

第 49 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 23 年 6 月 20 日 (月) 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:・植田委員長 ・宇野委員長代理 ・稲葉委員 ・臼杵委員 ・小幡委員
・草野委員 ・佐藤委員 ・能見委員 ・村上委員 ・山崎委員
4. 議 事
 - (1) 平成 22 事業年度 財務諸表(案)について
 - (2) 平成 22 年度 業務概況書 (案) について
 - (3) 平成 22 年度 業務実績評価シート (案) について
 - (4) その他

●大江審議役 それでは、ただいまから、第 49 回運用委員会を開会いたします。

まず、委員の出欠でございますが、全員御出席いただいております。御出席いただいた委員の皆様が過半数を超えておりますので、会議は成立しておりますことをまず御報告申し上げます。

続きまして資料の確認でございますが、お手元、議事次第、座席図のほか、委員限り

1、「平成 22 事業年度 財務諸表等 (案)

委員限り 2、「平成 22 年度 業務概況書 (案)」

委員限り 3、「平成 22 年度 年金積立金管理運用独立行政法人 業務実績評価シート (案)」

委員限り資料 3 参考資料 「平成 22 年度 業務実績評価シートに関する自己評価について (案)」

委員限り 4-1、「国内債券運用の見直しについて (論点整理 その 2)」

委員限り 4-2、「国内債券運用の見直しについて (追加資料)」

委員限り 4-3、「国内債券運用の見直しについて (前回資料)」

委員限り 4-4、「管理運用方針 (案) 新旧対照表」

委員限り 5、「リバランスの検討及び実施について」

委員限り 6、「リスク管理状況等の報告 (平成 23 年 3 月～4 月)」

いかがでございましょうか、お手元でございますでしょうか。

また、今回、資料が大変分量多くなっておりますので、運用委員会終了後に机の上に置いていただければ、後ほど御指定の送付先に郵送させていただくことができますので、お申し付けいただければと思います。

以上でございます。

それでは、以後の進行につきましては、委員長にお願いをいたします。

○植田委員長 それでは、議題 1、「平成 22 事業年度 財務諸表等（案）について」、議題 2、「平成 22 年度業務概況書（案）について」、御説明をお願いします。

●高野管理部長 管理部長でございます。お手元資料の委員限り 1、「平成 22 事業年度財務諸表等（案）について」、御説明いたします。

初めに決算数値の概要を御説明いたします。時間の関係もございますので、決算の状況を簡潔に示す目的で作成しております事業報告書に沿って説明いたします。69 ページをおあげください。69 ページの真ん中あたりに「(2) 平成 22 年度の事業実績の概況」といったところがございますが、平成 22 年度期末の運用資産額は年金特別会計に寄託金 6 兆 4,505 億円を償還したこと等により 116 兆 3,170 億円、総資産額は 116 兆 3,185 億円となりました。このうち市場運用分は 98 兆 1,103 億円、厚生労働大臣の指示に従い引き受けた財投債は 18 兆 2,067 億円となりました。

また、平成 22 年度の運用実績は、欧州の一部諸国の財政問題や米国の金融緩和に伴う円高の影響及び平成 23 年 3 月に発生した東日本大震災の影響等から 2,999 億円のマイナスとなり、資産運用業務費等の経常費用を加えた当期総損失は 3,281 億円となりました。

なお、平成 22 年度においては、平成 21 年度の運用実績に基づき、2,503 億円を年金特別会計に納付しております。

これらの結果、利益剰余金は平成 21 年度末の 1 兆 2,773 億円から 5,784 億円減少し 6,989 億円となっております。

次に 74 ページをお開きください。74 ページの真ん中、ここは「財務諸表（1）財務諸表の概況（法人単位）」というのがございます。損益計算書、貸借対照表における数値を簡潔にまとめておりますので、これも読み上げさせていただきます。

経常収益でございますけれども、平成 22 年度の経常収益は△2,997 億円となり、前年度比 9 兆 4,851 億円減となっております。これは市場環境の悪化により資産運用損失として 2,999 億円を計上したことが主な要因でございます。

次に経常費用でございますけれども、平成 22 年度の費用は 283 億円と前年度比 71 億円の減少となっております。これは 22 年度に償還が終了しました財政融資資金借入金にかかる借入金利息の減少 57 億円及び管理運用委託手数料の減少による運用諸費の減少 12 億円が主な原因となっております。

この結果、当期総損失としては、3,281 億円となりまして、前年度の当期総利益 9 兆 1,500 億円と比べまして 9 兆 4,781 億円減となっております。

それから、資産の部でございますけれども、繰り返しになりますが、平成 22 年度末現在の資産合計は 116 兆 3,185 億円、前年度に比べまして 6 兆 5,258 億円の減少となっております。これは運用寄託金の償還 6 兆 4,505 億円、財政融資資金からの借入金の返

済 1,521 億円、また資産運用損失 2,999 億円等による減少があったことが主な要因となつてございます。

数値に関わる説明は以上でございまして、次に重要な会計方針について主要なところだけをかいつまんで申し上げます。8 ページにお戻りいただけますでしょうか。

8 ページの一番最初に、「1. 重要な会計方針」で「(1)『金銭等の信託』の評価基準及び評価方法」の項目がございまして、これは私どもの資産の中で大宗を占めております運用資産が金銭等の信託として表示しているといったところでございまして、金融商品会計基準に従いまして、いわゆる市場運用部分につきましては売買目的有価証券として、①記載のとおり時価法によって評価してございます。

また、引き受けました財投債は、②満期保有目的債券として償却原価法（定額法）によって評価しているということでございまして、これは従前同様でございまして。

その他、重要な会計方針は基本的には前年度同様でございましてけれども、9 ページの(8)、上のほうでございまして、「改定後の独立行政法人会計基準の適用」の項目、これは独立行政法人会計基準が平成 22 年 10 月 25 日に改訂されておりますことから、この注記になってございまして。改訂の骨子は、資産除去債務に関わる会計基準が新たに独法会計基準に取り込まれたこと。それから、不要財産の処分に伴う国庫納付に関わる会計処理の手続が新たに加わったといったところでございましてけれども、当法人におきましては、この点に関して特段の影響は受けてございません。

それから、表紙のところを見ていただくと、私どもの財務諸表は、厚生年金勘定、国民年金勘定、総合勘定の下に承継資金運用勘定というものがございまして。この承継資金運用勘定でございましてけれども、これは従来、財政融資資金借入金を運用していた勘定でございまして、この 3 月末までに借入金を全て返済しております結果、承継資金運用業務は終了しているといった状況になってございまして。私どもの法人法附則によりまして、この業務を終えたときは勘定を廃止するといったことになってございまして、廃止の際に必要な事項が、今後、厚生労働大臣が財務大臣に協議して定めるということになってございまして、私どもとしましては、その協議の結果を踏まえて会計処理を行う、こういう予定にしてございまして。

最後に、この財務諸表等（案）の取扱いでございまして。この表紙の下の方には、監事の意見と会計監査人の意見が記載されておりますが、ページ数を記載してございません。会計監査人からは、6 月 17 日に監査報告書を頂戴してございまして、これは一番最後のページを御覧いただきますと、「独立監査人の監査報告書」が付いてございまして。下の方に監査の結果の意見表明がなされてございまして、いわゆる無限定適正意見というものを 6 月 17 日に頂戴いたしました。

この監査法人につきましては、従来、新日本監査法人が、平成 18 年～21 年度まで担当していただいたのですが、先般、会計監査人を企画競争という手続を経て選定した結果、厚生労働大臣から「あずさ監査法人」を選任されましたので、当事業年度か

ら会計監査人が変更しております。

それから、監事の意見がまだ付いてございませんが、監事の方は現在決算監査の最中でございます。最終的には独立行政法人通則法に従いまして、私どもはこの決算終了後、3か月以内に財務諸表等を主務大臣に提出して、その承認を仰ぐといったところになってございます。今後、監事からの監査報告書を受領の後、所要の手続を経まして、今月末までには厚生労働大臣に承認方の提出予定というところでございます。

昨年は独立行政法人評価委員会の意見を聞かれておりますので、これが8月位に予定されております。厚生労働大臣の承認は恐らく9月以降になるものと予想しております。

私からの説明は以上でございます。

- 大江審議役 続きまして、私から「平成22年度 業務概況書（案）」を御説明申し上げます。色刷りの横長の資料でございます。

まず表紙の左上を御覧いただきますと、「取扱注意」とございますが、これは昨年同様でございます。6月末を目途に今のところ公表予定ということで作業を進めておりますので、どうかそれまでの間は取扱注意をお願いをしたいと存じます。

ページ少しめくっていただきまして3ページのところでございます。数字編のところ、「運用状況の概要」を御覧いただきたいと思っております。「22年度の全体の収益率は、-0.25%となりました」と書かせていただいております。

1枚おめくりいただきますと、額ベースで申し上げますと、4ページ目が-2,999億円ということでございます。ちなみに新聞報道等でR&I社が企業年金について調べているところでは、私どもの収益率で-0.25%というところが、-0.6%ぐらいという数字も出ていたところございまして、私ども債券のウェイトが大きいというところで、そういう中でもマイナス差は比較的小さかったということが言えようかと思っております。

