

第97回運用委員会議事録

1. 日 時:平成27年9月11日(金) 10:00~12:00

2. 場 所:年金積立金管理運用独立行政法人 会議室

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

4. 議 事

- (1) 平成27年度第1四半期運用状況について
- (2) リスク管理状況等について
- (3) その他

●青木審議役 それでは、ただいまより、第97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、大野委員は所用により御欠席でございます。また、堀江委員は少しおくれて来られるとの御連絡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となっておりますので、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 本日の議題です。本日の議題を記載しておりますけれども、今回は全て報告事項でございます。

続きまして、委員限り2-1 ESG投資の基本方針

委員限り2-2 委託調査研究「年金積立金管理運用独立行政法人におけるスチュワードシップ責任及びESG投資のあり方についての調査研究」にかかる追加報告

委員限り2-3 年金積立金の管理及び運用に関する具体的方針の一部改正

委員限り2-4 スチュワードシップ責任を果たすための方針の一部改正について

委員限り3-1 外国債券運用受託機関の構成について

委員限り3-2 年金積立金の管理及び運用に関する具体的方針の一部改正(概要)

委員限り4 被用者年金一元化法の施行に伴う「管理運用の方針」の作成等について

委員限り5 専門人材の確保に係る進捗状況について

資料1 平成27年度第1四半期運用状況

委員限り参考1 各資産の運用状況の補足説明(市場運用分)

委員限り6 リスク管理状況等の報告(平成27年6月、7月)

委員限り 7 情報セキュリティに関するお願い

なお、委員会終了後回収と記載しております委員限り 5 の専門人材確保の関係の資料でございますが、これ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。お忙しい中、お集まりいただきましてありがとうございます。清水委員は電車がおくれているそうなので、そのうち到着されるかと思えます。

それでは、議事に従いまして最初は報告事項の 1 番目ですね。ESG投資の基本方針及び関連規程の改正についてということで、委員限り 2-1 から委員限り 2-4 までについて事務局のほう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。

●五十里投資戦略部長 委員限り 2-1 をごらんください。今回、国連の責任投資原則、PRIに署名するに当たって、当法人としてESG投資についてどう考えるか。これまでの取組の背景も含めて整理をさせていただきました。それについて御説明をさせていただきます。

1 ページ目でございますけれども、取組の背景ということで4つほど書いてございますが、一番上に書いてありますのが今年の3月に社会保障審議会年金部会の専門委員会の報告書でESG等を含めた非財務的情報に着目する。そういう運用についてGPIFにおいて検討すべきだと、こういうふうに言われた。

それで、それを受ける形ではありますけれども、今年の5月に日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した。その中でスチュワードシップ責任を果たす取組として、受託機関の企業へのエンゲージメント活動の中でESGというものを考慮していく。そのことを例示させていただいている。

それで、その後、ことしの3月になりますけれども、投資原則というもののの中にスチュワードシップ責任を果たすよう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、こういう文言が盛り込まれている。

そういう中で、この4月からの第3期中期目標・中期計画においてESGを含めた非財務的要素について当法人として検討していく。こういった流れになっているわけでございます。

それと並行する形でありますけれども、前回の運用委員会で御報告をさせていただいておりますが、昨年度の委託調査研究でESG投資についての研究を行っております。

これが、全体の背景でございます。

1 ページおめくりいただきまして、2 ページ目に書いておりますのが調査委託研究の概要でございます。前回、御説明させていただいておりますのでほとんど省略させていただきますけれども、ESGに関しては③にありますように、ESGの考慮というのはリスクの抑制効果があるということが一応確認をされているということで、こういったものを考慮したインデックス等の採用について考えられるのではないかという結果を得ているということでございます。

こういったものを受けまして3ページ目でございますけれども、当法人としてのESG投資についての考え方を記載してございます。最初の○でございますが、既に日本版スチュワードシップ・コードを受け入れて、投資原則にも盛り込んで、スチュワードシップ責任というものを果たしているということでございます。

その中で、スチュワードシップ・コードの受け入れというその目的としていることにつきましては、企業価値の向上や持続的成長を促すということで被保険者のために中長期的な投資リターンの拡大を図るということになっているわけでございますけれども、このこと自体が年金積立金の性格、専ら被保険者の利益のために長期的な観点から安全かつ効率的に行うという目的に合致をしているというふうに考えられる。

そういう中で、投資先企業におけるESGというものを考慮するということは、この2つ目の○に書いてありますような被保険者のために中長期的な投資リターンの拡大を図る、このための企業価値の向上や持続的成長に資するというふうに考えられると思っております。

こういったことを受けて絵がありますけれども、基本的な考え方、原則は投資原則にあるわけでございますが、その投資原則の中でスチュワードシップ責任を果たしていくというたてつけになっているわけでございます。それで、そのスチュワードシップ責任を果たす一環としてESGへの取組を強めていくということが基本的な考え方でございます。

では、具体的にどう強めるかというのは3つほど例示してございます。

1つ目は、これまでもスチュワードシップ責任を果たす一環としてやっておりましたけれども、運用受託機関が投資先企業にエンゲージメント活動をやるわけですが、その中でこれまで以上にESGを考慮した企業価値の向上や持続的成長のための自主的な取組というものを促していこうということです。

2つ目は、今回国連のPRIに署名するわけですが、その署名することによって当法人のESGに対する考え方というのを明確にしていこう。

3つ目でございますけれども、昨年度の委託研究にもありましたが、ESGに関してはリスクの抑制効果があるということでございました。ただ、当法人がESG投資を行うに当たってはやはり被保険者のために中長期的な投資リターンの拡大ということが最大の目的であって、これが図られないとなかなか踏み込めないということもございますので、そういったものについて引き続き研究をしていくということがこの内容でございます。

4ページ目でございますけれども、参考までに国連のPRI、6つ原則がございまして、それに対してどう取り組んでいくかということを整理してございます。

1番目と2番目につきましては、ESGの課題について我々の活動にどう組み込んでいくかということでございます。これは後からも出てきますけれども、我々は業務方針、業務を行うための方針であるとか、スチュワードシップ責任を果たすための方針というものを作成し、これをホームページとかで公表しているわけでございますが、その中でESGを適切に考慮するというを明記して対外的に公表していくということがあります。

3つ目、投資対象の主体に対してESGの課題について適切な開示を求めるといことが言

われているわけですが、これにつきましては運用受託機関が行うエンゲージメント活動の中で投資先企業にESGの課題への対応について説明を求めていくということにさせていただきます。

4つ目、運用業界に働きかけを行うということを書いておりますけれども、それはなかなか難しい話ではございますので、我々としましては運用受託機関に対して署名の状況をお聞きして、署名していないのであればその理由をお聞きするという事で対応していこうと思っております。

5番目でございます。協働するという事でございますが、これはPRIのほうでネットワーク活動が幾つかございますので、そういったものに参加をしていこう。

最後、我々の活動状況とか進捗状況といったものについての報告がございます。これは、PRIは年に1回報告書を求めておりますので、それを作成して事務局に報告していくといったことで取り組んでいきたいと思っております。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。この点に関しましてはいかがでしょうか。前回あたりでも幾つか頭出しで出てきたかと思いますが、今2-1が終わったわけですね。では、続けてください。

●青貝企画部長 恐縮でございますが、委員限り2-2でございます。こちらは、ESGに関する委託調査研究にかかる追加報告でございます。その冒頭でございますように、MSCIからの報告書において収益性の観点から50銘柄を選びまして、それに対してガバナンスを加えた50銘柄というものを別途選ぶということをいたしますと収益性の改善が見られたという報告がございました。

ただ、その後、大規模投資家向けの商品化のために流動性を考慮しまして銘柄数を125銘柄にふやしたところ、超過収益はゼロ%になったという追加報告がございました。そういう意味では、先ほど五十里部長からの御説明もございましたが、今後ESGが収益の改善に寄与するかどうかということについては調査を続けてまいりたいと考えております。

以上が、委員限り2-2の説明でございます。

それから、先ほど最初の五十里部長の説明の中で業務方針の変更ということを申し上げました。具体的にどういうふうな形になっているのかということについて、委員限り2-3で御説明を申し上げます。左側に新、右側が旧という形になっております。

まず、1ページ目でございます。右が旧のほうですが、もともと日本版スチュワードシップ・コードに係る取組ということを書いていたところにつきましては、より上位の概念ということでスチュワードシップ責任という言葉に変えさせていただいております。

それから、1ページの左下には日本版スチュワードシップ・コードの取組に関する方針というものを定義する形で呼び名を定めているということにさせていただきます。

その後でございますが、ページをおめくりいただきますと2ページでございます。左上でございますが、管理運用法人は、スチュワードシップ責任を果たす一環として、国連責任投資原則の活動に取り組む。それから、毎年度、国内株式及び外国株式の運用受託機関

における取組状況のヒアリングを含む管理運用法人の取組を公表するという形にさせていただいております。

続きまして、第3ということで運用受託機関の管理に関する事項の中に運用ガイドラインというものがございます。その中で、それぞれの資産クラスの中で考慮することが出てくるわけですが、具体的には2ページの②で国内株式というところがございます。一番左側の列で、3ページにかけて目を移していただきますと、3ページ目の左上のほうでございます。先ほども御説明申し上げましたが、UNPRIに署名する運用機関はその旨を、署名しない場合にはその理由をとということで、いわゆるコンプライ・オア・エクスプレインという文言を入れさせていただいております。

