

## 第16回資金運用委員会

平成23年6月27日（月）

【吉田事務局長】 定刻となりましたので、ただいまから第16回資金運用委員会を開会いたします。私、4月1日付で事務局長を拝命いたしました吉田と申します。よろしくお願ひいたします。また本年4月1日付で連合会事務局の幹部職員に異動がありましたので、ご紹介いたします。

馬返年金部長。

【馬返年金部長】 馬返でございます。

【吉田事務局長】 篠田運用企画課長でございます。

【篠田運用企画課長】 篠田でございます。よろしくお願ひします。

【吉田事務局長】 これから議事進行につきましては浅野会長にお願いいたしたいと存じます。なお、昨年1月13日の委員会でご了解いただきましたとおり、今回のこの委員会から資料については委員会終了後速やかに、議事録については7年経過後に公表することとなっております。

それでは、浅野会長、よろしくお願ひいたします。

【浅野会長】 それでは、議事に入ります。

まず初めに、報告事項のうち、①新基本ポートフォリオの実現に向けた投資についてと、②イベント発生時におけるリスク管理について、事務局よりあわせて報告をお願いいたします。

【事務局（松村）】 新基本ポートフォリオの実現に向けた投資についてご説明いたします。

現行の基本ポートフォリオは、平成21年度に答申をいただきまして、平成22年5月10日に総務大臣の承認を得て改正したのですが、平成22年度は年間資金収支を確認のうえ資金運用計画の策定及び変更を行い、新基本ポートフォリオの実現に向けて投資行動をとつてまいりました。

年度当初の投資方針ですが、平成22年度当初は、基本ポートフォリオの改正が承認されていないため、リバランス・ルールの特例措置を継続し、現物資産の売却を伴うリバランスを行わないことといたしました。かつ、

新旧基本ポートフォリオの許容乖離幅を含めた資産の上下限内で重なる範囲内に各資産の構成割合がおさまるよう、債券の売却や構成組合預託金の返還により新たに発生する現金を、資産構成割合が基本ポートフォリオの中心値から下方乖離している国内株式及び外国株式を中心に、金融市場の動向を慎重に見極めた上で、各資産に時間分散に留意して投資を行うことといたしました。

国内債券につきましては、資産構成割合が新旧基本ポートフォリオの許容乖離幅の上限に張りつく展開が予想されたため、1年限約1,400億円を目途とする20年ラダー型ポートフォリオの構築に必要な債券に限って購入することとし、その余の償還金や利金等は解約することといたしました。

次に基本ポートフォリオ改正後の投資方針ですが、基本ポートフォリオの改正の承認にあわせて、リバランス・ルールの特例措置を解除するとともに、投資予定日の属する月の前々月末及び前月末における4資産の資産構成割合の基本ポートフォリオの中心値からの乖離幅を踏まえて追加投資を行うことといたしました。

具体的には、基本ポートフォリオの中心値から下方乖離している国内株式、外国債券及び外国株式に時間分散に留意して投資を行うことといたしました。

5月までは基本ポートフォリオの改正前に投資額を決定しておりますので、当初の投資方針に基づき執行しております。4月は15日、国内株式に200億円、外国債券に100億円及び外国株式に200億円、5月は20日に国内株式に300億円、外国債券に50億円及び外国株式に150億円投資いたしました。6月以降は基本ポートフォリオの改正後の投資方針に基づき執行しております。

6月は、6月18日に国内株式に300億円、外国債券に50億円及び外国株式に150億円を投資いたしました。また、基本ポートフォリオの早期実現の観点から、国内債券の構成割合を減らすこととし、ラダー構築ファンドにおいて本年売却予定の債券の一部を当初の計画を前倒しして、6月の中旬から月末までの間に売却いたしました。

7月は、南欧諸国の財政問題の深刻化により外国債券市場が不安定であったことから、アンダーウエイトであったものの、外国債券への追加投資を見合せ、13日に国内株式に350億円及び外国株式に150億円を投資いたしました。

また、7月に入ても南欧諸国の財政問題の深刻化を背景に株価が大きく下落したため、内外株式の資産構成割合が低下し、国内株式においては下限を割り込む可能性も危惧されたことから、計画を変更し、6月に行つた国内債券の売却などによる手元現金により国内株式へさらに200億円を追加投資することとし、27日に執行いたしました。

8月についても、同様に外国債券への追加投資を見合せ、18日に国内株式に400億円及び外国株式に100億円を追加投資いたしました。また、基本ポートフォリオの構築を進めるという観点から、自家運用で将来保有する予定のない変動利付債を8月上旬から9月末までの間に売却いたしました。

9月は、国内株式に300億円、外国債券に50億円及び外国株式に100億円を9日、24日、27日の3回に分けて投資いたしました。また、金利の低下等により国内債券価格が上昇し、再度構成割合が上限に張りつく展開が見込まれたことから、自家運用で将来保有する予定のない財投機関債等を9月上旬から10月末までの間に売却いたしました。

10月は、国内株式に450億円、外国債券に100億円及び外国株式に250億円を13日と25日の2回に分けて投資いたしました。

11月は、アイルランドの財政不安が南欧諸国に拡大して外国債券市場が再び混迷することを危惧し、外国債券への追加投資額を減額し、国内株式に500億円、外国債券に100億円及び外国株式に200億円を9日と18日の2回に分けて投資いたしました。

また、依然として国内債券の構成割合が高かったことや、将来保有する予定のない銘柄を整理するという観点から、変動利付国債の残額を10月下旬から12月の初旬までの間に売却いたしました。その後、2月までは11月と同様に外国債券への追加投資額を減額して投資いたしました。

12月は国内株式に500億円、外国債券に150億円及び外国株式に

150億円を、7日と16日の2回に分けて投資いたしました。

1月は国内株式に300億円、外国債券に100億円、外国株式に100億円を14日に投資いたしました。

2月は国内株式に200億円、外国債券に100億円、外国株式に200億円を10日に投資いたしました。

また、後ほどご覧いただきますが、この段階でほぼ基本ポートフォリオを実現できました。

3月は、外国債券へ100億円を追加投資することを予定しておりましたが、大震災の発生に伴い、これを中止し、また、自家運用ファンドで予定していた債券の購入についても一部先送りして、臨時の資金需要に対応できるようにいたしました。

2月の構成比をご覧ください。2月の構成比はすべての資産が基本ポートフォリオの中心値からの乖離が1%以内となっております。このように2月末の段階では、基本ポートフォリオはほぼ実現できた状態でございました。

