

第104回運用委員会議事録

1. 日 時：平成28年 3 月 29日（火） 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) 基本ポートフォリオの検証について（第2回）
 - (2) 運用受託機関等の評価について
 - (3) リスク管理状況等について
 - (4) その他

●三石審議役 それでは、ただいまより、第104回運用委員会を開会いたします。

委員の出欠の状況でございますが、本日は全員に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、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。

お手元の議事次第、座席図のほかに、委員限り 1 本日の議題。

委員限り 2－1 平成28年度計画（案）における主要な変更点等。

委員限り 2－2 年金積立金管理運用独立行政法人平成28年度計画（案）。

委員限り参考 1 平成27年度の予算。

委員限り参考 2 平成27年度～平成31年度の予算。

委員限り 3 平成27年度 運用受託機関等の総合評価結果について。

委員限り 4－1 基本ポートフォリオ検証。

委員限り 4－2 基本ポートフォリオ検証別添資料。

委員限り 4－3 基本ポートフォリオ検証追加資料。

委員限り 4－4 基本ポートフォリオ検証結果の公表について（案）。

委員限り 5 専門人材等の確保に係る進捗状況等について。

委員限り 6 リスク管理状況等の報告（平成28年 2 月）でございます。

お手元、御確認できましたでしょうか。何か落ちているものがあれば、おっしゃっていただければと思いますが、よろしゅうございますでしょうか。

なお、委員会終了後回収と記載しております、委員限り 5 専門人材等の確保に係る進捗

状況等については、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いただきますよう、お願いをいたします。随行の皆様も、同様にお願いいたします。

それでは、以後の進行につきましては、米澤委員長にお願いいたします。

○米澤委員長 お忙しい中を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、議事に従って、早速、入りたいと思います。

最初は報告事項でございます。平成28年度計画（案）についてということで、委員限り2-1、委員限り2-2及び委員限り参考1、委員限り参考2について、事務局から説明をお願いしたいと思います。よろしくお願ひします。

●五十里企画部長 それでは、委員限り2-1をごらんいただきたいと思います。

前回、28年度計画を御説明させていただきましたが、前回からきょうに至る間に、2～3つ修正をした部分がございますので、そこを説明させていただきたいと思います。

修正しているところには、黄色で網掛けをしてございますので、ごらんいただきたいと思ひます。

1 ページ目でございますけれども、上から2つ目、運用手法のところがございます。⑤のところ、前回の資料では、外国株式アクティブと国内債券ということで、マネジャー・ストラクチャーを適時見直すと書いてございましたけれども、後にも出てきますが、マネジャー・エントリー制を活用するというところを、この計画の中で何回かうたっておりますので、マネジャー・エントリー制を活用するという文言を冒頭に入れてございます。

それに加えて、ストラクチャーを見直すいろんなタイミングがあると思ひますので、資産を限定するのではなく、各資産と書きまして、柔軟に対応したらいいのではないかと、こういうふうな文言を改めさせていただきました。

次のページでございますが、真ん中の透明性の向上のところでございます。前回、日付のところまでお示しをして、ペンディングということで、申し上げましたけれども、これでいくということになってございます。

この後に、網掛けで併せてという文言がございますけれども、これはちょうどこの4月で、当法人も丸10年たちますので、10年という1つの節目でございますので、10年を振り返って、分析をして、27年度のディスクロを出す、7月の末になりますが、このタイミングで、そういったものも公表してはどうかということを書いてございます。

それにあわせて、透明性を向上させるという観点で、保有銘柄についての情報開示のあり方についても、これから検討をして、市場への影響に留意しつつ、情報公開の充実を図って、こう、こういったことを書き加えてございます。

次のページの下のところでございます。調査研究業務の充実のところ、従来、当法人の運用の高度化を進めていく点で、大学とシンクタンク、この2つを積極的に活用しておいたわけですが、これに加えて、第3の選択肢ということで、個人、つまり研究者とか、実務家、こういった方のノウハウも、当法人の運用の高度化に生かしていければいいのではないかと、研究者、実務家の方から、論文を募集したりして、

場合によっては、表彰もし、当法人の運用の高度化に役立てていきたい。こういった趣旨で、検討するという旨を入れてございます。

次のページでございませけれども、上から2つ目でございますが、業務運営の効率化に伴う経費節減というところで、これは単に直し漏れがありました。1.34%以上の効率化の対象年度が26年度のままになってございましたので、これは27年度に改めたということで、文章については4カ所、前回と比べて、修正をさせていただきました。

●井上管理部長 続きまして、平成28年度の計画別表の予算について、御説明を申し上げます。13ページをお開けいただけますでしょうか。

このページ以降、予算書として、3表用意してございます。別表1、別表2、別表3までございます。

そのほかに、説明の途中で、わかりやすくするために、委員限り参考1として、平成27年度の予算書、次のページに、3期全体の予算書を参考までにおつけいたしました。

別表1でございませが、これは国の予算書に相当するものでございまして、別表2が企業会計におけます、PLに相当するものでございます。別表3も企業会計のキャッシュフロー計算書に相当するものでございまして、本日は、別表1を使いまして、説明を進めたいと思っております。

それでは、まず収入の部についてでございます。上、収入と書いてあります、段をごらんください。

上から寄託金収入、厚生年金勘定寄託金、国民年金勘定寄託金というのが、上から2行連ねております。平成28年度の寄託金につきましては、68億円が国民年金勘定から寄託されるということで、これは国の予算ベースとして、計上しているところでございます。

上から5行目のところでございませけれども、投資回収金というものがございませ。投資回収金につきましては、下に償還金、国庫納付金という科目がございませが、この手当をするための収入でございまして、償還金受け入れと国庫納付金の受け入れの合計額が、投資回収金に相当するものでございまして、2兆6,466億円を計上しているところでございませ。

収入の部の下から3行目のところに、運用収入とございませ。これは平成28年度末の運用資産残高の見込み額に、基本ポートフォリオの期待収益率4.57%を乗じまして、算出しております。これが6兆2,063億円を見込んでおるところでございませ。

支出予算でございませ。

一般管理費につきましては、8億1,000万円を計上いたしてしております。

委員限り参考1をごらんくださいませでしょうか。これは27年度の同予算でございませけれども、ここの一般管理費は20億300万円が計上されておりますが、この金額に対して、28年度につきましては、12億円ほどの削減予算となっているところでございませ。

削減の要因でございませけれども、事務所移転経費が27年度末で終了いたしましたので、約13億円を27年度予算で計上してございましたが、この予算がそのまま抜けたために、同額

が予算上不要になるということでございます。

下、業務経費でございます。932億2,400万円を計上いたしております。

これも委員限り参考1をごらんくださいますでしょうか。昨年度の予算額で、699億2,800万円を計上しております、これに対して、来年度は232億9,600万円ほど増額計算としております。

増額の要因といたしましては、管理運用委託手数料の増を見込んだところでございます。

いずれにいたしましても、一般管理費と業務経費につきましては、委員限り参考2をごらんいただけますでしょうか。これは、昨年、3期予算の総額ということで、5年分の御承認をいただいたもの、そのままでございますけれども、これは平成27年度から平成31年度までの各年度の予算を積み上げた合計額でございます、このうちの28年度の予算額を、そのまま同額で計上したということでございます。

支出の部に戻ります。13ページに戻っていただけますでしょうか。

下、支出の部、上から6行目に国庫納付金繰り入れという科目がございます。これは厚生年金勘定へ1兆1,343億円、国民年金勘定へ1,509億円を国庫納付することで、予算計上しているところでございます。これも国の予算書に基づく金額となっております。

下から3～4行目でございますが、ここに寄託金償還とございます。厚生年金勘定で1兆190億円、国民年金勘定で3,426億円を計上しているところでございます。

説明は、以上でございます。

○米澤委員長 ただいまの説明につきまして、御意見、御質問等がありましたら、お願いしたいと思います。

大野委員、どうぞ。

○大野委員 2点ほどあります。

1つ目は、一番初めの平成28年度計画の2枚目、透明性の向上の決算のところでありまして、特に本決算、年度ベースで、ことしは7月29日に公表ということが書いてございますが、締めてから4カ月で、これは余りにも長過ぎるのではないかと思います。例えば企業ですと、取引所の要請で、通常は翌月末ぐらいで、普通は45日以内に公表する。あとは、例えば会社法ですとか、金商法ですとか、税法、トライアングルのなかで用意しながら、株主総会まで3カ月以内に、全部収めているので、このくらいはせめてやらないと、示しがつかないと思います。

先般、佐藤委員から、そういう御指摘があったように聞いていますけれども、27年は止むを得ないと思いますが、28年以降、そういう格好にしないと、示しがつかないと思います。御検討いただきたいと思います。ことしは、準備の関係で、間に合わないという話ですけれども、ぜひ体制を整えていただきたいと思います。

○米澤委員長 前回は佐藤委員から出ていまして、その後、速報ということもないでしょうけれども、7月末は7月末で、かなりきちっとしたものが出ているのですが、それ以前に一旦数字を出すことになるのが、適当という感じでしょうか。

来年度というか、今度の7月は、今の作業があつて間に合わないということと、まとめて10年分のもを出すということなので、そこを含めて、作業をするということなので、少し難しいという感じがしますが、次の年度ぐらいからは、2段階というか、それを前に出すという方向で、いかがでしょうか。

