

運用委員会（第111回）・ガバナンス会議（第12回）合同会議 議事録

1. 日 時：平成28年11月 9 日（水）17:30～19:30

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：・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

4. 議 事

「運用委員会・ガバナンス会議合同会議」

（１）運用委員による行動規範の実施状況の確認について

（２）その他

「運用委員会」

（１）外国株式の運用受託機関構成（案）について（第２回）

（２）ESG指数について（第３回）

（３）その他

●三石審議役 それでは、少し定刻よりは早いのですが、皆様おそろいでございますので、始めさせていただきたいと思います。ただいまより第111回運用委員会と第12回ガバナンス会議の合同会議を開催させていただきます。

委員の出欠の状況でございますけれども、武田委員におかれましては、所用により御欠席とのことでございます。

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、運用委員会及びガバナンス会議については、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、座席図のほかに、

委員限り 1 本日の議題

委員限り 2 金融事業者からの研究助成等に関するルール化について（一部修正）

委員限り 3 運用委員による行動規範の実施状況の確認について（案）

委員限り 4 外国株式マネジャー・ストラクチャー見直しの今後の進め方

委員限り 5 ESG指数の応募状況と今後の進め方について

資料 GPIFにおけるスチュワードシップ活動の推進

委員限りその他 資産構成割合の管理状況等について

でございます。

なお委員限り 5 ESG指数の応募状況と今後の進め方についてと委員限りその他資産構成割合の管理状況等についてにつきましては、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。よろしゅうございますでしょうか。特に漏れてるものとかございませんでしょうか。

それでは、まずは、運用委員会及びガバナンス会議の合同会議を開会いたします。以後の進行につきましては、清水ガバナンス会議議長をお願いいたします。

○清水議長 それでは、まず初めに委員限り 2 金融事業者からの研究助成等に関するルール化について（一部修正）について、前回の御意見を踏まえ、事務局に一部修正案を作成してもらいましたので説明をお願いします。

続けて、事務局に委員限り 3 運用委員による行動規範の実施状況の確認について（案）を昨年と同様に用意してもらいましたので、これについても事務局からあわせて説明をお願いいたします。

●三石審議役 それでは、まず委員限り 2 でございますけれども、前回のガバナンス会議におきまして、基本的に要旨について御了解をいただいたわけでございますけれども、佐藤議員から一部御意見がございましたので、ちょうどその委員限り 2 の資料の下線部のところでございますけれども、その部分をつけ加えるということで、既に委員長あるいは清水議長の御了解をいただいたところでございます。

その点を反映いたしまして、運用委員会規則の改正案のほうにつきましても、左端に 2 ページと書かれているところでございますけれども、前項の規定に基づく報告によりというところを削除させていただきまして、これをもって御報告に変えさせていただきたいと考えております。

続きまして、委員限り 3 の資料でございます。

ちょうど昨年末に行動規範の実施状況につきましては、運用委員の皆様方にも自己点検をしていただくということでお決めいただきました。同様に、今年度につきましても、自己点検をしていただいではどうかということで案をつくったものでございます。点検期間につきましては、ことしの 1 月から 11 月、新たに任命されたお二人の委員におかれましては 5 月からということでございます。

その結果につきましては、次回 12 月 16 日の運用委員会で事務局のほうから御報告をさせていただきますと考えております。

そのカバーリングペーパーの次に自己点検シートというのがございますので、ごらんいただきたいと思います。内容的には基本的に前回と同じでございますけれども、項番号の 5 番・6 番につきましては、これまでのこのガバナンス会議におかれましては、2 つの項目が追加されましたので、その点を追記しております。

5 番につきましては、ちょうど春ごろ御議論いただきました、顧問等への就任の制限等の規定が新たに設けられましたので、その遵守事項ということ。

そして6番がまさに、きょう御報告させていただいた金融事業者からの寄付等の報告についてということでございます。

それ以外の内容につきましては、前回どおりでございますので、説明は省かせていただきたいと思います。

なお御参考までに、私ども役職員につきましても既に内部的に自己点検をしております。役職員用という自己点検シートがついているかと思えますけれども、こちらのほうはまた次回の運用委員会で細かく御説明をさせていただきますが、幾つかやはり新しい遵守事項が入っておりますので、従来よりもかなり詳細なものになっております。

私どもの職員に中途採用の者などもふえてきておりますので、この自己点検を通じて初めてそういう遵守事項があることを知る、あるいはそういったことに気づくというようなこともございますので、ちょうど右側のほうの欄では、従来のできている、できていない、該当なし以外にも、初めて知るという欄を設けまして、この自己点検を通じて初めてその問題を認識して、以後この遵守に努めるというようなことについても、この欄を使って認識を持っていただこうというような形で取り組んでいるところでございます。これは御参考までということでございます。

