

第 103 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 28 年 3 月 10 日 (木) 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: ・米澤委員長 ・堀江委員長代理 ・佐藤委員 ・清水委員
・菅家委員 ・武田委員
4. 議 事
 - (1) 基本ポートフォリオの検証について
 - (2) 平成 27 年度第 3 四半期運用状況について
 - (3) リスク管理状況等について
 - (4) その他

●三石審議役 それでは、時間になりましたので、ただいまより第 103 回運用委員会を開会いたします。

委員の出欠の状況でございますが、本日、大野委員は所用により御欠席とのことです。御出席いただきました委員の皆様方が過半数となっておりますので、会議は成立しておりますことを御報告申し上げます。

なお、厚生労働省から来られています宮崎参事官ですが、国会の関係で 3 時半に途中退席するという事も伺っております。

まず、初めに、資料の確認をさせていただきますが、議事次第、座席図のほかに、

委員限り 1	本日の議題
委員限り 2 - 1	平成 28 年度計画案 (案) における主要な変更点等
委員限り 2 - 2	中期目標・中期計画・年度計画 (案) 対比表
委員限り 3	機関投資家のスチュワードシップ活動に関するアンケート集計結果
委員限り 4 - 1	基本ポートフォリオ検証
委員限り 4 - 2	期待収益率モデル概念図
資料	平成 27 年度第 3 四半期運用状況 (記者会見使用パネル図)
委員限り参考	各資産の運用状況の補足説明 (市場運用分)
委員限り 5	リスク管理状況等の報告 (平成 27 年 12 月、平成 28 年 1 月)

でございます。何か漏れはございませんでしょうか。よろしゅうございますか。

それでは、以後の進行につきましては、米澤委員長にお願いをいたします。

○米澤委員長 お忙しい中、お集まりいただきましてありがとうございます。

それでは、早速始めたいと思います。最初は報告事項です。平成 28 年度計画（案）についてでございます。委員限り 2-1 及び 2-2 について、事務局から説明をお願いしたいと思います。よろしくをお願いします。

●五十里企画部長 委員限り 2-1 でございますが、28 年度計画（案）、27 年度計画との主な変更点をまとめたものでございますが、2-2 が 27 年と 28 年の対比表になっておりますので対比表で御説明をさせていただきたいと思います。まず、軽微な年度が変わったとか、そういったところは省略をさせていただきまして、主要な変更点について御説明をいたします。

まず、6 ページ目をお開きいただきまして、頭のほうでございますが、リスク管理及び運用手法のところ、リスク管理のところでございますけれども、27 年度、また書きのところ、フォワード・ルッキングな観点からのリスク管理について取組を進める、としておりましたけれども、28 年度はさらにそれを少し前に進めようということで、リスクの変化についてストレステスト等の充実を図る、このようにしてございます。

その次でございますが、8 ページ目、運用手法のところでございます。⑤マネージャー・ストラクチャーの見直しのところでございますが、28 年度は、外国株式のアクティブ及び国内債券、この 2 つについてやっぺいこうということを書いてございます。

その下の⑥でございますけれども、御議論いただきましたマネージャー・エントリー制の導入を決めましたので、あわせて、マネージャー・エントリー制を活用すると語尾を直してございます。

その次の⑦のインハウスの件でございますが、現在、委託調査研究を実施しておりますので、その結果も参考として検討する旨の追加をしてございます。

次の 9 ページでございますが、運用対象の多様化のところ、②でございますけれども、オルタナティブ投資の関係で運用委員会でも御議論いただきました LPS の関係、法令上の整理に併せて検討するというを書いてございます。

その次の（5）でございますが、ESG を含めた非財務的要素を考慮するというを 27 年度検討してきたわけでございますけれども、先般 PRI の署名に当たりまして、具体的には運用受託機関の実質的な取組を促していくことを書いており、もう一つは超過収益が獲得できるとの十分な根拠を得るということを前提として、そういうことを研究していくと、あのときは言っているわけでございますけれども、それを若干具体化するということで、前者につきましては、運用受託機関の総合評価の視点に加えていくということを検討してはどうかということを書いてございます。後者につきましては、先ほど申し上げました外国株式のアクティブ、これをマネージャー・エントリー制の活用に合わせて見直していくことになるわけですが、その際に超過収益の獲得をきちんと研究して十分な根拠を得ると、こういう前提のもとで ESG の考慮を投資方針に含む運用受託機関の採用を検討していく、こういうことを書いてございます。

次のページ、10 ページ目でございますが、(3) ディスクロの関係でございます。ディスクロにつきましては、例えば内閣府の四半期 GDP、これは日にちが何日と決まっているわけですが、27 年度は 7 月 29 日、最終の金曜日、四半期につきましては、四半期終了後の 2 月後の最終金曜日、8 月 26 日、11 月 25 日。2 月につきましては 2 月 28 日しかありません。1 月も冒頭休みということもありまして、準備期間をきちんと設ける意味もあり、3 月の一番最初の金曜日の 3 月 3 日、こういうことでやっていきたいということを書いてございます。ただ、これにつきましては調整中でございますけれども、こういうことをやっていきたいと思っております。

その次、12 ページでございますが、12 ページの一番下のところの基本ポートフォリオでございます。なお書きに移行期間の話が書いてあるのですが、これにつきましては、乖離許容幅の間におさまっておりますので、ここは削除させていただくことにしております。

その次に 17 ページの頭のところ、高度専門人材の関係でございますが、人事評価制度を既に導入いたしましたので、人事評価制度の適正な運用を行い、と文言を変えてございます。

その下の(2)のオルタナティブのリスク管理の強化のところでございますが、27 年度、オルタナティブを含むトータルリスク管理ツールの導入を検討するというように書いてございましたけれども、既に導入を決めまして、この 9 月から導入されることになるわけですが、既に終わったということで、28 年度はそれを削除してございます。

また書きのところでございますが、新たなツールを導入することもありますので、従来、高度化の取組を進める、と書いてございましたけれども、ツールを使って分析を強化、情報収集・調査機能の強化、こういったものによってフォワード・ルッキングな視点も含むリスク管理の高度化を進める、ということで、ちょっと前に進めたというところがございます。

次のページの 18 ページ目でございますけれども、調査研究業務に関する情報管理というところがございますが、昨年、情報セキュリティ対策実施規程というものを設けまして、情報セキュリティのベンチマークによる自己診断を相手方にやってもらい、それを評価するというような仕組みを入れておるわけですが、調査研究におきまして、共同研究者、委託研究機関、この方々にそういうのをきちんとやってもらい、評価をして情報セキュリティ委員会あるいは内部統制委員会、法人内で報告をし、その状態を共有する、こういうことにするというところでございます。

また以下のところにつきましては、それ以前の候補者がおりますので、候補者に対しても同じように自己診断を求めてやっていくということを書いてございます。

次に 19 ページの下にありますけれども、これは事務所移転の関係と被用者年金一元化の関係の文言がありましたけれども、それは既に終わっておりますので削っているところでございます。

21 ページ、一番下の内部統制でございますけれども、内部統制に関しまして、内部統制委員会を設置してございますので、設置をした旨の文言に修正をしております。

22 ページでございますが、(3) 新たにリーガル・オフィサーを設置いたしましたので、コンプライアンス・オフィサーやリーガル・オフィサーを活用してリスク管理、法令遵守の確保を的確に実施する、ということを書いてございます。

2. 監事機能の強化でございますけれども、監事・監査規程というものを改定しまして、監事機能の強化を行うための体制を整備いたしましたので、その旨、文言を修正して、それをさらに活用していくと書いてございます。

23 ページの頭の情報セキュリティのところでございますが、先ほどの委託研究と同じ趣旨でございますので、同じような文言で修正をしております。

その下の4. 事務所移転でございます。これは済みでございますので、この部分は落しております。

あとは番号がずれているというところでございますので、こういう形で28年度を進めていこうというふうに考えてございます。

以上でございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございます。それでは、ただいまの御説明に関しまして、御意見とか御質問等がありましたら承りたいと思います。いかがでしょうか。佐藤委員、どうぞ。

○佐藤委員 非常に単純な質問なのですが、10 ページ、11 ページにかけてのディスクロージャーの話なのですが、四半期の運用状況のディスクローズ、これは8月26日、11月25日、3月3日だから、4、6、7、9、10、12月の公表日は書いてありますけれども、1、3月は年度の公表のときに一緒にやるということなのですね。だから日にち書いてないと。

●五十里企画部長 そういうことです。

○佐藤委員 そうすると、1月、3月は、これまで7月に公表されていたのですか、5月ではなくて。

●三石審議役 これまでも業務概況書という7月に公表されるものの中に、1、3月も含めて出しておりました。

○佐藤委員 別途やらないわけですね、1、3月だけに関して、それはそれでいいのか、よくわからないのですけれども。

●水野理事 5月末にやりました、7月末ですから、2カ月。

○佐藤委員 2カ月ラグが出てしまいますね。それをどう考えるか、ちょっと悩ましいなと。

○米澤委員長 今までいつも7月でしたか。

●水野理事 今までこれでやっています。

●五十里企画部長 ただ、1、3月というのは年度通してということになりますので、こ

れまで四半期の場合、簡易なベースでやっておりますけれども、年度通すと年度としていろいろ評価したりしなければいけない部分もありますので、そこら辺もあわせて一緒に一本化してやったほうがいいのではないかと思います。

○佐藤委員 随分間があくなということと、3つの四半期やっていて、1、3月だけ気の抜けた時期にやって、しかも関心が高まっているときに、どうしてやらないのと質問出てこないかなというのが懸念なのですけれども。

●宮崎参事官 基本的に短期では見ないということが法人のスタンスなものですから、年度の業務概況書を1年に1回適切な時期に公表するというのが今の法律で決まっています、業務概況書という形で7月末までに毎年公表してきたと。その中には当然1月、3月まで入っていたと。ただ、それだけでは不十分ということで、情報開示をより進める観点で、ほかの3四半期の分もタイムリーに、非常に簡易なベースで出そうということでこういう仕組みになっています。

○佐藤委員 趣旨はわかりますけれども。

●宮崎参事官 行政の立場から言うとそういう趣旨でございます。

○佐藤委員 もちろん長期運用なので、クォーターベースで公表すること自体がそんな意味あるのという議論はもちろん一方であると思うのですが、1、3月が7月に出るのではタイムリーではないですね。直感的にはやっても支障はないのではないのかなと。1、3月を5月に。

●水野理事 方向性としては皆さんがどうお考えになるかなんですけれども、米澤委員長もこの間おっしゃったように、そもそも四半期の報告をGPIFが本来やるべきことかという議論がまずあると思っていて、その中でできるだけ年次の情報をより充実させようということです。いろんな情報を加えていこうという動きになっていっているんで、四半期の報告を追加するということは、少なくとも私どもの立場からしてみると、四半期とか、そういうベースで追っていても意味がないですと言っている一方で、四半期の報告がふえるというのは方向性としては違うかなと。できるだけ年次の公開を充実していくという方法にもっていきたいと思っているのですけれども、ただ、そう言われる可能性はあるとは思いますが。何でそこだけ間があいているのかと。

