

運用委員会（第102回）・ガバナンス会議（第8回）合同会議 議事録

1. 日 時:平成28年2月22日（月）15:00～17:00

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

[運用委員会・ガバナンス会議合同会議]

(1) 運用委員による行動規範の実施状況の確認結果について

(2) その他

[運用委員会]

(1) 資産管理機関の評価について

(2) その他

●三石審議役 本日はお忙しい中、お集まりいただきましてありがとうございます。ただいまより第102回運用委員会・第8回ガバナンス会議 合同会議を開催させていただきます。

委員の出欠の状況でございますけれども、本日は全員御出席いただいております。

御出席いただきました委員の皆様方が過半数となっておりますので、いずれの会議も成立しておりますことを御報告申し上げます。

続きまして、資料の確認をさせていただきます。

議事次第、座席図のほかに、

委員限り1 本日の議題

委員限り2 運用委員による行動規範の実施状況の確認結果について

委員限り3-1 オルタナティブ資産の基本ポートフォリオ上の位置づけについて
(第2回)

委員限り3-2 オンタリオ州公務員年金基金（OMERS）とのインフラストラクチャー
共同投資に係る投資目標の見直しについて

委員限り4 マイナス金利環境下における国内債券パッシブファンドの運用につ
いて

委員限り5 平成27年度 資産管理機関の総合評価結果について

資料1 運用受託機関及び資産管理機関への支払手数料等の公表について

委員限り 6	平成27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
資料 2	GPIF改革に係る議論の整理
委員限り 8	GPIF改革の方針

でございます。

委員限り 3-2、委員限り 6、委員限り 7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。随行の皆様におかれましても、同様をお願いいたします。よろしいでしょうか。

それでは、運用委員会及びガバナンス会議の合同会議を開会いたします。

以後の進行につきましては、堀江ガバナンス会議議長をお願いいたします。

○堀江議長 最初の報告事項、行動規範の実施状況の報告（運用委員について）ですが、前回議論しましたように、運用委員による行動規範の実施状況の確認を踏まえまして、委員の皆様方に対して、私も含めて自己点検シートへの御記入をお願いいたしました。

全員から回答を得たということで、本日はその結果報告について執行部から説明していただきまして、運用委員会のメンバーと合同で議論することで、運用委員会の報告にかえたいと思います。

では、委員限り 2 運用委員による行動規範の実施状況の確認結果について、事務局のほうから説明をお願いいたします。

●三石審議役 それでは、委員限り 2 でございますけれども、前回の運用委員会においてお決めいただきました、運用委員による行動規範の実施状況の確認結果についてでございます。

点検期間につきましては、平成27年 4 月～12 月にかけてということで、お手元の別添にございます自己点検シートに基づきまして御記入いただいた上、私どもにお送りいただき、その中身について確認をさせていただきました。

確認の結果でございますけれども、結論を申し上げますと、全ての項目について特に違反するような事例はなかったことが確認されております。

具体的な詳細につきましては、1 枚目から 2 枚目にかけての表にございますように、どの項目についても違反事例は特にないということでございます。

2 枚目の最後のところに書かれておりますが、行動規範 7 適切な情報開示について、これは取材の申し込みでございますとか、会議・講演への対応でございますけれども、この中で取材申し込みの受け付けがそもそもあった方のうち、全ての方ができているのでございますが、これに該当された方が 2 名いらっしゃいました。

公開の会議・講演への対応、金融機関等が主催する会議・講演への対応については、該当された方が 3 名で、やはりいずれも、できているということでございました。

詳細について確認をいたしましたところ、例えばある委員の方の中では、一度私どもに事前に講演の御報告をいただいたのですが、同じ資料を何度かまた別の講演等で使う場合

には省略をされているようなケースがございましたけれども、一応ルール上は、同じ資料で講演等を行っていただく場合におかれましても、お手数をおかけして大変恐縮でございますが、私どもに一々御報告をいただくということになっておりますので、その点につきましては、改めまして御留意をいただければと考えております。

私からの報告は以上でございます。

○堀江議長 ありがとうございます。

それでは、今の点について何か御質問等がありましたらお願いいたします。

よろしいですか。

(首肯する委員あり)

○堀江議長 では、ガバナンス会議はこれまでということで、米澤先生、お願いします。

○米澤委員長 ありがとうございます。

それでは、運用委員会のほうに入りたいと思います。

初めに、委員限り3-1オルタナティブ資産の基本ポートフォリオ上の位置づけについて(第2回)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。よろしくお願ひいたします。

●大石オルタナティブ投資課長 オルタナティブ投資課長の大石と申します。よろしくお願ひいたします。

それでは、資料に沿って御説明申し上げます。

前回の運用委員会では、オルタナティブ資産の基本ポートフォリオ上の位置づけについて御審議いただきまして、インフラ、PE(プライベートエクイティ)、不動産の各資産について、具体的な投資戦略に即して定量分析を行い、伝統的資産のいずれかに位置づける方向で検討すべきとの御指示をいただきました。

このたび基本ポートフォリオ策定のコンサルタント及びオルタナティブ投資戦略策定のコンサルタントと協働いたしまして、以下のとおり定量分析結果が得られましたので、御報告申し上げます。

資料の1ページ目は(1)インフラストラクチャーの投資戦略になります。

インフラデットは、インフラを運営する企業等への貸し付けを行う戦略でございます。このインフラデットは、変動金利のものと固定金利のものがございまして、プロジェクトのリスクや資本構成上の弁済順位に応じて信用格付も様々となっております。

ブラウンフィールドは、稼働中のインフラを運営する企業等に出資をする戦略でございます。このブラウンフィールドにつきましては、PFIによる社会インフラですとか、あるいは規制や契約に守られた経済インフラなど収入が安定しているものと、景気動向によって収入が変動するものとございまして、今回はこの両者を分けて分析しております。

グリーンフィールドは、新規にインフラを建設する企業等に出資をする戦略でございます。開発やオフテイクのリスクを管理しつつ、高いキャピタルゲインを狙う戦略でございます。

2 ページ目は、(2) PE (プライベートエクイティ) の投資戦略になります。

プライベートデットは、資本構成上の弁済順位で最上位のシニアローンですとか、あるいはシニアローンと普通株式の間にあるメザニンと言われる劣後ローンですとか、優先株式に投資をする戦略でございます。

ターンアラウンドは、経営不振企業の債権を額面以下の割安な価格で購入いたしまして、債務の再編などで投資を回収するといった戦略でございます。

バイアウトは、主に非上場企業の過半数の株式を取得しまして、経営上の課題を解決しつつ企業価値の向上を図るといった戦略でございます。

グロースエクイティは、成長している中堅企業に出資をする戦略でございます、こちらはバイアウトと異なりまして少数株主となることが一般的でございます。

ベンチャーキャピタルは、独自の技術やビジネスモデルを持つ新興企業に出資をするという戦略でございます、出資比率はグロースエクイティよりもさらに低いということが一般的でございます。

3 ページ目は、(3) 不動産の投資戦略になります。

ノンリコースローンは、責任財産が限定された不動産SPVへの貸し付けを行う戦略でございます、変動金利のものが一般的でございます。また、不動産のリスクですとか、資本構成上の弁済順位に応じまして信用格付も様々なものになってございます。

コアは、テナント需要が安定している稼働中の不動産に投資する戦略ですが、レバレッジの水準によってリスク特性というのは異なりますので、今回の定量分析ではLTVで40%以下のものを低レバレッジ、40%を超えるものを高レバレッジのものとして分析いたしました。

この40%という数字でございますけれども、脚注にございますとおり、NCREIFやCa1STRSの定義を参考にしたものでございます。

バリューアッドは、テナントの誘致のための大規模修繕などを行いまして物件のバリューアップを図る戦略です。

オポチュニスティックは、開発や全面的な用途変更を行う不動産などへの投資を行う戦略となります。

4 ページと 5 ページが、2. 基本ポートフォリオ上の位置づけに関する定量分析の中で、今回行った (1) 定量分析の方法です。

①リスク分析は、リターンのボラティリティを比較したものですけれども、オルタナティブ資産の価格には粘着性がございますので、リターンの時系列データが平滑化されてしまうという傾向がございます。

したがいまして、コレログラムで系列相関が確認された場合には、自己回帰モデルによってデータを非平滑化した上で債券や株式のボラティリティと比較いたしました。

②スタイル分析は、債券と株式のリターンを説明変数、オルタナティブ資産のリターンを被説明変数として重回帰分析を行ったものですけれども、今回は結果を直感的に御理解

いただくために、債券と株式の回帰係数はそれぞれ0以上、合計で1とする制約条件を置きました。

5ページの③クラスター分析は、債券、株式、オルタナティブ資産の時系列データについて、ユークリッド距離をはかり、その距離の最も短い組み合わせを同じグループとして見たものです。

具体例をごらんいただきますと、2期間のリターンのデータは平面上の座標軸であらわすことができまして、各点の間のユークリッド距離はピタゴラスの定理で求めた直角三角形の斜辺と等しくなります。

6ページ目は、(2) 定量分析の結果になります。このうち青色は債券に近いこと、赤色は株式に近いこと、緑色はどちらでもないということを示唆しています。

基本的には、今回行った3つの定量分析のうち、2つ以上の定量分析で該当した資産に位置づけるべきだと考えておりますけれども、7ページ目の(3) 定性評価を加味した総合判断でございますとおり、2つほど定性判断を加えるべき資産があると考えております。

1つはインフラで、定量分析では全ての投資戦略が債券に近いということを示唆していますが、これはデータの期間が2009年～2014年までの5年間しかないために出てきた結果でございますので、結果については多少割り引いて考える必要があると思っております。

インフラのうち、先ほど御説明しました収入が変動するブラウンフィールドと、これから新規に建設を行うグリーンフィールドにつきましては、定性判断として株式として位置づけることが適当であると考えています。

一方、PEにつきましては、定量分析では全ての投資戦略が株式に近いということを示唆しておりますが、このうちプライベートデットにつきましては、資本構成上の弁済順位が普通株式よりも高い債権などへの投資でございますし、また、同様に定量分析で株式に近いと示唆されておりますハイイールド債や転換社債を今は外国債券の一部として投資しているということとの整合性から、こちらも定性判断として債券として位置づけることが適当であると考えております。

以上の定量分析と定性判断をまとめますと、インフラのうちインフラデットと安定収入のブラウンフィールドだけが債券で残りは株式、PEのうちプライベートデットだけが債券で残りは株式、不動産のうちノンリコースローンと低レバレッジの不動産だけが債券で残りは株式として位置づけることが適当であると考えております。

8ページ目は、3. オルタナティブ投資による基本ポートフォリオの改善効果を検証したものです。ここでは総資産の5%をオルタナティブ投資に投資したと仮定した場合、資産全体のシャープレシオが改善するとともに、各資産のインフォメーションレシオも改善することがわかりました。

9ページ目は、4. オルタナティブ投資の運用評価の方法について整理したものです。

伝統的資産の投資におきましては、投資家が運用額を任意に決めることができますので、運用額の増減による影響を排除したTWRで運用実績を評価するというのが一般的でござ

いまして、GPIFもそのように評価をしてきたところです。

一方、オルタナティブ投資につきましては、投資家が運用額を任意に決めることができないケースが多いので、運用額の増減による影響を考慮したIRRで運用実績を評価することが一般的でありまして、GIPSにおきましてもIRRでの計算と提示というものを必須としているところがございます。

