうの列の下のほうの段に4兆4,000億円弱の数字が26年度のキャッシュアウトの実績として出ております。当初予算は5.5兆円だったのですけれども、1兆円強減ったということでございます。これに対して回収額というのが、ちょうど一番右側の列の上の箱の一番下に5兆7,000億円強の数字が出ております。この内訳がその上にありますが、いずれも財投債、それから、国内債券のうちキャッシュアウト等対応ファンドで賄うという形をとっております。したがって、売却は一切ございませんでしたということでございます。

若干、回収額のほうがキャッシュアウトよりも大きくなっているということもございしますので、その分余剰が出たところにつきましては、資産構成割合の変更のための、要はリバランスの資金として一部使っていく形で対応してきたというものでございます。例えば、財投債の一番最終回の3月のところに6,599億円というのが一番右側から2つ目の列に財投債ということで出ておりますが、こういったものはリバランスのために目的を変更して活用させていただいているということでございます。

裏面をごらんください。今後、27年度の対応ということでございます。27年度のキャッシュアウト額は予算上3.2兆ということでございます。これに対しまして、財投債の利金・元金、キャッシュアウト等対応ファンドの償還額の合計は、この見込み額、キャッシュアウト額を上回る数字になっておりますので、キャッシュアウトのために資産を売却するという懸念は一切ないという状態になっております。

○米澤委員長 資産構成割合のほうを続けてください。

●青貝企画部長 委員限り7でございますけれども、こちらは特に非常にマーケットが目にする情報を多数含んでおりますので、とりわけお取り扱いには御留意いただいて、この後、これも含めて回収とさせていただく資料でございます。

1番目のところは、リバランスの考え方について従前からのものを記載しております。

2つ目からでございますけれども、2つ目の1.でございますが、平成26年12月末には各資産とも乖離許容幅の範囲内におさまっております。その後、新しい基本ポートの資産構成割合に近づけるために、オーバーウエートの資産から資金の回収を行い、アンダーウエートの資産に資金の配分を行ってきたということでございます。合計した数字は下の表に載せております。

裏面をごらんください。資産構成割合のところでございますけれども、平成27年3月末の速報値ということで、そこにありますような数値ということになっております。なお、短期資産という欄がございまして、これまで比率を計算するときには、ここは一定の5%

としていたわけなのですけれども、その時々のスナップショットの中では数字が変わります。そうすると、全体の百分率でいくと100になりますから、短期資産の水準の多寡は年金特会の数字も含んでいるわけなのですけれども、それによってほかの4資産の比率が微妙に影響を受けるといったことがございます。

数値のほうは、そこにあるとおりでございますので、私からの説明は以上でございます。

○米澤委員長 よろしいですね。どうもありがとうございました。

続きまして、委員限り8専門人材の確保に係る進捗状況について、事務局から説明をお願いしたいと思います。

●大江上席審議役 この点は私のほうから御説明をいたします。

専門人材の確保につきましては、これまでも当委員会、昨年10月末にも建議いただいておりますし、その他、2期中期計画等にも記載がございました。3期中期計画におきましてどう書いたのかといいますと、専門人材の強化育成については適宜運用委員会にその状況を報告するというところでございまして、こういった計画を踏まえまして、今回、途中経過ではございますが、報告をさせていただくものでございます。

まず1. 公募期間等ということでございますけれども、こういった職員がということでございますが、広報戦略担当職員、それから、運用リスク、これにつきましては、責任者と担当職員を公募しております。最後、オルタナティブ運用が、それぞれの資産ごとにインフラ、PE、不動産、こういった担当職員を公募しております。

公募期間はそこに記載のとおり、広報戦略担当職員を若干早く公募いたしまして、運用リスク管理責任者等につきましては2月に入りまして、当初、通年受け付けという形で予定をしておりましたが、応募者が極めて多数にわたりましたので、一旦3月末で締め切ったところでございます。

