第98回経営委員会議事概要

１．日　時：2024年７月26日（金）14:00～15:58

２．場　所：年金積立金管理運用独立行政法人　大会議室

３．出席委員等：・山口委員長　・新井委員長代理　・板場委員　・逢見委員　・尾﨑委員
・加藤委員　・久保田委員　・小宮山委員　・根本委員
・宮園理事長

※尾﨑委員はWeb会議システムにより出席

４．議事概要

【審議事項】
（１）「アセットオーナー・プリンシプルについて」
アセットオーナー・プリンシプルについて、執行部から説明があった。
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員Ａ　５番の 5-2 のサステナビリティ投資について、GPIF でもサステナビリティ投資方針を策定することを検討してもいいのではないか。特にこの辺の分野というのは、どうしても曖昧な、境界線がはっきりしていないところもあり、担当者が代わると全く違ってくるリスクもあるので、何らかの形で方針を策定しておくことは悪いことではない。

執行部　検討したい。

委員Ｂ　サステナビリティ投資方針あるいは SDGs が GPIF の行動の中にどう関わっているか等、そういうことが分かるものを策定することを検討してみてはどうか。

【報告事項】
（１）「監査委員会活動報告（2024 年度第１四半期）」
監査委員会活動報告（2024 年度第１四半期）について、委員から報告があった。
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員Ｃ　女性活躍推進の取組について、キャリアデザインを考えると、女性のモデルが少ないので、将来を描きにくいなどの課題があると思われる。研修に加えてフォローアップをして

いただきたい。恐らく女性だけではなくて、そういった取組が、例えば外国籍の人とか、介護を抱える人とかの多様な方の活躍にもなると思うので、お願いしたい。

委員Ｄ　女性管理職の割合を、2 年間でほぼ倍にする相当ハードな計画のようだが、どのような施策を考えているのか。

理　事　管理職の候補者が挙がってくる時点で、資質をしっかり見極めることを心がけている。また、管理職に昇進させた後も、成長のサポートをしていきたいと考えている。

委員Ｄ　女性管理職の割合目標を達成できなかった場合は、どうなるのか。

理事長　経営層の責任で達成に向けた具体的な対策も講じていきたい。
　管理職になれそうな人の母集団をしっかり押さえた上で、どういう人を持ちあげていくかということをしっかり考えることや、外部から管理職の務まる人を採用すること、この二つの方法で取組んでまいりたい。

（２）「業務執行状況報告（2024 年度第１四半期）」
業務執行状況報告（2024 年度第１四半期）について、理事長及び理事から報告があった。
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員Ｄ　半導体、AI 関連等の銘柄が値下がりしているという中で、超過リターンについてアクティブファンドではどうなっているのか。

理　事　そんなに大きな損失が出ているわけではないが、市場が荒れているので、注視してまいりたい。

（３）「令和 6（2024）年財政検証結果のレビュー」
令和 6（2024）年財政検証結果のレビューについて、執行部から報告があった。
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員Ｂ　オプション試算で出されているメニューというのは、年金積立金に影響を与えるものになるのか。

執行部　それぞれの項目により、いろいろ経路が違うが、年金積立金に若干の影響があるものもある。

委員Ｄ　成長型移行か過去 30 年投影とあるが、いずれにしても今後 10 年ぐらいのことを考えると、400 兆円から 500 兆円ぐらいに積立金がなると表には載っている。こうした数値が GPIF の今後の運営にどういうインプリケーションを持つのかについて、執行部から御意見をいただきたい。

執行部　経済対比で積立金の規模が上がっていくということは、市場がそれだけ同様に成長していけば問題なく運用できていくと思うが、市場の成長に比べて積立金の伸びのほうが大きい場合に、どういうふうに安全かつ効率的に運用していくかということについては、いろいろ念頭に置きながら運営の方法も考えなければならないと思う。

委員Ｄ　実現可能性が高いシナリオは成長経済移行型と過去 30 年投影の中程ぐらいかと個人的には思うが、そう考えると、積立金の成長率がかなり高くなり、日本の GDP 比の資産、特に国内資産の割合が高くなり過ぎる。海外資産市場の規模や内外の経済成長率格差を前提にすると、GPIF として海外投資の割合を高くせざるを得なくなり、それに向けて今後 10 年間において、いろんな面で組織的対応が必要ではないかなと、その点についてはどのように考えているのか。

理事長　今の我々の体制で 400 兆円、500 兆円を背負っていく場合、この日本一か所で、160 人規模でやっていけるかどうかとか、そのようなことも考えなくてはならない。今、中期計画の議論を内部でやっており、向こう５年間に限らず５年をはみ出した 10 年、20 年のことを想定した議論もやってみようということで、内部に指示はしているが、まだそういう議論が十分できていないところ。