○佐藤委員 そうなのですよ。大いにあるかなと思ってまして。

○米澤委員長 ただ、今までは確認をしたぐらいですので、余り違和感はなかったのですけれども、確かにタイムリーかどうかというと、ここだけおけているのは事実なわけなので、技術的にはもちろん大丈夫なわけでしょう。5月となると、いつになりますか。

●水野理事 5月末にもう一回四半期の報告をするということですか。

○米澤委員長 技術的には。

●三谷理事長 年度の場合には、実際には監事の監査や会計事務所の監査、そういったことも含めて、最後に数字を確認した上で出していくということなので、速報的な感じで出している四半期とは全然重みが違うということですし、手続も違うし、開示内容も全然違

っているということなので、どうしてもまとめて出すとすればこういう形にならざるを得ないということですね。

○米澤委員長 ほかに何か御意見は。私は、先ほども水野理事から出ましたけれども、四半期は四半期でいいと思うのですが、損得という出し方はいかなものかということで、あれが一番話題になるわけですがけれども、何兆円とかということで、最近額が大きくなりましたけれども、あの得とか損とかというのは、あれはほとんど意味がない数字ではないかと思うので、四半期は四半期でいいのですけれども。

●水野理事 四半期でそれ以外に何か報告することがあるのでしょうか。一時期議論したのは、もともと基本ポートフォリオから外れてなければいいのじゃないかということでパイチャートだけ出そうというアイデアもなくはなかったのですけれども、多分それだけもって言っても、それこそ認めてくれないだろうということで、次に出せるものはどうしても評価損益になってしまうということだと思ってしまうのですけれども。

○米澤委員長 評価損益という言葉ならまだいいのだけれども、マスコミに出てくると損得でしょう、評価という言葉は落ちてしまって、利益、損、とか。

●三谷理事長 本当は瞬間的な時価ではかったときにどうなるかというだけの話であり、翌日以降にまたどんどん変わっていくものなので、私は余り強い意味があるものとは思わないのですけれども、ただ、これまでもずっと公開してきているから、四半期もすぐにやめるわけにはいかないだろうと。

●水野理事 米澤先生はじめ四半期の報告をやめるべきだという御意見があるのであれば、運用委員会としてそういう意見を出していただきたいと思えますけれども、逆に強化するという意見があるなら、そういう意見を出していただければ、それはそれで検討すべきなのであると思えます。ただ、今までの慣習でいくと、こういう形で3四半期までやって、最後は監査も全部終わった後、分析も終わって、年次の報告として出していたのが今までのやり方だということで、理事長が申し上げましたように、監査とかが入るので、同じスピード感ではできないので、1回まさに速報ベースで出すことになると思うのですけれども、我々への信頼感を高めるという意味合いでの情報公開の意味がどのくらいあるかということかなと思えますけれども。

○佐藤委員 GDPも速報と確報で符号の向きが変わったりする。

●水野理事 直すということですね。

○佐藤委員 そうです。

●水野理事 それもありかもしれません。速報で利益出しておいて、後から。GDPはそれを許されるので。

○米澤委員長 きょう上がってきたのはあくまでも計画案なので、どうでしょうか、あり方に関しては別途どこかで議論させていただくということで、この時期においては、来年度のスタイルに関しては、これでいって、いろいろ議論も出たので、早ければ再来年度以降に向けて内容も含めてどのようにしたらいいか。広報も充実させるということですし、

今、実際にやり方も急速によくなっていますので、そのところを含めて。

○清水委員 私も余り四半期ごとに数字を出すのは賛成ではないほうなのです。それは、実際に損得という意味において、意味がないということからです。しかし、もし今後これをやめたり、減らしていくという流れを私たちが目指すのに、今回の28年度計画で、今まで11月末というように、あいまいな言葉を使っていたのを、あえて日を特定することになれば、そのあとで今度は回数を減らすことになることになれば、流れ的にちょっと変な感じがするのではないかという気がするのですね。

●水野理事 ありがとうございます。今回、年度末の前に計画を出さなければいけないのですから、今の段階では、少なくともこの運用委員会も含めて四半期をやめるべきだという議論がある意味盛り上がり、収れんしているわけではないと。最近そういう意見を出していただいているので、ぜひ議論していただければと思うのですが、現時点ではそうっていないので、通常で考えれば27年度計画が同じようにコピーされるということだと思うのです。あえて逆に今回日程を指定したのは、毎回、毎回、いつ出るのだと、そのことがそもそも市場の憶測を呼んだり、逆に政治日程に合わせているのではないかというような批判をずっとされてきておりますので、事前に日程を出すことによって、そういう疑義をできるだけ招かないようにということで今回日程をあえて事前にフィックスしたということです。

前回の記者会見のときにも、記者からの質問で、日程が動いたりするのは政治的な配慮ではないかというようなことが言われたりしています。そういう観点から、今回はっきり事前に言ってしまおうという意図が入っております。企業の決算発表ももともと日にちが決まっていますので、それと同じようにやるということだと思います。

○米澤委員長 今のようなお答えも含めまして、来年度はこれで行くということで、別途時間のあるときに検討するということがいかがでしょうか。よろしいでしょうか。問題の御提起はどうもありがとうございます。ほかにいかがでしょうか。よろしいですか。

それでは、きょうの段階は、先ほどの指摘していただいた点を受けとめながら、この内容に関しましてはこれでよろしいということで、きょうの段階で確定させていただきたいと思えます。

次回は、3月もう一回あるわけですね。年度予算の数字も含めた全体を再度報告していただくことになっておりますので、それをもって全体の計画にしたいと思っておりますのでよろしくお願いいたします。それでは、どうもありがとうございました。

次は報告事項です。企業向けアンケート結果報告でございます。委員限り3機関投資家のスチュワードシップ活動に関するアンケート集計結果が出ておりますので、この点に関しまして事務局から説明をお願いしたいと思います。よろしくお願いいたします。

●小森運用部企画役 お手元の資料を使いまして御報告を差し上げます。1月の運用委員会で御説明しておりました GPIF としては初めての企業向けのアンケートの集計結果がまとまりましたので御報告になります。

表紙をめくっていただきまして、アンケートの目的・対象のところでは、目的につきましても、スチュワードシップ報告の中でも申し上げましたとおり、これまでのヒアリングを通じた評価に加えて反対側の企業からの評価の声も使いたいという意図と、もう一つはアセットオーナーとしてふだん目にするのができない IR、議決権行使の現場を改めて企業の観点から聞いてみるという 2 点をもって実施をいたしました。

対象は法人自身のインデックスで、投資対象でもあります JPX 日経インデックス 400 構成企業に対してアンケートを送りまして、回収が 260 社、回収率 65% でした。私自身は 50% をめどにしておりまして、65% という数字にはちょっと安心していただけのですが、まだまだだというお声も各方面からいただきましたし、びっくりしましたのは、1 社、企業のほうからも、残りの 140 社は何をしていますのですかね、みたいな声も出ましたので、それもそうだなということで、これは改めて気を引き締めているところになります。

右下のグラフ、青い折れ線グラフがもともとの母体になります JPX 日経インデックス 400 の時価総額での構成シェアになります。今回、赤い回答企業というグラフが 260 社の同じ時価総額別の構成比率になりますので、ほぼ母体に応じた比率のまま回答してきているということが出ていますので、ここにおいては異常値は認められないと判断しています。

次のページで回答の中から際立っているというか、特徴的であった 5 点をピックアップしております。1 点目がスチュワードシップ・コード導入後の機関投資家の変化自身はおおむね企業側からは好意的に受けとめられていると見てもいいのではないかと思います。先月から一部回答していただいた企業に対してヒアリングをやってはいますが、その声もあわせると、どうも外資系の機関投資家に対する評価が高い傾向にあるというのも事実ではないかと見られます。

具体的には、2 点目にあります他社事例の紹介や経営戦略に関する長いスパンでの対話を含めた中長期的なベースでの対話を企業側は歓迎していますので、ここが外資系のほうが一日の長があるかなというところになります。一方、企業価値を構成する大きな要素になります資本効率・株主還元に関する対話については、評価が分かれたとありますが、これは具体的に申し上げますと、1 つは機関投資家からのアプローチが、例えば御社はキャッシュが余っているようではございますけれども、もし当面使わないのであれば増配とか自社株で出してください、というような言い方をしているところと、もっとコーポレートファイナンスの理論を使って説得を試みる、ロジックのある説得を試み、最終的には企業にもメリットになるのですということを丁寧に説明している投資家が分かれていること。もう一つ、反対側の企業も、そういった議論を歓迎するスタンスのレベルに上がってきているところと、まだまだ自己資本の部分で、自身の金、と思っている企業が間違いなくありますので、この組み合わせで、同じテーマであっても評価が分かれたというのが私たちの見方になります。

3 点目の ESG ですが、これは議論が本格的に始まってまだ時間がたっていないこともありまして、今のところ対話があるとするとガバナンスが中心というのが実際のような感じです。

4点目は、先ほども触れましたとおり、企業側が求めるものは中長期的視野に立った対話であり長期保有を求める声が強いということ。

最終的にはショートターミズムの克服に向けて、法人を含むアセットオーナーの役割に期待する声もかなりの企業から出ていたことも確認できております。

次のページから、全部の質問の5つにつきまして、それぞれの分析結果をまとめています。

質問1につきましては、日本版スチュワードシップ・コード導入後、IRミーティング及びSRミーティングにおいて機関投資家に変化がありましたかということに対して、左側の円グラフで、61%の企業が、ありましたという答えをし、その3分の2が、右側の好ましい変化としてポジティブに捉えていただいているということがあります。一方、好ましくない変化も3分の1超ありまして、アリバイづくりのような形式的な質問のみ、あるいはトップに会わせてほしいという声が、これは以前から増えているようですので、このあたりは我々も注意しなくてはいけない部分なのかと感じているところです。

次の質問2は、下側のポイントにありますように、株主還元策といった資本政策、資本効率（ROE）については、機関投資家側の助言自体を有益と考える企業があること。それから、ガバナンスにつきましても、CGコードが導入された初年度ですので、こういった意見交換を期待している企業も多いということが出てきております。

円グラフにつきましては、テーマになりますのが資本政策であり、資本効率、コーポレートガバナンス、上のほうに上がっていきますと、ESG1%というものもあるのですが、ガバナンスもGとして加えるのであれば、資本効率の話とESGについても徐々に恐らく波及しているのではないかという状況が我々は感じ取ることができています。

