

第99回運用委員会議事録

1. 日 時:平成27年11月 6 日 (金) 14:00～16:00
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 ・大野委員 ・佐藤委員
・清水委員 ・菅家委員 ・武田委員
4. 議 事
 - (1) マネジャー・エントリー制について
 - (2) 委託調査研究について
 - (3) その他

●三石審議役

それでは、ただいまから第99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、清水委員が30分ほど遅れるということでございますが、本日は全員御出席いただく予定でございます。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、会議は成立している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が、議事次第、座席図のほかに、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、報告事項の区別を明示いたしまして順に記載をしておりますのでごらんください。

続きまして、委員限り2 マネジャー・エントリー制の導入の考え方(案)がございません。

そして、委員限り3 8月以降の市場変動における当法人の対応。

委員限り4 委託調査研究オルタナティブ資産についての基本ポートフォリオ上の管理手法の調査研究業務の実施とりやめについて。

委員限り5 平成27年度キャッシュアウトへの対応と今後の見通し。

最後に、委員限り6 資産構成割合の変更に係る取組状況についてでございます。

なお、委員限りの3、5及び6につきましては、恐縮でございますが、運用委員会終了後に回収をさせていただきますので、机の上に置いておいていただきますようお願いを申し上げます。随行の皆様も同様をお願いをいたします。

資料の確認についてはよろしゅうございますでしょうか。

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 改めまして、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、議題に従いまして進めていきたいと思いをします。

最初は、本日の1つの審議事項でございます。委員限り2ですね。マネジャー・エントリー制の導入の考え方(案)について、事務局のほうから説明をお願いしたいと思いをします。よろしくお祈いします。

●水野理事 では、先に私のほうから、今回、皆さんにお祈いすることになりました経緯と、本日どういふことを審議していただきたいかといふことを少しまとめて話させていたいただきまして、その後、森のほうから資料に沿って説明をさせていただきます。

マネジャー・エントリー制につきましては、以前から私どものほうで検討しているといふことは、皆さんに御承知おきいただいていたところでありませけれども、現在、外国債券のマネジャー・ストラクチャーが終わり、それでマネジャーのストラクチャリングを変えてリバランスなどをしてきたわけですが、今、ほかの日本株・外株も含めマネジャーの選択肢が我々非常に限られているといふ中で、さまざまな経済環境に応じてマネジャーの入れかえをしていく選択肢が大変限られた状態になってきてお祈います。

一方で、例えば今までの3年に1回のサイクルですと、スマートベータのように急速に発達しているような運用手法を取り込めないといふような問題もございまして、それでマネジャー・エントリー制についてはぜひやるべきだろうといふことで、我々の中で検討を進めてきたわけですが、まず、きょうのところでは、運用委員の方に議論していただきたいのは、まず1つ、一応確認ですが、マネジャー・エントリー制への移行について、何か御質問、御議論があればしていただきたい。

今までの3年のサイクルで一度に集めた100社以上のものについて、1回で、また1年ほどかけて精査するといふようなやり方から、常にエントリーを受け付けて、その中で必要なものを選んで、逐次入れかえができるといふ体制にしていくといふ、このまず大きな取組み方の変換について議論していただきたいといふことと、その変換をするに当たって、皆さんのほうで合意していただけるとすればですが、運用委員会と執行部の間の責任の分担といひますか、ここの関係でどういふところで審議をして、大体どこで報告をするかといふようなことも、この機会にはっきりさせる必要がある。

といふのは、3年、4年に1回であれば、必要に応じて何回も多目にやったりしながら調整してできるのですけれども、エントリー制になりますと、常に入れかえが発生していくといふことになりますので、運用委員会のほうでどういふものを審議してもらうかといふことを整理しておきませんと、運用委員の方々もお困りになると思ひますし、我々の執行部側の事務負担も相当なものになるといふことで、マネジャー・エントリー制の導入に御同意いただけるといふことであれば、後ほど森から説明させていただきますけれども、その場合の運用委員会のモニタリング体制について、どういふ方法がいいかといふところまで、きょう御議論いただければと思ひています。

今回、審議になっていますけれども、今回1回でマネジャー・エントリーの議論が終わるといふ予定ではございませぬので、今回そこまでお話をさせていただきましたら、次回、

今、想定しているのは、第1号としましては、外株のマネジャーを使いましてマネジャー・エントリー制を導入しようと思っておりますので、もう少し具体的に、ではどういうことが起きるのかということをご提示したいと思っておりますので、本日のところは、マネジャー・エントリー制導入の是非そのものと、その場合の運用委員会のモニタリング体制をどうとるかということまで議論していただければと思っております。

では、森のほうから、資料を使って説明させていただきます。

●森投資戦略部企画役 それでは、委員限り2をごらんいただきたいと思えます。

クリップを外していただきまして、2枚紙でございますけれども、委員限り2と書かれた資料をごらんいただきたいと思えます。

1枚目は、今ほど申し上げました背景を書いておりまして、1つ目に運用手法の多様化ということでございます。低ベータ運用、厳選投資運用、あるいはスマートベータ運用などの個性的な運用が出てきておりますので、こういったものをより柔軟に採用できる仕組みが必要ではないかということでございます。

それからもう一つ、リザーブファンドの限界と書かれておりますけれども、例えば国内株式のほうで採用しておいたリザーブファンドが本採用に今なっておりますので、今後、解約などが生じた場合にはストラクチャーに穴があくことが考えられるということでございます。そういったことも踏まえまして、マネジャー・エントリー制の導入を検討したいということでございます。

2ページ目をごらんください。マネジャー・エントリー制をやる場合のやり方を書かせていただいております。

(1)でマネジャー・エントリーの公募(随時)ということでございます。各資産クラスごとに応募条件、必要書類などをホームページで公募しようということでございます。公募する運用スタイルは特定をしないということにしてはどうかと思っております。

それから、応募期間は区切らずに随時応募できるようにしたらどうだろうかと思っております。

ただ、エントリー制導入当初は、どうしても多数の応募があるということでございますので、当初については一旦公募期間を区切ってはどうかと思っております。

応募いただいたファンドにつきましては、月次で運用データを登録していただくようなことを考えております。

その上で、実際の審査の方法でございますけれども、随時、既存ファンドと応募ファンドをモニタリングいたしまして、既存ファンドの入れかえであるとか、あるいは新しい運用手法の導入が必要になったときに、そういった応募ファンドの中から複数ファンドを選定いたしまして、2次審査の面接、3次審査の現地調査に進めていって、最終的に総合評価で採用を決定しようというようなことでございます。

3ページ目に、メリットと課題を整理してございます。

現行制度ですと、新しい運用機関を採用しようとする、どうしても4年に1回、3年

の成績を踏まえて4年目に見直すというようなサイクルになりますので、なかなか新しい運用機関の採用というのはできない状況でございます。

新しいエントリー制になれば、そこは弾力的に採用できるようになりますし、また、競争性が高まって、既存の運用機関に緊張感が継続するのではないかと考えております。

それから、現行は4年に1回ということなので、どうしても大規模な運用機関の入れかえが発生しまして、トランザクションコストがかかっているということがございます。これが必要に応じて順次入れかえということになれば、そういったところは低減していくのかなと考えております。

それから、導入の課題ですけれども、まず1つ目に多数の応募が寄せられるだろうということで、体制上の問題になりますが、最終的には人材を確保しまして法人内で対応するというのも考えますが、当面はデータの整理などを外部に委託してはどうかということでございます。

2つ目は再掲で、応募当初につきましては、一旦期間を区切ってはどうかと考えております。

それから(2)で、全資産で導入するののかという点でございますけれども、初めは一部の資産で導入いたしまして、内部体制が整備されるのに伴って他の資産に広げていってはどうかと考えております。

基本的にはアクティブ運用で導入をいたしまして、パッシブ運用は必要に応じて公募をするという形でどうだろうかと思っております。

(3)は、随時入れかえということですので、結果として大部分で入れかえないような状態になったりしないかという点でございます。こういうことも考えられるので、受託機関の構成についての検証は定期的には実施してはどうかと思っております。

一番下ですけれども、応募した運用機関から見ると、場合によってはいつまでたってもお声がかからないという状況になりかねないということがありまして、そういったところから恣意的と見られかねないのではないかと課題が考えられます。

そういったことで、我々としても、どこまで応募した運用機関に我々の方針みたいなことが伝えられるかという情報管理の問題はあるのですけれども、いずれにしても、応募した運用機関との適切なコミュニケーションは考えていかなければいけないと考えておるところでございます。

最後の4ページが、運用委員会によるモニタリング体制についての(案)でございます。

まず、現行のモニタリング体制のおさらいでございますけれども、公募の段階、1次審査の終わった段階、2次審査が終わった段階と、それぞれの段階におきまして運用委員会に御報告をさせていただいております。その上で、最終審査になります3次審査につきましては、手数料の水準も含めまして事前に運用委員会に諮りまして、事前審議をいただいているところでございます。

具体的な資料として、次の束で委員限り3と右上に書かれた資料をつけてございます。

これはことし5月の運用委員会で実際に使った資料でございまして、2ページ以降をごらんいただきますといろいろデータが並んでおりまして、最後のほうには個々の運用機関ごとの審査結果が個別に出ているというようなものでございます。時間が限られた中でこういった個々のものを見ていただくといった審議のやり方になっているという現状でございます。

もう一度、説明資料の4ページにお戻りいただきまして、真ん中あたり、(2)ですけれども、マネジャー・エントリー制を導入した場合のモニタリング体制として、案の1と案の2というものを考えてございます。

案の1は、基本的に現在と同じやり方でございまして、具体的なイメージの欄を見ていただきますと、エントリー制開始時に公募要項を見ていただく。

それから、幾つか応募されているものの中から、2次審査に進めますという段階で1回報告をいたしまして、2次審査の結果についても御報告申し上げる。そして、最後の3次審査の場合に、事前に運用委員会にお諮りをするというやり方、現在と同じようなやり方がどうだろうかというのが案の1でございます。

一方、案の2というものも考えております。こちらはマネジャー・ストラクチャーの基本的な考え方を事前に審議いただきまして、その範囲内で運用機関の選定を行って、事後に報告をするというような案でございます。

具体的なイメージの欄に書いておりますけれども、その基本的な考え方につきましては、少なくとも1年に1回御議論いただこうかと思っております。加えて、初めて取り組む手法ですとか投資方針については、それが出てくるときに都度審議いただこうかというものでございます。審査の結果については、随時報告をするというような案でございます。