しかし、3月末の構成比ですが、先ほどご説明しましたとおり、震災後の臨時の資金需要に対応できるように短期資産を厚めに保有したことによりまして、国内債券と短期資産運用等が中心値から1%を超えて乖離しております。しかし、すべて許容乖離幅の範囲内におさまっています。

引き続きまして、イベント発生時におけるリスク管理についてでございます。

連合会では、基本ポートフォリオにかかるリスク管理につきましては、昨年3月の委員会でご協議いただき、22年度からインプライド・ボラティリティ、ヒストリカル・ボラティリティ、共分散指数、トラッキングエラー、相関係数といったリスクモニタリング指標や経済指標の確認を行っております。また、長期給付積立金のリスク管理については、昨年10月の委員会でご協議いただいたとおり、トータルリスクについては、その管理上の目安を設定し、基本ポートフォリオで想定しているリスクの範囲内にあるかという観点から、その他の指標については、状況が大きく変化していないかという観点から、月次でモニタリングを行っております。

そして、これらの状況につきましては、毎月開催される資金運用検討会議において報告しており、また、本日のこの委員会にも後ほどご報告することとしております。ここでは22年度には東北地方太平洋沖地震やP I I G S諸国のソブリンリスクの拡大など、市場に大きな影響を与えるイベントがありましたので、これらのイベント発生時における連合会の対応を報告いたします。

まず、東北地方太平洋沖地震発生後の対応としましては、1つは、基本ポートフォリオに係るリスクモニタリングを強化したことでございます。インプライド・ボラティリティと短期のヒストリカル・ボラティリティなど、イベント発生時に投資家の許容度の変化に敏感に反応して大きく動く指標を常務理事に報告し、今後の対応を協議いたしました。具体的には、これらの指標について毎日確認することにより、市場の動向を注視することといたしました。

2つ目は、東京電力の株式の売却です。連合会では、委託運用機関に対し、臨時のヒアリングを行い、東京電力の株式及び債券の保有状況や今後の方針を確認いたしました。震災前の2月末には12のファンドで保有しておりましたけれども、5月末までに9ファンドにおいて東京電力株を信用リスク銘柄として一部または全部を売却しております、5月末現在では、保有しているファンドは7ファンドとなっております。

なお、現在のところ、債券を売却したファンドはございません。

次に、P I I G S諸国のソブリンリスクへの対応でございますが、こちらも委託運用機関に対し、臨時のヒアリングを行い、その保有状況や今後の方針を確認いたしました。結果として、パッシブ運用の委託運用機関から、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの国債を順次売却した旨の報告を受けております。

以上でご説明を終わります。

【浅野会長】 ありがとうございました。それでは、ただいまの報告につきましてご意見やご質問等がございましたらお願いいたします。

【臼杵委員】 2点お伺いしたいのですけれども、1つは、基本ポートフォリオの実現に向けて、アンダーウェイトのアセットにお金を入れて、オーバーウェイ

トのものを売るというようなこと、これは基本的に理にかなっていると思うのですけれども、この債券の中でいろいろこう、例えば変動利付債を売ったりとか、ラダー構築に向けて売ったり買ったりとかされているわけですが、そのポートフォリオの中身自体がこの1年間で、例えばデュレーションがどうなったとか、NOMURA-BPIに対してどういう関係にあるかとか、その辺については具体的にどうなったか、あるいはどういう考え方でおやりになったかというのが1点目の質問です。

それから、もう1つは先ほどの東京電力に関してですけれども、前回までいろいろな話にあった中で、インハウスで事業債投資をやるとかいう話が確かにあったと思います。これはまだ始まっていないという理解なのかどうか。それが2点目の質問です。

**【浅野会長】** 1点目は、どうでしょう。運用状況の報告の中でまた詳しい説明がありますか。もしもあるのだったらあとに回していただいても結構ですが。もしあとでまた説明がないようだったら今お答え願います。

**【鈴木運用管理課長】** ただいまご質問ありました債券の売却についてはインハウスではなく、ラダー構築ファンドであり、組合から持ってきた債券について売却をしております。ラダー構築ファンドにつきましては、ラダーポートフォリオができましたらそれをインハウスのほうに移していくことと、債券のほとんどが構成組合から入ってきてているという状況により、デュレーションは、ラダー20年が8年ぐらいに対しまして、6年ぐらいと短くなっています。

そういう意味で、もともとベンチマークのラダー20年と比べると、かなりデュレーションの差は大きくなっているという状況です。

**【臼杵委員】** そうすると、ポートフォリオ全体としては少しづつデュレーションを伸ばしているという、そういう理解でよろしいのですか。

**【鈴木運用管理課長】** はい。債券全体では伸ばしています。

**【浅野会長】** 全体ではラダー型に近づいているけど、その一部だけをとると、まだ相変わらず短いということですね。

**【鈴木運用管理課長】** はい。

**【臼杵委員】** ラダー構築のほうから主に今売っていっているということですね。

【鈴木運用管理課長】 そういうことです。ラダー構築のほうで売っているということです。

【浅野会長】 それからもう1点はインハウスでの事業債の話ですよね。

【篠田運用企画課長】 自家運用において昨年度から事業債の購入が認められまして、3月にJR東日本の10億円につきまして購入をさせていただいております。

【浅野会長】 特に電力債には投資をしていないということですね。

【臼杵委員】 わかりました。まだすごい小さな金額だというのはよくわかりました。甲斐先生もこの話は前回までかなりおっしゃっていたわけで、まさに今回の東京電力の問題というのは銘柄が公共事業体かどうかというよりは、リスク管理の基本はやっぱりリスク分散かなと私も改めて感じましたので、そういう方法でやっていただければと思います。

【浅野会長】 ほかにご質問。どうぞ。

【宮井委員】 投資行動としてのリバランスを何回かされたということなのですが、これはアクティブファンドに追加投資をしたわけではなくて、リバランスマネージャーでこの売り買いをやったという理解でよろしいでしょうか。

【浅野会長】 お答えお願いいいたします。

【鈴木運用管理課長】 リバランスというか、追加投資のことなのですから、こちらにつきましては、リバランスマネージャーでなく、それぞれの特化型の運用機関のほうに入れていまして、パッシブのほうにも入れていますし、国内株式はアクティブのほうにも追加投資を行っているということでございます。