○大野委員 各年ということではなくて、大体決めておく。例えば四半期は2カ月後とか、本決算は3カ月以内とか、公表日のルールを共有化しておくことだと思います。

○米澤委員長 どうぞ。

●三石審議役 28年度に関しましては、ここにございますように、7月29日となっておりますが、その理由は、幾つかある中で、1つ申し上げますと、まさにあわせてというところがありますように、今回新たな試みを行いますので、その準備などの関係で、7月29日ということになっておりますが、29年度以降、同じように7月29日になるかどうかというところについては、改めて御議論をいただけたらと思います。できるだけ適当な時期に公表することに関しては、事務局としても、努力したいと思いますので、改めて御議論いただけたらと思います。

○大野委員 遅くとも決算日後3か月以内だと思います。

●水野理事 ありがとうございます。

今、三石から申し上げましたけれども、今回に関しましては、特殊事情でこうしているのですが、私も大野委員と同じ意見でして、何月のいつということは、例年決まっているというのが、あるべき姿だろうと思っております。今まで速やかにのレベルだったものが、今回は年度計画で事前に日時が出るということで、1つ進歩していると理解してもらえればと思います。あるべき方向性としては、どう考えても、上場企業と同じで、四半期は2カ月以内とか、決まった日時に公表していくことが、GPIFの信頼性を高めると思います。

運用委員会の方とそういう議論をしながら、進めていくという方向性で考えておりますので、今後、どういうふうにするのかも含めて、運用委員の方々と議論をさせていただければと思っております。

○大野委員 よろしくお願ひします。

もう一点、よろしいですか。

○米澤委員長 どうぞ。

○大野委員 銘柄の開示について、これはどこで決めるのか。銘柄を開示すること自身の決定をどこでするか、どこがしているのか。あと、運用委員会がどう関わるかということについて、何か議論しておいたほうが良いのではないかと。1つ目の質問なのですが、これはどこで決定したことなのでしょうか。

●三谷理事長 ただいま執行部で検討しているところです。

○大野委員 執行部で決めるということですか。

●三谷理事長 最終的には、執行部で決めることになります。

○大野委員 それでは、執行部に委ねられているということですね。

●三谷理事長 ある程度案が固まりましたら、事前に運用委員会にも御報告したいと思えます。

○大野委員 そうすると、その中で、運用委員会が何かを決めることはないですね。開示の方法など、運用委員会が決めることの枠を越えているような気がします。

●三谷理事長 そこは執行部の責任で決めて、運用委員会にも御報告して、仮に御意見がありましたら、それを受けとめながら、最終案を決めていくという考え方でおります。

○大野委員 そうすると、確認ですけれども、開示することについては、GPIF自身が決定したということですね。

●三谷理事長 そういうことになります。

○大野委員 承知しました。

●三石審議役 関連ですが、これは業務概況書の一部、あるいはそれに関連して出すことになります。業務概況書につきましても、運用委員会に御意見を伺った上で、お出しをしておりますので、その関係からいっても、銘柄に関する情報開示についても、同様に運用委員会の御意見も伺うということだと思っています。

○米澤委員長 水野CIO、どうぞ。

●水野理事 この件に関しては、手続としては、今、理事長と三石が申し上げたとおりです。間違いなく運用委員の方々にも見ていただきますので、御安心いただきたいと思えます。もともとの考え方としましては、法案を巡る年金部会の議論でも、さまざまな有識者の先生や経団連の委員の方等々が、透明性の向上ということの意見を言われておりましたので、それに対して、我々としても、できるところからやっていこうということから、始まっております。方向性に関しては、年金部会の方々も含めて、御異論はないのではないかと考えているのですが、出し方とか、タイミングなどを含めまして、もう少し検討させていただきたいと考えています。

○米澤委員長 それ以外にありますでしょうか。堀江委員長代理、どうぞ。

○堀江委員長代理 単純な質問なのですが、13ページ目の中で、いわゆる厚生年金基金の廃止とか、代行返上のあの金額というのは、そもそもどこに計上されるものなのですか。されないようなものなのですか。私は素人で、制度のことはよく知らないのですけれども、GPIFにくるようなものですか。

●井上管理部長 要するにGPIFの予算書でございますので、厚生年金の特会の勘定のごとは、寄託金とか、国庫納付のところには、反映されますけれども、それ以外の本体の予算は、ここには反映されておられません。

●厚生労働省宮崎大臣官房参事官 厚生年金特会のやりとりが別にありまして、そこGPIFのやりとりで、GPIF分の予算がここに出ているだけです。厚生年金基金が返上して繰り入れてくる分は、厚生労働省の特会の予算に出てきます。

○堀江委員長代理 実際のお金は、GPIFにくるのではないのですか。

●厚生労働省宮崎大臣官房参事官 それを見込んで、予算を立てて、寄託金などを計算し

て、GPIFの予算と整合性をとるようにしているということです。

○堀江委員長代理　そういうことは、厚生年金基金からのお金は、ここには反映されるようなものではないということなのですか。

●三谷理事長　厚生年金特会の資金繰りが豊かになれば、その分、いわゆるキャッシュアウト、我々からの寄託金の償還金が減るわけです。下から4行目あたりに、厚生年金勘定寄託金償還というものがあります。

○堀江委員長代理　ここなのですね。

●三谷理事長　これが1兆円計上されていますけれども、2～3年前までは、これが3兆とか、4兆とかあった。それが1兆に減額されているというところに、反映されています。

○堀江委員長代理　わかりました。

○米澤委員長　ほかはよろしいでしょうか。

運用委員の中にも、大学関係者が3名います。委員限り2－1の調査研究業務の充実というところで、論文等を推奨、発掘する観点から、当該論文との公募・表彰について、関係団体との協力のあり方も含めて検討するというところで、ここは、少なからず、大学ないしは研究者も、どういう格好で関与したらいいかということです。どういう可能性がありますかぐらいの相談は、私も受けたので、研究者は多くないのではないだろうかということで、返したのですが、ここに関しては、後日、皆様方のところにも相談があるかと思しますので、充実したことができるように、今後、相談に乗りましょうということで、よろしくお願ひしますということです。

それから、ここでは大学関係者だけではなく、先ほども言いましたように、シンクタンクも入っておりますので、そういう意味で、多分全員が関係していると思います。先ほど言葉が足らなかったのですが、シンクタンクというか、広い意味での金融機関の中には、随分そういうことをやっていらっしゃる方がいらっしゃるの、そういう方を中立的な観点からピックアップして、ノウハウをいただくというのは、非常に重要だと思っておりますので、またそういうところで相談させていただきますということです。

ほかはいかがでしょうか。そういうことでよろしいでしょうか。

それでは、次の報告事項に移りたいと思います。平成27年度運用受託機関等の総合評価についてでございます。

委員限り3です。平成27年度運用受託機関等の総合評価結果について、事務局から説明をお願いしたいと思います。よろしくお願ひします。

●陣場運用部長　それでは、委員限り3平成27年度運用受託機関等の総合評価結果についての御報告でございます。

今年度につきましては、去年の夏に、外債のマネジャー・ストラクチャーをやった関係もございまして、外債以外の内外株式及び国内債券、国内債券にはインハウスのパッシブも含めてということで、アクティブ、パッシブ、合計64ファンドにつきましては、総合評価を実施したところでございます。

点数のつけ方でございますけれども、1ページの下に記載させていただいておりますとおり、評価期間が1年以上、我々が採用して1年以上たっているものについては、定性点、定量点、4点ずつ、合計8点満点で評価をする。また、評価期間が1年未満というファンドにつきましては、定性評価のみの4点満点ということで、評価をしているものでございます。

次のページにまいりまして、毎年、評価をいたしまして、点数が一定の水準に満たない先につきましては、資金の一部を回収したり、また、著しく評価が低い先については、残念ながら、解約といった対応をしているところでございます。

基準といたしましては、3年以上たっているファンドにつきましては、8点満点中5点未満の先から、回収または解約。1年から3年未満の場合には、定性評価だけで見まして、4点満点中3点に満たない先から回収または解約。1年未満の場合も同様に、4点満点中3点未満から回収または解約ということでございます。

具体的に総合評価の結果を図表でお示しいたしました、9ページをごらんいただければと思います。こちらの表においては、横軸に資産規模をとりまして、縦軸に8点満点の総合評価点を記載してございます。

下のほうを見ていただきますと、今回の総合評価の結果といたしましては、解約のファンドが、残念ながら、3つ出てきたということでございまして、外株先進国が2つ、国内株が1つということでございます。

また、一部回収のファンドといたしましては、これも3つということで、エマージングの株が2つ、外株の先進国が1つということでございます。

アルファベットで、M、H、Iということで、7つのファンドを記載させていただいておりますけれども、こちらは一部回収、解約には至らないということではございますが、警告ということで、昨年も警告は実施してございますが、対象になった先ということでございます。

