

第 116 回運用委員会議事要旨

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 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)「平成 29 年度計画（案）について（第 2 回）」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 四半期実績を公表するタイミングについて第 4 四半期の実績の公表が年度の業務概況書と同じく 7 月というのは理解しているが、四半期の運用状況の公表日を期末日の翌々月の第一金曜日とすると第 4 四半期の公表が 5 月と誤解されるのではないか。

事務局 一般的に四半期と言った場合には、年度の最後の四半期は入らないので、年度公表が 7 月の第一金曜日、四半期はそれぞれ翌々月の第一金曜日であり、正しく理解していただけたと思う。

委 員 上場企業の場合では、第 1 四半期、第 2 四半期、第 3 四半期の決算は、取引所規則と金融商品取引法によって、翌々月の 15 日までに提出することになっており、その範囲内に収まっている。最後は年度ベースになっており、決算速報は取引所規則で 45 日以内の開示となっているが、会社法では株主総会まで 3 カ月であり、金融商品取引法でも有価証券報告書の提出まで 3 カ月となっている。民間との比較で見ても違和感はないと思う。

委 員 GPIF の経常経費については毎年度削減が求められているとのことだが、毎年状況が変わってくる中で、どの程度まで自由度があるのか、どのように評価は行われているのか。

事務局 独立行政法人の予算は、中期計画期間の 5 年間で組むことになっている。その際に各年度の予算を計上した上でトータルし、5 年間の予算という形で組んでおり、その中で 5 年間のやりくりするという仕組みになっている。

ただし、中期計画予算を作った時点では、GPIF の改正法案は形になっていなかったもので、行政とも相談をして少し直す部分が出てくるかと思う。

(2)「オルタナティブ資産に係る公募の開始」について

質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 例えばインフラ投資ではカナダの OMERS の知見を吸収し、インフラ投資の知

見を GPIF としても高めながら、慎重に取り組むということを始めたばかり。コンサルの採用やリスク管理についてさまざまな仕組みを用意したとあるが、きちんと問題ないと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については、運用委員の一人としては、確信的にそうだと言えないというのが率直な気持ち。オルタナティブ運用については難しい問題がそれぞれあるので、慎重にやってほしいし、きちんと運用委員会にも説明してほしい。

事務局 リスク管理については、フロントがリスク管理項目について確認したものを、リスク管理部署が再度確認することとしている。また既存の投資も含めて運用委員会でも定期的にリスク管理状況をご報告したい。

委員 LPS について進捗を教えてほしい。また、内部収益率を用いた目標に対する超過収益率とあるが、この場合は何を目標とするのか。

事務局 LPS については昨年の夏頃を目途にと厚労省からはうかがっていた。かなり遅延しているので状況説明いただきたいと思う。オルタナティブの場合、伝統資産のように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、かなり限られている。

絶対値としての IRR の目標を持って運用しているので、ファンドマネジャーに対する評価という観点では、ファンドマネジャーに対して、IRR をどのぐらい出すつもりかを確認した上で、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ことになる。

一方で、全体のリスクリターン管理という意味では、伝統資産のベンチマークである政策ベンチマークなどに対して、オルタナティブを入れて価値があったのかという評価をしなければならないので、PME という手法を用いて伝統資産の市場に対してもきちんとパフォーマンスしているのかを評価していきたい。

委員 国会審議においてインフラ投資に関し、これまでは投資先の国までは開示していないが、情報公開のあり方について、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発言があった。また、プライベートエクイティは新興国なのでさまざまなリスクを背負い込むことになる。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ほしい。

厚生労働省 GPIF の運用手段は法令で限定列挙する形になっているので、リミテッドパートナーシップ (LPS) を導入するに当たっては、政令に追加することが必要になる。昨年の 7 月の社会保障審議会年金部会でご議論をいただいて、追加するという方向で答申を得たところ。現在、内閣法制局と政令の具体的な条文について調整を行っている。