それから、そのすぐ下、④でございますが、外国株式についても同様の文言を追加いたしております。

続きまして、4ページをおめぐりください。ここは運用受託機関の選定及び評価に関する事項でございます。その4つ目として総合評価というものがございまして、その中に総合評価の対象としての運用受託機関がございまして、4ページの左上のほうにあるわけですが、その中の総合評価の選定基準でございますが、4ページの左上のほうには投資方針であったり投資プロセス等々、従来から評価の基準とすべき項目が並んでいるわけですが、5ページのほうに目を移していただきまして、組織・人材、コンプライアンス、その一番下に新たに文言を変える形でございますが、ステュワードシップ責任に係る取組という言葉に変更させていただいた上で、日本版ステュワードシップ・コードの取組については引き続き適切な取組を行っているかということ運用受託機関に対して確認し、評価するということでございます。

それから、その一番下でございますが、国内株式、外国株式の運用受託機関にあってはということで、投資先企業へのエンゲージメント活動の中で、当該投資先企業におけるESGの課題、これは次の6ページにかかっておりますが、その課題への対応方針について説明を求めるとともに、企業価値の向上や持続的成長を促すことにより中長期的な投資リターンの拡大を図るためにESGを考慮した自主的な取組を、実際にそれを運用受託機関が行っているかどうか。こういうことを評価していくということでございます。

以上が、年金積立金管理及び運用に関する具体的な方針、業務方針の改正内容でございます。

最後に委員限り2-4、こちらも先ほど五十里部長から説明申し上げましたが、ステュワードシップ責任を果たすための方針というものを公表しております。これは当初、昨年の5月末に日本版ステュワードシップ・コードの受け入れ表明時に公表しているものを一部改正するというものでございます。新旧表の部分をごらんいただきますと、なお書きということで非財務的な要素であるESGについても考慮しますという文言を追加させていただいております。こういった内容を公表させていただきたいと考えております。説明は、以上でございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございます。ここまでがワンセットでございましたので、改めてただいまの説明に関しまして御意見、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。

では、菅家委員どうぞ。

○菅家委員 短期間でこれまでまとめていただきまして評価し、歓迎したいというのが基本的な考えでございますが、今後の取組にかかわる話を少しお聞かせいただきたいのですけれども、委託研究の報告書の中にも専任チームを創生するとか、体制整備をGPIFできちんと図りなさいということが書いてあるわけですが、ESGといたしましても大変幅広い課題があるわけでありまして、例えば被保険者、労働者の立場からいたしますと、例えば中核的な労働基準でありますとか、あるいは女性の参画の問題でありますとか、ワーク・ライフ・バランスの問題でありますとか、非常に多岐にわたるわけですね。

したがって、この課題について運用機関に取組を求めるという立場に立つ以上、そういった知見をGPIF自身がきちんと持つ必要があるわけでありまして、そういった体制整備について一層努力をしていただきたいということでございます。

●三谷理事長 また後で出てまいります、スチュワードシップ・コードの担当職員の採用を進めているということでございます。これは、後でまとめて専門職員の確保のところ御説明申し上げます。

○米澤委員長 ありがとうございます。ほかにいかがでしょうか。

では、佐藤委員どうぞ。

○佐藤委員 今、事務局のほうから詳細に御説明いただきましたので特につけ加えることはないのですけれども、少し物の資料をいろいろとめくって見ていたら、やはり国連がPRIを提唱したというのは2006年で、もう既に9年が経過している。したがって、長期的な企業価値向上とか、持続的成長にESG投資、PRIが資するという理解は結構広まっているのではないかと。

それから、では日本で誰が主導しているのかというのは明白なんですけれども、御案内のように東証が一番プロモートしているわけですね。それで、東証のホームページに資料があつて、ちょっと数字は古いかもしれませんが、国内で署名している機関は2012年4月現在で1,000機関に及ぶ。1,000機関超になる。

●水野理事（CIO） それは、世界じゃないですか。30くらいですね。

○佐藤委員 グローバルですか。失礼しました。

だから、これも相当幅広で定着している考え方なのかと思われましたので、まさに事務局の方の御説明にあつたようにGPIFがPRIに署名するというのは投資原則とかスチュワード・コードと100%整合的だと思いますし、被保険者の方々の納得も得られやすい話ではないかと思しますので、特に審議事項ではないので賛成、反対ということをお願いする必要はないのかもしれませんが、個人的には非常に賛成でございます。

ただ、まさに事務局の方もおっしゃいましたけれども、ESG投資が実際にどの程度収益面

でポジティブな効果をもたらすかということになると、東証、当局発表だとESG銘柄とかなでしこ銘柄に関しては良好なパフォーマンスが出ていますよという報告があるのですが、一方でGPIFがなされた調査研究によると、必ずしもそのパフォーマンスで明確な向上、収益性の改善ということが確認されているわけではないので、そこは今後も引き続き研究をお願いしたいと、まさにおっしゃったとおり研究は引き続きお願いできればと思っている次第です。

○佐藤委員 ありがとうございます。

○米澤委員長 ちなみに、日本でサインアップしているのは、さっき数字がちょっと出ましたけれども、信託銀行は皆していますか。

●水野理事 (CIO) 30くらいで、そんなにまだ多くはないです。信託銀行とか、あとはいわゆるアセットマネジメント会社で、やはりこれはアセットマネジメント会社から進むと思うんです。アセットオーナーのお客さんが1社でも入れば当然アセットマネージャー側、我々が今回求めるのと同じような形で署名するというインセンティブが入るので、やはりマネージャー側から先に進んでいます。それで、日本はアセットオーナーサイドの署名は今まで進んでいなかったということだと思います。

せっかくなので今の佐藤委員の御意見についてですけれども、今回はっきり書いてありますようにESG投資をするかどうか。要するに、ESGをファクターにしてアルファを生んで投資するかどうかということについては引き続き研究で、これはやはり運用なので精緻な分析が必要です。

ただ、こういう原理原則でスチュワードシップ・コードと一緒に果たしていくということについては、多分皆さん御異論はないだろうということで、ここはかなり明確に分けておりますので、御心配いただく必要はないかと思えます。

○米澤委員長 まさに資料の委員限り2-1の3ページ目の(1)(2)(3)、ここら辺が具体的にこれから進めていくというようなイメージですね。ほかはいかがでしょうか。

武田委員、どうぞ。

○武田委員 ESGの方針につきましては、本日の議論には賛成でございますけれども、今後研究を進めていく際に、今回のようにインデックスを提供している会社と、その研究先が一緒ですと、中立性を欠くのではないかとの印象を持っております。今後、調査研究を進める際にはそうした点も含めて、より中立的な先に研究の委託をお願いすべきと思えますので、一言申し上げます。

●水野理事 (CIO) ありがとうございます。重々認識しておりますが、だんだんコンサル会社も自分たちで運用業務をやり始めたりして、なかなかクリーンにコンフリクトのないところを探すのが難しくなっているのと、実際には業務をやっているところがデータを持っているところもありまして、難しいところではありますけれども、今回のことはある意味我々としてもいい経験で、このあたりは厳しくコントロールしないということが起き得る。こういうことが起きれば、MSCIに対してはかなり我々としても評価が下がるとい

うことになると思いますけれども、重々注意しておりますが、なかなか難しい環境にあるということは御理解ください。

○米澤委員長 このいろいろな条文の改正というのは、PRIのサインアップが終わってからということの理解でよろしいわけですね。

●青貝企画部長 おっしゃるとおりです。

○米澤委員長 そうすると、大体イメージでどのくらい。

●三谷理事長 この委員会が終わりましたら速やかに署名の申請をしまして、恐らく期間的には月末までには全部その手続は終わるだろうと思っております。したがって、最終的にその段階になりましたら対外的な公表もしていきたいと思っています。

○米澤委員長 よろしいでしょうか。

○清水委員 その場合は、この基本方針も含めて公表されるということでしょうか。

●青貝企画課長 今、資料の調整はしているところでございます。ベースとなるところはおっしゃるように今、御説明させていただいたものをベースに準備をしております。

○米澤委員長 それでは、これは報告事項でもありますけれども、これでよろしいかということでもとめたいと思います。

それでは、続きまして2番目の報告事項ですね。外国債券運用受託機関の構成及び関連規程の改正についてですが、委員限りの資料の3-1及び委員限り3-2について事務局のほうから説明をお願いします。

●陣場運用部長 それでは、まず委員限り3-1外国債券運用受託機関の構成についてということでございます。

本件につきましては、5月の運用委員会におきましてマネージャーの選定について御審議をいただきました。このときに、21のアクティブファンド、パッシブ6ファンドを選定させていただいたところでございます。その間、アクティブリスクのとり方といったものを私ども慎重に検討してまいりまして、本日ようやくこのストラクチャリングの御報告に至るというところでございます。

まず1.でございます。今回の運用受託機関構成変更のポイントということで、過去の振り返りと今回のコンセプトを改めて復習させていただきたいと思います。

まず、既存のストラクチャーはどうだったのかということでございます。前回のこの外債のマネストというのは実は平成18年ごろでございまして、平成19年から新しいマネージャーでスタートしているということで、結局8年間既存のストラクチャーでやっていったということでございます。

