

第114回運用委員会議事録

1. 日 時：平成29年2月20日（月）10:00～12:00

2. 場 所：年金積立金管理運用独立行政法人 会議室

3. 参加者：・新井委員長 ・清水委員長代理 ・大野委員 ・加藤委員 ・佐藤委員
・菅家委員 ・武田委員

4. 議 事

- (1) 保有銘柄開示の影響分析結果について
- (2) 運用リスク管理強化の取組みについて
- (3) 資産構成割合の管理状況等について
- (4) 米国インフラ投資に関する一部報道について
- (5) その他

●三石審議役 それでは、ただいまより、第114回運用委員会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が、本日は全員御出席をいただいております。
御出席いただきました委員の皆様方が過半数となっておりますので、運用委員会については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、お手元の資料の確認をさせていただきます。

議事次第、座席図のほか、

委員限り1 本日の議題

委員限り2 保有銘柄開示による市場への影響に関する検証について（その2）

委員限り3 運用リスク管理強化の取組みについて

委員限り3参考 Aladdinの概要について

委員限り4 資産構成割合の管理状況等について（平成28年度 第3四半期）

資料1 本日の一部報道について

そして、委員会終了後回収という形でお配りさせていただいております新聞記事。

資料2 国内外の機関投資家との共同投資協定に基づくインフラ投資の開始についてでございます。

なお、委員限り4資産構成割合の管理状況等について及び新聞記事につきましては、運用委員会終了後に回収させていただきますので、机の上に置いておいてくださいますよう、お願いをいたします。随行の皆様も同様をお願いをいたします。よろしゅうございますでしょうか。

それでは、以後の進行につきましては、新井委員長にお願いをいたします。

○新井委員長 それでは、委員限り2保有銘柄開示による市場への影響に関する検証について（その2）について、事務局から説明をお願いいたします。

●青貝投資戦略部長 御説明いたします。

保有銘柄開示の影響の検証ですが、1. にございますとおり、最初は昨年7月29日に平成27年3月末時点のものを開示しまして、その影響がなかったことから、昨年11月25日にその検証内容を公表するとともに、2回目の保有銘柄開示ということで、平成28年3月末時点のものを公表しております。今回、その市場に対する影響について検証いたしましたので、これから御報告をいたします。

結論としては、マクロ分析、それから、個別銘柄のミクロ分析、イベントスタディーと呼ばせていただいておりますが、それらを行いました、いずれも影響はございませんでした。また、私どもの委託運用機関を通じましてヒアリングをいたしましたが、いずれも影響はなかったということでございます。

要点に絞って、かいつまんで御説明を続けさせていただきます。

今回は、2回目の検証ですので、1回目と違いまして変化幅を見ることができるといことがございます。したがって、1回目との分析手法の違いは、変化が大きかった銘柄に何か特別な影響がなかったかどうかという確認をしたことでございます。

それから、ここではセルサイドレポートと書いておりますが、証券会社でも私どもの開示に着目したレポートを出しておりますので、そこで取り上げられた銘柄群に変わった動きがないかどうかといったことを確認したところでございます。

結果でございますが、マクロ分析につきましては、ちょうど開示をしたタイミングが米国の大統領選直後ということもあって、円安株高で取引が比較的活発な時期であったということがございますが、我々の銘柄開示の影響ではなかったと考えております。

それから、ミクロ分析でございますけれども、従前同様、アクティブウエートという観点から、対TOPIXでオーバーウエート、アンダーウエートしている銘柄群を見たことに加え、先ほど申し上げましたような差分分析をいたしまして、変化の大きかった銘柄を取り上げまして、そういった銘柄に異常な動きがなかったかを確認いたしましたが、そういったものはございませんでした。また、売買代金についても特に変わった動きはございませんでした。

1ページの下でございますけれども、証券会社のレポートの中で、一部、我々の開示情報に着目したレポートがございまして、それが12月2日でございますので、我々が開示をしてから1週間経過した後に、ニュース配信という形で外に取り上げられるといったことがございました。

12月2日の時点で、この証券会社の取り上げたレポートの銘柄を見ますと、少し異常な動きがあったということが一つだけございました。ただ、全体として見ますと、個別銘柄開示による影響は、それを除けばなかったということでございます。

2 ページでございますけれども、4 番でございます。

運用受託機関13社のうち、12社については特に影響がなかったという御報告を受けております。1社については少し説明できない動きがあったということでございますけれども、私どもで、それらの特定の銘柄群についてイベントスタディーをしたところ、特別な影響が見られなかったということでございました。

以上をもちまして、運用受託機関から、特別、異常な動きの報告はなかったと、こう判断しております。

以上が開示の影響に関する検証でございますが、この内容につきまして、運用委員会終了後、下の枠内でございますけれども、今、申し上げた点を公表したいと思っております。

私からの説明は以上でございます。

○新井委員長 ただいまの説明につきまして、御意見、御質問などがありましたらお願いいたします。いかがでしょうか。

よろしいですか。

続きまして、委員限り3運用リスク管理強化の取組みについて及び委員限り3参考Aladdinの概要について、事務局から説明をお願いいたします。

●吉川運用リスク管理室企画役 委員限り3をごらんください。運用リスク管理強化の今年度の取組みについて御報告いたします。

2 ページの下のとおり、今年度の実績といたしましては乖離許容幅のリスク管理について整備したことが最も大きな進展だったかと思っております。来年度は、この管理方針に基づく運営がテーマになってくるかと思っております。2つ目としては、今年度、トータルリスク管理ツールを導入し、徐々に当該ツールによるアウトプットを運用リスク管理委員会に報告しております。3つ目としては、ストレステストの試行、また、今後のストレステストの高度化に向けて情報提供依頼(RFI)を実施しております。本報告では、後者の2つについて説明させていただきます。