5ページ目、「運用資産額・構成割合」、基本的な数字の3点目としては、平成23年3月末の残高、私ども通常「120兆、120兆」と言っておりますが、キャッシュ・アウト等もございましたので116兆3,000億円余となっております。

それから、飛びまして、15ページでございます。14、15ページに超過収益率の状況、資産毎、アルファを載せております。これを見ていただきますと、パッシブ、アクティブはございますが、トータルで見ますと、国内債券が超過収益率0.14%、国内株0.19%、外国債券0.32%、外国株式が-0.08%。私どもといたしまして、プラスマイナス0.1%程度、これはパッシブでも振れる幅でございますので、ベンチマーク並みの収益率を確保できたと考えております。そういう意味では国内債券、国内株式、外国債券はベンチマークを超えるプラスを確保でき、外国株式もベンチマーク並みの収益率を確保しているといえるかと思っております。

それから、飛びまして20ページのところでございます。「資金回収の状況等」、運用委員会の場でも御報告したものを対外的にも毎月のデータとして回収状況を公表させていただきます。

それから、飛びまして 22 ページ、「コラム:短期的なリスクに着目したポートフォリオ管理」ということで、昨年はこのコラムの中で、いわゆる短期的リスクの GARCH モデルを説明しておりましたが、今年はギリシャの問題、東日本大震災ではこの運用委員会でも SV(ストカスティック・ボラティリティ)モデルというものを御報告させていただいていましたが、そういったものを使ってしっかり短期的なリスクをモニターしていますことを、今回追加をさせていただいております。

それから、28 ページ、29 ページを御覧いただければと思います。これは昨年度、一体何をどうやったのかということの中に書かせていただいているものですが、昨年度は、株式、外国債券パッシブ運用の見直しをして、それからエマージングの選定開始、公募をしたということがございました。今回、29 ページに「運用機関の選定プロセス」を運用委員会でも御報告させていただいておりますが、特にこういうものをしっかり透明性確保のために説明しなければならないということで、こういった 29 ページのような図を追加させていただいております。

それから、最後になりますが、32 ページ、33 ページのあたりになります。32 ページのところでは、「手数料コストの効率化」について書かせていただいております。昨年度は 21、22 年度に比べますと、12 億円ほど減少し 246 億円、手数料率にして 0.02% (2 ベーシス程度)になっておりますが、これは運用資産の減少というのもありますし、あとはパッシブの見直しの際に、手数料率が下がったということで 12 億円減少したというふうに書かせていただいております。

最後、33 ページに「東日本大震災の発生に伴う危機管理について」、運用委員会にも御報告を申し上げましたが、11 日発災後、私どもとしては臨時経営管理会議を開催し、随時状況を把握し、運用機関、あるいは資産管理機関の状況把握に努め、3 月の前年度最後の運用委員会で、あるいは今年度に入っても引き続き運用委員会で御報告申し上げておまして、運用委員会でも御議論いただいております。このあたりを東日本大震災対応ということで、今回特に昨年度私どもがとった対応として書かせていただいております。

それから、もう一点、「年金積立金の運用について」の別冊資料でございます。これにつきましては、昨年度内閣府の方で行った年金積立金運用に関する世論調査の結果でございます。その中でも、私どもの運用についてよくご存じの方の割合が少なかったということもありましたので、一般向けにつくったものでございます。めくっていただいで 1 ページ目が「年金積立金の運用」、何のためにやっているのか。2 ページ目が長期的な時間分散の資料、3 ページ目、4 ページ目が「安全かつ効率的な運用」ということで、リスク・リターンのトレードオフ、4 ページ目の「分散投資」、最後に「基本ポートフォリオ」で、国内債券を中心に安全かつ効率的な運用を行っていますということを書かせていただいております。

いずれにしても、これは第 1 回目として、こういった一般向けをつくらせていただき

ましたので、今後また知恵を出しながらいろんな御意見も踏まえながら、また改良は加えていきたいと思っております。その第一弾でございます。

業務概況書の説明としては以上でございます。

○植田委員長 それでは御質問等ございましたら、お願いします。

○山崎委員 運用している残高と総資産との差額が若干ありましたが、固定資産とか、ですか。たしか 15 億円ぐらいギャップがありました。

●高野管理部長 はい。システムや若干の固定資産がございます。

○植田委員長 よろしゅうございますか。

それでは、次の議題に移りたいと思います。「平成 22 年度 業務実績評価シート（案）について」、これについて、委員限り資料 3、その参考資料に基づいて御説明をお願いします。

●大江審議役 資料としては、委員限り 3 と、その後ろに縦長 1 枚紙で参考資料、S、A、B、C が入った表がございます。

まず、「平成 22 年度 業務実績評価シートに関する自己評価について(案)」という縦長の 1 枚紙でアウトラインを御説明したいと思います。

この業務実績評価シートの使い方でございますが、毎年 1 回例年 7、8 月頃に独立行政法人の評価委員会、厚労省の中にある委員会で、私どもがこれのヒアリングを受けて、そこで評価をいただきます。今年の場合、8 月にその委員会を予定しておりますが、そこにお出しをする資料がこの資料でございます。

このマトリックス表で見ますと、評価項目が 1～12 というのが括弧書きの中に書いてありますが、この 12 項目の中で自己評価、私どもが委員会にお示しする自分の評価の案をここに書かせていただいております、「大変優れている」S:3、「優れている」A:9、「普通」、つまり目標は達成できたというのが B:0 ということで、例年どおり、いくつか「S」評価、高い評価を提案させていただいております。

その項目が第 1 の 5.【評価項目 7】というところでございます。「年金給付のための流動性の確保」、これがキャッシュ・アウトを非常にうまくできたというようなこと。

【評価項目 10】、第 3 の 1 でございますが、「効率的な業務運営体制の確立」、これは組織体制の見直しをやったということ。

それから、【評価項目 11】、「業務運営の効率化に伴う経費節減」、特に運用手数料、パッシブについて昨年度削減することができたという、この三つの項目につきまして、「S」評価とさせていただきたいと思っております。

従いまして、本日はこの横長、「暫定版」という分厚い、委員限り 3 の資料の中で、この三つの点に関して補足的に説明をさせていただければと思います。

資料としては、この横長「暫定版」の 35 ページをお開きいただきたいと思います。

ここは自己評価を書くポイントでございます。真ん中の欄のところの上に「自己評価 S」と書いてございます。その(理由及び特記事項)のところの 3 段落目あたりから

かいつまんで御説明いたしますと、昨年度(22年度)における資産売却は4兆8,000億円であり、これまで法人としても経験したことがない巨額なものとなった。しかしながらキャッシュ・アウトのための組織体制の整備を行い、必要な機能強化を図る。市場価格形成等に配慮した様々な措置を講ずる。こういったことで、円滑かつ確実に資産売却をできたということでございます。

具体的な内容としては、【円滑な資産の売却等】のところに書かせていただいておりますが、「・」の一つ目に書かせていただいたのは、企画部の中に資金業務課という資金回収・配分の専門部署をつくっております。その中でプランニングをかなり精緻化して、できるだけマーケットに影響を与えないようなやり方を工夫しました。

二つ目の「・」でございますが、これは調査室の体制強化、増員でございますが、これは資産売却、キャッシュ・アウトもそうでございますが、マーケット状況の把握が非常に重要な要素になってきておりますので、この調査室で市場動向の把握や分析を行う、こういった要員強化を図ったものでございます。

それから三つ目でございますが、この結果、市場の価格形成等に配慮をしつつ、給付のための4兆8,000億円もの資産を市場で売却し、市場に特段の影響を与えることなく、円滑かつ確実な資金確保を行うことができたということ「S」の要素として書かせていただいております。これが第1点目でございます。

第2点目の体制のところは、52～53ページでございます。52ページのところで、同じく自己評価「S」と付けていまして、下段の【業務の実情に即した組織再編及び人員配置の見直し】ということを書かせていただいております。昨年7月20日に、特別会計へのキャッシュ・アウト対応等の機能強化のためということで、先ほど申し上げた資金業務課の新設、調査室の体制強化、運用部内の課の再編を行うとともに、管理部門につきましては、大幅な人員体制の縮小を行いました。その結果、資金業務課の新設、調査室の要員強化を図ったということでございます。そういったことで、組織再編を第2期中期目標期間早々に実施することができたということでございます。

具体的な課の中身につきましては、53ページに資金業務課の新設、調査室の人員増、管理部門の人員削減の内容を書かせていただいておりますので、また御覧いただければと思います。

最後3点目、業務面の効率化に伴う経費節減、【評価項目11】として、60ページを御覧いただきたいと思っております。

項目の三つ目、【管理運用委託手数料の水準】、これも真ん中の欄でございます。これを見ていただきますと、一つ目の「・」でございますが、外国債券パッシブ、外国株式パッシブの選定時に手数料の節減を図っております。そういったことで、実績としては3.8億円ほどの節減になっております。ただ、実際の選定の運用委員会でも御説明したとおり、単年度の削減実績は、年度途中で手数料を見直したもので、3.8億円ほどでございますが、いわゆる平年度ベースで見ますと、6割の節減、額としてはもともとそちら