ただし、10ページにございますとおり、IRRはTWRと計算の前提が異なりますので、直接的な比較ができないという問題がございます。

したがって、GPIFでは、これからオルタナティブ投資を行うに当たって、オルタナティブ資産へ資金を配分するといった場合には、あたかも同額でベンチマークのパッシブ商品を購入したものとみなしまして、反対にオルタナティブ投資から資金を回収するといった場合には、あたかも同額でベンチマークのパッシブ商品を売却したとみなしまして、こうした仮想取引のパフォーマンスに当たるPME（パブリック・マーケット・エクイバレント）を算出することでIRRとTWRを比較したいと考えております。

ただし、補足にもございますとおり、先ほど私が申し上げました説明は、PMEの概念を直感的に御理解いただくために、Long and Nickelsという教授によって初めて提唱された方法を申し上げたのですが、実際には投資額に対して回収額の非常に大きい、いわゆるパフォーマンスのいいファンドにつきましては、期末近くの純資産額がマイナスとなってしまうので、非常に不自然な結果が出ることで、5%程度の割合でPME自体が計算できないということがあります。

したがって、RouvinezやCambridge Associatesといったところが、期末近くの純資産がマイナスとならないように期中の回収額に調整を加えてPMEを計算することを提唱していますけれども、こちら調整方法に理論的な根拠がございませんし、また、計算も非常に複雑であるという問題がございます。

したがって、GPIFではGredil、Griffiths and Stuckeの提唱したDirect Alphaの方法に従いまして、ファンドのキャッシュフローをベンチマークのリターンで将来価値または現在価値に割引いて超過リターンを直接的に算出するといった方法を採用したいと思っています。

また、投資額に対する回収額の倍率というのもオルタナティブ投資ではよく見るのですが、このTVPIまたはMOICにつきましては、Kaplan and Schoar教授の方法で評価をしたいと考えております。

私からの説明は以上となります。

○米澤委員長 どうもありがとうございます。

いかがでしょうか。

○堀江委員長代理 テクニカルな質問をさせていただきます。

4ページにスタイル分析の係数の非負条件がついていますが、この非負条件がついたので、6ページにあるように、例えば不動産の高レバレッジのものが、債券が0.44で株式が

0.56とか、オポチュニスティックも債券が0.12で株式が0.88となっています。あと、プライベートエクイティもそうですが、基本的にはこの手のものは借入れを起こして株式にレバレッジをかけているというのが普通です。何故この非負条件を付けたのでしょうか。非負条件というのは、トータル1で非負条件を外せば、もっと株式に近いものだという現実の投資内容に沿った判定ができたはずなのに、どうして非負条件をつけたのですか。

●大石オルタナティブ投資課長 これは足して1になるというほうが直感的にわかるかと思いました。

○堀江委員長代理 足して1はいいのですけれども、非負条件をつける必要はないでしょう。

●大石オルタナティブ投資課長 非負条件をつけないで分析もしています。例えばベンチャーキャピタルをごらんいただきたいのですけれども、ベンチャーキャピタルにつきましては、非負条件をつけますと債券0、株式1です。これが非負条件を外しますと、債券が-1.75、株式が+1.18になっています。

ただ、これで決定係数がどれだけ上がったのかというのを御説明いたしますと、非負条件及び足して1になるという条件をつけた場合は決定係数が0.31、非負条件をつけない場合が0.37ですので、実は条件をつけてもそんなには説明量が変わらないということがございます。

○堀江委員長代理 今回の説明はイコール1で非負条件をつけない場合ですか。

●大石オルタナティブ投資課長 全くつけない場合です。

○堀江委員長代理 それは-1.75と+1.18というのはトータルで1にならない。

●大石オルタナティブ投資課長 ならないので、今、私が申し上げたのは、非負条件もなく、足して1になるという条件もなく、全くの制約条件をつけないで回帰分析を行った場合です。

○堀江委員長代理 私が聞いているのは、基本的にはトータルは1で、足したら1で、非負条件を外したらどういふ結果ですかという質問なのです。

●大石オルタナティブ投資課長 その分析はしていないのですけれども、恐らく決定係数は、今、私が申し上げたベンチャーキャピタルの条件をつけた場合の0.31と、条件をつけない場合の0.37の間にあるぐらいの説明力になると思います。

○堀江委員長代理 決定係数の値云々よりも、今ここで議論しているのは、債券に近いのか、株式に近いのかというその議論です。そのときにどちらに近いのかと言われると、今言ったように基本的にはレバレッジがかかっているわけです。

そうすると、クラスター分析もどちらにも近くないと出ますけれども、それはレバレッジの効果を無視したからどちらにも近くないという結果が出ているだけであって、レバレッジを加味したら、より株式に近いとか、そのように言えるのではないですか。

だから、ここの分析結果というのは、私は、どちらに近いかという分析としては十分ではないのではないかなと直感的に思うのです。

●大石オルタナティブ投資課長 先ほど私が申し上げたベンチャーキャピタルの例で申し上げますと、足して1になるという制約はつけていないですけれども、債券のベータが-1.75、株式のベータが+1.18というのは、ある意味でレバレッジがかかっているとか、あるいは株式そのものもボラティリティが高いということを示しているわけです。ですから、それを所与のものとしてクラスター分析をするというのは、それなりの整合性はあると思います。

○堀江委員長代理 どういう整合性ですか。

●大石オルタナティブ投資課長 要はレバレッジの影響を無視してクラスター分析をしなくても、そもそもレバレッジがかかっている、あるいは資産そのものにリスクがあるのであれば、そのリスクを所与のものとしてそのままクラスター分析をするというのは、私は理にかなっていると考えています。

○堀江委員長代理 もう一つ質問したいのですが、何度もこの場で議論させていただいていますが、オルタナティブ資産に投資するとき、どの資産のお金をオルタナティブの資産として使うのかという議論をするときに、やはりトータル1でやったほうがどこのお金を使うということが明確になるので、国民の観点から見ても、ここのお金をこちらに移行することによってリスクも下がって、リターンも上がるという納得のいく投資になると思うのです。この分析だと、国民に対してそこが十分説明できないのではないかなという質問なのです。

●大石オルタナティブ投資課長 その考えは十分あると思っていまして、例えばCPPIBのトータルポートアプローチでは、例えば不動産の残高を債券と株式に分割して開示するとか、あるいは不動産のリターンを債券と株式に分割して開示するとかということはしていませんが、例えばコアの不動産に投資するとき、それは債券が60%、株式が40%の合成したベンチマークに勝てますか、勝てませんかといったところで投資判断をしています。

また、その資金のファンディングについても、例えば100億円の物件に投資をするときには、債券を60億円売却して、株式を40億円売却してファンディングするという使い方をしていると理解をしています。

したがって、GPIFにおいても、例えばコア不動産は、今の基本構造の枠組みでは説明力の高い債券、株式にさや寄せするとしても、その時々投資環境によっては、100億円の物件に投資する場合でも、債券を100億円売却してファンディングするのではなくて、債券を60億円売って、株式を40億円売ってファンディングするという投資行動をとるということは理論的にはあり得るのだと思います。

○堀江委員長代理 ちょっと理解が私と違うのですが、国民に説明していないというのはそうかもしれないのですけれども、CPPIBに聞いたところ、理事会には説明しています。なぜなら、運用委員会がどこまで決めたのかという、今回、我々はポリシー・アセット・アロケーションを決めたので、ベンチマークに対してポリシー・アセット・アロケーションというのは、私は本来的には運用委員会に責任があると思っています。

それに対してGPIFは、より低いリスクでより高いリターンをと、どちらを優先するかはちょっと置いておきますと、それを目的に運営されているわけです。そのときに運用委員会に対して、このオルタナティブの資産はどのような目的で投資したのかというのは、説明責任があるわけです。

CPIBも理事会にはどういうお金の性格なのかというのはちゃんと正確に説明しているので、そこはちょっと違うと思います。国民に説明するか、理事会に説明するかはちょっと違うと思いますが、アカウンタブルでないといけない点は同じです。

何度もこの場でくどいように申し上げているのは、オルタナティブ資産の投資の目的は明確に理解できる形でないとまずいと私は思っています。そこは非常に強い個人的な意見があって、あくまでオルタナティブ投資なので、リスクを下げる、リターンを上げる目的でやるものですから、国民のお金を使って投資するものだから、それについての投資目的は明確に説明されなければいけない。そのための位置づけとしては、どちらかに寄せるというのは納得性が低いと私は思います。こだわっているのはそこだけなのです。何で組み合わせるのか。

理事長がおっしゃったように、それで説明できるのか。そこは全く理事長と同意見で、非常に説明はしにくいと思いますが、であれば、国民に説明する仕方と、この運用委員会でちゃんと専門的な議論を闘わせて位置づけるところはやはり分けてちゃんと議論しておいたほうがいいのではないかと。

なぜなら、現在の投資額が少額だからというのではないのです。そうではなく、オルタナティブに投資するわけですから、多分次の3年後か4年後に違う位置づけでやるわけですね。独立したものだとする、そのときの運用委員が誰か知りませんが、経営委員の方が判断するのでしょうかけれども、そのときに、ここでどういう議論をしたのかという実績をちゃんと残しておかないと、そのときにまた何で独立した資産なのか、株ではないのか、債券ではないのかということが議論になると思うのです。

そうすると、経営委員の人がまた新しく入られるわけで、そのときの方が全くそういったことを知らずに議論すると、また一から今のような議論がされるのではないかなというのを私は危惧するのです。

なので、次のことを考えても、どちらかに寄せるというよりは、組み合わせという形でちゃんと整理しておいたほうが、後々、金額を大きくする場合にいいのではないかなという趣旨なのです。

○米澤委員長 これは前回ないしはその前からやっているのですけれども、やっているプロセスは全く同じだと私は思っているのです。ただ、1つにするか、2つにするか、2つ以上と言ったほうがいいのかもかもしれませんけれども、その極めて技術的な問題ではないかと思っているのです。

マイナスというのはありますが、ポートフォリオに位置づけるときに、片方を減らすというのはちょっとあり得ないので、プラス、プラスで制約条件はいいと私は思っているの

ですけれども、要は1つでも十分ではないだろうか、あえて2つに分ける必要はないのではないだろうか。

今回初めて統計的な結果を出していただいて、きょうは説明が速かったのですが、2つに分ければこの回帰係数のところから出てきますけれども、2つに分けたときに必ずしもフィッティングがいいわけでもないですよということを私は事前に聞いたので、ならば、けちの原理ではないですが、1つでやってもいいのではないのでしょうかという理解だったのです。

ただ、あくまでも堀江委員は、CPPIBが2つでやっているから2つにこだわるのですか。

○堀江委員長代理 いえ、これはアカウントビリティーの問題です。

○米澤委員長 1つでもアカウントビリティーがあるでしょう。

●水野理事 2つだとふえますか。

○堀江委員長代理 投資している実態に近いのではないかなと思います。

○米澤委員長 それは2つやれば決定係数が上がるということで、アジャステッド決定係数というのがあるわけです。2つをやったときには、必ずしも全体が上がるわけではないです。

○堀江委員長代理 それは理解しているのです。

○米澤委員長 どうぞ。

●大石オルタナティブ投資課長 例えばこれまで御議論いただいていたコア不動産の決定係数を見ると、低レバレッジで0.16、高レバレッジだと0.11なのです。これはまさに堀江委員のおっしゃったとおり、不動産は債券でも株式でもない資産だということを示唆している結果だと思うのです。

○米澤委員長 そうだから、わからない第3のものに。

●大石オルタナティブ投資課長 そのアカウントビリティーという点で申し上げますと、統合的なリスク管理をするためにブラックロック社のAladdinというシステムを入れて、いわゆるオルタナティブというのが株式のファクターについてはどれだけの感応度を持っているのだ、債券のファクターについてはどれだけの感応度を持っているのだということをもう既に分析し始めておりますので、そういう意味では、運用委員の皆様方にそういう形で御説明するということもあり得るのかなと個人的には思っています。