3 ページのとおり、トータルリスク管理ツールの導入状況についてとのタイトルのとおり、Aladdinとの名称のリスク管理ツールを導入いたしました。この導入の進捗に応じて、執行部内の運用リスク管理委員会において、リスク管理に係る報告を徐々に充実化させております。Aladdinを導入した効果としては、これまで債券と株式は別々のツールで評価しておりましたが、資産全体を通してリスクを見ることができるようになりました。また、オルタナティブのリスク管理についても、これまで計測が不可能でした。このたびAladdinを導入したことによって、リスク保有について伝統的資産と横並びで比較できるようになりました。また、Aladdin自体に様々な機能がついていますので、リスク管理強化について今後の発展が見込まれます。

委員限り3参考をご覧ください。こちらの2 ページのとおり、Aladdinの機能の全体像が載っております。分析機能としましては、ポートフォリオのリスク管理、シナリオ分析、パフォーマンスの要因分析等が行えます。提供されるアプリケーションとしましては、

Green Packageと呼ばれるリスク指標の全帳票が搭載されているもの、Prismと呼ばれるグラフ化等の可視化する機能、それから、対話型のリスク分析ツールで様々なシナリオ分析が行えるものがあります。これらがイメージ図の下にあるリスクモデルによって支えられております。債券、株式、オルタナティブについてそれぞれ別モデルがあり、これらがマルチに動いてリスク計測する仕組みです。3ページをごらんください。契約の内容としては、ツールの提供以外に、マネージドサービスとしてアドホックな分析機能などのコンサルティングも受けることができます。4ページですが、Green Packageの内容としては、見た目はエクセルのようなものですが、左上に①、②、③とあるとおり、全体のリスクから段階的にブレイクダウンすることができます。本資料の場合、さらに右側に業種で分解されています。続いてのページがPrismという機能ですが、ごらんのとおり、円グラフや棒グラフで表示された、ダッシュボード機能が搭載されています。これを毎月の報告の中で使えるようになると、リスク管理の可視化が進んでいくことができると思います。6ページですが、こちらは対話型ツールとなります。こちらの例の場合、US Treasuriesの5年に100ベースのショックを与えて、S&P500に10%のショックを与えていますが、このインパクトを、共分散マトリクスを通じて、ほかのリスクにはねるように計測します。こうして与えたシナリオに対して、損失や収益がどの程度か見ることができます。また、これを一度登録しますと、繰り返し同じシナリオで分析が可能となります。以上がAladdinの概要となります。委員限り3の4ページにお戻りください。今後はこのような機能をフルに活かして可視化を推進したり、投資判断を支援したり、フォワード・ルッキングなリスク分析に活用していきたいと考えております。

5ページからは、ストレステストの進捗についてのご報告となります。フォワード・ルッキングなリスク管理というのは、単にストレステストと呼ぶことも多いかと思えます。このページに記載のOMERSの取組みのとおりに、中国経済ハードランディングや、ユーロの瓦解、トランプ効果の剥落といった、この先の脅威を使って分析するものがストレステストであり、フォワード・ルッキングなリスク管理ということになります。この対極にあるのが、バックワード・ルッキングということになりますが、これが3ページの表のとおりに、バリュー・アット・リスクになります。このような統計的な手法を見ても、この先のユーロ瓦解、トランプ効果の剥落といった脅威は全く見えてきません。こういった特徴からも、経営判断にはなかなか使いにくいという特徴があるかと思えます。このように、このフォワード・ルッキングという意味合いとしましては、この先の脅威、また、その裏は機会ということになりますが、こういった視点で分析するというのが1つ目の特徴になります。2つ目の重要な機能としては避難訓練の要素を持つということになります。このビルでも避難訓練が行われておりますが、例えば地震の後に3階で火事が起こるといったリスクシナリオに従い、ヘルメットをかぶって階段で避難するという擬似体験を行います。実際にこのような体験を通じて、連絡網や指揮系統を整備するという、非常に実践的なリスク管理です。ストレステストも同じく、ユーロの瓦解やトランプ効果の剥落の想定の上で机上

演習を行い、ガバナンスやアクション、コミュニケーションを整備する、これが2つ目の特徴となります。留意点としましては、現実起きた火事が例えば5階で起きたとして、避難訓練で使われた3階という設定が責められるものではない、ということです。重要なのは、現実に対応するすべを身につけたかどうかということになります。ストレステストでも、先ほどの例のように、イメージしやすいリスクシナリオを使いますが、その当たり外れではなくて、実際にフィージブルかどうか、例えば、デリバティブの活用に意味があるか、コスト面で問題ないか、市場インパクトほどの程度か、このような目線で検討していくというものとなります。フォワード・ルッキングなリスク管理を端的に申し上げますと、この先について対応を考えておきたい脅威に対して未然に対応すること、あるいは予防的措置を施すこと、と定義できると考えます。海外では、OMERSやCPPIBは実際に実施していますし、ニューヨーク州の公的年金については、昨年内の導入を予定しておりました。それから、投資機会のあり方についても、ストレステストを通じて検討が進んでいるという実態も明らかとなっています。

こういった事例を通じて、今年度、当法人においても2つの試みを実施しております。この試行を通じて、ストレステストのベストプラクティスについて、情報提供依頼（RFI）を通じて調査をしていくことを検討しております。7ページのとおり、情報提供依頼（RFI）を本日まで実施しております。具体的な依頼内容としては、資産運用環境における脅威や、当法人のポートフォリオ上の脆弱性、また、これらのリスク情報を活用したリスクシナリオの作成や、作成時における合意形成の在り方となります。この公募の内容に基づいて、今後の推進について検討していきたいと考えております。

今後こういったリスク管理に係る課題については、法人内において共有のうえ、議論を尽くして、投資委員会に諮った上で運用委員会にて報告をさせていただきたいと考えております。

以上となります。

○新井委員長 どうもありがとうございました。

ただいまの説明につきまして、御意見、御質問などがありましたらお願いいたします。
加藤さん。

○加藤委員 道具がそろってよかったと思います。

コメントと質問です。最初にフォワード・ルッキングですが、私はフォワード・ルッキングなリスク管理と言われるものに若干懐疑的なのでちょっと注意していただければと思います。基本的にいろいろなシナリオを想定してリスクを見るという観点では、もちろんそれは大変よいことだと思いますが、何が起こるのかというのが、過去のデータに基づいた、例えば分散共分散行列などを使って、推定することになるので、その辺はよく頭に入れて、十分気をつけられたほうがいいのではないかと思います。