事務局からの説明は以上でございます。

○清水議長 ただいまの御説明につきまして、御意見・御質問がありましたら、お願いいたします。

佐藤議員、どうぞ。

○佐藤議員 いろいろ御対応いただいてありがとうございます。

私として、特にコメントはございません。

○清水議長 ありがとうございます。

そのほかにはいかがでしょうか。特にございませんでしょうか。

それでは、まず金融事業者からの研究助成等に関するルール化について（一部修正）は、運用委員の皆様におかれましては、今回の運用委員会規則の改正を今後、遵守していただきますようお願いいたします。

次に運用委員による行動規範の実施状況の確認について（案）は、運用委員の皆様におかれましては、事務局案に従って自己点検を実施していただき、その結果を次回の合同会議において事務局から報告してもらいます。

それでは、運用委員会・ガバナンス合同会議はこれで終了します。

●三石審議役 済みません。1つだけ、ちょっと補足させていただこうと思えますけれども、今、御承認いただきましたこの自己点検シートにつきましては、お手元にクリアファイルの中に、多分これは御了承されるなということであらかじめ準備をさせていただいておりますけれども、事前にお話をさせていただいたときに、委員の方々の一部は、この委員会が終わった後に実際にもう記入したいという先生方もいらっしゃいましたので、この委員会が終わった後に記入をされて、この場に置いて行かれるということでも結構ござ

いますし、一応、郵送用の封筒も用意しておりますので、持ち帰っていただいて御記入後、私どものほうに郵送でお戻しいただくということでも構いませんので、いずれかの形で11月末までに御郵送なりきょうここで御記入なりをしていただければと考えています。

○清水議長 ありがとうございます。

そのようですのでよろしくお願いいたします。

続きまして、運用委員会に移りたいと思いますので、新井委員長、お願いいたします。

○新井委員長 それでは、運用委員会を続行したいと思います。

まず初めに委員限り4外国株式マネジャー・ストラクチャー見直しの今後の進め方について、事務局から御説明をお願いいたします。

●陣場市場運用部長 それでは委員限り4外国株式マネジャー・ストラクチャー見直しの今後の進め方という資料をごらんいただければと思います。

前回は私どもの現行のストラクチャーの課題・反省点といったものをまとめさせていただきました。そして、今回は今後どうするのかといったことを御審議いただくというところでございます。

しかしながら、私どもはアクティブもパッシブも全ての課題についてきちんと整理ができていう状況には至っておりませんで、本日はパッシブのあり方について整理をさせていただいて、御審議いただこうというものでございます。

したがって、本日の資料のたてつけから申し上げますと、2～3ページ目が審議の対象ということで、それ以降は報告及び現時点での我々の課題認識をお示しするというところで進めさせていただければと思います。

それでは、まずページをめくっていただきまして、2ページ目をお開けいただければと思います。私どもは今回のマネジャー・ストラクチャーの見直しに当たりましては、全部を同時決定でやるということになりますと大変時間も要するというので、必要性の高いものから順次進めてまいりたいと考えてございます。そうした意味で、2ページ目のこの順位表は大事なもののから順番に優先順位をつけているといったたてつけでつくってございます。

まず、一番必要性が高いというように現時点で考えておりますのが、パッシブ（地域別）の導入ということでございます。

2番目に、同じパッシブの中でも、ESGを含めたスマートβ系のパッシブのものを次に検討したいと考えてございます。

3番目に、これは通常のアクティブと申しますか、伝統的なジャッジメンタル型、クオンツ型、ファクター投資等々のアクティブ運用の検討に入る。

そして、最後に厳選投資型、非常にリスクの高いものの検討を最後に持っていければ考えているところでございます。

続きまして、3ページ目でございます。それでは、パッシブの地域別の分けをどうするかということでございます。

従来、既存のパッシブはMSCI ACWIということで、こちらは先進国・新興国全て合わせたベンチマーク、こちらのパッシブファンドが6本、今は委託運用で実施されているというところでございます。

そして、これからの姿ということでは、このACWIのファンドを残しつつ、一部のファンドを分解いたしまして、先進国のパーツにつきましては、北米、欧州・中東、アジア・太平洋の3つのパーツに分けたいと考えてございます。

また、新興国につきましては、MSCI EMERGINGということで、これは一まとめにして、塊としたいと考えてございます。こちらが、地域別パッシブの姿ということになってまいります。

そこで、6ページ目をごらんいただければと思います。ちょっとページがホチキスの陰で隠れてしまうのですが、6ページ目で参考ということで、現在のMSCI ACWIの地域別構成比をパイチャートで示してございます。足元、北米のものの時価総額が随分ふえておりまして、ACWIの中で6割が北米といった状況でございます。

それに次いで欧州・中東（先進国）でございますが、これが2割ちょっと。

そしてアジア・太平洋（先進国）が4%。こちらはもちろん日本を除きということになります。

そして、最後が11%で新興国といった状況でございます。まずはこのACWIをこういった格好で分解をしていくということでございます。

そして、6ページ目の右側の棒グラフでございますが、これは前回も少し御紹介いたしましたけれども、この地域別のリターンというものが、随分この10年間ぐらいたつきが出ているということでございます。2010年ごろまでは、この水色の新興国の株というものがずっと堅調であったわけですが、2010年代に入ると先進国が盛り返してきているということで、足元は米国が比較的堅調な状況が続いているといったことでございます。