にあります見直し前で、両方合せて 18 億円ほどでしたので、11 億円ほど節減できたということで、節減率からすると、両方ともそれぞれ 6 割程度ということで、これを「S」評価の根拠に独法評価委員会には御提出をしたいと思っています。

説明としては、以上でございます。

○植田委員長 御質問等いかがでしょうか。

○草野委員 去年はどういう評価でしたか。

●大江審議役 去年もたしか二つか、三つほど「S」と自己評価しましたが、ただ、独法評価委員会からは大変厳しく評価していただきまして、それが全て「A」評価になったということで、「S」はございませんでした。今年も御理解いただけるようにしっかり御説明はしたいと思っていますが。

○草野委員 「B」が一つぐらいなかったですか。

●大江審議役 それは財投債の管理についてでございました。実は 2 期中期計画になりまして、項目立てが変わりました。前回 20 項目ぐらいあった評価項目が 12 に整理をされておりまして、財投債単独の部分は「B」でしたけれども、その他は「A」でございました。

○植田委員長 よろしいですか。

それでは、引き続き、「国内債券運用の見直し」について、資料は委員限り 4-1 から 4-4」に基づいて御説明をお願いします。

●大江審議役 それでは、資料が 4-1～4-4 ということで、クリップを外していただければと存じます。まず資料 4-1 から御説明をいたします。

資料 4-1 は、「国内債券運用の見直しについて（論点整理その 2）」ということで、前回に引き続き、国内債券運用の見直しの論点を整理したものでございます。その一つが「キャッシュアウト専用ファンド」、2 が「市場運用分のマネジャー・ストラクチャー」ということでございますが、まず 1 の「キャッシュアウト専用ファンド」でございます。これにつきましては、前回の運用委員会での御議論では、専用ファンドの設置については概ね了承というような方向性が一致をし、一部ベンチマークについて議論が残っているということで、今回はベンチマークも含めてもう一回、さらに議論することを整理してはどうかというお話がございましたので、論点を再度整理しております。

「(1) 設置の趣旨」でございますが、前回、資料を出したものをまとめておりますが、20 年度以降、ニューマネーがなくなりましてキャッシュアウトが始まる中、財投債の償還金・利金を有効に活用してこれまでやってきております。ただ、一方で財投債の残高は減少を続けておりまして、国内債券等を市場で売却し、資金の確保を図る必要性が高まってきておりますので、当法人の市場での売却がマーケットに影響しないように工夫しながら今後のキャッシュアウトに対応するため、専用ファンドを設置するというものでございます。

「(2) 規模」でございます。規模についても前回いろいろ御議論ありましたが、以

下の点を考慮して、まずは10兆円程度の規模といたしたいと思っております。それで、今後のキャッシュアウト額など、今後のいろんな機会を見通しますと、ファンドの規模に変動を与える要素が出てまいります。キャッシュアウト額の見通し等、「等」といいますのは、アクティブを見直すときにアクティブファンドの解約等で、その受け皿になるかどうかというお話でございまして、そういったものを踏まえ、必要に応じ追加をするものでございます。

「・」の一つ目でございますが、財投債の残高は、17年度末に約31兆円に達した後、減少に転じておりまして、22年度末は18兆円となり、ピーク時から10兆円以上減少しております。

2期中期計画期間（26年度末まで）で考えると、大体10兆円の専用ファンドを設置すると、この期間、毎年度1兆円程度の償還金・利金が確保できます。

一方、26年度までの財投債の償還金・利金、今年度は5兆円というようなことを前回御報告したとおりですが、来年度から3兆円程度にまた縮小いたしますので、両方合わせて4兆円ぐらい確保できるのかなと、そういう趣旨でございます。

2ページ、「(3) ファンドの内容」でございます。ファンドの内容としては、国内債券ファンドのうち、総合パッシブファンドを中心に、年限又は種別を限定せず、いわゆる「輪切り」で、キャッシュアウト専用ファンドへ現物移管する。したがって、専用ファンドに移管する形そのものがパッシブファンドの形となっております。

二つ目、そういった債券は、原則として満期まで保有し、償還金と利金をキャッシュアウト等に活用するというものでございます。

次「(4) ベンチマーク」でございます。これは前回いろいろ御議論があったところでございます。結論から申し上げますと、保有する債券を満期まで保有して償還金をキャッシュアウト等に活用すると、こういう専用ファンドの特徴がございますので、ベンチマークについては、専用ファンドを設定したとき、まさに上に書いておりますが、パッシブを中心に、移管をしたときに実際に保有する銘柄、これを満期まで保有することを前提にいたしまして、ベンチマーク・ベンダーが作成する、ベンチマーク・ベンダーの時価を使うこととなりますが、それが作成するカスタマイズド・ベンチマークをベンチマークとするというものでございます。

従いまして、前回は移した時点でNOMURA-BPI、5,500程の銘柄を満期まで持つという提案をしておりましたが、今回は専用ファンドに実際に移管する銘柄を特定いたしまして、そこからカスタマイズド・ベンチマークを計算するというふうに提案を修正させていただいております。

なお、この場合に、国内債券全体を評価する評価ベンチマークにつきまして、現在はNOMURA-BPI 総合インデックスを評価ベンチマークにしておりまして、今回はこのカスタマイズド・ベンチマークを使います専用ファンド、これは一般のBPIで運用している部分とは異なるファンド構成に、特に時間がたつと変わっていきますので、やり方と

してはエマージングのときに議論させていただいたのと同じように、いわゆる複数のベンチマークを残高で加重平均した複合ベンチマークを「評価ベンチマーク」とするというものでございます。

なお、この場合に、カスタマイズド・ベンチマークと NOMURA-BPI 国債と NOMURA-BPI 総合と三つ書かせていただいております。国債ベンチマークというのは、平成 19 年度に始まりました国債のみで運用するパッシブファンドのベンチマークのことでございます。これにつきましては、現在は総合ベンチマークの中で一体的にやっておりますが、単年度で見ますと、前回の資料にも付いておりますように、リーマンやサブプライムのよう、特にクレジットで動きがあった場合に、どうしてもファンドのベンチマークと評価ベンチマークの違いにより資産全体に損益が生じ、ここにどうしても影響が出てまいります。私どもには資産毎にアルファを確保するようという大きな目標がございませぬので、そういった目標に合うようなベンチマークとして今回この三つを複合化させていただくということで、ここには書かせていただいております。

それから、「2. 市場運用分のマネジャー・ストラクチャーでございます。これは資料委員限り 4-2 を御覧いただければと思います。追加資料ということで、「アクティブ運用の状況（過去 5 年間）」というものでございます。右下の【パフォーマンス要因分析】というのを御覧いただきますと、表で生数字ですが、ファンドベンチマークのリターン、その下が差分で超過リターンでございます。これを見ていただきますと、18 年度が 0.06% ですが、その後はかなり変動が激しくなっております、19 年度サブプライムの年でしたが、-0.47%、20 年度リーマンの年で -0.59%、それからリーマンからの回復局面ということで、21 年度が 0.46%、22 年度が 0.33% ございました。

戦略別の内訳、戦略毎に分析したものが次の表でございますが、大きくは「金利戦略」と「クレジット戦略」がございませぬ。金利戦略の中もインカムと、特にアクティブに動かししている部分はデュレーションとかイールドカーブの部分になりますが、これを御覧いただくと分かりますように、当然この間、金利変動があまりなかったということもあるのですが、運用機関としては特にデュレーションとかイールドカーブは大きく何かベットしてここでとることはしておりませぬ。結果もそれほどないということで、実は超過リターンのほとんど 9 割以上がクレジット戦略に基づくものでございます。その中でも、キャピタルが、特にインカムも動きがありますが、キャピタルの動きが非常に大きくなってきておりまして、19 年度、特に 20 年度は 0.8% まで、21 年度、22 年度はプラスをとってきていると。結局これで何が起きているかといいますと、左側の図で事業債のウェイト幅と対国債スプレッドというもので、薄い灰色での折れ線グラフの分、ここが事業債の対ベンチマークオーバーウェイト幅でございます。これはもちろんアクティブファンド全体でございますが、これを見ていただきますと、リーマンの年、サブプライムの年に若干の変動はありますが、基本的に 10% ほどのオーバーウェイトがプラスマイナス数% 動いているだけでございまして、何か大きく、例えばこれをアンダーウェ

イトにするとか、大きくオーバーウェイト幅を減らすということは、現実にはなかなか社債等を買うことはできても売ることがなかなか難しいというようなこともございます。私どもの資産規模は、前回見ていただいたように、アクティブでも1兆円平均ぐらいでございますので、なかなか1兆円という規模でそういう大量の社債の売り買いというのが簡単ではないということがこの分析から言えるのかなということでございます。