10ページ目をごらんいただきまして、警告先とはどういうファンドかということで、これもグラフィックでお示しをしております。最初の3年未満の先ということでございますけれども、3年未満ということですと、定性評価点だけ見ていくわけですが、定性評価は3点を下回ると、一部回収になったり、解約になるわけですが、警告ファンドについては、3点という基準は満たしておるわけですが、定量評価で見ると2点以下ということでございます。定量評価が2点ということは、超過収益がとれていないということになってまいります。黄色の網掛けで示した社について、警告をしているところでございます。

次の図表になるわけですが、3年以上ということになりますと、定性、定量を合わせて5点以上であれば、基準を満たしているということになってまいります。けれども、こちらも定性評価としては、3点をきっちりとはいるのですけれども、定量評価が2点以下ということで、超過収益がとれていない先ということ。具体的には黄

色の三角に属する先が警告ということで、対応をしているものでございます。

以降は、課題のあった先について、詳細に御説明申し上げたいと思います。5ページ目をごらんいただければと思います。

まず解約になってしまったファンドが、3つ出てきているわけでございます。国内株のA社、外株の先進国B社、C社ということでございます。これらのファンドの特徴といたしましては、投資のアイデア、投資の考え方といったものが、非常に特殊な分野に限られていて、かつそれが市場の動向に合っていないという、共通の特徴がございます。市場の動向に合っていない中で、新しい投資アイデアを発掘しようという努力も余りなかったということで、パフォーマンスが2年ないしは3年間、ずっと低迷を続けているといった特徴を持っているものでございます。

私どもの現時点での判断として、これらのファンドは、今後、急激に運用の成果を生み出す確信も持てないということでございまして、断腸の思いではございますが、解約という判断に至ったところでございます。

解約に至ったということで、これらのファンドに課題があったというのは、もちろんのことでございますが、そういうファンドを選んでしまった、私ども執行部にも反省すべき点はあるということ、5ページの下に、当法人としての反省点及び今後の改善点ということで、少し記載をさせていただいております。

最初のパラグラフで、私どもの反省点ということでございますが、これらA、B、Cのファンドにつきましては、直近の国内株のマネスト、外株のマネストにおいて選定をしたものでございまして、選定の際には、各社とも投資哲学が一貫していることを評価して、採用したところでございますが、採用になって以降、市場環境、特に新興国の調子が悪くなったり、また、エネルギーの価格が下がったりといった、マーケットの変化がかなりあった中、そうした変化に対して、新しい投資のアイデアの発掘がなされることもなく、硬直的な運用が継続されたということでございます。

私どもとしましては、パフォーマンスが悪くなる過程において、投資のアイデアの有効性というものを少し過信してしまった嫌いがある。今は成果が出ていないのだけれども、いずれこのアイデアというものは、成果が出るだろうと、過信をしてしまったところがございまして、結果として、解約タイミングがおくれて、傷口が広がったというのが、1つ反省点としてあるところでございます。

何が改善できるかということで、2つ、次のパラグラフで掲げてございます。うまくいっているファンドなどを見ていると、中心となっているファンドマネジャーが非常に柔軟な発想をしている、売りのタイミングを逃さないといった特徴が見られるところでございまして、1つは、投資環境を踏まえて対応できるマネジャーがいるということは、評価の項目として加えるべきではないかというのが、1つの改善でございます。

もう一つの改善点といたしましては、こうした少数の投資アイデアに依存するファンドへの対応ということで、通常は複数のアイデアに分散して運用します。そういうファンド

については、我々も比較的安心して見ておられるわけですが、こうした特定のアイデアにベットをしている、一本足打法をとっているファンドについては、投資アイデアそのものを、市場環境の観点からチェックをしていこう。

後ほど専門人材の確保のところでも御紹介があると思いますが、私どもの足元、ストラテジスト等々、市場分析に強い人間が採用されている状況もございますので、そうしたリソースを活用いたしまして、アイデアそのものについてチェックをしていくことで、考えているところでございます。

1年前のきょうの時点でございますと、そういう人材もなく、我々は投資アイデアを信じるしかなかったわけですが、足元はそういう人材も加入しているということでございますので、そうしたリソースを活用して、チェックを進めていこうというのが、改善点の2つ目でございます。

続きまして、6ページ目、一部回収ファンドの説明に入りたいと思います。こちらのファンドにつきましては、外株の先進国のD社、エマージングのE社、F社ということで、挙がっているところでございます。

これらのファンドにつきましては、解約とまではいかないのですが、パフォーマンスがついていない、総合評価としても、低い評価になっているということでございまして、一部回収をするとともに、今回が初めての試みになるわけですが、これらのファンドについては、私どもが見る課題を運用者にぶつけて、それについて、分析、必要があれば、改善ということをお願いしよう。

その状況につきましては、クォーターで報告を受けて、確認をして、それでもパフォーマンスが戻ってこないということでございましたら、さらに一歩進めて、解約といったことも検討するというのを、先方にも伝えて、そういう管理をしてまいりたいと考えているものでございます。

順番にまいりますと、外株先進国のD社でございますけれども、この社につきましては、株を買うときには、先々のシナリオをちゃんと想定して、と運用者は呼んでおりますが、を必ず設定して、そういう事象が起きれば、売っていこうといったシナリオを立てているわけですが、というものが、どうも当たらないというところがございます。したがって、の有効性の向上、売りのタイミングの適切さについて、分析、改善を求めていこうと考えてございます。

次にE社でございます。こちらはエマージングののファンドで、を標榜しているファンドでございます。こちらはを適用して、銘柄のウエートを決めているわけですが、エマージングの特性ということもありまして、の株が非常に大きくなるといった特徴がございまして、そうしたことが結果として、足元のパフォーマンスが上がらない原因になっているところでございます。したがって、このフ

ちらかと言えば、警告のファンドの場合には、あなた方はどういうふうにするつもりか、もう一度、説明し直してくださいということが多いと思いますけれども、一部回収に至っているところに関しては、我々として、明確にこういう問題点を認識しているので、それに対して対応ができますかという形で、明確にいたします。

今までも運用のチームとしては、きちんとフィードバックはしてきたつもりなのですが、残念ながら、運用業界では、GPIFの評価の仕方がわかりづらいと言われていたようですので、こういう仕組み化をすることによって、ミスコミュニケーションを減らしていこうという意味合いもございまして、そういう点を今回変えております。

○米澤委員長 どうもありがとうございます。

最初に私から恐縮です。解約する場合には、事前になるべく一部回収とか、警告を入れていくように、努力していくということですか。

●水野理事 レビューをして、警告して、レビューの頻度を高め、それでだめであれば、解約になっていくのだと思いますが、よくあるパターンで言うと、例えばキーマンが一斉に辞めてしまったとか、そういうケースにおいては、一足飛びに解約に至るケースもあると思います。必ずこのステージを踏むとは限らないのですが、できるだけステップを踏むことによって、納得感を確保していきたいと思っています。

●陣場運用部長 解約になった3ファンドについては、結果としてなのですが、去年も警告をしたファンドになります。

○米澤委員長 わかりました。どうもありがとうございます。

いかがでしょうか。武田委員、どうぞ。

○武田委員 御説明いただき、ありがとうございます。

水野理事より、改善点についてお話をいただきましたが、3つとも重要な改善点であると思いますので、今後その方向でお願いしたいと思います。

既に御認識されていることと思いますが、今回、解約されたファンドの状況が、今年の時点で、実は警告の扱いとされておりました。また、A社、B社、C社の評価結果の概要などを拝見しますと、エネルギーセクター、新興国セクターという特徴があり、この1～2年間で振り返ると、米国の金融政策の正常化の過程で、新興国から資金が流出していくことや、あるいはエネルギーセクターでは、供給ショックが発生する中、中国の需要鈍化とともに、需要も減退しているという点では、今年の段階である程度みえていた面もあろうかと思えます。

ここに書いてあるとおり、1つのセクターで勝負するファンドが悪いとは思いません。時間が経過すれば、パフォーマンスが回復するということは、大いにあるとは思いますが。一方で、1本足のストラクチャーである以上、内部でより慎重にチェックする体制があったらよかったですと思います。その上で、他のポートフォリオとのバランスや、金額の大きさを見直し分散していくことなどを検討する内部の体制は今後必要であると考えます。

●水野理事 おっしゃるとおりだと思います。一番大事なのは、責任を誰が持っているか

ということだと思しますので、フレキシブルにやってくれるマネジャーを選んでいくということも、1つの戦略ですし、割と明確なストーリーと、それに対して、ある意味硬直的とも呼べるのですけれども、そこにいつも同じようにやっていく人を選ぶということもあると思うのですが、先ほど陣場が申し上げたのは、後者を選ぶ場合は、逆に我々が今のタイミングで、それを判断しなければいけなくなります。

昨年の段階では、残念ながら、人材的にもそこまでは達していなかったですし、今でも達しているとは思っていませんけれども、今後の方向性としては、そういうことを明確にしていきたいと思っています。この反省点の中で、陣場が申し上げたのは、そういうことですので、おっしゃるとおりだと思います。

○米澤委員長 ほかにございますか。佐藤委員、どうぞ。

○佐藤委員 余りつけ加えることはないのですけれども、堀江委員長代理のアドバイスは、非常に素晴らしいアドバイスだったので、こういう形で、反省点と今後の改善点を示していただけると、私としても非常に安心するというか、いい試みだと思いますし、今後もぜひ続けていただきたいと思います。

