

第116回運用委員会議事録

1. 日 時：平成29年3月29日（水）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：・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) 平成29年度計画（案）について（第2回）
 - (2) その他

●三石審議役 本日はお忙しい中、お集まりをいただきまして、ありがとうございます。

ただいまより、第116回運用委員会を開催させていただきます。

委員の出欠状況でございますけれども、清水委員が若干おくれられているようでございますが、本日は御出席できると伺っておりますので、清水委員も含めまして、本日は全員御出席ということになるかと考えております。

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、資料の確認をさせていただきます。

議事次第、座席図のほかに、

- 委員限り1 本日の議題
- 委員限り2-1 平成29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29年度計画（案）
- 委員限り2-3 平成29年度計画予算（別表1）概念図
- 委員限り3 オルタナティブ試算に係る公募の開始について
- 委員限り4 外債アクティブにおけるソブリン債投資について
- 委員限り5 外国債券運用の多様化と為替リスクの管理について
- 委員限り6 基本ポートフォリオの定期検証（平成29年度）にむけて
- 委員限り7 金融事業者の役員等の就任に関する届出
- 委員限り7参考 ロボット投信株式会社 会社概要
- 委員限り8 申し合わせ事項（案）

なお、委員限り3オルタナティブ資産に係る公募の開始について及び委員限り7参考ロボット投信株式会社会社概要につきましては、運用委員会終了後に回収をさせていただきます

すので、机の上に置いておいてくださいますよう、お願いいたします。随行の皆様も、同様をお願いいたします。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、新井委員長をお願いいたします。

○新井委員長 続きまして、委員限り 2－1 平成29年度計画（案）における主要な変更点等及び委員限り 2－2 年金積立管理運用独立行政法人 平成29年度計画（案）について、事務局から説明をお願いいたします。

●五十里企画部長 まず、委員限り 2－1 をごらんください。前回の議論を踏まえまして直したところに、黄色いマーカーを引いていますので、それに基づいて説明をいたします。

①でございますけれども、大野委員から御指摘がありました点を踏まえまして、ガバナンス改革を実効性あるものにするため、施行に向けて適切な準備を進めと修正してございます。

⑦でございますが、ESGを考慮したマネジャー・ベンチマークに基づく運用というところにつきまして、少し丁寧に記述をしてございます。公募結果を踏まえ取り組みを進めるといふうにしてございます。

⑨でございますが、公表時期のルール化の話でございますけれども、業務概況書につきましては、7月の第1金曜日、四半期報告につきましては、期末日の翌々月の第一金曜日。その日が休日の場合は前日ということ年度計画に明記してございます。

最後でございますが、5ページ目のところで、職場環境の改善という文言がわかりにくい部分もありますので、職員がより働きやすい環境の実現に向けて検討を行い、必要な措置を講じるというふうに書き直してございます。

文書については以上でございます。

●井上総務部長 では、予算の御説明をさしあげます。

委員限り資料 2－2 の13ページをお開けください。それと、委員限り資料 2－3 別表 1 の概要図というものがございます。これを両にらみしながら、御説明させていただきたいと思っております。

29年度の予算でございますけれども、別表 1 というものが、国の予算書に相当するものでございますので、これをもとに説明をさせていただきますけれども、数字のみではわかりにくうございますので、先ほど申し上げました概要図を御用意いたしましたので、これをもとに今から説明をさしあげたいと思っております。

まず、概要図の左から右へ向かう矢印につきまして、御説明をいたします。当法人の勘定でございますけれども、概要図の中央に 2 本の柱としてお示ししました厚生年金勘定、国民年金勘定及び総合勘定の 3 勘定からなっております。

図の左端の年金特別会計より受け入れました寄託金、①でございますけれども、それと前年度に発生いたしました損益、分配金が②でございますが、厚生年金勘定、国民年金勘定からこれらを総合勘定に組み入れまして、別表 1 では総合勘定の収入の中に、両勘定からの受け入れとして計上されておりますけれども、③の投資により、市場の運用を行うと

いうことになっております。

②の平成28年度分配金でございますけれども、平成28年12月末までの実績と、過去のベンチマークの収益率、これは平成13年以降、直近までの収益率でございますけれども、これを平均いたしました率を3カ月間延ばしまして、年度末の分配金を推計したということでございます。

次に、右から左への流れでございます。市場運用いたしました資金を特会にお戻しするという流れでございますけれども、投資回収金の④、これは国庫納付、寄託金の償還を行うという仕組みになっております。

別表1にあります国民年金勘定の収入の部の寄託金、図では①でございますが、支出の部の年金特別会計への納付金、図では⑤でございます。同じく両勘定の年金特別会計への寄託金償還、図では⑥につきましては、特別会計の予算と同額を計上しております。

続きまして、総合勘定の収入の部の運用収入、⑦でございますけれども、こちらは平成28年度末の残高見込みを基礎といたしまして、平成29年度の寄託、納付金及び寄託金償還を考慮して算出した運用資産残高の見込み額、これに基本ポートフォリオの期待収益率、予算上、4.57%を採用しておりますけれども、これに乗じて算出した金額が計上されているところでございます。

総合勘定から、厚生年金勘定、国民年金勘定への分配金繰り入れ、⑧でございますが、運用収入を損益処理した後に、総合勘定より各勘定へ分配する科目となっております。

⑨でございますけれども、これは私どもの費用に相当する部分でございますけれども、一般管理費と業務経費がございます。人件費、事務所借料、システムに係る物件費等、これが該当する科目でございます。この予算額は中期計画予算作成時に設定された平成29年度の額を採用して、同額を計上しているところでございます。

中期目標では経費節減目標といたしまして、1.34%以上の前年度比の予算で効率化を考慮することになっておりますけれども、そのような金額となっております。

業務経費でございますけれども、運用業務にかかる経費が計上されておまして、その中身につきましては、管理運用手数料が主に計上されているところでございます。

また、一般管理費でございますけれども、管理部門見合いの人件費であるとか、事務所借料のほか、職員の採用に要した経費を計上しているところでございます。

簡単ではございますが、以上でございます。

○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、御質問等がありましたらお願いいたします。

はい、佐藤さん。

○佐藤委員 質問が2点ございます。たった今、気がついたのでございますけれども、一つ教えてください。

厚生年金勘定及び国民年金勘定から総合勘定への繰り入れ。厚生年金のところは、8兆1,824億円と書いてありますけれども、国民年金のところ、5,362億円という数字が出てい

ます。ただ、別途頂戴した別表1の収入の部の総合勘定の数字を見ると、5,409という数字になっているのですが、これは、私の見方が悪いのかなと思ってですね、数字の不突合を教えてくださいなと思うのです。どこを見ているかわかりますか。

●井上総務部長 これは、国民年金からの寄託金が47億円ございますけれども、別表1にはこの寄託金を含めた金額が繰り入れとして計上されております。その分が合わないということなんです。

○佐藤委員 そうすると、5,362に47を足す。わかりました。

あともう一点、これも確認のためにお伺いしたいのですが、いただいた委員限り2-1の主要な変更点のところ、29年度計画の⑨の四半期実績を公表するタイミングなのですけども、何度もしつこくして申しわけありません。1月から3月の実績の公表が7月に、要するに、年報の公表と同じタイミングだというのは理解はしているのですけれども、この書き方だけだと、29年度の四半期の運用状況については、期末日の翌々月の第一金曜日にホームページ等により情報公開するとしか書いていないのです。そうすると、1月から3月の実績公表をなぜ7月まで待たなければいけないのだと。このとおりに読むと5月になってしまうのです。だから、一つの方法は、原則として期末日の翌々月の云々というぐあいが続ければ、7月になるというところの詳しい説明をしなくてもいいのかなと思うのですが。

●五十里企画部長 まさにここで申し上げたいのは、第1四半期から第3四半期については、それぞれ8月8日から11月2日、2月2日とするということでございます。

○佐藤委員 それは原則どおりですね。

●五十里企画部長 あとは、これを素直に読めば、第4四半期についての公表日はございませんので、そこは7月7日に全体の概況という形で公表されると読まれるのではないかと考えておりますけれども、そこをあえて厳格に書くのであれば、例えば平成29年度の第1から第3四半期の運用状況については云々というような形に書けば、より厳密にはなりますけれども、そこは委員会の中で御相談をいただけたらと思います。

○佐藤委員 だから、原則と書いてしまうと、第1四半期の公表時期が原則から外れるわけですね。そこをどう書くかということ、そこだけの問題なのですけどもね。

●水野理事 企業の経営をされている方もいらっしゃいますが、一般的に四半期と言った場合には、年度の最後のところは、普通は入らないと思います。年度公表が7月の第一金曜日というのが原則であって、四半期はそれぞれ翌々月の第一金曜日ということですので、そういう意味では、最後は普通の企業と同じだと私は思っているのです。これで不明確だという御意見がたくさんあるのであれば、検討する必要はあると思いますけれども、一般的にはそうかなという理解をしているのですが。