質問3ですけれども、これは株主総会における議決権行使につきまして、事前に反対行使が予想されるような議案、あるいは実際に反対行使をされてしまった議案について、企業からエンゲージメントのような形で投資家に説明を求める、あるいは事前に説明に行くことが増えていますが、その部分において対応はどうかということ聞いています。

円グラフが、テーマ、議論の対象になりました議案について書いているのですが、半分が選任議案です。1つはコードの導入によりまして、社外取締役の選任議案が増えていることもあって、ただ、独立性については、投資家の目から見るとちょっと疑わしいケースがあるということ。それから、従来からありました社外監査役の独立性のところ、この部分も相変わらずですし、あと、伊藤レポートが発表されて以降、国内の機関投資家が増えているのが、過去3年間のROE平均を、例えば5%と設定して、これを下回るようだと、ほぼ機械的に経営トップに反対行使というようなケースも出てきていますので、それを事前に説得に行くというようなケースが半分を占めていることになります。プラス買収防衛策、これは以前からの懸案事項でもありますけれども、こちらが17%。買収防衛策に対する評価が厳しくなっているのは企業もよくわかっていますけれども、できるだけ賛成行使を取りつきたいという趣旨で、事前の説明に行ったりという部分は毎年多いということが

あらわれてきていると思います。

次の質問4ですけれども、ガバナンス報告書につきまして、機関投資家とのミーティングで参考になった事例ということなのですが、現実には11月、12月でのガバナンス報告書のかなり駆け込みがありましたこともありまして、機関投資家がまだアンケートを実施し、また12月から1月にかけてというところではそれほどまだ見ていないというのも現実だったと思われまますので、回答のケースはそれほど多くはありません。

右側にA社、B社、C社とありますが、機関投資家の名前です、例えばA社とのミーティングをやって参考になったと言っている企業が21社ありますという表現にしておりまして、全体的には数は少ないのですけれども、A、B、Cのようなところは動きを始めているということもここで浮かび上がってきていると思います。

最後の質問5が、法人を含めた機関投資家全般に対する期待事項ということで、ここに企業の正直な本音のようなものがあらわれていていると思いますけれども、1つは中長期的な視点で見てほしいということで、その前提としまして、より自分たちの企業の事業であったり、ビジネスサイクルといったものを理解した上でミーティングに来てほしい、評価してほしい。より長い継続的な期間にわたって意見交換をしてもらえればということで、これは企業側から信頼できる機関投資家のイメージのようなものがここに浮かび上がってきているかと私たちは受けとめているところになります。

最後のページが、質問5の回答のうち、GPIF及びアセットオーナーに対する要望を含めた声が具体的に出ていましたので6社紹介をしております。一番最初が電気機器セクターからですけれども、2行目にありますとおり、GPIF等アセットオーナーが積極的に機関投資家を啓発・啓蒙することが重要ではないかという声。

2つ目の声のように、ショートターミズムの原因が運用委託者のほうにあるのではないかということを感じている情報・通信の会社。

3点目が、3行目の真ん中、委託者側からも、スチュワードシップ・コードの本来の対話ができる投資家の人材の確保・育成に向けたものをサポートしていくような働きかけが必要ではないかという声。鉄鋼の会社。

4点目が、我々も実際にやっていますが、企業とアセットオーナーとの直接対話を希望しますという声。鉄鋼の会社。

5点目が小売業からですけれども、機関投資家に対する希望として、中長期的目線ということもありますが、それをしてもらうように企業としてもESGといった中長期的なテーマでディスクロを含めたコンテンツを準備することも重要と感じていると言っている企業があります。

最後が、いわゆるショートターミズムの問題はセルサイドで特に感じているようですので、バイサイドだけでなくセルサイドにも中長期の視点での分析を望みたいということをおっしゃっていただいている企業、化学セクターですけれども、あったということで、ここで紹介をさせていただいております。

この後、もう少し分析を進めまして、できれば今月中に、まずは回答していただいた企業向けへの報告、それから、幾つかの提言といった意味で、対外的な公表も含めて、我々のほうで検討させていただきたいと思っております。

以上になります。

○米澤委員長 どうもありがとうございました。

アンケートを実施したのは、ことし入ってから1月の最初ですね。

●小森運用部企画役 1月6日から22日です。

○米澤委員長 説明あったように、企業としてはガバナンスコードをまとめた直後でいろいろ忙しい時期でもあったにもかかわらず、65%回答していただいたということなので、来年度以降も同じようなことをやればもう少し上がってきて、いろんな蓄積された答えが返ってくるのが期待されますが、今回は最初ということですので、それにしても随分いろんなことが出てきています。いかがでしょうか、感想を含めて、ないしは今後こういうことを質問したらいいのではないかということも含めて、御指示があればと思いますが、武田委員、どうぞ。

○武田委員 御説明をどうもありがとうございます。今回初めての試みということで、その試み自体はとてもよかったのではないかと思います。確かに回答数はもう少し高ければよかったとは思いますが、初回ですので、恐らく続けていくことによって増えていくのではないかと考えます。

1点、コメントですが、4ページ目の機関投資家とのミーティングで参考になった事柄として、資本政策や資本効率が非常に高いのですが、最後のコメントにございますように、キャッシュの使い道として増配や自社株買いを進める短期的な視点でのアドバイスを、プラスに評価している企業もいらっしゃる反面、それだと困ると回答されている企業もいらっしゃいます。持続的な資本効率の改善に資するアドバイスになっているのかなどは、この比率だけだと読み取れない部分もございます。その点について、来年はコメントの整理ヒアリングの工夫してみることを、今後、御検討いただけたらと思います。

○米澤委員長 水野理事。

●水野理事 今、お答えしようと思ったのですけれども、どうぞ、お先に。

○米澤委員長 佐藤委員。

○佐藤委員 先に失礼します。非常に興味深いアンケートだなと思って、通常、我々がふだん目にしているのは機関投資家が企業のガバナンスをどう見ているか、そういうのが多いわけですね。これはむしろ企業に対して、裏側から見て、機関投資家は長期的な企業価値の向上ということを真剣に向き合った質問をしてくれていますか、そういうアンケートですね。何が浮かび上がっているかということ、要するに企業は、機関投資家というのは、ざっくり言うと、そういう視点で余り全うな質問してくれていませんと。どちらかというとショートターミズムで、武田委員がおっしゃったように、自社株買いとか、増配とか、あるいはROEの数値基準で物を見るとか、何かそういう見方をしているところが圧倒的に

多いと。

ただ、割り引いて考えないといけなくて、ガバナンス元年だったわけで、企業のガバナンス意識というのはきっとそんなに成熟はしてなくて、同じ質問を機関投資家に対してすると、いや、企業は自分の企業価値の長期的な向上について真剣に向き合っているという姿勢がエンゲージメントとして対話して聞こえてこないのですと、説得力を持った説明が得られないのですという声も恐らく一方では出てくるのではないかと思うのですね。要するにチキン・アンド・エッグで、どちらが先か、どちらが足りないとか、恐らく両方とも現状は不十分というぐあいには我々は理解しておくべきで、ただ、あえて個人的な見方を申し上げると、どちらかというところ、企業サイドの努力が私は基本的に足りないのではないかと考えているのですね。機関投資家に対して不満を求める。ましてやアセットオーナーに対して、機関投資家ががんがんやるように、ねじ巻いてくれというのは、みずからやることをまずやってから言ってほしい。みずからの意識改革とか説明力向上というほうが先決なのではないのかという印象を私は持ちました。

●水野理事 改めてこの目的を申し上げますと、確かに質問の仕方については、今おっしゃったようなことについて来年はもう少しわりやすいようにと思っています。そもそもの目的が、今まで運用会社のスチュワードシップ・コードの評価をするに当たって、運用会社からの説明だけで評価していたということに対して、彼らは営業の意味合いもあるわけなので、それこそ割り引いて考えなければいけないので、事業会社のほうにもどうなのですか、というのを質問にいきこうというのが、まず1つ目の趣旨です。

あとは、アセットオーナーまでいろいろ言うてくるのはどうかということもあるのですが、ただ実際にスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンスのバリューチェーンを考えると、結局、運用会社はアセットオーナーに対してスチュワードシップ責任を果たすのであって、我々は事業会社の今度は従業員の方に対して受託者責任があるという意味合いにおいて、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードのバリューチェーンが機能するためにはアセットオーナーの役割はかなり実は重要ではないかと思っています。これによって事業会社を指導するつもりは全然ないのですけれども、例えばちぐはぐなことがある場合においては、このちぐはぐさというのはどうなのですかということを運用会社に訴えかけていくとか、そういうことが目的とされています。逆に要注意なのは、これをもって事業会社の対応が悪いのではないかと評価することになりますと、またそれはそれで別の反論が来そうでございますので、そこはもともとの目的が、今回両側から聞いて、できるだけ双方が納得してスチュワードシップ活動をやってもらえるようにというものの手がかりにできないかという意図でやっています。もし、いろんな方に質問されたら、その意図をぜひ伝えていただきたいと思います。

○武田委員 もちろん事業会社へのアドバイスという意味で行ったものではないことは重々承知しています。ただ、当然ながら受託者責任の観点からいけば、中長期の運用ですから、中長期的に企業価値を高めていくこと自体がやはり重要なわけです。その視点から、

先ほどの質問項目もあっていいのではないかと思います。

○佐藤委員 私も一言、水野理事のおっしゃっていることは重々よくわかります。私が言いたいことは、割り引くのだったら両面を割り引けということなのですね。要するに元年ですから、始まったばかりで、きっとそんなに成熟度高くないのではないかと思います。そういう目で物を見るべきではないかと思っています。

○菅家委員 このアンケートは、要するに GPIF がスチュワードシップ責任を果たすために何をやるべきかということを手がかりつかむためにやっているわけですね。GPIF は直接企業と向かい合うことは今のところないわけです。インハウスでもやれば別なのでしょうけれども。ということなので、あくまでも機関投資家をきちんと指導する立場でやっていくことだろうと思っていますので、目的は、武田委員がおっしゃった目的だと思いますけれども、そういう意味で機関投資家を、これを見るとほとんど二極化しているなという印象を私は受けまして、ちゃんとやっているところはやっているけれども、ほとんどやっていないなという印象ですので、そこはきちんと GPIF としての責任を果たしていただきたいなと思います。

○米澤委員長 堀江委員などもかかわったときに、特にスチュワードシップ・コードなどという、最後問われるのは委託会社の力量だとかということ盛んに言っていましたので、それを少しでもよくするという方向を目指しているのだと思いますね。