3つ目の束のところで、案の2 イメージと書かれている資料をつけさせていただいております。これは、案の2で基本的な考え方を議論していただく場合のイメージをつくってみたものでございます。

数字などは参考までにつけているものでございますので、全体イメージとして見ていただきたいと思うのですけれども、1ページ目は、現在のストラクチャーがこんな状況でありますというものでございます。

2ページに行きますと、パッシブ／アクティブ別、あるいは、これは外国株式でつくっておりますけれども、先進国／エマージング別でございます。

それから、3ページ、4ページでございます。名前は伏せておりますけれども、各受託機関ごとに直近の総合評価の状況と過去5年間のアルファの状況を示しております。また、定性情報といたしまして、どのような運用スタイルなのかという特徴を記載しております。

そして、ポイントになるのは5ページ、6ページになりますけれども、基本的な考え方としまして、まず1つ目、5ページは、パフォーマンスが不振な受託機関があれば入れかえたいというものでございます。現行のこういった体系の中で、不振なところがあれば入れかえを検討するという基本的な考え方でございます。

それからもう一つ、6ページのほうが運用手法の多様化ということで、現行の体系に加えまして、例えば地域特化であるとか、厳選投資、スマートベータ、こういったものについて検討したいという提案でございまして、そういったところについて運用委員会の方々からいろいろ御意見をいただくということを考えてございます。

最後、7ページのほうは手数料水準の考え方ということでございまして、アクティブ運用機関であれば、実績連動報酬にしたいと。上下限つきの、この絵のような考え方でやっていきたいということを御説明したいということでございます。

このような形で、基本的な考え方を事前に御審議いただきまして、その範囲内で執行部のほうで運用機関の選定は実際に行い、その選定のたびに御報告を申し上げます。そこでまたいろいろモニタリングをしていただくというような体制はどうだろうかというものでございます。

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す。

それでは、ただいまの説明につきまして、きょうはゼロベースからいろいろ議論をしていただきたいと思っておりますので、質問も含めまして、ありましたらお願いします。

どうでしょうか。大きく、まずそもそもエントリー制の導入の考え方が1つありますので、それに関して先に議論していただいて、それがある程度見えてきたらば、運用委員会によるモニタリングの体制に移りたいと思っておりますので、まず最初はエントリー制のそもそも論で導入のこういう提案があるのですけれども、いかがでしょうか。遠慮なく。

○堀江委員長代理 では、いいですか。

○米澤委員長 はい、堀江委員、どうぞ。

○堀江委員長代理 以前から申し上げている通り、マネジャー・エントリー制導入の考え方の背景の説明が、私は極めて不十分だと思っています。なぜこういうふうに変えなければいけないかということに関して言うと、これまでの選択方法だとなかなかいいマネジャーが、特に株式において選べなかったということがあると思うのです。

ですので、前々から申し上げますように、まず、今のやり方のどこがよくなかったのかということについてのレビューがあって、それでここは直したほうがいい、ここは維持したほうがいいという点を明確にした上で、その欠点を補う、もしくは長所をより伸ばすという観点で、このやり方がそういうよりよい案になっているのだという、そういったプロセスを進めたほうがいい案になるのではないかなと思います。

マネジャー・エントリー制について反対ではなく、今のやり方よりもいいとは思いますが。しかし、3年に1回解約して、またいいところを採用するというやり方自体も、例えば私の知っている限りで言うと、過去のデータにかなり依存した方法であり、採用も最初の1次の足切りで非常にリターンに依存した1次選定になっています。その後で、定性評価を考慮するという形になっていますけれども、本当にそれでいいのでしょうか。

外債のマネジャーのストラクチャーで説明があったように、全体のポートフォリオの最

適化をしているので、例えばリターンが最初の基準でほかのところと比べて若干劣るけれども、全体のリターンの安定性からすると、採用したほうがGPIFにとってはいいマネジャー・ストラクチャーになるということもあり得ます。これまでのプロセスの中で、どの選定基準がよかったのか、悪かったという議論がないままこちらのやり方でいきますというのは、私は手順としてまだ審議が足りないと思います。その点をまず明らかにして、ここをこういうふうクリアしなければいけないのだという議論があって、このやり方でいったほうがいいのではないかという、その議論が私は正しい議論のやり方なのではないかなと思っています。この背景説明が、こんな理由ではないはずだというのが私の一番の大きな不満です。残りのことに関して言うと、案の1、2についての議論の前にそこの考え方をまずGPIFサイドからお聞きしたいなというのが私の質問です。

○米澤委員長 では、水野理事からお願いします。

●水野理事 御意見ありがとうございました。

2つのポイントがあるのかなと思います。要するに、今までのこのサイクルと、マネジャー・エントリー制のサイクルのメリット、デメリットというものが先ほどお話ししたことであって、堀江委員もそもそもマネジャー・エントリー制には反対ではないとおっしゃっているんで、そこのメリットについては伝わっているのかなと思うのですが、堀江委員が多分御不満を持っておられるのは、我々の今までのサイクルの問題ではなく、スクリーニングのプロセスに問題があったのではないかということだと思います。なので、そこについては、我々、前回の外債のマネストのときには、過去のを振り返りまして、こういう点がよくなかったのではないかということを一応御説明したと思うのですが、これは今後は常にやっていこうと思っています。

というのは、マネジャー・エントリー制になっても毎年振り返りがあるわけで、その中で自分たちが選んだ選び方が正しかったかどうか、もっといい方法がなかったかどうかというのは、当然毎回レビューするわけですし、今回、ここで移るときだけレビューするものではないので、逆に言うと、この移るときの最初の提案のときには、今までのやり方で何か我々として改善すべき点があったのではないかというのは、当然レビューをして御報告するつもりであります。

今の、特に第1段階での定性評価が入っていないという点につきましては、お説ごもっとも理解はしておりますけれども、現実的に100社以上、今回は多分200社とか来る可能性があるというこの中で、では定性をやろうというと正直時間がかかるわけですね。数字ではないので時間がかかるということを考えると、第1次スクリーニングで、今の我々の陣容では、少なくとも過去の体制で言いますと、言いわけではないですけども、1次は定量でやらざるを得なかった点はあるだろうと思っています。

今後は、このマネジャー・エントリー制の導入をある意味奇貨として、1次の評価については外出しをしようと思っています。というのは、全部来たのを我々がフォローアップしてやっていては、とてもじゃないけれどもまずマンパワーが足りないということと、

どういうふうにするかという、例えば、今回こういう運用手法のマネジャーが欲しいといったときに、200とか登録してある中からすぐに何社か候補が出てこなければいけないので、その意味での1次スクリーニングは外部のコンサルティング会社などに任せて、あらかじめ、例えばA、B、C、Dみたいな点数をつけておいてもらって、AとBのついたところをピックアップして2次に持っていくという形にしようと思っているので、それであれば1次審査のところを、定量だけではなくて定性的なものも、彼らの知見とデータベースを使って入れることもある程度できるのではと思っています。

それで、GPIF内でやっている限り、正直に申し上げまして、200社来ましたら、1次審査で定性を入れるというのは現実的ではございませんので、マネジャー・エントリーは当初はきついのですけれども、エントリー制のいいところは、一旦軌道に乗り始めると、逆に言うと毎月ちょっとずつになりますので、そういう意味でも我々としても作業の分散が図れるということもございますので、今の堀江委員の御指摘などについても、今後ぜひマネジャー・エントリー制の実際の導入の中で取り入れていきたいと思っていますし、委員の御意見をお伺いしたいと思っています。

ただ、繰り返しになりますけれども、本日この議論をお願いしたことに関しましては、順序、どちらが先かという議論はあるかとは思いますが、まずマネジャー・エントリーをオーケーということを出していただいた上で、我々は実際の外債のマネジャーを持ってくるときに、今の堀江委員の御指摘のポイントに、我々としてどういう新しいプロセスで応えられるかというのを、過去の反省も含めて提示させていただくということを考えています。

○堀江委員長代理 もう一つあるのですけれども、いいですか。ちょっとついでに。

○米澤委員長 どうぞ。

○堀江委員長代理 あともう一つ、このやり方だけに固執すると、これも前から申し上げていますが、これは向こうが応募してくるものだけですね。そうすると、規模のメリットはやはりあって、いいマネジャーが応募してくることは確かです。ただし、我々はハンディキャップとして極東にいるファンクショナルなので、わざわざこんな日本までいいマネジャーは来ないです。何度も言っていますけれども。

そうすると、陣場部長なり水野理事が、例えば年金の方とインフォーマルに議論した中で、こういうマネジャーいいとか、そちらの情報のほうがはるかにいいマネジャーを選べる。私も経験上そう思っていますけれども、そのような良いチャンスがあるので、そういうときにはそういう方もすぐ臨機応変に、ちゃんとした手順を踏んで採用されるというようなものもないといけません。この方法ですと待ちの姿勢でいっぱい来て、それをある基準で選定するという、何か待ちの姿勢になるような気がします。私はもうちょっとアグレッシブにいいマネジャーを探しに行くということもあわせて採用する、そういったプロセスを入れてほしいなと思います。

●水野理事 よろしいですか。

○米澤委員長 どうぞ、水野理事。

●水野理事 ありがとうございます。

まさにマネジャー・エントリー制のメリットのもう一つが、ついこの間も実はすごくいいという外債のマネジャーに会ったのですけれども、今までですと3年後にまたお願いしますというふうになってしまうということで、このエントリー制であれば常にあいておりますので、いつでも応募してくださいと言える。これがまず最大のメリットの1つ。

もう一つは、ここが実は導入の課題と対応の4番とのバランスで、常に難しくなるところなのですけれども、我々が積極的に呼んで、出してくださいというふうにすると、一般的に自分たちで応募してきた人の間から、当然我々は声をかけて呼んだところを最初に審査したくなるわけですが、恣意的だという批判が、大体落とされたところとか無視されているところから出てくるのだと思うのですけれども、それとのバランスが必ず問題になるわけです。