金融危機は、必ず前回と違うシナリオで起こるという話がよく言われます。リーマンショックのときも、想定とまるっきり違っていたということなので、そこは十分注意された

らいいのではないかと思います。

質問です。一応、道具がそろったということですが、この道具を使って、具体的にどんなモニターをして、それに対してどんなアクションをするのかということについて、ルールというか、行動規範みたいなものをつくるのか、もう既にあるのか、その辺に関してはいかがでしょうか。

●吉川運用リスク管理室企画役 今後、ルール等を作成する運びになるかと思います。第1弾としては解離許容幅の遵守管理方針がありますが、アクションに至るまでのPDCAが整備されたものとなります。これからはAladdin等を活用のうえ、どのようにアクションに結びつけるかについては今後の課題と考えます。

○加藤委員 何を見て、どのように対応するのかというルールを、これからつくっていくということですか。

●吉川運用リスク管理室企画役 はい。

●水野理事 誤解のないように申し添えますと、フォワード・ルッキングのリスク管理等で、リスクが測定された場合に、どういうアクションをとるかというのをルールベースでやる方がいいのかどうかということも考えなければいけないと思っています。

今、加藤先生がおっしゃったように、シナリオそのものも、人間は過去のパターンからなかなか離れられないわけですから、実際に起きたときの対応も、過去のパターンのもとに事前につくったルールどおりに動くことが果たしていいのかということもございます。ある程度、こういうことによって警告が鳴るということは重要なので、いろいろな形で警告が鳴るようにしようとは思っておりますが、アクションそのものについて、決まったルールにする部分と、そのときにみんなで知恵を絞って考えましょうという部分は共存させていく必要があると思っております。全てをルールベースでやるつもりはないということだけは共有させていただいたほうがよろしいかなと思います。

○加藤委員 プリンシプルベースということですね。

●水野理事 プリンシプルベースです。

○新井委員長 清水先生。

○清水委員長代理 5ページに、海外の各公的年金の実施のヒアリング状況が出ていますが、特に一番下のコラムにある「ストレステストは短期的な対応をとるためのものではない」とか「短期の変動は投資機会という整理」というのが私は非常に重要だと思っております。こういうストレステストのようなもので、フォワード・ルッキングな示唆をしたときに、先ほど避難訓練のような、いろいろな手段を考えるということをお話しされていたと思うのですが、そういった対応の仕方は、短期的な視野に立つものなのか、あるいは年金基金としての長期的な視野に立つものなのかによってかなり違ってくると思うのですね。

今後こういう管理ツールを利用して考えていく上では、今、ルールはつくらないとおっしゃいましたけれども、一番の基本姿勢として、このような短期の変動に対してはどうするのかといったことについて、やはりちゃんと何らかのルールをつくっておいたほうがいい

いのではないかとと思うのですが、いかがでしょうか。

●西原運用リスク管理室企画役 まさしく先生のおっしゃるとおりでございます。私どもがリスク管理をやっているのは、公的な年金基金ということで長期的な視野に立ったリスク管理ということなのですけれども、一方で、四半期開示が求められておりますので、四半期である程度、今、その状況が、どういう状況なのかということを開示している状況でございます。両方の要請にどのように応えていくということが割と悩ましいところではあります。

御案内のとおり、例えば銀行ですと、自己資本比率みたいなものがございまして、その経営体力の中で、今後1年間どれぐらい資本が毀損するかという考え方のもとでストレステストを実施しているのですけれども、清水先生がおっしゃるとおり、年金基金は長期的な観点からの、むしろ、そういった長期的な影響、私どもに及ぼすものはどういうものかということを経営と認識した上で、それに対する対応も、本来はより長期的な形でとっていくということだと思っております。

一方で、四半期開示の要請ですとか、いろいろなステークホルダーと申しますか、マスコミの方々とか、いろいろな憶測が出てくる状況になる可能性がございますので、そういったところへの短期的な対応と申しますか、当面の対応というものは、ある程度明確な方針を、ルールというよりはプリンシプルなのもかもしれませんけれども、そういうものをつくっていく必要があるのかなと考えております。

●水野理事 そもそもこういうストレステストというのは長期のリスクを制御しよう、あるいは事前に準備しようとするものであって、短期の運用にこれを生かして損切りルールをつくったりとか、そういう運用をしないけれども、どういう位置づけのものであるかというルールをはっきりしてくださいということをおっしゃっているのだと思います。

それであれば、もちろんそれは当然のことですので、ストレステストそのものの目的はきちんとはっきりさせまして、それと短期のアクションの、そこをどこまでルール、紋切り型のルールにするかということについては、先ほど加藤先生のほうで議論がございましたが、その2つの組み合わせでやっていくつもりですので、そこはよく御説明できるようにするつもりでおります。

○新井委員長 武田さん、どうぞ。

○武田委員 多少議論が重複しますが、私も、短期的にせよ、中長期的にせよ、警告が鳴る仕組み、確認できる仕組みを持つておくことは、よいことと思います。

ただし、中長期的なシナリオを幾つかのパターンで想定しておくとしても、過去の事例は必ずしも当てはまらないため、実際に何かが起きて想定と異なった際に、いかに機動的に対応できるようにしておくかという点は、別途考えておいたほうがよいと思います。

また、先ほどシナリオの事例として、トランプ効果の剥落とご説明いただきましたが、もう少し中長期的な視点、例えば日本の財政をどう考えるか等、海外の年金基金の視点にとどまらず、日本の視点に立ったリスクシナリオも考えておいたほうがよいと思います。