○大野委員 上場企業の場合、第1四半期、第2四半期、第3四半期は、取引所規則と、金商法によって、翌々月の15日までに提出しています。これとの比較では、その範囲内に収まっている。

年度決算はどうかと言いますと、東京証券取引所は45日以内の開示。会社法だと、株主総会まで3カ月猶予がある。金商法も有価証券報告書の提出、これも3カ月。ですから、法律を建前にとってみれば、大体3カ月というのが、目途になると思います。

ただ、速報を出すということはあるかもしれないですね。それが果たして意味があるか。民間は大体こういうことで、最後のところだけは年度ベースで見るように。

○佐藤委員 実務ベースで見て、違和感がないということですので、私の意見は取り下げます。

○新井委員長 ほかによろしいでしょうか。

どうぞ。

○加藤委員 予算の話については初めてなので、十分認識していないこともあるかもしれません。

表で言うと、GPIFの運用上重要なのが、⑨の費用のところだと思えます。それ以外は基本的には運用の結果という話なので、GPIFの経営としては⑨が重要になるだろうと思います。

先ほどの御説明によると、中期計画で決められたものプラス1.3%でしたか、前年比1.3%でしたか。

●井上総務部長 マイナスです。

○加藤委員 これは、当然、毎年毎年状況が変わっているわけですし、あるいはオルタナティブで運用を拡大するとか、いろいろ状況が変わってきているわけですし、そういった状況をもとに、何らかの評価を行って、どのぐらいの経費まで受け入れ可能かとか、そういう評価というのはなされないのですか。それはそもそも法律的に全くできないというようなことなのですか。

●藤原理事 独立行政法人の予算は、中期計画期間の5年で組むというのが基本でございます。現行の中期計画予算を組んだときに、各年度の予算の数字をつくって、それをトータルして5年の予算という形で組んでおりますので、その中でやりくりしていただきたいというのが、独立行政法人の仕組みです。

ただ、実際問題として、もう一つ仕切りが入っております。予算の中で、削減対象経費というキャップがはまる部分というのがあります。裏を返しますと、システム関連経費、運用委託手数料、高度専門人材の人件費などの経費は拡大中でございますので、独法改革の基本方針に基づいてどうしても新規計上をやらなければいけないというところは、その削減対象ではない経費に位置づけるということを中期計画で物差しとしていただいたので、そこは対前年1.3%というキャップはかかっていません。それ以外の普通の経費は、前の年と比べて削っていきますというキャップがかかっていて、それにちゃんと合致するように、各年度の予算を置いたというのが、この中期計画をつくったときの経緯です。

したがいまして、先生の御質問の、毎年、毎年見直さないのかという点については、独法の今の仕組みの中で、特にキャップがはまっているところは、毎年見直すというよりは、

むしろ一生懸命節約に心がけて、通常経費みたいなところはきちんと節約の効果を出してくださいと。大ざっぱに言いますと、こんな仕組みになってございます。

ただ、若干追加的な御説明をしますと、この中期計画予算をつくった時点では、まだ今回のGPIFの改革法案というものは形になっておりませんでした。したがって、GPIFの改革法案の施行というものが今後出てくるときに、例えば経営委員の方は、今度は役員ということになりますから、役員の報酬みたいなものが、これを組んだ時点では織り込まれていない。こういうところのいろいろな手直しについて、今後、行政のほうとも御相談をし、中期計画予算そのものについて、当然そこは中身の精査というものも伴うと思えますけれども、御相談をして直す部分というのが、この先の議論として出てくるかというふうに思っております。

○加藤委員 わかりました。

●藤原理事 数字をお見せしないで、口頭での御説明になり、申しわけありません。

●水野理事 システムはそういうことでございますが、多分、加藤先生の御心配は、いろいろと新しいことに取り組んだりして、セキュリティーやリスク管理のコストも膨らんでいる中で、予算についても見直し等が適宜行われているのかという御質問かと思えます。そういう意味では、5年の計画で、3年前につくった予算の計画でやっていくというのは、簡単なオペレーションではないと執行部としては思っておりますけれども、今、藤原が申し上げましたように、新しいガバナンスのときに、そもそも体系が変わりますので、そこで一度議論をさせてもらえるのではないかと期待をしております。

○加藤委員 わかりました。適切な予算と適切な評価を行うガバナンスにしていればいいのではないかと思います。

○新井委員長 それでは、続きまして委員限り3オルタナティブ資産に係る公募の開始について、事務局から説明をお願いいたします。

●轟オルタナティブ投資室副室長 オルタナティブ資産に係る公募の開始について御説明申し上げます。

オルタナティブ資産につきましては、昨年10月の第110回運用委員会の席で、全体像を御説明いたしまして、複数の投資手法がある中で、今回御説明いたします、ゲートキーパー、ファンド・オブ・ファンズを活用した投資を開始させてもらいたいという御説明をさせていただきました。その後、外部の投資を実施するためのコンサルタントを複数採用いたしました。それから、伝統的資産と、統合的にリスク管理を行っていくわけですが、それに加えて、オルタナティブ資産につきまして、追加的なリスク管理のフレームワーク、巻末のほうに参考として御記載させていただいておりますけれども、こういった追加的なリスク管理フレームワークにつきまして、外部識者あるいはコンサルタント、それから既存のオルタナティブ投資の投資家といったところからの助言、意見を踏まえて、フレームワークをまとめてきた次第でございます。

その他、今後投資を推進するに当たりまして、必要になります、法務、税務コンサルタ

ントについても既にオルタナティブ資産について採用済みでございます。

このように、準備のほうが整ってまいりましたので、今般、マネジャーエントリー制度を活用いたしまして、オルタナティブ資産につきましてゲートキーパー、ファンド・オブ・ファンズのマネジャーの公募を開始したいということで、公募の要領等について御説明申し上げます。

1番目、資格要件でございますが、基本的には伝統的資産の応募要件に合わせております。1つ目の項目でございますけれども、今回、オルタナティブ資産のファンド・オブ・ファンズというプロダクトのマネジャーの実績を幅広く集約したいと思っております。運用実績が5年でありますとか、あるいは直近の残高が300億円、こういった条件については、伝統的資産と同じでございます。

2つ目の項目ですが、今回、ゲートキーパーとなります運用業者と、私どもは投資一任契約を結んで、投資を行います。そういったこともございまして、金商法上の投資運用業の登録を行っているところというものが要件になります。

海外のファンド・オブ・ファンズのマネジャー等につきましては、国内でそういったライセンスを持っているところ、あるいは国内のほかの投資運用業者とタイアップして応募していただくという形になります。

そこから下のグループの年金からの残高が1,000億以上、それから再々委託の禁止、過去3年間で不適当な行為がないといった条件についても、伝統的資産における資産要件と同じでございます。

表外に記載をしております応募資格を満たさない者については、情報提供の申し込みは可能ということにしていまして、海外のこういった資格要件を満たしませんが、すぐれた運用能力をもっておりますマネジャーの情報を幅広く集めたいと考えております。

2ページは周知の方法でございますが、3ページから7ページに記載しております内容で、当法人のホームページ上で、この公募について及びマネジャーエントリー制度についての周知を図りたいと考えております。

加えまして、応募者として想定しております信託銀行、それから投資顧問業者、こういったところが加盟しております団体といったところに、公募の概要を通知したいと考えております。

3点目、今後の予定でございますが、4月11日にマネジャーエントリー制度を開始したいと考えております。

17日に、今回初めてのオルタナティブ資産につきまます公募でございますので、説明会を行いまして、私どもの投資の考え方、それから、今回応募いたしますマネジャーに期待する内容、このあたりをしっかりと説明をしてみたいと考えております。

一方、随時応募は受け付けをしてみたいと思っておりますけれども、一旦、5月末までにエントリーをした先につきまして、6月から選定に入りたいと考えております。選定におきましては、今回採用しております、オルタナティブ資産実施にかかわりますコンサルタントからのサ

ポートも得ながら、デューデリジェンスを独自にやってもらったりなどして、スクリーニングをかけて、選定をしまいたいというふうに考えております。

2 ページの表の下に、今回、公募をいたします対象の資産としましては、インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産、3 つとも同時に行う予定を記載させていただいておりますけれども、実際の選定におきましては、各資産クラスで応募者の数にばらつきがあるかと考えておりますので、具体的に選定をするタイミングは差異が出てくることもあるかなと考えております。

