

第 119 回運用委員会議事要旨

1. 日 時：平成 29 年 6 月 29 日（木）16:00～18:30
2. 場 所：年金積立金管理運用独立行政法人 大会議室
3. 参加者：・新井委員長 ・清水委員長代理 ・井上委員 ・加藤委員
・佐藤委員 ・菅家委員 ・武田委員

4. 議事要旨

- (1) 「平成 28 事業年度財務諸表等」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 資産運用業務費の増加要因として、トータルリスク管理ツールが挙げられているが、今回限りの経費という位置づけか、それともこれぐらいの維持管理費が必要ということか。

事務局 28 年度は導入費用とランニングコストがかかっており、29 年度以降はランニングコストのみとなるがほぼ同額の計上となる見込みである。

事務局 リスク管理を高度化しようとする場合、システムがないことには高度化しようがないので、今よりもさらに高度なことができるだけのシステムを今回導入したものである。

- (2) 「平成 28 年度業務概況書（案）」及び「平成 28 年度業務実績評価について（案）」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 業務概況書については、数字などもわかりやすく書かれていて、コラムなども適宜入っており、とてもよくできていると思う。

実績評価においては、ツイッターや 유튜브 などを使っての情報発信が書かれていたが、業務概況書には書かれていないので、次回以降の業務概況書ではいろいろな広報戦略なども含めて情報発信の取組を書くというのではないか。

業務概況書の英語版、英語の簡略版の公表はいつごろを予定しているのか。

事務局 翻訳の準備中であり、できるだけ速やかに英語版も公表したい。

委 員 実績評価において、「インカムゲインの推移の 10 年間の振り返りを分析」とあるが、昨年の業務概況書で行ったのはインカムゲインの推移だけではなく、GPIF の 10 年間の業務全体についての総括であるので、この表現は当たらないのではないか。

保有銘柄の開示は、GPIF の歴史にとっては時代を画するものとして、後世必ずや評価されるだろうと思っており、AAA を与えてもよいと感じているが、それと

の対比で見ても、インカムゲインの10年間の推移を挙げるのは違和感がある。

事務局 GPIFの10年間の振り返りで詳細なデータの分析を行ったわけであるが、その中の1つの例としてインカムゲインを挙げたものである。

委員 例としてもふさわしくない。

事務局 保有銘柄の公表については、そのプロセスにおいて関係諸団体と調整しながら、かつ、学術的な検証も行いながら進めて、法改正に先駆けて透明性を確保したものであり、評価いただき大変ありがたい。

委員 業務概況書は、海外の基金と比べても十分な内容である。特にGPIFの場合は運用に限られているにも関わらずこのボリュームと内容なので、非常に評価されてもよいのではないか。

来年以降に検討をお願いしたいものとして2つある。1つは基本ポートフォリオの算出過程についての記述がないので、ぜひ加えてほしい。今年算出したわけではないので入れてないのだと思うが、今年初めて業務概況書を見る人もいるので、最も重要である基本ポートフォリオとその策定プロセスについても入れてほしい。

もう一つは、運用の考え方や投資政策について記載があってもよいのではないか。将来についての話が難しいのはわかるが、運用を多様化する中で、スマートβ、ESGインデックス、オルタナティブなど複雑化してきているので、過去のパフォーマンスだけではなく、運用の考え方についての記載があってもよいのではないか。

委員 2つ質問があるが、第1に、資産全体の超過収益率が資産配分要因でマイナス66ベースポイントとなった原因は、内外株式へのエクスポージャーが基本ポートフォリオに比べてアンダーウェイトになっていたためということだが、その判断の背景についてどう考えているのか。

第2に、外債のパフォーマンスが個別資産要因で非常によかったとあるが、その要因は持続性が期待できるものなのか。

事務局 内外株式をアンダーウェイトにした背景については、理事長のコメントにも書かれているように、海外のリスクアセットの価格がかなり高い状態であったことや、ブレイクジットやアメリカ大統領選挙というマーケット全体が大きく動くようなイベントが予定されている時期であったということがある。