○堀江委員長代理 だから、入れた後のリスク管理のところ、そういうことをちゃんときちんとアカウントブルにしていくという御説明ですね。

●大石オルタナティブ投資課長 はい。

○米澤委員長 そうですね。仮に1つにしても、極めてフィッティングが悪いので、よく注意して見ていく必要はありますねということですね。

どうぞ。

●水野理事 堀江委員の発言で私が意見を申し上げたいのは、いろいろやってみてもフィットする説明がなかなか出てこないという中で、何となく堀江委員の頭の中にも、我々の

頭の中にも、次の基本ポートフォリオのときにはもう少し違う考え方をするのだろうなどというのいろいろある中で議論を進めていっているのですけれども、アカウントビリティーという観点で申し上げますと、何のためのアカウントビリティーかということなのですが、基本的には我々がリスクをどうやってとっているか、それに対してリターンをどうやってとっているかということを説明できるということなのです。

CPPIBのトータル・ポートフォリオ・アプローチは、やっている人たちがみんなこのアルファで厳格にボーナスの規定などがされており、それをどれに割り振るかで彼らの年間のペイが変わってくるので、かなり突き詰めていってああいうものができたという点もあって、ちょっとバックグラウンドが違うかなという気がします。

GPIFの場合は、前に一度、最初るときに不動産は株式でやろうという提案を差し上げたのもそこで、結果として我々は何を考えなければいけないかというと、国民に対してこれだけのリスクをとっていますと言っているものが、オルタナティブにした結果、実はリスク量がふえているというのは避けなければいけないわけです。

そうすると、どちらかといえば保守的なほうに振るというのが、今の段階においては最も現実的であって、アカウントブルというのかわかりませんが、納得感がある方法ではないかと思っております。

これで実際に案件をやりますと、具体的なものが出てきてAladdinやいろいろなもので分析した結果、どうもフィットしないということになれば、多分またそこで御相談することになると思いますし、結果としては多分そのときも保守的なほうに振っていくのではないかという気がしています。

○堀江委員長代理 保守的というのはリスクを多目に見積もる定義をするということですね。

●水野理事 はい。

○堀江委員長代理 わかりました。

○米澤委員長 今回の点を含めて、もっといろいろな提案をされました。全般的に御質問とか御意見とかがありましたら、いかがでしょうか。

大石課長、改めて整理すると、きょうはどこを特に認めていただくということですか。全部ですけれども、大半はテクニカルな話なので、このような方法で進めていただければということですか。

●大石オルタナティブ投資課長 特に7ページ目の一番下です。これまで我々の中でも議論が整理できていなくて申しわけなかったのですけれども、不動産は債券か株式かみたいなちょっと雑な議論をしていたので、もう少し具体的な投資戦略にブレイクダウンした上で、ただ、その後は債券か株式にさや寄せするというやり方でやらせていただきたいというのが今回の最もお願いしたいところです。

○米澤委員長 そうですね。具体的に言うと、今説明のあった7ページ目の下の箱の分類が、定量的な分析で1つ選ぶというところから出てきた結論がこうですが、いかがでしょ

うかというのが御提案ですね。

●大石オルタナティブ投資課長 はい。

○大野委員 ちょっと確認なのですが、8ページの検証における前提というところで欄外の2つ目のボツですけれども、これは今、総資産の5%を仮に全部充てた場合に、かつ充て方は基本ポートフォリオの外国債券15%、外国株式25%でやったときの効果ですね。

今後の取り組みの示唆として、基本的には時系列の差があるにしても、こういう格好で配分していくのか。債券型が15%、エクイティ型が25%という理解でよろしいのでしょうか。違うのですか。

●三谷理事長 そこは投資機会が一緒に来るわけではありませんので、必ずしも15対25とは事前には決められないと思います。

また、ここには出ていませんけれども、場合によっては、国内に位置づける資産というのも今後出てくる可能性もないわけではありません。

○大野委員 そうすると、この改善効果の数字というのはある前提における極めてレアなものというわけですね。そのところがちょっとよくわからなかったのです。

最後の12ページを見ると市場規模が書いてあるのですけれども、これを足すとこれは圧倒的にデット型が多いのですね。だから、もしかしたら、これは比重が逆転するのかなという感じもしました。1対2ぐらいなのですね。この分類でいけばエクイティというのは意外と少ない。現実そうやってきてしまうのかなという感じがしないでもないという印象は持ちました。

●三谷理事長 我々がこれからどういう形で、どういうところに運用を委託しながらやっていくのかということにもかかわってきますので、それはあり得るかもしれません。

●水野理事 今回の結果を受けて、皆さんがこちらのルールでいいと言っていただけでしたら、実際にはこのルールをつくる時にも使っていますけれども、それぞれの資産クラスのコンサルタントと、具体的にそれぞれの資産クラスでどういうものが機会としてありそうで、どういうものを組み合わせればリスク・リターンのバランスが一番いいのだということを提案してもらおうというか、我々と一緒につくっていくつもりですので、その中で、今、大野委員がおっしゃったようなことがもう少し明らかになっていくのかなと思っています。

○大野委員 そうですね。これは何となく実験室の数字なので、それをやっつかないと、このままのみにできないようなところもありますので、ぜひよろしくをお願いします。

○米澤委員長 ほかによろしいでしょうか。

それでは、今言ったいろいろなテクニカルな数値例は仮ということですので、それは今後いろいろあり得るということなのですが、要は7ページ目の下の箱のような分類によって進めていくということに関して、これを事務局案としますと、これを承認するということがよろしいでしょうか。

(はいと声あり)

○米澤委員長 ありがとうございます。

それでは、これが承認されたということで、事務局のほうでは今後対応してください。

続きましては、委員限り3-2のオンタリオ州公務員年金基金(OMERS)とのインフラストラクチャー共同投資に係る投資目標の見直しについてです。事務局のほうから説明をお願いします。

●大石オルタナティブ投資課長 それでは、また資料に沿って御説明申し上げます。

OMERSとのインフラ共同投資につきましては、収入の安定しているブラウンフィールドに投資をしておりますので、従来より基本ポートフォリオ上は外国債券として位置づけているところでございます。

現時点で一定の投資残高がございますけれども、応札したものの残念ながら落札できなかった案件、またはそのリターンがリスクに見合わないなどの理由で投資を見送った案件も多数ございます。

この背景としましては、裏面をごらんいただきますとおり、主な投資先である先進主要国で長期金利が低下しております、これまで債券に投資をしていた機関投資家が債券の代替として収入の安定しているインフラに資金を振り分けておりますので、インフラ市場における期待リターンも低下をしているということが挙げられます。

したがいまして、今後はIRRとキャッシュイールドの目標を若干引き下げまして、これまでどおり外国債券の代替としてふさわしい安定したインフラに投資を進めていきたいと考えております。

簡単ではございますけれども、以上です。

○米澤委員長 ただいまの御説明に関しまして、意見とか御質問がありましたらお願いします。いかがでしょうか。

どうぞ。

○清水委員 今回1%ずつ引き下げることにされたということですが、その1%の根拠としてはどういうことがあるのでしょうか。

●大石オルタナティブ投資課長 まず、市場環境が変わっているということ認識しつつも、数年前に決めた投資の枠組み、規律というものもありますので、余り一度に引き下げるということはどうかと思っております、まずは1%引き下げてこれから投資を進めてみて、それでも足りないということであれば、場合によってはまたお諮りするということもあり得るのかなと思っております。

○佐藤委員 1つ質問があるのですが、よろしいでしょうか。

○米澤委員長 どうぞ。

○佐藤委員 検討案件の一覧で業種というところを拝見すると、やはり電力関係、パワージェネレーションが世界的な電力需要、特にエマージングマーケットの電力需要にどうファイナンスをしていくかということで結構あるなという感じがしたのです。

この間もお伺いしたと思うのですが、例えば中国とかインドもそうですけれども、原子

力で発電するという需要が結構多いですよ。中国は100基とか、計画も非常に多いですよ。仮にそういう案件がプロジェクトの中に入っていた場合、GPIFはどうするのか。あるいはほかの公的年金は何かそういうポリシーがあるのかどうかと思ひまして、もし御存じであれば教えてください。

●大石オルタナティブ投資課長 2点申し上げたいと思うのですが、1点目は、今回のOMERSとの共同投資については、原子力発電所は投資の対象外になっております。OMERSの共同投資以外にもこれからインフラ投資をしようと思うのですが、そこで原発をどうするのかというのはこれから整理しなければいけない問題だと思います。

○佐藤委員 インフラ関係だと、恐らく中国なんて相当出てくるのではないですかね。

●水野理事 今の佐藤委員の御懸念については、原発をやめる理由が何かということで、ESGの観点からすれば、火力のほうがよくないとか、いろいろな観点があると思います。OMERSに関してはそれはやらないということにしているわけですが、今後、インフラの案件を進めるに当たっては少し議論していく対象になるのかなと思います。どのような対象になったとしても、GPIFが有限責任性を確保するとか、損害賠償等の対象にならないというのは当たり前のことでありますので、そこはストラクチャーの中で確実に確保していくべきだと思いますけれども、原発そのものの是非については、どういう観点から我々が判断するのかということ少し考えさせていただきたいと思います。

○佐藤委員 先ほどおっしゃった火力などは、もう明らかなネガリストのトップ中のトップかなという感じがします。

○米澤委員長 どうぞ。

○菅家委員 今、原発の議論がありましたけれども、とりあえずインフラ投資については、OMERSとの共同投資という枠組みでもって我々は知見も含めて高めていくとか、いろいろなことでやっているわけでありまして、しかもOMERSの場合は先進国のインフラということに限った投資ということでもありますので、現状においてはこの枠組みの中での議論にとどめるべきだと思います。

●大石オルタナティブ投資課長 1点だけ正確に申し上げたいのですが、OMERSとの共同投資は先進国が中心なのでありますが、一定程度新興国にも投資することは不可能ではないです。ただ、投資判断として、OMERSなり、我々が投資をしている投資信託の運用者であるニッセイアセットマネジメントがそれはリスクがあると思えば、投資をしないということもあり得ると思います。

○菅家委員 いや、現状において、先進国ということの説明を受けて我々は議論をし、容認をしてきているわけですから、それはいろいろな可能性があるといえば可能性はあるわけですし、OMERS以外だっていろいろとあるでしょうけれども、少なくとも現状においてはこの枠組みの中での議論ということで、一般論で原発がどうのこうのなんていう議論はすべきではないと思います。

●三谷理事長 いずれにしろ、我々は少なくともブラウンフィールドに限定してやると。

したがって、これから建設中の原発というのは、我々としてインフラ投資の対象にするつもりは全くございません。

○菅家委員 将来の可能性について、何の条件もなく議論をやっても意味がないわけですから、そんな議論はやめたほうが良いということです。

○佐藤委員 だから、具体的な懸案が出てきたときに議論すればいいということですね。

●三谷理事長 将来において例えばエマージングのインフラ投資をするとか、グリーンフィールドにするという議論が出たときに、そこで当然考える話だと思います。

○菅家委員 ESGの原則もありますし、さまざまな観点から議論は当然あるでしょうけれども、今ここで一般的な議論をしてもしょうがないし、やるべきではないと思います。

●三谷理事長 おっしゃるとおりだと思います。

○米澤委員長 わかりました。

改めてOMERSとのインフラストラクチャーの共同投資にかかわるということで、この目標の見直しに関してこういうことになりましたので、御理解ください。

次は、委員限り4マイナス金利環境下における国内債券パッシブファンドの運用について、事務局のほうから説明をお願いします。

●水野理事 陣場のほうから説明させていただきますが、最初に私のほうから一言だけ申し上げたいと思います。

今回、事前にこの内容を皆さんに説明できていないということで、きょう、おわかりになるのに大変御苦労されるのではないかと心配しているわけですが、このマイナス金利という状況下で我々が極めて特別な事情に直面しているということと、きょう、この後説明をさせていただくのですが、かなり話がテクニカルになりますので、委員の方は、聞いていただいても、何の話なのかしっくりわからないということが正直あるのではないかと思います。