○佐藤委員 もし今の段階でおわかりであればちょっと教えていただきたいのですけれども、5ページに海外の公的年金におけるストレステストの実態という表があって、これについて、具体的にどういうシナリオでストレステストをやって、その結果をもとにして、彼らがどういうアクションをとっているのかとか、実際にどう使っているのかという事例を、もう少し具体的に教えていただけると大変ありがたいなと思いました。

もう一つ、ヒアリング結果①ストレステスト実施状況のところでは規制当局の指導に従いという言葉がありますよね。これは何か公的年金に対する、ストレステストをなささいというレギュレーションが入っているということなのですか。事実確認でお伺いしたのですけれども。

●吉川運用リスク管理室企画役 グローバルな規制当局はありませんが、この場合ニューヨーク州ということになるかと思います。

それから、ご質問のようなアクションや活用については、十分なヒアリングはしておりません。ただ、OMERSの場合、流動性リスクの重大性から、恐らく、資金流動性の手当に至るまでのリスク管理について、2年のスパンを使って分析しているのではないかと推測されます。

○佐藤委員 だから、こういうストレステストをやって、具体的に何に使っているのかという、実際の使い方を知りたいということと、ステートレベルでレギュレーションが入ることでしたけれども、ステートは一体どういう問題意識でストレステストの実施を義務づけているのかという、その背景を知りたいのです。なぜやらせるという指導をしているのかということをやはり知りたいと思うのです。何に対して、何のプリベンションとして、あるいは何を義務づけるためにこういうストレステストをやらせているのかという、その背景まで、この次のフォローアップの出張の機会とかがもしございましたら、そういうところで、もう一段掘り下げて御報告いただくと大変理解が深まるなと思いました。

○新井委員長 水野さん。

●水野理事 武田委員のポイントと佐藤委員のポイントについて、私からお話しします。

武田委員の言われたストレステストのシナリオについて、どういうものが出せるかということにつきましては、極論を申し上げますと、今、我々が簡単に思いついたり、朝の経済ニュースで言っているようなものが出てきたら余り意味がないわけでありますので、長期のリスクシナリオとしては、突拍子がないというか、そこまで考える必要があるのかというものが出てこなければ、本当の意味では、リスク管理ツールとしては弱いのかなと思います。1月20日から2月20日で、現在、情報提供依頼を行っておりますので、この中で、まさにこういうサービスをやっている会社さんからの提案が出てくる予定でございますので、ここのあたりから、どのぐらいのものが出せて、どのぐらい活用できるのかということ調べていこうという意味で、RFIを行っております。

佐藤委員の御質問につきましては、フォワード・ルッキングという言葉が曖昧で、ヒアリングのメモを見ていまして、どうもそれぞれ違うことを頭に思い浮かべながら答えて

いるのではないかという節もございませう。ただ、それぞれの年金基金が、ストレステストやフォワード・ルッキングのリスク管理にどのように取り組んだかということは勉強に値すると思っておりますので、今回ヒアリングもしておりますし、また、先ほどのRFIで使うような業者も、当然、こういうところを顧客に持っていますので、何らかの情報が入るのではないかと期待しているところでもあります。

○佐藤委員 ぜひお願いします。

●青貝投資戦略部長 出張に私も同行しました。長期的な意味でのストレステストになるかどうかはわかりませんが、例えば5ページにもあるような長期停滞論、釈迦に説法でございませうが、中央銀行のある種の施策によって、資産価格が高騰し過ぎているのではないか、あるいは全てが同じ方向に価格が動くのではないかというリスクを非常に気にしているという意見が海外年金基金でございませう。

それに対するアクションについてはなかなか見つけづらいものの、場合によっては、年金によっては資産の多様化をさらに進めていくというような、なかなか相関性の低い資産クラスを見つけ出すというのは、この御時世では非常に困難でございませうが、そういった視点を、海外年金基金は強く持っているといったことが印象的でございませう。

あと、先ほどのニューヨークの規制当局について補足でございませうけれども、これはニューヨーク州教職員年金基金でございませう。その年金基金の運用に何か不具合があった際、ニューヨーク州として、場合によっては財政的な補填をしなければいけないという親の立場から、年金基金において色々なリスクシナリオを分析してほしい、ストレステストといったものを考えてほしい、そんな立場にあると理解しています。その意味では、規制という言葉は、表現ぶりとしては少し誤解を呼んでしまったのかなと思っております。

以上でございませう。

○新井委員長 短期と長期を峻別するという事柄なわけですが、実際にはなかなか難しいところがあると思っております。リーマンショックのときのことを思い出してみましても、当初サブプライム問題が一部で騒がれたときに、これは短期的な現象で、そんなに大きな問題にはならないと大方の人が考えていたと思っておりますが、最終的には、あのような大きな金融危機になったわけで、短期、長期を事前に識別するのは、言うのは簡単なのですが、実際にどうなるかは事前にはよくわかりませう。現在の状況を考えてみますと、アメリカの大統領選の結果、政治的リスクが非常に高まっておりますし、国内の株式市場、債券市場を見ますと、中央銀行が非常に大きな保有割合を占めている状況下で、ショックが起こったときに、それを吸収する流動性に不安があるとか、考え出すとかなりリスクな状況になっている。言わずもがなですが日本の財政状況の問題もあります。

そういう中で、GPIFとして、シナリオ分析や、その他リスク管理の体制について十分なものを構築していただきたい。既にいろいろ始めておられるということ、先ほどの御説明でも伺ったわけなわけですが、ぜひしっかり取り組んでいただきたいと思っております。

○加藤委員 今、新井委員長の言ったことについてコメントしたいと思っております。私も長期・

短期の議論には若干違和感があります。長期は基本資産配分で長期に運用するということができないと思いますので、短期的なショックにどう対応するのかというほうが重要ではないかという気がします。

もう一つ別の質問です。Aladdinでオルタナティブもカバーされているのですが、これはどの程度カバーできるのですか。最大の問題は時価の問題、要するに、評価するときの価格があるかどうかの問題です。Sensitivity analysisをすと言っても価格が動いていないとわからないのではないかと思います。オルタナティブは、どのぐらいまでカバーできるという認識ですか。