さらにマイナス金利という過去に例を見ないような環境の中での運用だったので、投資委員会でいろいろ議論をした中で、リスクアセットをアンダーウェイトにしたものである。

こうした背景を業務概況書の中でどういう書き方をするかについては、来年以降考えさせていただきたい。

事務局 外債の運用スタイル別の要因分解において、グローバル総合はファンド要因で92ベース、ベンチマーク要因で69ベースのプラスになっている。

ベンチマーク要因がプラスなのは、外債のベンチマークであるWGBIは先進国

の国債から構成されているのに対し、バークレイズのグローバル総合はソブリンに加えて、社債やモーゲージが入ったベンチマークであり、その効果があったことに加えて、28年度はドルが強い相場であったので、ユーロが多いWGBIに対しドルが多いグローバル総合が強かったということである。

次にファンド要因であるが、2年前の外債のマネジャーストラクチャーの見直しの際に、グローバル総合についてはできるだけ運用制約がない運用能力を活かせるアンコンストレインド型のファンドを多く採用したが、それらが積極的な投資行動を示した効果が出たと考えている。我々としては、持続的に成果が出るものと期待して採用しているものである。

(3) 「ESG 指数選定結果」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 以前の運用委員会において、総合型が2つとテーマ型が2つという方向でいきたいという話があったが、結果を見ると、環境については継続審査という報告があった。どうして継続審査になったのか説明してほしい。

事務局 前回の運用委員会ときにはほぼ最終選考で4つの指数が採用できるのではないかと進めていたが、最終のデューデリジェンスの中で、環境のテーマ型については、改善と精査が必要なことが判明したので、指数会社に対応をお願いしている。

委員 ESG インデックス自体がまだマーケットとしては未成熟な状況なので、これで全て完結ということではなく、まだまだ改善の余地があるという発表をしてほしい。

2つ質問があるが、1つ目は、当初1兆円ということだが、当面どのぐらいの配分をしようとしているのか、2つ目は、ESG インデックス運用のパフォーマンス評価はどのように考えているのか。

事務局 まずは、1兆円からスタートする。運用に当たっては、企業の方々にむけて指数会社からメソドロジブックの公開や説明会を予定している。GPIFとしては、日本企業のESG評価を情報開示も含めて向上させることによって、日本株のパフォーマンス全体を持続的に上げていきたいという気持ちでやっているの、我々の運用資産もある程度持続的に増えていかないと意味がないし、最終的にはTOPIXや日本株の全体のESGスコアとこのインデックスのスコアがほとんど差がなくなってくるというのが、本当は理想とする状況なのだろうと思う。

2つ目の質問にもつながるが、このインデックスがTOPIXを短期的にアウトパフォーマンスしても余り意味がないが、TOPIXに対して、ESG投資全体としてリスク・リターンではほぼ相応のものを確保するようにやっていきたい。これで打ち止めという訳ではなく、継続的に投資していくというメッセージとして出す必要があると思っている。

委員 ESG 指数自体がまだ歴史が浅く、手法も十分に確立していないことは事実であり、継続して改善していくことがとても重要。企業と指数会社が継続的な対話をしながら、誤解や不透明な部分等を解消していくことで、全体の底上げが図られていくと思うので、企業と指数会社との間の継続的な対話の場を提供するようお願いする。

委員 資料の ESG 総合型とテーマ型の組み合わせイメージ図について、総合型と、テーマ型A、テーマ型Bの配置がばらばらで、その縁が何を意味しているのかよくわからない。誤解を与えるのではないか。

事務局 委員のご指摘を踏まえて、工夫したい。

委員 確かに ESG 市場は日本ではまだまだ未成熟なのは十分承知しているが、ヨーロッパやアメリカでは必ずしもそうではなく、多くの ESG 指数による運用が行われ、相当な経験が蓄積されているのではないか。そういうフィールドで活躍している指数会社と議論しているにも関わらず、デューデリジェンスなど入り口のところでつまづいているのは、率直に言って変な感じがする。

事務局 指数会社にデューデリジェンスを本格的に行ったアセットオーナーは世界でもほとんどおらず、今回、GPIF は実際に指数会社のオフィスに行き、面接もして、実際に選ばれたスコアのデータも横串で比較した。私たちアセットオーナーがきっちりチェックする必然性はあると思っている。