当然私どもとしては、日本にはまだ営業に来ていないようなファンドに入ってほしいとは思っているのですが、一方で、これは一つのこの先の議論だと思うのですが、例えばそういう、実際放置状態になっているようなファンドが出てくるわけですね。イエスともノーとも返ってこないという。こういうところに、説明責任を果たせ、なぜほったらかしなのか説明しろと言われますと、我々、今度は今の堀江委員のおっしゃったようなアクションがすごくとりにくくなるということもありますので、このあたりは、どういう形で応募している方とコミュニケーションするかということも含めて、要議論事項だとは思っていますが、堀江委員の御意見はおっしゃるとおりで、我々の知名度とかサイズだけで来てもらうというわけにはいかないと思っていますので、できる限りに積極的にとは考えています。

○堀江委員長代理 だからこそ、このマネジャー・ストラクチャーの基本的な考え方が、本当に透明性高くしっかりしたものでないと、今の言ったような批判を受ける可能性があります。実際にマネジャー・エントリー制を採用している日本の企業年金や公的年金が幾つかありますけれども、必ず運用会社からの批判があります。例えば、出来レースであったものに当て馬にされたというような批判が極めて強いことを私は知っています。そのような批判が出るのは、どういう基準で採用するかというマネジャー・ストラクチャーの考え方を余り言わないでやっているからだと思います。

だからこそ、この運用委員会ではマネジャー・ストラクチャーの基本的な考え方について、評価基準も含めてちゃんと審議をした上で、あとは執行部にお任せするという形が、私は役割分担としていいのではないかと個人的には思います。

○米澤委員長 そうですね。私は議論を2つに区切ってしまったのだけれども、今、4の後半のほうの案の2のところにある基本的な考え方はかなり重要で、最初に言った堀江委員のそもそものプロセスの話もここでできますね。

○堀江委員長代理 できると思います。

○米澤委員長 考え方はできますし、今の公募というのも、大学の教員の公募というのもいろいろあるわけで、それは堀江委員の期待することを排除するわけではないわけで、うまく適切にやればいいわけですね。

では、どうぞ。

○菅家委員 いいですか。

運用委員会の役割との観点で、提案内容についてどう考えたらいいのかなと考えているのですけれども、要するに、執行部というか運用する側としては、自由度を欲しいということなのだと思うのですね。3年間、4年間固定されるのではなくて、常に状況に合わせていいマネジャーを自由に選択をしたい。そういう自由度が欲しいということだと思うのですけれども、逆に運用委員会の立場からすると、その選択の過程が透明であり、公平であるかということを中心にチェックするというのが我々の役割なのだから、その辺のバランスをどういうふうにとるのかということと、制度として我々の運用委員会の役割をどう担保できるのかということを中心にフレームとして示していただかないと、なかなか議論がかみ合わないのではないかなと思っています。その辺はどういうふうに整理されておられるのかという基本的なところをお聞きしたいと思います。

○米澤委員長 こちらに移りますか。移りますかというか、同時に議論していきましょう。

このところは、どのようなイメージを考えていらっしゃるか。

●水野理事 この運用委員会の方々の責務ということで考えたときに、実は中期計画などを読んでいただければわかると思うのですけれども、ある意味、少し曖昧に今まで記述されてきました。ただ、では今まで実際に手続上、皆さんが審議して決定していただいたのはどこかということ、個別のファンドのいろいろな表のところで行っているということで、運用委員会の審議されているものが担保されていたということなのですね。

だから、この2つで言いますと、実は黒塗りのこれのときが審議で、皆さんに決議をとっているということなのですから、私も自分が運用委員のときに思いましたが、これを見て意見して、イエスかノーですかと言われても、運用委員の方も実際にはチェック機能をこれで果たすなどというのは非現実的だろうということで、であれば、ではこの中期計画に書いた文章を解釈するに、どこで果たしてもらうかということでもいいですと、この案の2のようなマネジャー・ストラクチャーの全体の考え方とか、PEの考え方というところで議論していただいて、このバブルの中に入るものを選ぶところは、我々、プロセスの都度、随時報告していきますので、そこでモニタリングをしていただくというふうに変えようというのが案の2の考え方になります。

○菅家委員 今のやり方で言いますと、要するに、固まりが出てくるわけですね。それで、最終的には定量と定性を合わせた総合評価みたいなものが出てきていて、上からずっといい点数のところをとりましょうと。これは非常にわかりやすいわけですね。それで、固まりではなくなって1つずつということになると、一体何を基準に選んだのかということについて、我々はどうチェックできるのですかという、そこだと思います。

だから、今までのやり方のデメリットばかり書かれているけれども、メリットもあったのではないのかなと思うわけだし、では我々はどこでチェックするのですかと。

○米澤委員長 1つは、既存でまだ残っているところがあるわけなので、そこで入れかえるものが入ってくるという、工夫の仕方はあると思うのですね。

○菅家委員 その辺がどうなのかよくわからないので。

●三谷理事長 まさにそこのところを運用委員の皆様方に、どういうものが運用委員会としていいのかということを考えていただきたくて、こういう案をきょう御議論いただきたいということでお出ししたわけです。

別に私としては、運用委員の方々が案1の従来方式がいいとおっしゃるのであれば、それで構わないし、むしろ実態的ないろいろなスタイルとか、マネジャー・ストラクチャーというものにより、固有名詞、これはアルファベットでしか出しませんから、実際名前は出てこないわけですけども、個々の会社に焦点を当てて、ファンドに焦点を当てて考えるというのが運用委員の方として望ましいと思われるのか。それとも、基本的にどういうストラクチャーで、こういうものをベンチマークとして採用しているもの、こういう地域特化したもの、そういうふうにわけたほうがいいと。そういう全体のストラクチャーについて御議論いただいたほうが、運用委員としてはより効率がいいというか、わかりやすい、意見をはっきり言えるということであれば、この案の2のような形で対応を考えられるということで、そこはまさに皆さんの御判断に私は委ねたいと思っていますところですよ。

○菅家委員 選定過程に透明性があり、公平性があり、正しく選定されているということをチェックするのが我々の役割だと思いますので、そこがきちんと担保されるようなことでなければならぬと私は思います。

○米澤委員長 ただ、もう一方、こうやって我々、特にマーカーで黒塗されていますから問題はないのですけれども、そこの個別情報に関して、私などは格別に知識があるわけではないので、そこはどうかこうかと言われても評価しにくい、判断できないのが実際なのですよ。というのは、今、おっしゃったように、相対的に出ていけば、それは少し評価できるかなということなので、多少そこのところの負担は下げられると、少し肩の荷がおりるのかなというのは、正直なところそういう考えもありますね。

それから、今、話を聞いていますと、エントリー制になりますと、出てくるのは部分的にそう多くない数のものが審議に上がってくるということになりますね。最初は別として。

●水野理事 最初は別です。そうですね。

○米澤委員長 ですから、先ほど菅家委員の言った心配は出てくるから、何か工夫しないと、多くて2~3のケースが出てきて、これをどうしたらいいかということになりかねないということですね。

●水野理事 菅家委員の御心配は、言い分はよくわかります。というのは、これは何が必要になるかと言いますと、今まではある意味相対比較しかしていないわけですね。ぼつんと固まりの中でいいものをとっているというものが、常に来て入れかえを行っていくわけ

ですから、我々がある程度絶対評価ができるという尺度を持っていなければいけなくなるということで、ここに関しては今回コンサルも一部入れますし、我々としてはノウハウアップをしていかなければいけないところだと思うのですね。

ただ、全く同じストラテジーであれば、米澤委員長がおっしゃるように、既存で残しているものがありますから、その既存で、例えば5社使っていた中で、例えば下2つを入れかえるとか、そういう形でやっていくので、多くの場合においては実は比較対象は存在し得ると思うのですけれども、比較対象がある意味ないのは、新しいストラテジーのときには毎回実はそういうことは起きているので、全体で出ているので余り意識されていないと思いますが、起きていますので、そこは我々の中での相対と世間全体の中のユニバースの中での評価というのを意識してやっていかなければいけないということだと思います。

もともと堀江委員が前からずっと御不満なのは、もっと世界全体のユニバースがちゃんとGPIFは見えているのかというような御意見を何度もいただいていると思いますので、今回のマネジャー・エントリー制は、それへの第一歩、もう少し広いユニバースでマネジャーの選択肢を見ていくと。それを我々も絶対レベルでの評価ができるノウハウをつける。この2つを達成していかなければいけないことだとは思っております。

もう一つ菅家委員の御質問ですけれども、チェックができるかということに関しましては、一応運用委員会、報告というものもありますので、これは2次、3次に動くときに、報告が出ます。だから、そのときにどういう形で実際進んでいるかというのは見ていただくということになるのですけれども、いつものように手を挙げて多数決みたいなことをしていただくのは、最初マネジャー・ストラクチャーの概念のところで行ってもらうということになるということです。

○米澤委員長 ほかに。

●森投資戦略部企画役 ちょっと技術的なことですが、議決はもう御案内のとおり、大臣の承認を得るような、非常に限られた事象でございますので。

●水野理事 そうですね。議決ではない。審議を経るです。済みません。

●森投資戦略部企画役 審議いただくということで。

●水野理事 審議を経るです。

○米澤委員長 はい、清水委員、どうぞ。

○清水委員 これまでの個別の情報をいただいて審議と言われても、この資料を見て、必ずしもどれがいいということがわからないと思うのです。そういう選択方法よりも、例えば外株の中でもいろいろなストラクチャーやいろいろなストラテジーがある中で分散されるような投資というのが今後望まれるとすれば、全体のストラクチャーをどのようにするのかということから議論すべきだと思います。前回のように概算のように図をつくっていただいて、どのような割合でどのようなファンドに任せるのかというその方針を教えてください。いただいた上で議論するということが、今後より重要になってくると思います。

例えば、特定の1つのファンドが悪いから変えるということもあれば、全体としてはそ

れが入っていることによって実は分散効果になっているということもあるでしょう。先ほど堀江委員がおっしゃったように、必ずしも成績が悪いというだけではなく、長い目で見たときに全体の株、外株の中ではちゃんと分散効果の1つとして働いているのだということがわかるほうがより重要になってくるという点では、このマネジャー・エントリー制と、それと私たち運用委員がマネジャー・ストラクチャーの基本的な考え方というものを中心に議論して承認していくという方法は、特に国内債券以外の投資金額も、割合も増えて、今後は新興国も対象としていく今後を見据えた上では、いい方針になっていくのではないかと考えます。

ただ、一つやはり心配なのが、だからといって個別のファンドの選定に対して全く触れないということではなくて、何か問題が起きたときに、運用委員会がちゃんと承認していたのかどうかというところが一番気になる場所ですので、1年に1回、あるいは何か変更がある場合に、その旨はきちっと報告していただくということを徹底していただくのが重要なのではないかと思います。