○堀江委員長代理 これは非常にいいことだと思っています。小森企画役や水野理事がおっしゃったように、運用会社の言うことをそのまま聞くのではなく、裏をとる活動をアセットオーナーがすることによって、実際に対面しているのは運用会社なわけですから、運用会社のやっていることが本当に正しいのかどうかを確認するという意味で、私は非常に運用会社に対していい動機づけをできると思います。注意点は皆さんがおっしゃったように、企業も中長期の企業価値を上げるということをどうやってやったらいいかわかってない企業が結構あります。失礼な言い方ですが、CFO といっても、CFO の資格のないような、経理部長みたいな、資金繰りしか頭にないような、最適な資本構成といっても、何のことか理解できない CFO が多いということは、グローバルな運用会社の方からよく聞きます。一方で、運用会社サイドも、長期の企業価値は何たるかを本当に踏まえて分析している人から、短期のバリエーションをベースに、それを悪いとは言っていないですが、そういうリターンの稼ぎ方をする人もいらっしゃる、これは両方があります。

私がお願いしたいのは、小森企画役は私と同じようにグローバルのマネジャーをよく知っていますから、両方サイドを知っているわけなので、その辺の色分けをした上で、この結果を分析して発表してほしいなと思います。これは小森企画役のチームだったら多分できると思うので、知らない人だったらそういうふうに私言いませんけれども、両サイドを知っている方がチームのヘッドにいらっしゃる、ぜひともその辺の言い分をそのままのみにしてないと思いますけれども、出自を両方わかっておられるので、その辺を踏まえた言い方をしたほうが、より両サイドに対するインプリケーションが大きいのではない

かと思えます。初年度でそこまで難しいとは思いますが、ぜひとも改善をその辺をさせていただけると、両サイドに対して非常にいい効果があるのではないかと思うのです。

○佐藤委員 先ほど申し上げたように非常に興味深い、特に企業サイドに対するアンケートという意味では、こういう情報はなかったので物すごく価値があると思っていて、もう少し深堀できそうな、非常におもしろいと思うのですね。特に興味も持ったのは6ページの機関投資家とのミーティングで、特に参考になったケースがあればご記入くださいというのがあって、これはざっくり言うと、A、B、Cはきっと外資系ですね。企業サイドから見て、どういう質問をされると一番役に立つというところを教えていただけると非常に興味深いなと思ったのですね。

○米澤委員長 その情報はとれているのですか。

●小森運用部企画役 今、企業に対するミーティングをやっていますので、その中で質問として使わせていただきたいと思えます。

○米澤委員長 これ自体はこの質問項目だけでやっているのですね。

●小森運用部企画役 はい。

●水野理事 皆さんなかなか期待値が高過ぎて、困惑しているのですけれども、できるだけ皆さんにシェアすることによって全体が上がるようなものはシェアしていきたいと思っております。当初アンケート出すときは、アンケート出すことすらいろんな人が不安に思っていたようなのですけれども、実際に出してみたら、幾つかの企業から、自分たちでこちらと話をしたいという方が出てこられたり、今、小森が中心になって運用部の者が実際に行って何社からヒアリングをしたりということで、皆さんの意識も変わりつつあると思えますし、先日、まさにこの部屋でUNPRIのグローバルボードミーティングが開かれて、そのときにこの話をしましたら、極めてアセットオーナーとしては画期的なアプローチであるということで、彼らからもアンケートとかそういう手法に興味があると言われました。GPIFも新しくこの世界をアセットオーナーとしてリードできるようなことを試そうということでやっていますので、余り高い期待値を持たれても困るのですけれども、できる限りは期待に添えるようにレポートを出そうと思っております。

○清水委員 こういうアンケート調査をおやりになって、回答企業数だけで分析されているのですが、1ページのJPXの回答企業の分布を見ますと、時価総額でかなり差があると思えます。そういう意味では時価総額を中位・低位・高位で分けたような形でも、どのような回答の差があるのかなどについて興味があります。特に対話で評価が分かれたというところと、企業規模に差があるのかといった、そういうことの分析もできると思えますので、今後もおやりになるといいかなと思えました。

○米澤委員長 細かい話ですけれども、アンケートが返ってきた企業は割と積極的にやっている企業ですので、返って来ないところはだめな企業で、統計的にそういう処理もあるわけですね。そこまでは言いませんけれども、これは結構いい企業、自信がある企業が返ってきていると思っていいと思えます。

そういうことで、今後もこれから、継続的にやっていく場合には、データ上余り毎年、毎年変えられても困るのですけれども、必要なところは微調整して改善して続けていただきたいと思います。よろしいでしょうか。

それでは、きょうの唯一の審議事項でございます。基本ポートフォリオの検証について、委員限り4-1及び4-2により事務局から説明をお願いしたいと思います。

●青貝投資戦略部長 御説明いたします。委員限り4-1、4-2でございます。4-1が本文でございますが、4-2の資料も使いながら御説明をさせていただきたいと思います。

4-1、1枚目でございますが、基本ポートフォリオ検証の目的と内容の確認です。現在の基本ポートフォリオは、平成26年6月の財政検証の結果を受けて1.7%の目標利回りを長期的に達成する資産構成割合として、運用委員会で議決を経て、最終的な大臣の承認をいただきました。

この基本ポートフォリオにつきましては、中期計画、年度計画の中で定期的に検証を行うということが書かれています。

検証の中身ですが、大きく3点、①流動性の確保、②実質的な運用利回りの確保、③必要最低限のリスクとなっていることの確認でございます。

これから順次御説明申し上げますが、あらかじめ執行部の検証結果について申し上げますと、①流動性、③リスクの点については特段問題がないと考えております。

一方、②実質的な運用利回りの確保という点については、先般、運用委員の皆様にもお集まりいただいた際にも少し申し上げましたが、足下の金利のさらなる低下という中で、国内債券の期待収益率の低下が今回の結果に大きな影響を与えております。一方、基本ポートフォリオを策定した当時の算定ロジックを忠実に再現いたしますと、国内債券の収益率の低下が、外株・外債の期待収益率の上昇により補われ、所期の目標を達成している結果が出てきます。

ただし、足下の経済状況から見て、果たして外株・外債の利回りが高くなったという前提を採用せず、慎重に見きわめた場合に、別のやり方で試算いたしますと、現行の基本ポートフォリオは目標利回りを若干下回っているケースも出てまいりました。

以上、先に執行部としての検証結果を申し上げたわけでございますが、具体的に紙に沿いまして説明を続けさせていただきます。

2ページをごらんください。

まず、策定時の基本ポートフォリオの考え方の確認でございます。平成26年度の財政検証では、A-Hまでの8つのシナリオが示されまして、その中には重要な要素として長期金利、実質賃金上昇率、物価上昇率、こういったものがあるわけでございますが、かつシナリオごとに積立金の運用利回りも示されております。

当法人では、基本ポートフォリオを策定するに当たり、複数の経済シナリオを見る必要があるということで御議論いただいていたわけでございます。1つは経済中位ケースとい

うもので、シナリオの中で一番高い利回りが示されているケースEでございます。それから、もう一つ、基本ポートフォリオ策定時点のイールドカーブから推測される将来の長期金利、インプライドフォワードレートの水準が財政検証で前提としている長期金利と非常に近いものを市場基準ケースとするということで、ケースGというものを選びまして、この2つのケースについて、どちらの場合も1.7%を確保する、そういう基本ポートフォリオについて運用委員会で議決をいただき、大臣の承認をいただきました。

その際の大きな前提として、1つは、フォワードルッキングなリスク分析を行うということで、10年間の金利上昇シナリオを想定しました。具体的には内閣府の試算を使ったわけでございますが、金利上昇による評価損失が織り込まれる形になりまして、国内債券の対賃金上昇率での実質的な利回りはマイナス、こういうデータセットで基本ポートフォリオを策定したわけでございます。

もう一つの大きな前提として、想定投資期間につきましても、積立金の水準が一番高くなる25年というところまでを1つの期間としています。

リスク制約としては、賃金上昇率からの下振れリスクが全額国内債券運用の場合の下振れリスクを超えないポートフォリオであるということに加え、賃金上昇率を下回った場合の平均的な不足額、これは条件付平均不足率と呼んでおりますが、こちらと利回りとの関係も考慮して、ポートフォリオが策定されたわけでございます。

今までの確認ということで申し上げますが、以降、冒頭申し上げました3点についての検証結果を御報告申し上げます。3ページをごらんください。

まず流動性でございます。こちらは現行の基本ポートフォリオでは流動性の低いものは少なく、さらに、キャッシュアウト等対応ファンドを増強し、約23兆円の残高を有しているところでございます。

また、具体的なキャッシュアウトの見通しを3ページの表につけておりますけれども、ケースE、ケースGで想定しているキャッシュアウトの額、これはマイナスで示されておりますが、2014年は実績、これは代行分も含んでおりますけれども、-4.5兆円ということで、想定よりも下回った数字でした。2015年につきましても、この表の脚注にございますが、-0.3兆円ということで、想定よりも少規模にとどまっていることもございまして、現時点で流動性に関する懸念は認められないと考えているところでございます。

ページをおめくりください、4ページ目でございますが、実質的な運用利回りについての検証結果でございます。

こちらを御説明するに当たりましては、委員限り4-2、期待収益率モデル概念図と書いたものを御参照いただければと思います。

4つの資産クラスがございまして、先ほど申し上げたとおり、国内債券につきましても、金利上昇シナリオを織り込んだ利回りを、フォワード・ルッキングな観点から設定しています。ここから導かれる国内短期金利を残る3資産の土台として、外株・外債についても用いています。すなわち、外国資産についても、長期的に見れば為替の影響を捨象するこ

とができるという考え方のもとで国内短期金利をベースとしたものを使っております。

その上にプレミアムをのせる形になっておりますが、まず、国内株式、左から2つ目でございますが、このリスクプレミアムにつきましては、バブル崩壊前・後という2つの時期をとりまして、それぞれの時期の企業の収益率の伸びを計算して、バブル崩壊前の高い企業収益率の伸び率をケースAで、バブル崩壊後の企業収益率の伸び率をケースHに用いることとし、その間を8等分し、上から5番目をケースE、上から7番目をケースGに用いるリスクプレミアムとしています。

それから、外債・外株のところは少し色を変えておりますが、こちらは過去の実績をもとに算出したしております。その関係上、先ほど冒頭も申し上げましたが、当初基本ポートフォリオを策定した際のロジックを忠実に再現しますと、インデックスの収益率から外国の短期金利を引いた形で算出する形になっており、この外国短期金利の部分が下がっている影響から、リスクプレミアムが少し大きく出るという形になっております。以上、4資産の期待収益率のモデルということで改めて確認をさせていただきました。

このまま資料4-2の2ページ目をごらんください。こちらには、国内債券、金利上昇の過程で使った金利パスを2つ載せております。上の表の左側に緑色の線がございますが、こちらが内閣府試算による金利シナリオということで基本ポートフォリオ策定時に想定していたものです。他の線と重なって見にくくなっておりますが、上のほうに出ている緑色の線でございます。