●吉川運用リスク管理室企画役 Aladdinのインプットとしましては、NAV（時価純資産）やセクター、例えばベンチャーやデッドといった特性、ビンテージ等を入力のうち、計測されます。その上で、伝統的資産と比較可能な数値が算出されております。申し訳ありません。答えになっているかどうかわかりませんが。

○加藤委員 例えばマルチファクターモデルを使うと書いてあるのですが、これはオルタナティブも入っているのですか。

●吉川運用リスク管理室企画役 入っています。

○加藤委員 入っているということは、価格があるということですね。

●吉川運用リスク管理室企画役 そのとおりです。

●水野理事 Aladdinのシステムとしてはございます。ただ、個々のデータの信憑性とかファクター分析の有効性については、オルタナティブのリスク管理というのは、現実的には極めて難しいものであります。ですから、大概の年金基金の場合、オルタナは総量管理で枠外でやっておりますけれども、そういう意味では、GPIFも5%という枠が1つあります。ただ、その中で今は別管理になっておりませんので、オルタナのタイプによって債券に分けるもの、株に分けるものと、この間、ルールづくりを議論していただきましたから、そういう4つの資産の枠に割り振りながら管理はしていきますけれども、オルタナのリスク管理に関しましては別途やろうと思っています。ここは多分、どの年金基金もそれぞれいろいろやり方を試しているのが現実だと思います。

一方で、全体の5%が上限で、実際の今の計画では1%いくかいかないかというレベルで推移しておりますので、そういう意味では、全体のリスク管理への影響という意味においては、正直、当面はネグリジブルなのだろうと思います。その間に我々も精度を高めていくし、外からの知見やデータセットはとれないか、研究をしていきたいと思っております。

もう一つ、短期・長期の話なのですが、委員長もおっしゃったのですが、手前の政治リスク等々に関しましては、現在でもOxford Economicsやみずほ総研のレポートにもダウンケースシナリオとか、リスクシナリオとか、そういうのによるマーケットへのインパクトというのは既に提示されていますので、通常のAllocation Decisionの中で、考慮に入れてやっています。これに出てくるストレステストよりも、もうちょっと長期の、より

インパクトが大きいイベントについて、どうやってリスク管理をDecision Makingに入れていくかという議論になると思っておりますので、加藤先生が提示された短期・長期のことも含めて、まだまだこれからやることはたくさんあると思います。

●高橋理事長 オルタナティブにつきましては、少なくともAladdinの網の中には入っています。ただ、投資をするたびに、例えばインフラ投資であれば、当然、市場価格がありませんので、そのときの投資金額を入れて固定の利息が入ってきますという形で、例えばそれがドル建てであれば外貨債券の項目として見ていますが、自分たちで一個一個入れて、値段が、時間が来ればそれで修正して、ただ、全体でシミュレーションをするときに、金利が上がりましたと言ったら、その分、金利が上がるわけですが、ここの部分については評価が落ちるといって、トータルの中には反映されて、一応、オルタナティブも含めて、トータル、GPIFの財産のインパクトははかれる体制をつくっているということなのですが、一個一個のオルタナティブのアセットについては、都度、我々がメンテしていかないとなかなか正確なものにはならないということだと思います。

○新井委員長 若干テクニカルな質問で恐縮なのですが、Aladdinについてです。先ほどの説明資料の2ページにありましたマルチファクターモデルのことなのですが、御案内のレジームスイッチングの問題、危機局面とノーマルな局面で共分散構造は相当大きく変わります。そういうところも対応できるリスクモデルになっているのでしょうか。

●吉川運用リスク管理室企画役 委員限り3参考の最後のページのとおり、通常の相関関係を活用した計測とともに、相関関係自体の設定も可能です。

○新井委員長 よろしいでしょうか。

続きまして、委員限り4資産構成割合の管理状況等について（平成28年度 第3四半期）につきまして、事務局から説明をお願いいたします。

●五十里企画部長 委員限り4をごらんください。

これまで、四半期に一度、資産構成割合の変化をキャッシュイン、キャッシュアウトの視点と、あとリバランスの視点と、それぞれで御報告をさせていただいておりましたが、いかんせん表が見にくいという話もございましたので、短期資産の動きを視点到1表にまとめてみましたので御報告をさせていただきます。

表の右から2列目です。第3四半期というところをごらんいただきたいのですが、上の段はリバランス資金、回収額、配分額、それぞれ4資産について掲載をしております。第3四半期では、この黄色いところがございますけれども、配分のほうが4,595億多かったという状況でございます。これがリバランスの動きでございます。

この下の、今度はキャッシュアウト、国庫等とのやりとりの部分でございますが、まずは回収のほうでキャッシュアウト等、対応ファンドからの償還金と利金が第3四半期では8,581億、財投債の償還金と利金が5,044億、12月に新規寄託金が2兆4,008億ございました。これが当法人に入ってきた金額です。

一方で、10月と12月に国庫納付が1,600億ございました。これが出ていったほうです。し

たがいまして、キャッシュアウトの関係の資金で言いますと、短期資金が3兆6,033億ふえる方向に動いたということでございます。

その他の信託報酬とか、投資顧問報酬で、第3四半期は82億出てございます。

たがいまして、この第3四半期で短期資産の市場運用分は3兆1,356億ふえたということでございます。

9月のところを見ていただきたいのですけれども、9月の下のほうに3行ほどぶつ切りの表がございますが、9月のところの短期資産残高市場運用3兆8,910億が3兆1,356億ふえて、12月末で7兆266億になったということの内訳でございます。

ちなみに年金特別会計の残高でございますけれども、9月の段階では8兆4,000億ほどございましたが、12月末では2兆5,000億弱ということになってございまして、12月末で短期資産、積立金全体では9兆5,078億という状況でございます。

裏をごらんいただきまして、資産構成割合の推移でございますけれども、まだ速報と書いてございますが、12月末では国内債券が33.26%、国内株式が23.76%、外国債券が13.37%、外国株式が23.16%、短期資産が6.46%と、こういう資産構成割合になっているということでございます。