○米澤委員長 この運用委員会によるモニタリング体制ですけれども、表の案の1、案の2で考え方は非常によくわかるのですが、具体的なイメージは案の1、案の2で、エクスクルーシブにこういう感じではないので、先ほど理事長もおっしゃったように、その辺は工夫してやっていく余地はありそうですね。

●水野理事 要するに、例えば案の2でスタートするのですが、必要に応じて案の1ということですか。

○米澤委員長 具体的なイメージとしては、報告に関しては、少なくとも1回は報告していただくということで、そのところを全くスルーしてしまうということではないと言うことです。

●水野理事 この審査の状況の随時というのがどういう意味かという質問ですね。言いかえれば。

○米澤委員長 そうですね。

●森投資戦略部企画役 案の2の場合の具体的なイメージの審査の状況については随時に報告というところなのですけれども、例えば、きょう運用委員会が開かれますということが決まっているのであれば、この段階での進行状況がもしあればその都度報告するという話になりますので、一定のものは事前に報告されますし、もし終わってしまったものがあったら、その間、あつという間に決まったようなものがあれば、もしかしたら報告だけで。

○米澤委員長 事後報告になるかもしれない。

●森投資戦略部企画役 なっているかもしれませんが、通常は面接とかいろいろやりますので、1～2カ月かかるとすれば、間に途中、大体運用委員会は開かれると思うので、そういう意味では大体は事前にひっかかるとは思うのですけれども、そういうイメージで考えています。

○米澤委員長 きちっとした審議はちょっと難しいかもしれないけれども、全く知らない

ところで全部決まってしまったということにはならないということですね。

●水野理事 それはならないですね。あと、審議をするということですので、基本的には運用委員会の方にある程度責任を持って意思決定をしていただかなければいけないので、それが五月雨式に発生していくということになるわけですね。それで、我々としては随時報告をしていきますので、今、何が進んでいるかということは見えるはずですが、我々としてはどこで運用委員会の方に責任を持って判断してもらおうかというポイントが多分変わってくるということだと思いますので、それはちょっと決めておいたほうがいい。

あと、何となく、自分も運用委員だったので思いますけれども、このやり方のほうが直感には近いかなと思うのですね。というのは、このグローバル総合アクティブ運用のA1社について、運用委員会の方は何でイエスと言ったのですかと言っても、これは困る話ですけども、例えば、なぜハイイールド債券を認めたのですかみたいな話は、ここで議論できる話なのだろうと思いますので、そういうところを今後はよりしっかりと議論をしていくという、こういうバランスが、そういう意味でのフォーカスが変わるということではないかなと思います。

実際、今回これである程度方向性が、どちらかを選んでいただいてオーケーになったら、外株のアクティブマネジャー採用のところでこれを導入しようと思っておりますので、その実施までに運用委員会はございますから、そこでもう少し具体的なイメージを見ていただけるように、我々としては御提案する用意しております。

○米澤委員長 佐藤委員。

○佐藤委員 まさに今、水野理事が言われたようなことだと思うのですけれども、要するに、行動原則に、投資原則にあるように、我々として一番知りたい、欲しい材料というのは、マネジャー・エントリー制を導入して新しいファンドが入ってくことで、どのぐらい我々がこれまで見落としていた収益機会が発掘できたのかということだろうと思うのです。その材料が欲しい。それをちゃんと見せることができれば、そういうストラクチャーを入れること、新しいストラクチャーに移行することによって、被保険者のためになるようなベネフィットが生まれたのですよ、それがこれまでできませんでしたという説明が十分つくのだろうと思うのですね。

問題は、そういう資料が本当に、例えば、既存のポートフォリオにそういう新しいストラクチャーを入れかえたことによって、もし申告どおりであればどれぐらい期待パフォーマンスが上がると考えられているのか、そういう数字を見せられれば我々は恐らく納得するのではないかなと思うのですよね。難しいかもしれませんが。

●水野理事 外債のときには試させてもらったのですけれども、今回のマネストで、リスク量がほぼ同じで、フロンティアが上に上がりましたという図示はさせていただいたのですが、ああいう議論をとということをおっしゃっているのですよね。

○佐藤委員 イメージ的にはね。そういう定量的な議論があつた議論の材料として提出されたほうが、はるかに説得性、あるいは我々の議論も中身のあつたものになるのではないか

なという気がします。

○米澤委員長 はい。ごもっともですよ。

○佐藤委員 簡単ではないかもしれませんが。

●水野理事 イメージレベルになるのか、具体的な数字がどのくらい使えるのかということは、今後コンサルとかがどういうデータを出してくれるかとかも含めて、やりながらトライしていくということだと思えるのですけれども、いわゆるコンセプトレベルの議論としては、おっしゃっていることは全く同感で、一応この間の外債のときにはそういうことを示すつもりであれをやったつもりなのですが、あのあたりがより精度が高まるようにやっていくということかなと思います。

○佐藤委員 外株から始めて、そのほかのアセットクラスにも必要に応じて順時移行していくわけですよ。だから、そのアセットクラスごとに大きく、マネジャー・エントリー制が変わるときに、恐らくそのときが節目だろうと思いますので。それで、節目はきっと4回くらいですよ。だから、そういうときには必ず審議をさせていただく機会をつくっていただくと、我々にとっても学習の機会になりますし、お互いにとっていいのではないかなと思います。

○米澤委員長 武田委員、どうぞ。

○武田委員 ありがとうございます。

私からは2点ございます。1点目は佐藤委員のご意見と同様で、説得力のある基本的な考え方が運用委員会で審議できれば、委員の納得を得たうえでのストラクチャーに沿ったマネジャー選択となり、かつ対外的にも説明しやすくなるのではないかと思います。

一方で、2点目として、仮にストラクチャーとして委員が同意したとしても、例えば、あるカテゴリーの中でどのマネジャーを選ぶのかという点で、もう一段階が存在すると思います。その点が不透明であると懸念されることがあれば、ストラクチャーに基づき選択したとしても、納得が得られない事態が発生しないとも言いきれないと思います。報告という形でもよいと思いますが、既存のマネジャーがパフォーマンスを公表しているのであれば、過去のパフォーマンス比較などでこのマネジャーを最終的に選択したこと、あるいは新規のマネジャーを選択する際には、これまでも基本ストラクチャー上入れたかったが今回当てはまるマネジャーが見つかったので選択したことなど、何らかの基準が事後的に分かるようにしておくことは重要と考えます。運用委員会として報告を受けていれば、法人と委員会との間のチェックバランスも一定程度確保されるのではないかと考えます。

○米澤委員長 はい、水野理事、どうぞ。

●水野理事 ありがとうございます。

この運用委員会とのコミュニケーションというのは悩ましいところで、私、自分がお金を集めていた側の経験を申し上げますと、はっきり言って、落とした理由は説明してくれません。海外の年金基金にしる何にせよ。落としたという通告があるだけで、こちらは聞きますけれども、それっぽくは言いますけれども、運用機関に対しては別に説明責任もあ

りませんので。実際に私もいろいろな大手とやりましたけれども、採用されなかったときに詳しい理由を説明してくれるというのは普通ないのですね。なので、堀江委員とか菅家委員の前からおっしゃっていることは、ポイントとしてはわかるのですけれども、実際、我々、ちょっとそこまでの説明責任は持てない。

ただ、一方で、運用委員会の方々に対しては、我々はそういうことではないということ報告しながら確認してもらって、担保してもらおうという意味合いで言っておられるのですよね。

○武田委員　そういう意味です。

●水野理事　それであれば、それはこの報告の中で当然やろうと思うのですけれども、なかなか運用会社とのコミュニケーションでそのあたりの説明責任を求められると、私もそんな説明をしてもらったことは反対側においてありませんし、ちょっと難しいなどは正直思っております。

○武田委員　もし私の発言に誤解がございましたら訂正致しますが、応募した運用機関に説明するという意味ではなく、運用委員会に説明する体制をとるということです。

●水野理事　それはわかります。だから、先ほどの堀江委員が言われたような。

○堀江委員長代理　いや、私は反対です。全くその意見には反対で、説明責任を果たさなければいけないのは運用会社です。お金を稼いでくれるのは運用会社です。我々だって付加価値を出していないではないですか。そうでしょう。

●水野理事　運用会社に稼がせているのは我々ですよ。

○堀江委員長代理　違います。業者とクライアントという関係で運用会社を捉えられているのだったら、それは大きな間違いです。やはりパートナーとして一緒に稼いでもらう仲間として捉えないと、いいマネジャーとの関係などできないと思います。

●水野理事　それに関しては私は反対側だったので、いろいろ意見はありますけれども。

○堀江委員長代理　それはPEでしょう。PEとトラディショナルアセットはちょっと違います。

●水野理事　いや、トラディショナルアセットでも、そこまで解説しないと思いますけれども。

○堀江委員長代理　それは差別化要因として、ちゃんと解説したほうが良いと思います。何故なら我々は極東にいるのです。もう一回言っておきますけれども。やはりいいマネジャーとの関係をちゃんと構築しようと思ったら、私は解約されたところも含めてちゃんと説明すべきだと思います。一堂に集めてもいいのではないのでしょうか。皆さんお忙しいのしょうから。ちゃんと説明して、次の機会はこういう形でやりますから、あなた方の今の基準だと、我々はこういう基準で解約せざるを得なかったけれども、こういう基準で我々はやっているの、こういうふうに変えてくれたら機会はありますという形で、一旦切ってももう一回カムバックしてくれるような機会を与えたほうが、私は長い目で見たらいいマネジャーを採用できると思います。

○米澤委員長 結果に関して説明する必要はないような感じがしますが。

●水野理事 堀江委員のおっしゃることもわかるので、我々のハンディキャップもわかるのですが、正直言って200、300来るところにおいて、スクリーニングで外したところに説明をわざわざするということはちょっと現実的ではない。

○堀江委員長代理 それは違います。既に採用しているところで例えば解約するケースがあったときに、それについての説明を、今回はこういう理由で申しわけありませんでした。そういうことをやってほしいなということです。

●水野理事 それは2通りありまして、実は私も運用部長にも何度も言って来たところなのですが、解約する場合は2種類理由があります。1つは、彼らのパフォーマンスが悪い場合。これはあなたたちの運用成績が悪いと言っておしまい。