【宮井委員】 そうすると、パッシブだけでなく、アクティブにも入れているということですか。

【鈴木運用管理課長】 はい。そういうことです。

【宮井委員】 そうすると、アクティブ運用会社に均等に追加投資をしたわけではなくて、パフォーマンスを見ながら投資したことですか。

【鈴木運用管理課長】 はい。おっしゃるとおり、パフォーマンスの期待があるようなところに入れているということです。

【宮井委員】 過去何年間かのパフォーマンスの分析をした結果、実績から判断して期

待が持てるだろうということで、アクティブの運用会社に追加投資したということですね。

【鈴木運用管理課長】 はい。そういうことです。

【宮井委員】 その際、パッシブとアクティブの比率について何か基準を設けているのですか。

【鈴木運用管理課長】 こちらについては、パッシブ・アクティブ比率が国内株式については、アクティブ40%とパッシブ60%ということでございますので、そちらのほうを将来の追加投資の金額も含めてうまくバランスできるような形で入れていっているということです。

【浅野会長】 よろしゅうございますか。

【宮井委員】 はい。

【浅野会長】 どうぞ。

【甲斐委員】 イベント発生時におけるリスク管理について、こういう機会は今後も当然起こってくるだろうということで、要するに、結果が事なきを得たということで済ませるべきじゃないと思うのですよね。要するに、こういう問題についてどういうプロセスで対応したかということで、結果も大事ですけれども、ここに協議とか確認とかいろいろ出ていますけれども、その中身が適正であったかということのほうがより重要だと思うのですけれども、ちょっとわかりにくいのですね。そういう意味じゃ、報告して協議したとか、毎日確認したとかいうことはあるのですけれども、例えば何を確認しているのかですね。例えばある基準があって、その基準に照らし合わせてこうなのでこうだとか、そこら辺の問題についてちょっとこれはあまりにも、やっていることがわからないという感じなのですけど。その点について、要するに、リスク管理とは具体的にどんなことをやったのかということを教えていただけますか。

【浅野会長】 これは運用状況の中でまた詳しい説明があると思いますが。

【甲斐委員】 そうしたら、そっちでも結構です。

【浅野会長】 そちらでまた説明していただくことにしたいと思います。

ほかに。よろしいですか。そうしたらまた運用状況の説明の後で、こちらの説明についてもご質問いただくとして、次に移りたいと思います。

次は平成22年度長期給付積立金の運用状況等について、事務局より説明をしていただきます。

【篠田運用企画課長】 それでは、平成22年度長期給付積立金の運用状況についてご報告を申し上げます。

今年6月17日までの主要4資産のベンチマークの推移は、23年3月末は22年3月末に比べまして、国内債券及び外国株式のベンチマークが上昇し、国内株式及び外国債券のベンチマークが大きく低下をしております。

国内株式は5月から6月にかけて世界的な景気の腰折れ懸念と円高の進行による業績悪化の懸念により急落した後、一進一退の展開となり、その後、日米の金融緩和策を好感して上昇基調に転じ、新興国主導の世界経済の回復を背景に上昇基調が継続いたしましたが、東日本大震災の発生とその後の福島原発事故の深刻化から大幅に下落をいたしまして、平成23年3月末の配当込みTOPIXが平成22年3月末に比べて大きく下落をしてございます。

次に外国株式でございます。欧州の財政不安の影響、世界的な景気の腰折れ懸念から5月に急落した後、9月以降は回復基調で推移し、リビア情勢の緊迫化や東日本大震災により一時的に下落する場面もございましたが、好調な企業の決算発表やM&Aの活発化を好感して、上昇基調で年度末を迎える、平成23年3月末のベンチマークは平成22年3月末に比べて上昇してございます。

国内債券は、長期金利は9月末までは一時的に上昇する局面もございましたが、ほぼ一貫して低下してございます。10月以降は米国の長期金利が上昇したことに加え、株式市場が堅調であったことなどから、長期金利は上昇基調で推移いたしましたが、東日本大震災の発生により株価が下落すると、リスク回避志向から国債を買う動きが加速し、長期金利は低下に転じ、23年3月末のベンチマークは22年3月末に比べて上昇しております。

外国債券でございますが、各国の長期金利も国内の長期金利と同様に、9月末まではほぼ一貫して低下してございましたが、その後は米国の長期

金利は11月のF R Bの追加金融緩和策、それから、ブッシュ減税の延長などによりまして、米国の景気回復の期待の高まりから上昇基調に転じましたが、リビア情勢の緊迫化などを受けて再び低下をしております。

一方、ドイツの長期金利は、10月以降はリビア情勢の緊迫化や東日本大震災の発生により一時的に低下する場面もありましたが、堅調なマクロ経済の状況を反映して、上昇基調で推移しております。為替相場では、9月の日本の為替介入や3月のG 7による協調介入により、一時的に円安に振れる場面もありましたが、期を通じて見ますと、欧州の財政問題の深刻化などから、逃避通貨として円が買われたことにより円高が進行しております。

このように米国の長期金利は低下したものの、欧州の長期金利が上昇基調で推移したことや期を通じて円高が進行したことにより、23年3月末のベンチマークは22年3月末に比べて大きく低下をしております。

なお、今年度に入ってからでございますが、福島原発事故の收拾を含む震災後の復興復旧の遅れ、世界的な景気鈍化懸念により、内外株式が下落基調で推移してございます。

22年度の資産構成の推移でございます。先ほどご説明したとおり、22年度は新基本ポートフォリオの実現に向けて時間分散に留意しながら投資行動をとつてまいりましたが、2月末には基本ポートフォリオをほぼ実現してございます。

23年3月末をご覧ください。23年3月末の時価総額の合計は、9兆3,590億円で、22年3月末の時価総額の合計の9兆5,204億円から1,614億円減少しております。時価総額が約1,600億円減少した主な要因は、年金収支はマイナス約2,400億円となったものの、資金運用による収益が約800億円あったことによるものでございます。

国内債券は22年3月末から売却、償還により、5,144億円減少して、5兆7,826億円となっており、構成割合は61.8%となっております。

国内株式は22年3月末から追加投資等によりまして、3,347億円増加して、1兆1,100億円となっており、構成割合は11.9%となっております。

外国債券は22年3月末から追加投資等により、553億円増加して、3,852億円となっており、構成割合は4.1%となっております。

外国株式は22年3月末から追加投資等により、2,127億円増加して、9,182億円となっており、構成割合は9.8%となっております。

貸付金は、組合員に対する貸付金が減少したことにより、1,068億円減少して、5,560億円で、構成割合は5.9%となっております。

短期資産運用等は、預託金管理経理における短期資産運用額の上限の見直しなどの効率的な運用に努めた結果、1,428億円減少して、6,070億円となっており、構成割合は6.5%となっております。