この間の実績を下の表で掲げさせていただいておりますが、年率で外債、アクティブのベンチマークに対して45ベース超過収益が上がったということで、まずまず成功した部類なのではないかと考えているところではございます。

しかしながら、この3-1の一番裏の資料をごらんいただければと思います。こちらはコンサルタントからファンドの超過収益、ユニバースをいただいて、それを上から並べて

私どものマネージャーがどうであったかというものを黄色の行で表現したものでございます。

こちらを見ますと、上から2つ目にA1の旗艦ファンドというものがございます。超過収益で、過去5年間で3.27%の超過収益が上がっている。一方、私どもがこのA1の社にお願いしているファンド、この実績は超過収益1.23ということでかなり乖離があるということがわかります。

それで、なぜこういうことが起こるんだろうかということで私ども分析をいたしました。1ページ目にまたお戻りをいただきまして、やはり運用機関サイドから見ますと私どものこの運用ガイドラインの制約が少しきついのではないかと。私ども、これまで基本的には投資適格のもの、国債ですとかトリプルビジョン、社債といったようなもので運用をお願いしていたわけでございますが、ユニバースがやはりちょっと狭いのではないかとといったような意見もあったということでございます。

また、前回のマネスト以降、この8年間、外国債券の中でもいろいろなユニバース、市場というものが大きくなっているという実態もございました。こうした観点を踏まえまして、今回のマネージャーストラクチャーにおきましては投資適格のものに加えましてエマージングでございましてかハイイールド、インフレ連動債といったものを新たな投資対象に加えて、多様なプロダクトによって外債ポートフォリオのさらなるリスクの分散、付加価値追求というものを目指したというところでございます。

次のページをおめくりいただきまして、今回のストラクチャーの結論のほうから先に申し上げさせていただければと思います。まず、右側のバブルチャートをごらんいただきますと、これが既存の構成ということでございます。パッシブ、先進国の国債のみのパッシブが70%、それから投資適格を中心としたアクティブというのが30%ということで、非常にシンプルな構成でございました。

今回、新しい構成は左側のバブルチャートでございまして、パッシブにつきましては10%ウェートを落としまして60%といたしまして、残り40%をアクティブにしたということでございます。そのアクティブの中身としましては、いろいろなハイイールド、新興国等にもアロケーションを機動的に動かしていくグローバル総合型は25%、そしてさらにその周りにインフレ連動でございましてかエマージングの現地通過物、ドル建て物、そして地域特化ということで米国の総合、欧州の総合型、そしてクレジット物を深掘りするというところで米国のハイイールド、欧州のハイイールドといったサテライトで囲み、パッシブの周りに8つのサテライトで囲んだストラクチャーを今回つくり上げたというものでございます。

続きまして、ではこのストラクチャーが一体どういうリスクリターン特性を持っているのであろうかというのが3ページの表になってまいります。この新しいストラクチャーにつきまして、基本ポートフォリオにおいては外国債券のベンチマークはシティの世界国債、先進国の国債が基本となっておりますので、それとの比較で図で表現をしております。

それで、まずフォワードルッキングベースという表をごらんいただければと思います。シティの世界国債というものが右側の表になりますけれども、リスク、標準偏差としては11.58%ということでございます。それで、リターンとしては期待されるものが今1.04%ということでございます。

一方、私どもの新構成案はリスクとしてはほぼ同等ということで11.71%のリスク、一方で期待されるリターンというのが2.22%ということで、1.18%の超過リターンが期待できるのではないかと考えているものでございます。

ただし、トラッキングエラーは少し1.89%ということでの水準になっておりますが、絶対リスクとしてはほぼシティの世界国債とは変わらないと考えております。

それで、さらにこの新しいストラクチャーを過去に引っ張って、過去、一体この構成というのはどういう成果が上がってきたのだろうかというのがこの過去リターンベースの表でございます。平成20年度から26年度、リーマンショックを挟んだ期間を含んで数字を拾ってまいりますと、この新構成案で6.44%くらいのリターンが上がっておりまして、対シティ世界国債に対しては1.78%程度のさらに大きな上乗せが実はあったというのが過去の実績ということでございます。

続きまして、4ページをごらんいただければと思います。今回の外国債券のストラクチャーが基本ポートに一体どういう影響があるのだろうかというのがこの4ページで表現をしているところでございます。まず、ほかの資産との相関係数ということで数字を拾っております。

今回のストラクチャーは少しくレジット物に深掘りをしていくということもございまして、内外株式の相関は少し高くなってまいります。こちらの表でごらんいただきますと、シティ世界国債とこのACWI、エマージングを含んだ外国株式のベンチマークの相関係数というのは従来0.76%であったわけですが、新しい構成案に移行しますとこれが0.83ということで少しふえるということでございます。

また、国内株式、TOPIXの相関も0.68から0.74に少し上がるということが見えているわけです。

一方で、国内債券等の少し逆相関性というのはちょっと深まってまいりまして、世界SC、世界国債のマイナス0.13がマイナス0.17ということで少し逆相関になるということでございます。

こうした相関の変化等を考え合わせまして基本ポートフォリオ自体の期待損失、リスクが一体どう変わるかということでございますが、外債マネスト前が8.86、マネージャーストラクチャー後は8.90と、ほとんど変わりはないと考えているものでございます。

一方で、基本ポートフォリオ全体の期待リターンというものは4.57から4.74ということで、少し17ベースポイントほど上昇いたします。基本ポートフォリオの中で外債は15%しかウェイトがございませんので、外国債券全体で1.18%、1.18%のアルファの上昇がありましても、基本ポートフォリオ全体では17ベースポイントになるということござい

ます。

続きまして5ページにまいりまして、今回のストラクチャーをつくった背景となる考え方について簡単に御説明をさせていただきたいと思っております。

まず、(1)のベンチマークですが、私ども評価ベンチマークについてでございます。従来、私どものこの評価ベンチマークにつきましてはパッシブのシティ世界国債、それからアクティブの世界BIGインデックス、これを組み合わせて複合ベンチマークという形で私ども運用を評価していたところでございます。今回、基本ポートフォリオのベンチマークというものがシティ世界国債であるということで、そこからの付加価値というもの、それからそこからのリスクということを把握しようということで、評価ベンチマークにつきましてはシティの世界国債に一本化をしたいと考えているものでございます。

一方、各ユニバース、セクターごとのマネージャーに対しては、それぞれのユニバースを代表するベンチマークを付与するというところでございます。

それが、10ページ目をごらんいただければと思います。別紙1で、各ユニバースに与えるベンチマークについて表としてあらわしてございます。パッシブにつきましては引き続きましてシティの世界国債を付与するというところでございます。また、アクティブ、8つのサテライトのファンドにつきましてはバークレイズグローバル総合以下のベンチマークを付与しようと考えているものでございます。

また、5ページにお戻りをいただきまして(2)のアクティブ比率ということでございます。5月の運用委員会におきまして、21のファンドを選定していただきました。これは従来の7つからすると随分数も多くなったということでございまして、こうした運用機関の能力を十分に活用する方向で検討したということでございます。

それから、(3)番目でございます。最適化の手法ということで、今回シャープレシオ、絶対リスクと絶対リターンとの比率といったものをできるだけ大きくするようなストラクチャーにしようということで設定をしたということでございます。個別ファンドの評価というものにおきましてはインフォメーションレシオということで、超過リターンとトラッキングエラーの比率を最大化するといったことでファンドの評価をし、ストラクチャリングするということもあるわけですが、今回基本ポートフォリオが絶対リターンのベース、絶対リスクのベースで構成をされているということを踏まえまして、基本ポートフォリオにいかんがいい影響を与えるかという観点でシャープレシオの最大化を施行したというものでございます。

ただし、個別のファンドの評価におきましては従来どおりインフォメーションレシオは引き続き使うということでございます。

また、(3)の最後の○でございますけれども、私どもは中期目標のもとでは資産クラスごとにはベンチマーク収益率の確保ということが要請されているわけでございます。こうしたことも踏まえまして、ベンチマーク指針を世界国債から著しく乖離するということも問題ではございませんので、外債全体としてのトラッキングエラーの管理の目安値というこ

とで2%という仕切りを今回置いたということでございます。

6ページ目にまいりましてポートフォリオ、この40%のアクティブ比率に至った経過というものを少し説明させていただきたいと思えます。4.のところをごらんいただければと思えます。まず私どもが行いましたのが、アクティブ比率を少しずつ変化させる。30%、40%、50%ということでもまず変化をさせた上で、それぞれのアクティブ比率の中でシャープレシオが最大になるようなストラクチャーというものをまずつくってみたというのがこの6ページ目の表でございます。こちらをごらんいただきますと、アクティブ比率が30%、40%、50%と上がるに従って、シャープレシオ自体は0.13、0.16、0.18とだんだん上がってくるわけでございます。

一方で、トラッキングエラーのほうもかなり上昇してまいりまして、1.27から1.89、2.28ということでこちらのほうも上がってくるということでございます。私ども、先ほどトラッキングエラーについては2%というしきい値を置きましたので、この2%のしきい値を超えるアクティブ比率50%は採用せず、今回のストラクチャーとしては40%案というものを選びとったというところでございます。