以上、報告でございます。

○新井委員長 どうもありがとうございました。

ただいまの説明につきまして、御意見や御質問等お願いいたします。

加藤さん。

○加藤委員 第3四半期末時点で、短期資産残高の市場運用分が7兆円ということで、かなり高くなっています。短期資産残高全体で言うと、6~7%ぐらいで余り変わっていないのですが、中身の内訳で、市場運用分が第3四半期末で言うとかかなり高くなっているという感じがします。これは基本的には市場に対する見方が反映されているということでしょうか。理解が間違っていますか。

●五十里企画部長 国庫からの新規寄託金が2兆4,008億ございますけれども、それを12月に国から引き受けてございますので、その影響もありまして7兆円を超えたというように認識してございます。

○加藤委員 これは市場運用分ですよ。

●五十里企画部長 市場運用分です。

○加藤委員 市場運用分が7兆円というのは、この表から見ると、歴史的に見てかなり高くなっている気がするのですが、その理由は何かというのが疑問です。

●五十里企画部長 ですので、今、申し上げました国庫からの新規寄託金が2兆4,000億ぐらいあったということと、その一方で、寄託金の償還とか国庫納付が、本来もう少しあるべきと見込んでいたのですけれども、その部分が厚生年金基金の代行返上みたいな形で、特にこちらから寄託金を償還しなくても国のほうで賄ってしまっているという現状もありますので、そういったものはあわせて、法人の市場運用分にたまってきているということ

でございます。

○加藤委員 返そうと思っていたら返さなくて良くなったということですね。

●五十里企画部長 年度当初は2兆円以上返すということで見込んでおるのですけれども、それが特に必要ないと言われてございますので、その影響もあるということでございます。

●厚生労働省宮崎大臣官房参事官 入りと出に関して、私から少し補足させていただきます。

国からの寄託金と特会からの寄託金は、通常ですと、毎年度終わった後に、6～7月ぐらいに、例えばこの金額で言うと2.4兆円ぐらいの部分というのは、6～7月に前年度分の譲与という形で寄託するというのが通例でございます。特会のやりくりなど、種々の状況を勘案しまして、ことしはその間、財投のほうに、一時的に、特例的に預けていたということで、通常は6～7月ぐらいに寄託という形でGPIFのほうにお願いする分が12月にずれた。それによりまして、12月末時点で急にぼんとふえたということがあります。それが入りの要素でございます。ですから、当然、6～7月の時期から12月にずれるということはGPIFのほうにはお伝えをしていますけれども、時期が半年ずれたということがございます。

一方、出のほうで国庫との関係で言いますと、今、御説明ありましたように、あるいははこの会でも何回か少し議論の対象になりましたように、厚生年金基金の解散等の影響がございまして、もともとの基本ポートフォリオ策定時などに想定していたときよりも、年金特会のほうに繰り上げで戻ってくる分が多いものですから、年金特会のほうでGPIFさんのほうから納付してくれとお願いする請求書を出さなくても済む状況になっていたということで、GPIFの出からしますと、ことしはその分が減っています。もちろんそれ以外の部分は投資判断という部分はあると思いますけれども、そういう状況でございます。

基本的に、近年はキャッシュアウトの局面だと思っておりますけれども、もう少し長いスパンで見れば、被保険者の増などによりまして、一旦どこかの時点でキャッシュインになって、また、25年後、基本ポートフォリオが想定しております想定運用期間を過ぎますと、キャッシュアウトに移るといような、長期的には、そういう趨勢で考えているところでございます。

●青貝投資戦略部長 短期資産の点につきましては、昨年末より運用委員会でも御説明をさせていただいているとおりでございまして、先ほど来、御説明があったように、キャッシュアウト、代行返上を中心とする当法人のほうで、想定よりも相当少ないキャッシュアウトになったことに伴う資金ということが一つであり、もう一つは市場の環境の変化による部分と、2つが相まった結果として、短期資産の水準がどう推移してきたかということ、12月より御説明し、それを受けまして、一方で、短期資産が多いのではないかと御指摘については、一定のメルクマールというか、歯どめをもって見ていくといったことも導入いたしておりますので、念のためではございますが、一応、そういった御議論をさせていただいたことについても改めて御説明させていただいた次第です。

以上です。

○新井委員長 水野さん、お願いします。

●水野理事 短期資産に関しましては、この表も少しずつ変えてきておりますが、少しわかりにくかった点があると思っています。突然、何で何兆円もふえているのだと。これはリバランスを見ていただくと、私ども、実は配分をリスク資産に対して行っている状況ではありますけれども、年金特別会計から入ってくる資金が数兆円単位でふえていまして、出るほうも予定されたものは出ていないということです。そういう環境下において、短期資産の残高だけを見ると誤解を招く可能性もあるということで、このようなりバランス資金、キャッシュアウト資金、あるいは年金特別会計の残高が皆さんに理解していただけるようにということで、こういう説明をさせていただいております。

年金の通常の運用、ライアビリティ管理というものはあるのですが、資金の出が兆円単位で動いておりますので、ここの短期資産の分に関しましては、なかなか難しい運用項目であるということは御理解いただけるとありがたいと思っております。

○新井委員長 ほかによろしいでしょうか。

続きまして、資料1本日の一部報道について及び資料2国内外の機関投資家との共同投資協定に基づくインフラ投資の開始について、事務局から説明をお願いいたします。

●三石審議役 それでは、資料1本日の一部報道についてという、私どもが2月2日に理事長コメントという形で公表させていただいたものでございますが、経緯で申し上げますと、その次の資料をごらんいただきたいと思っております。

もう既に、委員の先生方、御案内かと思っておりますけれども、日米首脳会談の前に、突如記事が出されまして、公的年金が米国のインフラ投資に協力をすると、それが首脳会談で提案されるというような記事でございました。私どもにとっても全く寝耳に水のような報道であったわけでございますけれども、その朝刊が出た後、すぐ、午前中のうちに、資料1にございますような形で高橋理事長のコメントを出ささせていただきましてインフラ投資を通じた経済協力に関する報道がなされておりますが、そのような事実はございませんということ。