一方で、そもそもマイナスの金利を投資対象とすることについて、我々がフィデューシャリー・デューティーや、そういう観点からどうするのかというところに関しては、もともと基本ポートフォリオを決めていただいた運用委員会の方に議論していただく必要があるということで、今回、急ではありますが、議題として上げさせていただいております。今からの陣場の説明は若干わかりにくいと思いますが、済みませんが、最後まで辛抱しておつき合いいただきまして、議論の中身としては、基本ポートフォリオにかかわる大枠のところを話していただきたいときょうは期待しているということをお伝えしたいと思いますので、何とぞよろしく願いいたします。

○米澤委員長 では、陣場部長、お願いします。

●陣場運用部長 それでは、委員限り4マイナス金利環境下における国内債券パッシブファンドの運用についてをごらんください。

まず、足元の1. 現状ということでございます。皆様も御承知のとおり、1月の日銀の金融政策決定会合におきまして、日銀当座の一部に対して-0.1%の金利を適用する、いわ

ゆるマイナス金利付き量的・質的緩和というものの導入が決まったわけでございます。

その後、国内金利、国債の全ての局面がイールドカーブにおいて大幅に低下をしているところがございます、1ページ目の右側のグラフをごらんいただきますと、先週末の段階で、9年ゾーンのところまで既に利回りとしてはマイナスの圏内に突っ込んでいるというのが足元の状況でございます。

2. 基本ポートフォリオにおける国内債券の組入れの意義で、そもそも基本ポートフォリオで国内債券を、我々のアセットクラスの位置づけをしたときの整理ということにもう一回立ち返って確認してまいりたいと思います。

最初の矢羽でございますけれども、基本ポートフォリオの設定におきまして、これは私どもの中期目標に書かれているお話でございますが、名目賃金上昇率から下振れするリスクが全額国内債券運用の場合を超えないことということで、リスクの一つの標準になっているということでございます。

2つ目の矢羽でございます。株式等を入れて目標利回りを確保するというので、国内債券の意味というのはいわゆる分散投資ということでございます、株が下がるときに国内債券は少しでもキャピタルゲインがついているといった株と債券の分散投資効果ということが基本ポートフォリオの生命線ということでございます。

したがって、積立金運用を効率的に行う観点からは、国内債券というものは、多少期待度合いは低くても重要な資産となるというのが基本的な位置づけと認識しているところでございます。

2ページ目の（参考）国内債券の期待リターンは、国内債券の期待リターンを設定したときのおとこの議論の振り返りということになります。

当時、財政検証を踏まえまして、経済中位と市場基準の2つのケースを想定いたしまして、期待リターンを設定したというところでございます。

経済中位ケース、いわゆる運用目標が高い、経済が非常にいい状況になって、賃金もそこそこ上がりますので、賃金上昇率+1.7%というリターンが求められる。そういうケースにおいては名目長期金利も3.9%という設定をしております。

市場基準ケースにおきましては、もう少し低目に財政検証における参考ケースというものを念頭に置きまして、市場で観察されるフォワードレートを基準に名目長期金利を決めた。これが2.8%というベースで長期金利を設定したということでございます。

いずれのケースにおきましても、足元の金利水準から比べると金利が上がるということには変わりはないので、当面は債券を持っていればキャピタルロスが出続けるといった想定をしているところでございます。

結果といたしまして、将来25年間の期待リターンを設定いたしますと、経済中位ケースで2.6%、市場基準ケースで2.0%という期待リターンの設定になったところでございます。

ところが、このいずれも25年間で想定される賃金上昇率からいたしますと、賃金上昇率はそれぞれ2.8%、2.1%という水準で設定されてございますので、賃金上昇率を引いた実

質的なリターンというベースで考えますと、実は国内債券というのはネガティブな実質的なリターンの資産であるということを念頭に置いて、それでも分散投資効果の観点で入れようと、35%というウェイトにしようという意思決定をしたというところでございます。

3. 国内債券パッシブ運用におけるマイナス利回り債券購入の是非ですが、国内債券の足元のパッシブ運用の課題ということで本題に入っていきたいと思えます。

私ども、これまで国内債のパッシブにおいては、既に日銀の政策決定の前の段階で、短期ゾーンの一部については、既に利回りがマイナスになっているという状況が発生してございました。

私ども、その時点においては、まだまだプラス利回りの債券だけでも十分ポートフォリオが組めるであろうという前提に立ちまして、マイナスの利回りの債券は新規で買わないでくださいというお願いを私どもから運用機関に出すガイドラインの中で示させていただきました。運用を継続しておったというところでございます。

ところが、先ほども申しあげましたとおり、もう9年ゾーンまで利回りがマイナスになっているといった状況でございまして、従来のプラスの利回りのものしか買ってはいけませんよという制約のもとでは、新規で買える銘柄が非常に限定されてまいります。10年以上のものに限られてしまうという状況になってまいりまして、マーケットに連動するベンチマーク運用として市場連動性の確保という観点では、パッシブの運用というものが非常に難しくなっているというのが現状でございます。

したがって、私どもが直面している問題ということで申し上げますと、国内債券パッシブを続けるという場合には、従来同様にマイナス利回りのものは買ってはいけませんよというルールを継続するのか、それともそこは弾力化いたしまして、マイナス利回りの債券も買っていいですよと言うのかという課題があるということでございます。

3ページ目で、①マイナス利回り債券の購入禁止と②マイナス利回り債券の購入容認でそれぞれ理由と課題を簡単に整理させていただいております。

①マイナス利回り債券の購入禁止の理由でございますけれども、非常に素朴な議論でございまして、仮に満期まで持てばマイナスのリターンは確定する。損をしてしまうものは買ってはいけないであろうという非常に素朴な議論でございます。

この制約の課題といたしましては、現状のガイドライン制約のもとで運用を続けていただきますと、運用者としてどういうポートを組むかということ、全部の債券は買えないにしても、せめてデュレーションぐらいは合わせましょうという投資行動になってまいります。

したがって、プラス利回りが残る債券を買いつつ、一方で、9年債までは買えませんが、短期債、キャッシュを片側に置いて、全体としてバランスがとれるようにしようというのが運用者の行動ということでございます。

しかしながら、多くの運用者が同じことを考えてまいりますので、当然ながら長期債に超過需要が生じて、そもそも長期債の確保が難しくなりますねといった議論、それから、そういった投資行動自体がマーケットをゆがめてしまうことが懸念されるわけござい

す。

もう一つの課題といたしましては、いつか金利環境が戻ってきたときには普通の市場連動の運用に戻すわけでございますけれども、そうしたゆがんだポートフォリオをもとに戻すときに、それなりの再構築コストを考えなければいけないというのが課題になってまいるわけでございます。

一方で、②マイナス利回り債券の購入容認ですが、マイナスの債券でも購入を容認してよいのではないかという理由を3つ挙げてございます。

基本ポートフォリオ自体が市場ベンチマークというものを前提に期待リターンを設定し、また、リスク相関係数もベンチマークの過去データで構築をしております。そうした観点を踏まえますと、市場連動の確保という観点からは、マイナス利回りの債券でも購入すべきであろうといった議論が最初の理由ということでございます。

2つ目の議論といたしまして、足元は確かに9年債のところまでマイナス利回りになっておるわけでございますけれども、まだ10年超のプラスの利回りも残っておりまして、そうしたインデックス全体、ポートフォリオ全体で考えると、ロールダウンといった効果もありますので、まだ全体としてはプラスのリターンが期待できるというものです。

3つ目の議論でございますけれども、マイナスの利回りという観点で申し上げますと、既に欧州のほうが少し先を行っているわけでございます。欧州に拠点のある運用機関にも、そもそもユーロの人たちはどのようにマイナス利回りに対応しているのかということで、いろいろ聞いてみたところでございますが、どうもユーロでは、お客さんのほうからマイナスの利回りは買ってはいけないというような議論はほとんどないということで、運用機関もパッシブ運用の中にはマイナスの利回りのものも入れているというのが現状ということでございます。

また、国内の信託銀行をはじめとしまして、NOMURA-BPIのパッシブというものは企業年金等にも相当売られているわけでございますが、かなりの年金基金はマイナス利回りのものでも仕方ないということで容認をしている状況であると聞いているところでございます。

マイナス利回りのものを買って良い悪いの最大の課題は、①の議論の裏返しでございますが、満期まで持った場合にマイナスのリターンが確定することについて、これはFiduciary Duty (フィデューシャリー・デューティー)、受託者責任上問題があるのではないかという議論があるわけでございます。

一部の運用機関においては、マイナス利回りのものを入れるに当たって、弁護士ともいろいろ相談しながら進めているということでございまして、マイナス利回りのものを買うことが絶対にだめというところまでは言えないという回答を得ているというような議論も聞いているということでございます。

4. 当面の対応でございますけれども、こういった議論を踏まえまして、私ども執行部といたしましては、これまでの制約を緩めましてマイナスの利回りでも購入を認めて、ファンド運営の自由度は確保したいということでございます。

さはさりながら、我々は従来からパッシブ運用においても超過収益を評価する評価体系になってございますので、現状、トラッキングエラーの制約の中で、引き続き超過収益がとれるように、運用機関に対しては工夫を促すようにいたしたいと考えているものでございます。

4 ページ目でございます。今申し上げましたマイナス利回りのものを買う、買わないというものは、4 ページ目にまとめておりますA案のそれぞれA 1 案、A 2 案という選択肢になっているものでございます。

参考としてB案として掲げておりますが、そもそも国内債のパッシブというのは、さらにネガティブ利回りというものがどんどん進行していった、国内債のパッシブそのものがもう意味をなくしてきたといったような事態に立ち至ったときに一体どういうことが考えられるのかなということで、B 1 案からB 5 案まで、まだあらゆるアイデアベースでございますが、こんなことが考えられるのかなということでアイデアとして掲げているものでございます。

本日は詳しい説明はいたしません、今、こういうことも我々は考えて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。

○米澤委員長 どうもありがとうございます。

水野理事のほうからわかりにくいとありましたけれども、感覚的にはよくわかる話なので、極めて深刻な問題が生じているということです。

●水野理事 今、B案のところとかをはしょらせていただいたのですが、状況が日々刻々と変化している中でA 1 案、A 2 案、B 1 案からB 4 案あたりをどうしていくかというのは、運用委員会で議論していただく内容としては少しテクニカル過ぎるというか、臨機応変を必要とする部分なので、私どものほうで判断するのがより適切ではないかと思っているのですけれども、今回、マイナス金利の債券を買うかどうかというかなりハイレベルなところで議論をしていますので、ここはぜひ運用委員会の先生方の御意見をお伺いしたいということで慌てて運用委員会に議題として提示させていただきました。

○米澤委員長 私のほうから確認させていただきたいのですが、参考で今言ったB案の位置づけなのですからけれども、こんなものも考えられるけれども、すぐにこれのどれかを仮にとるとすると、いろいろやらなければいけないことが多々あるという理解なのでしょうか。