もう一つは、彼らのパフォーマンスそのものは、例えばアルファは出ているのだけれども、うちの全体のポートフォリオで、例えば市場そのものが100ベース下がっているときに、アルファ1もうけていますと言われたら、確かにアルファとしてはプラスなのだけれども、そういうものを入れたくないというときがあるわけなので、そういうときには、そちらのアルファに関しては稼げているけれども、我々のポートフォリオ・ストラクチャー上必要ではないのでというような説明はするべきだと思っているのですね。

逆に、今まではそういう説明で切ることを実はGPIFはしていなかったのですよ。パフォーマンスが悪かったときだけ、リザーブと入れかえるということにしていたので、そこは今後、自信を持ってコミュニケーションしていくようにこちら側もしなければいけないとは思っているのですね。

だから、今後は、実はもう一個大事な観点をおっしゃっていただいたのですが、マネジャーのパフォーマンスがよくても切るということがあり得ることなのですね。マネジャー・ストラクチャーの変更によって。

それで、ぜひ皆さんにお願いしたいのは、今みたいな恣意的ではないかということを外から言われたときに、運用委員会の中でそれを我々は報告していて、恣意的に執行部はやっていませんということを運用委員会に守っていただかなければ困りますので、そういう意味では運用委員会が納得できるような説明というのはしようと思っていますし、マネジャーに対しても、マネジャーのパフォーマンスが理由ではないのに減らすときや切るとき。例えば今回、外債のマネストは大幅にマネジャー数をふやしていますから、既存のところではパフォーマンスが出ていても下げているわけですね。こういうのはやはりきちんと説明していかなければいけないと思っています。

なので、多分私も誤解していたのかもしれませんが、落とすときにいちいち何で落とすというようなことを依頼されているのかなと思って、それはちょっと無理だとお答えしたのですが、コミュニケーション上、残っていてほしいマネジャーには当然残っていて、でも今はやらないよというのは、これはそれこそPEの世界でもよく言われる話なので。

○米澤委員長 それは採否に関してではなくて、一般的な話で、それは何百社来られても困りますけれども、そういうのは公開情報でGPIFのほうから提供するのには必要だと思うのです。

●水野理事 何故ですか。

○米澤委員長 皆さん方に、採否に関してではなくて、一般にこういうようなことがありますよということでもって説明していくということは必要だと思うのです。私は前から運用会社とのコミュニケーションが必要だということは言っていたので、いちいち落ちたことに関して個別で言う必要は必ずしもないと思って、こういうルールに従ってこういう場合がありますということ事前に言っておけば良いと思います。逆に、そのコミュニケーションはこれから必要ですねということなので。

●水野理事 そうですね。本当に細かいことを言えば、例えば我々、毎年残高を個別マネジャーごとに出しているのですが、例えば我々が残高を下げたときに、マネジャーとしてはレピュテーションリスクがあるのですよね。我々、すごく下げづらいのです。それで海外の年金基金などに聞いてみたら、名前は出しているけれども、残高を出していないから、残高ゼロというところもいっぱいあるというのですよね。それもある意味、透明性と我々の運用上のフレキシビリティがコンフリクトを起こしているところで、今だと、下げるときにも彼らのレピュテーションリスクというのは気にならないわけではないというのもありまして、それはディスクロの方法も含めて、もうちょっと我々、御相談したいとは思っているのですけれども。これは本当に考えなければいけないのですが、ちょっとビッグテーマで。

ただ、運用機関の方々からいろいろ言われるほど、うちに問題があるとも正直思わないのですが、一方で、もう少し自信を持ってコミュニケーションしたらというのは私は常々思っているのですが、それはもう少しやっつけていこうとは思っています。

○米澤委員長 これは結構大きな情報になりますよね。運用会社に関しては、相当。

●水野理事 マネジャー・エントリーですか。

○米澤委員長 根っこから変え得るという話ですからね。というので、丁寧に。

○堀江委員長代理 あと、株式のマネジャー選択について言うと、透明性は重要なのですが、価格のノイズが余りに大きいので、外債でやったようなああいう説明は私も必要だと思いますが、結果としての誤差が余りに大きい世界であるということは、我々、認識しておかなければいけません。その点は透明性というか納得性が逆になりますが、いやいや、パフォーマンスはこうなのだけれども、こういう理由で採用したというのを、執行部サイドで自信を持って運用機関に説明していただきたいと思う。悪いのだけれども、こういう理由で採用するのですよという、そこの自信度合いが私は欲しいです。株式については特に。

●水野理事 少々お時間を頂戴できれば。

○堀江委員長代理 定量だけでやられると、それは相応しくないマネジャー選択の典型で

すから、これは専門性の低い人がやるやり方なので、そこは透明性と逆の関係になるのだけれども、そこはよく考えていただきたいなと思います。

○米澤委員長 我々、今、いろいろなことを言って、事務局のほうは頭を悩ませているかもしれませんが。

○菅家委員 モニタリングのところなのですが、新たな制度導入後のモニタリング体制で、案の1、案の2と書いてあって、何でこんなに考え方が違うのですかというのがわからないのですよね。

●水野理事 どちらでしょう。案の1、案の2ですか。

○菅家委員 要するに、中身を議論しているのではなくて、案の1と案の2が同じ体制後のモニタリング体制で、何でこんなに考え方が正と反みたいなの、白と黒みたいなの違いが出てくるのかというのがわからないという意味です。

●森投資戦略部企画役 これはさっき理事長が申し上げたように、これまでどおりの案の1のままだったら余り議論しなくてもいいのかもしれないと思います。マネジャー・エントリー制に移行しますということだけを議論すれば、多分いいのだと思うのですね。

○菅家委員 いや、だから、新しい制度に移行して今のままでいくのだったら、それにこしたことはないのではないですか。一般論として言えばですよ。でも、案の2を出しているというのは、そういうことだけではないということですよ。

●森投資戦略部企画役 そうですね。

○菅家委員 だから、そこもちゃんとわかるようにつくってもらわないと、正と反で白黒つけるみたいな、そんなのはちょっと。新しい制度を導入するかどうか白黒つけるのだったらわかるけれども、新しい制度を導入した後のモニタリング体制で、何でこんなに考え方が違うものが出てくるのか理解できないということだけ、ちょっと申し上げておきたいと思います。

○米澤委員長 では、理事長、どうぞ。

●三谷理事長 従来は、さあ、いらっしゃいよと言って、集まったところから適宜ピックアップして、ある程度ここは大丈夫、採用してよさそうだなというところで、今度、マネジャー・ストラクチャーをどういうふうにするかということを考え、その過程で余分なものはまた落としたり、そういう形でやっていたわけです。

ところが、マネジャー・エントリー制になると、いろいろなタイプの運用機関があらかじめ応募してくれてくれるということが期待できるわけです。そうすると、今度は我々としては、一斉に来て全部総とつかえで見ますよということではなくて、こういう新しい運用の仕方をするファンドがエントリーしてきていると。またそういうものが幾つかあるわけです。ないしは、もちろん従来の採用先を落とすので、そこを補充したいというニーズももちろんあるわけなのですが、それ以上に、恐らく新しい考え方で運用するファンドというものが、いろいろあらかじめ候補としてプールされている。それを見ながら、我々としては、今度はこういう考え方でマネジャー構成を新しく再編したいということをお

願いで、議論していただいて、それに沿った運用をするマネジャーをプールの中からピックアップして、その中でまた定性、定量両方含めて比較しながら最終的に決めていくというプロセスをとるので、プロセスが全然違ってしまいうわけです。どうぞいらっしやいよと言って集まったところから。

○菅家委員 理事長のお話しになっているのは、マネジャー・エントリー制の制度の中身をほとんどおっしゃっているようにしか私には聞こえないですね。

●三谷理事長 とうか、いらっしやいよと言って集まったものからピックアップして、そこでマネジャー・ストラクチャーを決めていくのか、ないしは、あらかじめこういうマネジャー・ストラクチャーにしようということを考えて、プールの中から引っ張り出してつくっていくか。ですから、最初にマネジャー・ストラクチャーがあるのか、マネジャー・ストラクチャーは結果として決まるのかというところの違いなのです。

○菅家委員 水野理事が説明されたように、外債のときにストラクチャーの議論はやったわけですね。

●水野理事 最後にやりましたね。

○菅家委員 要するに、今の制度もやったわけですよ。だから、いいことはどんどんやればいいのではないですか。

●水野理事 今の2つのことをちょっとつなげさせていただくと、なぜ前回あのルールになっていたかといいますと、マネジャーは応募するまでは大体どういうものが来るかわからず、それからいいものを選んでいって残った、基準を満たしたもののなかで、最後にマネジャー・ストラクチャーをしているのですね。だから今まであの順序になっていて、その中で、運用委員会の方にどこで審議をしてもらって、中期計画上のリクワイアメントを果たしていただくかというところで、さっきの黒塗りのところでやっていただいていたと。

今回は、今、理事長が申し上げたように、あらかじめプールしてあるので、ではどういうものをやろうかというイメージがまず最初に湧くので、それを最初にお出しして、このやり方でいいですね、こういうものを入れていきますよというところで合意してもらった後で我々が選んでいく。その場合も、1つの考えとしては今までどおりということでありますと、選んでいた途中で随時、五月雨式に運用委員会に持ってくるというのが技術的に可能かどうかといったら可能なので、そういう意味ではその1になっているのですけれども、実際問題は、このようなものが2カ月に1回とかと出てくる。

○菅家委員 では、もっと言いますと、ストラクチャーの議論をしないエントリー制などというのは意味がないということではないですか。まず、ストラクチャーの議論をするところがエントリー制の不可欠な前提条件でしょうということのだったら、それをやればいいわけですね。それで審査はできるだけ透明に、事前に、事後よりは事前がいいに決まっているわけだから、そういう努力をしてくださいよ。それがどこまで可能なのかは私はよくわかりませんが、その基本的な考えというのは出てくるはずですね。

○米澤委員長 だからそれはありですよ。

○菅家委員 その基本的な考えに基づけば、こういうふうなモニタリング体制になりますよということが当然のごとく導かれると私は思うのです。

だから、何でこんな正反みたいなものが出てくるのか理解できないというのは、そういう意味です。

○米澤委員長 時間との勝負というのは、そちらが優先ではないですけども、十分に上げる価値のあるものですので、これまでより1.5倍ぐらい時間がかかるということであると思いますので、それもちよっと一応頭の中に入れておいてください。

