

第 80 回運用委員会議事要旨

1. 日 時：平成 26 年 6 月 20 日(金)13:00～15:00

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：・米澤委員長 ・堀江委員長代理 ・大野委員 ・佐藤委員
・菅家委員 ・武田委員 ・能見委員

4. 議事要旨

(1)「平成 25 事業年度 財務諸表等（案）及び平成 25 年度 業務概況書（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、国内株式のパッシブ運用で、マイナスのパフォーマンスになっているが、これについての要因分析等は内部でやっているのか。

事務局 運用受託機関構成の見直しに伴う銘柄の入替作業で取引コストがかかったと認識している。

今回は、既存のマネジャーは殆ど残らないという大規模な見直しになったので、取引コストが大きくなったのもやむを得ない結果であると思っているが、今後もトランジションをどうするのかといった議論の中で詳細な分析をして今回の結果を活かしてまいりたいと考えている。

委 員 アクティブの成績が良くないが。

事務局 外国債券については年度初に金利が大きく動いたことも影響している。また、外国株式については昨年度にマネジャーを入れ替えたところであり、銘柄選択が十分効いていない。評価をするにはもう少し時間をかける必要があると考えている。

(2)「平成 25 年度 年金積立金管理運用独立行政法人業務実績評価シート（案）」及び「平成 25 年度 業務実績評価シートに関する自己評価について（案）」について
質疑等はなかった。

(3)「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 ESG に着目した投資を行うことを企業がポジティブに評価することは、全く否定していないし、やるべき問題だと思う。ただ、ESG について何らかのハードな基準のようなものを仮に掲げることになるとその影響は非常に大きなものになると思うので、十分慎重に議論すべきだと思う。

なぜなら、仮に特定の価値観に基づいて評価を行うとすると、投資先の企業行動を歪めることがあり、ひいては GPIF の運用の選択肢が非常に狭まるおそれもある。

あるからである。

例えばガバナンスについては、日本においては監査役会設置会社、委員会設置会社いずれをとるか、設計が自由になっており、さらに今度の改正会社法では、その中間形態も新たに出てきている。どれをとっても日本の社会では合法である。

環境についてもいろんな認証制度やコンソーシアムもあり、どのような選択をするかは企業ごとであり、相対的な判断で考えていくべきところだと思う。

また、コーポレートガバナンス・コードについては日本経済再生本部で提言されており、東京証券取引所でコーポレートガバナンス・コードを策定するといわれている。これがどのようなタイミングになるか分からないが、これとの連動をどうするかと言うことはスケジュール感として配慮していただきたい。

事務局 東証等を中心にコーポレートガバナンス・コードを検討されることは仄聞しており、本調査研究ではそういった議論の経過等もまとめることになると考えている。

なお、本調査研究では、コーポレートガバナンス・コードそのものというよりは、例えばスチュワードシップ活動とコーポレートガバナンスとの関係をどう考えるのか等、その関係性に着目したものの方がむしろメインだと考えている。

委員 本調査研究では、スチュワードシップ責任の制度的な背景というよりもむしろ、海外の運用機関や年金基金においてどう実践されているのかという点や、評価の仕組みなど調べてみないと分からない運用面などをよりしっかりと調査していただきたい。

また、リスク分析モデルの開発について、ファーストステップとして今年から取り組むというお話だったが、昨年からいろいろ新しいことにチャレンジされていてインフラ投資などの話も出ているほか、財政検証でキャッシュインとアウトの関係も変化している。今後の基本ポートフォリオの変更などを踏まえると、総合的なリスク管理をベースからしっかりと強化していくべきではないかと思う。少し時間がかかるというお話だったが、これは比較的早めに進めていった方が良いのではないかと感じる。

委員 私も同感で、これからアセットミクスを大きく変更しようという議論に入るわけで、それに役立つようなスケジュール感は必要ではないかと感じる。

事務局 基本ポートフォリオについては、長期的な観点から策定するということで、まさに長期的なところをどうフォワードルッキングに捉えていくか、長期的な基本ポートフォリオにどう反映させるかという観点から検討を進めると思う。

これに対して、許容乖離幅の中での機動的な対応については長期的なポートフォリオを前提としつつも、フォワードルッキングな分析をきちんとしながら、乖離許容幅の中で機動的に運用しなくてはいけない。