2. の進捗状況でございますけれども、応募のクラスをまとめた数字で見いただきますと、応募者数は3月末で締め切りまして91名。その中で縦の欄を見ていただきますと、数としては不動産の担当職員は3分の1ぐらいであったということでございます。やり方は書類選考、1次面接、2次面接で、場合によってはさらに複数回やることも人によっては考えております。まず書類選考でございますが、通過をした方が91名中58名、1次面接は通過した方が9名、不通過者31名、未了18名とございますが、未了18名というのは実は3月末にかけて結構たくさん来られて、書類選考は終わったのですが、まだ1次面接ができていない方が若干いらっしゃるということで、未了者というのを書かせていただいております。今後、1次面接を終わった方につきましては、順次、今、2次面接ということで役員クラスで対応しておりますので、その中でいい方がいたら採用していくということで進めているという、まさにホットな途中経過でございます。

説明は以上でございます。

○米澤委員長 1次面接の通過者がゼロというところは、今回もうゼロということで、全く採れないということ。

●大江上席審議役 先ほど大野委員からもちょっとあったのですが、広報戦略担当職員について若干付言いたしますと、応募した方がどちらかというと一般企業の IR の方で、私どもですと運用の、それもかなりパブリックで、正直申し上げましてかなり批判を浴びる立場でもございますので、そういった観点から、なかなかびったりした方が、いろいろお話を聞いてみてどうかということで面接してみたのですが、なかなかいい方がいらっしやらなかった。

運用リスク管理責任者のほうにつきましては、結構数は応募いただいたのですが、リスク管理を専任としてやっている方がなかなかいらっしやなかったということもございまして、結果的にゼロでございしますが、こういった方につきましても、順次、とりあえず3月で締め切っております。前回、理事長からも申し上げておりますが、事務所移転という話もございまして、年内ですとキャパシティの問題がありまして、数もございまして、移転後にはさらに広げていくということも含めて、少し第1弾としてこういうことでやらせていただきます。

○米澤委員長 ありがとうございます。

よろしいでしょうか。

続きまして、委員限り9リスク管理状況等の報告です。これは2月分について、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 委員限り9リスク管理状況等の報告、ことしの2月分でございます。

構成割合ですけれども、先ほど委員限り7で3月分が出ていましたが、着実に基本ポートに近づいているという状況でございます。

参考の下の年金積立金全体の時価総額のところをごらんいただきますと、ことし2月末の段階で141兆6,940億という状況でございます。

2ページ目の年金積立金全体のリスクの上のところポートフォリオの推定リスクを出してございますけれども、基本ポート自体は12.77%というリスクの中で、実績は2月末で10.96。1月よりは大幅よくなっていますけれども、基本的には2月は外国株式、国内株式どちらも好調でしたので、リスク性資産がふえたということで、基本ポートに徐々に近づいているということがこれを見てもおわかりになるかなということでございます。

次に4ページ、複合ベンチマークの要因分析ということで、下の2月のところをごらんいただきますと、一番左にアクティブウェイトと書いてございます。国内債券はまだオーバーウェイトでございますが、国内株式、外国債券、外国株式はいずれもアンダーウェイトということの中で、ベンチマークのリターンでございますけれども、国内債券がマイナス0.4%、国内株式は7.71%、外国債券が1.05%、外国株式が7.46%ということで、トータルでベンチマークリターンは3.81%という状況でございます。

その右の超過リターンでございますけれども、国内債券が4ベース、国内株式が6ベース、外国債券が6ベース、外国株式がマイナス6ベースということで、トータル

でマイナス 66 ベーシスということでした。

このマイナス 66 ベーシスの要因でございますけれども、その右に資産配分要因がございますが、比較的好調でした国内外株式については、アンダーウエートだということもありまして、それぞれマイナス 15 ベーシスとマイナス 17 ベーシスということでマイナスになっています。低かった国内債券でございますけれども、オーバーウエートということで、ここもやはりマイナス 37 ベーシス。外国債券でございますが、1.05 と低かったのですが、アンダーウエートだということもありまして、プラスに働いて 4 ベーシスということで、ここでほとんど説明し切っている。マイナス 68 ベーシスということでございます。残り、個別のところでは若干ございますけれども、大体資産配分のところの説明ができてしまっているということでございます。