それからGPIFは、インフラ投資を含め、専ら被保険者の利益のため、年金積立金を長期的な観点から運用しており、今後とも、その方針に変わりはありません。なお、政府からの指示によりその運用内容を変更することはありませんというような文章を、ホームページ、ツイッターあるいは記者クラブなどに投げ込みをさせていただきますとともに、運用委員の先生方にもメールで御報告をさせていただいた次第でございます。

しかしながら、その翌日、2月3日の金曜日、米国で70万人の雇用創出 首脳会談で提案へという形で、日本の公的年金資産の活用を当て込むということで、ここでは、ほかに政府系金融機関や、あるいは外国為替資金特別会計と並んで、GPIFの資金活用も見込んでいるという、また同じような、私どもの理事長の否定コメントを出した翌日に、さらにこのような記事が出た次第でございます。

この関係で、国会でも高橋理事長が参考人と呼ばれまして答弁をしておりますけれども、

ここで改めて、インフラ投資の現状につきまして御説明をさせていただきたいと思いますが、資料2でございます。

こちらは平成26年2月28日ですので、ちょうど3年前にプレスリリースをいたしましたものでございまして国内外の機関投資家との共同投資協定に基づくインフラ投資の開始についてというものでございます。

1枚おめくりいただきまして、1ページのところでございますけれども、もともと平成24年にオルタナティブ投資スキームについての調査研究というようなことで、インフラ投資に関するリターンが期待できるようなこと、また、その際の検討事項などについて調査研究が行われまして、運用委員会でも実施の必要性が議論されてきたところでございます。

参考のところがございますように、インフラ投資そのものは長期にわたり、安定した利用料収入等を見込む投資であるということで、安定したインカムゲインが得られるとか、あるいは利回りが一般の債券よりも高いとか、あるいは株式等の価格変動の影響を受けにくいというようなメリットを有するというように考えたところでございます、

実際には、共同投資という枠組みを使いまして、具体的には最後の3ページのスキーム図をごらんいただきたいと思いますが、内外のインフラ投資に関する豊富な実績を有します、まず外といたしましては、カナダのオンタリオ州の公務員年金基金（OMERS）と共同です。国内におきましては、やはり実績を有する日本政策投資銀行（DBJ）と一緒にあって、投資信託受益証券を購入するというような形で共同投資の枠組みをつくっております。

具体的には、まず左側からごらんいただきますけれども、OMERSさんのほうで投資案件の発掘を行いまして、さらには投資信託のスキームということですので、運用者はニッセイアセット、そして、助言を得るのがマーサーという形になっております。ここでOMERSさんが発掘した案件の中で適当と考えられるものについて、さらに個別の投資判断を行った上で、実際のインフラ案件に投資をすると、このようなスキームになっているわけでございます。

2ページに戻っていただきますけれども、最初の○の2行目のところでございますが先進国の電力発送電、ガスパイプライン、鉄道などのインフラに投資する共同投資協定ということでございまして先進国とございます。具体的にはOECD加盟国ということでございますので、当然、米国も投資対象としては含まれているわけでございますが、現時点では、たまたま課税上の問題などもございまして、米国には投資をしていないという状況でございますが、もともとの共同投資のスキームには先進国ということでございますので、米国も投資対象には含まれ得るというようなスキームでございます。

2番目のところは、先ほど申し上げたような共同投資スキームのことが説明されておりますけれども、実際には適切な投資案件が選定された際にGPIFが資金を拠出するというところでございまして、ここでは5年程度をかけて、最大総額27億米ドル、日本円にして2,800億円ということでございましたけれども、27年度末現在では、このインフラ投資の時価総

額が814億円という形で、資産総額に比べますと0.05%程度というところにとどまっております。繰り返しになりますが、現実には、米国のインフラには投資がされていないということでございます。

国会でも、この点がいろいろと議論になりまして、安倍総理のほうからも、自分はGPIFに指示をするような権限はない、そもそもそういったことは法律上も禁止されているというような答弁でございますとか、また、高橋理事長からも、経済協力のために米国にインフラ投資を行うということはあり得ないというような御答弁、そしてGPIFとしては専ら被保険者の利益のために投資判断を行うというような答弁をされてきたところでございます。

そうは言ってもインフラ投資につきまして、では、どういう国に投資をされているのか、一般の国民あるいは国会では検証できないではないかというような御議論がある中で、確かに、今、投資信託受益証券という形で、保有銘柄を開示した際にも受益証券という形での銘柄開示になっておりまして、どこの国に投資をしているかということは、銘柄開示の中でも出てこないという形になっております。

これは一つは、共同投資の枠組みでございますので、相手国との関係もでございます。さはさりながら、高橋理事長のほうから、今後につきましては情報開示を進めるという観点で、例えば地域別、国別の開示を含めまして、共同投資の相手先、あるいは運用委員会の先生方に御相談をして、開示のあり方については前向きに検討していきたいということを答弁いたしましたところでございます。

ということで、インフラ投資を含めますオルタナティブの情報公開のやり方につきましては、運用委員会の先生方にも御相談をさせていただきながら、どうやったら一般の方々にも御理解いただけるかという一方で、そういった共同投資スキームとの関係もありますので、どこまでなら開示が許されるのかというバランスがございましたけれども、また、御相談をさせていただきたいと、このように考えているところでございます。

以上です。

○新井委員長 ありがとうございます。

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いたします。

○清水委員長代理 今までも、GPIFのウエートの改定するときなど、決まる前にいろいろな報道を勝手にされてきたということで、いかがなものかと思っておりましたが、今回の報道については、どのような根拠をもとに、このようなことを1面で報道したのかと、本当に見過ごせないことであります。GPIFのほうで、すぐにコメントを出されたという対応はとても良かったと思います。