(3) 「外債アクティブにおけるソブリン債投資」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 アジアのソブリンについて、為替リスクで考えてみると、対円の為替リスクはかなり下がってきており、特に急落する通貨も、昨今少なくなってきている。流動性が低いということで、アジアのソブリンは対象にはならないのかもしれないが、どのように考えているのか。

事務局 GBI のベンチマークの構成では、大体4分の1ぐらいがアジアの国々の現地通貨の債券で構成されており、現実にはこういう国々に投資も行っている。

事務局 低格付け債券については、格付けが幾つ以上であればインデックスに自動的に入る、格付けが下がれば自動的に落ちるという状況だが、そういう外部の格付け機関、インデックス会社の判断だけをマトリックスにすることが、プルードントエキスパートとして十分に責任を果たしているかということも含めて、議論しなければいけないと考えている。

委員 外債の中での分散投資という考え方はわかるが、問題が起きると低格付のソブリンは、為替も安くなってしまい、元本も返ってこない。余り無理をしない方がよいのではないか。政治的なリスクを有する国もあるので、分散投資が裏目に出てしまっても変なことにならないように、慎重に検討してほしい。

委員 ソブリンについては、問題が起きると大騒ぎになるので、制約を厳しくするように考えるべきで、きちんとした議論をした方がよい。

委員 基本的にはハイイールドでリスクの高い債券の投資は、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、平均すれば高いリターンを狙うというのが鉄則になる。レピュテーションリスクはまた別の問題であるが、普通の投資理論で考えれば、分散することでリスクを下げられる。母集団の中の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ので、分析する際には、リスク構造を分析して、相関関係がどうなっていて、それは分散投資に効くのかなどを検討してほしい。

事務局 本件については、レピュテーションも含めて、国民の方々の納得感という部分はないがしろにできないと思っている。一方で、先ほど委員からご意見があったが、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ので、幅広い観点から検討して、またご議論いただければと思っている。

(4) 「外国債券運用の多様化と為替リスクの管理」について 質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 為替リスク管理において、選択肢を増やすことは、よいことだと思う。ヘッジコストの上昇をふまえる必要はあるが、機動的にやれる選択肢をふやしたと受けとめている。

委員 市場への影響を考慮しないといけないが、どの程度の規模を想定しているのか。
事務局 マーケットの反応状況などかなり詳細に議論しながら進めることになるが、現時点では規模感はお答えできない。

委 員 為替というのは予測が困難であり、よく議論していただきたい。

事務局 為替の議論は重要であり、どのような管理方法がよいのかを含めて検討し、必要に応じて運用委員会にもご相談したい。

(5)「基本ポートフォリオの定期検証（平成 29 年度）にむけて」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 29 年 3 月末時点の情報をもとに検証するとのことだが、具体的にどのように行うのか。

事務局 基本ポートフォリオは、25 年間の運用期間を想定しているので、策定時の前提条件と異なる状況が発生しているかを確認するのが毎年の検証である。

委 員 市場金利の状況が大きく変化した点に注意してほしい。

事務局 金利の状況を含めて、様々な経済環境の変化を踏まえた検証を行いたい。あわせて、3 月末の積立金からシミュレーションしたときに、年金財政上必要となる積立金からの下振れ確率がどうなるかお示ししたい。

(6)「申し合わせ事項（案）」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 運用委員の肩書きを使うことはないが、略歴をお願いされることがあり、その中に運用委員が入っていてもいけないのか確認したい。

事務局 講演の案内状などで運用委員の A 氏という形ではなく、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だき、略歴の中に運用委員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考えており、略歴で運用委員が出てくることは、禁止事項には当たらないと解釈している。

(7)「GPIF Finance Awards」について
質疑等の概要は以下のとおりである。

委 員 本日のマートン教授の講演は 30 分ほどだったが、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わかりやすい表現で説明いただいた。今回受賞された沖本さんのような研究者がどんどん増えていって、この分野の裾野が広がるとよいと思う。

以上