

第 86 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 26 年 10 月 23 日(木)13:00～15:30

2. 場 所:帝国ホテルタワー15 階 紫苑

3. 参加者: ・米澤委員長 ・堀江委員長代理 ・大野委員 ・佐藤委員 ・清水委員
・菅家委員 ・武田委員 ・水野委員

4. 議 事

(1) 基本ポートフォリオについて

(2) 中期計画の変更について

(3) その他

●青木審議役 それでは、ただいまより、第 86 回運用委員会を開会いたします。

まず、委員の出欠の状況でございますが、本日は全員御出席をいただいております。

御出席いただきました委員の皆様方が過半数を超えておりますので、会議は成立しておりますことを御報告申し上げます。

続きまして、資料の確認をさせていただきます。議事次第、座席図のほか、

委員限り 1 中期目標変更・中期計画変更の手續

委員限り 2 中期目標の変更(案)

委員限り 3 基本ポートフォリオの変更について

委員限り 4 中期計画の変更(案)

委員限り 5 基本ポートフォリオ見直し後のガバナンス体制の強化について
(案)

委員限り 6 運用の高度化に係る対応状況(報告)

委員限り 7 運用委員会規則改正(案)

委員限り参考資料 基本ポートフォリオの変更について(公表資料案)

委員限り 8 リスク管理状況等の報告(平成 26 年 6 月・7 月・8 月)

なお、以上申し上げた資料以外につきましては、事務局より随時配付をさせていただきます。

また、後で配付させていただく資料も含めまして委員会終了後回収と記載されている資料につきましては、運用委員会終了後に回収させていただきますので、机の上に置いておいてくださいますようお願いいたします。随行の皆様も同様をお願いいたします。

それでは、以後の進行につきましては、米澤委員長をお願いいたします。

○米澤委員長 お忙しいところ、お集まりいただきまして、ありがとうございます。

本日は、非常に重要な案件を議論させていただきますので、進行に関して御協力いただければ幸いです。よろしくお願いします。

まず最初は、基本ポートフォリオ変更に関して議論したいと思います。本日の進め方ですが、まず初めに基本ポートフォリオの変更に関する実質的な議論をいただき、その後に、中期計画変更案の承認等の議決等を行いたいと考えております。基本ポートフォリオの変更に関する議論については、大きく2つのパートに分けて、それぞれについて、私、あるいは厚生労働省、事務局から御説明をいただき、それぞれ御質問、御意見をいただきたいと思います。よろしいでしょうか。

まずは、委員限り1について、厚生労働省森大臣官房参事官から御説明いただいた後、事務局より委員限り2から委員限り4について、御説明いただきたいと思います。それでは、よろしくお願いいたします。

●青貝企画部長 委員長、委員限り1につきましては事務局から、2の目標については森参事官のほうから御説明いただくという形でさせていただきます。

○米澤委員長 お願いいたします。

●青貝企画部長 委員限り1をご覧ください。こちらは前回の運用委員会で、菅家委員から、変更の手の流れがどうなっているのかという御質問をいただいていたことに対する確認の御説明の資料でございます。上の箱に書いております点について、下のポンチ絵を使って御説明いたします。

左側、中期目標変更手続でございます。真ん中に厚生労働大臣の絵がございます。そこから左上を見ていただきますと、財務大臣との協議、右上のほうには独法評価委員会からの意見聴取というものがあって、最終的に下のCでございますが、目標変更の指示があります。

それを受けて右側の大きな箱をご覧くださいまして、GPIFから①ということで認可申請をし、これを受けまして、厚生労働大臣のほうで、上の左、財務大臣②の協議、独法評価委員会からの意見聴取③を行い、その上で、一番右下でございますが、④厚生労働大臣からの認可が来ることになっているわけでございます。

今後の進め方でございますが、Bの目標変更における独法評価委員会からの意見聴取、中期計画変更における③の部分については同時に行わせていただく。財務大臣協議についても同じような形で進めさせていただきたいということで、そういう意味では、中期目標変更というものを踏まえて、それに基づく計画の変更を申請いたしまして、それを同時に、独法評価委員会及び財務大臣との関係の中で協議、並びに意見聴取が行われまして、最終的に認可になるということでございます。

この手続については、これまでも同じような形をとらせていただいております、事務手続上遺漏ない形で対応しています。

●森参事官 続きまして、今、青貝部長からございました中期目標変更の委員限り2でこ

ございますが、これにつきまして、私から御説明させていただきたいと思います。

今回、皆様方をお願いしている検討内容につきましては、平成 26 年度財政検証を踏まえた基本ポートフォリオの見直しということでございまして、中期目標につきましても、今回の平成 26 年の財政検証の結果ということで、その基本ポートフォリオの見直しに関しまして、必要な点につきまして目標を変えるという形になっております。ちなみに前もってお答えしたわけですが、手続的には、この後、独法評価委員会にかけて正式にお示しすることになっておりますが、独法評価委員会の先生方にはあらかじめご覧いただいているものでございます。

内容的には変更案でございますけれども、現行の第 2 期につきましては、年金制度の抜本的な見直しを予定しているということで、そのような記載となっていたわけでございます。今回につきましては、運用目標につきまして、財政検証を踏まえて、保険給付に必要な流動性を確保しつつ、長期的に実質的な利回り、プラス 1.7%を最低限のリスクで確保することを目的として、ポートフォリオを作成し、運用するということになります。これは 3 月に社会保障審議会の専門委員会で報告書が出ておりますが、その内容をそのまま書いてございます。

めくっていただきまして、今回の基本ポートフォリオの策定につきましても、管理及び運用に関し、一般に認められている専門的な知見並びに内外の経済動向を考慮し、フォワード・ルッキングな分析を踏まえて、長期的な観点から設定するというところでございまして、今回リスク許容度として新たに設定されました名目賃金上昇率から下振れするリスクが、全額国内債券運用の場合を超えないこととするとともに、ファットテールの話、株式等は想定よりも下振れ確率が大きい場合があることも十分考慮すること。また予定された積立金額を下回る可能性の大きさを適切に評価するとともに、これは今までやっていたモンテカルロ・シミュレーションのライアビリティ等の分析でございまして、リスクシナリオ等による検証について、より踏み込んだ複数のシナリオ、1つのシナリオだけでは、なかなか難しく外れることもあるということで、実施するなど、一層の充実を行うということで、先ほど申しました専門委員会の報告書から、技術的な点につきまして、何も足さず、何も引かずという形で書かせていただいております。

○米澤委員長 それでは、引き続きまして、事務局のほうからお願いします。

●清水調査室長 それでは、私から、委員限り 3 につきまして御説明したいと思います。この資料でございましてけれども、これはこれまでの議論を総括するという観点から、いわばフルストーリーといいますか、一番初めから全部総括的にまとめたという、そういう資料でございまして。ただ、時間の関係もございまして、今回新たに追加した部分を中心に全体を御説明したいと思います。

まず、1 ページ目でございます基本ポートフォリオの見直しの理由、これはデフレ脱却という状況変化や新たな財政検証が 6 月に出され、それを受けた形で厚生労働大臣から、見直しの前倒しの要請がありました。

策定の諸前提といたしましては、短期資産については最小限にという観点で、基本ポートフォリオはそれを除いた4資産で構成する。

オルタナティブにつきましては、ここに書いてございますとおり、インフラ、プライベート・エクイティ、不動産、その他運用委員会の議を経て決定するものについて行うということで、位置づけといたしましては、伝統的4資産の中に区分するということです。あと、全体の量でございますけれども、オルタナティブ全体の残高について、運用資産全体の5%を上限とするということでございます。

さらに内外の株式を一体的に運用する、いわゆるグローバルマંデート、そういうような横断的な運用を導入することとし、今後具体的な検討を進めるということでございます。

次のページが想定運用期間25年ということございまして、図表で見ていただくとおり、ちょうど積立金がピークアウトする2040年、ここら辺をターゲットということで、25年という形で今回設定をさせていただきます。

3ページ目が、財政検証におけるキャッシュアウトの推移でございますけれども、特に経済中位ケースEで23.6兆円ということでございます。

次の4ページ目、これが今回基本ポートフォリオに用いる政策ベンチマークでございます。内容はここに書いてあるとおりでございますけれども、この中の特に外国株式、これにつきましては、これまでMSCI-KOKUSAIだったものを今度はACWIという形で、エマージングを含めたベンチマークにしたということです。

そういう中で、今回基本ポートフォリオを策定する上での基本的なベースとしまして市場基準ケースと経済中位ケース、この2つをセットしたということで、財政検証との関連では、市場基準ケースが財政検証におけるケースG、参考ケースということで、また、経済中位ケースについては、いわゆる再生ケース、シナリオというケースEに該当するということで、図表3、図表4に財政検証における経済前提を載せています。

その次が期待リターンの算出方法でございます。国内債券につきましては、フォワード・ルッキングな分析を踏まえる観点から、この財政検証の図表3に、長期金利の足下から上昇していく過程が示されておりますが、この上昇によって生じるキャピタルロスも25年間の国内債券の期待リターンに反映させるという形で設定をさせていただいています。

ページをめくっていただき、国内株式、外国債券、外国株式、それぞれ短期金利にリスクプレミアムを上乗せするという形でセットしました。外国債券と外国株式についてはヒストリカルデータによるリスクプレミアム、株式についてはPER調整後のリスクプレミアムという形です。国内株式については、財政検証との整合性を図るという観点から、それぞれ経済再生ケース、参考ケースで、TFP設定のための参照期間、これを参考にして、この真ん中のリスクプレミアムの算定対象期間を設定し、それぞれのリスクプレミアムを過去のデータから計算しました。これを財政検証におけるケースAからケースHの最もよいケースと悪いケースに当てはめて、あとは線形補間することによってリスクプレミアムを算出したということでございます。

7 ページ目が、それらによって計算された期待リターン等でございます。それとあわせて標準偏差と相関係数、この際の標準偏差、相関係数につきましては、これまで過去 40 年のデータということでやってきましたけれども、今回はバブル崩壊後に絞るということで、等しく過去 20 年間のデータを使っています。国内債券につきましては、デュレーション長期化を考慮した調整をするということでございます。

8 ページ目、これがポートフォリオ選択の条件ということで、賃金上昇率プラス 1.7%、これは先ほどの中期目標にもございましたけれども、これを実際 4 資産で達成するに当たって、実際には短期資産を 2 % 程度保有するだろうという前提のもとに、短期資産保有によるキャッシュドラッグ分を目標リターンに上乘せするという形で、市場基準ケース、経済中位ケースで、それぞれ 1.76%、1.77% という形でセットしました。

リスクについては、下方確率、つまり名目賃金上昇率を下回る確率に加えて、条件付期待損失、これを併用したということでございます。

9 ページはその 2 つの関係をプロットしたものでございます。

あと、10 ページが制約条件でございまして、従来の国内株式 $\geq$ 外国株式、いわゆるホームカンントリーバイアスは今回撤廃しました。一方で、外物における株式の優位性、これについては引き続き設定ということでございます。