理　事　御指摘のように非常に積立金の積み上がり方が大きいので、市場環境により、マイナスになったときの影響というのは、より全体のシステムの中で大きくなってきていると感じており、ダウンサイドのシナリオというときにどうするかということをよく考えておく必要があると感じている。

委員Ｄ　組織は急に変われないので、５年、10 年先のことを考えて、例えば海外拠点の設置など運用体制やリスク管理体制の強化の検討が必要だと思うので申し上げた。

（４）「オルタナティブ投資の振り返りと現状について」
オルタナティブ投資の振り返りと現状について、執行部から報告があった。
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員Ａ　資産全体に対する残高の割合は変わっていないと感じている。リスク管理を徹底して慎重にやったということで増えなかったと説明があったが、他に理由はあるのか。また、オルタナティブ運用で、複合ベンチマークを安定的に上回るという運用目標が本当に適切なのか、そうではなくて、オルタナティブはオルタナティブの何らかの別のベンチマークを想定して、それをアウトパフォームすることを目標にしてやったほうが、貢献度を高めることができるのではないか。

執行部　残高は着実に増加をしている。法人全体のポートフォリオが大きくなっているので、比

率としては変わらないというのが実情であり、それ以外の特段の要因があるとは考えていない。オルタナティブ資産は複合ベンチマークに対してリスクを取って超過収益を確保することを目指しており、そのリスクの程度を計測している。また、オルタナティブ各資産内でのベンチマークに対するパフォーマンスも計測している。

委員Ｃ　有識者アンケートを見ると、まだもっと余地があるような、そこにある意味、長期のリスクを取れるあるいは非流動性資産を持てる GPIF のメリットをもっと生かしてほしいというような意見があり、その辺りをどうお考えなのか。あるいは資産の多様性などをどう考えているのかお伺いしたい。

執行部　我々は長期投資家として長期のリスクが取れるので、オルタナティブ資産の一つのリターンの源泉はそういった長期投資によるプレミアム獲得ということがあり、そういう観点から我々がリターンを取れるかというのは、非常に重要な課題だと思っている。一方で、リスクを取っている分、それに見合ったリターンを上げられるかといった点も、非常に重要な点かと思っており、そういった確信度を高める努力をしている最中というのを御理解いただきたい。

委員Ｄ　為替ヘッジのコストが高くなっている。また、為替によって収益が大きくぶれることになるので、国内不動産等のオルタナティブ投資ということについて注力していただきたい。

執行部　これまでは国内の資産規模、あるいは市場規模については、不動産が一番大きな投資機会があり、我々のポートフォリオでも、国内のアセットの中では不動産が大きな部分になっている。それ以外の市場でも近年少しずつマーケットの発展が見られる状況。リスクリターンを勘案し、市場規模の拡大に応じて、為替ヘッジのコストが削減できることも踏まえて円建て資産の投資機会がこれから少しずつ増えていければと思っている。

委員Ｄ　新聞等を見ると、ベンチャー投資を政府が後押ししているとか、あと徐々にではあるが、日本でも LBO のような活動が活発になってきていると思うので、PE はもう少し行けるのではないかと思う。

執行部　日本の市場でも様々な団体があり、国内市場のデータをいろいろ持っているところもあるので、そういったところからより過去のトラックレコードなどのデータを集め、分析を踏まえて、我々が確信度を持てるところに投資をしていければと考えている。

委員Ｃ　トラッキングエラーを重視しているが、それが適切なものなのか、伝統的資産とは違うものと思っており、それを完全に合わせることは難しい気がするのと、海外の年金はあまりトラッキングエラーを精緻には見ていない印象があり、何かそれに代わり得る指標のような、あるいは伝統的資産で分けて考えるとか、そういうことはできないのか。

執行部　御指摘のとおり、特にインフラと不動産については、伝統的な上場株と債券とはかなり異質であり、海外の年金基金等の話を聞いても、内部管理でトラッキングエラーを使っていないところもあることは承知している。ただ我々は、今このリスクフレームワークの中でどれだけトラッキングエラーが出ているかは認識すべきと考える。推定トラッキングエラーが出ていることが必ずしも悪い指標だとは考えておらず、大事なのはどれだけリスクを取っているのかというのをきちんと把握して、それをモニターしてコントロールしていくということかと思っており、当面はこのフレームワークの中で進めていくとして、将来的には何か新しい手法が開発できれば、それについての検討は行っていきたいと思っている。

【その他事項】

・議事録の作成及び議事概要の公表（３月 25 日及び３月 26 日開催分）について承認を得た。

以上