なお、3月の東日本大震災発生後は臨時の資金需要に備えるため、予定しておりました追加投資を中止するなどにより短期資産運用額を厚めに保有しておりますが、基本ポートフォリオの許容乖離幅の範囲内となってございます。

次に、22年度の運用状況でございます。通期の修正総合利回りをご覧ください。国内債券はプラス1.92%、国内株式は株価の下落によりマイナス6.50%、外国債券は円高の影響でマイナス6.73%、外国株式は株価が上昇したことによりプラス4.15%、貸付金はプラス2.40%、短期資産運用等は、ファンド内の短期資産が円高の影響を受けたことによりマイナス0.03%となっております。

結果、資産全体ではプラス0.80%となりました。このように国内株式と外国債券の収益率がマイナスとなったため、21年度のプラス5.69%からは大きく低下しておりますが、第1四半期の欧州財政危機に端を発した内外株式の大幅下落や、年度末の東日本大震災という大きな出来事があったにもかかわらず、プラスの利回りを確保することができました。

当連合会がプラスの利回りを確保できたのは、株価が大きく下落した第1四半期は内外株の資産構成割合が低かったため、そのマイナスが比較的小さかった一方で、基本ポートフォリオの実現に向けて追加投資を行ったことが、株価が上昇基調となりました第2四半期以降に功を奏したものと言えます。

次に、信託運用の収益率でございます。

22年度の信託運用は、外国債券を除く3資産がベンチマーク収益率を下回っております。

国内債券は、長期、超長期ゾーンを中心に、金利が低下する市場環境下で残存期間の長い債券ほど収益率が高くなりましたが、連合会ファンドはベンチマークと比較して、残存期間の短い債券の保有比率が高く、長い債券の保有比率が低かったことからベンチマークの収益率を下回っております。

国内株式は、企業業績が前年度に続いて順調に伸びていく市場環境下で、企業のファンダメンタルズを分析して、銘柄を選別するアクティーブファンドが好調でしたが、パッシブファンドの追加投資に伴う技術的要因により、ベンチマークとの差異が生じた結果、全体ではベンチマークの収益率を下回っております。

外国債券は、現地での利金に対する課税や証券管理手数料等により、通常はマイナスとなるところですが、財政危機により価格が大きく下落したギリシャ国債やアイルランド国債、ポルトガル国債を資産保全の観点から早期に売却したことが奏功し、ベンチマークの収益率を上回っております。

外国株式は、異例の金融緩和策が行われる中、M&A活発化等により、企業のファンダメンタルズから乖離した値動きが見られるようが多く、一部のアクティーブファンドの銘柄選択が十分に機能せず、パッシブファンドにおける現地配当課税等の影響もあり、全体でベンチマークの収益率を下回っております。

次にパフォーマンス評価要因分析でございます。

連合会ポートフォリオの収益率はプラス0.80%、ベンチマークはプラス0.56%、超過収益率はプラス0.25%となっております。

パフォーマンス評価要因分析は、資産配分要因がプラス0.26%、個別資産要因はプラス0.05%、複合要因はマイナス0.07%となっており、超過収益率がプラス0.25%となった要因は、資産配分要因のプラスが大きかったためと言えます。

資産配分要因のプラス0.26%の主な要因は、国内株式のプラス0.13%と外国債券のプラス0.09%で、これらの資産はベンチマーク収益率

が国内株式はマイナス 9.23%、外国債券はマイナス 7.54%と、⑦のベンチマーク収益率の合計のプラス 0.56%を大きく下回っておりましたが、これらの資産構成割合が国内株式は 1.4%、外国債券は 1.1%のアンダーウェイトであったことによるものでございます。

個別資産要因では、国内債券のマイナスと国内株式のプラスが相殺し合う結果となりました。

【事務局（徳永）】 引き続きまして、基本ポートフォリオに係るリスクモニタリング指標の状況につきましてご報告いたします。

まずモニタリング指標等の状況でございます。ボラティリティ及び共分散指標の状況についてお示ししております。

インプライド・ボラティリティは、3月末時点で、1年前の平成22年3月末に比べまして、日経平均株価の方は大きく上昇し、VIXはほぼ同水準という形になりました。

3月11日に発生いたしました震災の直後に相場が急変動したことを受けまして、3月の中旬に両指標とも大幅に上昇いたしました。3月16日にピークをつけた後は低下いたしましたものの、日経平均株価のインプライド・ボラティリティは依然として高止まりいたしました。ただし、基本ポートフォリオの策定時の想定の範囲内にはございました。

なお、4月以降につきましては、両指標とも落ちついた動きをしております。

次にヒストリカル・ボラティリティは、基本ポートフォリオ全体につきましては、1年前の平成22年3月末に比べまして、短期、中期とも上昇をいたしました。基本ポートフォリオ策定時の想定リスクと比較いたしまして、短期の指標は、ほぼ同水準で収まってございます。直近の5月末につきましても3月末とほぼ同水準にございます。

共分散指標につきましては、3月末は平成22年3月末と比べまして、ほぼ横ばいとなってございます。

続きまして、相関係数の状況でございます。過去1年間の各資産間の相関係数の状況と、現行基本ポートフォリオの策定に用いた相関係数とを比較いたしますと、3月末の算出分におきましては、円貨建株式と外貨建債

券、円貨建株式と外貨建株式、それから、外貨建債券と外貨建株式の3資産におきまして正の方向への相関が強い状態が継続いたしております。

ただし、直近の5月末算出分におきましては、その状態が弱まっており、基本ポートフォリオの策定に用いた水準に近づいております。

続きまして、トラッキングエラーの状況でございます。基本ポートフォリオの前提値に基づき算出をいたしました基本ポートフォリオとのトラッキングエラーは、資産構成割合が基本ポートフォリオからの乖離率が縮小したことにより、1年前の平成22年3月末に比べまして低下をいたしております。

続きまして、ご参考といたしまして、その他の経済指標等についてご説明をさせていただきます。

前回ご報告時以降の昨年度の状況でございますが、景気の先行きを示す指標である日本の景気動向指数は、前月を上回る状況が続いておりました。米国の製造業の業況を示す指標でありますISM指標につきましても前月を上回る状況が続いております。