●三谷理事長 ここには特に書いていませんが、考えられるけれども、難点もいろいろあるということです。

○米澤委員長 当面はA 1 案、A 2 案あたりを中心に議論していただいたほうが、きょうに関しては建設的かなということで提案されているようですが、少し幅広も含めて御意見をいただければいいかなと思っております。

堀江委員、どうぞ。

○堀江委員長代理 私は3 ページの①マイナス利回り債券の購入禁止という案に賛成です。

幾つか理由があります。我々は相対リターンで仕事をしているわけではない。要は、払う給付は賃金上昇率に対して比例するというので、賃金上昇率を上回ることを目指さなければいけない。

今回のこのケースは、かなり確実に絶対リターンでマイナスになるものを買うということは、普通これまでのケースですと、賃金上昇率がマイナスになっても給付は下げられないではないですか。

そうすると、マイナスのものを買うということは、明らかに給付に対して劣後するものを満期1年のところでパッシブのほうが売ることがわかっているわけですから、かなり高い確率でマイナスになるものをなぜ買うのかというのが私は理解できません。購入するのであれば、例えばトラッキングエラーをもっと高くするとか別の方法を採用すべきです。

なぜなら、リバランスをするときやマネジャーを入れかえるとき、その期間、トラッキングエラーの計測から外しています。そういうことはテクニカルにもうやっているわけだから、受給者の観点から考えると、この期間は明らかにマイナスになるものをガイドラインのルールを優先して買うということに関しては、私もこれからもらう立場ですから、国民のもらう立場からいうと私は全く納得できない。

トラッキングエラーが幾らか知りませんが、それにこだわる理由も全く理解できません。0.2とか、詳細なトラッキングエラーというテクニカルなものにこだわって、あえて絶対リターンがマイナスのものを買うという行動がなぜ許されるのか。そこについて私は全く理解できない。テクニカルなところについては、GPIFの執行部でいろいろなアローアンスを設けてされているわけだから、そこはもう少し工夫をして、買わないという方向で検討したほうがいいのではないかなと私は思います。

●水野理事 御意見ありがとうございます。

そういう考え方もあって、従来はマイナス金利のものは購入しないというガイドラインで出していたのですが、1つ目は、先ほど陣場が説明しましたけれども、この基本ポートフォリオの設定においても、将来25年間の平均値としては、実は債券というのは実質リターンマイナスの資産クラスとして基本ポートフォリオに導入されているという事実があります。

とはいえ、分散効果やいろいろな意味があって持っているアセットですので、1つには、そもそもマイナスになったからといって基本ポートフォリオがパニックになる話かというのが1つあると思います。

2つ目はもう少し実務的な話なのですが、20ベースのトラッキングエラーというのは、実はずっとこれを我々はパッシブのマネジャーに提示しているのですが、現実的にはほとんど使われたことはありません。

今回、実は全社のパッシブのマネジャーに来ていただいてこの部屋でディスカッションをしてもらったのですが、彼らが何を言っているかということ、20ベースあれば、1年から1年半ぐらいはバーベル化によって泳げますと言っているのですが、泳げますと

いうことは、泳げなくなったときにはどうなるのかということです。

もう一つ、もともとアベラビリティというか、リクイディティの低いところにどんどん広がっていく中で、我々がもう少し小さい投資家であればいいわけですが、GPIFがトラッキングエラーを出せば、残念ながら大体みんな同じような投資行動になったときに、今はイールドがあると思っているゾーンもイールドが潰れていくという結果を呼び込むことにもなるということで、それであれば、本当に極端にいうと、もうパッシブをやめてアクティブ全部というのも一つのやり方なのですけれども、今のパッシブが、20ベース、我々が使っているよと言っているトラッキングエラーを実はほとんど使っていないので、この範囲の中でできるだけ創意工夫してやってくださいと。

例えばこれが1%、2%になってきた場合は、もうほとんどパッシブとは呼べなくなってきましたので、今、我々が提示している20ベースを実際にはどのぐらいまで使ったことがあるのですか。

●陣場運用部長 数ベースです。

●水野理事 数ベースぐらいしか使っていないのです。今回、これを20まで積極的に使っていて、その中で創意工夫して欲しいという指示を出そうと思っていますので、それでもうまくいかないということになると、本当にB案の全部アクティブにしようかということも考えざるを得ないのか、我々はもともと基本ポートフォリオパッシブなのだから、全部パッシブでやるということになると、将来的にはもう一回ディシジョン・メイクを迫られることもあると思っています。

ただ、何で今回こう申し上げたかということ、残念ながらマイナス金利が前回のように短期間で消えてくれそうにないということと、日銀総裁のおっしゃっていることは違って、マイナスの部分がずっと長いところまで来てしまっているという環境で、今までのように、ここだけ除いてあとはうまくやってくださいと言える状態ではないということです。

その観点でいろいろと検討したところ、マーケットへのインパクトも考えると、今回提案させてもらったパッシブの中で、ガイドライン上のトラッキングエラーをフルに使ってやってもらうというのが最もマーケットに対しても融和的ではないかなと判断しているわけです。

○堀江委員長代理 要するに0.2でも0.4でもいい。

●水野理事 もちろんそうです。ただ、先ほど申し上げたように、運用機関の運用者を集めてヒアリングしたところ、20ベースあれば1年ちょっとぐらいはできますと彼らが言っているので、それでまた詰まってくれば、そのときにさらに上げていくのか、あるいはB案のような極端な転換を図るのかは決めなければいけないと思うのですけれども、ヒアリングしたところ、今のところは誰一人それ以上欲しいという評価はなかったので、ガイドラインは変えないで問題ないと思っています。

○米澤委員長 堀江委員が言ったこととそう違わないですね。ただ、今、債券に関しても超過収益確保というのは認識されているのですか。株式などの場合は、前に結構議論をし

て株式のパッシブでも超過収益をとってくださいますとあったのだけれども、債券は今回初めてそのようなことになるわけですか。

●水野理事 いえ、そんなことはないです。前から言っています。

●三谷理事長 前から言っていますけれども、一応、パッシブのトラッキングエラーはできるだけ小さくという前提でいくと、超過収益は余りとれないということです。

●水野理事 そういう意味では、今回は指示をはっきり変えることになるわけですよ。20ベースは積極的に使っていいよということになります。今まではできるだけ抑えてほしいけれども、万が一上がっても20ベースという指示なのです。

○米澤委員長 それで結構メッセージが変わってきますよね。

○堀江委員長代理 そうですね。メッセージが変わるという意味ではいいのではないかなと思います。

○米澤委員長 ほかに。

どうぞ。

○佐藤委員 1つ確認の質問なのですが、②マイナス利回り債券の購入容認のところの課題に書いてある受託者責任の問題なのですが、運用受託機関が弁護士見解を聞いているという話があり、ただ、鍵括弧の中に書いてある回答ぶりが、ざっと読んだところ、答えになっていないのではないかなと思うのです。なぜ責任に反するものとは言えないのかというのがちゃんと書いていないなという気がして、一体どういう理屈なのでしょう。

●水野理事 今、うちも日米の弁護士資格を持っているリーガルオフィサーもいるので、そのあたりも聞いたのですが、基本的に判例とかも当然なことですし、弁護士がこれは良い悪いというオピニオンレターを出すというのは極めてまれかなということでした。

この場合、弁護士意見として反すると言われたら困ってしまうわけですが、弁護士が書けるベストは反するとは言えないということかなと思いますので、これは、一部の運用受託機関ではと申し上げたのですけれども、そこははっきりとそういう意見がとれたと言っているのですが、私たちもとろうと思ったぐらいですから、多分ほかのところもとろうとしたと思うのですけれども、多分回答は出ないだろうなと思います。

○佐藤委員 答えぶりは、反するとは言えないでいいと思うのですけれども、何で反するとは言えないのかという理屈が何も書いていないなと思ったのです。投資効果も含め、マイナス利回り債券を絶対に保有すべきではないとまでは言えない。これは結論を書いているだけなので。

●水野理事 受託者責任の解釈ですか。

○佐藤委員 そうです。

●三谷理事長 多分このとったところに弁護士意見書を見せてくれと言え、いろいろ書いてあるとは思いますが、我々は各受託機関からヒアリングをして、その中に弁護士からこういう意見を得ていますというのを聞いているだけで、本当に見せてもらえば、

弁護士意見書ですから、もう少し何かいろいろ書いてあるとは思いますが。

○佐藤委員 もう少し、もっともらしく書いてもらったほうがいいなと思っただけです。

●水野理事 例えば、我々が外部の弁護士にお願いしてもいいのですが、本音で申し上げると、これ以上のものが弁護士事務所から出てくるとは思えないです。

○米澤委員長 いかがでしょうか。

清水委員、どうぞ。

○清水委員 マイナス金利導入で、今、首相が預金はマイナスにならないと必死にアナウンスしていますが、やはり一般の人が理解するのは、預金でマイナス金利がつくぐらいなら、現金を保有して自分でたんす預金をすればいいではないかということだと思のです。

GPIFについても、もしできるのであればキャッシュを持って金庫に置いておくのが一番安全なのではないかと、そのうちいろいろな人が言い出すのではないかと思うわけですが、ここのB4案というところに、キャッシュアウト等対応ファンドへの移管という案があります。私がお聞きしたいのは、そもそも基本ポートフォリオを考えたときには債券がマイナス金利になるということは想定していなかったわけで、例えば、その中でキャッシュアウト対応ファンド5%と決めていたものが、債券の中にこのようなキャッシュアウトに移行するということが、今回の金融政策の変更、今後の見通しのもとで可能なのか、あるいはポートフォリオ自体をまた変えて考えなくてはいけないのかという点については、どうなのでしょう。

○米澤委員長 どうぞ。

●三谷理事長 今回のパッシブファンドの運用は、先ほど堀江委員がおっしゃったように、残存1年のところで処分する。その処分したお金をまた同じファンドの中でばらして再投資をしているわけです。その部分をなくすためには、少なくとも1年間にはキャッシュアウト対応ファンドに移せば、1年未満のところで売却しなくても済む。1年たてば今度は償還金が出てきますから、それをどのように配分するかという議論は当然またここで出てきます。

ただ、その場合、仮にパッシブファンドというものを全部もう当然運用しないのだからということで割り切っておれば、長いところに運用するとか、いろいろな方法もあるわけです。差し当たっては1年間猶予期間をこれで作るかなというだけの話になりますので、本質的な解決策にどこまでなるかと言われると、ちょっとクエスチョンマークがつくということです。

○米澤委員長 どうぞ。

○大野委員 私も若干堀江委員と近いのですが、やはりマイナスというのは余り手を出したくないなという感覚で、ただ、マイナスを認めていかないと、実際、玉がないといひますか、その問題があるので非常に悩ましいのですけれども、マイナスを買うということは、少なくとも金利がさらに低くなるとかいうことでない限り出てこないわけでありまして。そうすると、今、一定期間ということがありましたが、未来永劫ではなくて、ある期間買

ってみるとか、ある段階でもう少しマーケットがどうなるかという勉強もできますし、期限を区切ってどこかで見てみるということが1つ。

もう一つは、これはちょっと我々だけでは非常に厳しいのだけれども、フォワードルッキングということが物すごく計画のときに言われていまして、はっきり言って、これは金利上昇を織り込んだわけで、今回の環境の中でこれをどのように説明していくか。これもある意味では負担は大きいけれども、我々に課せられた1つの課題なのかなという感じがします。