これに対して28年1月に内閣府から示された数字が茶色の線で薄くプロットされたものがグラフの一番下側に示されています。想定したよりも足下、2015年、2016年、2017は金利が低いままで推移するという形になっておりますが、2023年という時点での長期の均衡した金利水準というものの自体は、当初、基本ポートフォリオ策定時に想定していたものと同じ水準が示されております。

下のほう、ベースラインケース、こちらは市場基準ケースで使ったものでございますが、基本ポートフォリオ策定時の緑色のグラフの線に対して、28年1月に内閣府から示された薄い茶色の線が大体1%程度下にシフトしているという形になっております。

これが、特に国内債券の期待収益率に影響を与えるという形になっております。

今、市場基準ケースということをお願いしましたが、こちらはインプライドフォワードレートを用いてケースGを使ったわけでございますが、3ページのほうに目を移していただきますと、当時のインプライドフォワードレートと財政検証上のケースの関係が示されております。まず、このグラフの右上に赤い点線で囲まれた領域、これがケースGで想定しているフォワードレートとしての長期金利でございます。これに対して、2012年12月末、これは財政検証の時点でのイールドカーブから算出されるインプライドフォワードレートのカーブがどうなっているかというのが薄いピンク色の線でございます。また、2014年3月末、これは基本ポートフォリオを見直す時点で依拠したイールドカーブから算出されるインプライドフォワードレートも示しておりますが、この2つがケースGで想定する長

期金利の範囲と非常に近いことが観察されたことから、ケースGを市場基準ケースとして使ったということをございました。

今、どういうふうに金利がなっているのかということで青い線をごらんください。青い線、1つは2016年1月末、2016年2月12日のものも示しております。今、足下の金利だけでいえば、ここから多分10ベーシス、20ベーシス、もうちょっと下にシフトしていると思います。そうしますと、そのレンジというのはケースHの長期金利で想定している範囲に近いところにあると見ることができます。

私どもは、こういうケースHが想定する水準というものが長期的な水準と見ていいのかどうかということについて、もう少し吟味する必要があるのではないかとすることも考えておまして、4ページを続けてごらんください。こちらには10年インプライドフォワードレートが過去どのような形で推移してきたかというものを載せております。とりわけ、このグラフの右側、ちょうど基本ポートフォリオを現行に変更した2014年10月を境として、それよりも前の時期には比較的ケースGの中心値である2.8%前後で割と安定的にあったというふうにも見られるのですけれども、日本銀行の緩和策、昨今のマイナス金利の導入ということで、このケースH近傍、さらにはそれを下回る水準という形になっておまして、これが長期的な水準であると考えていいのかどうかということについては、今、この時点で結論を出すことがなかなか難しい面もあるのではないかと、こんなふうに考えております。

そういうこともございまして、今回、市場基準ケースということで、何を見るかということにつきましては、ケースGとケースHで想定したちょうど間のケースをつくりまして、これをケースG'と考へまして、ケースG'の前提のもとで基本ポートフォリオが実質的な利回りを確保しているか検証してはどうかと考へたわけでございます。

繰り返しになりますが、5ページを先に見ていただきますと、長期金利の見通しをつけております。これは今までの再確認の図でございます。2023年より左側、これは基本的に内閣府の数字を使っているものでございますが、青い線は経済中位ケース、策定時の線が比較的高いところにあります。今回ということで、足下の2016年1月の数値を使っても、2023年前後のところではほぼ同様の金利水準になっています。その水準から財政検証で想定していますケースEの長期金利を接続し、長期金利の見通しとして使っています。

それから、市場基準ケースのほうにつきましては、もともとあったのが赤い色の点線、策定時のパスが2023年まであり、そこからケースGで想定しているレートが赤い実線で2023年以降に続いている形になります。それを今回見直しますと、まず足下は低くなったところに赤い実線があり、少しはね上がる形であると、これがGのケースになるわけですが、今回はGとHの間、黄色で示されております線を長期均衡期間の長期金利と考へまして、こちらを使って実際の検証を行う形にさせていただいたものでございます。

以上申し上げたことをまとめたものを本文の4ページにつけております。

策定時ということで表がございます。右側、経済中位 ケースEということで、長期金

利 3.9%、物価上昇率、賃金上昇率が示されております。それを左側に目を移していただきますと、長期金利は同じものが書いてあります。物価上昇率や賃金上昇率につきましては、内閣府で新しく出たものを織り込んだり、実績化したものを除いたりということで若干数字が変わっておりますが、おおむね同じものであると御理解いただければと思います。

それから、市場基準ケースはケースG、ケースHの間をとったものをG'としてとってきたと、こういうことでございます。

5ページのほうに目を移していただきますと、そういう前提をもとに期待収益率をはじくわけですけれども、幾つかの前提で補足させていただきますと、ケースG'では国内株式のリスクプレミアムをGとHの間をとるというものをG'のリスクプレミアムとしております。

それから、何回か既に申し上げましたが、外貨建てのリスクプレミアムについては、過去25年のデータで更新した結果、2013年までのデータを今回2015年のデータに更新したところ、短期金利の平均値が下がった結果、リスクプレミアムが上がりますが、これを、足下の経済環境を見たときに、そのまま使うことについては慎重に判断したほうがいいのではないかと、このように考えまして、場合分けをしたシナリオで、その結果出てくる利回りがどんな状態にあるかということを確認したものでございます。

その結果が5ページの色刷りで書いているところに示されております。まず、この中で実質的な利回りを満たしているか、満たしていないかという確認をするに当たりまして、この表の右上に目標が示されています。1.7ということなのですが、キャッシュが2%あるという前提で、キャッシュドラッグを補う意味で、経済中位が1.77、市場基準は1.76というものが基準値になります。

これを下回っているケースは2つございます。1つ目は経済中位の(E-a)でございます。こちらは特に外国債券・株式のプレミアムを更新しない場合にはこれを下回っていることとなります。ただ、これまでやってきたことを忠実に再現した場合には、1.87ということで、1.77を上回る形には出てまいりません。

それから、黄色で色づけしておりますG'ですが、同じくリスクプレミアムを更新しない場合には1.72ということで、市場基準で求められる1.76を少し下回る水準に、逆に外債・外株のリスクプレミアムを更新しますと上回る水準になります。

この下回ったケースをどう評価するかということにつきましては、3つ目の効率性の検証の中で改めて御説明させていただきたいと思っております。

6ページをおめくりください。これは昨年度も同じような分析をさせていただきましたが、各資産クラスの標準偏差、資産間の相関係数がどういう値になるかということ計算し直しました。その結果出た今回の下方確率、条件つき平均不足率について色刷りの部分がございます。

まず下方確率でございますが、全額国内債券の場合の下方確率は大体53%弱から55%弱ということでございます。これに対して、全て基本ポートフォリオは43%から44%とい

うことで、全額国内債券の場合よりも下振れる確率が低いという条件を満たしています。

それから、もう一つ、条件付平均不足率につきましては、この表の左から2つ目にそれぞれ9%台の数字が並んでおりますが、この数字だけでは効率性の確認ができませんので、資料4-2を使いまして説明をさせていただきます。

具体的には7ページ目以降にケースごとに有効フロンティアを描いて説明しています。ここでは、11ページ目をごらんください。市場基準の $(G' - a)$ ということで、 a でございますので、外債・外株のリスクプレミアムをそのまま据え置いた場合、かつ金利についてもGとHの間をとったケースで計算を行ったものでございます。

まず、下方確率につきましてはクリアしておりますので説明は省略いたしますが、左側のグラフ、条件付平均不足率と実質的利回りが書かれているグラフをごらんください。まず $(G' - a)$ のデータセットに基づきまして、実質的な利回り、条件付平均不足率の関係について、あらゆる資産構成割合でプロットしますと、見にくいのですが、赤い点線で示されたゾーンが今回のデータセットで出てくるさまざまなリスク・リターンを示す組み合わせの全体図になります。

さらにその内側に実線の赤で示されたものが、現在認められております乖離許容幅の中での組み合わせとして出てくる条件付平均不足率、実質的な利回りの関係を示す範囲ということになります。

さらに赤い点が、今回の基本ポートフォリオを中心値で運営した場合の実質的利回りかどうなるのかといったものを示しております。

この赤いエリアと破線のエリアを確認いただきますと、これを俯瞰的に眺めると、赤いエリアは1つの点のようなものとお考えいただければどうなるかといいますと、この点よりも目を上に向けていただきますと、つまり同じリスク量でよりよい利回りが確保できるポートフォリオはありません。逆に赤い実線から左に目を移していただいて、同じ利回りだけでも、もっとリスクの小さいポートフォリオもありません。この関係は、 $(G' - a)$ 以外も含めて全て確認いたしておりますので、そういう意味で、現行基本ポートフォリオの効率性は引き続き維持されていると、このように考えております。

ただ、赤い点の場所と黒い破線の関係ですが、この黒い破線が今回市場基準ケースで求められる利回りである1.76でございます。これを下回っているということがこのグラフからも確認いただけるところでございます。

この点についてどのように解釈すべきか。先ほど申し上げた点と関係してまいります、乖離許容幅の中では組み合わせとして1.76を達成するゾーンは十分含まれているといったことがこのグラフからわかる状態かと思えます。

もう一つ、同じように条件を満たしていなかったケースは、ページをお戻りいただきまして、グラフが重なって見にくいのですが、7ページにつきましても、左側のグラフをごらんいただきますと、赤い点が黒い破線を下回るところに位置していますが、いずれも乖離許容幅の中では破線を上回るところが比較的近くにあるということを御確認いただける

かと思えます。

恐縮ですが、もう一度本文にお戻りいただけますでしょうか。以上3点申し上げました。

7ページ目のまとめでございますけれども、まず①流動性につきましては、保険給付に必要な流動性を現時点で確保していると考えております。

②実質的な運用利回りににつきましては、目標の実質的な利回りを下回る場合がございます。ただ、現時点での結果を基本ポートフォリオの長期的な見通しとして考えてよいかどうかということについては慎重に判断すべきではないかと、こう考えております。

③ポートフォリオの効率性につきましては、引き続き高い効率性を確保していると考えております。

そういうことでございますので、現行基本ポートフォリオを直ちに見直す必要性は高くないと考えております。今回の数字で、仮に基本ポートフォリオをもう一度最適化したならば、今申し上げたように国内債券の利回りが下がっておりますので、ほかの資産、とりわけ株や外債といったところにその比率をふやすということが計算結果として出てまいります。そこで見直すということではなくて、今の乖離許容幅の範囲内であっても十分対処できる範囲内にあるのではないかと、こう考えております。ただ、基本ポートフォリオを策定した当時よりは、金利の環境を含め非常に変化している点が幾つか認められておりますので、これまで以上に注意深く状況を観察し、運用委員会で引き続き御審議いただけるような形にもってまいりたいと、こういうふうに思っております。

