

運用委員会（第 112 回）・ガバナンス会議（第 13 回）合同会議 議事要旨

1. 日 時：平成 28 年 12 月 16 日（金）10:00～12:00
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 ・大野委員 ・加藤委員
・佐藤委員 ・菅家委員 ・武田委員
4. 議事要旨
 - (1)「役職員による行動規範の実施状況の確認結果」について
質疑等はなかった。
 - (2)「運用委員による行動規範の実施状況の確認結果等」について
質疑等はなかった。
 - (3)「ESG 指数について（第 4 回）」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 定性的な確認事項と定量的な確認事項が 2 つの大きな柱になってヒアリングしたということだが、選考の評価ポイントを見ると、基本的に定性的な確認事項しか記載されていない。定量的な確認事項も盛り込むべきではないか。

事務局 運用の意思決定において、定量的な項目を考慮しないということではない。定性的な項目を強調している理由は、過去のデータだけを使うと、長期的なリスク、潜在的なリスクを減らすという ESG の考え方が評価し切れないためであり、今回についてはほかの指数の評価に比べると、定性的な項目に重きを置いて評価するとご理解いただきたい。

委 員 最終的に指数を選択するに当たって、①どのようなパフォーマンス特性を求めるのか、②GPIF としてどういう哲学で企業の ESG を評価するのか、③実際の運用に当たってインデックス運用をするのか、アクティブ運用をするのかといった投資戦略、④全体ポートフォリオにおいて ESG ポートフォリオをどのような位置づけにするのか、これらの 4 点について方針を明確にしてほしい。

事務局 これら 4 点は、全て考慮すべきポイントだと思っている。ただし、その 4 つの中で我々としてどのぐらい突っ込んで明確化していくものか、あるいはトライする必要があるのかということは議論しなければいけないと思っている。

委 員 ブレグジットやトランプ次期大統領のような今年のジオポリティクス（地政学）の大きな地殻変動は、大胆に言うと ESG に辟易したグループによる揺り戻しの側面がないとは言えない。個人的には ESG は非常に重要で、その方針を支持している立場であるが、場合によってはこれに逆行する流れが生まれかねないという

リスクがあることを十分注意する必要がある。

事務局 短期的に ESG に逆行する動きが出たとして、それに合わせて買っていくのがいわゆるショートタームの買い方で、ESG の考え方というのは、長期的に見てサステナブルかということを考えながら投資をしていくことだと考える。結果としては初期においてパフォーマンスが一時落ちることがあるかもしれないが、長期の視点で見る必要があると考える。

委員 事務局の発言は本当に重要で、今こそ ESG をやる意味があるのではないか。

PRI の署名において我々が考えた哲学と選ぶ指数の哲学が合っているかどうかは極めて重要なポイントになる。名前だけ ESG とついていて中身がそのコンセプトに合っていないということにならないようチェックをお願いしたい。

委員 GPIF が ESG 投資を始めるというメッセージは市場に与える影響が大きい。

選ぶ際の哲学、軸足を明確にし、日本のマーケットにおいて影響を与えるということを意識した上で指数を選ぶことが大きなポイントになる。

事務局 マーケット底上げについては、GPIF の場合はマーケット全体のベータが上がるのがパフォーマンスの向上につながるので、目指すべきではあるが、受託者責任としてリスクリターンについてはきちんと説明できるものでないといけないと考えている。

(4)「基本ポートフォリオに基づく運用の現況と対応」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 今のポートに移行するときに基本ポートから短期資産を除外した経緯について整理をしていただきたい。

事務局 現在、2つ当初想定していなかったことが起きていることは補足したい。1つは、我々が想定していたキャッシュイン・アウトと実際の金額が兆円単位でぶれるので、運用が難しい状況にあるということ。2つ目は、金利がプラスであれば、通常国内債券等に分散するのであるが、マイナス金利下では、短期資産を積み上げざるを得ないということである。

委員 短期資産の役割は、中期計画にも書いてあるとおり流動性の確保、キャッシュアウトに対応するためである。ただし、この市場環境ではどうするのか非常に悩ましいので、当面こういう対応をしたが、本来の姿からするとおかしいということを確認しておけばよいのではないかと思う。

委員 このような状況において短期資産の割合が高くなって、リスクが下がっているというのは合理性があるのではないか。

マイナス金利がどこまで続くかわからないが、現金で持っているのが一番安全という状況が続くのであれば、短期資産を持つということも含めたポートフォリオを考えてもいいのではないか。

基本ポートフォリオの乖離許容幅を考えたときには、為替や株価の変動などで

ウェートが変わってしまうことを想定していて、短期資産のウェートが伸びることについては全然考えていなかったが、これはすごく使えるアイデアではないかと思う。

委員 厚生年金の代行返上は読めないこともあり、短期資産が積み上がったけれど、間違いではないと思う。アメリカでは金利が上がってきており、ヨーロッパも出口を探って少し行動を起こしているという中で、日本のマイナス金利は日銀の国債購入にかかっているわけで、少し潮目が変わってきているという観点で見ていく必要があると思う。今後の検討課題については、どのぐらいのタイムスパンで論議し、決めていくのか。