3つ目ですが、ポートフォリオでいくと、12月は37~38%あって、今はもう少し上がっているのかもしれないですけども、清水委員の意見にも若干近い。預金がいいかどうかというのはわからないですが、少しそこの10%の乖離幅があるので、無理してマイナスを買っていかなくても代替のものがあるかどうかというのはなかなか難しいのですけれども、運用サイドから見れば、マイナスを容認すればとりあえず非常に楽は楽なのですよね。ただ、やはりそこはたがをはめておかないと、一番言いたいのは、期限をある程度区切ることが大事かなと思います。

○米澤委員長 どうぞ。

●三谷理事長 おっしゃるとおりだと思います。我々がマイナスでもしようがないかと考えているのは、1つの大きな理由として3ページの②の2つ目のポツです。個々の債券をとってみればマイナスにはなるけれども、国債パッシブというポートフォリオ全体でいけば、まだ10年超のところでは金利も残っていますし、またイールドカーブが右肩上がりになっているということは、ここに書いてあるようなロールダウン効果ということもあります。そうすれば、だんだん金利が下がってくるのにもなってキャピタルゲインが出てくるという効果もあって、今、パッシブ全体として見ればマイナスになっているわけでもありません。

したがって、個々の債券ではなくて国債BPI全体として見れば、運用するのに絶対不適格というわけでもないのかなというのが1つの理由であります。

2つ目は何でしたか。

●水野理事 たんす預金です。

○大野委員 要するに10%の乖離は許されていますから、無理して捨っていく必要はないのではないか。

●三谷理事長 現金を持つこと自体は、これはとてつもない話でありまして、全部1万円札でも日銀の本店の大金庫にも30兆円はとてつもない。ということは、日銀本店の金庫並みのものをつくりますかと言われても、ちょっとそれはコストパフォーマンスが悪過ぎることになります。

ただ、今考えられるのは、これから大口の預金で手数料のようなものが導入されるかどうかはわかりませんが、今、我々が現実に管理機関から言われているところでは、0.001%ぐらいの金利はしばらくはつけられそうだとということでもありますので、0.001%

の普通預金と、先ほどお話しした長いところでどれだけバーベル型のものが組めるかということとの対応だろうと思います。

3番目の点については、おっしゃるとおり、将来のイールドカーブがまた想定外に変わってくるなり、さらにマイナス金利が深くなるなり、もしくは当初から言っていますように、20ベーススのアローアンスがとてもこれではやっていけないという話になるなり、そういう事態が起これば、当然、またそこでどうするかということを変更して考えていく必要もあろうかなと思います。

○米澤委員長 どうぞ。

●水野理事 1つだけ追加ですが、大野委員のおっしゃったのは、今、我々の基本ポートフォリオよりも多目に持っているので、追加でわざわざマイナスで買う必要はないということでしたが、一応、正確に御説明させていただきますと、今、追加で買いに行くというわけではありませんで、パッシブを維持していても、どんどん償還されたり、銘柄入れかえが起これば、今、我々が追加で国債に買うということを行わず、同じバランスでいったとしても、この問題はどうしても起きてしまうということです。

我々はこれを認めたほうが楽とおっしゃいましたけれども、実は我々は堀江委員のおっしゃった絶対リターンが求められている一方で、相対リターンも求められているというかなり特殊な厳しい運用環境でやっておりますので、どちらにしてもこの環境は我々にとっては楽な環境ではない中で、どういう方法が一番マーケットにも影響を与えず、我々としても一番リスク・リターンのパフォーマンスがいいかという観点で、そのとき、そのときディシジョンしていくのかなと思っておりますので、大幅に環境が変わる場合にはまた議論をさせていただくのだろうと思っております。

○大野委員 一番申し上げたかったコアなところというのは、ある期間を区切って定点観測をしながら進めていくべきということです。どうなるかというのは本当には見えないので、予測してはいけないと思います。

○米澤委員長 武田委員、どうぞ。

○武田委員 1点目のマイナス金利については、確かにマイナスはインパクトがあると思いますが、水野理事から先ほど御説明いただいたとおり、実質金利が重要で、もともと実質金利ではマイナスだったということもありますので、そもそも実質金利が厳しい中で、我々がポートフォリオを選択してきたということは、背景としてまず押さえておくべき事項ではないかと思います。

2点目として、先ほど理事長や水野理事から、20ベースス程度の創意工夫の余地があるというお話を伺いましたので、まずはその20ベーススを最大限生かす形でできることは何かということを考えてみるということではないかと思います。ただキャッシュで保有し続けることについては、私は慎重です。

3点目として、我々が基本ポートフォリオのときに考えていた長期金利の上昇のリスクに関してですが、確かにその時期は後退したと思います。

ただし、日本の財政状況を考えたときに、果たして本当に金利上昇リスクは考えないでよいのでしょうか。今すぐ危機が起きるとは思いませんし、さらにそういうことが起きないように政府が財政健全化を進めていくべきだと思いますけれども、仮に日本の財政状況が今のまま改善せず、高齢化が進み家計の金融資産が減る中で政府債務だけがふえていく状況が進む場合には、長期金利上昇リスクは完全に排除されないのではないかと思います。

また、もちろん悪い金利上昇ではなく、完全にデフレ脱却という状況になれば、これもまた、長期金利は上昇する方向かと思います。

4点目として、マイナス金利政策の背景として、そもそも世界の金融経済が大きく動いているということが重要だと思います。したがって、基本ポートフォリオは中長期的な視点でみていくことは大前提としても、日本だけではなく、世界経済について、大野委員がおっしゃったように定点観測していくべきではないかと思います。その観点では、こういう議論が非常に重要で、今後も必要ではないかと考えます。

以上です。

○米澤委員長 大体意見も出尽くしたようです。

よくよく読んでみると、3ページ目の一番下に、4. 当面の対応ということで書かれておりますので、どこまでが当面かはわかりませんが、長期ではないという理解でもって、ここをより運用受託機関にわかるようにメッセージを送っていただくということで、当面はこれでよろしいでしょうか。目いっぱい使って頑張ってくださいということです。

ポートフォリオの検証というのは、時期的にももう準備を始めていらっしゃるわけですよ。このところで、いろいろな問題というか、金利が上昇しないではないかということが出ていた話も含めて少し丁寧にやって、フィードバックできるものだったら、次の段階でB案のところも少し参考にするようなことも考えていくということも含め、本日はこの報告を承りましたということでよろしいでしょうか。

(首肯する委員あり)

●水野理事 皆さんにお願いがあるのですが、よろしいですか。

○米澤委員長 どうぞ。

●水野理事 特に国債に関しては、我々の市場の存在感等を考えますと、今回のこの方向性というのはかなりマーケット・センシティブ・インフォメーションになりますので、ぜひ十分に御留意いただきたいということと、今ちょうど委員長がおっしゃいました基本ポートフォリオの検証も毎年実施するというのでやっておるものなので、今、急にやっているという印象を持たれると、またこれもマーケットで誤解を呼びますので、ぜひ御注意をお願いいたします。

○米澤委員長 わかりました。

次は、委員限り5 平成27年度 資産管理機関の総合評価結果についてです。事務局から説明をお願いしたいと思います。

●北村運用管理室長 毎年行っております資産管理機関の総合評価ですがけれども、平成27

年度の総合評価結果がまとまりましたので、御報告いたします。

1. 総合評価結果というところをごらんください。総合評価については、年度計画でその実施、業務方針において評価項目等を定め、定期的にミーティングを行って契約継続の可否の観点から評価を行っているものです。

平成27年度においては、現状においては1資産1資産管理機関という形で委託しておりますので、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式の4資産管理機関について、12月15日～22日にミーティングを実施して評価いたしました。

12月にオルタナティブの資産管理機関を選定しておりますが、こちらについては、まだ業務が始まっておりませんので、評価の対象とはしておりません。

評価結果ですけれども、別添に個別の資産管理機関ごとに表をつけさせていただいておりますが、継続困難と評価された社はなかったことから、各社とも契約を継続ということとなっております。

2. 資産管理機関にかかる評価の仕組みについてをごらんください。

①資産管理機関の総合評価については、定期的なミーティングを行い、これをきっかけとしてその際に評価を行うという形にしております。視点としては、組織・人材、業務体制、コンプライアンス、資産管理システム、グローバルカस्टディ、付加価値サービス、情報セキュリティ対策の評価項目で評価いたしております。

②総合評価に基づく資産管理機関の見直しですけれども、評点ではなく、継続か、継続しないかという形での評価となります。

2ページをごらんください。先ほど申し上げた総合評価の項目がこちらに7つ並んでおります。

本年度は、2カ所ほど変更点がございます。

上から3つ目のコンプライアンスについては、以前、監査という形で表記されておりましたが、実際に行っている評価内容と照らし、監査だけを見ているわけではございませんでしたので、コンプライアンスという表現のほうがよろしかろうということで業務方針のほうを変更させていただいております。

一番下の情報セキュリティ対策です。これについては、情報セキュリティ対策を適正に実施する体制が整備されているかという項目を追加いたしております。

追加の経緯とセキュリティ対策の審査の内容については、※のところを見ていただきたいのですが、運用受託機関等に対し、情報セキュリティ対策について、評価の仕組みを構築するということが年度計画、中期計画等にも書かれておりますので、それに応える形で業務方針を改正し、実際の改正に基づいて総合評価を実施いたしました。

そのやり方なのですけれども、IPAの情報セキュリティ対策ベンチマークというものがございまして、こちらの評価項目を活用する形でここに書かれている5つの項目について評価を行いました。

・情報セキュリティに対する組織的な取組状況

- ・物理的（環境的）セキュリティ上の施策
- ・情報システム及び通信ネットワークの運用管理
- ・情報システムのアクセス制御の状況及び情報システムの開発、保守におけるセキュリティ対策の状況
- ・情報セキュリティ上の事故対応状況

と、この5つはIPAのほうにこういう項目でということが書かれているものについて、法人としても評価し直したという形で評価を行いました。

別添の個票のほうにも書かせていただいておりますが、これについては、4 資産管理機関とも現地ミーティング、セキュリティ対策ベンチマークの自己診断に関する報告を受けて、その内容を精査いたしました。いずれも問題がないという結果になっております。

時間もありませんので、個票のほうは割愛させていただきたいのですが、評価する際に着目した点等の特記事項としてまとめてありますので、ごらんいただければと思います。先ほど申し上げた情報セキュリティ対策についても書かれております。

1点だけなのですが、その中で、C信託銀行の事務過誤についても評価のポイントにさせていただいているのですが、C信託銀行の上から4つ目の○にありますように、ここは事務過誤が7件発生いたしております。例年に比べてやや件数が多いので、以前、御説明の際にいろいろ意見をいただいたところでもあるのですが、内容については、資産管理業務に大きな支障を来すようなものがなかったということと、対応策がきちんととられて実施されているということが確認されておりますので、このことをもって継続不可とすることはいたしませんでした。

資産管理機関の管理としては、モニタリングをしっかりとすることと、コミュニケーションをしっかりとって、こういう件数が減っていくように管理して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。

いかがでしょうか。佐藤委員。

○佐藤委員 大したコメントではないのですが、2 ページ目の総合評価の評価項目（業務方針第5の4の（2））で上から3つ目にコンプライアンスとありますね。いろいろ考えてみると、せっかく表現を変えていただいたばかりで、こういうコメントを申し上げるのは大変申し訳ないのですけれども、やはりコンプライアンスというのは内部統制体制のサブセットであって、むしろこれは内部統制体制と表現されたほうが、そちらのほうが上位概念ですし、より適切なのではないのかなと思います。