こうした状況を踏まえて、フォワードルッキングに地域別のバランスを変えていくことで、いささかなりともリターンを上げるということを企図するものでございます。

続きまして、ちょっとお戻りいただきまして4ページ目をお開けいただければと思います。マネジャー・エントリー申し込み状況というページでございます。こちらは、ことしの4月からエントリーを開始いたしまして、足元まで右隅をごらんいただきますと、343もの応募をいただいているといった大盛況の状況でございます。このうち、アクティブがほぼ9割の312ファンド、パッシブが1割ということで31ファンドの応募がございます。パッシブの中でも地域別が14、ファクター投資が14といった応募でございます。

アクティブにつきましては、従来型のコアでございますとか、スタイル型のグロース、バリューのファンドというものが合わせて240ちょっとぐらいたつきの応募があります。そしてファクター投資系、ターゲット・ボラティリティ系というものが20ファンド前後、ESG投資も少し応募があるといった状況でございます。

そして、5ページでございます。こちらは、こうした応募のあったファンドにつきまし

て、運用コンサルタントのマーサー及びラッセルからレーティングを頂戴しているところでございます。レーティングがどのように付与されているかということを示しておるものでございまして、上の表はマーサーレーティングでございますが、343のうち半数以上はレーティングがついているといった状況でございます。この4段階のレーティングのうち、上から2つ、B+以上は126、下2つが74といったレーティング状況でございます。

ラッセルレーティングのほうでございますが、こちら半分ぐらいの付与率でございますけれども、上2つが79、下2つが93といったことございまして、いずれにしても、評価の高いファンド、B+以上、上2つというのが評価機関としても推奨に値するというレベルでございますので、100以上は評価が高いのが来ているということございまして、現状、選択肢としては十分過ぎるほど十分なぐあいなのかなと考えているものでございます。

7ページ目をお開けいただければと思います。

パッシブについては、先ほどのとおり整理をいたしたわけでございますが、アクティブについてはいろいろな検討課題があると考えておりまして、7ページ以降はアクティブの選定を進めるに当たっての我々の課題認識について御紹介をさせていただければと考えてございます。

まず1番目が、報酬体系の議論でございます。外国株式のアクティブにつきましては、今12ファンドのうち4ファンドしか実績連動が導入されていない。8ファンドは従来型の固定報酬ということでございます。

そして、この固定報酬ということでございますと①ファンドの適正規模管理、②当法人とマネジャーのアライメントといった面で課題があるということでございます。

どういうことかと申しますと、フィーレートが決まっておりますので、運用者の側も自然と残高を集める営業姿勢になってくる。そういった中で資金追加をしていくと、いつの間にかアルファがとれなくなってしまうといったような事態を招く懸念があるということでございます。

また、固定報酬でございますので、運用機関が本当に超過収益の獲得を目指して頑張ってくれるのかどうかといったアライメントに不安があるということでございます。

そういった観点から、昨年度、外債につきましては、全てのアクティブ機関に実績連動型報酬を当てはめたところでございますが、外株についてはどんどん実績連動型を取り入れていきたいと考えているものでございます。

加えまして、実績連動型報酬の課題ということで2つ列举させていただいております。

まず、私どもは今の実績連動型を体系と申しますが、上限と下限が結構詰まっております。実績連動型報酬の形としてはかなり固定報酬に近い、非常にマイルドな実績連動型報酬体系なのかなとちょっと認識をしております。この上限設定・下限設定はこれでいいのか。もうちょっと幅を広げるべきかどうかといったことを今、検討しているものでございます。

それから超過収益率の評価期間ということで、現状はこの実績連動の体系に当てはめる超過収益率の計算を、基本的に3年間のアルファの平均というものでもって報酬の計算基礎としているわけですが、これも3年でいいのだろうかといったことを検討しているということでございます。

2番目の課題といたしまして、2.ゲートキーパーの活用ということでございます。こちらにつきましては、私どもGPIF法の制約によりまして、契約ができる先というのは日本で投資運用業の登録をしている法人に限られております。ところが、外国株式、外債もそうでございますけれども、海外の運用機関ですとなかなか日本に現法を立てられないということで、間に日本の信託銀行でございますとか、投資顧問会社を挟んだ上で、そういう海外の金融機関と契約するというたてつけをとっているケースが大変多くございます。

私どもは便宜的にその間に立っていただける信託銀行でございますとか、投資顧問会社をゲートキーパーと称しているわけですが、従来はその人たちの責任関係でございますとか、報酬のあり方について余り頓着をしていなかった。ある種、導管としてみなして、その先の採択先の運用状況だけを注目していたわけですが、そのゲートキーパーのあり方を、本当にこれでいいのかどうかということを今は検討を進めているというところでございます。