3 ページから 6 ページにつきましては、ホームページに記載する内容でございまして、既に御説明を申し上げました、資格要件等を記載させていただいております。

一点だけ、6 ページの真ん中ほどに、3 ポツということで、審査基準について触れております。審査基準につきましては、既に当法人のほうで公表しております業務方針で述べております審査基準を適用いたしますが、1 点だけ、既に御了承いただいておりますとおり、オルタナティブ資産につきましては、パフォーマンスは内部収益率で評価をするという形になっておりますが、まだ業務方針のほうには反映されておられませんので、手続を踏みまして、これを反映したものを審査基準として公表したいと考えております。

以上の要領で、公募を開始したいと考えております。昨年御説明したところから、ややスケジュールが少しおくれがちではございますけれども、オルタナティブ資産を取り組むメリットを、特にこういった伝統的資産とは異なるリターンの源泉を持つ資産を組み入れることによりまして、分散効果、それから全体のポートフォリオの投資効率の改善に資する、優れた運用能力を持ったマネジャーを選定して、オルタナ投資を推進してまいりたいと考えております。

私からの御説明は以上です。

○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、御質問等がありましたら、お願いいたします。

菅家さん。

○菅家委員 今さらながらと言われるかもしれませんが、例えば、インフラ投資で申し上げますと、カナダの OMERS と連携をしながら、OMERS の知見を吸収しながら、慎重にそういったインフラ投資の知見を GPIF としても高めながら取り組んで行くのですよということを始めただけなわけですね。そういう意味では、ここに書いてあるとおり、コンサルを採用しましたとか、あるいはリスク管理についてさまざまな仕組みを用意しましたというふうに書いてありますけれども、経過からして、そのことはきちんと問題ないよというふうに胸を張って言えるだけのものを GPIF 自身が持っているのかどうかということについては、運用委員の一人としては、確信的にそうだねと言えないというのが、率直な気持ちです。したがって、この流れについては、今、おかれているというお話がございましたけれども、オルタナ運用にかかわる難しいものがそれぞれあるわけですので、その辺はよくよく慎重にやっていただきたいなということと、きちんと運用委員会も説明をし

ていただきたいなということを申し上げたいと思います。以上です。

●轟オルタナティブ投資室副室長 ありがとうございます。

巻末のほうにつけております、先ほど申しましたリスク管理の体制のところ、今後は投資のフロントが、リスク管理項目について確認したものを、リスク管理部署と共同して確認をしながら、内容については、運用委員会等で定期的に御報告を申し上げたいということを御説明しておりますが、この対象につきましては、委員御指摘のとおり、既存の投資につきましても同じような体系でリスク管理状況については御報告申し上げたいと考えております。

○新井委員長 どうぞ。

○加藤委員 2つ質問させていただきたいのです。

まず、1つ目ですけれども、今回、ファンド・オブ・ファンズということでしたが、LPSの件がどうなっているのか、進捗について教えていただきたいということ。

2つ目が、先ほどちょっと御説明があったと思うのですけれども、業務方針の9ページのところです。評価のところ、内部収益率を使うとあります。ちょうど下線部のところですけれども、内部収益率を用いた目標に対する超過収益等とあるのですけれども、この場合の目標は、何を目標とされるのかということ。2つ教えてください。

●轟オルタナティブ投資室副室長 2点目だけ先に申し上げます。

基本的にオルタナの世界では、IRRで何パーセントを目標にしたいということをマネジャーが申告をしまっているわけですが、私どもとしては、そういった目標とする数字は確かなのか。過去のデータ等を見て、それだけ実際にパフォーマンスをIRRで出しているけれども、本当にそうしたパフォーマンスが再現性があるのかといったところを確認してまいりますけれども、基本的にはそういった確認が取れて、再現性があると思われるようなIRRの水準を目標にして評価をしていきたいと考えております。

一方で、これも以前の運用委員会等で御説明申し上げておりますけれども、例えば、パブリックの市場に対して、オルタナの資産がどうパフォーマンスしているのかといった点も重要な管理項目だと考えておりますので、これにつきましては、今後、応募してまいりますマネジャーから提案を受けますパブリックのインデックス、メジャーとしてこういったものが適当なのかといったところの提案を受けまして、そういったパブリック仕様のインデックスをベンチマークとして、オルタナの資産との、これはPMEという手法をつかって、同じ内部収益率でパブリック市場のリターンを換算して行いますけれども、こういったような評価でちゃんとパフォーマンスしているのかといったところも、管理上は入れてまいりたいと考えています。

●水野理事 今回のLPSの件は、厚労省がいらっしやっているので、去年の7月ぐらいにできると聞いていましたから、その後の経過をぜひ、お話しいただきたいと思います。2つ目の質問は、もう少しつけ加えますと、オルタナティブの場合、今、轟が申しあげましたような、伝統資産のインデックスに対してアウトパフォームするという意識を持って運用し

ているマネジャーは、かなり限られております。

実際には彼らは、絶対値としてのIRRの目標を持って運用活動を行っておりますので、私どもは、ファンドマネジャーに対して、IRRをどのくらい出すつもりですかと聞いて、彼らが最初に約束した目標に対してどういうパフォーマンスかということの評価するということになります。一方で、私どもの全体のリスクリターン管理という意味合いにおいては、伝統的な資産のベンチマークである政策ベンチマークに対して、そもそもオルタナティブを入れて価値があったのかという評価などをしていかないといけないと思っています。何かの形ではリンクをしなければいけないと思っているのですが、あくまで運用者に対する評価、エンゲージメントという観点では、彼らは上場株のインデックスを頭に入れて、通常の運用を行っているわけではありませんので、絶対収益目標に対する差異を評価することになるのだと思います。

○加藤委員 ですから、基本的には、GPIFとしてオルタナティブ資産に対してこのぐらいの収益率は一応想定するということは持つわけですね。

●水野理事 もちろんします。

○菅家委員 委員長済みませんが、言い忘れたことがあります。

高橋理事長も国会でいろいろとインフラのことを聞かれて、今の情報公開の仕組みでは、国名まではわからないが、そういう情報公開のあり方についても、運用委員会でもよくよく相談しながら検討をしたいというようなこともおっしゃってましたし、あるいはプライベートエクイティになりますと、これは新興国ということになりますので、ESGの観点からさまざまなリスクを背負い込むことになるわけではないですか。したがって、そういう観点からも、運用委員会における情報開示、あるいは国民に対する情報開示についてもしっかりと検討していただきたいということでございます。

○新井委員長 宮崎さん、お願いします。

●厚生労働省宮崎大臣官房参事官 LPS、リミテッドパートナーシップにつきまして、制度の関係ですので、私のほうから御説明させていただきます。

GPIFの運用手段につきましては、法令で細かに限定列挙する形になっておりますので、リミテッドパートナーシップを導入するに当たりまして、政令に追加することが必要ということでございます。

昨年の7月の社会保障制度審議会年金部会で御議論をいただいて、入れるという方向で答申を得たところでございます。その上で、今、内閣法制局と政令の具体的な条文につきまして調整を行っております。大変スケジュールがおくれておりますが、いろいろ細かな宿題が出ていて、執行機関のGPIFにはお待ちいただいているという状況です。

法制局と厚生労働省の間で今、調整を進めていますので、調整が終われば、政令という形で公布をして、それ以降、GPIFのほうでも手段として取り入れることができるということになります。まだ、今、いつからできるというような具体的な目標を申し上げられる状況ではないですけれども、政令という形で入れていきたいと思っております。

○新井委員長 よろしいでしょうか。

では、続きまして、委員限り4外債アクティブにおけるソブリン債投資について、事務局から説明をお願いいたします。

●陣場市場運用部長 それでは委員限り4外債アクティブにおけるソブリン債投資について」という資料をごらんください。

まず、本日の御報告の趣旨ということでございますが、ページをおめくりいただきまして、3ページ目をごらんください。ちょうど1年半ほど前になるかと思いますが、外債のマネージャストラクチャーを組ませていただいたときに、3ページのようなバブルチャートをお示しして、分散投資の充実を図っていきますという御説明をさせていただきました。その際に、ハイイールド、エマージングの債券については、慎重に取り組んでいきますということを申し上げたところでございます。

今回、慎重に取り組むというコンテキストの中で、特にエマージングの債券について、かなり格付けの低いもの含まれているところでございまして、そうした債券の投資について、格付けの制約を設けるかどうか、設けるとしたら一体どの辺でカットオフラインを設定するのかといったことを、執行部内で検討中であるという、途中経過の御報告ということでございます。