あと、3種類の区分なのですけれども、サッカーのアナロジーでいうと、解約ファンドはレッドカードで、一部回収ファンドはイエローカード2枚で、警告ファンドはイエローカード1枚みたいな、そんな感じだと、ざっくり捉えたのですが、申し上げるまでもなく、全般的な運用環境はすごく厳しいわけなので、イエローカードを出す前に、プレーの荒い奴、先ほど武田委員がおっしゃったような、全般的に見て、あいつは荒いというものがあれば、そこはイエローカードを出す前のモニタリングと、何といたっても一番重要なのは、受託機関とのコミュニケーションなのだろうと思うのです。こういう形でまとめることに加えて、割ときめ細かなモニタリング、コミュニケーション、カンバセーションみたいなことをやっていただけるといいのではないかということで、ぜひお願いしたいと思っています。

●水野理事 ありがとうございます。

3カ月に1回というのは、当然フォーマルなリクワイアメントとしてやっていくということですが。

実際には、毎週の投資委員会の資料の1つとして、ほぼ全ての運用先に、現在の市場環境についての考え方を聞いているので、そういう意味では、かなりの頻度で、運用部はコミュニケーションをとっております。

○米澤委員長 これは後ほど話が出てくるかもしれませんが、GPIFとしても、運用部門に関するところの人材というか、人数はふえたのですか。

●三谷理事長 まだ思ったほどにはふえていません。

○米澤委員長 先ほどそういうことができるようになったという話を、聞いたような気がしました。

●藤原理事 後ほど御報告しますが、専門のプロ職員は、これまでに7名採用しまして、

その中で、市場分析体制の強化という点で、2名の専門職員を採用したことになります。
○米澤委員長 もともと外部でも、シンクタンクの契約はされているという話が出ましたね。

●三谷理事長 それは前からやっています。

○米澤委員長 その方たちも、適宜いろいろ意見は何っているわけですか。

●青貝投資戦略部長 みずほ総研などのシンクタンクと複数契約しております。そういった外部機関をどういうふうに使いなすかということも、非常に重要でございます。新しく加わっていただいた職員も含めて一丸となって、日々の改善の努力を続けているということでございます。少しずつ前進し、先ほど陣場部長がおっしゃったような点に応えられるようにしてまいりたいと考えております。

○米澤委員長 エマージングのところでもうまくいかなかったとのことで、こういうミクロのことをやる方は、何人かいるのですが、こういう方は、とかくマクロのことを見えないとか、余り得意でない方もいらっしゃるわけなのです。

ここ1～2年というのは、マクロのほうのショックが大きかったわけなので、そんなに細かくわからなくてもいいのだけれども、感覚として、両方の情報をくみ取ることが重要だと思っていますので、言うは易しなのですけれども、その点を見逃さないでやっていく必要があると思っています。

ほかによろしいでしょうか。どうぞ。

○菅家委員 直接、総合評価にかかわる話ではないのかもしれませんが、この間、年金部会で、インハウスの議論などがされていたときに、アクティブ、パッシブの議論があって、アクティブはそもそも成績が悪いのに、手数料がいっぱいかかっているという議論が、年金部会の中で出たと聞いているのですが、その話と今回の評価の話をどういうふうに結びつけて考えればいいのかということについて、何かお考えがあれば、お聞かせ願いたいと思います。

●水野理事 ありがとうございます。

委託先の全社の手数料と運用成績を公開しており、国民とか、年金保険者の方から見ても、我々のアクティブの運用の実績は明確にわかるので、執行部一同、気を引き締めてやっていかなければいけないと思っています。

アクティブに関しましては、フィー控除後で、アルファがプラスでなければ、そもそもやる意味が全くないという認識はございます。ポートフォリオの観点から言いますと、分散とか、いろんな説明はできることはできるのですけれども、アルファがフィー控除後でプラスでないといけませんので、見直しをする中ではフィー控除後で評価をしておりますし、外国債券のマネジャーの選定からは、パフォーマンスベースのフィーに変わってきております。運用成績がよければ、フィーは上がりますけれども、悪ければ、今までよりも下がるというメカニズムを取り入れています。

もう一つは、選んだアクティブが、アルファが出ているかという議論なのですけれども、

きょうの陣場の報告の部分というのは、アクティブとパッシブのバランスの議論ではなくて、選んだアクティブのマネジャーが、アルファがちゃんと出ているかどうか。出ていないときにどうするかという議論ですので、そこは分けて考えていただきたいと思います。

前からお約束してありますとおり、マネジャー・エントリーを始めるに当たって、全体のマネジャー・ストラクチャーの全体像を皆さんに御提示して、議論をするということにしてありますので、そのときには、アクティブ、パッシブのバランスとか、そういうものは議論になると思いますけれども、きょうの報告は、選んだアクティブのマネジャーの個別の通信簿をつけていると、考えていただければと思います。

○佐藤委員 もちろんそのことは理解しているのですが、先ほど警告とか、退場の話がありますけれども、基準をより高目にするといいたいまいしょうか、全体の成績をアップするために、今までのような基準でもって、退場とか、警告などを決めていていいのですかという、そういう意味も含めて、私は質問したつもりです。

●三谷理事長 なかなかそれは難しいのです。1つのマネジャーが常にいい成績をとるということは、普通はあり得ないです。局面で波を打ちながら、一定の期間を通して見ると、うまくいったとか、ただ、そこどころが、次の3年なら3年とってみると、うまくいくかという保証は全くないわけですし、そういった意味では、常にバーを上げれば、アクティブの成績がよくなるかという、必ずしもそういうわけでもないのです。

確かにアクティブというのは、フィーを別にしても、全部のアクティブ運用を集めれば、パッシブと同じことになると言っているわけですから、いってみれば、勝つか、負けるかは五分五分ということで、その中で、多少なりとも、平均点の高いところを選びたいというのが、我々のマネジャー選定です。

○菅谷委員 おっしゃることはよくわかっているのですが、トータルで見て、パッシブのほうが成績がいいのだったら、パッシブだけやればいいのではないのですかという、素朴な質問、疑問というのは、あるわけです。それにどう答えるのですかということを知っているわけです。

●水野理事 そのとおりです。申し上げていますが、理事長が言うとおりに、全部買ったらパッシブになるのですが、その中で、選んだグループが、アルファが出ていないことには、我々は仕事をしていないのと一緒に、しないほうがいいということになります。今回の公表においてははっきりしたのは、運用会社が悪ければ、我々はそのに対して何とかしなければ、今度はこちらが切られなければいけませんので、ハードルを上げるということが唯一の解決策ではないのですが、アクティブはアルファをとらなければいけないということは、明確に認識しております。こういうやり方をどんどん高度化して行って、アルファを確実にするようにしなければいけないと思っています。

今までのところは、そんなに誇れる成績であるとは思っていませんけれども、何とか全体ではぎりぎりプラスです。そういうことで、頑張ります。

○堀江委員長代理 一言、いいですか。

○米澤委員長 どうぞ。

○堀江委員長代理 アクティブの株式のマネジャーを選ぶのは難しいというのは、これを見てもわかるのですが、外債のときにも、今、水野さんがおっしゃったように、ストラクチャーのところで、ある程度稼げるところをちゃんと稼いでいくという考え方のほうが、国民に対するものは、資産クラスごとのベンチマークなので、それにGPIFとして勝てばいいわけで、それをアクティブマネジャーのところに寄せるのか、GPIFでストラクチャーをよく考えて、長期的にちびちび稼げるところをつくっていくのか、その辺は、外債でやった形で、確実にとれるところを稼いでいくほうが、いいような感じがしました。

ここは勝負の世界なので、私もしょっちゅう失敗しますが、いいマネジャーだと思っても、成績が悪いというケースは結構ありますので、GPIFとして、そういう形で、資産クラスごとのベンチマークにいかにか勝つかというところに、フォーカスしていただければと思います。

●水野理事 今のお話ですと、我々の評価ベンチマークとマネジャーベンチマークの差がありますので、この分に関しては、我々が責任を持っているということですから、どこでどれだけリスクとリターンのバランスをよくするかということが、ファーストステップで、それを全体のストラクチャーで議論していただく。

とはいえ、選んだアクティブマネジャーのトータルのアルファがマイナスでは、仕事をしている意味がないので、そこは何とかプラスにしなければいけないと思うのですけれども、今、堀江さんがおっしゃってくださったような2段階の仕組みというのは、頭の中には入っているので、次のマネジャー・エントリー制の説明のときには、そういうお話ができるのではないかと思います。

○米澤委員長 いわゆる昔ながらのストックピッキングに代表されるようなアクティブというのは、ほとんどもうからないとか、リターンが上がらないということです。

○堀江委員長代理 そんなことはないです。世の中には、優れた人がいます。

○米澤委員長 そんなにいないと、私は思います。

○堀江委員長代理 います。いることは事実です。

○米澤委員長 そういう人を探す、そういうマネジャーを探すという努力ですね。

○堀江委員長代理 いるのです。

○米澤委員長 1つ、規模が大きいというのは、アクティブ運用に関して不利なのです。

それから、私が先ほど言いたかったのは、コスト控除後は、勝っていても、大して勝っていないし、負けているときもあります。かといって、東証の何パーセントにもなる保有しているファンドが、全部パッシブ運用になってしまうというのは、情報を発見しにいかないという意味で、国民経済的に問題がなくはないのです。でも、リターンが優先だろうといえば、それまでなのですけれども、規模が小さければいいのですが、こんな大きなファンドが全部デュプリケートだけに徹するよなというのは、なかなか正当化できないので、アクティブは必要悪とまでは言いませんけれども、やっていく必要はあると思います。