そういったものを踏まえまして、先ほどの委員限り4-1、本編の資料の2ページに戻っていただければと存じます。

ここで「市場運用分のマネジャー・ストラクチャー」、四つほど書かせていただいています。まず「(1) アクティブファンドの運用戦略について、どのように考えるか」。今、過去の私どもの運用機関のデータを基に分析をしておりますが、こういった戦略をどういったように分析・評価して認識するのかということ、こういったものを踏まえて、今回の見直しに伴って、アクティブファンドの戦略についてどのように考えたらいのかということでございます。

「(2) アクティブファンドの運用規模と、ファンド数について、どのように考えるか」ということでございますが、先ほど申し上げたように、何かセクターを増やしたり、減らしたり、あるいは銘柄を入れ替えるということになりますと、恐らく規模が大きくてはできないだろう。小さな規模でないとなかなかやりにくいのかなと。ただ、もちろん金利戦略みたいなものは、国債は現物でも流動性がありますので、動かせると思うのですが、特にクレジット戦略というあたりで、規模は少し問題になってくると認識しております。

それから、数ということでは、当然応募のあった運用機関、その中からセレクトしていくこととなりますが、正直申し上げまして、これまでの経験では、最近マネジャーの選定を行ったエマージングのように、なかなか私どもが日頃知り得ないような運用機関が、例えば外国資産の場合だと応募してくる可能性がございますが、国内資産、特に国内債券ですと、大体ある程度見えてきている部分もございます。したがって、それ程多くは出てこないのかもしれないと認識しております。

そういった中で、「(3) アクティブ運用とパッシブ運用の割合について、どのように考えるか」。現在のパッシブ運用が大体8割でアクティブ運用が2割、それぞれ50兆円、10兆円というような資金規模になりますけれども、私どもパッシブ中心という国から与えられている目標からもパッシブ重視が達成されていると思います。さらにアクティブ比率が何%が適切なのかということについては、いわゆるトップダウンで決まってくるかといいますと、実際採用に足る運用機関があるのかどうかというところがかなり重要になってくると思っておりますので、(1) や (2) につきましても運用機関の選定の結果で決まってくるのかなというのが(3) でございます。

最後に「(4) パッシブファンドについて、どのような点に留意すべきか」ということで、これはそもそもパッシブファンドから10兆円をキャッシュアウト専用ファンド

に移管しますので、50兆円のパッシブファンドが40兆円位に減ることになります。そういう中で、さらに能力とか手数料について評価した上で規模、数についても、実際に応募の状況を見ながら、外国資産のパッシブも最終的には応募の状況を見ながら御議論いただいて決めていただきましたけれども、マネジャーを選定することになるのではないかと考えております。

また、資料としては、委員限り4-3が、前回御説明した資料でございますので、これは説明を省略いたしますが、最後に委員限り4-4という資料で補足的に説明をさせていただきます。

委員限り4-4は、「管理運用方針（案）新旧対照表」でございます。

左側が新で右側が旧でございます。これは実は専用ファンドをつくるに伴いまして、改正が必要な部分でございます。1ページ目の左下網かけの部分は、インハウスの自家運用の機能を書いた、どういうファンドを管理・運用するのかということで、「(1)国内債券パッシブファンド等」、現在これはパッシブファンドだけを書いている部分でございますが、年金給付等に必要な流動性を確保するためのファンドの管理及び運用も行うということをやや抽象的に書かせていただいております。

裏をめくっていただいて、2ページ目でございます。管理運用方針では評価ベンチマークを公表しておりますが、国内債券の部分に今のNOMURA-BPIに加えましてNOMURA-BPI国債と専用ファンドのベンチマークということで、NOMURA-BPI/GPIF Customized(仮称)でございますが、これはいずれベンチマーク・ベンダーと契約をする際に名称は正式に固まっていますが、現在は仮称ということで、これが固まり次第、この部分を正式名称にした上で、タイミングを見て管理運用方針を公表するという手順にしたいと思っております。

それから、最後にキャッシュアウト専用ファンドについては、前回概ね御了解いただいて、今日ベンチマークのところを御議論いただいた上で、今日まとまれば、ファンドを立ち上げ、ファンド移管の作業に速やかに移りたいと思っております。

それ以外のアクティブとパッシブのような議論については、今日御議論いただいて、その成果を基に次回また、公募の基本方針というような形で、公募に向けての一つのステップを経て、公募の手続に移っていきたいと考えています。

私からの説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等いかがでしょうか。キャッシュアウト専用ファンドについて、まず質問等いただいて、その後で、アクティブ運用等について進みたいと思いたしますが。

○山崎委員 50兆円を40兆円にするということですね。しかも今ある構成を変えないということだと、それぞれファンドから5分の1ずつ引き抜いてくる、それぞれのファンドの規模が、2割ぐらい減るという理解でよろしいですか。

●三谷理事長 そうです。

○山崎委員 ファンド毎に2割ぐらい扱いを減らすということですね。

●大江審議役 はい、基本はそのように考えております。具体的には、実は私どもの中でまだ整理が必要でございますが、基本はそういう考え方で進めるつもりでございます。

○臼杵委員 私、きちんと理解ができてないので、ベンチマークのところ、NOMURA-BPI 総合と、キャッシュアウト専用ファンドのカスタマイズド・ベンチマークは分かるのですが、NOMURA-BPI 国債をもう一つ入れるというのはどういう理由でございますか。

●大江審議役 資料の委員限り4-3の5ページを御覧いただければと思います。左下、【パッシブ運用の超過リターン】というのがございまして、この超過リターンの、これがまさにアルファをこの折れ線グラフとか棒グラフがあらわしております。実はこれ累積が折れ線グラフになります。19年度以降、国債パッシブファンドを保有しております。現在7兆円ほど残高がございまして、最高10兆円ぐらいまで行っておりました。長い目で超過リターンを累積すると、国債はデュレーションが一般債より長いという特徴がございまして、国債以外を含む総合パッシブにはむしろクレジットが乗っており、そのリスクがある分プレミアが乗っております。

ただ、長い目で見ると、わずか19、20、21、22年度のデータでは、足し算してもそんなに変動しておりません。ただ、単年度で見ますと、19年度と20年度に振れておりますのは、実はサブプライムとかリーマンで国債ファンドを持っていた分のプラスが出る。あるいは、21年度はその戻りの過程でマイナスが出る。22年度は特殊な変動がございまして、結局長い目で見ると別に乖離がなくて、基本ポートフォリオに影響が出るような水準ではないと思っておりますが、単年度で0.1%のアルファが生じました。評価の基準がNOMURA-BPI 総合であるため正しい評価といえるかどうかという懸念もありますが、国債ファンドの運用を始める前は、このような乖離が生じてても長期的には問題なかろう、ということでNOMURA-BPI 総合を評価ベンチマークとしておりました。しかし、こういった経験を重ねた結果、今回専用ファンドのベンチマークをカスタマイズし、さらに、三つのベンチマークを複合化することで、単年度でうまくいったかどうかを、できるだけ厳密な議論をしたほうがいいのかと、今回その三つを複合化させていただくといった御提案でございます。

○臼杵委員 これは分かったのですが、評価ベンチマークは、そういう意味ではより厳密になるということなのだと思うのですが、そもそも基本ポートフォリオを決めるときに想定していたベンチマークはNOMURA-BPI 総合ですね。

●大江審議役 NOMURA-BPI 総合です。

○臼杵委員 そこと評価ベンチマークとの整合性というか、どのぐらい出るかというのは分かりませんが、そこのトラッキングエラーというか、そこについては理事長と運用委員会の責任でそこは見ていくと、そういう理解でよろしいのですか。

●大江審議役 前回もどのくらい差が出るのだろうということで、私も口頭で御紹介をしたのですが、専用ファンド10兆円を今まずはと言っておりますが、デュレーションだ

けで御説明いたしますと、今、NOMURA-BPI 総合のデュレーションというのは 6.75 年というふうになっております。これが、キャッシュアウト専用ファンドを 10 兆円に設定すると、国内債券全体でどのくらいになるかといいますと、実は 6.7 年からちょっとそれを超えるくらいですから、0.1 年いかないぐらいのデュレーションの変化でございます。

したがって、私どもとしては、10 兆円専用ファンドを入れたことで、何か大きく BPI 総合との乖離が出るというふうには思っておりません。ただ、もちろんこれをどんどん大きくしていきますと、この何倍かによって影響してまいりますので、あまり大きくはできないのですが、まずは 10 兆円ということで申し上げますと、そういったデュレーション変化になるということで、ほとんど影響はないと思っています。

これはどうしてかといいますと、専用ファンドはだんだんとダルマ落としのように崩れていくのですが、デュレーションが短くなりながら、国内債券全体に対するウェイトが減っていきます。したがって、ウェイトが変わらなければ大きな影響が出るのですが、設置当初のデュレーションは BPI と同じ。それが 1 年たつと当初 10 兆円から 1 割減り、次に、2 割減り、全体は当然加重していきますので、そういった意味ではポートフォリオにはほとんど影響がない状態ということになります。