2ページ目を御覧いただきまして、▶の2つ目でございますけれども、新興国については、ドル建てのエマージング債券、現地通貨建てのエマージング債券、2つのカテゴリーがあるところでございますが、ドル建てについては、ここに記載しておりますとおり4割がBB以下ということでございます。また、CCC格になりますと、かなりデフォルトの確率が高くなるということで、そうした債券の運用について、何らかの制約が要るのか要らないかといった検討を進めているというものでございます。

4ページ目をごらんいただきまして、現状の外債のアクティブのガイドラインの設定でございまして、図にありますとおり、一般の事業債、ハイイールドの債券については、特段格付けの制約は設けていないわけでございますが、ソブリン物については、オンベンチであれば投資可能、オフベンチであればB格以上にしてください、CCC格以下については、投資は控えてくださいというお願いをしているところでございます。

5ページ目が、エマージングのインデックスの特性ということでございまして、青で囲っておりますとおり、現地通貨建てそれからドル建ていずれも格付けの下のほうの制約というものが何もないといった状況でございます。

6ページ目をごらんいただきまして、それではベンチマークの実態として、どういう格付け分布になっているのかというのが、6ページ目の右側の2つの表でございまして、いわゆるEMBIドル建てのエマージングのインデックスですと、4割程度がBB以下といった状況になっています。一方で、自国通貨建てのGBIのインデックスについては、低くてもBBということでございまして、比較的格付けが高いものが多いといった状況でございます。

7ページ目が、デフォルトの実績ということで、どちらかという外貨建てのソブリン

の上半分のデフォルト事例がおおくなっているということが見てとれます。

8 ページ目は格付遷移行列とデフォルト確率ということでございまして、もとの格付けのものが1年後に一体どうなっているかということを示したものでございます。こちらをごらんいただきますと、ソブリンについてはCCC以下になりますと、1年たったら、3割のものがデフォルトになってしまう。一方、事業債については、1年たってもデフォルトに至るものは15%ぐらいといったことで、ソブリンのリスクの高さというものが、少し見えるわけでございます。

9 ページ目が、これを少し時間をとって、累積の確率で示したものでございまして、外貨建てのソブリンですと、9年たつと8割方がデフォルトになってしまう。自国通貨建てについてはせいぜい4割弱にとどまっているといったことでございます。

10 ページ目が、これを一般の事業債でとったものでございまして、9年目でちょうど半分ぐらいということで、ソブリンの外貨建てと自国通貨建て、ちょうど間ぐらいのデフォルト累積確率なのかなというところでございます。

11、12 ページ目が、それぞれS&P、Moody'sの格付けの手法ということでございます。両者とも、同じ格付けであれば信用力は同水準であるということを説明しているわけですが、手法はかなり違ってきます。事業債ですと、マイクロな財務分析等が中心になる一方で、ソブリンについては、マクロ的なトップダウンの手法で格付けを決めていくという特徴があるところでございます。

13 ページ目は、財政状況と格付けの関係ということでございまして、横軸が単年度の財政収支のGDP比、縦軸が債務残高、デットのストックのGDP比ということでございまして、この図を見る限りでは、足元の単年度の財政収支と格付けの関係が濃いのかなという関係は見てとれます。

14 ページ目は、私どもがマネジャーベンチマークとして採用しているインデックスの特性ということでございまして、ローカルベースで見ると、比較的ハイリスク・ハイリターン特性がきれいに出ているということで、エマージングのGBI、現地通貨建て、EMBIドル建て、それぞれハイリスク・ハイリターン組に属しているというところでございますが、これを円ベースにひっくり返しますと、状況がちょっと変わってまいりまして、GBI、自国通貨建てのエマージングの債券というものは、対円で通貨安になるということが見てとれて、リターン的にはかなり悪くなるケースがあるということがわかるわけでございます。

15、16 ページが、月次最大損失を右下の表で表しておりますけれども、どちらかというところ、GBIのほうが円ベースでは月次でぐんとやられる確率が大きいということが示されております。

こうしたデータ等を元に、17 ページをごらんいただければと思いますが、今後、執行部のほうで、このエマージングのソブリンについて格付けのカットオフラインを設けるのかどうか、設けるとしたらどの辺で設定するのかということを検討するに当たりまして、3点ほど重要なポイントがあると考えてございます。

1 番目に、ソブリンの格付けの有効性、リスクの確認。

そして2番目として、新興国のソブリン債、リスクはリスクとして、期待されるリターンはどのくらいあるのかといったこと。また、分散投資効果の確認といったことが必要であろうと思っています。

3番目として、こうしたソブリンのエマージングな債券につきましては、全てアクティブ運用で行っておりますので、運用機関がリスク、リターンを見きわめる力があるかどうかも重要な考慮材料になると考えてございます。

こうしたことを考慮に入れまして、新興国の債券の格付けの基準について、今後、執行部で検討してまいりたいと考えているものでございます。

私からの説明は、以上でございます。

○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、御質問等がありましたら、お願いいたします。いかがでしょうか。

清水さん。

○清水委員長代理 外債のソブリンということですが、流動性が低いということで、アジアの債券というものはなかなか対象にはならないのだと思うのですが、為替リスクで考えてみると、対円の為替リスクというのは、昨今、アジア通貨はかなり下がってきておまして、特に急落する通貨というものも、昨今少なくなってきています。流動性との関連にはなるかと思いますが、今後、アジアのソブリンについて、投資可能な国とかが検討課題とかになると思うのですが、もし、何か考えていらっしゃるがあれば、お願いいたします。

●陣場市場運用部長 特にGBIのほうのインデックスの話かなと思います。改めて、GBIのベンチマークの構成を調べたところ、既にGBIのベンチマークで、アジアの国々ということで申し上げますと、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイといった4カ国が既に入っております、合計すると既にインデックスの大体4分の1ぐらいがこういうアジアの国々の現地通貨の債券で構成されているということでございまして、現実には、こういう国々の投資も取り組んでいるという状況でございます。

○新井委員長 水野さん、お願いします。

●水野理事 ありがとうございます。

今の陣場のお答えで、現状の説明は正確だと思います。一方で、例えばアジアのこういう新興国のエクスポージャーを今、ふやそうとした場合に、GPIFにどういう手法があるかということをもし質問されているとすれば、現時点では、余りそういう選択肢はございません。というのは、それだけのアジアに絞ったようなパッシブのプロダクトを持っておりませんし、アクティブにそこだけ集中していると、現在、セレクションの中には入れておりませんので、直接的にアジアをふやしたり減らしたりするというのはできないので、こういうインデックスの中でどれだけ入ってくるかというものに影響されるという状況であ

ります。

今回、提示している議論の中では、特に格付けの低いところについてどう考えるかというところで、今までですと、要するに、インデックスに入って格付けが幾つ以上であれば、もう自動的に入っている、抜ければ自動的に落ちるという状況だったのですが、そういう外部の格付け機関、指数機関の選択肢だけをマトリックスにするということが、ブルーデントエキスパートとして、それで十分かということも含めて、議論しなければいけないと思っております。そういう観点から、ソブリン債の信頼性というか、事業債に比べてどうかということについての議論も進めているということ、今回報告というか、シェアだけさせていただこうという趣旨でございます。

○新井委員長 お願いします。

○大野委員 でき合いのものはいろいろなものが入ってしまうし、6ページの国を見ると、ひとたび問題が起こると為替も安くなってしまいうわ、お金は入ってこないわ。C 3つの国はもちろんですけれども、Bあたりも相当いろいろ入っているようなのです。外債の中での分散投資という考え方はわかるのですけれども、余り無理されない方がいいのではないか。先ほどの検証の中で、C格付けの80%がデフォルト、ほとんどやられてしまうわけでありまして、そのもう一個上のBでも4分の1が9年でやられるということなので、ここは慎重に考えるべきだと思います。

イメージですが、清水委員がおっしゃったように、ASEANの中間層がどんどん膨らんでいる、そのあたりがせいぜいかなという感じがします。余り個別の国を言っただけではないけれども、南米とかあるいは中東の国というのは非常に政治的な、あるいは南米はもっと別な意味でリスクがあるので、ぜひここは分散投資が裏目に出てしまっただけにならないように、検討をお願いします。

○新井委員長 どうぞ。

○菅家委員 大野委員の意見とほぼ同じでありまして、これはやはり、例えば固有名詞を挙げてはいけないのかもしれないのですけれども、ギリシャというのは格付けはどのくらいなのか。

●陣場市場運用部長 ギリシャは、現状は保有しておりません。

○菅家委員 いえ、持っていないのでしょうか、格付けはどのくらいですか。

●陣場市場運用部長 格付けはBです。

○菅家委員 ですよ。ああいうことが起きると大騒ぎになるわけです。したがって、やはり当然制約をかなりきつ目に考えるべきだと思いますし、そのラインがどこかというのがよくわからない面がありますけれども、やはりそういうことも含めて、この中できちんとした議論をしてほしいなと思います。