こういう中でポートフォリオの選択といたしましては、一つには、下方確率が全額国内債券で運用する場合を下回るという中期目標に書かれたクライテリア。2 つ目は、期待リターンが 2 つのベースシナリオ、市場基準ケース、経済中位ケースでそれぞれ必要水準を上回るというもの。あとはそのポートフォリオの期待ショートフォールが低く、かつ期待リターンが高いという意味での効率的なポートフォリオであること、そういう趣旨に沿って、それぞれのケースから 10 個を選び、それを比較考量して候補を絞り込みました。その際には両方のケースにおいてフロンティアから近く効率性が高いもの、片方のケースでは効率性がやや劣るけれども、要件を満たすものと比較的近いプロファイルを持つものということでございます。

11 ページ目は、それによって選ばれた 5 つのポートフォリオの候補ということで、一番上と一番下が、片方のケースでは効率性が劣るのだけれども、おおむね満たすというもの。真ん中の 3 つが両方のケースにおいて満たすものでございます。

実際見ていただくと全額国内債券で運用した場合の下方確率が一番下を書いてございますけれども、それぞれ 50.8%、51.7% に対して、下方確率がそれより低いということを確認しています。

また、中期目標にありました株式において下振れリスクが高いということについては、期待ショートフォールを経験分布で見ることによって、そうしたリスクの評価がされていると御理解いただければということでございます。

そういう中で、次の 12 ページ目、この 5 つの中でどういう形で絞り込むかということで、ここでも議論あったとおり、現状の資産構成割合からの距離ということで、移行イン

パクトに着目したということでございます。具体的には現行の資産構成割合からの距離、差の二乗を算出したしまして、最も距離の短い3つを候補として絞り込んだということでございます。

続いて13ページ、それらの3つの候補に対してリスクの検証を行ったということでございまして、これは多変量正規分布、経験分布それぞれに対して、エクスペクテッドショートフォールとバリュアットリスクを計算したということです。これを相対的に見ていただきますと、どのケースにおきましても、 $H(h)$ が他の2つと比較してリスクが低いということが確認されたということでございます。

14、15ページが過去のデータに基づく損失額の検証ということで、いわゆるストレステストということでございます。これは実際に見ていただきますと、この3案でそれほど差はないということでございます。

あと、もう一つは15ページ、単年度では一時的な損失額はある程度インパクトがあるわけでございますけれども、それを長期平均的に見ると、そういうものはなくなるということが確認されたということで、年金運用でございますので、長期平均的に見る必要があるということのサゼッションでもあるということでございます。

16ページ、17ページが財政検証における予定積立金額との比較ということで、これも中期目標に書いてある部分でございまして、これを3案で比較しました。左上のグラフですが、国内債券運用の場合には、財政検証の積立金額をクリアできないということが明らかだということ。それに対してこの3つの案ともクリアできるということ。ただ、この3つの案の中でそれほど差がないことが確認できます。

18ページ、19ページはそれに付随する資料ということで、飛ばさせていただきます。

20ページ、これが今回追加させていただいた分で、為替変動に対する感応度でございまして、これは各資産の収益率の為替変動に対する感応度、 β を計算したということでございます。単純にドル円ということではなくて、いろんな通貨があるわけですので、外国債券、外国株式のそれぞれの通貨構成に照らして円が1%円安になった場合に、各資産にどれだけ影響があるかという意味での感応度でございます。国内債券についてはほとんどゼロに近い。国内株式については、0.6倍程度。外国債券については、純粹に為替の部分で、その分、円建てで見たときに1%増えるということで、ほぼ1倍に近い。外国株式の場合には、円換算して1%増えることに加えて、円安の場合、外国のほうの金利が高いということで、それは一般に景気がよい状況ということなので、株式がある程度上がっている、そういうことを反映して、1.64、1.76、こんな状況でございます。

これらを総合的に考えて、それぞれ3案に及ぼす影響を示したのがこの下の部分でございます。順番に申し上げますと、感応度が低い順にポートj、ポート $H(h)$ 、ポートD(c)となりますが、これは結局は、外物へのエクスポージャーによって基本的には決まると理解いただきたいと思います。

以上が、これまでの復習ですが、この基本ポートフォリオの特定ということで、これは

前回の運用委員会の御議論等を踏まえて、大体コンセンサスといたしますか、総合的に考えると、基本ポートフォリオ案としては、3つの中で、ここに示してある国内債券 35%、国内株式 25%、外国債券 15%、外国株式 25%がよいのではないかと考えてございます。

この選択の理由でございますが、市場基準ケース及び経済中位の2つのケースにおいて、必要利回りを満たしていて、かつ下方確率に係る中期目標も満たしている。また当該状況を満たすポートフォリオの中では、いわゆるエクスペクテッドショートフォールでみたリスクの最小化、これも中期目標の要件ということでしたが、これがクリアされている。

さらに経験分布を用いた条件付損失、これでも優位性を維持しており、テールリスクを見ても優位である。

あと、ストレステストや将来の積立金の分布においては、これは他のポートフォリオ候補と大きな差は見られないという意味で劣後していないということ。

最後に、足下の資産構成と相対的に近く、移行に係るコストが小さいということで、これらを総合的に勘案すると、このポートフォリオが一番効率的ではないかと考えてございます。

もし、このポートフォリオにするということでございますと、乖離許容幅が 21 ページの部分になりまして、端数は切り上げてございますが、10%、9%、4%、8%という形でございます。

次に 22 ページ、1 %刻みのポートフォリオの確認です。これは前回、この場において、概ね 5 %刻みでよいのではないかとのおおまかな合意を頂戴したという形だと思っております。ただ、1 %刻みまできちんと検証したほうがよいという趣旨で、先ほど見ていただいた H(h) のポートフォリオを基準にして、プラスマイナス 2 % の範囲で、実際にリスク・リターンの特性をチェックしたということでございます。全体で 69 個についてチェックしたということでございます。

そういたしますと、それを実際にプロットしたのが一番下の2つの図でございます。これを見ていただきますと、この H において、右の市場基準ケースについて見ると、H よりも効率的なポートフォリオは存在しないということ。したがって、ここでは H が一番よいということになるわけです。ただ、経済中位ケースで見ていただくと、H よりも、より効率的、つまりリスクが低くてリターンが高いようなポートフォリオが1つ存在したということでございまして、これが図表の一番下の部分に書いてございますパーセント刻みのポートフォリオで、34%、27%、16%、23%となります。

逆にこのパーセント刻みのポートフォリオを市場基準ケースで見た場合にどうなるかということが、右の図の×の部分ですが、69 個のうち、それより効率的なものはないという結果になりました。

したがって、このパーセント刻みのポートフォリオ、これを候補するということも考えられるということになりますが、5 %刻みとする方向で概ね合意がなされているという流れの中で、まず1つは、1 %刻みにした場合のリスクの大きさ、これは確かに H より

は若干下がるのですが、5%刻みの他の候補と比べればベーススの差しかない。実際、市場基準ケースの条件付多変量正規等を見てくださいと、Hの9.37%に対してDが9.60%、jが9.81%。これに対してHと下のパーセント刻みは9.37%と9.34%の差。その右を見てみると、11.19%と11.14%の差、こういうことですので、いわゆるベーススでしかないということ。

もう一つは、先ほどの選定の1つのクライテリアとしての移行インパクトを考えると、Hに比べてパーセント刻みのポートフォリオは、国内債券を1下げることになります。国内株式を2%上げるということになりますので、その分だけ移行インパクトが大きい。これは特に佐藤委員から御指摘があった国内資産のほうを外物に比べて移行インパクトは大きく評価すべきではないかというところに照らしても、重視しなくてはいけないことなのかもしれない。そういうことを考えると、Hのままでよいではないかということで記させていただきます。

23 ページ目以降は、ケースAからケースHについて、財政検証に照らして8つのシナリオで再度計算したものでございます。特にケースHが、デフレ脱却に一番遠いという部分でございます。こういう形でシミュレーションを検証しているということでございます。

●青貝企画部長 今、御説明させていただきました基本ポートフォリオを含む中期計画の変更案につきまして、委員限り4の資料を御参照ください。既に御説明させていただいた部分を含んでおります。

まず、1 ページ目の運用目標でございますが、先ほど森参事官から御説明いただいた形で目標も変更させていただいております。

次の2 ページ目をご覧ください。こちらリスクの考え方が中心でございますが、中期目標案に沿った形のものを書かせていただいております。

それから、基本ポートフォリオについては、現行は、短期資産も含む5つの資産でございますが、左側にありますように、4つの資産に区分するというところでございます。

3 ページ目ですが、基本ポートフォリオへ移行するまでの間、乖離許容幅を超過することを許容するものとするという文言を今回入れさせていただいております。今、御説明しておりますのは、3 ページ目の一番上の左側の変更案のところでございます。

それから、新しい資産構成割合につきましては、これから御審議、議決いただくものと思っておりますが、それ以外の注意書きのところでございますが、オルタナティブにつきましては体制整備がされる中で、インフラ、プライベート・エクイティ、不動産その他運用委員会の議を経て決定するものということでリスク・リターン特性に応じて区分されることになります。

○水野委員 よろしいですか。

●青貝企画部長 はい。

○水野委員 これは先ほどの清水室長の説明と同じ文章のはずだと思うのですが、清水室長の説明では、「不動産」の後に読点が入っている一方、こちらは入っていないので、

そうすると文章の意味合いがちょっと違ってくるのか。要するにこれは、「運用委員会の議を経て」が、「その他」に係るのか、「それ以外の文言」にも係るのかというのは多分句読点によって違うのではないか。

●清水調査室長 そこは変わらないです。

●大久保理事 その他はその他で違いますけれども、これは。

●清水調査室長 ここは平気です。

●三谷理事長 不動産その他「の」と、ここに「の」を入れると、全て運用委員会の議に入ることになりますけれども、「その他運用委員会の議を経て」ということですので、法令用語としては、これで、「その他」のみに係ります。

○水野委員 句読点はあったほうがいいのか、ないほうがいいのか。

●清水調査室長 要らないです。

●三谷理事長 つけません。

●清水調査室長 済みません、私のほうの資料が不正確だったということで。そこはなくていいです。

○水野委員 確認したいのは、インフラ、プライベート・エクイティ、不動産は、今後、議を経て決定する内容に入っていないということですね。

●青木審議役 入っていません。

●清水調査室長 ここはここで明記しております。

○水野委員 わかりました。

●青貝企画部長 あともう一点だけ続けさせてください。

○米澤委員長 続けてください。

●青貝企画部長 この３ページの一番下でございしますが、「また」ということで、「乖離許容幅の中で、市場環境の適切な見直しを踏まえまして、機動的な運用ができる。ただ、その場合は確度の高い場合である」といったことを今回入れさせていただいております。

以上、中期計画の変更案について御説明申し上げました。

○米澤委員長

ここまでで、御質問、御意見等がありましたら、承りたいと思います。

○菅家委員 青貝部長が説明された資料の３ページのなお書きのところですが、移行するまでの間、超過することを許容するということなのですが、移行するというのは、どの時点をもって移行したというふうに考えればよいのですか。

●三谷理事長 その点については、基本的には速やかにということなのでしょうけれども、ただ、我々は非常に大きな金額を入れかえなくていけませんので、市場の動向によってはかなり期間がかかるかもしれない。今のところ、できれば来年の３月くらいまでには、何とか乖離許容幅に入れられればいいと思っていますけれども、このところは市場の動向次第で、明確な時点については。