本調査研究は、長期のポートフォリオが決まった後、具体的にどういう形で機動的な対応をきちんとやっていくのかという観点から、例えば毎年1回程度、財政サイド、負債サイドの収支見通し、キャッシュフローを予測して、それに応じて当面のキャッシュアウト対応と長期的なポートフォリオをどうバランスさせて管理していくのかなどを考えていくためのものであり、なるべく早期にここらあ

たりから手がけていきたい。

委 員 海外の年金基金のリスク管理手法は研究しているのか。

事務局 例えば、CPPIB などとリレーションはつくっており、どういうリスク管理をしているのかについてのミーティングもしている。

委 員 これらの調査研究は、決定され次第1年間程度を予定して研究するというイメージか。

事務局 年度末を1つの区切りに考えている。

委 員 途中段階では、ヒアリングや会議などを行っていくのか。

事務局 通常、1～2カ月に少なくとも1回は、委託先との間でコミュニケーションを図りながら進める。また、中間報告の場を使い、運用委員の方々からの意見を反映させ、最終報告に結びつけるようなことは従来から行っている。

委 員 リスク管理については、定性の評価と定量的評価の両面が重要だが、海外の年金基金をみているとリスク管理のシステムにかなりお金をかけているところが多い。リスク管理のシステムとして予算措置はどのくらいするつもりなのか。

事務局 ここでは本格的なシステムというわけではなくて、調査研究の一環として進め、これぐらいのシステムをつくるのであればこれぐらいの費用がかかるというのがある程度見えてきたら、来年度から第3期の中期計画期間になり、中期計画期間中の予算をその出発時点で設定するので、その中にどういう形で反映できるのかということになるかと思う。

委 員 独法でこのような予算を増やすというのは認められにくい、例えばバーラみたいなものを使ってコンパクトにやることはできないのか。

事務局 リスク分析ツールについてはバーラやリスクメトリックスなどでリスクファクターに分解して管理するというのが基本的な考え方で、個別銘柄ベースで実践している。

(4)「基本ポートフォリオについて」について

質疑等の概要は以下の通りである。

委 員 厚生労働省から作業の前倒しの要請があったようだが、作業というのは一体何なのか。財政検証が示されて、向こう5年間の中期目標、中期計画をどうするかというのが本来の議論の筋だと思うが、そのことをもって作業と考えれば良いのか。そうすると、前倒し作業というものを来年度以降の中期目標、中期計画という文脈の中でどういうふうに考えれば良いのかということについて、分からない点がある。また、我々が今、何を議論しようとしているのかということについて改めて確認させていただきたい。

厚生労働省 財政検証を踏まえて今から前倒して来年4月からのものを検討するという話ではなく、運用環境が大きく変わっていたとすれば乗り遅れるようなことなく、きちんと時宜に合わせてポートフォリオを変え、それを施行するというのである。仮に検討して、環境が変わっていたとすれば、できた段階で現在の中期計画を変えるのがよいということになる。

委員　つまり、今の中期計画にも経済環境が変わればポートフォリオを見直さない
と書いてあるので、その作業をやるということか。

厚生労働省　財政検証で目標値も示されたので、今までの建付けからすれば来年4月から
施行されるような作業を、前倒しでできるのではないかという要請である。

委員　基本ポートフォリオの策定については、早く進める必要があると理解している
が、それでいいか。

事務局　モデルポートフォリオとの関係もあるが、既に名目賃金上昇率+1.7という目標
が決まり、キャッシュアウトのフローも出る等、検討のための条件は整った。さ
らに厚生労働省から前倒しで実施という要請も受けたので、実際に作業を前倒し
で進めることになる。

委員　作業する環境が整ったので、作業をできるだけ迅速に進めていきたいと思います
ということだが、その作業はいつ終わるか分からない。終わる時期によっても結果に
ついてどう活用するかというのは幅が出てくるだろう。補正予算と本予算の関係
のように連続的にその結果を活用することもあり得るだろうし、そうではないと
いうことも理論的には可能なのだと思うが、実際は連続して活用するということ
か。

厚生労働省　本予算の前倒しみたいなイメージの方が分かりやすければ、そういう理解で
よろしいと思う。

委員　その作業はいつまでという期限は設けないということか。

事務局　厚生労働省からはできるだけ早くと言われている。ただ、議論が煮詰まらない
前に見切り発車で行くというわけにはいけないので、そこは十分議論をした上で
コンセンサスを得てやっていきたい。

(5)「リスク管理状況等の報告（平成26年4月）」について
質疑等はなかった。

以上