以上でございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございます。

方法としては随分丁寧にやっていただいたのではないかと思っておりますが、その分、昔のことを思い出しながら聞いていたのですけれども、まず何か、この点はどうなっているのかという質問等も含めて、少しレビューしなくてはいけない点もあるかと思っておりますが、それも含めて御意見があれば、そこから承りたいと思っておりますが、いかがでしょうか。

○菅家委員 よろしいですか。

○米澤委員長 はい。

○菅家委員 宮崎参事官、もう出ちゃうのですね。

●宮崎参事官 はい。

○菅家委員 ということもありますので、おられる間に話をします。2年前に策定されたさまざまな前提条件をもとにして、我々は基本ポートフォリオの議論やったわけでありましてけれども、前提条件が随分変わってきていることについては、きょう出された資料からも、特に内閣府ですら、と言ったら怒られるのかもしれませんが、見通しを結構変えてしまっているわけですね。特に足下の10年間ということと言いますと、当時は参考ケースと言われたものが、今、ベースラインケースと言われていて、こちらのほうが真実味があるなど、そういうニュアンスを込めたのかもしれませんが、それはラインが全く違うものが引かれてしまっているというのが現状です。

要するに何が言いたいかというと、2年前の我々が議論した前提条件が大きく変わってしまっていますねというところがあって、しかし GPIF としては、勝手に前提条件を変えることができないわけです。これはあくまでも厚労大臣から示された条件のもとで我々議論したわけでありますのです。したがって、厚労大臣が示したさまざまな前提条件というのは年金部会で審議されてオーソライズされたものが大臣の目標として示されたわけでありますので、2年前に示された条件が大きく変わっているときに、その前提条件を変えないで幾ら議論してもなかなか現状にマッチしないのではないかという感覚を持っています。年金部会で、今回行った GPIF の検証をぜひレビューしていただきたい、年金部会でも議論していただきたいということをまず申し上げます。年金部会としては、いや、これでもいいのですよ、この前提条件を変えないでいいのですよということであるならば、この検証は意味を持つでしょうけれども、そうじゃないとするならば、検証自身が全く違ったものになってしまうと思いますので、そこはぜひ年金部会で、GPIF のこの検証結果についてレビューする機会をぜひ持っていただきたいということでございます。

●宮崎参事官 年金部会や経済前提の専門委員会の中で、昨今の経済情勢を踏まえて財政検証なりを見直すべきだという御議論が出てくればそういうこともあるかと思えます。ただ、御理解いただきたいのは、財政検証は100年のスパンでやっています。ですから足下、この1～2年の動きで、100年で立てた状況が大きく変わるというものではないのだろうと思っています。加えて財政検証の中でやりましたのは、A-Hですか、非常に幅のある想定を入れています。A-Hまでの幅のある想定の中で、それをさらに下回るとか、大きく上回るとかということであれば、そういう議論も起きてくると思うのですけれども、100年の足下の1～2年のところが今動いて、それをとらまえて、均衡状態の+1.7%というものを見直すような余地が出てきているのかどうか。

○菅家委員 お話中、恐縮ですけれども、私は見直せという結論を押しつけようとしているのではなくて、GPIF の執行部が行っていただいたこの検証結果について、年金部会でぜひレビューをしていただきたいということなのです。それで年金部会として、この前提条件の今回の検証が、意義があるということならばそれはそれでいいわけですがけれども、いや、ちょっとまずいよね、という議論になる可能性も全くゼロというふうに私は思いませんので、そういう意味でこの内容について、ぜひ年金部会でもレビューをしていただきたいなということ。結論を押しつけるということではなくて、GPIF でこういう検証やりましたけれども、これについてどうお考えになりますかということだけでいいわけですよ。

つまり、この検証結果について、国民に広く認識してもらうことも重要な話だと思いますので、そういう意味では、もともと今の基本ポートの前提条件を議論していただいた年金部会において、この検証結果についても議論するというのは私は意味があることだと思いますので、ぜひ検討していただきたい、そういうことでございます。結論を変えろということ、押しつけようということではありません。

●宮崎参事官 わかりました。誤解しました。結論を変えるような話だとむしろ逆の方向

に行っちゃうような気がします。委員からの御要望わかりましたので、そういう御意見が運用委員会の中で出たということは局内に持ち帰って、また部会のほうでも、座長なりとお話しする機会があれば、そこはこういう話がありましたということはお伝えをしたいと思います。

○米澤委員長 ただ、運用委員会から出たわけでなくて、運用委員会の一部の委員の方から強い要望が出たと、そういう位置づけでよろしいですね。

○菅家委員 参事官が最後までおられるのだったら、ほかの委員がどういう意見をおっしゃるのかわかりませんが、今のところ、私しか言っていませんから、お帰りになっちゃうというので。

●宮崎参事官 少なくとも運用委員会でこういう議論があったということは、お伝えしたいと思います。部会では、また部会の議論になるので。

○堀江委員長代理 ただ、注意しなければいけないのは、前回も GPIF で決めたアセットアロケーションを年金部会でレビューすることをやってないわけでしょう。それを今の段階で、またこれをやると、おかしいのではないですか。私は変だなと思っているのは、ガバナンスの中で多少議論があったのです。2014 年 10 月末に決めたアセットアロケーションが何でこういうアセットアロケーションになったかということに関して、年金部会の委員の方から、非常に大きな違和感を持った方がいらっしゃったのです。

それは菅家委員がおっしゃったように、年金部会でこういう前提条件を立てました。その結果に基づいて GPIF がやったら、アセットアロケーションになりますよと、それについてどうですかというのをフィードバックしてやっていれば、1.7%という目標値ももう少し違う値になった可能性があったと思います。なぜなら、年金部会のガバナンスの議論の中でそういうことをおっしゃった年金部会の方がいらっしゃったからです。それを今の段階で、菅家委員がおっしゃっているのは筋だと思えるのですけれども、アセットアロケーションを決めたプロセスが、前回、私はよくなかったと思っています。キャッチボールが行われなかったという意味で、前回そういうプロセスを経たものを、今の段階で、この部分だけフィードバックするというのも誤解を与えるのではないかと私は思うのです。

○菅家委員 決められたポートフォリオについて年金部会に何ら報告しないのですか。報告ぐらいはしているのではないですか。

○米澤委員長 報告はしていますね。

○菅家委員 こうなりましたというものを。

○米澤委員長 決めるところは運用委員会。

○菅家委員 GPIF がポートフォリオを決める権限を持っているわけだから、それはそれでいいのだけれども、結果は報告しているわけですね。

○米澤委員長 報告はしています。

○菅家委員 検証結果も報告すればいいじゃないですか。

●宮崎参事官 多分、堀江委員のおっしゃることもそうだと思いますが、年金部会につき

ましては、財政検証でやったような内容が変わってくるのであれば、まさに年金部会の所掌としてそこを議論するところが出てくる。そこは役割分担だと思います。GPIFが決めた基本ポートフォリオについての検証、これは毎年、毎年定期的にやっていくということは決まっています、その内容を事細かに年金部会のほうで報告するということが必要なのかどうかということだと思います。そういう御意見があったということはお伝えしますが、役割としては、中身について年金部会が意見を言うということではないのだろうと思います。

○米澤委員長 宮崎参事官いる間に、何か言いたい、聞いてもらいたいということがほかにもありましたらば。普通の議論に戻りますので、全般に関しまして御意見ありましたらば、率直に御意見を言っていたいただければと思います。

今回は新たにHまで取り込んで、Hそのものではないのですけれども、それと平均したようなところのG'まで取り込んだというのが、策定時のときは違って、そこまで考慮して検証したということが1つ踏み込んだところかなと思っています。

(宮崎参事官退室)

この各ケースまでは数字が与えられていますので、ここの数字は使えるということの認識だと思いますので、このもとでやって、平たく言えば、より経済が悪くなっているという認識のもとで、そこまで拾ってみてどうなったかということで、結果は乖離許容幅の中にあり、大丈夫だというような理解で報告されたと思います。全く策定時のところでレビューしているということではなくて、もう少し悪い状況、現状が少し悪くなっていることを踏まえて、そこまで踏み込んでやっているということも事実です。いかがでしょうか。

○堀江委員長代理 GPIFが検証作業としては非常に丁寧にやられたのではないかと思います。ただ、先ほどのところの議論に、蒸し返すようで恐縮ですが、本来的には年金部会のメンバーが2人いらっしゃいますが、年金部会の期待リターンの設定の部分とアセットアロケーションの部分は多分キャッチボールしながら決めたほうがよかったのかなと思っています。次回以降、4年後かも分かりませんが、そのときには多分変わるのかもしれませんが、この段階ではGPIFとして十分な検証されているように思います。

○武田委員 1点確認させていただきたいのが、堀江委員がおっしゃっているキャッチボールですが、我々は示された目標のもとでポートフォリオを考えるのであって、そのポートフォリオを見て、また目標を変えますということではないと思います。

○堀江委員長代理 今のたてつけはそういうキャッチボールはないです。それがよかったのかどうかという議論を、年金部会の下に設けられたガバナンスの議論する専門委員会の中で、年金部会のメンバーの方もおられましたけれども、その中で、そのプロセスがよかったのかどうかについての議論が出たということなのです。それで、えっ、意外なアセットアロケーションでしたね、というふうに驚いた年金部会のメンバーの方がいらっしゃったので、それで今言ったようなプロセスを、次回は変えたほうがより年金部会とGPIF、期待リターンを決める人、決めた期待リターンに従ってアセットアロケーションを決めると

いうやり方よりもいいのではないかという意見が出たということです。今のたてつけは、武田さんおっしゃったように、期待リターンは決められました。それに従ってアセットアロケーションを我々は示しました。それが今のたてつけです。

○米澤委員長 厳密に言うと、何が与えられたかということと+1.7 だけです。このケースを使えということには言われてないわけですね。

●三谷理事長 ちょっと推測になってしまうのですが、年金部会としては、第2期ときには名目賃金上昇率+1.6 という目標値だったのです。今度第3期の分については名目賃金上昇率+1.7、0.1しか変わらないのに何でこんなに違うのだと。経済前提が大きく変わっている。実際の経済が大きく変わっているということは横に置いておいて、年金部会が最後に与えた宿題というのは、名目賃金上昇率+1.6 が+1.7 になりましたという、ごくわずかな変化だったのに、何でこんなに結果としてのポートフォリオが変わってくるのだということについて、非常に違和感を持たれた先生方が何人かおられるというのは、私は聞いていますけれども、それはそもそも経済の中身が変わっていて、しかもプロセスも従来の最終的な長期安定ケースではなくて、その前の段階でのフォワードルッキングという手法も取り入れたということで大きく変わってしまったわけですが、年金部会の先生方から見ると、ほとんど条件は変えてないのにこんなに違ったということについて非常に違和感を持たれた方が何人かおられたというふうには聞いています。