●水野理事 今、委員長にそう言われると、困ってしまいます。

○米澤委員長 そこでとれば、それにこしたことはないということなので、フィー分はとってくださいということです。

●水野理事 私どももほかの審議会で発言しておりますので、ここでも繰り返し申し上げますけれども、GPIFの場合は、マーケット全体の平均のベータの影響が圧倒的に多いのは事実であります。ベータそのもの、マーケットの効率性そのものが、アクティブの運用者等がいろいろな考え方でトレードをすることによって、効率性が図られているわけです。マーケットの参加者が全員パッシブだったら、そんな非効率なマーケットはないわけですので、GPIFがアクティブの運用者に対してコミットしているということは、マーケット全体の効率性を上げるという意味においても、GPIFのためになると思いますので、フィデューシャリーデューティの観点からも、それは十分是認できるのではないかと考えておりますが、フィー控除後でアルファがプラスでないはずだと思っております。

○米澤委員長 よろしいでしょうか。ありがとうございます。

それでは、本日の唯一の審議事項です。これは前回からの引き続きですけれども、基本ポートフォリオの検証についてということで、第2回です。委員限り4-1から委員限り4-4について、事務局から説明をお願いしたいと思います。よろしく申し上げます。

●青貝投資戦略部長 御説明いたします。

今、委員長からお話があったとおり、前回の運用委員会からの続きでございます。

今回、3点御説明いたします。1つ目は、前回御説明した内容の改めた要約、2つ目は、前回の運用委員会から米澤委員長から御指示いただいた宿題に関する御報告、そして、3つ目ですが、基本ポートフォリオの検証結果について対外公表案の御説明です。

1点目の要約でございますが、委員限り4-2の5ページをごらんください。こちらにありますのは、経済中位ケース、市場基準ケースでの長期金利の見直しをお示ししたグラフになっております。

経済中位ケース、市場基準ケースいずれにしても、程度の差はあるのですが、金利水準そのものは、下方にシフトしております。この結果として、国内債券の利回り、対賃金上昇率比の利回りは、いずれも低下しているということを御説明申し上げました。

以上、国内債券の利回りでございます。

外株や外債につきましては、同じ委員限り4-2の1ページにお戻りいただきたいのですが、外債と外株のリスクプレミアムにつきましては、外国の短期金利を控除する形で計算をするのが、これまでやってきたやり方でございます。同じやり方を踏襲しますと、リスクプレミアムが少し上がることを御説明しました。ただし、現状のマーケットの環境を勘案しまして、外債や外株のリスクプレミアムを保守的に考えて、これを変更しないということで、ケースを想定した次第でございます。結果としては、1.7%の目標利回りに達しないというケースがございました。

ただし、委員限り4-2の11ページをごらんいただきたいのですが、これは目標

利回りに達しなかったケースの1つの例でございます。G´－aと書いておりますけれども、市場基準ケースでGとHの間をとったものをベースとして、外債、外株のリスクプレミアムを引き続き同じものを使った場合、左側のグラフでございますが、基本ポートフォリオは、目標利回りの1.7%を下回っているところにあるものの、赤い実線で囲まれたエリアが今の乖離許容幅で認められる部分であり、この範囲で十分目標利回りが確保できることも、御説明しました。そういう意味で、1.7%を下回っているケースはありますが、現状の基本ポートフォリオを変更せずに、維持してよいのではないかと御説明しました。

以上が要約でございますけれども、前回、米澤委員長から、物価上昇率や賃金上昇率に関して、過去の財政検証での予測と実際の実績はどういう関係だったのかということを確認するよという御指示をいただいておりますので、委員限り4－3でございます。

1枚紙、両面のものでございます。

表紙は物価上昇率でございます。このグラフの見方でございますが、実績のところは、青い実線で書いております。それに対して、破線で、色を少し変えておりますけれども、それぞれのタイミングでの財政検証で、予測されていた数値との違いがグラフに出ているわけでございますが、もちろん入り繰りはあるのですが、財政検証で想定していたところと、比較的近い水準にも見えると思います。

これに対しまして、裏面でございますが、名目賃金上昇率です。同じ青い実線の実績でございますが、いずれも財政検証が想定していた賃金上昇率には、これまでのところは、実績として達していなかったということが確認できるわけでございます。

以上が、前回、委員長からいただいた宿題への御報告でございます。

3つ目として、今回の検証内容をこのまま公表ということで進める場合、どのような形になるかということで、委員限り4－4を御確認ください。

1ページには、基本ポートフォリオを策定した平成26年10月時点での考え方、基本的なデータセットを記載しております。

2ページ目からごらんいただきたいのですが、基本ポートフォリオの検証というところで、ちょうど2つ目のパラグラフのところに、結論としての要約を執行部として準備しておりますので、この部分を読み上げさせていただきます。基本ポートフォリオについては、中期計画において定期的に検証を行うこととしています。直近（平成28年2月）までの経済・市場データを織り込み、各資産の期待リターンや標準偏差等を基に、ポートフォリオとしての特性を検証したところ、現行の資産構成割合は効率的で、目標利回りを概ね満たしていることを確認しました。基本ポートフォリオは、長期的な観点から評価することが適切であり、今回の検証に基づき現在の資産構成割合を変更する必要はないと判断しました。こういうふうにかかせていただいております。

ただ、先ほど申し上げましたように、市場基準ケース、経済中位ケースでは、1.7%を満たしていないケースがあったわけでございます。その結論につきましては、この資料の後ろに出てきます。

間にありますのは、それぞれの期待利回りや標準偏差、相関係数を、今回のもの、前回のもの、両方比べられる形で、全てつけております。

4 ページが最終的な結果ということで、基本ポートフォリオの属性、左から3つ目に実質的なリターンという列がございます。一番上、経済中位ケース変更なしの場合に1.70%、市場基準ケース変更なしの場合に1.72%という数字が出ております。これと比較されるべき数字は、字が小さくなっておりますけれども、注1ということで、経済中位ケース、市場基準ケース、1.77%、1.76%でございますので、7ベースないし4ベース足りないと言ったことが、ここで示されているわけでございますが、全体的な評価としては、先ほど御説明したような、乖離許容幅もでございます。全体として、おおむね目標利回りを満たしていると、評価できるのではないかと考えております。

本日は、一部シミュレーションの関係で、取りまとめられていないものがございます。

1つは、4 ページ目の一番右側、条件つき平均不足率の経験分布を使った数値、4 ページの一番下、予定積立金額の確保ということで、これが一番重要だということで、御指摘いただいていたものでございます。現在、シミュレーションをやっておりまして、この形でよろしければ、次回の運用委員会のときに、計算した結果をお持ちできるように、今、鋭意準備をさせていただいているところでございます。

なお、この資料については、冒頭、申し上げましたように、公表することを考えているのですが、今、申し上げました、シミュレーションの結果も含めて、4月の運用委員会で御説明をさせていただきまして、そうしますと、運用委員会の議事要旨が公表されるタイミングは、恐らく5月下旬前後だと思うのですが、そのタイミングに合わせて、今、御説明している内容プラスシミュレーションの結果を公表する形にしてはどうかと、執行部としては考えているところでございます。

以上です。

○米澤委員長 どうもありがとうございました。

ただいまの説明ですが、数字等は基本的に前回御説明いただいたものと同じでございますけれども、まずこの段階まで、改めて御質問、御意見等がございましたら、お願いしたいと思います。いかがでしょうか。

結論としては、経済環境はいろいろ変わっておりますけれども、何とか大丈夫そうだといいことで、変える必要はないという傾向でもって、落ち着いております。

どうぞ。

○菅家委員 毎回同じ話の繰り返しで恐縮でありますけれども、委員限り4-2の5ページが、私は一番わかりやすいと思っております。委員限り4-2の5ページです。図3、長期金利見通しの変化ということで、足元期間のグラフは、要するに毎年内閣府が1月ぐらいに見通しを修正して発表しているものをもとにして、これをつくられているわけです。すなわち2年前、我々が議論したときの足元の見通しと、内閣府自身が修正した、ことしの1月の時点での見通しにおいて、既にこれだけ乖離があるわけです。

それにつながるものとして、AからHということで、これは厚労省年金局自身が8つの接続する長期見通しをくっつけたということでありまして、足元の10年間のデータは、毎年、内閣府で修正されているにもかかわらず、AからHという、2年前に年金局がつくった見通しは、2年前の足元の見通しに接続するものとして、想定されたにもかかわらず、現状においては、何ら変更したものが示されていないということでもありますので、そもそも今回の基本ポートの検証のあり方自身に、根本的な限界があると、普通の人はこれを見たら思うわけです。そのことを国民にきちんと知らせるべきだと思います。