なお、このトラッキングエラーの管理の目途値でございますとか配分構成につきましては、今後運用が実際に始まってきて実績が出てまいります。そうしたものを常にフォローして、運用機関のパフォーマンス等を踏まえて必要があれば見直すというふうに考えているところでございます。

続きまして、7ページ目で「新興国とハイイールドの配分の考え方」ということでございます。

まず2ページ目にお戻りをいただきまして、このバブルチャートを再度ごらんいただければと思えます。今回のストラクチャーにおきましては、まずエマージングにつきましてはこの黄色の丸とオレンジの丸でございます。現地通貨物が2%、ドル建てのものが2%、合計4%という設定をしております。一方でハイイールドのほうはこの赤い丸でございますが、米国4%、欧州1%ということで、合計5%という設定になっているところでございます。

7ページ目にお戻りいただきまして、御承知のとおり新興国とハイイールドは少しマーケットも荒れているところでございます。とりわけ新興国につきましては通貨の下落、中国の状況でございますとか、原油価格の下落といったような状況、情勢を踏まえまして新興国の通貨の下落が見られているということで、特定のイベントに対しては新興国、ハイイールド、脆弱性があるということでございまして、こうしたことを踏まえまして新興国とハイイールドにつきましては少し慎重にスタートしたいということでございます。また、グローバル総合型におきましてもオフベンチでエマージング、またハイイールドも含まれていることもございますので、この外国債券のストラクチャー、ポートフォリオ全体について私ども慎重にモニタリングをしてまいりたいと考えているものでございます。

具体的にこのハイイールド、新興国がどういう脆弱性があるかということで8ページ目

をごらんいただければと思います。まず、この上の参考2というグラフをごらんいただければと思いますが、こちらのグラフは新興国の現地通貨建ての債券の利回りとボラティリティを表現してございます。この青い線が、6カ月のローリングリターンということで表現してございます。

それで、こちらは青線のグラフを見てまいりますと、2013年の5月ごろに量的金融緩和の縮小、いわゆるテーパリングトークというようなバーナンキ氏の発言等を境に、急激に新興国現地通貨物のリターンというのは落ちてきてなかなか戻らないといったような状況が見てとれたということでございます。すなわち、米国の金利上昇に対して脆弱性があるということでございます。

また、昨年10月ごろからオイルプライスがどんどん下がってまいりまして、そのころから新興国の現地通貨債券のパフォーマンスも少し落ちてきているということで、原油価格の下落というものに対しても弱さが見られるということでございます。

一方で、参考3のハイイールドのほうでございますけれども、こちらをごらんいただきますと2013年のテーパリングトークの際には少しパフォーマンスは悪化しましたが、すぐに戻ったということが見てとれたわけでございます。

一方で、昨年末の原油価格の下落時はこの青い線がぐっと下がって、ハイイールドはこのときには少し弱さが見られたということでございます。

このハイイールドにつきましては、9ページ目のグラフでハイイールド社債のセクターウェイトというものを表示してございますが、米国のハイイールド、この米国産のシェールガス、シェールオイルの会社がこのハイイールド債を発行しているケースがかなりございます。こちらの表では14%がエネルギーセクターということで、こうしたセクターが原油価格の下落時にパフォーマンスの足を引っ張るといったことが見てとれるところでございます。

したがって、新興国ハイイールドにつきましては現在トランジションを実施しているところでございますが、少し慎重に取り組んでいるというところでございます。私からの説明は以上でございます。

●青貝企画部長 続きまして委員限り3-2でございますが、今、陣場部長から説明させていただきました変更点、外国債券のマネージャーストラクチャーに伴う変更点を中心に、それ以外のところで年金積立金の管理及び運用に関する具体的な方針、業務方針をどういう形で改正してまいったかということについて御説明させていただきます。

1ページ目、改正事項のところの表紙をごらんください。まず外国債券に係るベンチマークの変更、評価ベンチの変更でございます。

それから、(2)ということで運用ガイドラインの改正でございますが、外国債券につきましては投資適格未満ハイイールドを追加するという、それから要望のあった転換社債というものも追加しております。

以上が外国債券のところでございますが、他の3資産につきましても国内債券について

は外国債券と同様に転換社債を追加したということでございます。

それから、国内株式につきましては運用先のほうから優先株、優先出資証券についても追加してほしいという要望がございましたので、この機会に運用対象に追加をさせていただいております。

最後に、外国株式でございます。同じく優先株式でございますが、こちらは実はMSCIのインデックスにおいて既に組み入れられております。そういう意味では、既に入っているものを改めて明確化するという趣旨で業務方針に書かせていただいております。詳しいことは、後ろの資料のほうに内容がついております。

それから、最後でございますが、※印、表紙の一番下でございますが、自家運用の外貨建て投資信託受益証券ファンドに係る改正でございますが、もともとオマースに取り組んだときにインフラということで外国債券ということ念頭に置いていたわけでございますが、オルタナティブ資産全体に対して自家運用として投資信託を購入することができる形にしているということでございます。詳しい内容は後ろにつけておりますが、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、この点に関しまして御意見、御質問等がありましたらお願いしたいと思います。

○堀江委員長代理 テクニカルな質問で恐縮ですが、陣場部長にちょっとお聞きしたいのは、この2ページと3ページでマネージャーストラクチャーの変更をされています。これは、多分アクティブマネージャーの応募状況を聞いてこういうふうにしたのか。これは演繹的に決めたわけではないですよ。マネージャーストラクチャーの9つのベンチマークがありますが、これはどうやって決められたのでしょうか。

●陣場運用部長 まず、応募の際にそもそもエマージングですとかインフレ連動とかハイイールドとか、こういうカテゴリーは募集をしましょうということで、1次の時点でカテゴリーとしては既に募集をかけております。それで、2次、3次と経て、これらのカテゴリーのマネージャーについては既に選定が終わっているという状態が5月につくられていたわけでございます。

それで、その中でシャープレシオ最大化といったプロセスを経てこういう構成をつくったという、結局演繹と帰納と両方なんですね。とりあえずカテゴリーとしては用意して、マネージャーがちゃんといるというのを確認した上で、演繹的にも帰納的にも片方ということではなくて両面から攻めていってこのストラクチャーになったということでございます。

○堀江委員長代理 それともう一点。3ページ目と4ページ目で今回のマネージャーストラクチャーはこれまでのストラクチャーを明確に改善するという意図で作成されていると思います。シティ国債との乖離をまずこの段階で、マネージャーストラクチャーを変えたことによって今回これだけの効果がありました。それにプラスして、今回アクティブマネージャーがそれにさらにプラスをして超過リターンを得ることを期待していますという、

この2段階になりますね。

それは、事前説明のときにもお聞きしたんですが、今後この改善点をどうやって公表していくのでしょうか。今のディスクロージャーだと、シティ国債からの超過リターンという形でこれだけ勝ちましたという形で多分報告されると思います。それをマネージャーストラクチャーを変更したことによって得られた効果と、それにさらにうまいマネージャーを選んだことによって得られた効果と2段階になるわけですね。それはどういうふうに。

●水野理事 (CIO) まず、一つ今回大きな考え方の整理がありまして、我々はこのマネストで何を目標しているのかということ、我々は基本ポートフォリオで求められたリスクリターンを改善するというのがマネストの最大の目的だろうということ、今回シャープレシオを使おう。それで、我々に対する、自分たちに対する評価ベンチマークも基本ポートフォリオに合わせて、その差については要するにマネージャーベンチマークが違う場合はそこも含めて執行部の意思決定でとりにいっているリスクですから、そこ、さらにそこからマネージャーベンチマークのアルファをとりにいく。だから、これはマネージャーの評価そのものになるのですが、この2つを合わせて執行部はマネストとして責任を持っているということを明確にしたということがございます。

それで、公表する場合、それをどうするかですけれども、マネージャーベンチマークとのアルファを公表した場合は、要するにこのマネージャーのパフォーマンスを公表していることになります。それで、それをシティからのアルファで捉えれば、ある意味、我々のパフォーマンスを公開していることになるので、これは我々も今回ラッセルにもお願いして我々のディスクロのあるべき姿等を検討しているところで、多分それも含めて考えると思うんですけれども、私どものディスクロというのはつまり何を公表しているのか。それぞれのマネージャーのパフォーマンスを公開しているのか。

我々のパフォーマンスを、運用委員会も含めたGPIFのパフォーマンスを公開しているのかということから考えると、多分ベンチマークだから今回だとシティの国債からの乖離を公表するほうが多分正しいとは思いますが、今までのやり方との整合性ですとか、とはいえ選ばれたマネージャーがちゃんとやってくれたかどうかということ、例えば本当は国民が知りたいかどうかわかりませんが、業界の人は知りたいと思いますが、そのあたりも含めて今、結論が出ているわけではないです。ただ、整理の仕方としてはそういうことだろうと思います。

○堀江委員長代理 今のことで私が懸念するのは、マネージャーストラクチャーの乖離のほうが多分結果としては圧倒的に大きくなると思います。そのときに、クレジットスプレッドがかなり大きく上下したときにこの超過率リターンが左右される可能性は高いわけです。そのときにマネージャーがそれから超過リターンを出したとしても、全体のシティ国債から見たら極めて大きくマイナスのリターンになっているケースがあります。そのときは成功報酬で、マネージャーの方にはマネージャーのベンチマークとの乖離で払うことになります。そのとき、国民から見るとこんなに負けているのに何でマネージャーに払って