○稲葉委員 ちょっとプリミティブな、もう一回、前回も同じような質問したと思っておりますけれども、これは基本的には輪切りで機械的に移すということですね。それでいいと思うのですが、例えばその中にえらく流動性が低いものがあるとなつても状況は変わらないだろうみたいなものがあるとすると、そういうのをこちらのファンドの中に入れてたくなる、あるいは入れてもいいのではないかと、こういうふうに素人考えでは思うのですが、ここは厳格に機械的に輪切りという形で移すことになりますか。

●大江審議役 厳格というのがどのくらい厳格かというのはあるのですが、これはもちろんパッシブの運用機関にお話をしなければいけません、基本的にパッシブは大体各社とも 2,000 銘柄からせいぜい多くて 3,000 銘柄ぐらい。ベンチマークは 5,000 銘柄を持っております。したがって、パッシブファンドでは、層化抽出法という方法でそれなりの銘柄を選んでいるため、流動性が著しく低い銘柄は保有していないかと思っております。

いずれにいたしましても、パッシブファンドからまず移管するということですので、持っている銘柄は格付けの高いものになってまいります。恐らくそういった議論は今後アクティブをもし受け入れるとしたらどうするのだということでもかなり出てくるのですが、実際にどこがどうで、持っている銘柄はどうだから、これを専用ファンドに移していいのかどうかという議論は、恐らく今からアクティブファンドの公募をしても、年度末にかけての話になると思います。

したがって、私どもとしては、今回専用ファンドに移すものは総合パッシブのみで考えておりますので、まずは問題になることはないだろうと考えております。それはまた

アクティブを実際に見直していく中で、どうするかというのは、場合によってはいろいろ御相談しながら移したほうがいいのか、移さないほうがいいのかというのも少し考えてみなければいかんなど、そのように考えております。

- 村上委員 先ほど臼杵委員がおっしゃったことに関連してなのですが、当初、基本アセットミックスを構築したときの精神からして、このキャッシュ対応ファンドを設立しても債券全体の運用としては目的が大きく歪むものではないというところの論理付け、あるいは確認がどのような形で当初に行われたかということが重要になってくるような気がします。ですから、先ほど審議役がおっしゃったデュレーションでこのくらいの幅とかいう見込みに対して、その目安を逸脱しないで運用されることが、管理上では結構大事なのではないでしょうか。ファンドの設定に際しても、ベンチマークを複合化することにおいても、そのあたりはきちんと見ておかないとならないでしょう。目的が別である債券が入るということであれば、異なるアセットとして整理しなければいけないということにもなってくると思います。そここのところが一番キーになるのではないかと思います。

ですから、なるべく、そのあたりがどのくらいの範囲におさまるはずだということを当初の合意事項として明文化しておいたほうが、あるいはシミュレーションができればその数字をどこかに載せておいたほうがいいのではないかと思います。

- 大江審議役 重ねて申し上げますと、先ほど臼杵委員のところでも申し上げたように、専用ファンド 10 兆円を設置いたしますと、大体 NOMURA-BPI のデュレーション 6.75 年が、一番短くなって 6.7 年ほどに、これはファンド全体、60 兆円のファンドでそういうことになろうかと思います。それから、これを 20 兆円にいたしますと、大体 6.6 年ほどまで短くはなるかもしれない。そうすると NOMURA-BPI 総合に比べて 0.15 年ほど短くなります。

したがって、30 兆円、40 兆円とだんだん規模が大きくなりますと、これが 0.3 年、0.4 年と、もちろんこれは程度問題ではございますが、まず 10 兆円というベースではそれこそ 0.1 年切るぐらいの短縮、20 兆円にしてそれが 0.2 年近くまで下がる可能性があるということでございます。

したがって、私どもとしては 20 兆円を超えて 30 兆円とか 40 兆円とかになると、もともとパッシブファンドが 60 兆円ぐらいしかないわけですから、その中で大きく半分を専用ファンドにすると大変なことになると思いますが、10 兆、20 兆程度の規模であれば、何とか大きく影響を与えることなく、国内債券のポートフォリオの中で対応できる数字なのではないか。

いずれにいたしましても、またそういったものは検証しながら進んでいくことにはなると思うのですが、始めるに当たって、少なくとも 10 兆では問題がない水準ということとはここで申し上げさせていただきたいと思います。

- 臼杵委員 それをきちんとトラックしたほうがいいのかどうかというのはまた議論がある

と思うのですけれども、NOMURA-BPI 自体が多分新発債がどんどん長期化している中で、デュレーション自体は多分延びていくので、そこはさっき大江審議役がおっしゃった乖離はもしかすると、もう少しやっていくうちには大きくなるかもしれないという気がします。

○植田委員長 ほかに何かありますか。それでは、後半の「市場運用分のマネジャー・ストラクチャーについて」、御質問等おありでしたら、お願いします。

○小幡委員 規模というか、委託先の数と委託の規模は連動すると思うのですけれども、いろいろ我々というか、コスト削減圧力もあり、かつ運用委託先の方でもいろいろの話を聞くんですけれども、ファンド数を削減して規模を拡大したときに、それは委託される側のモチベーションというのはどういうふうに考えていますか。

●大江審議役 運用機関といたしましては、当然残高が多くて手数料率が高いのが一番望ましいということがございます。ただ、社によっては、今、実はエマージングのマネジャー・ストラクチャーを行っておりますが、エマージングなどでもある程度規模の上限という議論が出ております。そういった意味では国内債券ではございますが、恐らく機動的に対応するファンドはあまり規模を大きくできないというふうな話がむしろ出てくるのかなと思っております。

いずれにいたしましても、そこは運用機関から実際に今後応募があって、ヒアリングをしていく中で、各社が自分のパフォーマンスをより獲得しやすい規模というのは一体どういうものか。それから、手数料はもちろんオープンにして競争するわけではないので、各社が経営戦略上考えているベストエフォートのものを出していただいて、その中で、この運用委員会でも御議論いただきながら決めていくことになるのかなと考えておりますので、あまり予めこうだというふうにも言いにくいところがあるのかなというふうに思っております。

○小幡委員 全体的に、なかなか難しい問題だとは思っているのですけれども、こちらから運用委託先のほうで、やる気をなくすというのはちょっと言い過ぎかもしれませんが、妙味がなくて応募が減ってくるとか、それは数ではなかなかあらわれないかもしれないんですけれども、この分野から撤退するとか、そういう雰囲気というのはあたりはしないんですか。

○佐藤委員 委員限り 4-2 の【パフォーマンス要因分析】の結果を見ていると、サブプライムが平成 19 年度、リーマン・ショックが平成 20 年度にあった、という厳しい環境が続いたということを考えると、それなりに厳しい結果になるのは仕方がないのかなと思うのですが、コメントを拝見いたしますと、「運用受託機関においては、セクター配分等を機動的に変更することはなく」とあります。これはサイズの関係、例えば流動性

が欠落してどんどん価格下がっていくときに、事業債などを売っていくと、売りが売りを呼ぶのでなかなか身動きとれません。ただ、そうであれば、(我慢して) ずっと持っていれば、平成 21 年、22 年の市場の回復でおつりがくる部分のところはとれたのではないかと思うのですが、成績を見ているとそうでもないように思えます。

この過去 5 年間の結果を見てアクティブ運用を見直しましょうというのであれば、今後、5 年なり 10 年続ければ改善する見込み、チャンスがありますという説得材料みたいなものがないと難しいと思います。受託規模の大きさという構造的な難しさを考えなければいけないこと、またよく一般に言われていることですが、国内債券でアクティブ運用、継続的に超過収益を取るのも難しいです。現に難しそうな結果になっているのですけれども、その辺についてはどうなのでしょう。運用機関に聞き取りをされるのか、ただ、聞き取りをされるにしても、GPIF に向かって後ろ向きなことを言う運用機関はないと思います。「今後の投資機会についてどう考えますか」というときに、「いや、この戦略は難しくて頑張れません」なんて言う先はちょっといいような気がする中で、その辺はどのように取り組まれていかれるのでしょうか。

- 大江審議役 一番最初におっしゃったこととの関係で申し上げますと、前回、国内債券アクティブの総合評価をやった際に、評価の低いところの中に一部こういうところがあったかと思えます。それはサブプライムからリーマンにかけて非常にクレジットが痛んだときに、そういったものを無理してかなり損覚悟である程度売ってしまったようなところがあって、そういうところはクレジットも取らずに置いておきました。結局、たたき売りになるから売れないといって持っていた方が、ぐっと回復期にその分取れて、逆に無理をしてかなりロスも出しながら売ったところは、オーバーウェイト幅が縮んでいたんで取れなかったという結果となり、佐藤委員御指摘のとおりの結果が、前回の国内債券の総合評価結果の中でもお示しをしているところでございます。

そういった中で今後どう考えるのか。これはむしろ各委員の御意見もお伺いしたいと思ってこういう資料のつくり方にさせていただいていますが、ただ、普通にしていれば、オーバーウェイトというのはなかなか単純に動かせないというのは間違いのないところでございますので、恐らく今後、そういった中でも成績のよいファンドは残しつつ、規模をさらに小さくするのかどうかという議論出てまいります。少なくとも私どもと取引のなかった社や、機動的に対応するという社がもし仮にあるのであれば、そういったところは少し規模を小さめに開始していくのがリーズナブルなのかなというふうな思いがございまして。そこは実際に応募があった社でどんな社があるかということによりますが、私どももここ数年間毎年のように定期的なヒアリングやアドホックにいろいろ随時聞いてきましたけれども、なかなか国内債券アクティブが 1 兆円というような規模では簡単にアルファを取れるものではないというふうに理解しております。そういったことで対応していくのかなと。