もし業務方針を改正するのが大ごとでなければ、そのように改正されたほうが、金融庁の検査マニュアルとも整合性がとれていると思いますし、よろしいのではないのかなと思った次第です。

●北村運用管理室長 また3月に検討もされているようですので、年度末でいろいろある

ようですので、その際あわせて検討させていただけたらと思います。

○佐藤委員 急ぐ話ではありません。

●北村運用管理室長 ありがとうございます。

○米澤委員長 よろしいでしょうか。

続きまして、資料1 運用受託機関及び資産管理機関への支払手数料等の公表についてです。事務局のほうから説明をお願いしたいと思います。

●北村運用管理室長 資料1 運用受託機関及び資産管理機関への支払手数料等の公表についてということで報告させていただきます。

1. 運用受託機関等への支払手数料の公表ということで、運用受託機関等への支払手数料については、これまで単年度ごとの手数料を公表しているところですが、平成26年度も同様に公表いたしたいと考えております。

一方、平成27年度以降の公表については、3年間の運用実績が確定して初めて適正な定量評価に基づく手数料が確定する運用実績連動報酬を採用するファンドが増加していることを踏まえと書かれておりますが、3年間のパフォーマンスが出て、それを年率化して初めて一番やりたい形でのパフォーマンスと連動する実績連動報酬なのですけれども、1年、2年の間はどのようなやり方をしているかということ、一番下の*のところを見ていただきたいのですが、3年間の超過収益率を元に算定する（導入1年目及び2年目報酬は、それぞれの年の超過収益率×1/3として計算）となっております。

例えばその年6%のパフォーマンスがあっても、2%を実績連動報酬とするときの計算根拠としてやっている。2年目はどうするかということ、マイナス3%の超過収益だったらマイナス1%ですので、前年度の2%とマイナス1%を足して、1%を3年間のものとして考えてやっている。3年間そろって初めて正式な形でのパフォーマンス計測ということになりますので、そういったファンドが増加していることを踏まえまして、満3年間の運用実績があるファンドについて、3年累積の手数料額を公表することとするということでございます。

増加しているということは、外国債券のアクティブが全て実績連動という形で採用いたしましたので、件数がここでどんとふえてくるということがございます。

ということで、そのような形にしたいという御報告となっております。

2. 運用受託機関の運用実績の公表ですが、運用実績については今まで3年と5年のものを発表してきております。それは運用能力評価を短期間で行うことはなかなか難しいということで、単年度の数値は公表していなかったということでございますが、今回、平成26年度分から、支払手数料の公表に当たり、情報開示を進める観点から単年度の運用実績も公表することとするということにいたしております。

資料のほうを見ていただくと、手数料が1ページ目と2ページ目、パフォーマンスが3ページ目と、このような形で単年度分を公表したいと考えております。

最後ですけれども、本件については公表時期がまだ実は未定となっております、公表

までの本資料の取り扱いについては御留意いただき、情報管理を徹底していただきたいということを申し添えさせていただきます。

○米澤委員長 ありがとうございます。

これはホームページか何かに掲載する予定なのですか。

●北村運用管理室長 ホームページです。恐らくこの形で載せさせていただくと思います。

○米澤委員長 どうぞ。

○菅家委員 運用受託機関を機動的に見直す方式に切りかえるということについて、この委員会で決めました。それとの関連で、3年間の運用実績云々と書いてあるのですけれども、3年間やらないところは公表しないということになるのでしょうか。

●水野理事 これは私から回答します。

これはいろいろ考えるところがございます、おっしゃったとおり、今までは3年のサイクルでやっていたのが今回マネジャーエントリーになるわけですから、場合によってはより早くマネジャーを入れかえするところも当然出てくるわけでありませう。

そういう観点からいうと、3年たたずに切られてしまうようなファンドというのも出てくるだろうと思いますが、今回なぜ3年ということにしたかという、2つ理由がありまして、なかなか単年度のフィー評価とパフォーマンスフィーというものの整合性がなくなってきたということが1つです。

もう一つは、単年度のフィーを公開するということが実は我々の手数料交渉上不利益になっているのではないかという意見もあります。というのは、やはりフィーが出てまいりますので、彼らのほかのクライアントとの間でフィーの差がある場合、彼らとしてはいろいろと問題になる可能性があるということで、実はフィー交渉上も不利ではないかという意見も聞いております。

そのあたりから、単純に計算できないように、結果としてパフォーマンスフィーになってくればそうなるわけですが、そういういろいろな観点から、1年ごとの単純な手数料の発表ではなく、ある程度期間がたったものを発表しようということで、今回3年というものを提案したということです。

今後、マネジャーエントリーでパフォーマンスがすごく悪くて、早く切られた場合にどうするかということに関しては、多分、菅家委員の御意見としては、そういうものこそ出すべきではないかということなのではないかと想像しますので、そういうケースにおいては、3年たっていないものも出すということも考える必要があるのかもしれない。

ただ、今のところは、今までのパターンでいうと、3年でやれば国民の方には透明性は高まるのではないかという判断でこういう提案をしております。

○菅家委員 今まで単年度ごとの手数料を公表しているわけですよ。逆に3年間の実績が確定して云々ということになったら、不透明になってしまうと国民は捉えますよね。

3年もたたずに1年とか2年とか、あるいはもっと短いものもあるのかどうなのか知りませんが、仮にそういう運用受託機関があったとすると、3年間としてしまうと、

そういうところは未来永劫、情報公開しないということになってしまうわけですね。率直に言って、それはちょっとまずいです。

このように決めてしまうと、そういうことも理論的には出てくるわけですから、そういうところは情報公開しないということになってしまう。これは全く逆行してしまうわけで、全然だめだと思います。

現在、毎年公表しているものを、しかも機動的に運用受託機関を見直すということを決めておきながら、3年間まとまったものしか公表しないなんていうことはあり得ないのではないかと。それはどうやって説明するのですか。

●水野理事 短く切った場合は別途出すということでもいいのかもかもしれませんけれども、1年ごとにやっていくと、その年のパフォーマンスフィーによって大きく変わってしまいますし、仮置き数字になりますので、そういう意味では透明性と正確性の議論の問題がちょっとあるかなと思います。

○菅家委員 機動的に運用受託機関を見直すということは、要するに成績の悪いものは切ってしまうということではないですか。そういうことですよね。そういうことを決めておきながら、情報公開という意味では全く真逆の方向での対応をするということは、要するに情報公開をするということは、我々は正しい選択をしているのですよということを国民にきちんと説明するためにやるわけですから、こんなことでは逆になってしまうのではないですか。

●水野理事 いや、3年より短いものに関してはディスクローズするという形でやったらどうでしょうか。というか、先ほど申し上げた1つの懸念としましては、そもそも毎年フィーの発表が実態を反映しなくなっているということと、あとは、我々のフィー交渉上も実は逆に働いているのではないかと懸念がありましたので、そういう意味でも1年ごとに出不さないほうがいいのかという判断で、今回3年にしているのです。

○菅家委員 運用機関の実質的な成績ということは、要するに手数料を除いた後の世界ではないのですか。

●水野理事 それが一年一年出せないのですが、パフォーマンスは毎年の1年ごとのものを今回から出すというのを今回加えたのですけれども、今おっしゃったような懸念もありますので。

○米澤委員長 このパフォーマンスは1年のものも加えるのですか。

●水野理事 パフォーマンスは1年のパフォーマンスです。

●三谷理事長 これまで3年、5年だったものを、幾つか弊害を言うところもありますけれども、1年のパフォーマンスも出してしまおうということです。

○菅家委員 それは、パフォーマンスの手数料は入っているのですか。

●三谷理事長 この中には手数料は入りません。ただし、もし委員がいろいろご心配であれば、例えば途中でやめてしまったところは、その途中段階までの手数料は別途公表してもやむを得ないかなと思います。

○菅家委員 それはそうですね。最低限それをしなければいけないですよ。

●水野理事 だから、今回、パフォーマンスは毎年公開しましょうと加えたので、ここは透明性が向上しています。3年にすることで私どもとしてはメリットを考えているわけですが、今の菅家委員の御懸念があるのであれば、それより早く切られてしまったものに関しては、そこまでのフィーを開示するということがいかがでしょうか。

○米澤委員長 とうか、今回で決めなければ不都合ですか。

●三谷理事長 特に強い御異論がなければ、これでやりたいと思っています。

●水野理事 ただ、今の菅家委員の御意見は極めてもつともだと思えます。

○米澤委員長 大丈夫そうだけれども、事務局ではその辺でいろいろ御懸念もあるのだろうから、それと整合的かどうかについては。

○菅家委員 要するに手数料交渉上の不利の問題。

●水野理事 でも、切ってしまうものに関しては、そこで手数料交渉は関係ないので、出しても構わないと思います。

●藤原理事 あと、3年に一度公表するのではなくて、3年通算したものを毎年公表していくので、公表の回数が減るわけではないのです。

○菅家委員 でも、この書きぶりだと、3年間実績がないところは公表しないということになるわけですよ。

●北村運用管理室長 そうです。

●三谷理事長 原則、手数料は3年たったところのみということですよ。

○米澤委員長 方向性は収れんしつつあるので、次回、もう一回報告するということがどうですか。

●水野理事 今のやり方で大丈夫だと思いますが、菅家委員がおっしゃったのは、これはどういうところが外れているかということ、別に悪くないのだけれども、まだ2年しかたっていないみたいなどは、そもそも正當に評価できないということで抜けているわけですが、菅家委員がおっしゃるようなパフォーマンスが悪くて早く入れかえたようなところは、逆に出してしまっても何も困りませんので、それは追加で出せばいいのではないかなと思います。

もしその方向性でよろしければ、そういう形で直してぜひ出させてもらいたいと思います。

○米澤委員長 いかがでしょうか。

○菅家委員 わかりました。

○米澤委員長 その後、事務局のほうで何か特段不都合ということがなければ、今のことで進めてください。

●水野理事 方向性のお気遣い、ありがとうございます。

○米澤委員長 次は委員限り6です。平成27年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通しにつきまして、事務局のほうから説明をお願いしたいと思います。

●五十里企画部長 委員限り6と委員限り7をまとめてやらせていただきます。

委員限り6が平成27年度のキャッシュアウトへの対応と今後の見通しということで、1ページ目が実績でございますが、10月から12月のところをごらんいただきまして、この3カ月の間にキャッシュアウト等対応ファンドからの回収というのと、財投債の回収で1兆円ぐらいございますけれども、ごらんのとおり、寄託金の償還とか、国庫納付の実績というのはございません。

2ページ目をごらんいただきまして、1月以降の見通しということで、今月に国庫納付があるということをお報告させていただきたいと思っています。金額は、ここに書いてございますように、0.3兆円ということでございます。

こちらに関しては以上でございます。

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は、リバランスの取り組みでございます。

省略させていただきますけれども、1ページ目の表をごらんいただきまして、今年度の回収・配分の状況についてはこういう状況でございます。

2ページ目、裏でございます。資産構成割合の推移でございますが、平成27年度に入ってそんなに大きく動いているわけではございませんけれども、12月末の速報値が一番右のところでございます。

以上でございます。

○米澤委員長 ありがとうございます。

いかがでしょうか。これはこういう数字になっているということよろしいでしょうか。

(首肯する委員あり)

○米澤委員長 ありがとうございます。

それでは、資料2及び委員限り8について、年金部会での審議状況等に関しまして、宮崎参事官より御説明をお願いしたいと思います。

●宮崎参事官 では、座ったまま失礼させていただきます。

社会保障審議会年金部会における議論を昨年12月から再開いたしまして、今月初めまで議論が行われておりました。米澤委員長、武田委員にも御参加いただきまして、また、堀江委員にもガバナンスのところで専門委員ということで御参加いただいていたところがございます。