○米澤委員長 運用の関係者から見ると、むしろ今回のほうが評判いいと思っているのです。前回のように、金利が足下低いのに 4.1%まで、上がっていくところをあなた方はどういうふう考えているのか、すごく怒られて、それはごもっとだと。今回そのところ、あえて明示したわけですね。だからポートフォリオも変わったんですよ、ああ、わかった、運用の関係者は言うのです。そこまでわかっている方とそうでない方は全く評価が違う。

●水野理事 私も年金部会に今回の法案の関係で議論出させていただいてはいたけれども、感じるのは、年金部会の先生方が基本ポートフォリオそのものに御不満を持っておられる。いろいろと御質問されているのですが、基本ポートフォリオに対する疑問ということがしばしばありまして、そういう意味では、意思疎通ができてなかったのは多分間違いのない事実であろうと思います。堀江委員がおっしゃったように、確かにそのキャッチボールがなかったとは、実は知らなくて驚いたぐらいなのですが、多分、菅家委員のおっしゃっていることも、この我々の検証そのものはちゃんとできています。ただ、そういうふうにしたほうがいいという意見がある方がいらっしゃれば一回持っていったらどうですかということをおっしゃっているのではないかと私は思うので、それはまさに私たちがどうこう言う話ではないのですけれども、逆にそれで持って行くと年金局がとめるのも何か不思議な感じではあります。

○米澤委員長 年金部会でポートフォリオの話を理解していただくのはなかなか難しいのです。そもそも経済前提の結果を年金部会に上げるときも、座長なんかは相当御苦労され

ていて、そのときはまだポートフォリオはないわけですが。ですから立ち位置とすれば年金部会なのでしょうけれども、本当に皆さん方が正しく理解した上で納得いただいて合意する、ないしは反対するかといったところは、なかなか難しい議論だなというふうには私は率直な感じを持っています。だからといってフィードバックしなくていいというわけではないのですけれども。

○堀江委員長代理 上げ方を慎重にしないと。

○米澤委員長 上げ方をよほどうまくしないと、株式投資＝悪だという人もいなくもないわけですから、そこから説明するには、何回やっても取れんしない可能性があるかと思えます。どうぞ、清水委員。

○清水委員 私も年金部会でどのような議論がされるのかは全くわからないのですし、今回の検証も非常によくできていると思うのですが、あえてG、HのG'をつくって検証しなければいけなかったというのは、もしかすると、来年は今度Hの下H'をつくらなければならない状況というのも十分あると思うのですね。そのときになって、全体の今までの検証の一番下よりももう一つ、1段階というのが、例えばことしの時点でもGだったのがG'をつくって検証しているのに、来年そこからまた下にといったときに、運用委員会は、昨年時点ですべて新しくつくって検証していたという事実がありながら、それをどこにも届けず、あるいは議論する場を設けずに、来年かなり外れたところで、またこういう議論になるというのはよろしくないのではないかと。

運用委員会の位置づけがどういうものかはわかりませんが、私は菅家委員の意見に本当に賛成で、過去にどうだったかとか、年金部会とのあり方がどうだということとは別の問題として、今、こういう、もともとの私たちが基本としている財政検証では足りなくて、G、HのG'をつくって検証しましたということは何らかの場できっちり報告する必要があるのではないかと思います。

○米澤委員長 何らかの場ですか。

○清水委員 キャッチボールが今までできてなかったという面も含めて、年金部会の人理解できるか、できないかというところはわかりませんが、それでも、やはり報告すべきではないかと。

○菅家委員 それは年金制度を議論している審議会なので、しかも大臣が委員を任命しているわけだから、そこでそういう議論ができないなどという前提を置くこと自身がおこがましい話だし、それは大変失礼な話だと思うのですけれども、私、言いたいことは、今の話を引きつけて言いますと、AからHというのはこれは年金部会が設定した前提条件なのです。その中で我々はどう考えますかということで、EとHの条件を満たすポートフォリオをどうしましょうかと、足下10年以降の先の話ですよ。足下の10年は内閣府の試算ですよ。これが変わっちゃっているわけですね。なおかつG'を持ち込んでこなければ検証できないような現実が生まれているという、今の清水委員のおっしゃることもそのとおりだと思いますので、勝手にここは前提条件をあれこれ変えられないのですね、我々

は。

だから、そういう意味で、今までの条件どおりの議論だけで済むのですかと。長期金利が上昇するという前提だったわけじゃないですか。現実はどうも下がってマイナス金利まで行っているわけですね。

そういう状況の中で、2年前つくられたポートフォリオについて、いや、そのとおりですね、と国民の皆さんに説得できますか、年金部会の皆さんということをおしは言いたいわけでありまして、これは国民の財産ですから、きちんと国民に情報開示をするという、あるいは説明をするという、そういう責任は GPIF にももちろんあるけれども、年金部会はもっともっと重い責任を持っているわけですから、そこでちゃんと議論してくださいよということをおしは、私は理路当然だと思いますけれども。

○米澤委員長 先ほど私言いたかったのは、年金数理部会でしたか。

○菅家委員 専門委員会ですか。専門委員会は数理部会。

○米澤委員長 数理部会のほうは毎年検証やっているのでですね。予定積立金が。

●五十里企画部長 数理部会は年度が終わった後に、積立金の状況が、足下のいろんな状況を踏まえてどうなっていますかという検証をしているだけなのです。

○米澤委員長 そこで検証しているわけですね。

●五十里企画部長 先じゃなくて後の、結果を検証しているのです。

○米澤委員長 結果ですけども、それは非常に重要な、毎回言っているのですけれども、そのところの報告が余り聞こえてこないというのですけれども。

○菅家委員 それは数理部会ですね。

○米澤委員長 それがある意味ではチェックしているわけですね。

●五十里企画部長 それは結果についての検証を。

○米澤委員長 検証ですね。はっきり言って、結果が全てですよ。その役割があるので、そこからフィードバックしてもらおうというのが筋だと思うのです。予定の積立金になってないよというところで。

○堀江委員長代理 そこは議論の対象ではないですね。

○米澤委員長 というのであれば、我々のところに振ってくるというのは余りないのではないだろうか。ないのではないかということは、年金部会でやる必要はないのではないかということなのですね。ということは、我々がこの運用委員会で責任を持って、まさに今やろうとしていることが、見直しが必要なのか、必要でないのか。今回は最後、武田委員かなんかの一言で、必要があれば見直すという一言があえて入ったわけですね、途中で、ポートフォリオ。ですから、そういうような覚悟もあるわけですので、我々のところで責任持って見直ししていけばいいのではないのでしょうかということですね。

●水野理事 2つ、よろしいですか。

○米澤委員長 はい。

●水野理事 1つは、説明のときに注意していただきたいのですけれども、例えばこれが

Gの下にHになったときに、これがいわゆる破綻シナリオだということで、我々がHが使ったというと、そういう連想が働くと思うのですけれども、これはあくまで金利をベースに一番近いケースを呼び出しているだけです。なぜここで呼び出す必要があるかという、我々の運用目標が通常であればCPIにプラスのリターンとかで出すべきところが、名目賃金上昇率スライドになっているので、名目賃金上昇率の長期の予測数値がどうしても要るのです。これを出してくれているところがほかにはないので、金利からケースの近いところを持っていて、そのケースで使われていた賃金上昇率を使ってやらなければいけないことになっているのであって、Hのケースを使ったことになったからといって、我々が経済前提として破綻を想定しているとか、そういうことではないということまず1つ。

基本ポートフォリオの議論の際には私も反対側に座っていましたが、こういうケースと結びつけるべきかという議論もありまして、当時たしか堀江委員長代理がケースと結びつけたほうがわかりやすいという意見を言われたと記憶しています。例えば、我々が賃金上昇率の独自のモデルを持っていたとしたら、これはケースでなくてやることも可能性はあるのですけれども、実は大学の先生と共同研究でやろうとしているレベルで、予測モデルが余りアベイラブルではないので、いろんな制約条件からケースを使わないと困ってしまうので、Hだからといって我々の基本ポートフォリオが破綻を前提にしているとか、そういう誤解を呼びかねないので、そこは皆さん注意していただきたいのです。

あとは年金部会との関係で言いますと、一生懸命こうやって検証しても、なかなか世間一般からの、我々がきちんとやっているという評価が高まらない、いろんな疑いを持たれているということが、年金部会に議論を持っていくことによって解消する可能性があればぜひやっていただきたいと思います。逆に我々の運用委員会の方も2人年金部会に入っておられるわけですから、そういうところで、きちんと検証しているというのを伝えてほしいと正直思っているぐらいです。できるだけこれを皆さんに伝えるという方法は何があるかと思っています。

○菅家委員 これは理事長に聞いたほうがいいのかもしれないけれども、公表してまずいものはあるのですか。

●水野理事 これですか。

○菅家委員 きょうのいろんな資料、検証とか、さまざまな資料ですね。これは別に市場に悪影響与えるとかということはないわけでしょう。

○米澤委員長 非常に適切に解説をしていただけるという前提のもとだったらば、全くないと思いますけれども、そこがなければ。

●三谷理事長 先ほどあった業務概況書ですね。あそこでは今年度どういうことをやったかということをかかなり事細かく書きますので、その中で基本ポートフォリオ検証のプロセスについて、それなりの解説を加えると。前回の業務概況書でも、新しい基本ポートフォリオをつくったプロセスについてはある程度解説してきましたので、同じような形でやると。

○菅家委員 言いたかったことは、要するに GPIF のツール、情報公開のツールとしては限られているじゃないですか。要するに四半期ごとの記者会見と、あとはホームページと紙ベース。要するにこのためにわざわざ記者会見やるということもできないでしょう。ということになると、国民の皆さんに安心してくださいよと言えるかどうかは別としても、年金部会というのは、委員はもちろんのこと、マスコミにも公開されているわけですから、そこで丁々発止の議論していただいて、いや、これでいいのですと。我々は年金制度はこれで破綻しませんと、このままやってもらって結構ですというふうに胸張って言っていたければ、それはそれでいいわけですがけれども、私はそうは思っていません。

どう考えたって、現実はずう方向に向かっているわけですから、しかも足下の 10 年に接続する A、B、C、D、E、F、G、H だったら、H が一番近いわけですね。現状のラインをつなげていくと。

●青貝投資戦略部長 1 点、よろしいでしょうか。

○米澤委員長 はい。

●青貝投資戦略部長 今回の御報告したことを改めて確認すると、国内債券の利回りが異常に低くなるということが一番大きな影響を持っております。これをどのような形で、仮に公表すると、それは当然の質問として、国内債券に集中することでもたらされるマイナスをほかでもっと補っていくのですね、というふうな御質問が当然出てくるということになると思います。それをお答えするということが得られる透明性と、そこからもたらされる何らかの方向感に対する思惑やマーケットの混乱といったもの、どちらを重視されるのかといったこともぜひ検討の俎上に入れていただくと大変ありがたいと、こういうふうに思っております。