○新井委員長 水野さん、お願いします。

●水野理事 エマージングに関しては、相当リスク抑制的に捉えております。実は、外債のマネストのときに、当初このぐらいと予定していたところにもまだ全然達していない状

況です。そういう意味では、この半年、1年ぐらいは、そのパフォーマンスがすごくよかつたときには、私たちは収益を上げ損なつたとも言えるわけなのですが、原則として、かなりリスク抑制的にしています。今の菅委員や大野委員の議論につきましては、ベンチマークに入っているか、格付けはどうかだけで仕切りますと、例えばギリシャなどは格付けBですので、ベンチマークに指数会社が入れた瞬間に、我々は買わざるを得ないということになるわけですので、先ほど私のほうからプルードントエキスパートとして、GPIFが機能するとした場合に、そのような率が特に高いものをどういう形でエクスポージャーを持たないあるいは下げるようにしていくかということは、ガイドラインでどういう制御をするかとか、いろいろな方法を考えなければいけないと思っております。

ただし、繰り返しになりますけれども、ルールだけでやればそういうものも自動的に入ってしまいます。かと言って、それが入ってしまうからと言って、エマージングが一切入っていないインデックスにすれば、世界の成長の果実を一切享受できないということになってしまいます。そこをどういう形で間を実現していくかということを議論しておりますので、それも含めてまた次回の方に御報告できればと思っております。

○新井委員長 加藤さん、お願いします。

○加藤委員 いろいろ研究されるということで、期待してはいますが、それに関して若干コメントです。私見なのですが、ハイイールドでリスクの高い債券の投資は、基本的には分散投資でリスクを低減して、1つ2つ回収不能になっても、平均とすれば高いリターンを狙うというのはもちろん鉄則なわけです。もちろん、レピュテーションリスクというものがまた別にあるのですが、それは置いておくとして、普通の投資理論で考えれば、分散してリスクを下げられるということです。基本的には母集団の中の相関構造というか、リスク構造がどうなっているのかということが重要になると思います。独自にいろいろ分析されるということであれば、リスク構造を分析されて、リスク構造の観点で、相関関係がどうなっていて、それは分散が効くのかどうか検討していただくと面白い母集団、いい母集団ができるということもあると思います。いろいろ検討していただければと思います。

○新井委員長 理事長、お願いいたします。

●高橋理事長 御意見ありがとうございます。

本件に関しましては、当然レピュテーションも含めて、恐らく国民感情とすると、納得感という部分は、ないがしろにできないと思っております。

一方で、恐らく、先ほど加藤先生から御意見がありましたとおり、リスクリターンの観点から、余りに抑制的にすると機会損失が生じる。それもまた事実ではありますが、こういうふうを考えています。エリアを余り狭く、エマージングのデットをどこで切るのかということに限らず、リスクをある程度とって、リターンを得るときに、もしかしたら、ハイイールドのコーポレート、企業のところに成長を期待して、いずれにしろ、一定の確率で失敗することはあり得べしということではありますが、特定国にデットでエクスポージャー

を持って失敗したときのレピュテーションと、新興企業にある程度入れて失敗したときのレピュテーションも含めて、幅広い観点から、内部で検討して、また御議論いただければと思っております。これでどうという結論ではありませんので、御意見ありましたら、この場でなくとも結構ですので、折に触れて御意見をいただければと思いますので、よろしくお願いたします。

○新井委員長 ほかにいかがでしょうか。

加藤委員からの御指摘にも関連しますが、同じ格付けでも、企業の発行体、ソブリン間でリスク構造が相当異なる。また、金融危機のときに明らかになったように、証券化商品と社債では同じ格付けでも関連構造などのリスク特性が相当に違いますので、次回以降、そうした点も踏まえて検討の結果を御報告いただけたらと思います。

それでは、続きまして委員限り5外国債券運用の多様化と為替リスクの管理について、事務局から説明をお願いいたします。

●木村投資戦略課企画役 御説明申し上げます。

外国債券運用の多様化といたしましては、第112回運用委員会におきまして、通貨別、年限別のラインナップ整備について御説明させていただいておりますが、本日は、為替ヘッジつきパッシブの導入についての御説明となります。

1 ページ、左側にありますとおり、当法人のポートフォリオにおける通貨リスクの寄与をAladdinで共分散を含めて計測いたしますと、寄与度は34%と算出されております。この部分に関するリスク管理を調べていくという問題意識が、本報告の背景でございます。

2 ページにありますとおり、学説あるいは海外公的年金等の例を調べましても、いずれも、為替ヘッジにつきまして、決定的な考え方があるわけではないということでございます。翻りまして、法人の基本ポートフォリオにおける考え方では、25年の長期の観点からはノーヘッジとするものの、ヘッジを禁止しているというわけではなく、当法人でも一部為替ヘッジをしたという実績もございます。

実際、3 ページになりますが、Citi世界国債インデックスのリターンを見ましても、15～25年ではノーヘッジのリターンが上回りますが、1～3年といった短期では、フルヘッジのリターンが上回っております。やはり、実際の為替レート、グラフの青線でお示ししているものですが、それがPPP、購買力平価の赤線を挟んで上下に振れる習性があることから、円安から円高へ向かう局面、購買力平価からの距離が修正される局面とも言えますが、そうした際には、為替ヘッジがポートフォリオのリスクリターンのプロファイルを改善することがわかっております。

4 ページになりますがけれども、先だつてのラインナップ整備、外国債券の運用の多様化におきましては、通貨リスクをとるものの、デュレーションリスクをとらないというものを設定しております。今回はその対といたしまして、通貨リスクはとらないものの、金利リスクをとるパッシブを追加するものでございます。

なお、インハウスでの機動的なオーバーレイ、あるいはアクティブマネジャーによるオ

オーバーレイといった課題につきましては、中期的に検討していきたいと考えております。
御説明は、以上でございます。

○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、御質問等がありましたら、お願いいたします。
武田さん、お願いします。

○武田委員 御説明いただき、ありがとうございました。

まず、為替リスク管理において、選択肢をふやすこと自体は、大変いいことだと思うので、基本的に賛成の立場です。ただ、釈迦に説法ではございますが、ヘッジコストが上がっている状況ですので、ツールをふやしたからといって、ただちに使うということではなく、むしろ、状況を見ながら機動的にやれる選択肢をふやしたと受けとめております。

また、GPIFの運用は中長期の視点であることを踏まえるべきと認識しています。

○新井委員長 大野さん、お願いします。

○大野委員 随分前の運用委員会で、為替についてどう考えるかと、質問致しました。前理事長からは、今の基本ポートの外国のポジションは50兆あり、金額が大き過ぎて基本的には為替はノーヘッジでやっていっていると。一部の例外を除いて。それはそれで私は納得しましたし、25年の検証ということでも、うまく整合が取れているわけでありまして。

今回、どのくらいの額をマネジャーに管理してくれとやる予定なのですか。幅でも結構なのですけども。兆単位の話だと思うのですが。

○新井委員長 水野さん、お願いします。

●水野理事 まさに、私どもが幾らやるというメッセージが出るだけでもマーケットが動く場合がございます。そのあたりのセンシティブティは、私ども十分認識しております。

ましてや実際にやるに当たっては、マーケットの反応状況などをかなり詳細に議論しながらやるのだと思います。三谷前理事長がおっしゃったのは、そもそも全部やろうというのは無理なのですよということなのですけども、一部どのぐらいならできますかということは、通貨にもよりますし、タイミングにもよりますので、現時点では規模感はなかなかお答えできないのです。

先ほどの武田先生の御質問にも繋がるのですけれども、私どもは、為替のヘッジ、デリバティブは現在使えない状況で、何か新しい仕組みで取り組もうとしたときにも、かなりの準備期間が、御存じのとおりかかりますので、現時点で、これを準備してすぐに使うかどうかということすら、まだ全く決まっておりません。

こういうツールは手元に持っておいて、環境の変化で必要になったときに使える状況にしたいということがございますので、大野委員の御心配のようなマーケットへの影響は十分留意しながら使いますし、状況によっては、結局使わずじまいということもあるかもしれないと思っておりますけれども、今回は、このツールだけ手元に持たせていただきたいというお願いをしているわけでありまして。

○大野委員 仮に50数兆のうち、1、2兆をやっても、効果としては余りないのでは。

私の経験の中で、為替というのはノーヘッジで行くか、全部ヘッジを取るか。あるいは割合を決めてその中でやらせるか。企業業績とか、国の経済、マクロ環境を精査しても、為替は難しい。そこに一つ管理のポイントを与えてしまうと、そこにまた忙殺されてしまう。ですから、やるならば枠を決めてやるとか、そこはよく議論していただきたいと思います。