いるんだというところの誤解が出ないか。その辺がちょっと気になります。

●水野理事（CIO） その疑問は十分理解してしまして、例えば今回、極端なファンドマネージャーですと100%オフベンチを許してくれているところもあったんです。そうすると、そこまでオフベンチを言うてくるんだったらうちのWGBIに合わせたらいいいじゃないかというのも一つの交渉としてはあり得たので、実際にそれもトライしてみました。

結果としては、そのベースで彼らがもともと使うといったバークレーズとWGBIに対して違うベンチマークにしたときに彼らの成功報酬の体系はどう変えるのかと提案させて、その2つの中で我々として安いと考えられるほうを今回とっています。

そういう意味では、もう一つ今後の課題としてはマネージャーベンチマークを今まではどちらかといえば向こうが希望するマネージャーベンチマークを採用するかどうか決めていたんですが、逆にこちらから我々としてはこういうベンチマークをマネージャーベンチでも使ってほしいけれども、いいよねというようなやり方も今後はあるかなというふうには思っています。

ただ、先ほどおっしゃったとおりで、国民としては確かにその一つのケースだけを捉えると納得感はないと思うんですけれども、ただ、全体からしてみればやはり成功報酬に今回変えている、パフォーマンスベースに変えているというのは納得感はあると思いますし、なかなか全てのポイントがどのケースになっても納得感があるようにというのは難しいと思いますので、今回の御提案というか、我々のやり方というのは今までに比べればかなり国民の目線に対しても近いものになっているのではないかと思いますけれども、もう少し個別性を持って検討していきたいと思っています。

○堀江委員長代理 今回の説明で私は納得しましたが、ポイントとして一番重要な点はやはり全体のポートフォリオに対して勝たなければいけない。そこが明確になっているので、コスト控除後で勝つという、そのポイントさえちゃんと把握されていればいいんじゃないかと思いましたので、今の御説明で私は納得しました。

●水野理事（CIO） ありがとうございます。

○米澤委員長 ほかにいかがでしょうか。かなり大きな変更ですね。文言のほうも、こちらの委員限り3-2のほうも少し変えなくちゃいけないようなこともあるぐらいの大きな変更だと思います。よろしいでしょうか。

では、清水委員どうぞ。

○清水委員 今回のマネージャーストラクチャーによって構成が複雑になると思うのですが、例えば外債全体のポートフォリオのシェアがありますが、相場が大きく動いてその外債のシェアが例えば乖離幅を超えそうになって、何らかのリバランスをしなければならぬというときに、このマネージャーストラクチャーとの関係というのはどのようになるのでしょうか。

例えば、マネージャーストラクチャーの下でこのリバランスが難しくなる。つまり、このパーセントが1とか4とか3とかいろいろ決まっていると、そのパーセントは変えずに

何かを減らしたり、増やしたりできるのか。あるいは、そういうことは考えずに、例えばもうかっているところを売るとかができるのか。そういう対応の仕方が複雑になるような気がするのですが。

●水野理事 (CIO) 難しくなったか、難しくなっていないかという御質問に対して、回答はイエスであります。というのは、当然流動性の低いものが今回入ってきていますので、売り買いにかかるスピードは遅くなるというか、時間がかかるという大前提ははっきり申し上げたほうがいいと思います。

その上で私どもがどうしているかということをお知らせすると、前回というか、前々回はトランジションマネージャーの選定について認めていただいたのを覚えておられるかと思いますが、外国債券についてはブラックロックをトランジションマネージャーで採用してしまっていて、今回のこのリバランスに関してはブラックロックに毎回例えば我々がちょっと変えるときに案を流して、この変え方だとどのくらいかかるんだとか、そういうことに全部ヒアリングをかけています。その場合のコストの推定もトランジションマネージャーに出させています。

それで、状況によっては例えばトランジションマネーを使ったほうがコストが安い。例えば、我々の反対の取引をしたいお客さんを持っていけばそこでコストなしでやってくれますし、あるいは入り繰りでのもので非常に時間がかかると言われた場合は、トランジションマネージャーに任せるのではなくて今はキャッシュがインフローで入ってくるタイミングなので、それでキャッシュで買ったほうが安い、あるいは早いんじゃないかということもやっております。

このあたりは現在トライしながら知見を高めているところですので、お答えとしては今までよりも確かに複雑になっていますけれども、それに合わせて我々も今ノウハウを蓄積しているということになります。

○米澤委員長 加えて、マーケットタイミングも考えるというハイイールドみたいなというのは結構難しそうですね。

●水野理事 (CIO) そうですね。我々は相場師ではないので明日どうなるかという話ではないんですけれども、今、陣場が申しあげましたように、例えば今回最適化を機械的にかけたところ、エマージング、ハイイールドに関しては割と高いアロケーションが出てきたのですが、そこはただ我々の相場観というか、マーケットの過去の研究でテーパリングや原油価格、資源価格の加工局面に弱いという判断をして、今回ここは機械的に出てきたオプティマイズされたアロケーションよりも小さくスタートしようとか、そういうことは考えています。それをちょっとこれで申し上げたかったんですけれども。

○堀江委員長代理 もう一点、追加でお願いがあります。シャープ比率の最大化というのは多分ほかの企業年金でも取り入れられていると思うのですが、私はこれはディスクローズするかどうかは別にして、運用会社にはディスクローズしてほしいです。

なぜかという、これはシャープ比率最大化になるとやはり他者と差別化した投資戦略

でないと採用されないというシグナリング効果があります。ですので、似たような運用マネージャーはいっぱいいてもGPIFにとってもメリットはありませんし、私も運用会社の方に、そんなものは存在意義はないと申し上げているわけです。

この点を伝えていただくことによって、やはり自分たちはほかと違うことをやって差別化しなきゃいけないというシグナリングの効果が非常に大きい。このやり方についてはぜひ運用会社の方にはディスクローズしていただいて、彼らにもうちょっと他者と似たようなやり方をさせないという意味で私はシグナリング効果があると思うので、それはお願いしたいと思います。

●水野理事（CIO） ありがとうございます。確かに今までのやり方では、いわゆる個性的なファンドはなかなか選ばれなかったということだと思います。それで、今回どこをディスクローズするかはまだ内部でも議論中なんですけれども、率直に申し上げればそのプロセスでどういったかを言わなくても、このマネストを見た段階で業界の人は皆すぐ気づくとは思いますが。

今おっしゃったような効果に関しましては、多分そのあたりはどのような形でコミュニケーションして業界全体との関係をよくしていくかというのは十分考慮すべきですので、頭に入れて議論していきたいと思っています。

○米澤委員長 では、トラッキングエラーの制約のもとでシャーププレシオ最大化ですね。

○堀江委員長代理 GPIFとしてということなので、彼ら自身でやってもらうわけではないので、重要な点は運用会社にそんなことをやってもらう必要はありませんということです。

○米澤委員長 よろしいでしょうか。では、こういうことで進めたいということです。

3番目は、被用者年金一元化法の施行に伴う管理運用の方針の作成等についてということで、委員限り4の「被用者年金一元化法の施行に伴う管理運用の方針の作成等について」、事務局のほうから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。

この資料の一番上にございますが、管理運用の方針の作成につきましては厚生年金保険等の一部を改正する法律によって管理運用主体、当法人を含めてその管理する積立金の管理及び運用を適切に行うため積立金基本指針というものがございまして、それに基づきましてモデルポートフォリオを既につくっております。

あわせて、この10月までに管理運用の方針というものを定める。そして、その所管大臣の承認を得る必要がある。こういうことになっております。

それで、管理運用の方針に何を記載するかということにつきましては、そこにごらんとおり1から4までの項目がございまして、この項目は、実際には既に御承認を頂戴して定めております中期計画の中身と等しいことから、その該当部分をそのまま管理運用の方針という形で記載させていただきたいと考えております。その上で、10月1日までに厚生労働大臣の承認を得た上で公表を行わせていただきたいと考えております。

念のため、ページを1つめくっていただきまして、3ページ目に絵をつけております。

一番下に、年金積立金の管理及び運用に関する具体的な方針ということで、業務方針と呼んでいるものがございます。その前提として左側に中期計画があり、さらにその上に中期目標をいただいているという形になっているわけですが、この流れに加わる形で、厚生年金保険法に基づきましてまず積立金基本指針が示されて、それに基づいてモデルポートフォリオをつくり、今回管理運用の方針を厚生労働大臣に承認をいただく。こういう2つの流れがあって、業務方針ができている。こういう形に体系が変わるということがございます。

そういった形でございますが、あわせて別紙2にこの業務方針の変更、色がたくさんついていてちょっと見にくいかもしれませんが、簡単にだけ御説明いたします。別紙2でございますが、新旧対照表になっております。左側が新しいものでございますが、10月1日付の改正ということでございますが、黄色の部分だけ先に、ここには管理運用の方針という言葉を入れさせていただいておりますが、その前に中期計画という言葉がありますので、中期計画と管理運用の方針に基づきということになっております。

同じような形で、2ページ目、3ページ目には中期計画の横に管理運用の方針が加わるという形で、この業務方針を変更しているというものでございます。

あとは、変更点は非常に技術的な変更でございますが、青色の部分、これまで年金積立金の管理及び運用に関する具体的な方針という一番上のタイトルそのものを業務方針という名前に通称していたわけですが、これをそのまま正式名称とさせていただきたいということでございます。