今回採用する指数における企業の ESG 評価の相関の低さについては、企業における情報の開示が進んでいないのか、それとも評価している側のクオリティーが統一化されていないのかのどちらかだと思うが、今回、メソドロジーブックの公開を要求したというのは、かなりインパクトを与えるのではないかと考えている。企業側が一生懸命公開したけれども全く評価が上がらない、指数会社側が日本企業がディスクロージャーが不十分と主張する状態は、今回の指数の採用によってかなり改善されるのではないかと思う。

1年かかってここまで来て、本当は4つそろってスタートしたかったが、環境のテーマ型については納得できない点があったので、再精査と確認をお願いしている。今後その指数が採用されてそれが公開されたときには、どういうことをやっていたのかまた御報告したい。

事務局 ほとんどの上場株を持っている立場として、インデックス・プロバイダーと会話をしていくことによって、もしおかしいとなったら、またもう一回デューデリジェンスをやって、プロセスを変えてほしいという意見も言えるので、前向きにやっていけるツールを用意できたと思っている。

(4)「平成 29 年度広報戦略」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 PDCA を回していくときはプライオリティーをつけることが重要である。また、

最後に評価基準の話があるが、どうやって効果を測定するのか。

事務局 四半期ごとに認知度調査を行い、特に低いというデータがある現役世代の認知度を上げていきたい。

委員 広報活動はすぐに効果が出るものではない。四半期ごととあるが、アンケート調査をする場合には当然費用もかかるので、あえて効果測定をそんなに意識しなくてもいいのではないか。

委員 広報活動の効果測定は難しいと思っている。業務実績評価にあったツイッターやユーチューブによる情報発信は、具体的にとったアクションとして伝える努力をしているということだと思うが、アクセス件数などは、市場が大きく荒れた時にアクセスが増えるなど、必ずしもポジティブなアクセスとは限らない。

数字で定量化できる部分があればそれも一つだとは思いますが、全てを無理やり数字で縛って、それを四半期ごとに見ていくことはしなくてもいいのではないか。むしろ、本当に広報として何をやるべきなのかをしっかりと考えてほしい。

事務局 データだけで判断しようということではないが、企業の商品のイメージ調査などと同じ手法で、インターネットを通じて、割とコストもかけずにできるアンケート調査を行っている。

頻度については、GPIF についての関心が高まるのが運用状況の四半期ごとの公表のタイミングなので、GPIF に対しての認知度、それを見ていた人たちの評価がどうなったかというのが、データとして出てくるので、そういったものも参考にしていきたい。

事務局 短期的に見てアクセス数などにとらわれず、戦略をきちんとして、粘り強くやってくださいということをおっしゃっていると承知した。

委員 例えば新しく始める ESG 投資について、一時的に関心が高まりアクセス件数は増えるだろうが、何を伝えてどういう対話をしていくかという、内容や行動のほう的大事と考える。そこをしっかりとやっていただきたい。

名前を売るのが目的ではなく、GPIF としてこういう取り組みを、こういう目的のためにやっていくという点を、正しく理解してもらうことが重要なのではないか。それには時間もある程度かかるため、目的を定めて着実に進めてほしい。

委員 ホームページ改修については、トップページはきれいになったが、中身は変わっていないので、中身も改修するようプライオリティーを上げてほしい。

委員 スマートフォン対応も検討してほしい。

(5) 「運用委員会議事録の公表」及び「証券訴訟に係る情報開示」について
質疑等はなかった。

(6) 「資産構成割合の管理状況等」及び「リスク管理状況等の報告（平成 28 年度）」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 リスク管理ツールによる数字のアウトプットだけで終わりではなく、この数字を使って、どういうリスク管理をするのかを今後検討してほしい。また、今回は分散共分散法とヒストリカル法の1シグマ値を掲載しているが、今回導入したツールにはストレステストの機能もあるので、ストレステストの結果も見せてほしい。

事務局 ご指摘の点については、検討したい。

委員 運用委員会自体は9月で終わり、10月からは新しい経営委員会が立ち上がる。経営委員会の趣旨であるガバナンス強化に向けて、これまでの運用委員会の議論や議論の進め方で認識された課題や改善すべき点等を次の経営委員会に活かしていくことが重要。経営委員会に引き継ぐべき事項を整理し、空白期間を生じさせることなく次の体制に移れるような準備をお願いしたい。

以上