8ページ目にまいりまして、課題の3つ目でございます。私どもの規模と体制を踏まえたスパン・オブ・コントロールの中における適正なファンド数はどれくらいだろうかといった課題でございます。

右上の表をごらんいただきますと、私どもは既にアクティブとパッシブの合計で86ものファンドを採用している状況でございますが、もちろん私どものスタッフも増強しているところでございますが、やはり数としてかなり大変な規模になっているということでございます。海外のほかのスポンサーでございますとか、国内・海外を見ても、私どものようにこんなにたくさんの委託運用を持っている先というのは限られるわけですが、CPPIBで78、NORGES BANKで73、CalPERSで51といったところでございまして、私どもはこれで管理できるかどうかといったことをちょっとリソースとの兼ね合いで考えなければいけないのかなと考えているものでございます。

続きまして、9ページでございます。

アクティブのファンドを選定するに当たって、マーケットごとに、アルファがとりにくいマーケット、とりやすいマーケットがあるのではないかという議論でございます。こちらは、運用コンサルのラッセルからいただいた資料でございますけれども、幾つかのクライテリア、例えばリサーチのカバレッジということでは、一つの会社について10も20も証券運用のリポートがあるということで、情報の伝達が早くて効率性が高いという意味ではやりやすさもあるわけですが、一方でそういう情報がすぐ伝わるマーケットにおいて、ほかの運用者を出し抜いてアルファを稼ぐというのは大変難しい話になってくるということでございます。

そうした幾つかの視点に基づいて、アルファのとりにくさ、とりやすさというものをランキングをしたものがこのアルファ・マッピング分析の例というものでございまして、アルファがとりやすいマーケットから順番に並べているものでございます。

こちらをごらんいただきますと、大体、小型のマーケットというのが非常にとりやすいマーケットであると整理をされているものでございまして、米国の大型などは非常にとりにくいマーケットということになってまいるわけでございます。こうしたこともよく考えて、運用機関を選定する必要があるということでございます。

10ページ目が、各市場における特性の続きということで、各マーケットにおける高い評価のマネジャーというものもちょっとばらつきがあるということでございまして、いいマネジャーがそこそこいるマーケットと非常に少ないマーケットがあるということが示されているものでございます。

11ページ目をごらんいただければと思います。

こちらは、前回の運用委員会の委託調査のところで御紹介をいたしましたけれども、マネジャーの超過収益と規模との間には規模を膨らますと超過収益が出なくなるといったような関係があるということで、今、ラッセルにちょっと調査を依頼している部分でございます。

こちらはラッセルからいただいた、とりあえずの概念図ということでございまして、ある一定の規模のところまで達すると、急激にアルファの獲得の力が落ちてくるといったことが示されております。そうした状況が出てくるのも幾つかの要因がありまして、このファンドの中における銘柄の回転率とか、各銘柄の流動性、投資の銘柄数といったファクターが影響しているのではないかという視点で今は検討を進めているところでございます。

12～13ページ目は、マーサーとラッセルのレーティングの定義ということで、これは後ほどごらんいただければと思います。

私の説明は以上でございます。

○新井委員長 どうもありがとうございました。

ただいまの説明につきまして、御意見・御質問をお願いいたします。

どうぞ。

○加藤委員 ちょっとコメントを3つほどさせていただきます。

1つ目が、2ページ目のパッシブ運用の地域別ということです。これは地域で分類して市場を分けるということで、地域というのは多分最もわかりやすく、商品も豊富にあるということで特に異論はないのですが、ただ、その目的は何かということです。より高いパフォーマンスを目指したいということが目的になると思いますので、その場合に本当に地域別という分け方がベストなのかどうかということは、よく検討したほうがいいのではないかと思います。地域配分を決めるときはプロの運用者に任せるということもあると思うのですが、本当に地域別がいいのか。そうではなくて実はスタイルという分け方がいいのか、あるいは、確かオランダの年金で行っていると思うのですが、グローバルな業種



で分けた方がいいのか等、いろいろ選択肢もあるのではないかと思います。そういったことも検討したらいいのではないかと思います。というのは一つのサジェスションです。

2つ目が、同じ表でスマート $\beta$ （ESG指数含む）の重要度が中となっているのですが、現状のアクティブ運用のアルファの状況を考えると、スマート $\beta$ を導入するということは重要であろうと思いますので、ぜひこちらも優先度を上げて進めていただければと思います。

3つ目ですが、8ページ目にファンド数の問題についてそれが管理できるかどうかという議論があったと思うのですが、ファンド数がふえてくると、平均アルファが下がってくるという研究がよくあると思いますので、そのアルファとの関係でファンド数をどうするのかという視点も重要です。もちろん管理という問題もあると思うのですが、同時にアルファとの関連で検討されたらいいのではないかと思います。ラッセルのプロジェクトではファンド当たりの残高の規模という研究になると思いますので、ファンドの数と平均アルファの関連についても、検討されたらいいのではないかと思います。