なぜそういうことをするかと申し上げますと、この1ページの左側下でございますが、年金積立金（管理積立金）という表現が厚生年金保険法の中で定められております。これは、積立金を指す用語としてこういう言葉が使用されているということでございます。したがって、年金積立金、それから管理積立金、2種類用語がございます。そういうこともございますので、冒頭のタイトルのところの年金積立金の管理及び運用に関する具体的な方針というものを業務方針と言ったほうがシンプルであろうと考えまして、このような形にさせていただくというものでございます。

以上、私からの御報告でございます。

○米澤委員長 ありがとうございます。これは極めて機械的といったらおかしいですが、中身が変わったわけでもありませんので、その位置づけをもう一回確認したということでございますので、よろしいですね。

GPIFも被用者年金一元化の中においてはワンオブゼムでございますので、全体としてのモデルポートフォリオに従わなくてはいけないということで今、言ったような格好で位置づけるということでよろしいでしょうか。

それでは、次の報告事項です。専門人材の確保等に関してですが、委員限り5、専門人材の確保に係る進捗状況についてですね。これを、事務局のほうから説明をお願いしたいと思います。

●大江理事 これは、私の方から御説明を申し上げます。

委員限り5でございます。専門人材の確保に係る進捗状況ということで、本件につきましてはことしの4月に一度、途中経過の報告をさせていただいております。そのときに実は御報告させていただいたものは、1の公募期間等の中で申し上げますと①の広報戦略担当職員、②オルタナティブの、この3つの担当職員、それから飛びまして④運用リスク管理の責任者、担当職員ということで、この状況について御報告させていただきましたが、その時点ではまだ採用に至っていないという御報告を差し上げました。

その後、新たな専門人材の確保ということで、先ほども出ましたが、⑤のスチュワードシップ・コード担当職員、それから⑥法務担当、リーガルの職員、それから③でございますが、一番直近では委託資産の管理運用、いわば伝統的資産の運用機関に係る運用専門職員という者を公募している。まさに、公募中のところでございます。

なお、②のオルタナティブ運用でございますが、実は一度3月で締めてその状況を報告させていただきましたが、その後も8月から再度追加で募集ということで、引き続き公募を開始しているところでございます。

したがって、実は締めたところ、締めていないところとございますが、現在募集しておりますのはこの①から③の3つの職員、それから既に募集を受付終了したのが④から⑥までということでございます。

現在の採用状況は2のほうにございますが、応募者数等はここにごらんいただいたようなところでございますが、右から2つ目の段、採用あるいは採用内定者、その一番下のところの合計を見ますと2という数字が挙がっております。具体的には上から4つ目のオルタナティブの中の不動産の担当職員、これが内定1ということで運用専門職員、プロ職員の内定を今、出しているところでございます。

それから、下から4つ目ぐらいにリスク管理の担当職員というのがいまして、これはもう既に採用済ということで現に私どもと一緒に今、仕事をしているところでございます。

なお、上から2つ目、インフラ担当職員のところに備考に※印がございまして、最終的に残った1名につきましては、その方の経歴等を勘案いたしまして、インフラというよりはむしろ委託運用の担当職員のほうがふさわしいのではないかとということで、そちらの正規職員として、いわばプロ職員でなくて正規職員として採用したという経緯がございまして、そういった意味で、実質的には3名採用をしているところでございます。

なお、冒頭申し上げました、前回御報告した以降に公募いたしましたスチュワードシップとか、そういった法務担当、こういったものにつきましては現在まさに選考手続中でございますので、まだは採用は逆に言うとゼロでもないんですけれども、選考中であるというところで今後また御報告できるかと思っております。

以上、今回実質3名採用できましたけれども、引き続き優秀な職員が採用できるように選考等を進めていきたいと考えているところでございます。説明としては、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。正規職員と運用専門職員というのはどう違うのか、簡単でいいのですが。

●大江理事 簡単に申し上げますと、まず1つは給与体系が全く異なっております。独法といたしまして、正規職員の場合はやはり国に準拠するような形になってまいります。それと違しまして、専門職員、プロ職員の場合は給与体系が民間金融機関並みの実際に運用を担当していらっしゃる方、そういった給与水準にいたしております。

もう一点は、そういったことから正規職員としては基本的に一般的な職員でございますが、専門職員につきましては任期を限った形でやるということで、そういう意味では本当のプロ職員として採用する。

そういった体系の違い、2点が異なるというところでございます。

○米澤委員長 いかがでしょうか。これはこういうような状況で進んでいるということで、なるべくゼロのところは1にしてほしいというようなことでお願いするしかないですね。

●大江理事 しっかりやりたいと思います。

○米澤委員長 よろしいですか。

では、佐藤委員どうぞ。

○佐藤委員 広報戦略担当というのは非常に重要だろうと思っております、ゼロの意味合いは、8人書類でパスしたんだけど、実際に会ってみたらだめだったということではなくて、これはまだワークインプログレスというか、現在進行形、これからということなんです。

●大江理事 そうです。ごらんいただきますと、これは実は募集したのは一番早くて、①にありますように1月から募集をしております。ただ、ほかと違しましては通年受付ということで期限を限っておりません。

したがって、今もまた手が挙がってきておりますので、そういった中からいい方がいればぜひ採用していきたいという考え方で進めております。

○佐藤委員 その際の条件としては英語力というか、語学力というのは結構重要なファクターじゃないか。海外発信というか、外国プレスとか、その対応というのは結構重要になってくるのではないかと思うんですけども。

●水野理事 (CIO) これはまさにうちの広報担当の難しさでありまして、広報というと多分、英語ではそれこそPRなんですけど、我々はいわゆるステイクホルダーRというか、IRのような仕事も求められるわけです。ですから、例えばメーカーさんで何かを売るための広報というのは難しいということがまず1つの制約条件になっています。

もう一つは、海外の扱いに関して、今までの私どもの採用の条件では海外のメディア担当の経験もあると入れているのですが、実はそれによって応募者がふえない事実があるということもどうもわかってきています。そこを、例えば海外のメディアとはいえ、国内に担当者がいるんだから英語ができなくてもよしとするかとか、その辺も含めて条件も考えながらやっていかないと、なかなか応募者数が、大江が申しあげましたけれども1月から

開けているにもかかわらず、何か聞いている話ですと条件が厳し過ぎるという話もありますので、そのあたりは英語を話せるにこしたことはないんですけども、最終的にそれをマストにすると集まらないのであれば、ちょっとそこは条件外でとなるかもしれないかと思っています。

○佐藤委員 切り分けたほうがいいのかもしいですね。両方求めるとするのは、なかなか酷だなと。

○米澤委員長 これは、重ねて引き続きいい人を探してほしいと思います。よろしいですか。

その次はリスク管理状況等でございまして、資料1及び委員限り参考1並びに委員限り6について事務局から説明をお願いしたいと思います。

●青木審議役 まず、資料1でございます。平成27年度第1四半期運用状況でございますが、4月から6月末までということでございます。

この内容につきましては8月の終わりに公表させていただいたものでございりますが、収益率は国内株式の上昇や円安の効果によりプラス1.92%、収益額は2兆6,489億円、6月末の運用資産額は141兆1,209億円ということでございます。

3ページの真ん中あたりですけれども、各資産別の収益率を記載しております。

また、7ページで右側のほうですが、ベンチマークの収益率、それと上のほうでこの4月から6月の運用環境について記載をさせていただいております。

それから5ページでございますが、国の年金特別会計で管理する積立金も含めた年金積立金全体に占める各資産の構成割合、パーセンテージを記載いたしております。

続きまして、資料1の委員限り参考1でございます。これは、②のところをごらんいただきますと各資産別、その中でもパッシブ、アクティブ別の超過リターンをお示ししております。

アクティブにつきましては、国内株式、外国株式、この第1四半期はプラスでございました。外国債券につきましては、アクティブ、マイナス0.32%ということでございました。その要因につきましては、注書きのところに記載をさせていただいております。

四半期の関係は以上でございますが、続いてリスク管理でございます。

●五十里投資戦略部長 委員限り6をごらんいただきたいと思います。今、6月末の運用状況についての御説明だったわけですけれども、リスク管理は7月の速報まで入れてございします。

それで、10ページをごらんいただきたいと思います。7月でございますけれども、7月の前半はやはりギリシャの債務問題、あとは中国の株式市場が非常に混乱をしていたということでリスク会議のほうにいていたわけですが、後半はギリシャの問題が割と落ち着きましたので、それで少し戻したということで、10ページの収益率のところを見ていただきますと、速報値であります。全体として1.35%、国内株式が1.74、外国債券が2.05、外国株式が2.30、国内債券0.23ということで、6月はちょっと落としたんですけれども、

7月多少は戻したというような状況でございます。

収益額でございます。その下でございますけれども、全体で1兆8,500億円ぐらいということで、7月までの累計としまして4兆5,000億ぐらいというような収益額にとりあえずなっていますということでございます。