●清水調査室長 乖離許容幅の範囲に入ればもう。

○菅家委員 範囲の中に入ったら移行したということですか。

●清水調査室長 そういうことです。

○菅家委員 わかりました。中心線に達するということはないわけですね

●清水調査室長 そういうことではないです。

○水野委員 今の3ページのところで、決して投機的なものであってはならないというのはよくわかるのですけれども、確度が高いものとするというのは、どういうことが実際 GPIF には求められると理解したらよいのか。

●清水調査室長 これにつきましては、今、アクティブ運用についても、 α に対する確信度が高いと、そういうときにしか実際にアクティブ運用は行わないということになっておりますので、基本的には確信度という、確度というのは、何といたしますか、数字であらわすことはできませんから、そういう意味からすると、我々が確信する度合いというか、そういうことになるのかなとは考えています

●森参事官 これは、先ほど紹介しました社会保障審議会の専門委員会の報告書の表現をそのまま持ってきたと存じておりますけれども、ここでの議論はポートフォリオの非常にオリジナルな理論ですと、物事というのは確率的に動くものですから、ある種市場の方向を見るというのは、市場予測とかをきちんとして上で実施してくれということで、こういう表現が入ったというふうに理解しております。

○水野委員 表現的には何となく投資とかで使う言葉ではないので。

●清水調査室長 おっしゃるとおりです。

○武田委員 御説明いただきましてどうもありがとうございました。基本的にはこれまでの議論が整理されていますし、目的や考え方には、基本的に同意いたします。20 ページの選択理由に書かれてある4点が非常に重要だと思っており、効率的なフロンティア曲線に近いポートフォリオの中から、財政検証で与えられている必要な利回り、運用目標、それを満たした上で、幾つかの指標に基づくリスク量、これが最も小さいこと。複数あるので、最小ということにはならないかもしれませんが、幾つかの指標でみて総じてリスクが小さいといった観点で選択していくことが、今回の選定に際して重要な点になるのではないかと思います。

また、これまで何度か申し上げていたとおり、移行に伴う市場への影響、これは先ほどの中期計画の一番下の一文にもございましたけれども、その点も考慮して選ぶことが、望ましいと考えております。したがって、先ほど御説明いただいた基本的なプロセスについては賛成でございます。

ただ、1点、気になる点がございますので、意見として述べさせていただきます。今回は2つの中長期の経済前提が、複線的に用いられており、その両方を満たすということで、片方では効率的で、かつリスクがより少ないポートフォリオが存在するにもかかわらず、両方を満たすというプロセスのもとで、その結果として除かれたポートフォリオもございます。経済前提を、中長期的に当てるのはなかなか難しいわけで、ゆえに財政検証のプロ

セスでも複数シナリオで計算したということですのでけれども、基本ポートフォリオは組み合わせを1つ選ばなくてはなりません。

現時点ではもちろん、どちらに向かうと断言することは難しいわけですが、予測が難しい中では、中位の経済前提のもとで効率的なポートフォリオの中から、リスクが最小であるポートフォリオを選択することが1つの考え方ではないかと思い、この間、事務局の方々にもそのようにお伝えしてきたところです。もちろん政府の成長戦略の取り組みにより、今後、日本経済の成長力が高まる可能性はありますし、実際、その余地もございます。したがって、経済再生ケースを否定しているわけではございませんが、その蓋然性が見えてきた際に、改めてポートフォリオの見直しを検討すればよいのではないかとこの考え方もあると思います。

皆様にご意見をお伺いできたら幸いです。

○米澤委員長 ある意味で重要な点の御指摘を受けたわけですが、これに関して、皆様方もし御意見いただければ、経済の見方にかかわってくるかと思いますが。

○清水委員 5年に一度見直すことはおっしゃっていますね。例えばこの1年～2年で急に財政検証の中でも、例えば再生ケースにより近くなったという判断ができるような事態が起きるかといえ、恐らくそういうことはすぐには起きないでしょう。また、例えばもしまた違うポートフォリオがいいといってもその移行プロセスにおいては移行コストというのにかかる。そういう意味で、乖離許容幅をこれまでに比べると広く設定しているというのであれば、5年ベースでの見直しの際に、財政検証に対して、どのシナリオに近づいているかということにより注視しながら、見直しに取り組む必要があるかどうかを議論するということが基本とすれば、今おっしゃっていたことに関しては対応できるのではないかなと私は思います。

○米澤委員長 、少なくとも5年に一度は見直さなければいけないわけですがけれども、必要があれば、見直すことになるかと思いますが。以前と違って、もう少し弾力性があるということなので、少し状況を確認することによって、最適な方向に動くということもできないということですが、これからの状況かなと理解しております。

●三谷理事長 現状でも、中期目標の上では急激な市場の変動があった場合には検証しろということが入っていますし、我々としても新しいポートフォリオに移ったからといって、5年間そのままにしておくわけではなくて、必要があれば、必要な見直しはやっていくべきだろうというふうに思っております。

○水野委員 あと、私が最初の頃にお話したように、運用の期間をどう見るかというのが1つあって、5年ごとに見直す一方で25年で考えているので、25年で収れんしていくような基本ポートフォリオにせざるを得ないわけであります。そういう意味では、経済の見直しに対しては余りここでは、ある1つのシナリオを決めてないという意味合いで、その間は、GPIF側が状況を見ながら動かしていくという考え方かなと思うのですが、私は25年でなくて、5年とか短くしたほうが反映できると最初から意見としてはあるのです

が、武田委員がおっしゃるように、誰かが経済シナリオのこうであろうというのを決めなければいけないのですけれども、この委員会ではそういう議論はしないということだと理解しているのですけれども、それでよろしいですね。

○米澤委員長 はい。

○堀江委員長代理 今回は、シナリオ E と G を 50% ずつというふうに考えてつくったということですね。武田さんがおっしゃったように、異論はあるのでしょうかけれども、予測は当たらないですよ。だから半々というのが、私は妥当だと思います。

○水野委員 その判断はしないということですね。

○米澤委員長 片方にベットしたというわけではないということですね。片方をベットした場合には、ほかにもう少し選択肢があるというのが武田委員の。

○佐藤委員 武田委員のおっしゃることも非常によくわかります。要するに前提としている軌道から、どれくらい外れたら真剣に見直しを始めないといけないのかという、いわば短期で見て、どれくらいダイバーシタしたら、アクションに結びつくのかというところを整理しておく必要があるのではないのかという気がします。

○米澤委員長 そうですね。それはリスク管理の根幹にもかかわってくるので、今後事務局でも、これで最適かどうかと言われるといろいろ議論の余地があるかと思いますが、準備はしていただいていると理解しておりますので、そういうことも含めて、5年に一度でなくて、修正していくということを頭の中に入れておくということが必要なかと思っております。

○佐藤委員 どの時点でベルが鳴るのかということを知っておくと、随分楽かなという気がします。

○清水委員 ただ、一方で、ベルが鳴るというのは、恐らく良い方ではなくて悪い方ですね。

○佐藤委員 おっしゃるとおりです。

○清水委員 単年度で大きなロスが出て、例えばマスコミにたたかれたときに、そこですぐぶれるというのは、信頼性がないなという意味で、そういう意味ではないというのはわかっているのですけれども、その意味では、むしろ今、武田委員がおっしゃったようなことは、水野委員がおっしゃったように、長期なのか、長期だから2年から3年マイナスでも、そこでじっと耐えて、考え直さなければいけないというふうに思わないような、私たちのよりどころみたいなものは確立していく必要があると思います。私たちの任期が、例えば2年間というときに、その次の委員の方とかに、ここに決めるまでの、そういう合意がなされているようなところはきっちり伝えていくべきではないか。そうじゃないと、例えば2年後、3年後で委員がかわったときに何かが起こって、それは前任者が、どうやって決めたかわからないけれどもみたいな話になるのが多分一番よくないことですね。

それはガバナンス改革のところに話が入りますが、常任の運用委員をなるべく早目に置いて、我々がどういう議論をして、こういうことを決めてきたのかということがちゃんと

わかっている人が常設されるという状況を、早目につくっていかねばいけないということにもつながっていくと思います。

○大野委員 恐らく、そういう意味では、書き物で残すということがすごく大事だと思っていて、投資原則のところにそういうことを書き込んでいくということが必要なという感じがしました。

○米澤委員長 今、短期か長期かと、これも具体的な期限があるわけではないのですが、基本的に我々は長期に立って運用すると。100年の議論をしていたので、そういう意味では、進歩かもしれませんが、そういう意味でも、今回であれば、例えば25年くらいをタイムスパンにして考えていくということで、決して3年とか4年とか5年とかではないというような、私はそう理解していますね。

○武田委員 貴重な御意見をありがとうございます。清水委員がおっしゃった点ですが、私が心配しますのは、いいシナリオと悪いシナリオの50%、50%の場合、前者から逸れたときのほうが、そういうベルが鳴りやすいために、ベルが鳴りにくいシナリオをベースにしておき、いいほうに向かう分にはベルが鳴ることはないので、そのほうが長い視点で行えることが、1つの考え方としてあるのではないかと思います、問題提起をさせていただきました。

ただ、皆様のご意見のとおり、考え方をどのようにしっかり持っていくかという議論と、今、大野委員からもございましたとおり、それを残していくというところがあればよいかと考えます。

○米澤委員長 それでは、委員限り5をご覧ください。今回こういうことは、私の過去の運用委員会のときも多分なかったかと思いますが、初めて建議というものを述べさせていただきたいと思います。これは後ほど整理させていただきますけれども、あくまでも發議は私になっていますが、運用委員会としての建議ということで御理解いただければと思います。

基本ポートフォリオ見直し後のガバナンス体制の強化についての委員限り5をご覧ください。短い文章ですので、読ませていただきます。

基本ポートフォリオの見直し後の年金積立金の運用について、その管理運用業務が確実に安全かつ効率的に行われるよう、運用委員会として、以下の点について早急な体制の見直しを行い、年金積立金の管理運用に係るガバナンス体制を大幅に強化することを建議するというものです。

大きく3つから成っております。内部統制の強化、リスク管理体制の強化、専門人材の強化ということで、以下こういうことを建議したいと思います。

内部統制の強化に関しましては、(1)情報管理ルールの明確化と徹底を図ること、(2)コンプライアンスオフィサーを新設すること、(3)監事及び内部監査体制を強化すること、(4)情報開示のあり方を見直すこと。

リスク管理体制の強化としましては、具体的に(1)マクロ経済及び市場分析に係る体

制を強化すること、(2)基本ポートフォリオのリスク管理は、各資産の乖離許容幅に加え、ポートフォリオ全体のリスク量などにより複線的に行うこと、(3)新規運用資産を追加する場合のリスク分析体制を強化すること。

専門人材の強化としましては、具体的に(1)専門人材強化のために役職員の給与水準を改訂すること、(2)運用委員会に対して専門人材強化・育成の内容や進捗状況の報告を行うこと。

最後に、なお書きとしまして、なお、変更後の基本ポートフォリオについては、マクロ経済や市場等の動向を注視しつつ、今回設定した長期的な前提に変化がないか、年金財政も踏まえて定期的に検証を行い、必要があると判断される場合には見直しを検討すること。

以上を、基本ポートフォリオの見直し後のガバナンス体制の強化についてという項目のもとで建議したいと思います。余りつけ加える必要はないかと思いますが、簡単に背景を述べさせていただきますと、今回はかなり大きなポートフォリオの変更になります。これに関しましては、いろいろなところから、ポートフォリオの変更は、ガバナンス体制の強化と同時に行わなければならないというような、御指摘を受けております。塩崎厚生労働大臣もその趣旨でございますので、これを受けてということが一番の趣旨でございます。