あとはまた委員の皆様にもいろいろ、こういうことをやったほうがいいのかというアドバ

イスがあればお聞きできたらと思っています。

- 稲葉委員 考えているうちにだんだんよく分からなくなったのですけれども、むしろ事務局にお尋ねするというよりは、委員長はじめファイナンスの研究やっている方々にお聞きをしたいのですが、アクティブにしるパッシブにしる、応募のあった運用機関の能力とか状況を踏まえた上で決めるということは、結局どういうことを結果的にしようとしていることと同義なのだろうかと思うのですね。踏まえて決めるというのは、どう踏まえて決めるのかが、そこは議論の余地があるのですが、えらく中立的に応募が出てきた、アクティブにしるパッシブにしる、それはそのまま自然に受け入れて、あるところで線を切ると。こういう機械的な作業をしたときに出てくるもの、その下で運用するアクティブなりパッシブ、ウェイトというのは、例えば東京市場で、あるいは世界でもいいのですが、投資家が考えている、平均的なアクティブなりパッシブのウェイトをそのまま反映したものになるということになるのでしょうか。

そういうことを考えていると、これは何を意味することになるか。

- 大江審議役 まずは事務局からお答えさせていただくのですが、恐らく技術的などいうか、学問的にはという失礼かもしれませんが、基本的にアクティブ・パッシブというのは一定の目標、一定の考え方、トップダウンで何%が正しいということが出てきてという議論があり得るのですけれども、ただ、恐らく数千億の年金基金、せいぜい兆円の年金基金ですと、そこを担当していただく運用機関、規模との関係を考えるとそういうことができるかもしれない。

ところが、私どものアクティブが 10 兆円で、1 ファンドで 1 兆円ということを考えますと、実務の世界では極めて稀ですので、私どもとしては、しっかりアルファが取れるような運用機関というと、数にも限りがあるでしょうし、規模にも限りがあるものと考えます。そうすると考えていますのはパッシブ中心という制約の中で、2 割という現行の水準は決して高いアクティブ比率ではないと思っていますが、そういった中で、実際にしっかりアルファが取れるマネジャーがいないのに無理して大きな規模とか、取れるかどうか分からないけれども無理してマંデートを与えるということではなくて、その運用機関が力を発揮できる規模、我々が見きわめる数、そこから結果として、アクティブの規模が決まって、それがアクティブ比率になる。その差引きとしてパッシブ比率も出てくると思っていますが、ただ、もちろんパッシブ中心の基本を踏まえながら考えますが、過去のこういうデータなどを見ると、見直しをする中では、10 ファンドで大体 1 兆円均等というようなことはなかなか厳しいのだろう。むしろ規模が少しずつ小さくなって、数も実際応募状況を見なければ分かりませんが、今お願いしていない運用機関から別のもっといいプロダクトがありますといったお話とか、私どもが今まであまりお話を聞いたことがないような運用機関から、こういういいプロダクトがあるのですというのを聞きする中で決まっていくものなのではないか。

そういう意味で、いわば何かテキストを読むと書いてあるようなことができるかとい

うと、正直言ってこの何十兆円という、特に国内債券で1社1兆円というのは、テキストとは違う世界にはなっているのではないかと思っております。そういう実態を踏まえて、今申し上げたように一定のベクトルはもちろん持つのですが、最終的なアクティブ比率はマネジャーの選定結果で決まってくるものになるのかなと、そういうふうに書かせていただいたということでございます。

- 能見委員 少し前のことも含めて言うと、受託を希望する業者サイドのニーズは、この受託を受けるということだけではなくて、会社全体のサイズが別なビジネスでレピュテーションも含めて利用できるのも、常に受託したいというインセンティブがすごく働いて手数料が飛び抜けてはと行っていいのかどうか知らないけれども、かなりこの機関が運用を委託するときには安い手数料でできる仕組みが依然として続いていると。そのインセンティブは常に運用を受託するサイドに働いていると行っていいと思うのですね。

それから、次に1兆円のアクティブの中で、そんなに飛び抜けてなかなかパフォーマンスが出ないというのは、こう言っては何だけれども、日本における全体的な運用レベルが、はっきりした言葉でいえば、大して上手じゃないと言える面はあると思うのです。その最大のものは、アロケーション変更や特にクレジットリスクに対してのきちんとした動きがなかなかできないという体質を持っているというか、日本の特に運用者の場合、それは外資系の運用ファンドであっても、オペレーションするのは多くは日本人がやっているの、その辺はあると思います。

これはいろいろ試行錯誤する以外にはないと思っているけれども、そんなにアクティブファンドに多くの期待感を持って難しいのではないかなという気もします。パフォーマンスを極端に上げるということにはならないかと思えます。

- 小幡委員 私が先ほど質問したのは、国内債券アクティブということであれば、おっしゃるとおりかなと思うのですけれども、今日は国内債券アクティブの話なのですけど、例えば国内株式アクティブとかで、外資系という言い方するとそうなるかもしれませんが、規模の大きなところで、受けてもどうかなというのは微妙なところがあると思うのですね。国内債券ということであれば、おっしゃるように、市場全体に対して池の中のクジラですか、『日経ヴェリタス』にもそう書いてありましたけれども、そういうことであれば、規模というのは効くと思うのですけれども、今、おっしゃったように、逆にいえば、規模とか全体のメリットを活かしたいという思いがどういう機関が強いかというと、それを取ることで体が大事だというわけですね。それと能力が反比例とは言わないけれども、ちょっとどうかなという気もある中で、アクティブはどうなのだろう。その中で、佐藤さんがおっしゃったような数字もあれば、ちょっと積極的にやるという感じも起きないという気もしますよね。
- 佐藤委員 各資産別に議論してしまうと、どうしても資産別にはアルファを取れるように少しでも頑張らなければという議論になっていくと思うのですが、もっと資産全体で、

例えばどこの資産クラスだと超過収益を取りに行きやすいかとか、戦略自体、例えばこの間議論したエマージング株式や、まだ議論していませんけれど、エマージング債券とか、何回もこの委員会でも話題にのぼっているオルタナティブ投資、そういった全体観の中でどういうところに投資機会を求めていくか、ということも議論されるべきではないかと思います。今は基本方針の問題もありますので、そこを触るといふ議論にはならないと思うのですが、そこを触らずにもある程度のことができると思いますし、そういった総体観の中で、国内債券は、能見さんもおっしゃったようにかなり難しいのだろうな、という話になるかと思います。それは実績でも実証されていて、今日の議題の最後の方に、またリスク管理状況の報告というのが出てくるかと思いますが、この5年間の成績を見ると、外国債券はとてもいい感じで頑張っている先が多い一方、外国株式まだ始めたばかりだから何とも言えないと思うのですが、全体観の中で検討する機会もあったほうがいいのではないかなと思います。

国内債券については、過去5年間で見ると、今後も頑張れるのかなということを疑問感じます。もっとニッチないろんな運用をする先に委託すれば良いではないか、という考え方もあるかもしれませんが、そういう先は本当に大きなお金を動かせるのかどうか、そういう別の疑問も出てきます。過去に大きな金額を受託したことが無い先にやらせた場合に、過去の実績のようにうまくいくのかどうか、そういった問題なども大きいのではないかと思います。

○村上委員 例えば国内債券ですと、たしかアクティブは10ファンド採用されていましたが、先ほど佐藤委員が言われた資料4-2に、「セクター配分等を機動的に変更することはなく」と記載があるところで、これはそれぞれのファンドがストラテジーとしてあまりこのようなセクターローテーションを行わないという、言い換えればそのところにはアルファを求めないというような戦略になっていたからそのような結果だったのでしょうか。

●大江審議役 前回の総合評価で御説明した中に、まさにこれがストラテジーそのものだったというファンドがございました。リーマンのときのように、セクターを変更するには売らなければならないけど、買えるのかというところもありましたので、結局、こういう状況なので売れないで持っていたと。持っているうちに今度は戻り相場で取れたというところが明確なところは、定性評価をリーマンの起きた年に少し下げさせていただいたと。

もちろんセクターローテーションをやらないと言っているファンドまではそういう評価してありませんが、ただ、やろうとしたところも現に確かにできなかつた。あるいはセクターローテーションをしようと言っている中で、むしろ無理して売って、クレジット取らないよと言ったら、今度はクレジットが戻ったときにロスが出たのか、取り返せないというような話もあり、なかなか難しいものがございました。いずれにしても分かったのは、クレジット物はいざとなるとなかなか流動性がないので難しいというところ