●水野理事 次のときまでに、もう少しわかりやすく。

○清水委員 それに関して一言。

○米澤委員長 はい。

○清水委員 いつも運用委員会というのは2時間ということで限られていて、その限られた中でどれだけ重要な議論をするかというところがポイントだと思うのですね。その場合に、これまで私がよくフラストレーションを感じているのは、肝心なところまで行かないまでに時間が来てしまうことが、よくこれまでもあったと思います。

したがって、個別の議論をして、いろいろ御説明いただいて承認という時間よりは、もし時間が限られているのだとすれば、マネジャー・ストラクチャーについてだけをきっちり議論する。なぜここで新興国が入るのかとか、何でここでハイールドが入るのか。この間のような外債のような議論が外株ではもっと必要になってきます。そういう意味において、マネジャー・ストラクチャーの基本的な考え方を議論して、そこで私たちが承認するというをまず運用委員会の最重要課題とするという時間配分も必要になるかと思えます。

もちろん時間が許す限り、いろいろな個々の事前審議の時間もとればいいわけですが、それが無理な場合は、やはりマネジャー・ストラクチャーの基本的な考え方の議論と審議が優先されるということは重要だと思います。

○米澤委員長 はい。きょうも大幅に超過しているのですけれども、これは結構重要なことだと思いますので時間をかけさせていただきました。事務方はこれをうまくまとめるのは至難の業かもしれませんが、次回、もう一回御提案して、着地点を見出したいと思います。ありがとうございました。

続きまして、委員限り3ですね。8月以降の市場変動における当法人の対応に関しまして、事務局から説明をお願いしたいと思います。

それでは、よろしく願いいたします。

●五十里投資戦略部長 では、委員限り3。クリップを外していただいて、それをごらんいただきたいと思います。

8月11日の中国人民銀行の人民元の切り下げをスタートに、8月、9月と世界同時株安ということになったわけでございますけれども、8月以降の市場変動について、これまでも運用委員会で、当法人として日々モニタリングをして、投資委員会でも議論していると

いうふうな御説明をさせていただいたわけですが、その対応状況等について1枚紙でまとめてみましたので、御報告をさせていただきます。

対応に関する3つの切り口があるのだろうということで、左側にありますけれども、3つございますが、1つ目は基本ポートという視点が1つあります。もう一つは、乖離許容幅内での機動的な対応。最後は、リスク管理。この3つの視点が重要であるというようなことで、それに分けて整理をしてございます。

一番上の基本ポートに係る対応でございます。中期計画に書いてございますが、定期的に基本ポートの検証を行うほか、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場合には、中期目標の期間中であっても必要に応じて見直しの検討を行うと。こういうふうになっているわけでございます。

これに即して対応状況ということでございますが、1つ目のポツでございます。

基本的に、リスクに着目をして1つ目のポツは書いてございますけれども、過去、リーマンショックは非常に大きかったわけでございますが、そのときは国内債券を含む全ての資産が下落をするということで、分散投資効果がきかないという状況が一時的に発生したわけでございますが、今回、8月、9月の世界同時株安につきましては、分散投資は一定の効果というものを有しているということで、市場動向をモニタリングしておりますが、長期的な市場構造の変化というのは確認ができないということで、リスクの観点からは、現時点では基本ポートフォリオの必要性というのは認められないだろうと考えております。

ただ、定期的な検証をこれから行うわけでございますけれども、暦年のデータが年明け以降になりますので、それ以降検証して、リスクだけではなくて、期待リターンの分も含めて行いたいと思っております。毎年度と言っていますので、年明け、2月か3月かわかりませんが、まとまり次第、運用委員会のほうで検証結果の御報告をさせていただきたいなと思っております。

2つ目の、許容乖離幅での機動的な対応というところでございます。中期計画では、経済環境とか市場環境の変化というものを踏まえて、許容乖離幅の中で市場環境の適切な見通しを踏まえ、機動的な運用ができるというふうにされてございます。ただ、ただしというところがありまして、その際の見通しは決して投機的なものであってはならず、確度が高いものとするとなっております。この確度が高いというのをどう解釈するかというのは、非常に我々も難しいなと思っております。どの程度を高いというのか非常に悩ましいところではありますけれども、対応といたしましては、昨年10月から経済環境コンサルタントを2社採用することで、法人内の市場分析能力の強化というのを図ってきてございます。

市場をそうやって見てみますと、ボラティリティーは高まっているものの、傾向的に一方方向に動いているという状況ではない。そういう中で、相当な確度をもって市場環境を見通せる状況にはないのではないかとということで、機動的な対応というのは実際見送っているということでございます。

最後、リスク管理としての対応でございます。リスク管理につきましては、当たり前の

ことですけれども、積立金の資産構成割合と基本ポートの乖離状況を少なくとも毎月1回把握して、必要があれば措置を講ずるということにはしてございますが、実際当法人としては、週次で乖離状況というのも確認してございます。

その確認している結果としまして、市場環境、こういう状況に鑑み、国内債券以外のリスク性資産については、アンダーウェイトというものを維持していると。そして、基本ポートに対してはリスクを抑えるということにはしてございます。

それで、ここに書いてございませぬけれども、追加的にお話をさせていただきますと、7月の運用委員会で為替のダウンサイドプロテクション、為替ヘッジについて、コンサルを活用して調査研究を行うといったことにはしておったわけでございますが、これにつきまして、リスク管理の観点から、導入を含めた検討というものを今、法人内で進めているというところでございます。

リスクに関する状況ということで、別紙をごらんいただきたいと思います。8月以降の市場動向というところで、最初のページに、7月31日、7月末を100として、日経平均とニューヨークダウとダックスの指数を並べてございます。ごらんいただきますように、7月31を100とした場合に、一番落ちたのが9月29日、ここが一番ボトムでございまして、それ以降、10月中は比較的回復をしているというところでございます。

この一連の流れというのを下に書いてございます。簡単に御説明をさせていただきますと、先ほど申し上げました8月11日に、中国人民銀行が人民元を切り下げた。これが3日続いたわけでございまして、これによって中国の景気が深刻と捉えられて、世界的な株価下落に波及をしてみたということでございます。その後、8月19日にFOMCの議事要旨の内容というのを受けて、9月売上観測が後退をしたわけですけれども、それとは別に原油価格がこのとき4.3%下落したということで、米国株式が下落したというところでございます。

それで、次の21日ですけれども、中国の民間の財新の製造業PMI。これが2009年3月以来の低水準という、47.1という数字が出まして、上海総合が4%以上下落と。これが世界的な株価の大幅下落につながっていった。24日はそういった影響を受けて、日経平均も4.6%、上海総合は8.5%、欧米も落ちていったということで、投資家のリスク回避が鮮明となって、米国債の利回りも低下、ドル円も一時116円台ということで、原油価格も1バレル37ドル台というところまで下落をしたと。これに伴って、資源国の通貨が大きく下落をしたという状況でございます。

25日に、中国人民銀行が公開市場操作を通じて資金供給を実施しましたけれども、その後、同日利下げと預金準備率の引き下げを実施した。そして、27日に再度資金供給を実施した。それに合わせて、米国のGDPが上方修正だということで、欧米の株式が上昇し、日経平均、上海総合も大幅な上昇をしたというところで、少し戻したというところでございます。

ただ、その後も中国製造業のPMIが50を下回ったりということもございまして、あと9月

4日ですけれども、米国の8月の雇用統計が、失業率は低水準だったのですが、非農業部門の雇用者数が予想を下回るなど、利下げに対する先行き不透明感ということで、欧米の株式市場が下落したところでございます。

その間、日本は、前日に中国がインフラ向けの支出の拡大等を発表して、若干中国当局の政策への期待が高まって欧米の株式が上昇したということも受けて、日経平均が1,343円、大幅上昇したというところもございまして、その後なかなか世界経済の懸念を理由に、利上げ開始が見送られたり、中国の財新の製造業PMIがまた47という低水準になったりというところもありまして、9月29日にまた日経平均は大幅な下落ということで、1万7,000円を割り込んだというような状況。ここまでが、そういう意味では同時株安の流れというところがございます。

その後は着実に少しずつ戻ってきて、ニューヨークダウは7月末とほとんど同じ水準にまで戻っています。日本はまだその水準まではいっていませんけれども、大分戻ってきている。こういう状況でございました。

それで、次の2ページ目をごらんいただきますと、今、見ていただきましたように、8月、9月の2カ月間で、日本、米国、ドイツ、株式は大幅に下落をしました。中国人民銀行の人民元の切り下げ以降、中国の景気指標の悪化、米国の政策金利引き上げ観測、あと、資源価格の下落といったもので株価の下落が加速をしたというところで、一方、この間、米国の長期金利というのは小幅な低下にとどまっていたということで、この流れというのがこの下に書いてありますような一連の流れになるのではないかとということで、中国の景気の悪化が資源価格の下落につながり、新興国の景気が悪化をした。その結果として、米国への資金の流れというのがあり、一方で米国の景気が堅調であるということで、ドル高になる。ドル高になったことで、今度は資源価格がまた下落をする。こういう流れになっているのではないかとというふうに考えられるわけでございます。

一方、米国の長期金利がそれほど低下していない背景というのは、やはり米国の景気の悪化懸念というのが大きくはないということでございます。

こういうことで考えますと、先進国経済の堅調さというのが、新興国経済の低迷をある程度オフセットできるというような状況でありまして、リーマンショックのときのような、クレジットクランチのようなものが世界に伝播するような可能性は高くないのではないかと考えているところでございます。

この辺の話をデータでごらんいただきたいので、3ページをごらんいただきますと、3ページに表がございまして、ボラティリティーの変化をSVモデルを使ったものであらわしているものでございます。

世界同時株安の前、8月10日の段階と、その後、10月5日の段階、イベント前、イベント後となっておりますけれども、そのときの短期的なボラティリティーというのも比較をしてございます。

それぞれ見ていただきますと、例えば国内株式は、0.141というものが、イベント後は

0.261と。外国株式は、0.160というのが0.223ということで、上昇はしてございます。一方、国内債券は0.021が0.019、外国債券は0.052が0.082、こういう状況でとどまっております。ポートフォリオ全体のボラティリティーですけれども、0.039というのが0.157というところで、リーマンショックのときはポートフォリオ全体のボラティリティーが0.114から0.469ということで、相当上がったわけでございますけれども、この水準に比べれば大きくはないというところでございます。