他方、厚生労働省におきましても、当法人に関する制度のあり方について、今後検討が進められていくと思いますが、いずれにしても、本格的な検討はこれからになると思いますので、その前に我々自身として速やかに行えるようなものから進めていってはいかがでしょうかということが2点目でございます。

3点目は順番が逆になったかもしれませんが、建議するということです。建議することとは、GPIF法第15条第4項において、運用委員会が必要と認める事項について理事長に建議することができるという旨がございますので、これに沿って、もし異論がなければ建議させていただきたいと思っております。

もし、これが認められるとすれば、本日、中期計画の変更案の承認とともに、あわせて理事長にこの建議を行いたいと思っておりますが、いかがでしょうかという点でございます。

この建議案については、今、私のほうから御説明をさせていただいておりますが、皆様方も、事前にこれに関しまして、いろいろ相談を受けていると思いますので、これが認められるとすれば、基本ポートフォリオの変更とあわせて公表にもっていきたいと考えております。

以上、もし御質問等がありましたら、つけ加えて説明させていただきたいと思いますが、まずは、資料5に関しまして、以上のことを建議案にしたいと思っております。

引き続き、議論を進めさせていただきたいと思っております。

○佐藤委員 建議案へのコメントは、後でよろしいですか。

○米澤委員長 はい。それでは、その前に、委員限り6から委員限り7までについて、事務局より説明いただいた後、建議案も含めて、まとめて御意見、御質問をいただくという

ふうにしたいと思います。

●清水調査室長 それでは、委員限り 6 を御説明する前に、建議の部分の一番最後の、なお、変更後の基本ポートフォリオについては、マクロ経済や市場等の動向を注視しつつ、今回設定した長期的な前提に変化がないか、年金財政も踏まえて定期的に検証を行い、必要があると判断される場合には見直しを検討すること、ここの部分で、まさに先ほどの議論ということになると思います。私どもとしては、この建議ということをもし受けた場合には、当然これに従いまして、特に先ほどのシナリオとの関係でございますと、経済中位と市場基準とこれをどちらのほうに行く蓋然性が高いのか、E に行くのか、G に行くのかとか、そういうものを定期的に検証し、もし仮に E ないしは G というところに、そういう蓋然性が高まれば、そちらの方向にシフトしていくという形で対応すると、こういう形での答えになるのかなということ、ここをまず御説明したいと思います。

そういう意味を含めまして、委員限り 6 でございますけれども、今、建議案にございました、特にリスク管理体制の強化ないしは、今、御説明した部分もそうでございますけれども、そういう中で、まず私どもとして、これまでどういう形で進めているか、進んでいる部分もありますので、それについて、その状況を報告したいということでございます。

まず 1 点目が、いわゆるマクロ経済に関する経済環境コンサルティング業務ということでございまして、これにつきましては、既に企画競争を実施し、契約を締結の上、実施済みということでございまして、具体的には、マクロ経済コンサルにつきまして、オックスフォードエコノミクスリミテッドとみずほ総合研究所株式会社をお願いをしたということでございます。

このオックスフォードエコノミクスリミテッドにつきましては、実際に FRB とか日銀も、そういった形で契約があるということでございますし、みずほ総合研究所につきましては、特に日本経済を中心にかなりのスキルがあるということでございます。ただ、今後、機動的な運用を行っていく上で、これに完全にディペンディングになるということは全く考えてないということ、そこはクリアにしておきたいと思います。

我々は、今後これに関連するような専門人材、これの採用にも着手するということにもなるわけで、内部の体制を整備するということを考えますと、当然いろいろなマクロ経済の状況についての、そういう情報を入手するということもございますが、こういった組織がどういう形で、そういうマクロ経済の予測をしているのか、組織的にとか、どういうモデルなのか、そういうような意味でのナレッジトランスファーみたいな、そういう趣旨も入った形で、私どもとしてはこういうところから学ぶべきものは学ぶと、こういうふうに考えているということでございます。

真ん中の公的年金積立金・資産財政統合リスク分析についての調査研究業務でございますけれども、これにつきましては、当然年金の運用ということでございますので、特にキャッシュアウトの額、これは財政検証でいろいろ示されているわけでございますけれども、先ほど見ていただいたシナリオ A から H まで、かなり幅があるということでございます。

我々はそういうところをきちんと、資産と負債を総合的に実際に分析しながら研究しているということで、これにつきましてはステート・ストリート・グローバル・マーケッツ証券株式会社をお願いをしたということでございます。

さらに、年金積立金管理運用独立行政法人におけるスチュワードシップ責任及びESG投資のあり方についての調査研究業務につきましては3社でございます。新日本有限責任監査法人、これはアーンストヤングでございますけれども、それと株式会社 QUICK、これがヨーロッパのフィッチと共同でございます。あと MSCI です。特に新日本有限責任監査法人につきましては、監査法人的な視点から、海外を中心にかなりのエクスパティーズがあるというふうに判断しました。また株式会社 QUICK につきましては、フィッチの英国のスチュワードシップに対する経験がかなりあるという中で、株式会社 QUICK については、日本企業のいろんなデータを持っており、その連携という形でかなりうまくいくのではないかと考えております。あと MSCI につきましては、ESG 等のインデックスというところでかなりのノレッジがあるということです。こういう形で、特に3つの項目の2つ、資産財政統合リスク分析とスチュワードシップにつきましては、来年の3月に報告書を受領予定ということでございまして、それに基づいて、より本格的な実施に向けた検討を行っていくと、こういうことでございます。

●青貝企画部長 委員限り7まで説明をさせていただいた上で、いろんな御議論いただくのかなと認識いたしておりますが。

○米澤委員長 そういうふうにしたいと思います。

●青貝企画部長 よろしゅうございますでしょうか。委員限り7でございますが、先ほど米澤委員長からお話をいただいた建議案に関係することでございます。また、先ほど既に清水委員や大野委員からも触れていただいた基本的な当法人におけるルールをこの機会に明確にするということは、一層のガバナンス体制の強化につながるのではないかという観点で、ガバナンス会議という形のものを設定してはどうかということです。

委員限り7の第8条の2というところでございますが、運用委員会のもとに、ガバナンス会議というものを置かせていただき、2ということで、投資原則、行動規範を立案し、監視し、運用委員会に報告するということでございます。この具体的な投資原則、行動規範、投資原則は投資信念という言われ方もあろうかと思いますが、裏面に、例えばということで、CPPIB、カナダの公的年金のみがやっているということでもなく、ほかの公的年金でもいろいろなよいもの、あるいはちょっと気をつけたほうがよいもの、いろいろな形のものがあろうかと思いますが、例えば、投資原則は、目的ですとか、あるいは期待収益率、どれくらいのリスクの量をとるのかとか、そういったものを定めたようなもの。あるいは行動規範は、非常にベーシックな当然のルールであるような、利益相反への対応ですとか、その他、恩典とか贈り物がどういったような形に対するルールの遵守といったようなことなどを定めています。

これをこの機会に、これまでももともと管理運用方針であったり、法律の中にも書かれ

ているものもたくさんあるわけでございますけれども、この機会に改めて整理、発展させていけないかという趣旨で、これを運用委員会の中で定めて、それを GPIF として適切に遵守して対応していくということではどうかということです。委員限り 7 の表紙をご覧ください。

この会議の議員につきましては、委員の皆様の御参加の御意向を踏まえつつ、米澤委員長に御指名いただくという形でどうかと思っております。

また、会議の議長につきましても、メンバーになられた方の中での互選ということでしょうか。

それから、5、6 につきましては、一般的な規定のほうを書かせていただいております。

このような形で御了解いただきましたならば、以降、米澤委員長と御相談をして、具体的な会議の組成、そして具体的な審議に向けて進んでまいりたいというふうに考えております。

私からは以上です。

●青木審議役 もう一つだけよろしいでしょうか。

○米澤委員長 どうぞ。

●青木審議役 手短に御紹介させていただきます。委員限り参考資料でございます。

この資料は、基本ポートフォリオ変更の公表用資料でございます。記者への配布、ホームページへの掲載を念頭に作成したものでございます。

理事長の責任において作成する、基本的にはお任せいただく性格の資料かとは考えておりますけれども、お気づきの点等もしあれば、この機会に頂戴できればということでございまして、本日は参考資料として配付をさせていただきました。

なお、時間の制約もございまして、まことに恐縮でございますが、今からごく手短な御紹介にとどめさせていただきます。

1 ページは基本ポートフォリオの変更の背景、検討経緯のほか、基本ポートフォリオの変更に合わせてガバナンス体制の強化等について記載しております。

2 ページは基本ポートフォリオの変更内容でございます。

3 ページと 4 ページは、基本ポートフォリオの策定の前提となります財政検証、中期目標の変更について記載しております。

5 ページは、今回の基本ポートフォリオ策定の方針が従来と変わった点を 3 つにまとめて記載しております。

6 ページは積立金の想定運用期間と流動性の確保に関して記載しております。

7 ページはリターン。

8 ページはリスク、相関係数の設定について記載しております。

9 ページは基本ポートフォリオ選定の基本的な考え方、検討プロセスについて記載しております。

11 ページと 12 ページは、年金財政が予定している積立金が確保できないリスクについ

での検証を記載しております。

13 ページは運用手法の多様化として、オルタナティブ資産、資産横断的な運用、外国株式のベンチマーク変更について記載してございます。

14 ページは基本ポートフォリオの管理方法として、複線的なポートフォリオ管理等々について、短期資産の取り扱いも含めて記載しております。

15 ページは運用委員会の建議の内容。

16、17 ページは建議を踏まえての GPIF の対応について記載をしております。

以上、手短で甚だ恐縮ですが、御紹介とさせていただきます。

○米澤委員長 どうもありがとうございました。

それでは、ここで一度皆様方の御意見、御質問等を伺いたいと思います。まず基本ポートフォリオの話を最初にさせていただきまして、見直しと同時に、ガバナンス体制を強化していきましょと。今の独立行政法人のもとでできることを考えて、どういうことをやっていったらよいかということで、ここで建議させていただいたということです。特に後者のほう、ガバナンスの強化についてということに関しまして、御意見、御質問等ありますか。

○佐藤委員 この建議が基本ポートフォリオ見直しの公表とどのタイミングで公表されるということを考えたときに、この文章でいいのかという点が1か所ございます。法人は法人なりにいろいろな法的・制度的な制約のもとでこれまでもガバナンス体制に向けて、それなりのことを努力してこられたのだと思うのですね。ただ、この文章で読むと、これまで何もやってなかったのではないかみたいな印象が、初めて読んだ人にとっては出てくると、そこが非常に目立ってしまうので、もう少し、当法人のガバナンス体制に関しては、かねてから強化が図られているところではあるけれども、今般の基本ポートフォリオ見直しを踏まえて、一段と確実に安全かつ効率的に行われるように強化してくださいということを建議するというのが、ストーリーとしては頭に入りやすいのかなという気がいたしました。

○菅家委員 前書きは変えたほうがよいという意見は一致しているのですが、中身がちよっと違う視点で申し上げたいと思うのですが、おっしゃるとおり、書かれている内容について反対する内容は一切ないのですけれども、先ほど米澤委員長が補足説明をされた分ございますね。つまり、今、政府において、ガバナンスのあり方について議論がされているわけですね。