資料2は、2月8日までの間の年金部会の議論についての整理を部会として行ったものでございます。

詳細の説明は省略させていただきますが、2ページ目以降に2更なる改革の方向性ということで記載されております。1つ目の柱が(1)更なるガバナンス体制の強化で、法的にきちんと整備をすることで合議制機関の法定化などを入れているということです。

5ページ以降が(2)運用の見直しで、ここは1月に入りましてから特に回数を重ねて御議論いただいたところでありまして、一番大きな議論のありました1)株式のインハウス

運用について認めるか、認めないかという議論につきましては、9ページにあります株式インハウス運用を認めるべきではないとの意見からパッシブ運用までは容認することが考えられるのではないかとの意見、法律上、アクティブ運用まで実施可能とすべきとの意見と大きく3つに分かれたという状況でございました。

2) オルタナティブ資産への投資については、デリバティブ等に関する議論があったところで、10ページ以降にそれぞれの議論が書かれております。

最後の13ページに4) 改革の進め方についてとして、以下の4つの考え方について議論を行って、どのように改革を進めていくかということで、ガバナンス改革とともに③株式のパッシブ運用等まで実施可能とする改革を行うことが適当との意見もございましたけれども②ガバナンス改革を中心に実施し、運用については、早急に手当が必要なデリバティブの規制緩和やコール市場の活用を行うとすることが限界ではないかとの意見が多かったという状況でございました。

かなり回数をお願いをした経緯がございますけれども、さはさりながら時間が足りなかったという部分もございまして、1つの意見にまとめるということができなかったということもございます。結果として議論の整理としてはこうなったということでもあります。

特に株式のインハウス運用に関しては、委員の中でも、抛出者といいますか、労使を代表する委員の方々が、パッシブも含めて反対ということで一致されていたということもありまして、こうしたものが議論のウエートとしてはかなり大きかったのかなと思っております。

もう一つ資料をお配りしていますのは、こうした審議会での議論を受けまして、与党でも議論をしているものでございます。与党での議論に関しましては、2月16日に自民党の年金プロジェクトチームで了承されたGPIF改革の方針というものをお配りしております。

年金部会での議論、あるいは与党内での議論では、昨今のマーケットの状況ですとか、あるいは国会での論戦など、そうした種々の状況を踏まえて、1ページ目の記の下に書いておりますような方向でGPIF法の改正を準備しろということでした承をいただいたということでもあります。

内容としては、国民から一層信頼される組織体制の確立を図る観点から、ガバナンス改革を実施する。運用については、積立金の安全・効率運用のために、早急に手当が必要なリスク管理の方法の多様化、具体的にはデリバティブの手法の追加でありますけれども、これやコール資金の貸し付け等の短期資金の運用方法の追加を行うこととするとされました。

また、検討が必要な株式のインハウス運用やオルタナティブ資産への投資の課題については、今般の改革の施行から3年後を目途として検討を行い、必要に応じ措置を講じるという方向で了承が出て、現在、政府において法案化の作業を進めているという状況でございます。

具体的な中身は、1ページの下にございますI 更なるガバナンス体制の強化の部分と3

ページのⅡ運用の見直しですが、特にかなり多くの時間を割いて議論があったところは、3ページに4) 施行3年後の見直しということで入れているところであります。

先ほど御紹介しましたように、与党における議論におきましても、マーケットの状況が非常に厳しくなっているとか、運用が非常に厳しくなっているということですか、国会論戦で私も連日対応しているのですけれども、毎日のように何か質問があったりというようなことがございます。

誤解に基づく質問も多いのですが、国会論戦が行われていて、やや対立の構図の中で議論されているところがありましたり、報道機関でも誤解に基づく社説も一部にあります、それを除きましても、まずは組織体制の確立を進め、あるいは運用の中では当面必要な事項に限るという意見も出ているということでありまして、現在、そのような中で委員限り8 GPIF改革の方針にありますような方向で法案化作業を進めているという状況でございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございます。

何か御質問がありましたら、どうぞ。

○大野委員 この運用委員会というのはどういう位置づけになってくるのですか。これはどこにも書いていないし、前提できっと済んでいるのでしょうかけれども、教えてください。

●宮崎参事官 この年金部会の議論でもそうですが、現在、事実上はこの運用委員会が合議の一翼を担っていて、大きな方針について審議をいただいているということでありまして。新しいガバナンスのもとでは、経営委員会という合議体が、法律上の位置づけを与えられた上でその役割を担っていくということでありまして。

そういう意味では、運用委員会というものが変化して経営委員会という形で法律上明確になるということでありまして。その役割も、運用に関することと法人の経営管理に関すること、そういったものを対象として大きな方針を決める合議体になっていくということになろうかと思えます。

○大野委員 承知しました。ありがとうございます。

○菅家委員 簡単な質問ですが、いいですか。

○米澤委員長 どうぞ。

○菅家委員 この与党で了承されたペーパーですが、要するに株式のインハウス運用については、今回結論は出さなかったという理解でよろしいのかということ。

それから、その後に3) オルタナティブ資産への投資の課題とあるのですが、オルタナティブについては、LPSは認めるということとか、あるいはコール資金の運用も認めるとか、デリバティブも必要なものは認めるとか、いろいろと3ページに書いてあるのですけれども、残された課題というのは一体何なののでしょうかという質問です。

●宮崎参事官 与党、あるいは年金部会もそうですけれども、議論として残されている課題と思っていますのは、株式のインハウス運用をどうするかという点ですが、これは年金部会では三論併記で結論が出なかった。あるいは与党の中でも、慎重な意見、あるいは今

このタイミングで行くべきではないのではないかという議論、あるいは積極的な意見もございましたけれども、いろいろな御議論があって、今回、法案に盛り込むことはなかった。これも課題であります。

オルタナティブ資産に関しては、オルタナティブ資産への直接投資ということは、年金部会同様、与党でも議論があったところでもあります。それは、例えばプライベートエクイティ会社を通じて海外の年金基金と共同投資をするような、法律改正をして行うような枠組みについての議論はありましたけれども、今回はそこまで踏み込むような内容は盛り込んでいないということでもあります。この中で盛り込んでいますのは、現行法で対応可能なLPSにおけるLP出資というようなもののみということでもあります。

与党での議論では株式インハウス運用、オルタナティブ資産に関しての法律改正はしない。LPSは現行法のもとでできるということで説明し、それはやればいいのではないかということでもありますので、これは法律改正とは別の話として書かれているということでもあります。

もちろん、それ以外にも運用のあり方について、いろいろ議論が出てくるものもあるかもしれませんが、大きなところではインハウス運用とオルタナティブ資産への直接投資、共同で他の海外年金基金とやるような場合での法令改正をして追加するようなやり方、この辺が課題だと思っています。

○菅家委員 デリバティブとコールは法律改正しそうにないわけですね。

●宮崎参事官 失礼しました。デリバティブとコールは、これはオルタナティブとはまた別の話として、例えば、デリバティブは現在も債券先物等が認められているわけですが、もう少し効率的な運用をするために必要な部分というのは、リスク管理のために行うということを確認した上で追加すべきではないか。

議論の中でありましたのは、嵐のときの傘なのかわかりませんが、そういった最小限の防御措置、他の運用機関で認められているようなものというのは、余りぎちぎちに制約をかけて自分の身も守れないような仕組みではなくて、もう少しリスク管理に限定した上で、広げられる部分は広げるべきではないかという議論がございました。

そのためにGPIF改革の方針の中では、デリバティブに関しての追加、あるいは短期資金の運用方法も、現在は譲渡性の預金等は認められているわけですが、これに追加するという法律改正が必要です。

この2点に限定して必要最小限の改正だけ盛り込もうと。あとは、今後、検討規定の中で議論しようということでございます。

○米澤委員長 どうぞ、佐藤委員。

○佐藤委員 確認なのですが、前にLP出資ができるか、できないかという議論をしたときに、前に御説明いただいたときには、政令でいくのか、それとも法改正まで必要なのか、そこは法制局の確認が必要だということで、その確認がとれたということで理解してよろしいですね。政令改正で、法改正は必要ないのだと。

●宮崎参事官 法制局と今やっています。秋口は入れもせずの段階でしたのであれでしたけれども、今、法制局の担当の参事官とはその方向で準備をしているといいますか、議論しているところでもあります。

○佐藤委員 そうですか。金商法との関係は大丈夫そうだと。何かそんな話がちらっとあったかなと思うのですが。

●宮崎参事官 そうですね。金商法との関係といいますか、GPIF法の中で株式を除くとしているものの性格づけをどこまで政令委任されているのかという解釈になるかと思うのですけれども、方向としては政令で大丈夫だろうと思っています。法制局は実際に政令になる段階で最終的なオーケーが出るのだと思いますけれども、今、いろいろ法制局と議論をしているという状況です。

○佐藤委員 わかりました。ありがとうございます。

○米澤委員長 武田委員、どうぞ。

○武田委員 私は年金部会の委員ですので、欠席した会もございましたが議論に参加した者としてコメントさせていただきます。

先ほど大野委員が御質問された運用委員会がどうなるかという点では、経営委員会になるわけです。その点に関し、私が年金部会で何度かコメントさせていただいた点は、別添にあります方向性のところですが、ガバナンス強化に反対しているわけではなく、ガバナンス強化自体はその方向でいいと思っているわけですが、現在が独任制で経営委員会だと合議制という点については、この運用委員会自体も合議制だと思いますので、変える意義は法律でより担保することや、実質的に合議制だったものをより明確にしていくという点ではないかと思います。

あたかも今まではガバナンス体制やリスク管理体制がとられていなかったかのように誤解されている状況は、実態と少々異なるのではないかと思いますので、年金部会でも申し上げましたが、改めてコメントさせていただきます。

○米澤委員長 年金部会でも強くそれを言っていただいた方もいて、少なくとも年金部会の方々に関しては、全員わかったと理解していますが、さらに与党に出ていったときなどはどうなっているかというのは私も定かではないです。

○武田委員 国会とかも含めて、やはり国民の方にどのように伝わるかということがあるかと思っていますので、その説明の際に現状を国会の場で伝えていただけるといいのではないかと。要するに、あらぬ誤解を国民に与えないようにしていただきたいと思います。

○米澤委員長 結構、年金部会では激しい議論がけんけんごうごうあったのですけれども、その中でここで2月8日の部会の整理ですか、これはどちらの側の委員の方々からも、フェアに我々の意見がきちんとまとめられているということで高く評価されていますので、この整理を読んでいただくとよくわかるかなと思っていますので、事務局とか座長の方にはお礼を申し上げる次第です。

よろしいでしょうか。いろいろ言いたい方もいらっしゃるかと思いますけれども、こう

いうことでとりあえず法制化に進んでいるという状況でございます。

よろしいですか。

(首肯する委員あり)

○米澤委員長 それでは、本日予定しておりました議事は終了しましたので、きょうはこれでおしまいにしたいと思います。

事務局のほうから連絡事項等があれば、お願いしたいと思います。

●三石審議役 それでは、資料の関係でございますが、委員限りの3-2、委員限りの6と7の3種類の資料につきましては、運用委員会終了後に回収させていただきますので、恐縮でございますけれども、机上に置いておいていただきますようお願いいたします。

随行の皆様におかれましても、同様をお願いをいたします。

次回、第103回運用委員会につきましては、3月10日木曜日、14時から当法人事務所で開催いたしますので、よろしくをお願いいたします。

以上でございます。

○米澤委員長 では、どうも御苦労さまでした。