為替をヘッジしてくれというのと、ある相場感で持って為替予約をとったりするので、これが逆に出ることもあります。為替を1個入れてしまうと、運用主体者の管理ポイントが増えてしまうと思います。

●水野理事 ヘッジする、しないにかかわらず、為替のことは考えて運用しておりますので、余分に追加で何かを考えることがふえるということとはございませんし、アセットアロケーションの上において、為替の議論をしないということはありません。当たるか当たらないかということとはまた次元の違う話でありますけれども、運用において、今、木村が数字を出ささせていただきましたように、現実として、34.2%のリスクは、実は通貨リスクだという現実がございますので、それを議論しながらどういうやり方がいいかというのは、局面に応じてやってまいりますし、また、必要に応じて運用委員会の方々にもご相談させていただくようにしたいと思っております。

○新井委員長 加藤さん、お願いします。

○加藤委員 私も為替のリスク管理の道具を持つておくということについては賛成ですので、この提案自体はいいと思うのですがけれども、それを前提にした上で、2つほど質問をさせていただきたいのです。

1つは、ヘッジ付外債、これは外国債券の枠の中でやるということだと思っておりますけれども、御承知のように、外国債券のリスクの大体8割が為替だと思っておりますので、ヘッジするとリスク特性がまるきり違う別物になってしまいます。年金基金とかによっては、全く別のアセットクラスとして考えている人たちもいるし、円債のクラスとして考えている人たちもいるということだと思っております。もし、基本ポートフォリオをつくる時、ある程度のサイズ、枠をとるとすると、外国債券の期待リターンとリスクが変わってきてしまうのではないかとあると思っております。とりあえずはゼロだからいいのかもしれませんが、もし、本当に枠をとるということでやるということであれば、その期待リターンでリスクの問題が出てくるので、それについてはどういうふうにお考えになっているかということです。

2つ目は、基本的には国債でやるわけですね。国債が対象だと、当然のことながら、期待リターンも当然なくて、先ほどの武田委員の議論にありましたけれども、ヘッジコストを抜くと理論的に言うと、本当はゼロリターンになってしまうわけです。したがって、一般的に言うと、クレジットリスクをみんな取りに行っているわけです。今、多くの機関投資家がクレジットリスクを取りに行っているわけですが、ここでは、クレジットリスクをとったベンチマークというものは想定しないのかどうかという、以上、2つの質問

です。

●木村投資戦略課企画役 2つ目のテクニカルな点からですけれども、このところで想定しているベンチマークにつきましては、あくまでもWGBIを想定しておりまして、パークレイズ総合ではございませんので、クレジットという部分は入りません。

ヘッジコストは、両委員御指摘のとおり、ドル円でいきますと、やや3月末の決算で少し楽にはなってきていますけれども、それでも2円切るかどうかというところのコストはかかりますので、逆に言うと、2円円高にならない限りは元が取れませんし、また、今回のスタディーでも長期にかけてしまうとコストが勝るというのは有意ですので、かけるにしても15年かけ続けてはいけないということは、ここでproveされているかなと思っております。

1点目の点のリスクとリターンの関係でございますが、Citiのインデックスのノーヘッジとフルヘッジのもののシャープレシオを比べますと、やはりフルヘッジをしてありますと効率が改善しますので、シャープレシオ0.5から0.8に上がるというふうに観察されております。ただ、期待リターンが下がるのも事実でございます。なので、その兼ね合いをとっていくということは非常に難しいですけれども、やっていかないといけないことかなと思います。

資産クラス分類なのですけれども、確かに、理論上は円債代替になるのですが、円債のカーブが今、余りにもフラットですので、円債のカーブのリスクと、米国債を為替だけヘッジしたときに残る米国債の債券部分のカーブの形状のリスクの違いが余りにも違うと考えておりまして、円債代替として取り組むにすれば、リスクが大き過ぎるかなと考えております。これは私見でございます。

○新井委員長 水野さん、お願いします。

●水野理事 今の木村の説明で、現状の観察としては事実でございますので、使い方もそれによって判断するということになるのですけれども、やはり、基本ポートフォリオを当時設定したときは、GPIFのできる、我々のリソースとしてもできるツールとしても、もっと限られておりまして、こういうものが出てくるということは、想定していなかったとか、準備できていなかったということです。こういうものができてくれば、それによって何らかの不都合が起きた場合は、当然リスク管理で確認しながらまいりますけれども、例えば次の基本ポートフォリオを全面的に見直すときには、そういうものをどう扱うかということは、最初から議論したほうがいいのかもしいかなと思っております。

一方で、国内債券のアクティブマネジャーからは、ずっと外債にヘッジをつけたものを投資対象にしてほしいと言われておりますが、私どもは、国内債券には分類できないということで、現時点では認めておりません。ただ、この辺の議論が進んでくれば、そのガイドラインを緩和して、国内の債券運用者にやらせるということも可能と言えれば可能かなと思っております。まだ、そこまでは我々の議論が進んでいないというのが現実でございます。

○加藤委員 クレジットを入れたベンチマークは考えていませんか

●水野理事 今のところは、まだそのベンチマークのところも。

○加藤委員 今回は国債だけということですか。

●水野理事 そうですね、今回は。

今回は、ある意味、為替のところをどうやって管理するかという意味合いにおいて、ツールをふやすというふうに理解していただければありがたいかなと。

○新井委員長 ほかにいかがでしょうか。よろしいですか。

それでは続きまして委員限り6基本ポートフォリオの定期検証（平成29年度）にむけてということで、事務局から説明をお願いいたします。

●青貝投資戦略部長 御説明申し上げます。

委員限り6ということで、基本ポートフォリオの定期検証、29年度に向けてということで、4月以降に実際の基本ポートの検証について御説明してまいりたいと思っているのですが、それに先立ちまして、今年度の春先に行いました検証の振り返りと、今後の検討ポイントについて簡単に御説明させていただきたいと思います。

まず、1. 概要でございますけれども、今、申し上げたとおり、今年度、28年5月末に、基本ポートの検証結果を公表しております。今年度の検証のポイントは、大きく2つございまして、基本ポートの実質的な運用利回りが1.7を達成しているかどうかという点が1つ。

それからもう一つは、今回の想定運用期間の最後、2039年度末に、財政上必要とされている積立金額を確保できないリスクがどう変化しているのかということの評価させていただいたところでございます。その結果、そこに書いていますとおり、金利は下がっていたのですが、目標利回りはおおむね満たしているということ。それから、積立金を確保できないリスクについても低下しているということを御説明いたしまして、基本ポートフォリオを見直す必要はないという結論になったところでございます。御説明は割愛いたしますが、この資料の一番下には、業務概況書につけております基本ポートフォリオの検証の概要を添付しております。

ここから先は、2. 検討課題ということでございますけれども、先ほど来申し上げております、実質的な運用利回りでございますが、検討課題の1つ目にありますとおり、名目運用利回りと、名目賃金上昇率の差として出てくるわけでございます。2枚目の紙をごらんいただきたいのですが、これは4資産の名目の利回りが、この積み上げの棒グラフでございます。それで、4資産のベースとなる部分に、青い網かけをしている部分がございます。これが国内金利の見通しに基づいて動いてくる部分でございます。青い部分が御案内のとおり、市場金利の低下の中で、前回の基本ポートフォリオの検証以降で見ても、引き続き低い状況にあるということでございます。

それを具体的に御確認いただくために、もう一つ紙をおめくりください。図2がでございます。これは、内閣府で示された数字でございますが、色を分けております。まず、青色の実線、これが経済再生ケース、これを我々は経済中位ケースと呼んでいるものでござい

ますが、前回の点線と比べると、1%ぐらい下にシフトしております。

それから赤色の線。内閣府ではベースラインケースと呼んでおりますが、これは我々としては、市場基準ケースと呼んで、使っているものでございますが、こちらにつきましても、2017、18年ぐらいから2020年ぐらいのところ、1%弱同じように下方にシフトしているわけでございます。

そういう中で、もう一度恐縮ではございますが、1枚ページをお戻りいただきまして、先ほど御説明いたしました青い部分のベースとなる金利のところ、今、申し上げましたところから行きますと、少し下のほうに下がっていくと。方向性としてはこの部分については、名目利回りのベースが下がっていく要因となっていくわけでございます。

さらに、この資料の名目利回りを見比べていただくものとして、イメージ図で緑色の平行な線をつけておりますが、これが賃金上昇率のイメージでございます。賃金上昇率が線よりも下にあれば、実質的な利回りはマイナスであって、この線を越えていればプラスになるということでございます。