それで、前に戻っていただきまして1ページをごらんいただきたいと思います。基本ポートフォリオ等からの乖離状況でございますけれども、基本的に7月は少しリスク性資産のほうを戻していますので、外国債券と、あとは外国株式のほう乖離幅が少し小さくなる。それで、国内株式も伸ばしたんですけれども、資産額は伸ばしたのですが、外国債券と外国株式がより伸びたものですから、結果的にちょっと乖離が広がったということでございます。国内債券は、着実に縮まっているという状況でございます。

次に4ページ目をごらんいただきたいと思いますけれども、複合ベンチマークの要因分析ということでございます。先ほど収益率を御説明いたしましたが、基本的にはリスク性資産が好調でありました。ただ、その一方、リスク性資産は基本的にアンダーウエートになっていますので、結果的に資産配分要因としてはマイナスになっています。7月の速報でマイナス9ベースということございまして、超過リターンのほうもほぼこれと同じマイナス9ベースということになってございます。

あとは、8ページをごらんいただきますと流動性リスクでございます。この下のグラフでございますILLIQのほうは、非常に指標自体が低いところで推移をしております。流動性は、引き続き高いような状況が続いているということでございます。7月は、こういう感じでございます。

それで、多分、関心事として8月はどうなったかということだと思っておりますけれども、8月につきましてはデータというか、係数を今、精査しているところございまして、きょうの場では御報告はできないのですが、次回あたりにまた報告をさせていただきたいと思っております。

ただ、事実関係としてわかることを申し上げますと、7月末から8月末までの間にベンチマークをちょっと見てみますと、野村BPIがプラス0.17、トピックスがマイナス7.36、ウイグビーがマイナス2.26、ACWIがマイナス8.94ということで、非常に内外株式のベンチマークが8%、9%ぐらいまで落ちている状況でございます。

御案内のとおり、8月は中旬以降、中国の景気減速に対する懸念みたいなものがあって、プラス米国の利上げがどうなるかというような不透明感もあったということで、非常に市場が悪くなってきたというような状況がありますけれども、そういう状況でやはりベンチマークも相当乱高下していますが、8月は大分そういう意味では厳しい状況になっているということでございます。

法人内では、この7月あたりからほぼ毎日、日々の収益額とか資産構成といったものを推計してウォッチしています。関係者で情報を共有して、場合によっては経済環境コンサルとか、そういうところも活用しつつ、投資委員会の場で現状把握とか、今後の見通しと

か、そういうものの議論をして、対処方針とか、そういうものを検討しているという状況でございます。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した。

最後の点を除けば、7月までは特段大きな問題はなかったということで御報告をいただいたと思うわけです。それから、それ以降はまだデータが全部出てきていないということもありますし、9月に入ってもう少し深刻なことが起きているということでございますので、それはまた別途データのそろったところで御報告いただきたいと思います。

それから、参考までに、私はリーマンショックのときも委員をやっていたわけですがけれども、そのときは1回ほど臨時で集まったことがございます。それでいろいろ意見をして、何かそれまでと違ったことをしたということにはならなかったわけですがけれども、一応確認のために集まったということもありましたので、そういう必要がないようなことを願いますけれども、もしそういうような状況がありましたら、運用委員会ですからやはりその責務も含めて集まる必要がありましたら集合したいと思います。

だからといって、何かすぐにどう変えるというわけではなくて、現状認識で問題を共有するという場も必要かと思っておりますので、そのときはまたということです。これは事務局からの発言ではなくて私の個人的な発言ですので、そのレベルで受けとめておいていただきたいと思います。

いかがでしょうか、きょうのところの報告で、何か御質問、御意見ございますか。

では、どうぞ菅家委員。

○菅家委員 今、最後に五十里部長から口頭で報告された部分ですけれども、非常に世界経済を含めて不透明感が増しているという状況があると思うんです。

したがって、この1年間、基本ポートフォリオの中心線に向かってひたすら進んできたと思うんですけれども、必ずしもそういう投資スタンスだけでいいのかどうかということについては、よくよく検証、検討していただきたいと思います。

それから、財政検証をベースに基本ポートの議論をするというのが基本だとは思いますがけれども、なかなか先行きが見通せない中でこれまでの前提を置いた議論だけでいいのかということも含めて、もう少しフォワードルッキングな分析、検討もぜひ積極的にやっていただきたいと思いますので、そこは申し上げておきたいと思っております。

○米澤委員長 よろしいですね。承りました。

●水野理事（CIO） おっしゃるとおりだと思います。検討しております。

○佐藤委員 リーマンショックのときには、どういう議論がその臨時運用委員会では出たんですか。

○米澤委員長 簡単にいうと、リバランスするか否かです。かなりどん底だったかどうか、ちょっと忘れちゃったけれども、非常に下がって、内外株式がアンダーウエートするわけです。それで、ルールに従えばリバランスするわけです。買うわけです。そこで買いに行くかどうかということを議論しました。

片や、結構、企業年金等は皆、弱気になっていましたから、今回はリバランスしないところも出てきていました。だから、アンダーのままにしておいてということもあったので、その中においてどうしたらいいかということも議論したんですね。

今回の場合には今、言ったようにかなり中心線にはいっていますけれども、リバランスというか、今、菅家委員が言ったように中心線にいくスピードのほうが関係してくるのかもしれないけれども、広い意味で基本ポートフォリオにどう近づけるのか、近づけたいのかという議論なのかもしれませんね。

そのときは、結局リバランスしてよかったというのをリーマンショックのときの経験として述べているのでというのは参考としてお話ししたいと思います。

●大江理事 そのとき、私がちょうど運用部長をやっていたので補足をいたしますと、今と違いまして当時はたしか10兆円を超えるニューマネーがまだ残っていた時期でございまして、放っておいてもニューマネーがくる。

ですから、それをまさにキャッシュで持つておくのか。あるいは、逆にそれでただ円債を買うのか。それとも、アンダーになった内外株式を買うのか。そのときは、結果的には内外株が大きくアンダーしましたのでほとんど内外株式を買って、反転したときにそれがプラスになった。

それで、米澤委員長がおっしゃったものですが、あのときはたしか基本ポート自体を見直すかどうかという大きな議論も含めて、いろいろなリスク指標を見てSVとかを見ながら議論もさせていただいた。それで、それにあわせてそういう議論もしたということです。

それで、状況としては今はニューマネーがそんなにないという状況ですので、置かれている背景というか、環境もちょっと違うところがあると思います。

○菅家委員 私が申し上げたかったのは、リーマンショック級のものがきたときにどう対応するかということではなくて、それを事前にどれだけ予見できるかというのは難しいと思いますけれども、そういうことも含めた対応がますます求められるのではないかといいことを申し上げたかったわけです。

●水野理事 (CIO) 乖離許容幅を割と広くいただいておりますので、そういう今のことも含めて、私どもの中では今後のマーケット、フォワードルッキングを見てどうすべきかという議論を日常的に行っているわけなんですけれども、例えば乖離許容幅を超えるようなショックが起きたときというのは、当然、運用委員会緊急招集事態だろうとは思っています。

ただ、1つ、この辺はどうするかというのを我々の中でも判断させていただきたいのは、乖離許容幅の範囲内で動いているときにどうするか。规则的には多分、運用委員会に御相談するような事項ではないと思うんですけれども、ちょっと我々として環境が激変で、基本ポートを先ほどみたいにゼロベースでその環境下で直すというのは今のやり方の複雑さから言ったらとても無理ですので、要するに乖離許容幅を超えても一時的に許容するか、あるいは範囲内でも何かの方向性をつくるかということについて、運用委員会の間合いに

については我々もよく考えますので、また別途御相談させていただければと思っています。
○米澤委員長　そういう必要がないことを願うしかないですね。そういうこともあり得るということをお頭の片隅に入れておいていただくということで、よろしいでしょうか。

次は情報セキュリティに関してですが、私のほうから次のようなことを提案させていただきたいということでお聞きください。情報セキュリティに関しましては、御存じのようにいろいろ情報の流出の事案が生じております。国においても非常に強化をしているようですが、ここGPIFにおいても、より一層強化していく必要があるということは、我々は当たり前ですけれども、認識しているはずで。

それで、我々として何ができるかということで、この運用委員会においても情報セキュリティの確保の徹底を図ることがやはり必要でしょうということで、もう少し具体的に言いますと、GPIFから我々のほうにいろいろ提供されている資料等の管理において、ないとは思いますが、そこから情報漏えいというものが有り得るとすると、それはあってはならないということなので、その防止を徹底する必要があるんじゃないだろうか。

では、具体的にどんなことをしたらいいのかということで、事務局のほうに整理をさせていただいておりますので、それをちょっとお示しして、それに従いまして我々も肅々とそれに協力しようということにしたいと思っております。まず、その内容に関して事務局のほうで整理をしていただきましたので、御報告というか、御紹介をいただきたいと思っております。

●青木審議役　御報告申し上げます。

申し上げますまでもなく、委員の皆様におかれましては、法律上、守秘義務がございますことから、当法人に関する機密情報を適正に管理していただくことが求められているかと存じますけれども、かねて皆様にはこのことに関しましてさまざまに御配慮いただききたところがございます。

一方、昨今、情報流出事案が発生する中、当法人としては役職員はもとより、関係の方々の御協力をいただきながら、情報セキュリティの確保につきまして一層の強化徹底を図ってまいりたいと考えているところでございます。