○米澤委員長 これからです。

○菅家委員 その辺の関係と、GPIF で今やればできること、そういう関係性が一切なくて、ただ単にガバナンス体制を大幅に強化することを建議するというのであれば、これで終わるかみたいな、誤った印象を与えるのではないのか。つまり政府においても、ガバナンスのあり方について検討されているけれども、当法人として、今すぐできることについて取り組んでほしい。

○米澤委員長 趣旨はそうです。

○菅家委員 そういう趣旨のニュアンスが、この前文には込められていないなというふうに思います。

○米澤委員長 政府のほうで、これからどういうスケジュールで始まるのか、始まりますよということだけしか。

○菅家委員 政府によって検討が進められようとしているようですけれども、政府の検討を待たずして、できることはやりましょうよという趣旨なのだから、そういうふうに書いたらよいのではないですか。

○米澤委員長 これは一刻を争うし、早くやりましょうということも重要な点なので、それは前書きのところに、今、言ったことや佐藤委員の趣旨も入れて、これから、大幅に強化することは書かれているのですけれども、少しニュアンスが出るようにと。

○佐藤委員 そうですね。ニュアンスの問題だと思います。

○米澤委員長 今、伺っておきます。ほかに御意見。

○佐藤委員 もう一つ、非常に細かいところなのですが、内部統制の強化のところで監事及び内部監査体制を強化することという表現がありまして、これは先ほどの公表文を拝見しても監事機能の強化ということが16ページに出てきますけれど、監事という言葉が、果たして適した用語かどうか。内部監査に対して何を念頭に置いているのか。監事というと外部監査のことを言っているのか、余り聞きなれない用語ですよ。恐らく法人特殊の用語ではないのかという気がしますけれど。

●三谷理事長 私どもには役員の中に理事長、理事のほかに監事というのがありまして、監事が私どもの業務執行状況を監査するというのを大臣から指示されてやっているわけです。

○佐藤委員 それは要するに内部監査人の話なわけですね。

●三谷理事長 内部監査は。

●三谷理事長 内部監査は、執行部の中にも。

○佐藤委員 執行部の中の内部監査ですね。

●三谷理事長 監事とは別に、監査室を設けて監査機能は設けています。我々の頭の意識では、監事というのは、いわば大臣から委任を受けて監査する。内部監査というのは、我々の組織の中で、組織として内部をチェックするために置いているものということで、我々の頭の中では明確なのですけれども。

○大野委員 私はここで3つくらい申し上げたい。コンプライアンス会議に関連するのですが、GPIFの中には法令等の遵守体制を見るコンプライアンス会議があって、それから、損失危機管理体制、これを見るための運用リスク管理委員会、それから、運営リスク管理委員会、こういう委員会もあって、さらに今の監事ですね。これは監査室と別にあるようなのです。その中で新たに、ガバナンスを、新たな機構を考えるという、経過的な対応ということなので絶対やっていかなければいけないのですけれども、既存の組織とのかか

わりみたいなところ、関連みたいなところをきちんと整理しておかないと、という感じが、今、監事の話が出たので感じました。既存にそういうものがあるわけですね、組織的に。そこをより強化するためということなのか、あるいは我々運用委員がそういうことをやるのか、そこをきれいに整理しておかないといけないという印象があります。

○佐藤委員 それはリポーティング・ラインの問題も非常に重要だと思うのですね、オーディットというときは。

●青木審議役 コンプライアンス・オフィサーにつきましては、金融機関でも一般的に設置されているというようなお話も承知しておりまして、執行部の中で、日常業務の一環として法令その他の遵守をさせるというような、より業務に近いところでの役回りと理解しております。そういったコンプライアンス・オフィサーが運営リスク管理委員会等の内部統制組織に報告するというようなこともあろうかと思えます。実際の運用の中で、この役目については、当法人に即した形で確立していくことも必要とは考えております。

○米澤委員長 佐藤委員、1の(3)のところ、大野委員、もし書き直すとなると、どういう格好にしたら、誤解が少なくなるということはございますか。

○佐藤委員 ざっくりいえば、内部統制を強化するということになると思いますね。全てをくるめて言うと。

○米澤委員長 それは大きな項目にある。

○佐藤委員 これになってしまう。

○米澤委員長 (3)は、より強化するというのが趣旨ですか。

○佐藤委員 でも逆に言うと、そのあり方を見直すということではないわけですね。

○大野委員 今、幾つか委員会があるので、我々はこれだけ限られた時間と人数の中で監視は不可能だと思うのですね。ですから今ある組織がいかに機能しているかということを、環境が変わった観点の中で監視していくということしかできないのかなという感じがします。

○佐藤委員 おっしゃるように、コンプライアンス委員会、運用リスク管理委員会、監査室とか、そういうものはインターナルな組織なのですね。そちらは全部、Reporting to 理事長だと思うのですよ。ただ、それとは別に普通の会社であれば、必ず外の1つは独立して、内部の組織とは別に調査レポートする、そういうファンクションがあって、さらにそれに今度は外部監査があって、それが組織全体の統制のあり方をチェックをするという体制になっていて、それは日本銀行の考査でも、金融庁の検査でも、そういうところを重点的にチェックしていますので、恐らくそれと同じような見方が必要になってくるのではないかなという気がしますけれど。

○米澤委員長 そこへ行くと、やや独立行政法人として微妙な点が出てくる。

○水野委員 佐藤委員のおっしゃったことは、私も本当にそう思っていて、独立行政法人の枠組みの中で既に実施されていることが、これだとあたかも今まで何もなかったかのような感じで、これを読んだほうは逆に不安になると思います。菅家委員がおっしゃったよ

うに、次のステップに行くか行かないか、今後決まっていくかどうか、それは決まっていことだと思うので、それをどう書き込むかというのは、書き方の問題もあるかと思うのですけれども。

○米澤委員長 これだったら１の（３）はないほうがいいような感じがする。

○清水委員 専門人材の強化が必要、などと GPIF がネット上でたたかれる記事などを見ますと、今は必ずしも専門的な人材が足りていないような印象がしてしまい、実際にはそうではないので、とても残念に思います。このように書き方によっては、やはり GPIF には専門の人がいないのだな、これから集めるのだな、というイメージがどうしてもついてしまうので、先ほど佐藤委員がおっしゃったように、今も本当にしっかりしているけれども、さらに強化するのだ、というように書くか、あるいはそうではなく、内容を具体的に書かずに、この４つのポイントだけにするか、のどちらかだと思います。ただ、この建議をする趣旨が、現時点でできるところはどんどんやっていこうということであるとすれば、ある程度具体的なことは書かなければいけないと思います。

○水野委員 特に３．の（２）のところの、今の清水委員がおっしゃったところなのですが、運用委員に対して、人材強化の内容等を報告というのですが、運用委員というのはある意味ボード的な役割だとすると、プロフェッショナルなチームのチームビルディングの内容をボードに報告するというのも、ものすごく違和感が正直あるのですけれども、その違和感プラス清水委員がおっしゃったように、今までそういう人材なしで、このポートフォリオをつくったのかと言われてしまう。何となく不安を高めるような嫌な感じがするのですね。

○清水委員 同時に公表される、というところがまさにそうです。

●青貝企画部長 今言っていただいたご意見を踏まえて、口頭になりますけれども、清水委員や佐藤委員が御指摘いただいた点で、建議を仮に今この場で変更した場合ということで、１つの案をこれから読み上げさせていただきますので、例えばこれで御意見いただくのはどうでしょうか。

「年金積立金管理運用独立行政法人においては、これまで、ガバナンス体制の整備が進められてきたところである。今般、基本ポートフォリオ見直しを機に、年金積立金の運用について」というふうにつなげていくと、「その管理運用業務が確実に安全かつ効率的に行われるよう、運用委員会として、以下の点において早急な体制見直しを行い」、「大幅に」というのは、進められてきたということがありますので、「大幅に強化すること」というのは、それはそれで構わないのかなと、感想ですけれども、と思いますが、そういう意味では、「GPIF において、これまでガバナンス体制の整備が進められてきた。今般、基本ポートフォリオ見直しを機に、年金積立金の運用について、効率的に行われるよう、運用委員会として建議する」ということではどうでしょうか。

○米澤委員長 少しヘッドにつけ加えたということ。

●青貝企画部長 ここで御審議いただいたほうがよろしいかなと思ったもので。

○米澤委員長 私はそちらのほうが大分いいと思います。

●三谷理事長 「大幅に」は「さらに」。

○清水委員 さらなるとか、そういう感じですね。

●清水調査室長 さらなる強化をとか。

●青貝企画部長 そうしたら、それを文字に見える形にこれから御審議いただく間に、すぐ紙で書きまして、今、ここでコピーしたものを御用意して御確認いただきたいと思います。

○米澤委員長 その前に、そこは、今、そういうような格好で起こしていただきたいということと、それから、今、問題が出た1の(3)あたりに関しては、具体的な書き方等々で、それから3の(2)の「進捗状況の報告を行うこと」は違和感がある。

○佐藤委員 何か報告を行ってなかったのではないかと読まれてしまうのではないか。

○清水委員 「新たな」専門人材強化・育成の内容については、どのような人を加えて、どのような体制になったかという報告を受けるようなことはあってもいいと思います。

○佐藤委員 それはリーズナブルですね。

○水野委員 根本的な質問なんですけれども、建議は初めてだと委員長おっしゃいましたね。

○米澤委員長 私の経験に関してです。

○水野委員 建議と書くと、運用委員会がこれに関して不安で出しているような感じがする。普通に GPIF がこれを出すのとどう受け取られ方の違いがあるのですか。この内容は GPIF が自分でポートフォリオ変更について、自分でアナウンスしても構わない話ですけれども、あえて運用委員が建議をしているということは、これはどういう受け取られ方の違いがあるのですか。

○米澤委員長 今まで運用委員会は運用委員会でしかなかったわけですがけれども、大分立ち位置を随分いろいろ認めていただいたこともあって、ある意味では理事会に相当するような機能も含めているのかなと思ったときに、ここから発議するというのはそうおかしいことではない。

○清水委員 むしろ新しいポートフォリオを発表してから、それに対してガバナンスはどうなっているのだという質問を先取りして、運用委員会が建議するということですね。

○米澤委員長 実のところはそういうことでありますので、どこかから出さないといけません。出すとすれば、この運用委員会から出すというのはそんな不自然なことではないのかなということなのですね。一応これでもって、基本ポートフォリオの見直しとガバナンスの強化とワンセットで、できることは最大限やって、公表しようというのが趣旨なわけですね。

○武田委員 前の部分を変える点は私も賛成です。先ほどの水野委員からの御指摘は、ポートフォリオが見直されることによって、今までとは資産構成が変わるのは事実ですので、その変わる部分に対応するために、特に2. のリスク管理という意味では、さらなる強化

は当然必要であると思います。その点とセットで我々が求めたということであれば、当然リスク管理を強化するには人も要ります。例えばここに書いてあります資産クラスが増えていくのであれば、その都度、専門人材の必要性は出てくるでしょう。それは、長い目で育成していくことも重要になってくるという意味ではないかと解釈しております。