それから、景況感を示すリビジョンインデックスにつきましても、米国と日本につきましては、基準の0%を上回り、ユーロ圏につきましてもプラスへの浮上を伺う状況でございました。

なお、直近、今年度に入りましてからでございますが、景気動向指数は低下傾向、ISM指数も基準の50は上回っているものの、低下傾向にあります。リビジョンインデックスにつきましても、米国は横ばいながらも日本とユーロ圏については、基準となる0%を下回っているなど、景気回復ペースが弱まっていることが示唆されてございます。

以上でございます。

【事務局（小島）】 それでは、引き続きまして、平成22年度の長期給付積立金のリスク状況について報告いたします。

まずベンチマークでございます基本ポートフォリオのトータルリスクは、5月末にかけて大きく上昇した後、2月末までは低下基調で推移いたしまして、年度末にかけて再度上昇いたしております。

5月末にかけまして、トータルリスクが急上昇しておりますが、これは

一つには5月より新基本ポートフォリオを適用したため、相体的にリスクの高い資産のウェイトが従来より高まったことが挙げられます。また、当時は、ギリシャの国家財政粉飾問題に端を発しました同国の財政危機問題の欧州周辺諸国への広がりがまさに懸念されていたころでございますので、市場では急速な円高が進行いたしまして、内外株式ともに大きく時価が下落するなど、資産価格変動率、ボラティリティが急速に高まったころでありましたので、このことも基本ポートフォリオのトータルリスクの上昇要因として挙げられます。

次に、個別資産ごとトータルリスク推移でも外国株式及び外国債券のトータルリスクが相対的に大きく上昇しておりますが、ただ今ご説明しました資産価格変動率の急速な高まりの部分でございます。

その後は、時間の経過とともに、個別資産のトータルリスクが徐々に低下していくのとほぼ期を一にするように、基本ポートフォリオのトータルリスクも低下していきましたが、日本での震災発生を機に、外国株式、外国債券及び国内株式のトータルリスクが上昇しましたことから、年度末にかけては小幅に上昇しております。

なお、新年度に入りまして、直近の5月末の数字で申し上げますと、3月末よりも低い水準になっております。次に、長期給付積立金のトータルリスクでございますけれども、こちらは投資行動といたしまして、新基本ポートフォリオの実現に向けて、国内株式、外国株式、外国債券等の相体的にリスクの高い資産への資金追加を時間分散に留意しつつ、4月から2月まで毎月順次実施しまして、トラッキングエラーの極小化に努めてまいりました。

5月末はこの資金追加に加えまして、先ほどご説明しましたけれども、ギリシャの財政危機問題の周辺諸国への広がりというのが懸念された局面でしたので、資産価格変動率の高まりによって、トータルリスクが上昇しております。

その後、6月末から8月末にかけましては、トータルリスクがおおむね横ばいで推移しておりますが、この間の個別資産ごとのトータルリスクというものが低下基調にございまして、リスク資産への資金追加の影響を相殺

したため、横ばいになっているということでございます。

8月末以降は、年度末までトータルリスクは上昇基調でございました。

これは資金追加に加えまして、その後、2月末まで内外株式の時価が上昇しておりましたので、両資産のウェイトが上昇したことが影響しておるというところでございます。

3月でございますけれども、震災により震源地でございます日本株式は下落した一方で、相体的に底堅い動きを見せました外国株式の時価の上昇というのが影響が大きく、トータルリスクというのが上昇しているというような形でございます。

なお、3月末時点のトータルリスクにつきましては、先ほど管理上の目安という話が出ましたが、その管理上の目安の範囲内に入っております、直近の数字、5月末の数字で見ましても、3月末より低下した数字ということで、この管理上の目安の中に入っておりますので、特段注意を要するような数字とはなってございません。

簡単ですが、以上でございます。

【浅野会長】 ありがとうございました。それでは、ただいまの説明につきましてご意見やご質問等がございましたらお願ひいたします。

【芹田委員】 質問は2つです。1つ目はこのトラッキングエラーに関連することです。先ほどトラッキングエラーが基本ポートフォリオに近づいた結果としてかなり低下してきているという、非常に望ましい流れが説明されていました。それに対して、その後のご説明では、推定トラッキングエラーがかなり高くなっています、21年度末に比べて少し増えています。その整合性についてご説明をいただきたいというのが1点です。

もう1点は、パフォーマンス評価の要因のうち国内債券の個別資産要因がかなりマイナスになっているということはやはりラダー構築ファンドのポートフォリオからの乖離の影響の部分が大きいと考えて良いのかということです。

【浅野会長】 まずトラッキングエラーについてお答え願えますか。

【鈴木運用管理課長】 まず最初に説明したトラッキングエラーを計算する上での数字については、基本ポートフォリオを策定するときの前提となるパラメータ

を使っており、後で説明した推定トラッキングエラーは、まさしく推定トラッキングエラーとありますように、Barrarのパラメータを使っているというところで違いが出てきているのと、もう1つは、実際のファンドのデータも入っているということで違ってきているということでございます。

21年度より増えていることについては、実際のファンドのデータが入っていることで、国内債券パッシブが先ほどもお話ししましたように、デュレーションの関係でトラッキングエラーが大きくなっているということがございます。

【浅野会長】 よろしいですか。

【芹田委員】 基本ポートフォリオには近づいてはいるけれども、Barrarモデルを使うと、トラッキングエラーが特にこの1年間で低下したということがあまり出てきていないというのは、どこに原因があるのでしょうか。

【臼杵委員】 Barrarのパラメータというのは足元をすごく反映しているということですか。

【鈴木運用管理課長】 足元は反映しています。

【臼杵委員】 基本ポートフォリオをつくったときの相関とかボラティリティが実際にはそうなってなければ当然そういうふうになってきますよね。

最初の説明のほうは基本ポートフォリオをつくったときの分散、共分散行列で推計しているけれども、Barrarモデルを使っている後の説明のほうは足元の分散、共分散行列の影響がかなり出ているのだとすれば、それは当然乖離が出ていて、だから、足元の分散、共分散行列を前提にすると、基本ポートフォリオは最適には、今の段階ではなっていない。それを反映しているのがトラッキングエラーの上昇かなと思いました。それから、そういう意味ではさっきお話があったように、去年の5月ぐらいにポンとトータルリスクが増えたのも、これもBarrarでやっている足元のリスクが増えたことが反映されているという、そういうことですかね。