私が前回申し上げたのは、そもそも経済前提なりをつくったのは、年金部会の責任でつくられたわけでありまして、年金部会で、現状の変化について、どういうふうに評価をし、どういうふうに判断をするのかということをしちんとやってくださいということをお願いしたというのは、そういう意味であります。したがって、運用委員会なり、GPIFとしては、AからHをどうすることもできないわけでありまして。

しかし、普通に見れば、足元期間の一番下の赤の実線につながるものとしては、財政検証において、最も所得代替率が低い、あるいは将来の年金財政の破綻に瀕するケースに、実態としては近づいていると考えるというのが、素直だろうと思いますので、そういう意味では、今回の我々のポートフォリオの検証作業というのは、大きな限界のもとで議論しているということを、私としては、改めて強調しておきたいということでもあります。

要望といたしましては、検証結果の公表について、来月とか、再来月とおっしゃっていますけれども、その際に、あわせて、今回行った重要な資料については、プロセスの公表という意味においても、何らかの形で公表していただければ、よろしいのではないかと思います。

以上です。

○米澤委員長 前に説明していただきました、年金部会との関係は、この後、改めてその点から議論させていただきたいと思いますので、それは置いておいて、基本ポートの検証のことにに関して、今までやってきたプロセスで、この結論を得た。ですから、プロセスの中には、今、菅家委員が言ったことも入っていますけれども、このプロセスを経て、この結論を得たということに関して、改めて御意見、御異論はありますか。年金部会の話は、こちらに置いておいてください。

それから、公表の仕方に関しては、この後、また議論させていただきますけれども、大きな流れと結論です。まだ動かす必要はないだろうというのが結論なのですが、これに関しては、いかがでしょうか。運用委員会及びGPIFとしては、そこが責務ですので、そこを何とかしないことには、まずそこありきなのです。とは言いながら、言いたいことがあれば、しかるべき手続があれば、そのところに関して言っていこうというのは、やぶさかではありませんけれども、まずポートフォリオの検証に関して、何かございますか。

佐藤委員、どうぞ。

○佐藤委員 難しいのですけれども、青貝さんの御説明を伺って、要するにストーリーは、

乖離許容幅内の投資集合の範囲内に収まっているということをもって、目標利回りをおおむね達成しているというロジックです。

●青貝投資戦略部長 御指摘のとおりです。乖離許容幅という点と、あと、長期的に見ていくという点、2つでございます。

○佐藤委員 言葉の表現として、目標利回りをおおむね達成していることを確認しましたと、公表文の中です。この資料の中でもそう書いてあるのですが、実際にとられた統計的な手法というのは、目標利回りを下回る確率は、極めて小さいということを確認したということだと、私は理解しては、同じことではないかという見方もあるかもしれないし、同じことを裏から言っているのと、表から言っているのでは、大分ニュアンスが違って、しかも、おおむね達成するという、おおむねというのは、何パーセント、どれぐらいなのか。いたずらな憶測と、余り意味のない質問を呼びそうな感じがいたしまして、むしろ下回る確率は極めて小さいという言い方のほうが、実際にやった作業の内容と整合的なのではないかという感じがしたのが1点です。

これは次に申し上げるコメントと少し関係するのですが、現在の資産構成割合を変更する必要はないと判断しましたと書いていらっしゃいます。気持ちは、現時点ではないか。つまり何が言いたいかということ、確かに図4のG' - aを拝見すると、入っているのですが、仮に米印が下のほうにずっと下方スライドして、それがかなりの期間続くような状態になったときに、何がどうなれば、仮に乖離許容幅中の投資集合の中に入ったとしても、ベルが鳴るのか。そういうところが、私はよくわからなくて、したがって、ここは、現時点では、現在の資産構成割合を変更する必要はないと判断しましたという表現をしたほうが、正直なのではないかという感じがいたしました。

私のコメントは以上です。

○米澤委員長 これは年1回、制度的に見直していくわけですので、その時点ということなので、その限りですけれども、今回、気持ちはよくわかります。特に今の時点では、引き続き注視していくということが、出るという感じですね。

○佐藤委員 気持ちが出ると思います。

○米澤委員長 まさに現時点でもって、こういう判断をせざるを得ないわけで、現時点であれば、こういう結論になったということだと思います。これでもって、万全だと言うつもりは全くないということだと思います。表現ぶりは、少し相談させてもらうかもしれません。

●青貝投資戦略部長 今後も市場環境を注意深く観察していきたいという表現をつけ加えれば、よろしいでしょうか。そういうことだとすれば、今後とも市場が織り込む運用環境については、注意深く観察をしていきたいとか、そんな感じでしょうか。

○米澤委員長 私の気持ちとしては、来年度、新しい年度に入ったときにも、こういう議論を引き続きやっていく必要があると思うのです。毎年、年度の終わりに儀式的にやっていくという状況ではなくて、必要な時期にタイムリーに行っていくことが、必要な段階に

入っていると思っています。ですので、そういうことも含めて、今回に関しては、今のところは大丈夫ですということにすぎないのではないかと思います。

どうぞ。

●水野理事 1年に1回の検証をやることになっていますので、1年の検証の結果としては、今回、必要はないということをはっきり言わなければいけなくて、期間中の見直しができる可能性があるかということ、例えば前回の一時的な株価急落のときには、皆様にも集まっていたいただいて、議論をしているので、そういうものを排除することはないのですが、5年に1回の財政検証の間に、1年1回、基本ポートの検証をやるという頻度が少ないとは思わないのですけれども、マーケット等に何らかのショックがある場合には、前回も武田委員かどなたかの発案で集まってもらって、議論したとか、ああいうことを起こしてやっていくということなのだろうと思います。

○米澤委員長 そういうことです。

●水野理事 文章の書きぶりとして、今の御意見ですと、もう少し、今のマーケットの状況を注視していますみたいな感じのことを、入れたほうが良いということなのでしょうか。

○米澤委員長 毎年1回のルーチンをやって、こういう結果が出ましたということプラス、それだけではなくて、今回に関しては、もう一行ぐらい、何か書き加えておく必要があるのではないかと、個人的に思います。そのぐらい大ショックを受けているわけですからね。

●青貝投資戦略部長 最初の委員限り2-2で、28年度計画を御報告させていただいたわけでございます。資料が戻って恐縮なのですが、これは従前と変わっておりませんが、6ページです。

○米澤委員長 どれですか。

●青貝投資戦略部長 委員限り2-2でございます。28年度計画です。6ページです。これが基本ポートの見直しについて定めた計画でございます。ここにも検証を行うとございますが、今、米澤委員長が御指摘のとおり、市場の急激な変動などが生じた場合、必要に応じて見直しの検討を行うということを入れておりますので、そういう意味では、委員長が御指摘の趣旨を踏まえた計画ということで、今後もやっていくということだと受けとめております。

○米澤委員長 この文章ですと、そうですね。

●水野理事 それを入れたらいいですか。必要ないと判断しましたが、市場の急激な変動などが生じた場合はということを入れたほうがいいですか。

○米澤委員長 入れたほうがいいのではないかと思います。それはこちらにも既に入っているのだから、転用して、当たり前のことではあるのだけれども、入れたほうが良いと思います。

●水野理事 当たり前のことではありますけれども、入れてもいいですね。

○米澤委員長 はい。

●青貝投資戦略部長 今回、結果をお示しできておりませんが、積立金額の確保につきましても、幾つかの要素を、今、確認しております。要素は、前回の基本ポートフォリオの策定の際には、2014年3月末時点を起点として、財政上必要となる積立金に対して、どういう振れ幅になるのかを出しております。今回は2015年3月末を起点とします。そうすると、それによって、残高がどういふふうに加に変化しているのかということをお慮する必要が出てきます。一方で、利回りそのものは、当初想定したよりも下がりますので、これは積立金を確保することに対して、若干マイナスに働く部分があります。

それから、特にG´のケースというのは、よりシビアなケースになりますので、求められるキャッシュアウトがふえていくことになりますので、翻ると、積立金としての水準もまた変わるとか、そういったいろんな要素を踏まえて、どれくらい積立金不足が生じるのか、可能性があるのかということをお示しできるようにしたいと思っております。ただし、今回の数字の変更をもって、従前より下方に下振れる確率が上がるという結果にはならないだろうと思っております。

漠とした言い方で恐縮なのですが、次回の運用委員会で最終的なものをおつけして、今、委員長に御指摘いただいたような、必要に応じてきちんと見直していくという趣旨を入れる、この2つをやって、確定できればと考えております。

○米澤委員長 それはやっていただければと思っております。

いかがでしょうか。清水委員、どうぞ。

○清水委員 こちらの變更なしと引き上げの差というのが、2つ並べて結果を出したときに歴然としています。従来であれば、例えば策定時の条件に合わせて検証するのが正しいという反面、策定時と金利のパスが違ふということ、G´をつくったのであれば、それに合わせて引き上げのパターンで示すほうの方がわかりやすいと思うのですが。

どちらにしても、運用委員会でこの2つを並べて検討するというのは、いいと思うのですが、公表時に当たっては、どちらか1つで報告すべきではないかと思ひます。非常にわかりにくく、判断として、かえってつけ入るすきを与えてしまうようなところがあるのではないかといた面では、今回の検証はいろいろ工夫されて、G´をつくられたあたりは、評価できると思うのですが、G´をつくったのであれば、引き上げのケースだけで、環境の変化に伴い、当初策定時からこう変えたといった点でも、Aのケースというのは、あえて報告しなくてもいいのではないかと思ひます。