事務局 今後の検討課題については、ゆっくり時間をかけなければいけないものと、割と早目にいけるものがあるのかなと思っている。そのうち、我々から提案できるものについては、次回以降運用委員会で議論していただくという形で進めたい。

委員 喫緊にやらなければいけないことと、環境を見ながら時間をかけることを分けながら、喫緊のものはここで議論する。年金改正法が通って、経営委員会もできるので、中長期のことは例えばそこで議論するなど分けながらやっていくのがよいと思う。

委員 アセットアロケーションを決めたときに想定しなかったような事態がさまざま起こり得るということもあり、適切な市場環境の見通しを前提とした機動的対応が認められるが、裁量の余地についてはしかるべき制約が必要だろう。十分な定性的、数量的な検討を踏まえて適切に乖離幅について決めていくことが重要だと思う。

委員 キャッシュフローのインアウトの流動性を確保するためにキャッシュを持つということと、安全資産としてキャッシュを持つことはおのずと意味が違ってくると思うので、そこは明確に分けて検討してほしい。

また、基本ポートフォリオとのずれという GPIF の機動的なアクションに関してどのように評価を行うべきかという点について明確にする必要がある。

事務局 流動性については、キャッシュアウト対応ファンドによって、各年度、国債の償還が来るようにポートフォリオを組んであるので、心配していない。今、積み上がった短期資産は、本来であれば国債の利回りがプラスであれば国債に行くべきものの一部が仕方なく積まれているという理解で議論したいと考えている。

委員 先日の新聞で理事長が寄稿されていたが、懸念する中身があった。年金積立金の意義というのは、財政検証を踏まえて、流動性を確保しつつ、長期的に積立金の実質的な運用利回り 1.7%を最低限のリスクで確保することであり、厚労大臣から示される中期目標において明確にされている。理事長は、寄稿のなかで、利子配当の安定収入を目指した運用を重視したいといったニュアンスのことを半分ぐらい使って書かれ、15 年度の運用実績がマイナスだったという局面で、この損失は評価損であって実現損失ではないとおっしゃっている。目標とされる運用利回りと利子配当の問題については整合的に説明しなければいけないと思うし、積立

金の運用についての誤ったメッセージを与えてしまっているのではないかと懸念している。

事務局 我々自身はかなり大きな元本を持った投資家なので、利子配当金を目指して保有し続け、売買損益を当てにしないというのは基本だと思う。7月の記者会見では、これだけ利子配当金があるが、元本はこれだけ下がっていて、トータルで5兆円損失が出たという説明をしたが、足元で記者会見したとしても、たまたまこれだけ利益があるが、このうち利子配当はこれだけしかなく、これは評価益であって、いつなくなるかわからないという説明を愚直に繰り返していくことで、どれだけキャッシュが入ってきたかということを主体にこれからも説明していきたい。

(5)「リスク管理状況等の報告」について
質疑等はなかった。

(6)「平成27年度の委託調査研究」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 海外の公的運用機関の場合には、民間の運用機関との人事交流が結構行われている。GPIFの場合には非常に厳しい形で転職等が規制されているので、人事交流が難しい。海外ではどうやってこの問題に対応しているのか、追加的に調べてはどうか。

事務局 それについても議論したが、GPIFの場合には制度的に難しいという印象を持っている。海外の年金基金はトレーニーの形で派遣してノウハウを積ませてUターンさせているが、今のGPIFの人員数では外に人を出す余裕がないので、選択肢としては外部から中に入ってきてもらうことになる。そうすると情報の管理や利益相反などいろいろな問題が発生してくるので、なかなか現実的には活用できる状態にはないが、今後もう少しどういう方法がとれるかというのは議論していきたい。

(7)「GPIFにおけるスチュワードシップ活動の推進」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 アセットオーナーフォーラムは、GPIFが主催しているのか。

事務局 CalPERS、CalSTRSとの共同主催になる。

委員 シンガポールもESGに関心が高いので声をかけてはどうか。

事務局 入りたいというところがたくさん来ているが、ぜひこういうところに声をかけてみたほうがいいという先があれば、御推薦いただきたい。

委員 非常に建設的であればいい試みだと思う。アセットオーナーとアセットマネー

ジャーの利益が一致していることやショートターミズムの話など非常によい指摘がされていると思う。GPIF については、四半期ごとに運用成績を公表するという慣例があって、それがショートターミズムを助長しているのではないかということも含めて、超長期投資家としてのディスクロージャーのあり方についても、他の年金基金も似たような悩みを持っていると思うので、議論してほしい。

(8) 「GPIF Finance Awards」について

質疑等はなかった。

(9) 「アジアンインベスター受賞報告」について

質疑等はなかった。

(10) 「平成 28 年度第 2 四半期運用状況」について

質疑等はなかった。

(11) 「年金制度改革法」について

質疑等はなかった。

以上