今、委員長からお話ございましたけれども、事務局といたしましては、委員長の御意向を踏まえまして情報漏えいを防止するため、守っていただくことが必要と考えられます事項を委員限り7のお願いという形で整理をさせていただきました。以下、その内容について申し上げます。

1番目のところが、書面で御提供しております資料の管理でございますが、資料を施錠できる場所に保管いただければと考えておりますし、また、御本人が使用される場合を除き、コピーはお控えいただければと考えております。不必要となった資料につきましては、直ちに廃棄をお願いいたしたいと考えております。

2のところが、電子メールを通じて送受信をさせていただいております電子文書の関係でございます。この関係につきましては、所属をされておられます組織のメールアドレス

を利用した送受信を原則とさせていただきたいと考えております。

個人のメールアドレスに、その所属組織のメールアドレスから転送される場合も含めてのことと考えておりますが、情報セキュリティをめぐる今日の状況の中で十分な対策の観点からどうかといった点の御議論もありますので、議事要旨や議事録など守秘性の高い情報の送受信を行うことは控えさせていただければと考えております。

また、議事要旨案、議事録案の御確認をいただく際は、原則として添付ファイルを暗号化の上、電子メールよりお送りをいたしておりますが、今後そのパスワードにつきましてはお電話ですとか、あるいは運用委員会でおいでになられました際に口頭でお伝えするというような形に改めたいと考えております。

送受信メールにつきましては、不必要となり次第、直ちに削除をお願いできればと考えております。

なお、所属されます組織の情報システムにつきまして、この機会に改めまして情報漏えいに関する対策が十分講じられているかどうか。また、御本人以外の方が閲覧できないよう、そのアクセス制御等の措置が講じられているかどうかといった点について御確認をいただければと考えております。

電子文書にかかわります以上の取り扱いにつきまして、何か御支障があるというような場合には事務局のほうで個別に御相談をさせていただいて、いい方法があればそれによるということにさせていただきたいと考えております。

なお、この委員限り7に記載まではいたしておりませんが、一部、委員の随行の方等におかれましても、電子文書を含めまして当法人より御提供させていただく資料につきましては、情報漏えいを防止するため、委員限り7の取り扱いに準じまして厳正な管理をお願いしたいと考えているところでございます。事務局からは、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。そういうことで、面倒くさくなるんではないんですけれども、それがよくないので、必要なことは重々承知しておりますのでちゃんとやりましょうということです。特段、大学関係者は少しセキュリティが甘い感じがしなくもないので、それは個別でいろいろ対応していただくようにしましょう。よろしいですね。これをお願いしたいと思います。

きょう予定したものは以上でございますが、1～2点確認したいと思います。

前回は大分前になってしまったのですが、覚えていらっしゃるでしょうか。LP投資のところでもいろいろ議論をさせていただいて、もう少し使い勝手をよくするようにはしたらいいんじゃないか。要するに、LP投資を認めていただくようにしたほうがいいんじゃないだろうかということで建議というようなことも出てきたかと思うんですけれども、その点、その後は何か議論が進んでいるのか、進んでいないのかどうか、改めて確認をさせていただきたいのですが、どなたがよろしいでしょうか。森参事官、この点に関して話は進みますか、進んでいないですか。

●森参事官 では、御指名でございますので私から御説明させていただきます。

まずは、GPIFの理事長のほうから当省にしかるべくこの点については御要望をさせていただいたと理解しております。

あともう一つ、事務的にはこれは法制化みたいな話になりますと、そもそもLPSと申すけれども、これはパートナーシップの一つの形態なのですが、日本法で申すといわゆる投資事業組合のものを言うのか、匿名組合とか、そういうものも広げるのか。匿名組合の場合、リミテッドパートナーの関与の仕方というのはどういうふうに担保するのかとか、いろいろ多分あると思いますし、政令というお話もございましたけれども、そうなりますと法律におけるところの授權の中に入っているかどうか。つまり、あとは法律の条文のほかに、今は政令で定められているものは一体どういう考え方で定められているかという整理の話と、それは何かGPIFのほうで今、整理されていて、今後、私ども事務方に御説明いただくという、この2つの話があるというふうに理解しております。状況説明ということで、以上です。

●三谷理事長 私も直接大臣にお願いしまして、厚労省のほうでも動き始めていただいているということで、その後どういうふうになるのかというのはまだ見えていないんですけれども、今、検討の途上に入ったというところでございます。

○米澤委員長 検討の途上というのは結構時間のかかる、もちろん法律の改正となればそれはすごく時間がかかることなんですけれども、実質的にどんなタイムスケジュールみたいなものが想定されているのか、わかる範囲でお話いただけますか。

●森参事官 それは前半の話と後半の話があって、後半の話というのは非常にテクニカルな話です。

ただ、それは前回、政令という話もありましたけれども、政令でいくのか、法律でいくのかを含めて、まずはGPIFで整理をしていただくという話がございますが。

○米澤委員長 それは、GPIF側で整理するということですか。

●森参事官 まず何をやりたいかという話でLPSと言いましたけれども、日本で申す投資事業組合法とかありますね。あの範囲だけなのか。リミテッドパートナーシップというのはそもそも欧米でするので契約して匿名組合みたいなものをつくるケースもあるんですけれども、そういうものも御要望になるのかとか、いろいろその整理があると思います。

ただ、そもそもこういうものを生涯出すということになりますと、それはもうちょっと大所高所の御判断というのがある。そこら辺というのは、またそもそも論の話があるということなんです。

○米澤委員長 では、水野理事どうぞ。

●水野理事(CIO) 検討、ありがとうございます。こういうテクニカルな御説明をされると、わかったような、わからないような気持ちにだんだん皆さんなっていると思いますけれども、本当に難しい検討をしてもらっていると思うのですが、やはりいろいろなところから本当にこの件について運用委員の皆様も含めて納得されているのかという質問もされたりしております。

そういう観点からしますと、前回米澤委員長から建議を出しましょうかということで、とりあえずそれは要らないだろうということでここまで話を進めさせていただいて、森参事官のほうでも頑張っただけでやっていたらいいんですけども、やはりこの運用委員会として明確にコストをリスクについてはとるべきではないというお考えがあるのであれば、建議という形で残していただいたほうがいいのではないかと考えています。

というのは、議論に時間がかかる場合もありますし、そのときに本当にきちんとした合意があったのかということが疑問視されますと、また振り出しに戻る可能性もあるということと、あと一つはずっと前のときも私も訴えておりました皆さんも御理解いただいていると思うんですけども、やはりLPS等をやるということと運用の拡大を求めていると思われる方が結構いらっしゃいます。そうではなくて、今回これは効率化なんだ。要するに、原資産のリスクに加えて余分なストラクチャーリスクと余分なコストを払っているという状況は、これは廃止すべきであるということだったと思いますので、その辺のそもそもなぜLPSを認めてもらうように厚労省にGPIFが働きかけるべきであるかということも含めて、何かの形で正式に残していただいたほうがよろしいんじゃないかと我々は考えています。

○米澤委員長 そうですね。実際にいろいろ交渉していただいています事務局の理事長、それから理事の感想も含めて一定の御提案があったとすれば、むしろ我々もそういう方向でお願いしたいと思います。あとは改めて決議する必要があるかどうかということをお次回までにまとめておいていただければいいかと考えています。

繰り返しますけれども、意見としてはぜひそういうことをお願いしたいというのは皆さん一致していると思いますので、そういうことでよろしいでしょうか。

(委員 異議なし)

○米澤委員長 ありがとうございます。

それからもう一点、理事長から御発言があると聞いておりますが、どういう御発言でしょうか。

●三谷理事長

御承知のとおり、運用専門職も含めてこれから増員を図っていかなければいけない。ついではこの事務所では狭過ぎるということで、かねてから事務所の移転ということを検討してまいりまして、最終的には総合評価という形での一般競争入札をやらせていただきまして、8月末に契約の内容を公表したということでございます。移転先は、森ビルの虎の門ヒルズ7階のフロアということでございます。

移転先の募集に当たりましては耐震性能であるとか、いざとなった場合の自家発電の能力であるとか、いろいろな業務の利便上、一定の地域の中にあるとか、もしくは余りフロアが分かれてしまうと大変ですのでワンフロアで入れるところとか、セキュリティとか、幾つかの条件を出しましてそれに合致したところで入札をしたということでございます。

面積も今より5割ぐらい広くなりまして、ここが420坪強なんですけれども、新しいところは640坪ぐらいということで、この会議室も含めて主要な装備は大体できるかと考えてお

ります。

今後、必要な工事等を行いまして年末に移転をしようということで、具体的には28日が御用納めになるのですが、その前の3連休に荷物を向こうに運んで、御用納めの日には荷物の整理に当たってもらいまして、1月4日から支障なく業務ができるという形で対応したいと思っております。

もちろん、これから内装工事等いろいろありますので、万が一、間に合わないということもあり得ないわけではありませんけれども、一応そういうことを念頭に進めているということでございます。以上です。

○米澤委員長 どうもありがとうございました。そういうことだそうですので、楽しみにしております。

これで全て終わりにしたいと思いますが、事務局のほうから連絡等ありましたらよろしくお願いしたいと思います。

●青木審議役 委員限り5の専門人材の確保の関係の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98回運用委員会につきましては平成27年10月2日金曜日、15時から当法人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。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、第97回運用委員会はこれで終わりにしたいと思います。どうも御苦勞様でした。