●青貝投資戦略部長 今、清水委員におっしゃっていただいたことは、引き上げを行ったケースのみということですね。

○清水委員 はい。

●青貝投資戦略部長 なるほど、わかりました。

○清水委員 そのあたりをどのようにお考えなのかということは、お伺いできればと思ひます。

●青貝投資戦略部長 外貨資産のリスクプレミアムを引き上げることについては、従前と

同様のロジックを使うという観点から、我々として、まずそれを計算したわけでございます。ただし、それだけでは不十分かもしれないということで、仮にリスクプレミアムを引き上げず、ロジックを保守的に見積もったならば、どうなるかということも、あわせてお示したほうが、大丈夫ですと言い切るよりも、幅のある概念であるということを含めて公表するほうが、より誠実な説明責任を果たした形になるとも思ったということでございます。

○米澤委員長 気持ちはわかりますけれども、かえって混乱すると思います。

○清水委員 かえって、わかりにくいです。

○米澤委員長 どうぞ。

○菅家委員 G´というのを、勝手に我々は設定できるのですか。もともとAからHというのは、専門委員会がつくったシナリオです。その中で、運用委員会でEとGの2つのケースを満たすものとして、今のポートフォリオを計算していったわけです。ですから、前提条件は、そもそも我々が勝手にG´という形で設定できるのですか。

●青貝投資戦略部長 財政検証のAからHまでのどれを選ぶようにという指示は、そもそもどこからもいただいておりません。

○菅家委員 もちろんそうなのだけれども、少なくともG´というのは、もともとの条件として、示されていないわけです。AからHまでしか示されていないわけですから、その中で、EとGという2つのケースを満たすものとして、今のポートフォリオを決めてきたという議論経過です。だから、勝手にG´というケースを我々が設定できるのですか。

●水野理事 それは逆というか、もともとの考え方は、Eは財政検証のケースの中位をとっているのですけれども、Gのほうは、Gをとったというよりも、そのときのマーケットの市場水準のものをやったら、その金利が財政検証のGで想定しているものに近かったものです。我々がこの精査をするに当たり、毎回困るのが、与えられている目標が、CPIプラス1.7%だったらいいのですが、名目賃金上昇率プラスですので、名目賃金上昇率を計算するとか、長期に予測しているものが、世の中に存在していないのです。それで唯一あるのがこのケースでしたから、そのときの金利を、一番近いケースのGに想定されていた名目賃金上昇率を使ってやったので、当初からGのケースを使っていると言わなくてもよかったと思うのですが、それはそのときの議論の中で、逆にケースで示したほうがわかりやすいのではないかという意見が、たしか運用委員会で出て、Gのケースとしたのですけれども、流れとしては、Gのケースから引っ張ってきたのではなくて、当時の金利から引っ張っていったら、Gの金利が一緒だったということなのです。

○菅家委員 それはどうなのですか。専門委員会というのは、我々が議論する前提条件を示すものとして、設定されたのではないですか。

○堀江委員長代理 違うのではないですか。

○菅家委員 違うのですか。

○堀江委員長代理 我々はそんなことはされていません。

●水野理事 考え方ですけれども、ある意味、財政検証の枠組みの中は意識しつつ、我々は運用者としてマーケットの状況と両にらみでいかなければいけないということで、市場水準ケースの導入をしたのです。導入をしたときに、しつこいようですけれども、残念ながら、名目賃金上昇率がないので、Gのところを逆にとってきたということです。なので、例えば今回金利が大きく動いて、Hより下のところにもしいったとしたら、何が起こるかという、本来はそのときにHに行くよりも、全体の境界線でもつくって、その金利のときには、どういう名目上賃金上昇になるかというのは、想像しなければいけないのですけれども、このモデルは持っている人が全然なくて、今回、G、Hと言うのも、私は引っかかっているのです。というのは、これ以上動いたらどうするのかということになりますので、ただ、今回は何とかGとHの範囲内の金利で収まっているので、そのときにGと言うのもおかしいですし、Hと言うのもおかしいだろうということで、真ん中のところをとってきているので、この機会にEとGだったみたいな表現の仕方は、逆にやめたほうがいいのではないかと考えているぐらいなのです。

○米澤委員長 それはやめても構わないと思いますし、検証に関しては、それに引きずられる必要は全くないです。だから、随分律儀に引きずっていると私は思いました。

●青貝投資戦略部長 今回の基本ポートフォリオの検証については、Eとか、Gとか、G¹という言葉は、かえって紛らわしいということもありましたので、公表資料案には入れておりません。

○米澤委員長 そうか。今ごろ2年前のことを言われても、覚えている人は余りいないですね。

○武田委員 書かないほうがいいと思います。しかも、我々が選んだ理由は、まさに市場基準ケースだけです。

○米澤委員長 だから、作業的には何ら問題はないと理解します。

○武田委員 はい。

●水野理事 本音を申し上げれば、現在、委託調査研究で、大学の先生と研究しようと考えているテーマは、まさにどうやって名目賃金上昇率をモデル化するかということです。研究しようかと思っているぐらい、この数字がないということは、我々の目標と整合性のある基本ポートフォリオをつくるにおいては、情報の欠落ですので、菅家委員のおっしゃることに関して申し上げますと、まさにそこのデータがないということは、全体の枠組みとしての弱点だと思います。ただ、今の与えられている範囲内でいくと、これを何とか使わざるを得ないので、GとHの金利も中間ぐらいなので、名目賃金上昇率も中間ぐらいとやらせてもらっていることですので、枠組み全体については、今後ももう少し上のレベルで議論していただければと思います。

○米澤委員長 武田委員、どうぞ。

○武田委員 前回から丁寧に資料を整備いただいて、ありがとうございました。

まず、運用委員として、与えられた運用目標の中で、今のポートフォリオをどう判断す

るかというところは、重要な責任ではないかと思います。投資原則にありますとおり、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保できるようなポートフォリオかどうかということを点検することが、運用委員会における重要な役割になると思います。また、これを点検し、議論することは、国民に対する説明責任を果たすという点でも必要と思います。

運用委員会として判断する場合に、今回の資料の範囲では、確かに効率的なフロンティアでございますし、乖離許容幅も含めれば、その範囲であるということは、確認できていると思います。しかし、積立金に関するグラフでも、きちんと確認していただき、それを見た上での最終決断とすべきではないかと思います。

また、確かに乖離許容幅まで含めれば、1.7ですが、一方で、ぎりぎり厳しいケースであることも事実で、その状況は真摯に受けとめなければいけないと思います。

マクロ経済を見てみると、リーマン・ショック後の世界経済の回復局面からの分岐点にあると思います。第一に米国の金融政策の正常化、第二に新興国の債務問題、三点目として、資源市場における供給ショックの発生。1つの転換点に差し掛かる中で、基本ポートフォリオを確認するのが、我々の責任ということです。

運用の執行自体は、執行部の御判断・御決断と認識しておりますけれども、乖離許容幅をどういうふうに生かしていくのかといった点や、同じアセットクラスにおいても、明らかにしばらくは厳しいであろうセクターを見極める点など、今回のマネジャーの結果でも議論になりましたとおり、重要な局面になっているのではないかと認識していますので、これまで以上に専門人材の強化も含めて、お願いしたいと思います。

○米澤委員長 厳しいことは十二分にわかっていて、楽観的に変えなくてもいいという人は、誰もいないと思うのですけれども、幸いなことに、何とかまだ端っこにいるということでもって、まず基本ポートフォリオの検証については、今、言った事務局案でいいということで、いかがでしょうか。年金部会のごことは、この後、別途お話ししますが、よろしいでしょうか。最後のところは、次回、全部データが上がってきたところでもって、まとめさせていただくということで、そのようにさせていただきたいと思います。

先ほどから言っていますが、菅家委員から御提案がありました、年金部会の報告について、今まで菅家委員が何回もおっしゃっていましたので、趣旨はわかったと思いますが、改めてどういう形にするのかとか、我々はその任にあるのかどうかも含めて、率直な意見を、菅家委員以外の方からいただきたいと思います。

どうぞ。

○大野委員 私は運用委員会に入っていますので、ずっと入ってきますけれども、国民とか、第三者的な目で見ると、菅家委員のご意見は良くわかります。確かに今のポートフォリオはオーケーだ、これでやりましょう、これは全く納得できるのですが、その前提となっている経済情勢はどうかという、その分析というのは、恐らく運用委員会の役割ではない。そうすると、部会なのか、あるいは部会の下に経済前提と積立金運用と2つあって、御意見を伺うこともありなのかなと思います。こういう検証ができましたという御報