ろがかなり明確にはなってきたのかと思います。

○村上委員 そのようにベットしようとしている戦略でも、市場が大きく動くときには結局は動けないということになってしまうリスクというのはいさばいさばあるのだと思うのですね。これはきっとセクターローテーションではないところでも、そのようなことが起こると思うのですが、超過収益率の機会を標榜しているところがいろいろな市場の局面を想定したときに本当に機能するかどうか、あるいはどのような局面だったらこれは機能しないのかということなどを確認することが、審査のときにとっても必要になってくるのだと思います。

●大江審議役 おっしゃる意味では、まさに運用機関にはその辺は、例えば、またああいいうことが起きることを想定してどういう工夫をするのだとかということは確認していかなければいけない。あるいは全く新規のところは、リーマンのときにどう対応して、その反省点が何なのか、あるいは今どのように改良しているのかということを確認していかないと、結局また同じようなことが起きたときに同じようになってしまう可能性があると思っております。

○能見委員 多くの中のファンドマネジャーの心境とすれば、買う勇気がないというか、大体買えないのですよ、クレジット物については、買える勇気がない、あるいはそれをきちんと指示できるトップマネジメントがないからパフォーマンスが良くならないのです。ほとんどそれに起因していると言っていいです、現場は。その問題なのです。ですから、そういう場合にはシニアな人が、ここは今パニック的にこうなったけど、この銘柄については買いましょうという、そういう責任をとってやれるかどうかで、日本にはそういう人が本当に少なくて、それでアクティブと称しても、アクティブらしいアクティブになってないというのが現状ではないかという気がするのです。日本の大手の金融機関のポートフォリオのマネジメントもほとんどそういうものですから、買うべきときに買えないというのが物すごく大きな問題で、アクティブに関していえばそう思います。

○植田委員長 それでは今日のところはこの辺でよろしいでしょうか。

引き続きまして、「リバランスの検討及び実施について」、委員限り5の資料に基づきまして御説明をお願いします。

●大江審議役 委員限り5の資料でございます。このリバランスにつきましては、この運用委員会でも何度かにわたりまして御議論いただいております。その結果を「1. 運用委員会での議論内容」ということで、議事要旨をつくる際に御確認いただいた内容のエッセンスを少しここに書かせていただいております。

「①管理運用法人は、一定期間毎にリバランス実施の是非について検討する」。

「②リバランスを実施するかどうか、又、実施をする場合にどこまで戻すかの判断に際しては、取引コスト及びリバランスの効果（推定 TE の縮小）に加えて、市場の動向やバリュエーション、売買対象資産の流動性、ボラティリティ等に十分留意する」。

「③イベントリスク発生時には、見直し時期と関わりなく、リバランスの検討を開始する」ということをございます。

「2. リバランス検討に当たってのポイント」でございますが、「(1) 基本的項目」ということで、1の②を説明したものになりますが、(1)「①TE 縮小とコスト」、これはトレードオフになります。

「②リバランス・コストの計測」、計測の方法としては、運用委員会でもお示しをしたシミュレーションの資料を使います。

「③効率性の計測」としては、運用委員会では突っ込んで御議論いただきませんでしたが、コスト当たり TE 縮小幅、分子に TE 縮小幅を置きまして、分母にコストを置きまして、これが大きいほど少ないコストで TE を縮小できたということで効率性が高いと判断しようといった指標でございます。

「(2) その他の留意事項」でございますが、「①市場動向、バリュエーション」、これは各資産の「堅調」、「軟調」が実際の取引コストで、買いに入るのか、売りに入るのかでも違ってくるということで、こういった視点を持つということでございます。

それから、2 ページ目、裏にまいりまして、「②売買対象資産の流動性等」。当面国内資産については、1 日当たりの売買代金、特に株の場合、東証の売買代金を参考としております。外国資産について、市場規模が我々の資産規模に比べて非常に大きいものですから、制約にはならないと考えておりますが、なお外国為替についてもこの水準を十分考慮するというを書かせていただいております。

「③ボラティリティ」、これは短期的リスクということで GARCH、SV モデル、こういったものをモニターしております。

複合ベンチマークからの乖離要因(資産配分要因)についても直近までの分析をやって、そういったものも見ております。

「3. リバランスの実施」でございますが、①にございますように、外国株式から 500 億円を回収して、同じ額を外国債券へ配分するリバランスを実施をしております。

機動的に資金の回収及び配分を行う観点から、外国株式パッシブから資金を回収し、外国債券パッシブに資金を配分しております。また、資金の回収、配分は、外貨で回収し、外貨で配分という、これまでにやったことはございませんでしたが、今回やらせていただいております。

「②リバランス実施に当たっての検討内容」でございますが、特に 2. どういう事項を留意するのか、そういったものを参考にいたしまして、まず

ございました。

もちろん機械的にやりますと、

ことは
難しいのではないかと判断いたしました。その場合に、外国債券のみがアンダーウェイトになりますので、外国株式を売って、外国債券に投ずるかという話もございました。その中では
にも満たないもので、時価ブレでこの程度は上下いたしますので、リバランスを行わないということも考えられました。しかし、

と判断いたしまして、今回のようなリバランスを実施いたしました。

その規模はアンダーウェイト幅が小さいこと等の観点から、500億円の少額とさせていただきます。今後は初めての経験ということもございますので、こういった実績を活かしながら、今後のまた定期的な見直しの中でどうリバランスをしていくのか。ただ、その場合にはその時どきの資産のアンダーウェイト、オーバーウェイトの状況やマーケット動向もそれぞれの場面で違ってまいりますので、なかなか難しい判断が出てくるかもしれませんが、こういった経験を活かしながらしっかりとこの問題に取り組んでいきたいというところでございます。

説明としては以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等お願いします。

○臼杵委員 リバランスの件はやられたことについて、私は是としたいと思います。それから、説明のほうで、コスト当たりトラッキングエラー縮小幅、これもこれでいいと思います。私が質問したかったのは、その他の留意事項の中で、ボラティリティのところ
と書いてあるのですが、考慮というのは具体的に、例えばこのボラティリティが短期的に高いと考えられるアセットクラスを、どういう意味で「考慮」とおっしゃったのですか。

●大江審議役 「考慮」と書いている意味は、結局短期的リスクが大きいと出たものについて、それを売買するのが今時期として適当なのかという判断をするための考慮事項でございます。ただ、今回のリバランスは、前回も御報告した東日本大震災で若干いろんなアセットクラスで短期的には影響が出たのですが、これをやろうとしていたときには収まっていたので、今回は具体的に何か悩み事ということでの留意はありませんでした。今後また使っていく中では、ちょうど SV 等から導き出される短期的リスクがある場合にどういう判断するかということを考えなければいけない場面も出てくると考えております。

○臼杵委員 これは必ずしも短期的なボラティリティが高いアセットクラスについてリバランスをしないということではないわけですね。

●大江審議役 しないということではございません。

○臼杵委員 収まるまで待とうとか、そういう意味ではなくて、場合によってはむしろさっきのお話のように積極的にリバランスすることもあると

- 大江審議役 それ売りなのか、買いなのかもあるでしょうし、要は流動性だけとか、市場動向だけから導き出される答えと、もう一つ、ボラティリティも意識して勘案要素にしておく必要があるだろうというところでございます。
- 清水調査室長 若干補足いたしますと、一義的には1ページ目の「イベントリスク発生時には、見直し期間と関わりなく、リバランスの検討を開始する」という文言がありますので、このイベントリスク、これについては短期的なこういったもので検出していこうというのがまずベースにあると御理解いただきたいと思います。
- 佐藤委員 2ページのところで、国内債券に配分することが難しかった例として、為替が円高水準にあり、と書かれています。確かに円ドル 80 円という歴史的に見て円高だなと思うのですが、これは市場インパクトを気にされてなのか、それともこの水準が絶対的に円高水準にあるとか、これであれば、逆にどれぐらいになると円高じゃないというのも変なのですが、その辺は何か議論あったのでしょうか。
- 大江審議役 我々が円転するとなれば、政府が日銀と協力して為替に介入した結果の水準を打ち消すことにもなりかねないのですが、我々としては、このときのちょうど 80 円、あるいは 81 円ぐらいでしたけれども、まだまだ震災が続いていて、そういう全体的な動きがある中での水準という中で、外国資産の間でリバランスを行うという判断をしたということでございます。
- 佐藤委員 市場のインパクトを考慮されたということですか。
- 大江審議役 はい。
- 山崎委員 500 億円だと 0.05% ぐらいしかないわけですから、国内債券に持っていったところで大した影響はなかったということですが、思考の過程としては、国内債券ではなく外国債券にして、外国債券は 0.07% しかアンダーウェイトでないので、結果として 500 億円になったという理解をされているのでしょうか。
- 大江審議役 思考の過程としてはそうです。ただ、500 億円といっても、これはまさに外国株式から外国債券にそのまま外貨で移しておりますので、円転はしていないということです。
- 山崎委員 わかりました。
- 植田委員長 それでは、よろしければ、次のテーマ、「リスク管理状況等の報告」、資料 6 に基づきましてお願いいたします。
- 橋谷田運用部長 それでは、「リスク管理状況」につきまして御説明いたします。
今回は、3月、4月の状況につきまして御説明を申し上げます。1ページ目をおめくりください。
3月の市場の動向を若干御説明いたしますと、御案内のとおり、11日の大震災以降、国内株式が下落という状況になりました。債券につきましては、一たん金利が下降したのですが、また月末には戻った状況ということでございました。
それから、海外につきましては、欧州等についてはインフレという絡みから金利が上