【浅野会長】 私の理解はちょっと違っていまして、その最初のほうのトラッキングエラーというのはアセットアロケーションでのトラッキングエラーを示しているのではないでしょうか。

【鈴木運用管理課長】 そういうことです。

【浅野会長】 これに対して後のほうの長期給付積立金全体の推定トラッキングエラーというのは、各資産のベンチマークに対するトラッキングエラーを、加重平均したという意味じゃないでしょうか。

【鈴木運用管理課長】 後のほうの推定トラッキングエラーのほうは資産配分リスクと資産配分以外のリスクで2つを内包しているということです。

【浅野会長】 そうしたら、この後のほうの推定トラッキングエラーというのは、最初のほうのトラッキングエラーの状況とはどう違うのですか。レベルもかなり違いますよね。

【鈴木運用管理課長】 最初のほうは資産配分のところでトラッキングエラーが出ています。

【浅野会長】 推定トラッキングエラーのほうは？

【鈴木運用管理課長】 後のほうはその資産配分の部分と、あともう1つは、実際にその資産の中で運用しているファンド、要するに、アクティブの状態の部分です。

【浅野会長】 こっちは両方含んでいるということですね。

【鈴木運用管理課長】 両方含んでいます。

【浅野会長】 だから、アクティブの要素と基本ポートフォリオからのずれの要素と両方含まれているということですね。

【鈴木運用管理課長】 はい。

【浅野会長】 21年度比というときには、この推定トラッキングエラーというのは、要するに、21年度の基本ポートフォリオ、古い基本ポートフォリオではかったときのトラッキングエラーが出ているということですね。

【鈴木運用管理課長】 そうです。

【浅野会長】 だから、そのときよりはリスクをとっているということになっているというわけですね。

【鈴木運用管理課長】 はい。

【浅野会長】 トータルリスク推移で、5月のところでポーンと上がっているのは新しい基本ポートフォリオに変えたため、基本ポートフォリオのトータルリスクが上がっているのですね。それに対してまだ実際のポートフォリオのほ

うはそこまで行ってなくて、それより小さかったのだけど、だんだん基本ポートフォリオに近づけていくことによって、最後は両者がほぼ一致しているところにおさまってきていると、こういう理解でよろしいのでしょうか。

【鈴木運用管理課長】 はい。そういうことになります。

【芹田委員】 今のお話ですとやっぱり基本的にはモニタリングをするために使っているモデルでのトラッキングエラーや、その他の指標と、基本ポートフォリオの過去の分散、共分散行列、期待リターンに基づいている部分とは使い方が少し違い、区別してやっているという理解でよろしいですか。

【鈴木運用管理課長】 はい。

【芹田委員】 わかりました。ありがとうございました。

【浅野会長】 はい。トラッキングエラーについては、よろしいですか。

それから、もう1つの質問は債券のパフォーマンスに関する質問でしたが。

【馬場統括投資専門員】 それは先生がおっしゃったとおりで、ショートデュレーションになっているために出ているものでございます。

【浅野会長】 ほかにご質問。どうぞ。

【臼杵委員】 今のことですが、パッシブもショートデュレーションになっているということですか。

【馬場統括投資専門員】 はい。ラダー構築ファンドはベンチマーク・インデックスをトラックするという意味では、パッシブではないのですけれども、積極的にアルファをとりに行っているものではないということで、パッシブに区分しているものですから、そこがそういう数字として出ています。

【浅野会長】 まだ完全にラダーになっておらず、移行途中のファンドがあって、その部分のデュレーションが短くなっているので、金利が下がるとその部分でこういうことになったということだと思います。

【宮井委員】 先ほど収支について、22年度に比べて23年度は若干、1,600億円ほど減りましたという報告がありました。年金収支で見ると、マイナス2,400億円でしたという話だったのですが、これは見通しどおりということでおろしいですか。それで、これについては特にまだ運用の中では今のこところまだ気にしなくてもいいという、そういうことでいいのでしょうか。

もう1つは、これはベンチマークとの超過収益率の比較についてですけれども、例えば国内株式のパッシブのところを見ますと、超過収益率がマイナスで、これは結構大きいのではないかと思うんですね。21年度の数値と比べても結構パッシブのほうが大きくなっていますし、外国株のほうのパッシブもちょっと大きくて、アクティブよりも大きくなっているというようなところが見られるのですけれども、これは何か理由があるんでしょうか。

【浅野会長】 はい。お願いします。

【鶴巻財務部長】 まず私からは年金収支の見通しについてのお話を申し上げます。これは大体このようにマイナスになっていくんだろうというのは想定していたとおりでございます。今年度のマイナスの大きさから見れば、資産を現金化することなく対応できる状況でございます。即ち、債券の償還される分などを回していくことで、今年度は対応できます。来年度以降は、ある程度資産をキャッシュ化して年金を支払っていくことになりますが、それでも現時点で9兆円以上ある資産を急に食いつぶすというような状況ではございません。

次の質問については課長から答えさせます。

【鈴木運用管理課長】 国内株式については、先ほど資金追加のお話がございました、国内株式パッシブは、もともと時価で3,900億円ぐらいに対して3,280億円追加をしており、もとにある資産に対して非常に追加額が多かつたということで、そこの中で取引のコストの部分と修正ディーツ法で実際に計算している部分の2つの要因が出ているということです。外国株式についても基本的には同様のことで、こちらのほうについても6,000億ぐらいのところに1,800億ぐらい追加していますので、同じようなことが出ています。今回は非常に多額な金額を追加したということで、そういう部分が出ています。

【浅野会長】 よろしいですか。私が若干コメントすると、例えば国内株式全体で見ると、超過収益率はマイナス0.29になっていますが、パフォーマンス要因分析を見ると、個別資産要因はプラス0.33と、こっちはプラスになっています。

時間加重収益率だと、今説明があったように売買コストがマイナスに出てきてしまうのですが、昨年度はたくさん追投をしているから、それが大きく出ているのではないかでしょうか。これに対してパフォーマンス要因評価では、これは金額加重みたいな数字ですから、タイミング的にはよいタイミングで追投をやっているので、国内株式も外国株式もそれがプラスに出来ているということではないでしょうか。コスト分を十分カバーして、いいタイミングで追投したということで、こういう結果になっているということです。