次の 5 ページ、資産毎のリスクというところで、国内債券のトラッキングエラーでございますが、0.18% ということで前月と大体同じくらい。デュレーション自体が、若干乖離が小さくなっていますけれども、0.06 と。国内株式のトラッキングエラーが 0.013、前月並みということでございます。外国債券のトラッキングエラーが 0.14、これも前月並み。デュレーションの乖離も前月並みで 0.04 と。外国株式のトラッキングエラーが 0.16 ということで、1 月よりは大きくなっていますけれども、若干のレベルということでございます。

次に 8 ページ、流動性の部分でございますけれども、下のグラフをごらんいただきますと、売買代金でございますが、この 2 年間、棒グラフのところですけども、そういう意味では割と好調な状況でございます。この 2 月でございますが、1 営業日当たり東証売買代金は 2 兆 9,000 億というレベルでございます。

ILLIQ でございますけれども、0.19% ということで、売買代金が結構ありますので、数字が低くなっているということで、流動性は結構高い状況が最近ずっと続いていて、1 月は特にそれが高い状況になっているということでございます。

次の 9 ページ、運用状況でございますが、資産全体のパフォーマンスでございますけれども、3.25% ということでございます。収益額が 4 兆 2,000 億ということで、この時点で通期で 15 兆 2,000 億ということでございます。

資産クラス別に見た場合に、先ほどちょっと申し上げましたけれども、こういう状況でございます。総合収益額は国内株式、外国株式それぞれ 2 兆円を超える収益があったという状況でございます。

次の 11 ページ、市場環境の変化による影響額ということで、国内債券、利回りが 0.1% 変化すると 3,600 億ぐらいの影響がある。日経平均が 100 円変化をすると 1,500 億円。外国債券の利回りの 0.1% の変化で 1,200 億円。外国株式、MSCI 指数の 10 ポイントの変化で 1,400 億、こういった影響があると見ています。あと為替ですけども、円ドルレート 1 円の変化で 2,100 億、円ユーロで 800 億、このぐらいの影響があると見てございます。

以上でございます。

○米澤委員長 いかがでしょうか。よろしいですか。

○清水委員 最初の議論とかかわってくると思うのですが、オルタナティブを今後始めて、それをこの4資産に配分するとなると、こういう報告書においては、今後どのように記載されることになりますか。例えば、不動産をやってそれを株式に入れたら、当然その株式のリターンとかリスクの数字にその部分の影響が出てくるかもしれません。運用委員会で報告されるときに、例えばオルタナを除くみたいな数字を新たに出すのか、それともまとめた形で出すのか。

○米澤委員長 具体的には次回に致しましょうか。

○清水委員 私たちは、今までポートフォリオを決めたときに、オルタナは4資産に配分しますということは決めたと思うのですが、そのときに、インフラはどこに入れるのか、不動産はどうするのだ、といった細かい議論は実はしなかったなと思います。しかし、菅家委員もおっしゃっていたように、その点についてももう少しちゃんと議論して、リスクの管理も含めて、ちゃんと方針を決めたほうがいいと思います。

○米澤委員長 全部の答えは無理かもしれませんが、その方向感でもお示しできるとうれしいかなど。

●水野理事 リスクの管理プラス、あとは委員の皆様はどうプレゼンするかも含めて検討して、また御相談いたします。

○米澤委員長 ありがとうございます。

本日予定しました議事は終了しましたので、今回はこれでおしまいにしたいと思います。

事務局から連絡事項等があれば、お願いしたいと思います。

●青木審議役 委員限り3の国内不動産の運用機関公募の関係の資料、委員限り4の物価連動国債の関係の資料、委員限り6の平成26年度のキャッシュアウトの資料、委員限り7の資産構成割合の変更に係る資料、委員限り8の専門人材の確保の進捗状況の資料、3と4と6と7と8の5点でございますが、これにつきましては回収させていただきますので、まことに恐れ入りますが、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94回運用委員会につきましては、平成27年5月21日の木曜13時から当法人の大会議室で開催させていただきますので、よろしくようお願いいたします。

以上でございます。

○米澤委員長 では、どうも御苦労さまでした。