トランプ氏も報道に対してCNNに直接文句を言うなど、厳しい態度でいるのを見ますと、余りにも根拠がないことをここまで書くということに対して、直接的な一言を言いたいというのが、個人的な意見ではありますが、どうなのでしょう。

●高橋理事長 かなり強い調子でプレスリリースを出しまして、担当記者からは、デスクとも相談して、現実には正確ではなかったということで、翌日、おわびの電話が私のとこ

ろにございました。

○清水委員長代理 おわびも報道してくれないと困りますよね。

●高橋理事長 おっしゃるとおりです。

○清水委員長代理 こういう報道があって、なおかつ他紙も同調するとは、日本の報道がいかにもいい加減であるかということですが、こういう重要なこと、国民の年金にかかわることで、あおるようなことをするというのは、報道機関として甚だ遺憾なレベルです。何かの折に、今後のことも含めて、次にこういうことをしたら本当に何かありますよ、くらいのは、内々にでも言ってしかるべきではないかというような、今回の記事のひどさだと私は思っています。

●三石審議役 ちなみに、証券欄向けだと思いますけれども、株式市場で何か値動きがあったりすると、すぐにGPIFが動いたとか、いろいろな観測記事が出たりもするのです。これも全て外れておまして、1月に理事長が記者懇談会をされた際にも、あのような報道はおよそ当たっておりませんということも申し上げたのですけれども、それほどこたえていらっしゃらないのかというところが一つ。

それから、これに限らず、例えば土曜日には、ごらんになった方々もいらっしゃると思いますが、政府関係者からのコメントを得たというような形で、12月末のGPIFの運用実績がプラス8兆円であったと、これもまた事実とは全然違うのですけれども、見通しという形ではなくて断定的な記事が出ているということで、そういった報道の仕方についてはいかがなものかというところがございます。

前々から、広報については、委員の方々にいろいろと御心配をいただいているところでございますので、こういったところについて、確かに限界はございますが、どういう形でマスコミとおつき合いをさせていただくのか、私どもとしても肝に銘じて取り組まなければいけないと考えています。

○清水委員長代理 ちなみに、ツイッターは利用されなかったのですか。

●水野理事 ツイッターでは、この否定文書はすぐに。

○清水委員長代理 出したのですね。

●水野理事 はい。

○菅家委員 ひどい報道だと私も思うのですが、ニュースソースは絶対に明らかにしないと思うのですけれども、聞くところによりますと、もっともらしいペーパーが霞が関とか永田町界限に出回っているみたいなのも聞きました。逆に言うと、そういうところも、年金局がおられますけれども、きちんとした対応をぜひともお願いしたいと思います。

●厚生労働省宮崎大臣官房参事官 政府としての対応を申し上げますと、2月2日にそのような報道があって、GPIFさんのほうでも否定のコメントを出されましたが、当日の午前中の官房長官の記者会見で、直ちに、そういうのは全く事実と反するという発言を官房長官がされ、また、金曜日、官房長官が否定発言をし、理事長が否定コメントを出しているにもかかわらず、そこに一言も触れずに、このような書き方をするというのは報道のあり

方としてもおかしいのではないかということで、年金局のほうから抗議の電話もいたしました。

また、国会では、2月3日、7日に、衆議院の予算委員会でそれぞれ議論がありまして、ここは大臣、総理から明確に否定をされたということでございます。

その審議の中では、菅家委員がおっしゃったように、質問者からは出所不明のペーパーが出回っているというようなことを御質問の中で触れられたという経緯はございます。ただ、実際に我々も、そのペーパーを一切見ておりませんし、あるいは議会の中でも、それが正式に出てきたということではございませんでした。

総理からは、総理自身のお言葉で、私も新聞記事を見て初めてこんな話を知ったのだと、そもそも法律上できない話で、何か自分が指図するようなことはできないのだと、GPIFは、何が最適かということを経験して、最適な判断をしていくのであって、政府の指図は受けないのだということを繰り返しおっしゃられた。

こういうものを事前に止めるというのはなかなか難しいのですけれども、誤った報道等があれば、同じように、きちんと否定なり、あるいは抗議なりという形を、政府としてもしていきたいと思っております。

以上でございます。

○新井委員長 水野さん。

●水野理事 運用サイドからのコメントをさせていただければと思います。

先ほど三石の説明で、もともとOMERSの共同投資のプロジェクトの対象にも当然なっております。ただ、税制上の問題で投資が実現しておりませんというお話をさせていただいたのですが、実際にアメリカのインフラへ投資したいという世界の公的年金のニーズはもともと高く、普通に考えましたら、先進国のインフラでアメリカが対象になるというのは当たり前であります。一方で、FIRPTAという税制において適格公的年金の規定が曖昧だということで、GPIFを含め、OMERS等も投資した場合に課税の対象になるリスクがあるということで控えているのが現実でございます。

そのような税制が明確になれば、GPIFが、それこそ総理がお土産に持ってくるどころの話ではなくて、多分世界中の公的年金が、アメリカのインフラの投資案件を探すという事態が実際には発生すると思います。そうなりますと、逆に、GPIFあるいはGPIFの共同投資の相手方が、案件をとってこられるかというようなことになるのではないかと考えておりまして、現時点では、そういうことで投資はできておりませんが、環境が整備されれば、アメリカのインフラというのは、当然、世界の公的年金にとっては魅力的な投資先だということになると思っております。

○新井委員長 ほかにございませんでしょうか。

それでは、本日はこれまでにしたいと思います。

事務局から連絡事項等がありましたらお願いいたします。

●三石審議役 それでは、資料の取り扱いでございますけれども、冒頭も申し上げました

ように、委員限り4資産構成割合の管理状況等について（平成28年度 第3四半期）と、新聞記事については、大変恐縮でございますが、運用委員会終了後に回収させていただきますので、机の上に置いておいてくださいますよう、お願いをいたします。随行の皆様も同様に、お願いをいたします。

次回、第115回運用委員会につきましては、3月9日木曜日、14時から、当法人会議室で開催いたしますので、よろしくご願ひいたします。

○新井委員長 第114回運用委員会は、これで終了いたします。