これを5ページの左上のグラフをごらんいただきまして、ポートフォリオと書いてありますけれども、青いものがこのポートフォリオ全体のボラティリティーでございますが、非常に突き出ている、これがリーマンショックのところでございます。40%、45~46%。非常に高く出ているわけですが、その後のイベントは幾つかございました。今回のイベントも含めてですね。それに比べれば、それほど大きなものではないというところがおわかりになるかと思えます。

あと、下のところの分散投資効果、赤いものでございますけれども、これについても右軸のスケールで見てくださいと、飛び出たリーマンショックのときは、20%、30%近いぐらいの分散効果だったわけですが、今回はそれほどでもないというところで、リーマンのときに比べれば、それほど分散効果がきかなくなっているわけではないという状況でございます。

それで、また2ページにお戻りいただきまして、こういった状況を踏まえると、現段階では今回の世界同時株安というものは、リーマンショックのような金融危機というレベルではないと考えることが適当ではないかというところでございます。

市場動向、ボラティリティーのモニタリングをやっている結果として、これまでのところ、リスクの観点で見れば、長期的な市場構造の変化の兆しというのは確認はできないというところでございます。

しかし、米国の利上げであるとか、中国経済の問題が長期的な市場構造に変化を生じることがあるかどうか。これが重要なところだと思いますので、ここら辺については引き続き注視をしていくというふうにしております。

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。

これに関しまして、何か追加的なコメント。

はい、どうぞ。

○大野委員 9月末時点では厳し目の数字になる事が想定されるが、11月の現時点で株価は10%程度回復、為替も1ドル120円を超えている。直近の状況を踏まえ、今ご説明いただいた別紙1枚目のような材料で開示をお願いしたいと思います。

経済の数字も余りいい数字が出てこない可能性があり、不安心理に輪をかけてしまう可能性がある。特にこの別紙の1枚の株とか、為替とか、金利とか、この辺を使用しながら11月末ぐらいのところまで引っ張っていくと、余り大きな出来事ではなかったということ

が納得いただけるのではないかなと思います。

●三谷理事長 基本的にそう思っています。11月末にはまだ3週間、4週間ありますので、この9月、10月を見ていると、これから何が起きるかわからないところはありますけれども、基本的にはそういうことですね。これは記者会見も行いますので、しっかり説明していきたいと思っています。

○米澤委員長 はい、佐藤委員、どうぞ。

○佐藤委員 別紙の8月以降の市場動向についてという分析が非常に興味深くというか、こういう分析は大好きでありましてで、大好きな割に、話を伺っていてよくわからなくて、ここで言っている分散投資効果というのは具体的に何を意味するのですか。リーマンショックのときの、確かにポートフォリオ全体のボラティリティーが0.114から0.469に上がりましたと。そのときに比べて今回は、チャイナショックは0.039が0.157に上がったにすぎませんと。だからマグニチュードとしては小さいのですよという話だろうと思うのですが、ここで言っている分散投資効果というのは、何と何を比べて小さいと言っているのですか。何の分散投資効果なのですか。

●五十里投資戦略部長 分散というのは、基本的には4つの資産クラスがありますから、それがリーマンショックのときは全部落ちたわけですね。全部落ちたので、そういう意味では分散投資がきかないというところで、この計算上は数字は大きく出るのですけれども。

○佐藤委員 いや、私の質問の非常にベーシックな質問の出どころは、要するに、世の中では、7-9はGPIFは10兆円を損を出したのではないかと。それは要するに分散をしたからだ、株に投資したから損をしたのではないかとという批判が今非常に多いわけですね。ナンセンスな批判が非常に、物のわかっていない人の批判が非常に多いなと思っているのですが、ここで示している分散効果というのは、我々は要するに分散したわけですね。

●五十里投資戦略部長 ただ、分散をするということは、例えば株が上がったときに債券が落ちるからとか、それはうまく分散されるわけですね。債券が落ちても株が上がったので、その部分は一応相殺される部分があります。

○佐藤委員 ポートフォリオ全体としてのボラティリティーは下がりましたよということですね。分散したから。

●五十里投資戦略部長 相殺される部分がありますという話です。

○佐藤委員 でも、リーマンのときは分散していなかったから。

●五十里投資戦略部長 リーマンのときは、結果的に全部が落ちてしまったので。

○佐藤委員 全部のアセットをアセットクラスやられたから。

●五十里投資戦略部長 結局リカバリーするものがなかった。

この右端に、分散効果の式を書いているのですが、要するに、そのリカバリーがきかなかったという部分がリーマンのときであって。

●水野理事 ちょっとこれはよく誤解される場所なのですが、分散投資は、さっ

きも言ったようにそれぞれの資産クラスが違う動きをするという前提で分散投資するのですが、実際にはそれぞれの局面において、同じポートフォリオを持っていても、結果として分散がよくきいたときときかないときがあつて、よくきかなかつた一番わかりやすい例がリーマンで、全部落ちていてから当然分散効果なしということなのですが、それを定量的に把握すると、こういう数式で計算する方法がありまして、それをもってチェックしているということなのですね。

だから、同じように分散のポートフォリオを持っていても、局面に応じてそれがすごく大きく場合ときかない場合があつて、今回の評価というのは、今回の局面においてはそれがリーズナブルにワークしているの、あえて基本ポートフォリオ等を見直すような事態に陥ってないのではないかと、そういう説明になっているということなのです。

○佐藤委員 ものすごく素人的な質問をすると、リーマンのときに仮に今のGPIFのポートフォリオみたいな分散された形であつたならばどうであつたのか。逆に、今回のショックのときに分散が図られていなくて、リーマンのときのようなポートフォリオでずっと持っていたならばどれぐらいのロスだったのか。

●五十里投資戦略部長 この表のポートフォリオ全体とか分散投資効果というのは、それぞれのイベントが現行ポートフォリオで起こったらどのくらいボラティリティーとして変化しますかというものを計算しています。当時のものではなくて、今の基本ポートフォリオでこのくらいのインパクトがあるのですという計算をしています。なので、多分今、御質問されたことは、これでお答えになっているのではないかと思います。

○米澤委員長 よろしいですか。

○佐藤委員 いや、まだ。すごくおもしろい分析だなと思つてはいるのですけれども、世の中で一般的に素人が抱く質問というのか、ジャーナリスティックというか、メディア的に、それに対して答える材料として使えるという感じではないのかなという。

●大江理事 済みません。これは一般向けというか、運用委員会は専門的な場ですのでお出しして。実はリーマンショックのときにこういう数字をお出しして検証していただいていますので、同じ手法をやっています。

3 ページの右側の図に書いているのは、シグマ二乗ポートですから、ポートのボラティリティー、分散ですけれども、右。それで、2 番目にあるシグマ二乗ポートで引くとあるのは、各資産のウエートとボラティリティーを単純に合計したものとポートのボラティリティー合計ですから、これが引いてマイナスということは、資産単独よりは実はポートが小さい。逆に言うと、マイナスが出るということは、分散がきいて、むしろマイナスにリスクが減りました、ボラティリティーが減りましたと。普通はなかなかマイナスにならないので、若干は大きくなったりするのですけれども、分散がきかないということは、逆に言うと資産の相関が大きくて、単独よりもポート全体のリスクがむちゃくちゃ大きい。とすると、逆に言うと、これが符号がプラスだと分散がきいていなくて、小さくてマイナスになるとまさに分散が完全にきいてくる世界ということですから、そういうふうに見てい

ただ、どちらかというと運用委員会向けの資料で、一応検証という意味でお出ししているというものです。

○佐藤委員 逆にもう一つ比べたいなと思うのは、仮に分散がなされていないポートでそのまま持ち続けて、今回の中国ショックを迎えたならば、どれぐらいポートフォリオ全体のボラティリティーが高まっていたのかというようなところは。

●水野理事 分散がないというのは、基本ポートフォリオ変更前のということですか。

○佐藤委員 そうそう。

○清水委員 でも、それをやると。

●水野理事 それをやると、多分こちらのほうが危ない。

○清水委員 そちらのほうがよくないですよ。今回に限り。

○佐藤委員 今回に限りか。

○米澤委員長 もう1年前からやってもらいたいですよ。

●水野理事 今、佐藤委員から出たポイントで、今後、かなりいろいろな批判記事が出るというふうに当然想定していますので、我々も今みたいな説明の数字の出し方とかを検討しているのですけれども、先ほど五十里の説明のところに出ていたリスク管理としての対応というところが、ある評論家のおとといか何かのものにははっきり書いてあって、例えば8兆、9兆と数字が出て、それ全部は執行部の責任ではないと。執行部の責任というのは、要するにアルファだから、例えばアンダーウエートをして、それによってロスの額が抑えられれば、それはよくやったと褒められるべきであるというふうに書いてありました。

そういう意味で、いろいろな形で我々としてどういう説明をしていくかというのは、今回はかなり念には念を入れて準備していきたいと思っています。

○米澤委員長 今後、困るけれども、幾らでもこういうことはあり得ますので。だからいいというわけではないのですけれども、こういうのを当然予測して、でもポートフォリオを変えたというのが我々のスタンスかなと思います。

それから、1枚目の表の右下に書いていますが、やはり債券以外は、株式に関しては少しアンダーウエート気味にしているわけですか。

●大江理事 はい。

○米澤委員長 わかりました。どうぞ。清水委員。

○清水委員 この8月以降の対応というのは、とてもわかりやすくいいのですが、実はこういうものを今のタイミングでいただくというのが運用委員会として正しいのかどうか。本来であれば、例えば9月ぐらいの運用委員会でこういうものをいただいた上で、アンダーウエートを維持したいと考えている、あるいはこのリスク性資産、機動的な対応は当面見送ろうとするということを私たちは議論していくべきなのではないでしょうか。先ほどの議論にも戻りますが、これは事後的ではなく、事前にもっとフォワードルッキングに9月ぐらいの運用委員会の時点でぎろんするということもありなのでは。最悪なときではあ

りますが、1つの案としても機動的に対応しようとするのであれば、株を買ってもいいわけですね。もちろん。

●水野理事 売っても買っても、どちらもありますね。

○清水委員 そのときに機動的には対応せずに、今の状況では金融政策の行き先もわからないので、このままアンダーウエートで債券、国債、日本国債にオーバーウエートな状態を当面続けようと思うというようなことをご説明いただくのが、それについて私たちが同意するとかしないとか、おそらく運用委員会にとって一番重要なことではないかと思えます。