○佐藤委員 私もこれを運用委員会の建議とすることには大きな意味があると思っていて、つまり GPIF の執行部が言うのではなくて、運用委員会が言う。武田委員が今おっしゃったように、予算とかお金とか人とか物とか、さらにガバナンスを強化する上で必要になってくる部分は必ずあるわけですね。それは執行部にしてみれば、運用委員会から、こういう提案を受けたので、我々はそれにも応援を受けてお願いしているのですということで、交渉をこれからされる立場がそれだけ強くなるのではないかという気がするのです。だから、ある意味では運用委員会から執行部へのエールという具合に考えていただいて私はよいのではないのかと思うのです。

○米澤委員長 そうであるとすれば、我々の運用委員会、うまく利用してくださいということですね。

●清水調査室長 厚生労働省の検討会との関係をどう整理するかということについて、菅家委員からの御指摘ですけれども、個人的には、まだ今の段階でどういう結論かもわからない中で、我々としてこの場というのは、あくまでも現行の独立行政法人の中で何ができるかということが当然の前提となるので、それを対外的に説明していく上では、当然検討会との関係を説明するのだったら、そういうような形の御説明になるかもしれませんが、ただ、この建議ということでは、現行の独立行政法人の枠の中でということなので、特にそこは前提を置かなくてもよいのではないのかという感じが私はするのですけれども。

○米澤委員長 私もそこに関してはそれでよいのではないのかと思うのです。文章の上で触れる必要はないのではないかと。

○菅家委員 ただ、ガバナンス改革の議論というのはまさにセットで起きてきた話ですね。だから、何でこのタイミングで、こんなことを言い出すのということの説明にはならないわけですね。

○米澤委員長 セットだから、セットで。

○菅家委員 まさにそういう議論として、ガバナンス改革の議論が政府において始まったわけではないですか。だから、そういう文脈の中で、我々としてできることをやりましょうよという、独立して、こんなことを議論されることがなかったわけだし、現実的にはそうじゃないですかということなんです。

○米澤委員長 ただ、繰り返しますけれども、政府のほうは早くても来年の初めくらい、施行に関してはもっと遅くなるわけですね。我々はこれでポートフォリオは。

○菅家委員 もちろんそうですけれども、やれることはやりましょうよということは、やらないことを、もっともっと大きな話もあるかもしれませんねという中で、やれることはやりましょうよということではないですか。

○米澤委員長 我々のここの中でできることでやりましょうよということですね。

○菅家委員 そうですよ。政府における検討が、今、本格的に開始されようとしているわけでしょう。

その議論というのは、昨日、今日始まったわけではなくて、ずっと始まっているわけではないですか、そういう改革の必要性みたいなことについては。

○米澤委員長 必要性に関しては。

○堀江委員長代理 そうなのですが、いろいろ異論もあるやに聞いていますし、どうなるかわからないわけですね。

○菅家委員 いや、そうなんだけれども、結論はわかりませんけれども。

○堀江委員長代理 だから、それをもって何もしないでいいんですかということ、それはまづいということだと思います。今の体系の中でやれることはやるということかと思えます。

○菅家委員 今の中でやれることはやりましょうよという、そういうニュアンスですね。そういうニュアンスが、どこかで込められなければだめなんじゃないですかということ、私が言いたいのは。

○佐藤委員 それは言わずもがなでいいのではないのかなという気がしてまして、おっしゃっていることは非常によくわかって、政府におけるガバナンス改革に関して大きな方向性が固まると聞いていると。でもその結論を待たずに、我々は自分たちでもやりますよとなれば、基本ポートフォリオという大きな見直しがあるからだ、そういうことだと思って、このロジックは何も言葉に書いて説明しなくても、私は通じるのではないのかなという気がしています。

○米澤委員長 必要があれば、どこかプレスのとくに言葉で言えればいいのかなという感じもしますので。

○水野委員 今のことで意見をさせていただきます。例えば大きな流れの政府の議論が、仮定の話ですけれども、全くガバナンスが今と変わらないとなっても、これはやったほうがいいことですね。そういう意味では、そこの連続性はなくてもいいと思います。

○米澤委員長 待ったなしという私は理解です。たてつけはいいでしょうか。今、文章の修正はやっていただいていますけれども、そういう位置づけで、言いたいことはわかるけれども、別にこれは悪いことを言っているわけではない、いいことをやりましょうということなので。向こうは向こうで、それは粛々とやっていただいとということ。

その先の1年先までどう収れんするかは、またいろいろ議論があるでしょうけれども、今日この段階でできることは精いっぱいやっていきましょうという位置づけで、むしろこれをやらないと非常に無責任な話に、先ほどの武田委員の心配なんかも、これでどの程度緩和されるかはわかりませんが、ある程度ここで担保することはできるということですので。

○武田委員 最後のなお書きのところは、先ほど冒頭に、私が皆様に御意見を拝聴したところにも対応できるかと思えます。短期的に見直すという意味では決してなく、中長期的

に向かっていく方向性を常に確かめていくことが必要なのではないかと思います。

○水野委員 先ほどの違和感の原因がわかったのですけれども、3.(2)の、これだけ報告と書いてあるのですけれども、ほかにも当然報告してもらえますよね。

○米澤委員長 どうすればいいのか。

○水野委員 いわゆる専門人材強化を図る、上と同じようなトーンでいけば、専門人材の強化・育成を図ることということですよね。

○米澤委員長 (2)自体が要らない。

○水野委員 要らないということではなくて、ほかののを見ると、何々せよということなので、それで言えば、これも運用委員会に。

○武田委員 上の文章の書き方と、最後の1文だけ異なるということかもしれません。

○水野委員 専門人材の強化・育成を図ることですよね。

○米澤委員長 専門人材の育成・強化を図ること。

○水野委員 ほかのと同じトーン、文章だったら、そうなると思いますけれども、ほかのものも報告しますと。

○米澤委員長 見出しが専門人材の強化なので、同じことを言っているの。

○武田委員 1. や2. も運用委員会に対して報告頂くのでしょうか。

○菅家委員 政府の閣議決定された工程表には、これをやることになっているみたいですね。

●森参事官 政府の改訂日本再興戦略におきましては、資金運用の観点から出されました有識者会議の報告につきまして、厚生労働省において、年金制度、組織の観点から検討することということでございまして、8月の年金部会で議論を開始しまして、年金部会におきましては、年金制度本体の議論もやらなければいけませんので、この議論を始めたときにおきまして、神野座長のほうから、大臣なり事務局とも相談して、作業班を置きまして、今後検討していくという取り扱いになっておりまして、それを踏まえて検討されていくというふうに理解しております。

○菅家委員 いや、それはこれからの話だけれども、そうではなくて、これまで閣議決定された中で、例えば専門人材の活用であるとか、その前提として給与とか定数のしほりを閣議決定で去年の段階で外したとか、あるいは常勤の運用委員を配置するとか、幾つかやるべきことが閣議決定されているのではないですか。その中にこの内容は既に入っているわけですね。

●森参事官 入っているものがありますが、私が言うことではございませんが、運用委員会で建議いただくというのも1つの意義かと存じますが。

○米澤委員長 閣議決定、工程表とか、知っている人はごく限られています。これは決まれば外に出ていく話ですので。

○菅家委員 そうですけれども、あえて、ここでこういうことを建議することの意味は何かのかなと、逆の作用も考えられますからね。

○米澤委員長 おっしゃるとおり、3番は、その点がなくはないですけども、改めて書かせていただいたというのが趣旨です。

事務局、ブレイクする必要がありますか。ここで5分ぐらい。

●青木審議役 はい。

○米澤委員長 5分ほど。45分にもう一度再開したいと思います。この後、議決等もとらせていただきます。

(休 憩)

(再 開)

○米澤委員長 再開します。今、改訂版を配っていただきましたけれども、心配事の1つは大分薄らいでいるかなということです。あと、改めて下のほうに関しては、どこも直していないということですね。

●三谷理事長 3の(2)の対しての後に新たなというのを入れるというのが1つ。

○米澤委員長 いかがでしょうか。どうしてもここで困るという強い御意見がありましたら、この場で言っていただいて。

○清水委員 いいと思います。

●三谷理事長 1の(3)は残しておいてよろしいですか。

○佐藤委員 1の(3)、この監事というのが、要するに今の GPIF の法人の中にある機能の名称ですよ。

●清水調査室長 法律上の、大臣が任命する。

●青木審議役 大臣が任命する、法律上の職名です。

○佐藤委員 大臣が任命する。日銀でも監事はいる。

●清水調査室長 法律上のそういう役職、実際監査をするということですね。

○佐藤委員 監査のいわゆる日本版 SOX 法というか、内部統制的なテキストブック的な感じでいくと監事という言葉は出てこないの、それがぴたっとこないのですね。

●清水調査室長 そこがいわゆる独立行政法人の通則法において、いかなる独立行政法人においても、監事というものを主務大臣が任命して、そこが監査するという形になっていまして、それ全体が制度的な監査のたてつけになっています。

○佐藤委員 注がついていると、何のことかわかりやすいということだと思うんですね。要するに内部統制の世界に住んでいる人は理解がしやすくなるのではないのか。

●清水調査室長 独立行政法人における監事。

○米澤委員長 ただ、それはわからなくても。佐藤委員が思っている監事とはちょっと違うのですね。

○佐藤委員 そうですね。だから、いわゆる内部統制の世界の何に該当するのかというのが、その疑問の出発点で、外部監査なのかと。

●清水調査室長　ここは、そういう意味では公表のときに、これを注で書いて、こういうものですという形で注をつけるとか、そういう形で。

○米澤委員長　そうしましょう。独立行政法人になれてない方は、佐藤委員のような質問が当然あり得るかと思います。これは規則で決まっているわけですから、それにのっとって説明をしてくださいということ。

それでは、これでもって固めたいと思いますので、よろしいでしょうか。

それでは、引き続き、次に入りたいと思います。基本ポートフォリオの変更に関する実質的な御議論をいただきましたので、資料1の中期計画変更案の承認についてを議題として、議決の手続に入っていきたいと思います。

○大野委員　委員限り7のところ運用委員会規則改正案新旧対照表、ここで運用委員会のなかにあるガバナンス会議がやるべき仕事を書いてあり、投資原則及び行動規範を立案しなさいとあります。これも今日決めるのでしょうか。こういうふうにやりますよということ。

○米澤委員長　内容は今日じゃないです。

○大野委員　これは違いますか。

○米澤委員長　原則等に関しては、今後です。

○大野委員　ただ、これを書きかえるわけですね、今日を契機に。

●青貝企画部長　このルールそのものは今回書きかえたいという趣旨です。

○大野委員　1つは、投資原則・行動規範にちょっと先回りして申し訳ないのですが、2点ほど、これともう一つ、建議にもかかわるのですけれども、1点目は、投資原則、これから書き込みが始まるわけなのですが、今までの議論を踏まえまして、長期的に分散投資を行うということ。あとは、受託者責任があるわけでありまして、そういったものを前面にきちんと出しておくということ。それから、前段御議論あったように、市場動向に左右されず、長期にわたって一貫した投資をしていく。こういうようなことを哲学的に書いていくほうが大事で、細かく何がどうのこうのというのは余り書くのは望ましくないのではないかというのが私の考えです。これが第1点。