以上になります。

○新井委員長 よろしいですか。

どうぞ。

●水野理事 ありがとうございます。

せっかくいただいたコメントなので、こちらのほうからお返しするとしますと、まずリージョナル以外にいろいろな分け方があるということは、当然認識はしておりますけれども、現在は、外国株式・国内株式・外国債券・国内債券の4つの資産しか分かれていない状況で、この間でしかバランスの変更ができないということで、次に何を我々のアロケーションとして判断することができるかという、まだリージョナルのところぐらいかなというのがありましたので、今回はリージョナルでやらせていただいています。

この先、例えばスマート $\beta$ も含めまして業種別になってきますと、業種別のアロケーションのいわゆるベンチマークからオーバー、アンダーのウェイトを変ええるということになると、我々の中に業種別の知見みたいなものを相当積み上げてくる必要がありますので、今のところ、そのツールを獲得しても、正直まだ使える自信がないということで、今回は準備はしておりません。

ただ、今回選ぶパッシブのマネジャーに関しましては、今後私どもが使いたいサブインデックス等がふえた場合、どれでも対応できるような状態にしておいてもらおうと考えておりますので、今後ふやした場合には、以前のようにパッシブのインデックスをふやすたびにマネジャーを選ばなければいけないとか、募集しなければいけないというたてつけは今回で終了にしたいと思っております。そういう意味では今後、必要に応じてというか、我々のほうが準備ができた段階でふやしていくと御理解いただければと思います。

スマート $\beta$ も同じでして、スマート $\beta$ は我々がある程度判断できるということが前提になりますので、それもできるところはふやしていくということです。

3つ目のファンド数とアルファの関係はおっしゃるとおりで、たくさんやると徐々にパ

ッシブに近づいていってしまうという悩みがあります。

一方で、我々もアルファの数を減らしてくるとパフォーマンスがぶれやすく、どうしてもアルファのダイバーフィケーションを図りたいというニーズも出てきて、その結果として、多分過去にはどちらかといえば数がふえていく傾向にあったのではないかという、反省がございまして、もう既に80になっている。今回、また外株もふえるということであると、相当モニタリング負担が高くなって、逆にマネジャーとのコミュニケーションですとか、評価にかけられる時間とかリソースが減るという事態は逆によろしくないという考え方から、リソースを今回は我々の検証の材料の一つとして持ち込んでいるということです。その運用のリスク、リターンの話と、そもそも私どものチームの今のリソースとして効果的なマネジャーモニタリングができるかどうかという、このバランスで最終的には決まるのではないかと考えています。

○新井委員長 GPIFの場合、やはり規模が非常に大きいので、その中でアルファをどのように位置づけていくのかという方針について根本的に再検討する必要があるかと思います。アルファの獲得可能性ということからアクティブファンドの適正なサイズが決まってくるだろうと思います。そうするとアクティブファンドの数は実はすごく少なくしたほうがいいのかもかもしれません。アクティブファンドの減少分はスマートβで置き換えるのがよいのかもかもしれません。そういうことも含めて御検討いただきたい。

それから、地域で分けるということの理由は了解いたしましたけれども、アメリカが全体の半分を占めてしまいます。このように地域別の大きさに大きな開きがあるので、特にアメリカの場合はある程度分けてやるということ、例えばスタイルで分けるとかをぜひ検討していただければと思います。

●水野理事 今回、例えば金融業に関しては、別の扱いにしようかという議論もいたしましたけれども、繰り返しになりますが、現時点では我々が内部でこういうアロケーション分けのリバランスのディシジョンができるレベルということで、今回はやらせてもらっていますが、また御相談しながら追加していきたいと思います。

○新井委員長 私のほうから質問とコメントなのですが、最初に質問で、4ページの表でパッシブ、アクティブ両方にターゲット・ボラティリティ、ファクター投資、ESG投資というのが含まれているのですが、これについてはどういう基準でパッシブとアクティブに分けられているのかというのが第一点です。

次はコメントなのですが、一つずつのほうがよろしいでしょうか。まとめてでいいですか。

●陣場市場運用部長 では、まとめてどうぞ。

○新井委員長 今、加藤さんもおっしゃられた点なのですが、適正なファンド数ということです。今の議論にもありましたが、アクティブファンドの数が多いと結果的にどうしてもクローゼット・インデックスになってしまうという観点とか、後のほうで御説明がありましたように、アクティブでリターンを上げるために、適正な運用規模があるかな