昇傾向。また、株価は若干上昇したと、こんな状況でございました。

為替につきましては、一時期、震災後に 76 円台という部分もございましたが、協調介入があった関係で月末には若干 11 日の段階よりは円安方向に戻ったと、こんな状況でございました。

そこで3月のポートフォリオの乖離状況でございますが、国内債券につきましては、2月から比べましてアンダーウェイト幅が縮小ということでございます。また、国内の株式につきましては下落した関係で、オーバーウェイトの縮小ということでございます。外国債券につきましては、若干金利が上昇傾向でしたが、アンダーウェイトは縮小しました。外国株式、ここは株価が上昇した関係で引き続きオーバーウェイト幅が拡大といったところでございます。3月につきましては全体的に乖離幅が縮小、その中で外国株式だけが拡大傾向と、こんな状況でございました。

また、国内の債券につきましては、2ページ目の下の枠のところがございますとおり、回収額が1兆3,900億円ほどと、このような数字もでてございます。

4月につきましては、国内の金利は低下傾向ということと、株価は引き続き下落をしている、こんな状況でございました。

海外につきましては、ECBが4月13日に利上げをしたということもございまして、一旦金利上昇したのですけれども、月末には金利は低下傾向、外国の株価は上昇傾向と、こんなところでございました。

3月から4月に向けて国内の債券につきましては、2ページ目の4月のところで、引き続き4,500億円ほどの回収があったことからマイナス幅が拡大したということでございます。国内の株式につきましてはオーバーウェイト幅がほぼポートフォリオ水準のところに戻ってきている、こんな状況でございました。外国の債券につきましては、マイナスから若干のプラスに転じ、ほぼここもニュートラルポジションということでございます。外国の株式につきましては、引き続き上昇したということでオーバーウェイト幅が拡大していると、こんな状況でございます。

3ページ目が「資産全体のリスク」ということでございますが、一つ目の枠でございますけれども、3月につきましては、先ほど申し上げましたとおり、相対的には全体が基本ポートフォリオに近づいてきている中、外国株式だけが若干上に伸びたということで、ここのCの欄を見ていただきますと、2月の0.52から0.49%へと若干リスク幅が縮小している状況になってございます。これは国内株式のオーバーウェイト幅がかなり縮小したといったところが要因でございます。4月になりますと、国内債券のアンダーウェイト幅が拡大しまして、外国株式のオーバーウェイト幅が拡大ということで、リスク値が0.55%と若干大きくなっている状況でございます。

4ページ目を御覧ください。各資産クラスの状況でございますけれども、3月につきましては、あまり大きな変化はない状況でございますが、国内株式の推定トラッキングエラーが、2月の0.23から0.27%へと若干の拡大をしてございます。これは3月にサ

ンヨー電気とパナソニック、あるいは中央三井トラストと住友信託グループの合併ということもございまして、そのベンチマークの出入りの関係で、特にパッシブの推定 TE 値が上昇したということございまして、4月にはその部分が剥落をして、またもとの状況に戻っているといったところでございます。

また、外国債券の4月を見ていただきますと、デュレーション乖離の欄で、3月からショート幅が拡大ということございまして、これは、欧州、米国とも金利が上昇傾向ということで、アクティブのところ短めに動いた社があったということで全体としてショート化をしているということございまして。

そのほかのところの数字の部分につきましては、あまり大きな変化はなかったということございまして。5ページのところでございまして、「運用受託機関のリスク管理状況」ということです。内外の債券につきましては、パッシブ運用でベンチマークの変更に伴いまして、月末でオペレーションをする社と月を越えて1日にオペレーションをする社がありますが、そこはその社の特徴でございますが、一時的に乖離が生ずるところがある。これは一時的要因でガイドライン上認めている内容でございますので、特に問題はないということございまして。

内外の株式につきましても、アクティブの内容で、市場のリスクの低下によりまして若干推定 TE 値の管理目標よりも下回っているもの、あるいは自社開発モデルでは、リスク値の中におさまっているものと、特に問題となる内容ではございません。

6ページのところでございまして、「カウンターパーティーリスク」の内容でございますが、この資産管理機関、②のインハウスの取引先でかなり名前が挙がってございまして、これはムーディーズが5月31日に日本国債の格付けを引下げ方向で見直すといったことを受けましてメガバンク等々に影響があったということございまして。御覧のとおり、ここにあります格付けで特に問題になっている内容はないということございまして。

7ページ目でございます。23年度の収益状況でございます。先ほど業務概況書で22年度の収益額は全体で-2,999億円という御報告を差し上げました。4月に入りましては御覧のとおり、4,000億余のプラスということございまして。

8ページ目はそのうちの市場運用分ということございまして、割愛をさせていただきます。

9ページ目はベンチマークの状況でございますので、後ほど御覧ください。

10ページでございます。各資産クラスの超過リターンの状況でございます。4月は御覧のとおり、国内債券を除いて全てプラスとなっているということございまして。なお、国内債券パッシブの総合型で-0.07%という数字が御覧になっていただけたかと思いますが、これは東京電力の影響、東京電力だけではございませんが、そこで社債のスプレッドの乖離がございまして、ベンチマークと我々が時価で付けております数値、その差があったということございまして。3月はプラスで大体同じぐらいのものがとれま

したが、4月になってそれが剥落をしたという状況でマイナスになっております。要因は以上のところでございます。

11 ページ目は、少し長期に見た超過リターンの各社の分布状況ということでございます。

私のほうから、以上でございます。

○植田委員長 御質問等ございますでしょうか。

○臼杵委員 先ほどちらっとおっしゃいました東京電力、電力債なのですが、確認ですが、こちらの運用管理規定とかガイドラインでどこまでの格付けであれば持つような形になっていて、今現状どういう状況なのか。

●橋谷田運用部長 私どものガイドラインで、パッシブマネジャーとアクティブマネジャーでは若干違っているのですが、パッシブは NOMURA- BPI 総合「除く ABS」にトラックをするということでございまして、御案内のとおり、NOMURA- BPI が「A」格以上を持って構成しておりますので、パッシブマネジャーについては、基本的には「A」格以上ということになります。

それから、アクティブにつきましては「BBB」までガイドライン上認めてございますので、アクティブとパッシブではガイドラインが違うということでございます。

今、足下のところで、4月の末の状況でございますけれども、債券、株式ということがございますが、今、我々のところでは、ベンチマーク構成比よりも大体 0.1%ぐらいアンダーウェイトという状況でございます。パッシブマネジャーにつきましては、持つということになるのですが、アクティブのほうで大きくアンダーウェイトということも含めまして、全体では国内債券では 0.1%程度アンダーウェイト、国内株式では 0.05%というのが4月末の状況ということでございます。特に国内株式のパッシブにつきましては、完全法というマネジャーだけでございますので、そこは全く乖離はないということでございますので、以上のような数字に。

○臼杵委員 インハウスも基本的には NOMURA- BPI にトラックしているのです。

●橋谷田運用部長 パッシブマネジャーということになります。

○臼杵委員 今、国内の格付け機関は多分そういう意味では「A」格以上だと思うのですが、外国の格付け機関はもっと下に多分今行っていて、仮に NOMURA- BPI から外れたら自動的に年金基金も売らなければいけないと、そういう理解でいいのですか。

●橋谷田運用部長 そうですね。パッシブの場合はそういう行動になっているのですが、御案内のとおり、東電のものでございますので、実質的には売れるかどうかという逆にまた問題はあろうかと思いますが、一応行動としてはガイドラインのとおりということでいけば外す方向にはなると。今、ありましたとおり、格付け機関につきましては、今、ムーディーズが「BBB」、SP が「BB」格に落ちてしまっております。R&I が「A」格、JCR も「A」という状況が今の足下でございます。

○植田委員長 他によろしいですか。

それでは今日の議事はこれまでとしたいと思います。事務局から何かあればお願いします。

- 大江審議役 私から3点ほど申し上げます。1点目は、業務概況書につきましては、先ほど申し上げたとおり、6月末目途公表予定でございますので、取扱いについては注意ということでお願いをしたいと重ねてのお願いでございます。

2点目は、先ほど申し上げたように、資料は机の上に置いていただければ、御指定いただいた送付先にお届けをすることも可能ですので、御指示をいただければと思います。

最後に次回の日程でございますが、次回の運用委員会は7月25日（月曜日）16時からこの場所で行いたいと思います。何卒よろしくお願いいたします。

- 臼杵委員 全然せかすとかそういうつもりもないのですが、これはむしろ委員長と事務局でお決めになるような話かもしれないのですが、前回、最後のところで少し議論のあった債券のテールリスクとか、もう少しポートフォリオを多様化したらとか、そこら辺のアジェンダみたいなものはおいおい取り上げていくという、そういう理解でよろしいのでしょうか。

- 清水調査室長 今、検討しています。

- 植田委員長 それでは、49回の運用委員会はこれで終了します。