○米澤委員長　わかりました。

○大野委員　第2点、行動規範についても一緒でございまして、例えば法令遵守、あるいはこの運用委員も含めました守秘義務ですとか、あるいは利益相反、こういったことを書いていくのかなと。

2つ目は、建議はこのままでいいのですけれども、内部統制の強化の(4)の情報開示の在り方の見直し。情報開示をよりやっていくのか、そうではないのか。

○米澤委員長　両方ありますね。

○大野委員　この辺のところは、ここではまだあいまいになっているので、今後大事な議論かなと思っています。

○米澤委員長　おっしゃったように、今後、早い段階で詰めていきたいと思います。

○米澤委員長

それでは、資料1の中期計画変更案の承認についてを議題として、議決の手続に入っていきたいと思います。事務局より資料の配付をお願いしたいと思います。よろしくお願いします。

(資料配付)

中期計画の変更については GPIF 法に基づいて、あらかじめ本委員会の議を経ることとされているほか、GPIF の文書管理規程により、理事長の決裁に当たっては、当委員会の承認を要するものとされております。

そこで、中期計画の変更案については、事務局からの説明とその後の審議の後、承認するか否かについて、運用委員会規則第5条第2項の規定に基づきまして多数決を取りたいと思います。

それでは、事務局から説明をお願いしたいと思います。

●青貝企画部長 御説明いたします。資料1に、新旧対照表がございます。今回初めて御説明する部分は3ページ目でございますが、資産構成割合と乖離許容幅を書かせていただいているところでございます。

まず、国内債券につきましては35%、国内株式は25%、外国債券は15%、外国株式は25%とさせていただいております。

乖離許容幅につきまして、順にプラスマイナス10%、プラスマイナス9%、プラスマイナス4%、そして外国株式がプラスマイナス8%でございます。

それから、オルタナティブ資産につきましては、資産全体の5%を上限とするという点について、今回つけ加えさせていただいております。

○米澤委員長 ありがとうございます。ただ今の説明について、御意見、御質問等がありましたら、この場でお願いしたいと思います。

○水野委員 先ほどの1%刻みの議論は、あれで皆さん議論出尽くしたということでよいのでしょうか。

○米澤委員長 特に具体的な代替案がございましたらば、御意見いただければと思います。今のところ、ここに至っているのは5%刻みとなっているということでございますので。

○清水委員 実質的に変わらないという点では、私はこれでいいと思います。

○米澤委員長 よろしいですか。

○水野委員 1%刻みが一応提議されたけれども、実質的には変わらないと。あとは説明責任の問題ですということでしょうか。

○米澤委員長 5%で進めさせていただきましたということで、よろしいでしょうか。そのようにさせていただきたいと思います。

それでは、議決に入りたいと思います。

まず、議決に先立ちまして、本中期計画の変更案の承認に反対の立場から御意見のある方は、この機会に述べていただいて結構ですので、御発言ください。

○菅家委員 改めて、変更案について提案がございまして、現行と比べて明らかに今回の変更案というのは大幅な変更ということになるわけでありまして。私は結果として導き出されたこの数字について、国民は理解できないだろうと思うし、納得しないだろうというふうに思っております。年金制度というのは国民の信頼が支えるものでありますので、まさにこの積立金制度も年金制度の一部なわけでありまして。したがって、この数字について国民が理解をしないということは、年金制度に対する信頼を揺るがしかねないということでもって、私は反対をさせていただきたいと思っております。

何ゆえ、このような数字が導き出されたかということにつきましては、私も運用委員の一人として、この間、議論に参画をしてきたわけでありましてけれども、その前提となっているのは、今日の議論の中でも出てまいりましたけれども、財政検証あるいはそれに至る専門委員会の報告が我々の議論の大きな前提条件として示されて、その枠の中で議論されてきた結果、このような結論に至ったというふうに私としては理解をしているところでございます。

したがって、国民が納得をしない、理解をしないような結論に至った大きな要因としては、私は専門委員会の報告にあるだろうというふうに思っております。米澤委員長、あるいは武田委員が、委員として参画をされておられるわけでありましてけれども、大変恐縮でありますけれども、確かに2年半かけて、17回の審議を行ったというふうに聞いておりますけれども、あるレポートによりますと、その17回の審議のうち、実際に数字を当てはめて議論したのは最後の3回だけだったというようなことも聞いております。まさにそういった議論のあり方でありまして、あるいは専門委員会が前提として置いております内閣府の試算、これは今日も出てまいりましたけれども、経済再生ケースと参考ケース、この2つのケースを置いて8通りのシナリオが議論されているわけでありまして、特に経済再生ケースにつきましては、私は今の政府の政策目標に近いようなものだというふうに理解しております。したがって、まさに専門委員会が独立してきちんと将来の経済見通し、あるいはさまざまな指標について議論をしてきたというふうには私としては理解をしていないということでございます。

いずれにいたしましても、今回の結果につきましては、そういった専門委員会、あるいは財政検証を前提に置いて議論をした結果の数字であり、逆に申し上げますと、運用委員会として何らかの手続的な瑕疵があったとか、議論の仕方が間違っていたということではなくて、この専門委員会、運用委員会の置かれている立場、今日初めて運用目標が明示的に示されましたけれども、その運用目標を前提に置いた議論として出てきた数字だというふうに理解しておりますので、この運用委員会の議論の経過について問題があるというふうには考えていないということについては付言をしておきたいというふうに思います。

○米澤委員長 重く受けとめました。ほかに、この場で反対意見を述べたいという方、よろしいでしょうか。

それでは、次に議決の手続について説明いたします。議決に当たりましては、委員長を

含め、各委員は賛成、反対、棄権のいずれかの意思表示をしていただきます。棄権は出席委員数に含めますが、可否の否として扱います。

また、意思表示はせず退席される場合は、出席委員数には算入しないことにいたします。退室される方はいらっしゃるでしょうか。退室される方はいらっしゃらないということでよろしいでしょうか。

それでは、本案の承認に賛成の方は挙手でお願いしたいと思いますので、改めて本案の承認に賛成の方は挙手をお願いしたいと思います。

(7名挙手)

○米澤委員長 ありがとうございます。事務局よろしいですか。

○青木審議役 ちょっとお待ち下さい。

○米澤委員長 それでは、改めまして、本案の承認に反対の方は挙手をお願いします。

(1名挙手)

○米澤委員長 ありがとうございます。

それでは、賛成は、私、堀江委員、大野委員、佐藤委員、清水委員、武田委員、水野委員の7名でございます。よって、賛成する委員の数が過半数ですので、本案について当委員会としまして承認することに決まりました。よろしいでしょうか。

ありがとうございます。

続きまして、資料2の建議案について、事務局より資料の配付をお願いしたいと思えます。

(資料配付)

○武田委員 今、議決がございましたが、国民に対する説明責任の重要性は非常に重く考えております。今回我々が見直す背景には、決して株価対策といったようなことではなく、冒頭、清水調査室長より御報告があったような目的、今回の選択に至ったプロセス、決定の理由、さらには、先ほど建議で議論したようなリスク管理体制を進めていくことの重要性、私としては、それらがセットで初めて受給者及び国民に将来必要な積立金を残していけると考えて、議決に臨んだつもりでございます。

したがって、それらについて運用委員会が議論を重ね、議論を尽くしてきたということも含めて、丁寧にわかりやすく、この点も以前に大野委員から御指摘いただいているかと思いますが、国民の信頼が得られるような御説明をお願いしたいと思えます。

○米澤委員長 ありがとうございます。非常に重要な点かと思えます。

○堀江委員長代理 それは誰にお願いしたのでしょうか、今のは事務局に。

○武田委員 事務局をお願いいたしました。プレスにご説明される際にとという意味です。

●三谷理事長 委員の皆さん方にも取材があったときは、よろしく願いいたします。

○大野委員 ウェブで流すだけでなく、会社と一緒に、広報活動は、これからますます大事になってくると思いますので、活用できるものは活用していくと、テレビも含めて。国民はテレビを見ているから、ぜひその辺もよろしく願いしたいと思えます。いろいろ

ろな手段があると思います。

○水野委員 プロセスがあって、発表されてという期間、あるいはそれ以降の運用委員の対メディアに対する対応に関しての、私は何らかのルールを決めておくべきだと思います。

○米澤委員長 それは予定していませんけれども、最後にやったほうが効果的かなと思うのですが、よろしいですか。それは少なからず、近いうちにそういう状況になるかと思うますので。

それでは、独断でブレークさせていただきましたけれども、まず、今、配っていただいたものに関して、事務局より説明をお願いしたいと思います。

●青木審議役 建議につきまして、読み上げさせていただきます。

表紙のほうで、ちょっと途中飛ばし飛ばしで恐縮でございますが、

運用委員会は、下記の通り、年金積立金管理運用独立行政法人法第 15 条第 4 項の規定に基づき、別紙のとおり建議する。

法人においては、本建議の趣旨に沿い、今後の業務運営に当たるよう要請する。

平成 26 年 10 月 23 日

運用委員会委員長 米 澤 康 博

内容のほうでございますが、先ほどの御議論を踏まえまして修正させていただきましたけれども、

基本ポートフォリオ見直し後のガバナンス体制の強化について

年金積立金管理運用独立行政法人においては、これまで、ガバナンス体制の整備が進められてきたところである。

一方、政府においては同法人のガバナンスに関する見直しについて、今後検討される予定であると聞いている。

このような中、今般、基本ポートフォリオの見直しを機に、年金積立金の運用について、その管理運用業務が確実に安全かつ効率的に行われるよう、運用委員会として、これまでの取組に加えて、以下の点について早急な体制の見直しを行い、年金積立金の管理運用に係るガバナンス体制の更なる強化を図ることを建議する。

内容のほうは、3 の（2）に「新たな」を加えさせていただきました。

以上でございます。

○米澤委員長 ありがとうございます。ただいまの説明について、御意見、御質問等がありましたら、よろしいですね。

それでは、この件に関しまして決を取りたいと思います。賛成の方は、挙手をお願いしたいと思います。

(全員挙手)

○米澤委員長 ありがとうございました。

それでは、本建議案につきましては、皆様に御了承いただいたということで、本日付で年金積立金管理運用独立行政法人理事長あて、建議する取扱いとします。よろしくお願いいたします。

●三谷理事長 しっかりとやらさせていただきます。

○米澤委員長 よろしくお願ひしたいと思います。

続きまして、資料3の運用委員会規則改正案について、事務局より資料の配付をお願いしたいと思います。

(資料配付)

それでは、事務局より説明をお願いしたいと思います。

●青貝企画部長 先ほど御説明した内容と同じものでございます。本日付で規則改正ということで御審議いただきたいということでございます。以上でございます。

○米澤委員長 ただいまの説明に関しまして、質問等ございましたらば。先ほど大野委員から貴重な御意見をいただいておりますので、それを改めて確認させていただきたいと思ひます。

それでは、よろしいでしょうか。運用委員会にガバナンス会議を設置することにしたいと思ひますが、よろしいでしょうか。

(「はい」と声あり)

○米澤委員長 ありがとうございます。

ガバナンス会議の議員につきましては、委員の意向を確認の上、後日私から指名させていただきますので、よろしくお願ひしたいと思ひます。

それでは、続きまして、資料4の平成26年度計画の変更について、及び資料5の管理運用方針改正案(基本ポートフォリオ変更関連)について、議題としたいと思ひます。資料4及び資料5について、事務局より資料配付を行っていただひて、説明もお願ひしたいと思ひます。よろしくお願ひします。