と思いますので、研究プロジェクトの結果も踏まえて検討していただきたい。ちょっと悲観的な見方かもしれませんが、現状のGPIFの資産規模から判断すると、アクティブ運用でアルファを上げるというのはおのずと限界があるのかもしれませんが。ということで、割り切るといふ考え方もあるのだらうと思うのですね。アクティブとパッシブの比率でアクティブを減らしていく。管理可能性というだけではなくて、クローゼットファンドの問題だとか、適正規模だとか、そういうところで他の機関であれば可能なアルファの追求というのが、これだけの規模を持っているGPIFの場合にはなかなか難しいということもあるかもしれません。単に管理の限界というだけでなく様々な観点からアクティブとパッシブの比率の見直しをなさったほうがいいのではないかなと思います。その際に、パッシブの中に広い意味でのパッシブということでスマート $\beta$ も入れるのがいいと思います。

それと9ページのところです。次回以降で検討するようなものだと思うのですが、アルファを上げやすい市場ということで、小型、大型というような観点が挙がっていますが、アルファを上げやすいということの裏側には、当然、トレードオフとして価格リスクだとか、信用リスクだとか、流動性の問題とかがあるわけですから、アルファを上げるといふことを前面に出し過ぎて、リスクに対する配慮というのが欠けてくると問題です。例えば、きょうも東証でそういうことが起こりましたけれども、今回の米国の大統領選の結果のような大ニュースを受けて市場で大幅な価格変動がある局面です。このような場合、どうしても小型株のほうが価格インパクトが大きくなるというようなことがあるかなと思いますので、その辺のところにも御配慮をお願いしたいと思います。

●陣場市場運用部長 まず、最初の御質問の4ページのパッシブとアクティブで、ターゲット・ボラティリティ、ファクター投資、ESG投資といったものが2つに出ているという部分でございますが、こちらについては、昨今ではこのファクター投資、ESG投資、ターゲット・ボラティリティはそれぞれでき合いのベンチマークというものをベンダーがつくっておりまして、そういったベンチマークに即した運用をしているものがパッシブ、そうしたベンチマークに即しつつも、そこからアルファをとっていくのだという特性のものをアクティブに分類をしていると。それで、2つに分かれているというところでございます。

○新井委員長 どうもありがとうございました。

●水野理事 ありがとうございます。

アクティブの位置づけに関しましては、まず基本としてはアクティブをどれだけやらなければいけないというような予断を持って臨んでいるわけではございません。過去におきましても、アセットクラスによっては大変苦勞しているところがあるというのも事実ではあります。ただ実際、フィー控除後でアルファが出てきたようなファンドがあったことも事実としてある。ここはまさにサイズの問題ですとか、いろいろなファクターがあると思っております。今回、事前に、正直にという言い方もなんなのですが、運用委員会の皆様方に我々が検討課題ということでシェアさせていただいているのは、アクティブを選ぶということにおいてこういう問題点があると我々は今、認識しておりますという

ことを今回シェアさせていただいた。例えば、ラッセルのスタディーでアルファが規模によって落ちますというのがもしきれいに出来たとすれば、それが今後参考になるのだと思う。

一方で先ほど陣場から申し上げた、今回はマネジャーとのアライメントの強化というのをかなりリソースをかけて研究、交渉、議論をしております。これは、例えばマネジャー側にも自分たちで、規模をこれ以上ふやしたらアルファが下がってしまうのだということを、逆にそうなるとフィーが下がってしまうというような形で成功報酬体系をつけることによって、セルフ・ガバナンス的なものもファンドマネジャーの中でワークするようにしてほしいというように思っております。そういういろいろなことを現在どこまで試せるのか、どこまで有用なのかというのを、ラッセルのスタディーと我々のフィーのストラクチャーやガバナンスのストラクチャーをやるということで、どこまでできるかというのは検討中でございます。その結果、先ほど陣場が申し上げましたように、優先順位として1、2、3、4ということにいたしましたのは、パッシブの地域別とスマートβのところまでについては、かなり確信を持って作業に取りかけられる。その先になってきますと、今、新井先生がおっしゃったような問題点と、我々がまさにリストアップした検討課題がありますので、これの進捗状況等を見ながら進めていくということかなと思っております。

前にも申し上げましたが、日本株に関しましてはGPIFがアクティブをやらないという選択肢はマーケットのインフィランシーの観点から問題があると思っておりますが、外株に関しては別にそういう義務があるとは思っておりませんので、あくまでポートフォリオのリスク・リターンが改善するのであればということで考えていると御理解いただければと思います。

○新井委員長 どうもありがとうございました。

どうぞ。

●高橋理事長 恐縮です。

今、新井委員長から御発言がありました、今回の大統領選に関しまして、前回運用委員会、7月にブレグジットが起こったときに、武田先生からももう少しちゃんとリスクマネジメント的な観点から事象をよく分析して、長期的な意味で投資して欲しいということをおっしゃっていただきまして、その後、いろいろ検討しながら運用してきているわけですが、正直に申し上げまして、ブレグジットにつきましては相当早目に株価が回復してしまいまして、我々の認識としますと、外国株、特に米株についてはかなり高いという認識を持っております。中で話をして、では少し売りましょうということをオペレーションとしてやったわけですが、そのときに、売ろうと思ってもパッシブが全部でありまして、できれば少しアメリカ株にウェイトをつけて売りたいと言っても、なかなかそれができないという状況の中でこういうことが起こってしまいましたので、事前にいろいろなものを買うプロジェクトは、今回の大統領選の前に枠を設置して、受け皿をつくってはいるのですけれども、そのときも例えば安くなったら米株を買いたいと言っ