○米澤委員長 私、個人的には、1万5,000円割れたら緊急に集まろうと思っていたのです。

○清水委員 もちろんそういうお考えもあろうかと思えます。でも、あのとき確かに最近のウエートは御報告いただいている、アンダーウエートだなというのもわかってはいましたが、これを今後どうするかみたいな、フォワードルッキング的な御発言はなかったという意味においては、今後はもう少し早目にこういうものをいただいほうがいいのではないかと思います。

●水野理事 よろしいですか。

これはちょっとすごく悩ましいところで、実は本当は、きょうは時間がないのですけれども、議論してもらってもいいかなと思っていたところなのですが、要するに、基本ポートフォリオからの乖離幅を決めたときに、機動的に運用してくださいというこの意味合いを実は余りそこでは決めていなかったと。例えば今回アンダーにするということでも、ある意味機動的とも言えることは言えるのですよね。我々、中心線から離して運用しているので。逆にその機動的というのは、マーケットが落ちていっているときだけれども、あえて買いにいこうというのも機動的で、機動的にもいろいろあるのですが、それを、当時私、運用委員会だったときに、運用委員会でそれをやりますか、執行部に任せますかという質問提議をした記憶があって、そのときには、いや、運用委員会でそれは決められないのでそこは執行部に任せましょうということで、乖離幅を多目にするという議論にあのときあったのですね。

そういう意味では、ある程度そこは我々の責任でやってくれということなのかなとまず一方では理解しています。この中期計画で厚労省からいただいたものを見ると、機動的なことをやってほしいのかほしくないのか何かよくわからないので、このあたりは運用委員会の方々とすり合わせというのはしなければいけないと思っていたのです。例えば、確度が高いというのは一体何なのかと。それで、例えばエコノミストを3人とか呼んで、全員が同じことを言ったら確度が高いのか。そのときは当然マーケットは織り込まれているので、それこそ何の意味もありませんから、ちょっとここは解釈に苦慮しているところで、さっき五十里も申し上げましたけれども、それは別途議論させてもらってもいいかなと思っていますが、今までの理解は、そういう意味では乖離幅を使って、このあたりのリスクマネージとかを執行部にうまくやってくれという委託かなと理解はしていました。

○米澤委員長 やはり緊急時には集まるということは、それは前回か前々回で予告はしていますけれども、今のところ幸いなことにその必要はないのかなという感じはしてきますが。

○米澤委員長 そうですね。そのときは集まれる方で。

●水野理事 ファイヤードリルで皆さんにいきなり電話してみて、3時間後に集合と。ちょっとそれは冗談ですけども、ファイヤードリル的なものはやはり要っているのだ、リスク管理として。

○佐藤委員 前もそういう議論がありましたよね。どこでベルが鳴るかということですよ。要するに、機動的に運用するという意味は、中心線から外れたときに、中心に向かって必ず打ち返さなければいけないという義務を負うものではないと。そういう意味でのフレキシビリティを持つと。そういう意味だと理解しているのですけれども。

●三谷理事長 機動的というのは、実はこの前の運用委員会ときは、この前というか、前体制のときにリバランスの議論をしたときには、リバランスというのは基本的には中心線に向かうべきであって、中心線から離れる方向のリバランスというのは基本的にはおかしいのではないかというのが前運用委員会ときの議論であって、それは幾らなんでも硬直的過ぎるのではないだろうかというところで、いろいろお願いしたりして機動的な対応ということができる、中心線から離れる方向でのリバランスもあり得べしということで、こういうことが入っているということなのですからけれども、中心線から離れる方向でのリバランスというのもどういうタイミングでやるか、これはなかなか難しい。

今回などは相当下がったところで、もちろん皆さん市場の見方もいろいろ違いますし、執行部の中でも一枚岩でこういうふうに市場が動いていくだろうということであったわけではないのですけれども、最終的には、今の局面というのは超緩和がずっと続いて、ゼロ金利状態が7年以上続いて、それがひょっとしたら変わりそうだということで、市場が極めて不安定になった。その上に中国ショックがあった。

中国は、そもそも統計がどこまで信頼できるかみたいな議論もあって、これまた人によって極端から極端に相当違いがあるのですけれども、最終的に我々のスタンスとして、議論はあったのですが、中国というのは基本的にはまだ対応能力もあるし、例の株が急落したときの対応はかなり拙速で稚拙な対応であったのですが、経済政策としてはまだまだいろいろ打つ余地を持ってはいるし、現実には先月末の五中全会ですか、あそこでも最低6.5%程度のそういうことと言えば、あのときの中国ショックに対する反応というのがちょっと過剰反応だと。もともと市場が過敏になったところに過剰反応があって、下がったということですので、いずれ近いうちに落ち着けば戻ってくるだろうということで、ある程度下がったところではリバランスということで外株、国内株を買うというオペレーションを行いました。

ただ、これからもっと下がりそうだから、この機動的対応という言葉にあるように、売却することにより当面の損失を抑えて、それからまたもっと下がったところで復元すれば

いいではないかというところまでは、どこまで下がるという確信は持てなかったので、そういう対応にとどめたということです。

○佐藤委員 ありがとうございます。よくわかります。

●水野理事 そうですか。いろいろと意見があるので。

○米澤委員長 本当にストレステスト的に終わればいいと思いますけれども。

それでは、残り時間も大分少なくなってしまったのですけれども、委員限り4、委託調査研究オルタナティブ資産についての基本ポートフォリオ上の管理手法の調査研究業務の実施とりやめについて、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。

ことしの夏に、一度運用委員会で御報告をさせていただいた上で、オルタナティブ資産についての基本ポートフォリオ上の管理手法ということを公募いたしました。その結果5社の応募があったわけでございますけれども、審査の結果、候補者なしということになりました。

どういうことかということでございますが、やはり政策アセットミックス、あるいは定量的な分析といったような観点とも言い換えられると思うのですが、そういった面と、それからオルタナティブ市場というものに対する知見と、この両方をあわせ持つというところが残念ながら限られたといいますか、今回は応募いただいたところからは見つけられなかったということでございます。

今後どうするのかということでございますが、現時点では、現行の基本ポートフォリオを前提としたオルタナティブ資産の管理方法については、今のコンサルタントと検討、いろいろな分析を進めておりますので、直ちに何か困ることが起こるということではないと考えております。今後、今のやっているコンサルとの結果を踏まえながら、来年度以降、改めて再度募集するべきかどうかということについて検討してまいりたいと考えております。

○米澤委員長 ということでございますが、よろしいでしょうか。

それでは、次の報告事項ですね。委員限り5、平成27年度キャッシュアウトへの対応と今後の見通しにつきまして、事務局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 委員限り5、次の委員限り6、関係してくるところもございますので、よろしければ2つ続けて御説明をさせていただければとも思っておりますが、よろしゅうございますでしょうか。

○米澤委員長 はい、どうぞ。

●青貝企画部長 まず、委員限り5でございますが、こちらは定期的に御報告しているのですが、我々が年金特会に対するキャッシュアウトを行うに当たって、マーケットでの売却等を行ったりしたのかとか、しなかったのかといったようなことを御説明しているものでございます。

この表、真ん中に箱がありまして、下から2つ目にキャッシュアウト額という欄がござ

います。その右側にずっと目を移していただきますと、マイナス2兆8,905という数字が並んでおります。これはマイナスでございますので、キャッシュインであったということでございます。ですから、キャッシュインであったということでございますし、一方、もともと想定しており、また、回収額もでございますので、特にそういうキャッシュアウトに関するそもそもの問題がこれまでのところは発生しなかったということでございます。

それで、小さい字で注3と表の下に書いておるのですけれども、ここで余剰が出てきた資金というものが当然あるわけでございます。出ていくと思ったものが逆に入ってきたと。そして、もともと予定していた元本や、それからクーポンのキャッシュインがございます。そういったものについては、ここでは資産構成割合変更等のための資金として活用しているということですので、リバランス資金として適切に配分をさせていただいているということでございます。

以上が委員限り5でございます。よろしければ、続けて。

○米澤委員長 はい、続けてください。

●青貝企画部長 委員限り6でございます。

委員限り6は、足元、リバランスをどういうふうに行ってききましたかということをお報告するものでございます。

表がございまして、右から2つ目の列に、この4月～9月の配分の状況及び回収の状況ということございまして、全体といたしましては、外国株式に最も多く配分をしているというのが現状でございます。

裏面をごらんいただきますと、速報値も含めた資産構成割合の推移というものを示しております。8月、9月、先ほど五十里部長からも御説明がございましたが、市場株価が下がったということもございまして、国内株式、外国株式のところの比率というものが下がるという傾向が8月、9月末と続いているというのが足元の状況でございます。

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す。

よろしいでしょうか。

それでは、本日予定しておりました議事に関しましては全部終了いたしましたので、今回はこれまでにしたいと思います。

事務局のほうから連絡等がありましたら、お願いしたいと思います。

●青貝企画部長 運用委員会の皆様に、変更履歴がついた資料、これは運用委員会資料ではございませんが、先般の運用委員会の中で御指摘いただきましたが、金融機関等が主催する会議、講演等への対応細則で、文言を変えたほうがいいのかという御指摘を菅家委員からもいただきまして、修正したものをお手元につけさせていただいております。

どういった場合に、運用委員会の方が実際に金融機関等といいますか、会議でお話しただくことができるかという文言がちょっとわかりにくかったところもございましたので、そのあたりを整理したものをおつけしておりますので、念のため御報告をさせて

いただきます。

私からは以上でございます。

●三石審議役 続きます、最後に資料の関係で申し上げさせていただきますけれども、委員限りの3と5と6、8月以降の市場変動の資料、キャッシュアウトへの対応と今後の見通し、最後の資産構成割合の変更にかかわる状況につきましては、恐縮でございますが回収させていただきますので、机の上に置いておいていただきますようお願いいたします。随行の皆様につきましても、よろしく申し上げます。

次回でございますけれども、第100回になりますが、運用委員会につきましては平成27年12月11日金曜日の14時から、やはり同じこの大会議室で開催いたしますので、よろしくお願いいたします。

○米澤委員長 それでは、第99回運用委員会はこれで終了したいと思います。どうも御苦勞さまでした。