(資料配付)

●青貝企画部長 資料4、資料5でござひます。

資料4でござひますが、中期計画のもとに平成26年度計画の変更という形になりますので、それに対応する内容でござひます。

まず現行、右側でござひますが、「ただし」ということで「次期中期計画の基本ポートフォリオの見直しに着手することから」という文言に変わ里まして、左側をご覧いただきますと、「移行するまでの間、乖離許容幅を超過することについては許容するものとする」という内容を改めて書かせていただひております。これは中期計画にも書かせていただひた内容でござひます。それから、数字について、埋めた形のものをここにつけさせていただひております。

裏面でございますけれども、機動的対応ということについても、こちらで書かせていただいております。重複する内容ではございますが、平成 26 年度計画にもこのような形でさせていただきたいと思っております。

○米澤委員長 ありがとうございます。ただいまの説明について、御意見、御質問等がございましたらば。これは既に出てきたことでございますので、よろしいですね。

●青貝企画部長 最後に資料 5 でございますが、これもまた同じような内容が重なっている部分が多くございますが、管理運用方針につきまして、これは私ども法人の具体的な管理運用について定めるルールでございますが、今、ご覧いただいております現行のほうをご覧ください。

これまでは「原則として」という文字が入っておりましたが、これを削除し、基本的には「乖離許容幅の範囲内に収まるよう資産構成割合の変更等を行う」という形でございます。

それから「なお」ということで、先ほど御説明したものを。

それから、「機動的な運用」というのを、こちらについても書かせていただいております。

私からの説明は以上でございます。

○米澤委員長 ありがとうございます。よろしいですね。

以上、本日の重要な点の関連する部分でございます。所定の時間も既に過ぎておりますので、もしお急ぎの方、退室しなくてはならない方がおりましたらば、どうぞ御退室ください。よろしいでしょうか。

続きまして、委員限り 8 のリスク管理状況の報告（6 月・7 月・8 月）に関して説明をお願いしたいと思います。

●陣場運用部長 委員限り 8 のリスク管理状況等の報告をごく簡単に申し上げます。

最初のページをご覧ください、足下の状況について御確認をいただければと思います。8 月の運用委員会でも議論をさせていただきましたが、基本ポートフォリオの方向性を踏まえて、国内債券の売却、内外株式及び外国債券の買いというオペレーションを鋭意進めておるところでございます。そうしたオペレーションの結果といたしまして、8 月末の状況で、国内債券のウェイトは 50.42% まで下がってきておるところでございます。ただ、国内株式については 8 月の相場環境の影響もございまして、16.91% ということで、7 月よりもちょっと減ってはおりますけれども、買いのオペレーションをしているというところでございます。

外国債券及び外国株式につきましては、外国債券が 11.34%、外国株式につきましては 16.33% ということでございまして、こちらは順調にウェイトが上がっているという状況でございます。

2 ページ目をご覧くださいまして、右隅の運用資産額をご覧くださいければと思いますが、第 2 四半期に入りまして、非常に内外株式、債券と堅調でございまして、8 月末の資産総

額で 129 兆円弱に達しているといった状況でございます。9 月も市場環境が堅調でございまして、第 2 四半期はまずまずの成果で終わられたのではないかとこの状況でございます。

○米澤委員長 よろしいですね。ありがとうございました。

本日の議事は終了しました。どうも御苦労さまでした。事務局から連絡事項等がございます。その中には、プレスに向けての話があるかと思っておりますので、必要に応じて、先ほどちょっと出ました議論を時間の許す方はおつき合いいただければと思います。

事務局から説明をお願いしたいと思います。

●青木審議役 本日は長時間にわたり御審議をいただきまして、まことにありがとうございました。

まず、事務的なことを申し上げますが、委員会終了後回収と記載されております委員限り 2、委員限り 3、委員限り 4、委員限り参考資料、資料 1 から 4 までにつきましては、運用委員会終了後に回収させていただきますので、机の上に置いておいてくださいますようお願いいたします。随行の皆様も、同様にお願いいたします。

今回、第 2 期中期計画の変更案について議決をいただきましたが、本変更案につきましては、今後速やかに厚生労働大臣に認可申請を行いまして、認可後、直ちに公表する運びといたしております。また、委員の皆様には、認可に関しまして適切な時期に御連絡等必要な情報の御提供を差し上げたいと考えております。

さらに重ねてのお願いで大変恐縮ではございますが、委員の皆様におかれましては、9 月 19 日の運用委員申し合わせを踏まえ、第 2 期中期計画の変更の公表までの間、本日の回収資料以外の建議案等の情報も含めまして、情報管理には引き続き万全を期していただきますよう、どうかよろしく願いを申し上げる次第でございます。

次回、第 87 回運用委員会につきましては、平成 26 年 11 月 12 日の水曜日 17 時から開催いたしますので、よろしくお願いいたします。場所につきましては、別途御連絡をさせていただきます。

事務局からは以上でございます。

○米澤委員長 ありがとうございました。それでは、プレスされた後、我々はどういうふうにかかわっていったらいいのか、何かもし御指示がありましたら、事務局のほうから。

●三谷理事長 プレス公表した後ですね。

○米澤委員長 そうです。

●三谷理事長 この委員会の中で、どなたがどういうことをおっしゃったかとか、そういうことは議事録が出るまでは議事要旨のみで対応するということになっておりますので、議事要旨も時間がかかるとは思いますけれども、基本的には、ほかの委員の意見についてはお話をしないようにしていただければと思います。御自身の御意見については、これは御自分の信念もおありでしょうから、御自身については、余り積極的に宣伝はしていただきたくはないのですけれども、このところまでについては制約することもできないと思いますが、ここもできれば控えめをお願いしたいというふうに思っております。

基本的にマスコミなどの対応は、事務局のほうで行いたいと思っておりますけれども、もしマスコミのほうから、いろんな変なことを聞いてきて、どうしようかというようなことがありましたら、これはまた事務局のほうにその都度御相談いただければというふうに思っております。

○米澤委員長 公表の日は GPIF が記者会見をされるという理解で。

●三谷理事長 公表の日は私どものほうで記者レクを行いたいというふうに思っております。また、公表の日がいつになるかは、これから一連の手続がございますので、そこはまだ確定はしておりませんので、これはできるだけ確定しましたら、前広に御連絡しますし、また一般的な想定問答につきましても、事前にお送りしたいと思っております。したがって、想定問答に書かれた程度のことはもちろんおっしゃっていただいても構わないということになります。

○佐藤委員 英語バージョンは日本語と同時に出るかどうか。

●三谷理事長 できるだけ英語バージョンも同時に。

●青貝企画部長 英語バージョンも準備をしておりますので、同じタイミングで、場合によっては日本語よりも少し分量が少なくなる可能性もありますが、なるべく同時に出す、英語で最低必要限の情報は必ず同時に出したいと思っております。

○米澤委員長 例えば先ほど武田委員から、わかりやすく国民にとあつたが、どこで、どういうことを我々が努力したらいいのか、我々はする必要ないのか。

●三谷理事長 多分皆様方にも記者からインタビューとか、場合によってはテレビ出演等の話もあるかもしれませんが、そういうときにはぜひよろしくお願ひしたいと思います。

○水野委員 基本的に個人で受けていいということですか。

●三谷理事長 それは終わってから、先ほど申し上げた想定問答の範囲内、ないしは御自分の御意見ということについてはお話しいただいても構わないと思います。

○米澤委員長 ここで想定されていますプレス用より、特にもっとやさしく何か書くというのは、今のところは想定してないということですね。

●青木審議役 それもちよつと検討はいたします。

○米澤委員長 特に今回はいろいろハチの巣をつついたような議論になりかねないという心配もございますので、だからやさしくすればいいのかどうかわからないけれども、我々が頑張れば、先ほど菅家委員の言った心配の2割くらいは納得していただけるかなと思っておりますし、そういう努力もする必要があるかと思うんです。

●三谷理事長 これは私の全く個人的な意見ですがけれども、世の中の人々は皆さん国債というのはリスクフリー資産で安全だというふうに思っておられるけれども、これから金利が上がっていくこと、その可能性が非常に高いことを考えると、そのときには非常に大きな損失というのが発生するということを説明するのが一番わかりやすいのかなと。

○菅家委員 だから、理事長、1 千兆円の国債があるということも忘れないようにしてい

ただかないと、そちらのほうが多分大変な話になりますね。

●三谷理事長 もちろんそうなのですから、ただ、長期金利は、今、日銀がああいうことをやっていますから、特段大きな変動はないわけです。けれども、あれのたがが緩んでくれば、経済の立て直しが行われれば、一般的には名目成長率プラスマイナス α くらいというところまで行くと言われていいますので、そういった意味でいけば、今回の想定にあるような3%くらいというのは十分視野に入ると。数字を申し上げてあれですけども、私どもの資産が仮に100%全部国債であったとすれば、今の国債の期間構成に従って持っていると仮定しますと、1%上昇すれば10兆円の評価損が出ます。ということは、今、0.5%弱ですから、3%近くまでいくということは、約25兆円損失が出ると。

株の場合は行ったり来たりですから、下がっても上がることはあるのだけれども、国債の今の金利というのは、歴史的に見ても異常な低金利ですし、今後ずっと上がって行って、また下がっていくとか、こういうことは余り考えにくいですから、そういった意味では、国債のウェイトをある程度減らすことはいたし方ないことだろうというふうに説明するのが一番わかりやすいのかなと思います。

○佐藤委員 日経の経済教室みたいなところに、米澤先生なり、あるいは GPIF 以外の学者なりに非常にわかりやすく、こういうことをコミュニケーションできる人に投稿してもらって、私は今回のポートフォリオのディアロケーションをこう読みますというのがあると非常にわかりやすいかもしれません。

○米澤委員長 そうですね。

●清水調査室長 一方で、金利が上がって、含み損が発生すると、将来の国内債券のリターンというのはその分高くなりますから、そこで最適化を行うと国債の金利上昇に伴って、自然に国債の割合がまたもとに戻るといえるのか、上がっていくということになります。今回そういう形のスキームをビルトインされているというところはあるのかと。

○大野委員 そういうことをわかりやすく、また情報の手段として、国民に対しては、テレビと新聞という感じがしますね。

○水野委員 ただ、金利が上がったら、国債の価格が下がるということを知らない方々に説明するのは極めて難しい。

○清水委員 そのような点については今後いろいろ御相談させていただきたいと思います。例えば私は大学の教員ですので、もし大学の授業に使えるような統一した GPIF 関連資料を作れば、それを用いて大学で教えたりすることができます。また、私は高校での出張授業なども行くことがありますので、大学生バージョン、高校生バージョン、中学生バージョンそれぞれで教えていければ、と思います。将来の年金を支える世代に年金を信頼できるような知識を持っていただくということはとても重要ですので。

○米澤委員長 少なくとも我々運用委員に関してはかなり共通の理解があると思いますので、多分プレス後は、皆さん方のところにもいろいろアクセスがあると思いますので、そういうところをお互いに努力して伝えるようにいたしましょうということで、その上で、

何か組織だったことはまた相談させてくださいということです。

今日はこれで終わりにしたいと思いますが、よろしいでしょうか。

どうも長い時間、御苦勞さまでした。どうもありがとうございました。