それから、トータルで0.8%というリターンはほかと比べると若干いいのではなかろうかと思います。いろんな共済、GPIFは、ちょっとマイナスじゃないですか？

【宮井委員】 GPIFは、マイナスでしたか。

【臼杵委員】 まだ発表になっているか、僕はよく知りませんけど、多分ちょっとマイナスではないかと言われているようです。

【篠田運用企画課長】 ほかの共済組合にも聞いておりますけれども、まだ発表前ということでありますが、マイナスというような報告を受けてございます。

【浅野会長】 ほかにご質問ございませんでしょうか。ご意見等ありましたらお願ひいたします。

【臼杵委員】 先の話で、もしここで申し上げるのが適当でなかつたらお許しいただきたいんですけども、今年度のキャッシュについて、例えば国庫負担の問題とか多分今出ているかと思うんですが、基本的には、それは直接こちらにはあまり影響ないということでおろしいんでしょうか。

【浅野会長】 キャッシュフロー、給付のほうが増えているから、それとの関係でということですか。

【臼杵委員】 はい。例の震災関連で、公的年金、基礎年金部分の国庫負担を繰り延べるという話があるんですけど、それは直接関係ないということでおろしいでしょうか。

【事務局（松村）】 基礎年金拠出金の負担金については、法案が通る予定のものがまだ通っていないということがあります。それが通らないとなると、やはりマイナスの影響は受けます。

【臼杵委員】 ただ、それは規模的にはそんなに大きな問題じゃないですかね。

【事務局（松村）】 全体から見ればそうです。

【浅野会長】 先ほどの短期資産を厚めに積んでいるというのはそこら辺の意味があるのですか。これは関係ないですか。

【事務局（松村）】 短期資産を積んでいるのは、構成組合から預託金の増額の要請があったときに対応できるようにすることを主に考えてのことです。

【浅野会長】 よろしいですか。ほかにございませんか。

それでは、ご意見等ないようですので、次の協議事項に移りたいと思います。「本年度の検討課題と進め方について」、事務局より説明をお願いいたします。

【篠田運用企画課長】 それでは、本年度の検討課題と検討の進め方について、ご説明をいたします。

本年度の検討課題は、基本ポートフォリオの検証・見直し、新たな運用手法についての2つでございます。まず基本ポートフォリオの検証・見直しにつきましては、長期給付積立金に関する基本運用方針のⅡの3に、「基本ポートフォリオは、策定時の前提条件等を毎年1回検証し、必要に応じて見直すものとする。また、急激な市場変動があった場合には、必要に応じて見直しを検討するものとする。」と規定されておりますことから、基本ポートフォリオの策定時の前提条件等を検証し、必要に応じて見直しについてご審議いただきたいと考えてございます。

新たな運用手法につきましては、引き続き、研究を行ってまいりますので、これらについてご意見を賜りたいと考えております。

なお、これらの事項のほかにも資金運用に関して検討する事項が生じた場合におきましては、必要に応じてご審議をいただきたいと考えております。

次に、資金運用委員会の検討の進め方とスケジュールをご覧願います。

今年度の検討の進め方につきましては、10月下旬ごろに基本ポートフォリオの検証及び新たな運用手法についてご審議をいただきまして、12月に答申についてご審議をいただきたいと考えてございます。

以上でご説明を終わります。

【浅野会長】 ありがとうございました。

それでは、本年度の検討事項についてご意見等ございましたらお願ひいたします。

基本ポートフォリオの検証見直しとか新しい運用手法とかで、具体的にこういうことをという中身について、特に事務局のほうでは何かお考えのことありますか。

【鶴巻財務部長】 検証については、昨年度も行いましたようにいろいろ基礎数値などのチェックをしてまいりたいと考えてございます。それと新たな運用手法については、常日頃私ども事務局として情報収集をしておりますが、単に知識を蓄えるだけでなく、基本ポートフォリオに対してどのような意義を持ちうるものなのかということも含めて考えていきたいと思っております。

【浅野会長】 ということで、あまり具体的な資産・手法が念頭にあるということではなさそうですが、皆さん方で特にこういう点に留意すべきだというようなことがありましたら、ご発言をいただければと思います。

【臼杵委員】 さっき申し上げたことに関連するのですけど、また公務員と民間の一元化みたいな話がまた出てきているわけですが、これはこここの場合はそこについてはある程度考慮しながらこれまでやってきてているし、特に、一元化が非常に進展したからといって、何か運用に大きな影響はないと考えいいですか。

それから、これもさっきの話とも関連するのですけれども、そういう中で、ほかの共済とか公的なところですと、やっぱり非常にキャッシュアウトが今大きくなっているのですが、そこについては、先ほども確認させていただいたように、これも少なくとも今後、例えば次回の基本ポートフォリオの見直しまでの間はそれほど大きな制約にはならないという、そういう理解でいいのかというのを2点ちょっと確認させてください。

【浅野会長】 お願ひします。

【鶴巻財務部長】 一元化については、実際に方針が決められても、法制化から施行まで含めれば、それなりに対応期間はあるだろうと考えております。その一定の期間があれば、例えばベンチマークをこういうふうに統一しますということになったとしても対応できるであろうと、考えております。

それと、キャッシュアウトの点については、先ほど申し上げましたとおりでございまして、確かにそういう局面は出てはきますけれども、それは今年度に基本ポートフォリオを一から見直さなくてはならないような、非常に大きな制約となるということではございません。

【浅野会長】 ほかに何か。どうぞ。

【宮井委員】 先ほど東京電力の取り扱いについて、委託運用会社にヒアリングをしたところ、震災前は12ファンドが東京電力株を保有していたが、5月末までに東京電力株を信用リスク銘柄として売却したファンドがあったため、保有しているファンドは7ファンドに減ったというような話がありました。これは、ベンチマークも変えるようなことも考えているのでしょうか。

【鈴木運用管理課長】 特にベンチマークを変えるということは考えておりません。要するに、パッシブファンドについては、信用懸念銘柄は常に除いて運営しておりますので、そういう意味で特に東京電力に限って、なくなつたから、それを除いたベンチマークで対応するとかそういうことは考えておりません。

【浅野会長】 よろしいですか。

【宮井委員】 新たな運用手法について意見を述べていいですか。

【浅野会長】 はい。

【宮井委員】 今、非常に残念なことなのですが、日本株の買い手がなくなっています。年金資産の運用では、株式を、日本株と外株に分けて投資しており、ホーム・カントリー・バイアスがあるので、日本の年金は日本株を6割ぐらい、外国株を4割ぐらい投資していました。最近はこのホーム・カントリー・バイアスの見直しが行われており、日本株を減らして、外国株を増やすような方向にあります。