でも、なかなか同じパッシブのインデックスの中で売り買いをするというよりも、少し地域的に分けて行いたい。全部を分けるわけではありませんし、全部そういう形でリスクをとるわけでもありませんが、少しウエートづけをするときに、地域ごとのインデックスのものがあつたほうが、恐らくスムーズなオペレーションができるだろうということで、恐縮ですがこのパッシブのものを少し急いでやらせていただきたいという背景がございまして、そのところをよろしく願いいたします。

○新井委員長 清水さん、どうぞ。

○清水委員長代理 今、理事長から具体的なお話をいただいて、そういう面では非常に納得しました。

私もこの地域別なのですが、いろいろバランスを考えてとおっしゃっていましたが、6ページを見ますと、特にこの外国株式 地域別対前年比リターンは、本当にその年々でこうやって10年間とってみてもさまざまに動いています。この結果からどうバランスをとればいいのかというのは、多分すごく難しいのではないかと、というのが一つあります。

もう一つは、そのパッシブのところで地域別の応募がどんな状況なのかについて、4ページを見ますと、例えば新興国を増やしたいと思っても数的に先進国株式のほうが多くて、新興国を選ぶにしても4つしかないというような状況にもなっています。こうしたファンドの申し込みという状況で、バランスをとりたいといっても、思ったように地域別のバランスがとれない可能性もあるのではないかなというのが危惧されます。

一方で、以前にこのような話が出たときに、そもそも今回ESGで募集をかけたのと同じように、例えば新興国あるいは何かでこういったファンドを募集しているとか、考えてほしいというような働きかけをして、それをもとにGPIFとして望ましい地域別のバランスを考えていくというのも一つの戦略としてはあるのではないかなと思ひまして、そのあたりでコメントをいただければと思います。

●水野理事 ありがとうございます。

ひょっとしたら誤解があるかもしれないので、少し解説させていただきますと、今回パッシブを地域別に分けさせていただきたいというお願いをしているのは、これは例えば、新興国を先進国に対してふやしたいというときに、この新興国のパッシブを使ってふやしていくということでありまして、この数字に出ているのは、それぞれ今申し込んできているマネジャーの数ですので、この中から例えば新興国のパッシブであれば1つ選んでおけば、そこにどれだけ渡すかということになります。

これは我々の準備不足というか、想像力の欠如だったかもしれないのですけれども、マネジャーエントリーの募集を始めたときには、こういうインデックスを分けて、パッシブにどのインデックスで受けてくださいみたいな依頼をするというのは当初想定していなかった。それぞれが思い思いのパッシブのインデックスで募集してきているというのがこの状況になっているのですけれども、それでどうするかということにつきましては、清水委員の御提案のとおりで、今回私どものほうから、応募しているパッシブのマネジャーに、

こういうリージョナル別のインデックスでも受けられますかというのはこちら側から行こうと思っております。

さらにそれから進めて、今回はというか、今までのGPIFのマネジャーセレクトのやり方は、お店を広げて、来たものの中からはいいものを選びますというやり方でやっております。それは正直、私どものリソースもありませんでしたので、あくまで受け身ということで、以前、堀江委員がよく言っていましたけれども、もっと自分たちで行って探しに行くべきだということについては、今後、私どものチームが拡充してくれば、例えばこういうマネジャーがほしいのだということで行けばいいと思いますし、さらにそれ以前の段階として、GPIFにあってほしいというマネジャーからのミーティング依頼は本当に山ほどあるのですけれども、現状そのミーティングを受けますと言った途端に、私どものチームが毎日マネジャーの往訪を受けなければいけないという事態になってしまいますので、そのあたりも今はあるもので足りないところにアプローチしていくというところからまずは始めて、もっと余裕ができましたら、常にGPIFにいろいろな人が新しいアイデアを持って売り込んできているというような状態にもっていきたいと思っています。そこは徐々に進んでおりますということで御理解いただければと思います。

○新井委員長 よろしいですか。

○加藤委員 地域別でアロケーションを決めるということは一つのアプローチとしてそれでいいと思いますが、最適なアロケーションを予測するのは難しいというのが現実です。例えばブレグジットのときもイギリス株は予想とは逆に上がりました。あしたアメリカ株も大方の予想に反して上がるかもしれません。ですから、基本的には予測は難しいという前提に立ち、その方法論をまず確立していただくということと、そのパフォーマンス評価を厳密にやりながら進めるということ、ぜひ検討していただきたいと思います。