○米澤委員長 もう一回整理しますと、まだ全員で、今までの前提が破綻しているということで、皆さん方に合意を得ているわけではなくて、かなり破綻しているのではないかと強い意見の菅家委員を含めて、そういう意見がありますけれども、まだ議論始まったばかりだと私は理解しているので、引き続き、もう一回この機会をいただくということでよろしいでしょうか。幸い 3 月にはもう一回ありますので。

●水野理事 何を追加でやったらよろしいですか。次回やるのは構わないですけども。

○米澤委員長 私はどう見ても消化不足だと思っていますので、新しい情報は継ぎ足す必要ないと思いますけれども、できれば直近の足下の賃金上昇率とか、足下の数字を出していただくといいかなと思っています。賃金上昇率ですね。国債の利回りということを含めて。

●三谷理事長 賃金上昇率と似たものはあるのですけれども、例えば年金で使っているのは、年金関係者だけの賃金上昇率になってしまうので、これは 6 月ぐらいじゃないと出てこない。

○米澤委員長 昨年ので結構です、直近で。

●五十里企画部長 標準報酬なのですけども、一元化の関係で、手前のほうはおくれて

いるのではないかと思いますけれども。

●三谷理事長 だから毎勤統計とか両方並べてみては。毎勤統計であれば、2カ月くらい前まで出ていますので。

●青貝投資戦略部長 今、御指摘いただいたのは、数字そのものを新しく更新することで、例えば変化を見たいという御意見が出たとは私自身は受けとめておりませんが、むしろここでお示しした検証結果については、今、GPIFで与えられている制約の中ではそれなりの責務を果たしているという御評価だったように思います。ただ、それをどういった形で、運用委員会の外にいる関係者にお伝えするのかといったところで御意見が分かれたように思いますので、その続きということを御議論いただくというふうに理解してよろしいのでしょうか。

○米澤委員長 あえてきょう皆さん方に細かく聞いていませんけれども、これでいいといを方もいるし、これは全然検証になってないという方もいらっしゃるので、何らかで運用委員会としてはまとめないと。

●青貝投資戦略部長 検証の結果について、何というのでしょうか、さらに数字で詰めるべきという御意見でしょうか。

○米澤委員長 参考までにちょっと。

○菅家委員 追加の資料出してください。

○米澤委員長 追加の資料出してくださいと、それで分析しろとか何とか言っているわけでなくて、足下の数字がない。

●水野理事 考えますが、どちらかといったら、論点はそちらでないような気がするというのは青貝の申し上げていることだと思います。

○米澤委員長 私もわかっていますけれども、原則は何も追加する必要ないですけれども、2週間ぐらい時間があるので、そのぐらいの数字はつくっておいていただいて、今、全く違う状況にあるという、どういうふうに数字になっているかぐらいは確かめておく必要があるかなと思っていますので、いいでしょうか。

○武田委員 1つだけ宜しいでしょうか。本日は、検証の議論というよりは、むしろそもそも前提をどう考えるかという点で、菅家委員から御提案がありました。一方で、この検証についてどう見たらいいかという議論が余りなかったと私は思います。菅家委員がおっしゃったことについての議論と、検証の結果の議論は別途分けて行ったほうがいいのではないかと思います。

●水野理事 そういう意味では、検証のところが意見が余り出なかったのも、皆さん同意なさっているのかなと。

○米澤委員長 私言いたかったのはそこがまだ確認できてないと。

●水野理事 委員長が、確信がないのであれば、再度やらせていただきます。

○米澤委員長 反対者がいるのはわかりましたけれども。ということで、次回引き続き、特に今言ったように、この続きという位置づけでいいと思いますので、まさにこの検証を

改めて、そこに絞ってお願いしたいと思います。

それでは、報告事項になります。平成 27 年度第 3 四半期運用状況に関して、資料及び委員限り参考の資料に基づいて、報告をお願いしたいと思います。

●三石審議役 お時間も余りございませんのでかいつまんで御報告させていただきますが、第 3 四半期の運用状況につきまして、先週の火曜日（3 月 1 日）に記者会見をさせていただきました。数字は既にごらんいただいているかと思いますが、資料は大体例年のつくりでございますので、もう一つの資料、実際に記者会見で使ったパネルのほうをごらんいただきたいと思いますが、最初の 3 枚につきましても、これは前回第 2 四半期のときから、単に 1 四半期だけではなくて、これまでの累積の収益額をビジュアルに出していこうということを使っているものです。

2 枚目のところは、市場インデックスの動き、これは直近ということで、2 月末、かなり内外株については下がってきているわけですが、こういったものもお出しをして説明しています。

また、3 枚目のところにつきましては、基本ポートと比べての昨年末における実際の資産構成割合がどうなっているかという数字でございます。ちなみに国内債券がオーバーウェイト、ほかの 3 資産についてはアンダーウェイトになっているということです。

そして今回の特徴といたしましては、4 枚目と 5 枚目の資料で説明をしておりますが、特にマーケットが年明け厳しくなってから、国会でも盛んに足下の運用環境の悪化が年金財政そのものに影響を及ぼされているのではないかと、あるいは総理の国会答弁との関連で、直ちにでも給付カットが行われるがごとく国会で議論が行われているというようなことございまして、4 枚目のところでは、実際に財政検証上の実質的な運用利回りと GPIF の実質的な運用利回りを過去にさかのぼって比較をしますと、十分財政検証上の前提を上回っていて、直ちに年金財政に影響を及ぼすおそれはないのだというような話をさせていただきます。

そして最後に 5 枚目のところでございますけれども、これもまた基本ポートフォリオの変更が現在のマーケット環境の悪化によって、さらにダメージを受けているのではないかとというような結構議論がございましたけれども、これも具体的な数字を挙げまして、ちなみに過去 10 年間に、今のポートフォリオを当てはめた場合と、基本ポートフォリオ変更前の実際の収益率を比較したらどうなるのかということで、枠組みのところはそのポイントは書いておりますが、確かに単年度での収益のぶれは大きくはなっておりますが、右側にある平均的な収益率で見ますと、むしろ変更後のポートフォリオの平均収益率のほうがこの 10 年間で見ると高くなっているというような資料でございます。

このような説明をいたしまして、実際に翌日の新聞での報じ方でございますが、新聞報道がございまして、大体赤字のときはかなり大きく書かれるのですが、黒字になった途端にベタ記事というのが今までの傾向でございましたけれども、今回足下が悪いこともあったのだと思いますが、黒字の割にはそれなりに大きく各紙とも取り上げていただい

ております。ただし、足下あるいは通期については損失の見通しといった条件つきという
ような書き方でございます。

その記事をめくっていただいて、外国の記事等々でも書かれておりますけれども、その
次の3月6日の記事がございますが、私ども毎回、毎回、繰り返して短期ではなくて長期
で見るべきだというようなお話をさせていただいておりますが、このような形で、運用は
長期で見るべきだ、そうすると影響は小さい、というような記事も書いていただいている
ということで、それなりに広報の効果なども出つつあるのかなというような感じでおりま
す。

以上でございます。

○米澤委員長 4ページ目のグラフ、私はこういうのが本当にいいかなと思っていますね。
まさに年金財政との関連でどのように運用が行われているのかということを示すというの
は、幾つかのことにに関して、この図である程度答えられるのかなと思っています。

●三石審議役 今まででも口頭では申し上げてきているのですけれども、なかなかビジュ
アル的に見せない、皆さん納得いただけないので、今回は特に既存の数字を使ってビジュ
アル化しました。

●水野理事 難しいのはこれだけ発表しても、実際の記事に、年金財政との関係のコメン
トを載せてくれたところは実際あるかということと YouTube でも載せていますけれども、なか
なかこういうことを書いてくれる記者はいないので。繰り返して出すということをいろ
んなところに皆さんで働きかけるしかないと思っています。一生懸命やっても、記事にす
るのは難しいです。

○米澤委員長 よろしいでしょうか。

それでは、次も報告事項です。リスク管理状況等の報告、委員限り5です。これに関し
て説明をお願いしたいと思います。

●五十里企画部長 今度3月29日に2月分を報告しますので、そのときに報告させていた
だきます。ポイントとして、8ページをごらんいただきまして、SVによるボラティリティ
でございます。1月末、年明け以降高い状況になっていまして、左側にある2013年6月、
バーナンキ・ショックのころと同じぐらいの感じになっているということだけ、一言言わ
せていただきます。

○米澤委員長 大分時間も過ぎてしまいました。本日予定しました議事はこれで全部終了
でございます。事務局から連絡事項があればお願いしたいと思います。

●三谷理事長 その前に一言。皆さんもお知りおきだと思いますけれども、2~3日前か
ら各紙に私どものディスクロの話が載ってしまして、個別の株の保有高を公表するといっ
た記事が出ているのですけれども、実際にこの間からの年金部会での議論を聞いていまし
て必ず出てくるのが、透明性が乏しいとか、もっとディスクローズしろという話なので、
我々執行部の中でどういうものが出せるのだろうかということの内々いろいろ検討してお
ったのですが、それを厚労省が大臣に話したところ、大臣も非常に前向きに捉えられて、

一昨日の記者会見でも質問に応じて、今度新法のもとでは省令のもとで、いろいろもっと細かく出すようにするのだといった発言につながったのだらうと思います。

実際には私ども検討しておりますので、今度の業務概況書の中で、個別株ないしは個別の債券どこまで細かく出すかということはありませんけれども、そういったものをある程度出す方向で検討したいと思っております。詳細についてはある程度案が固まりましたら、皆様方にも事前に御連絡したいと思っておりますけれども、そういうことでございます。

○米澤委員長 随分大きく取り上げられていまして、社によっては、一面トップです。

●三谷理事長 株式のインハウス運用の話とひもつきになって、相当大きく取り上げたのかなという感じもしますけれども。

○米澤委員長 ありがとうございます。

●三石審議役 済みません、事務連絡だけ。先ほどの四半期決算の記事でございますが、著作権の関係上、大変恐縮でございますけれども、この場で回収をさせていただきます。随行の皆様もよろしくお願ひします。

次回以降の日程でございますけれども、次回第104回運用委員会につきましては、同じ月で2回目ということで恐縮でございますけれども、3月29日（火）14時から同じ会議室で開催をいたします。

その次の4月でございますけれども、調整をさせていただいておりますが、4月15日（金）午前10時から、こちらの会議室で開催させていただこうと思います。またメール等で正式に御連絡させていただきますが、テイクノートしていただければと思います。

以上でございます。

○米澤委員長 どうもありがとうございます。終わりにいたします。