この破線の緑色につきましては、従来どおり、直近平成26年の財政検証で使った数字というのを使っていますが、今、足元の賃金上昇率がどうなっているかということ、4ページ目の図3をごらんください。そうしますと、プラスで検証時の線ということで行きますと、赤が市場基準、青が経済中位ということになるわけでございます。

一方、足元の実績としての名目賃金上昇率は、これらの線よりも下のところにきているということでございます。このように賃金上昇率が我々の当初想定していたものより、少し足元は低いという状況について、どういうふうにしていくのかということでございますが、何度も恐縮でございますが、2ページ目にお戻りください。

緑色の線を一切変えずに、当初財政検証したときのものをそのまま使っていくということが一つあるわけでございますけれども、それに加えて、今、御説明を申し上げましたような足元賃金上昇率がまた下がっていることを踏まえますと、今後の見通しについても、少し当法人なりに試算をしてみるとということも意味があるのかと。そうすると、恐らく緑色の線が、ちょっと下がることもあるということでございます。

そういったことをシミュレーションしたいと思っておりますし、それ以外にも、外国資産のリスクプレミアムも更新いたしますので、そういったことを組み合わせて、緑色の線のそれぞれの試算が上に来るのか、下に来るのかといったことを、もう少し具体的に御説明できるのではないかなと思っております。

以上が、1.7%の関係で見た利回りがどうなるかという分析のフレームワークでございますが、これに合わせまして、この3月末の残高水準を基点といたしまして、同じく積立金から下振れる確率についても計算して御説明させていただきたいと思っております。

以上でございます。

○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、御質問等がありましたら、お願いいたします。

○菅家委員 去年のときは名目賃金上昇率はどうやったのですか。

●青貝投資戦略部長 去年は、財政検証の数字を使って、そのまま計算しております。

○菅家委員 ということは、実勢がゼロに近づいているので、目標は達成し得るとしたいということですか。

●青貝投資戦略部長 ことしの5月の御説明のときにも、ケースによっては目標を達成している場合があったり、そうでない場合があったりということで、複数のケースをお示しいたしました。そういう意味では、今回の検証においても、幾つかの前提によって、目標を超える場合もあれば、超えない場合もあるといったことを御説明してまいりたいと思っております。

○菅家委員 いや、きょうはあえて名目賃金上昇率のところに着目をしたプレ検証みたいな感じになっているので、そういう意図があったのかなと勘ぐったということです。

●青貝投資戦略部長 賃金のところは非常に重要なところでございまして、財政検証の数字を用いるというのが基本でございますけれども、あわせていろいろな角度から見ていただけるような形にしたいということでございます。

○新井委員長 ほかにいかがでしょうか。

加藤さん、お願いします。

○加藤委員 十分に理解していないかもしれないのですが、29年度の検証に向けてということで、29年3月末時点の情報をもとにもう一回検証しようということですね。そのときに、新しく、例えば金利が低下したとか、パラメーター、リスクプレミアムを変えるとかで検証をして、その結果、基本ポートフォリオが必ずしも最適ではないという状況になるということもあり得るわけですね。

●青貝投資戦略部長 もちろん、御審議いただきますので、それ次第ではいろいろな御意見を聞いてということで、今、何か先験的に絶対変えないとか変えるとかは特にございませぬ。

●水野理事 基本ポートフォリオが5年の期間で設定されていて、その際には25年の運用期間を想定しておりますので、各年度のチェックは、当初の前提条件と完全に違うような状況が生まれていないかとか、そういうチェックをするのが毎年の検証と理解しております。当然ですけれども、毎年毎年、そのときに最適なものをつくれば、微妙に違っていくわけですが、5年に1度の検証のほうは、財政検証の過程の数字も大きく変わるわけですので、そこではかなり抜本的に作業することになります。1年、1年のものは、バックチェックというか、離れているレベルが、乖離許容幅等の中で収まるかというような形で議論をしていただくことかと思っております。

○加藤委員 毎年ポートフォリオを変えろとか言うつもりは全くないのですけれども、一応、明らかにこんなに違ってしまふ、最適のポートフォリオがまるきり違うといった世界になる。特に金利の状況が、相当違っているわけですから、それはぜひ検討していただいて、チェックしていただければいいかなと思うのです。

●青貝投資戦略部長 金利の状況は確かに悪くなっている。一方で、賃金を少し考えると、思っていたほどの賃金上昇率はない。あるいは、リスクプレミアムというの、どこまで今は好調と見るのか、悪いと見るのかといろいろ御議論があると思いますが、リスクプレミアムというの、金利が下がってきている中では、それなりの水準になっている。こういった3つをあわせ考えて、お出ししたいと思っていますし、その中には恐らく目標を達成するもの、達成しないものが出てくると思います。あわせて積立金が3月末にどうなっていて、そこからシミュレーションしたときの確率がどうなるかというものもあわせてごらんいただくと、この基本ポートフォリオをどう御評価していただくべきかといったことをより議論いただけたらと思っています。

○加藤委員 わかりました。

○新井委員長 佐藤さん、お願いします。

○佐藤委員 確認のための質問なのですが、そうすると、今、青貝さんから御説明のあった作業というのは、きょう配っていただいた資料の一番後、年報の1ページに、基本ポートフォリオの検証というサマリーがございますね。これのデータをアップデートしてやってみますと。出てくるのは、これと同じような項目についてのチェックが出てくるというぐあいに理解してよろしいのですか。

●青貝投資戦略部長 はい、基本的には同じ枠組みの中で考えておりますし、その中でもう少しバリエーションを工夫したほうが良いというのであれば、それにプラスするというようなことはもちろん、考えていきたいと思っています。

●水野理事 これは昨年のアニュアルレポートのコピーですので、皆様に議論していただくのはもう少し、いろいろ幅広くやらせていただきます。アニュアルレポート上の説明を、昨年と同じよりも、もう少し変えたほうがわかりやすいという議論になれば、また変更するかもしれませんが、昨年はこういう形で一般の方々に報告させていただいたということです。

○佐藤委員 ことしの作業の目玉というか、去年の検証作業と大きく違う特徴というのは何かありそうですか。

●水野理事 今、青貝が申し上げた3つのファクターですので、金利がマイナスに入っていて、そこが大幅に変わっているということと、賃金も当初の財政検証に比べれば、伸びが大幅におくれているということ。このあたりがどういう形で反映されてくるかということになるのではないかと思います。

せっかくなので申し上げますと、実は前回の検証のときにもリスクプレミアムが上がっていったので、新しいリスクプレミアムでやってもよかったと思うのですが、保守的にということで、前回はリスクプレミアムを全く変えない形の検証と2つ出しました。今回に関しましては、リスクプレミアムは普通に考えれば、他の条件が変わっているので変えるべきだと思いますが、そこはまた一つにするかもしれませんが、皆様には両側をお見せしようと思っています。

○佐藤委員 了解です。ありがとうございました。

○新井委員長 ほかにいかがでしょうか。

清水さん、お願いします。

○清水委員長代理 昨今の議論で、現金、キャッシュの割合が若干ふえているということがあったと思うのですが、もちろん、運用するという側から考えると、何も運用せずにキャッシュで持つということはありませんのかもしれませんが、内々での検証の中で、乖離許容幅の下限まで各資産を減らしたときに、どれぐらいまでキャッシュが持てるという議論をしていたと思うのです。そのあたりも含めた形で、もし、何らかの検証ができるのであれば、見てみたいという気はいたします。

●水野理事 今、御指摘の点につきましては、積立金の水準というのが出てまいりますので、そこにこれまでのところの結果として集約されると思っております。

基本ポートフォリオの検証でございますので、35、25、15、25のところをベースとしてごらんいただくという形で御議論いただければと思っております。

○新井委員長 いかがでしょうか。よろしいですか。

それでは続きまして、佐藤委員より、運用委員会規則第8条の4第2項の規定に基づき、金融事業者の役員等の就任に関する届け出がございましたので、委員限り7金融事業者の役員等の就任に関する届出により、御報告させていただきます。

また、関連して委員限り8の申し合わせ事項（案）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、恐縮でございますが、事務局のほうから御説明させていただいて、その後、佐藤委員の方から補足していただければと思います。

委員限り7と、委員限り7の参考の2つの資料をごらんいただきたいと思っております。

3月15日付で佐藤委員から金融事業者の役員等の就任に関する届出をいただいております。具体的には、事業者名称のところがございますロボット投信株式会社、この顧問にことしの4月1日につかれるということです。職務の概要は、経営全般に関するアドバイスということでございます。