それから、わが国企業における国際会計基準（IFRS）の導入はちょっと先送りになるのではないかという新聞報道もありましたけれども、退職給付会計において未認識債務が即時認識ということになると、企業年金の資産運用は年金債務（PBO）と連動させる必要が出てきます。その結果、LDIの観点が重視され、債券のウェイトが増えて、しかもデュレーションの長い債券が増えて、株が減っていくというような見方もされてい

ます。

そのような理由から、日本の年金から今まで運用を受託してきた運用会社は、マンデートが減ってしまうので、一部の大手の運用会社は国連の責任投資原則（PRI）に署名をし出しています。どうしてPRIに署名しているかというと、海外の年金が日本株を割安だと思って投資しようとすると場合、海外の大手年金はヨーロッパを中心にPRIに署名していますから、彼らが日本株に投資するときはPRIに署名している日本の運用会社、あるいは海外の運用会社を通して行うことになるからです。それを見越して、日本の年金から今までマンデートをもらっていた運用会社が、減らされた分を海外の年金のマンデートで穴埋めしようというような動きになっているわけです。そうすると、日本の株の投資もPRIによって影響される可能性があるのではないかなどと思いますので、PRIとか、いわゆるESG（環境・社会・ガバナンス）要因とか、その辺の調査が必要ではないかなどと思います。これに関して連合会の運用をどのようにするのかというのは、また別途考える必要があると思いますが、それ以前にそういう動きがあるというのを分析というか、情報収集をされたらどうかなというふうに思います。

【浅野会長】 ありがとうございます。

この具体的な中身、これから詰められるとは思いますが、基本ポートフォリオの検証とか見直しとかいうのでも、なるべく最近の動向というか、リーマンショック以降のいろんな経験を踏まえて新しい考え方も出てきているので、そこら辺を含めて、ただただデータを伸ばすだけでなく、検討してほしいなと思います。

【臼杵委員】 今、宮井さんのおっしゃったとおりに、責任投資というものもあると思いますし、やっぱりオルタナティブも議論の視野に入るとは思うのですが、日本株についてどういうふうに考えるかというのも大きな問題ではないでしょうか。ホーム・カントリー・バイアスの問題もあるし、それから、TOPIXに合わせていくのがいいのかどうか、もっとほかの、前も少しそういう議論も出たかもしれませんけれども、インデックスを少し変えてみるとか、その辺のところがやっぱり大きな課題のような気が私もしますけ

れども。

【浅野会長】 どうぞ。

【甲斐委員】 今、日本株をどう見るかという話が出たのですけれども、日本株もさることながら、債券をどう見るかというのが、要するに、ポートフォリオの3分の2は債券なので、これの金利リスクというのはだんだんマグマみたいにどこかでたまっているのだろうなという感じはある。この先、来年度、再来年度見て金利が上がるかどうかと。これはだれにも、今のところわからないわけで、それにかけるということは当然できないのですけれども、考えていかなければならない。債券、つまり、金利については何をモニタリングしておくのかですね。この指標といったら数値的に限定されたようなものに感じるのですが、それだけじゃなくて、債券をどういう観点で見るのか、どんなストーリー、シナリオが想定されるのか、言ってみればいろいろ頭の訓練とかシミュレーションをやって、金利のリスクに備えるということはだんだん必要性が実は高まっているのではないかなと思いますけどね。

そのやり方についてはどういうぐあいに体制として整えていくかということについても、非常に大きな課題にだんだんなりつつあるなということなので、十分検討していただければと思います。

【芹田委員】 今、甲斐先生がおっしゃられた件に関して、今はユーロ圏で、もう既にそのことが表面化しています。ですから、やはりその部分を今現在どのように考えていくか、また、先ほどのP I I G S銘柄の売却について、先ほどご報告にありましたような対応をされています。また、外国債券におけるユーロ建て債券が国際的な外国のボンドインデックスに占めるユーロの割合がある程度かなりまだ高いままになっています。それに対して、そのままでいいのかどうかも含めて、どのように対応すべきかを、ユーロ圏で今現在起こっていることを検証しながら進めていくということも必要ではないかと思います。

【浅野会長】 ありがとうございます。ほかにご意見があればどうぞ。

【宮井委員】 今、連合会のリスク管理の方法は、基本的には資産配分で管理するということですずっとやられてきて、加えてトラッキングエラーとトータルリス

クのモニタリングを行うということでやられています。けれども、先ほどからデュレーションはどうとか、金利リスクはどうとかということで、資産配分ではなくて、その中身の話がありましたし、ユーロということになると、その為替リスクの話になってきます。そうすると、やはりリスク管理の方法とか、分析も資産配分だけじゃなくて、為替リスクとか金利リスクとかデフォルトリスクとかが必要になってくるのではないかなという気がします。

【浅野会長】 ありがとうございました。

皆さん方のご意見を踏まえますと、基本ポートフォリオの検証、見直しという場合もただ基本ポートフォリオのというか、アセットアロケーションの構成比だけが問題ではなくて、その中の構成あるいはリスク等についても、きっちと見ていくということが必要ではないかと、当然その中にはベンチマークとして使っているインデックスが適當かどうかということも含めて検討していただきたいということだと思います。

それに合わせて新しい運用手法も当然必要になってくると思います。そうした点を踏まえて、今年度は検討していただきたいと思います。

また事務局のほうからこの点について、委員の皆さんに相談があるかと思いますので、その節はよろしくお願ひいたします。

ということで、そうした内容も含めて今年度は基本ポートフォリオの検証、見直しと新たな運用手法について研究を行って、12月の資金運用委員会でその結果について答申をするということで臨みたいと思います。

よろしゅうございますでしょうか。

以上をもちまして本日の議事についてはすべて終了しました。どうもありがとうございました。

以後の進行については、事務局でお願いいたします。

【吉田事務局長】 委員の皆様方にはお忙しいところご出席いただき、まことにありがとうございました。本年度の資金運用委員会につきましては、先ほどご了承をいただきました本年度の検討課題と検討の進め方に沿って、会長のご指摘も踏まえながら進めてまいりたいと存じます。

次回の資金運用委員会は10月下旬ごろを予定しており、後日、日程調

整をいたしたいと存じますので、あわせてよろしくお願ひいたします。

以上をもちまして、第16回資金運用委員会を閉会いたします。ありがとうございました。

―― 了 ――