告を、逆に運用委員会からそこにフィードバックするようなことをやっても良いのではないかと感じております。

○米澤委員長 それはフォーマルにですか。

○大野委員 こういう検証ができましたという、報告です。国民の方々の目線から、この経済情勢は本当にそうなるのかみたいところが、どうしてもあります。

○武田委員 基本ポートフォリオの検証結果の公表後にでしょうか。

○大野委員 望ましいのは、前のほうだと思いますが。

●三谷理事長 専門委員会というのは、今はないと思います。

○大野委員 もうないのですか。

●三谷理事長 解散してしまいました。

●水野理事 年金部会しかないです。

○菅家委員 あれは年金部会のもとに設置された専門委員会です。

●厚生労働省宮崎大臣官房参事官 フォーカスされているところが、それぞれ違うのかと思います。財政検証を行った経済前提が大分変わってきたので、もう一度、次の財政検証を待たずに、財政検証をすべきだという御意見であるとすれば、そういう御意見が出ましたということは伝えますけれども、年金の財政検証の大きな枠組みでいいますと、AからHというかなり幅の広い経済前提を立ててやっていて、先ほど議論に出ましたが、GとHの間で、今、推移していますから、大きな幅の中には入っていますし、また、100年というかなり長期の推計を立てておりますので、ここ1年、2年が変わったことで、年金の財政検証が大きく変わる状況ではないものですから、今、年金局内で前倒しをして、財政検証を行わなければいけないという議論はありませんし、恐らくそういう性格のものではないのだろうと思っています。財政検証を前倒してやり直すべきだという御意見であるとすれば、そういう状況ではない、そもそもそういう仕組みではないと思っています。

次の財政検証は、26年の5年後ですから、31年にやりますので、30年ぐらいから議論が始まりますので、そういう意味では、5年でやっていくという仕組みの中で、それを前倒しする必要はないというのが、今の状況です。ただ、基本ポートフォリオをつくるに当たっての経済前提のいろんな制約があるというのは、ここの運用委員会の議論としてはあると思いますし、そこをどうするかというのは、課題だと思います。

○菅家委員 宮崎さんと私の意見の違いは分かっているのですけれども、私は見直すべきだと思っていますし、見直さなくてもいいと思っていらっしゃるというのは、わかっているのですが、ただ、前提となる諸条件については、年金部会で設定したという責任があるわけですから、我々のこの間の基本ポートの検証の議論を、年金部会にきちんとお返ししたほうが良いのではないかとこのことを言っているのです。

○米澤委員長 私の理解だと、直前にやった検証において、これだけ変わっているのだから、今のポートフォリオではとてもできません。

○菅家委員 それは、我々は判断できません。

○米澤委員長 今、ポートフォリオで判断いただいたわけですが。だめだとなった場合には、我々からボールを投げ返す必要はあるけれども、そこが特に問題ない場合、運用委員会から年金部会に物を申すというのは、ちょっと筋が違うのではないかと考えています。

○菅家委員 物を申すというか、先ほど大野委員がおっしゃったことに、私は突っ込んだのです。

○大野委員 微妙にニュアンスが違うけれども、要するにこういう検証ができましたという御報告をするというイメージなのです。こういう経済情勢の中で、運用委員会で検討した結果、今ははまっていますということです。

○菅家委員 それでいいと思います。

○大野委員 そうなのかという感じがします。

○米澤委員長 苦労してやりましたということですか。

○菅家委員 こういう作業を行って、こういう結論になりましたでもいいのですけれどもね。

○大野委員 それで見直せということは一切思っていないし、言ってもないし、これは長期の話です。

●厚生労働省宮崎大臣官房参事官 審議ということではなくて、GPIFの毎年の検証としてこういうことをやっていて、こういうことでしたという、事後的な報告みたいな形でされるというのは、あると思います。今度、GPIFが年金部会に資料を出すタイミングがあれば、そのときに、こういうものもあわせて出していくべきだということであれば、年金部会を運営するほうに、そういう御意見があったと伝えます。

○米澤委員長 運用委員会としても、皆さん方、大分トーンが違うというか、感触が違うので、運用委員会から何とかしようというつもりは、今ところ、私には全くないのだけれども、ただ、少なくとも、何人かから、そういう意見が出ているのも事実なので、宮崎さん、こういう意見が出ていますということ、次回の4月15日ぐらいまでに、年金局としてどういうことができるのか、できないのか、整理していただいて、レスポンスしていただくといいと思います。

●厚生労働省宮崎大臣官房参事官 わかりました。ここでの議論は、局内では共有していますし、きょうのお話の中で、菅家委員と大野委員からお話があったということも、当然共有させていただきます。それを受けて、どういう対応が考えられるのか、次回、御報告させていただきます。

○米澤委員長 お願いします。

○大野委員 特に私が気にしているのは、運用委員会は、こういう経済前提の中でやっているわけであって、ただ、一般の目から見ると、そういう経済前提を是認しながらやっているという誤解があります。要はこういう制約の中で、我々は議論して、物事を判断しているわけでありまして、制約事項に関して、我々はその範囲のなかで検証をしているわけです。そのところは、国民の皆様に理解していただく必要があると思います。運用委員

会の責任と権限の範囲を御理解いただくということです。

○米澤委員長 よろしいでしょうか。

それでは、前段の基本ポートの検証に関しては、皆さん方、承認していただいたということで、追加の作業を続けてくださいということで、お願いしたいと思います。

次に、報告事項として、専門人材等の確保に係る進捗状況について、委員限り5、事務局から説明をお願いしたいと思います。

●藤原理事 それでは、私から御説明させていただきます。

委員限り5の横長の資料をごらんいただきたいと思います。

以前も本運用委員会場で、専門人材の強化・育成に関しまして、御報告を差し上げたことがございますが、進捗状況ということで、本日も御報告をさせていただきます。

お手元の資料は、27年度の職員の採用状況と、28年度、今、考えている計画等について、簡単にまとめたものでございます。

表の一番左の欄は、募集をかける職務の分野、1つ右にずれまして、具体的にどういう形の職員を募集するか、続いて右に移りまして、27年度どのような募集をし、採用がどのようになり、28年度どのように考えているか、こういうふう構成をしております。

ごらんいただきますと、27年度におきましての募集でございますけれども、委託資産の管理運用に係る担当職員ですとか、スチュワードシップコードの担当職員などにつきまして、それぞれ募集を行いまして、結果、採用の欄でございますけれども、運用専門職員につきましては7名となっております。ただ、この7名の中には、正規職員から転換したという方が1人入っております。専門職員7名、正規職員でいきますと6名、合計13名の採用を行ったところでございます。

ただ、27年度の募集の中で、13名の採用者以外にも、まだ書類選考ですとか、面接途中の方が若干名おるということを申し上げたいと思います。

運用専門職員の7名につきましては、上からまいりますけれども、スチュワードシップコード担当職員で1名、プライベートエクイティ担当職員で2名、不動産の担当職員で1名、運用リスク管理担当職員で1名、それから、市場分析・資産配分の担当の職員で2名の採用となっております。

正規職員6名につきましては、委託資産の管理運用に係る担当職員1名、システムの開発担当職員で2名、セキュリティー担当職員1名、法務の担当職員で1名となっております。この職員は、国内外の弁護士資格を持っている者でございますが、法務の担当職員を1名採用しておりますのと、法人の業務全般担当職員で1名となっております。

一番右の段が、28年度どの分野について専門職員・正規職員の募集をかけていくかということ、簡単に掲げさせていただいております。現時点での募集予定職種ということで、御理解いただければと思います。

簡単でございますが、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。

そういうことで、よろしいですね。ありがとうございました。

まだあります。報告事項として、リスク管理状況の報告でございます。委員限り6、リスク管理状況等の報告、これは2月の分です。事務局からお願いしたいと思います。

●五十里企画部長 時間もありませんので、簡単にポイントだけ説明をさせていただきます。

2月はマーケットが非常に厳しい状況でございました。株価も下がったり、円高に進んだりということで、1ページをごらんいただきますと、リスク性資産の乖離、中心線からの乖離があって、結構拡大をしたということでございまして、国内株式だと3.72、外国株式だと3.48。それに対しまして、国内債券の割合が40%を超えたということで、そういう状況というのが、2月の状況でございました。あと、見ていただきたいのが、8ページでございまして、SVのボラティリティーのモニタリングのところ、一番右のところをごらんいただきますと、前回1月までのところで、大体40%ぐらいのところまで上がりましたということ、一言だけ申し上げたと思うのですが、2月は1回70%ぐらいのところまで上がって、その後、月末にかけてまた落ちたということで、一瞬上がったのですけれども、下がってきたということで、一過性のものだったということなのですけれども、いずれにしても、ボラティリティーの高い状態が一時期あったというのが2月の状況でございました。あとは、ごらんいただければと思いますので、終わらせていただきます。

○米澤委員長 次回当たり、これは最初にしていただいて、これは極めて大事なので、私のタイムキーピングが悪いだけの話なので、次回は前のほうでやっていただきましょう。

そういうことで、極めて注意しなければいけない事態が起きているということです。いろいろあろうかと思いますが、よろしいですね。

本日、予定していた議事を終了したいと思います。

事務局から連絡事項がありましたら、お願いしたいと思います。

●三石審議役 冒頭、申し上げましたように、委員限り5、専門人材等の確保に係る進捗状況等については、回収を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、お願いをいたします。随行の皆様も、同様をお願いをいたします。

次回、第105回運用委員会につきましては、4月15日金曜日10時から、当法人の大会議室で開催いたしますので、よろしくお願いたします。

以上です。

○米澤委員長 どうも御苦勞様でした。