思い出していただきたいのですが、裏面のところに根拠規定がございますが、2番目の○の運用委員会規則の第2項のところでございますけれども、運用委員の方々につきましては、いわゆる金融業、これには直接金融業でなくても、これに類似、あるいは密接に関連する事業を含むということになってはいますが、その役員、顧問等に就任される際には、あらかじめ委員長に届け出ることになっておまして、それに基づいて届けていただくものであります。

ロボット投信株式会社につきましては、佐藤委員から会社の概要ということで出させていただいておまして、事業の内容といたしましては、左下のところに書かれておりますけれども、例えば、電話自動応答サービスのシステム開発及び提供ということで、直接の金融事業者ではなく、あくまでもシステム開発を行う、いわゆる電気通信事業の範疇に入る

会社であると伺っておりますので、先ほどの8条4第2項の関係で申し上げますと、金融事業者そのものというよりも、これに類似または密接に関連する事業というような位置づけとして届け出ていただいたものと解釈しております。

そして、委員限り8のほうでございますけれども、今回のことを直接の契機とするわけではございませんが、これも思い出していただきたいのですけれども、運用委員の方々におかれましては、講演等をされる際には、いわゆるスピーカーの肩書きとして、運用委員という肩書きを用いないということが、会議、講演等の対応細則の第4条、これは申し合わせ事項の裏面のところの下のほうの第4条の下線を引っ張っているところでございますが、ここに規程がされております。

これと同様に、金融事業者等の役員等に就任されるようなケースにおかれましても、ややもすれば、利用者の方々がホームページでありますとか、あるいはパンフレット等で、例えば弊社のアドバイザーとして、運用委員のA氏に就任いただきました、のような形で宣伝等をされるということに関しましては、やはり講演等の場合と同じように、GPIFあるいは運用委員の方々の信用失墜の恐れもございますので、こういったことは講演等と同等に控えていただくことがよろしいのではなからうかということで、あらかじめ新井委員長あるいはガバナンス会議議長の清水先生にも御相談をさせていただいて、もしよろしければ、この委員会で申し合わせ事項としてお決めいただいております。

事務局から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、御質問等がありましたらお願いいたします。

武田さん、お願いします。

○武田委員 1点質問させていただきます。運用委員の肩書きを使うことは、私個人としては不是ですが、略歴を出してくださいとお願いされることがありまして、略歴の中に、運用委員が入っているのもだめということでしょうか。肩書きは当然、会社の肩書き以外是用いないですが、略歴からも外したほうがいいのかどうかという点を確認させていただきます。

○新井委員長 お願いします。

●三石審議役 委員限り8の裏面、2ページの末尾に（注）とございますけれども、実は、現在も講演等をされる委員の方々から、同じような御照会をいただいております、現在の運用といたしましては、あくまでも案内状などで、運用委員のA氏という形ではなく、例えば、何々大学のA氏あるいは何々株式会社のA氏というような形を使っていたかということ。あくまでも、略歴で、何とか大学卒業、何年何とか入社あるいは何とか大学教授就任というような経歴の中に、何年運用委員に就任ということが出てくることに関しては、ここで言う肩書きを用いるには該当しないと解釈して運用させていただいておりますので、先ほどの申し合わせ事項につきましても、同様に略歴で出てく

るというのは、いわゆる禁止事項には当たらないと解釈をしております。

○武田委員 済みません。念のため確認させていただきました。

○清水委員長代理 いや、でも重要なことです。

○新井委員長 ほかにいかがでしょうか。

○佐藤委員 そうすると、顧問就任のときに、恐らく私の略歴というのはきっとホームページに載せると思うのですけれども、その中に何年何月運用委員就任と、それは書いてしまっても構わないということなのですか。

●三石審議役 積極的にお勧めするわけではございませんけれどもね。

○佐藤委員 いや、私はそれも断ろうかなと思っていたのです。

●水野理事 正直に申し上げて、これはレピュテーションリスクの話でございますので、例えばその会社がいろいろなところに宣伝するとき、GPIF運用委員の佐藤氏がうちの顧問だとやられますと、この会社、私は存じ上げませんが、何かトラブルが起きたときに、よくないし、GPIF全体の信頼性にもつながりますので、そういうことを避けていただきたいということです。多分、皆さん審議委員会がたくさん並んでいると思っていて、その中で1つとして入っているものを外せと言うものではなく、そういう形で営業に使われるようなことがありますと、逆にそういうリスクが高まるのではないかという認識でおるだけでございます。

○佐藤委員 了解です。

○新井委員長 よろしいでしょうか。

それでは、この申し合わせ事項案。

○佐藤委員 補足しなくてよろしいですか。ロボット投信について。

そのものについて、ちょっと一言、私のほうから、せっかく貴重なお時間を頂戴しているので、補足で説明させていただければと思うのですけれども、ロボット投信株式会社、社名に投信と冠しておりますけれども、事業内容は、先ほど三石審議役からお話があったように、一口で言いますと、フィンテックのスタートアップカンパニー。ロボットアドバイザーのシステム開発、これを提供するという、ざっくり言うとシステム屋さんです。オフィスに行くと、働いているのはTシャツとGパンを履いたスティーブ・ジョブズみたいなお兄ちゃんたちが5、6人いると。そういう会社であります。

業法的には、アセットマネジメント業務のオペレーション効率化のために、ITソリューションサービスを提供すると、そういう電気通信事業者でありまして、投資顧問業者ではありません。したがって、金商法よる金融事業者ではありません。先ほど御説明があったように、運用委員会規則の第8条4第2項、しかも金融業の後ろの括弧内にある密接に関連する事業を含むという、そこが該当するというので、今回届出を出させていただきました。

申し合わせのほう、まさにおっしゃるとおりでありまして、李下に冠を正さずということで、私としては、レピュテーションリスクがございましたので、同社に対しては、経歴に

も含めないと。それからもちろん、ホームページ上でこんな人が就任しましたということも特に宣伝しないでくれということをお願いしております。

以上です。

○新井委員長 よろしいですか。

それでは、本件につきまして、委員会として申し合わせ事項（案）、事務局のほうからお示ししていただいたものにつきまして、異論がないということで、今後はこれに基づいた取り扱いをしていただきますように、お願いいたします。

多少時間があるようでございますので、本日、午前中にGPIF Finance Awards、第1回の授賞式及びセミナーが開催されましたのでご紹介します。運用委員では、佐藤委員と私が出席いたしました。受賞者は沖本さん、オーストラリア国立大学の准教授、並びに一橋大学の客員准教授を兼務なさっている方でございます。

本日は、沖本さんの受賞論文に関するプレゼンテーション及びノーベル経済学賞受賞者でございますマートン教授の講演をお聞きすることができました。セミナーは非常に盛況でございまして、約110名の方が御出席されました。一言御報告ということで、佐藤さんのほうから何か。

○佐藤委員 あの憧れのマートン教授のお話を聞けると。しかもツーショットの写真も撮らせていただいて、こんなによき日はないという感じであります。

マートン教授のレクチャーは30分ほどでしたけれども、非常にファイナンスというものがいかに社会にとって役に立つのかということをも物すごくわかりやすく、素人の私が聞いてもわかりやすい表現で御説明いただいて、感銘を受けました。願わくば、ビデオ撮りをしていただいて、GPIFのホームページ上にアップしてもいいぐらいのクオリティーの内容だったのではないかなと私は思っております。ああいうものがもっと広まって、今回受賞された沖本さんのようなpromisingなプロがどんどんふえていって、この分野の裾野が広がると非常にいいなと思っております。

○新井委員長 どうもありがとうございました。

武田さん。

○武田委員 今日は大変残念ながら参加できませんでしたが、ビデオ撮りはされなかったのでしょうか。

●森投資戦略部次長 してはいるのですけれども、一番後ろから家庭用のビデオで撮っているような感じなのです。ごらんいただくのは可能です。

●水野理事 画像によってはアップしますが。

○武田委員 ぜひ拝見したいです。

●水野理事 済みません。経費をけちり過ぎまして、カメラマンもビデオマンもうちの職員なものですから、いつも手ぶれ問題とか、お恥ずかしい状態なのです。

○佐藤委員 せめて、パワポのスライドだけでもアップしてもいいのではないかと思うのですね。

●水野理事 本日は、本当にありがとうございました。

○新井委員長 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れば、お願いいたします。

●三石審議役 それでは、委員限り3オルタナティブ資産に係る公募の開始についてと、委員限り7の参考ロボット投信株式会社 概要につきましては、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、お願いいたします。随行の皆様も同様をお願いいたします。

次回の第117回運用委員会につきましては、ことしの4月26日水曜日17時から、当法人会議室で開催いたしますので、よろしくお願いいたします。

○新井委員長 第116回運用委員会は、これで終了いたします。