以上です。

○新井委員長 続きまして、委員限り 5 ESG指数の応募状況と今後の進め方について、事務局から御説明をお願いいたします。

●塩村投資戦略課企画役 委員限り 5 ESG指数の応募状況と今後の進め方について御報告いたします。

1 ページをごらんください。9月末に締め切りましたESG指数の公募ですけれども、Twitterでも出しましたが、14主体から27の提案を受けております。

中身ですけれども、左下のグラフにありますように、ESG全てを考慮した指数が全体の63%と最も多い状況になっております。また、中には女性活躍の取り組みを考慮した指数ですとか、環境製品の売り上げを指数構築に考慮した指数ですとか、SDGs、CSVといった比較的新しい概念を指数に取り込んでいる斬新なアイデアというものも出てきております。

提案主体ですけれども、右下のグラフにありますように、指数ベンダーからの応募が最も多い状況になっておりますけれども、運用会社からも22%、一定程度提案を受けてきております。

具体的な中身になりますが、2ページと3ページに挙げております。名前のほうは伏せさせていただいておりますけれども、こちらではESG総合型を挙げておりますが、他の要素というところに着目いただきたいのですけれども、全体の大体半数程度がクオリティーとかボラティリティとか、何らかのファクターを合わせて評価している指数になっております。

また、ESG注力度というものをつけておりますが、これは銘柄選定の過程で、ESGの観点から選別をしているものを○、していないものを×。また、ウェイトづけでESGを考慮しているものを○、×とそうように評価しております。また総合というのは、銘柄選定でも下位10%を切るとかいうものであれば弱いわけですが、上位3分の1をとるとかいう非常に強いESGの選別を行っているものについては◎というような形で評価をつけております。

次のページは、EとかSとかGといった個別のテーマ型のものになりますけれども、こちら先ほどのページと同じように、クオリティーですとかボラティリティといったものを合わせて考慮しているものも出てきているという状況になっております。

これから、選定に進んでいくわけですが、それに向けての留意点ということで、私どもが気にとめておりますのは4ページにあります。今回、提案があった指数のうち、複数年で実績がある指数は2指数だったということで、大部分が2015年以降に出てきた、もしくは今回の公募に合わせて新たにつくってきた指数という形になっております。

また、先ほど申し上げましたように、各種ファクターを考慮する指数が非常に多いわけですが、ただそのファクターの影響が大きくなっている可能性があるという点については、ファクターのローテーションなどを考えますと、注意していく必要があるかなと考えております。

下のグラフをごらんいただきたいのですが、こちらは応募指数のリスクとリターンをあらわしたものになります。横軸にリスク、縦軸にリターンを示しております。RとかIとかついておりますのは、前のページの指数の名前と一致しておりますが、ここで特徴的なのは、右肩下がりのトレンドが出ているということです。通常であれば、ハイリスク・ハイリターン、ローリスク・ローリターンという右肩上がりのトレンドがあるというのが通常ではありますけれども、今回の提案されたものについては逆の傾向が出ているということです。

その背景には、先ほど申し上げたとおり、やはりクオリティーとか低ボラティリティとか、そういったものが入っているということで、最近パフォーマンスがよかったこともありまして、こういう傾向が出ているということだと思います。

このグラフでは表現していませんけれども、バリエーションのほうでもTOPIXと比べるとPBR、PERで見て高いものが非常に多い状況になっておりますので、そのパフォーマンスの継続性については、やはり慎重に見ていく必要があるかなと思っております。もちろん過去のデータ、シミュレーションデータをデータとして見ていくわけですが、フォ

ワードルッキングな視点、またESG指数を公募しているという趣旨ですので、やはりESGの注力度などを評価して、これから選考を進めていきたいと考えております。

5 ページは今後の進め方になりますけれども、今回のこの運用委員会で報告をいたしまして、次回の12月16日の運用委員会においては、ESG指数の選考の基準と、その運用の考え方について御審議いただきまして、そこでいただいた選考基準に基づいて、執行のほうで今提案いただいている指数の中に合致するものがあるかどうかという審査をいたしまして、もしそれがあればもちろん運用を開始して、その運用を開始した後に運用委員会に報告をいたします。その後も、定期的に報告はしていくという形になります。もし仮に、該当がないということになりましたら、次々回以降の運用委員会では、今後のESG指数の公募をまたやるのかどうかということも含めて、御議論いただきたいと考えております。

私のほうからは以上になります。

○新井委員長 どうもありがとうございました。

ただいまの説明につきまして、御意見・御質問をお願いいたします。

○大野委員 どうもありがとうございました。

4 ページのリスク、リターンのところが非常に気になっています。一般的ナリスクとリターンの関係とは異なりまして、これを見るとローリスク・ハイリターン、ハイリスク・ローリターンという関係になっています。この状況の中でESGを検討するということについてどういう解釈をされているのか。御意見を伺いたいと思います。

●塩村投資戦略課企画役 ですから、ESGというファクターがそのアルファにつながるかというところについて、まだ意見がいろいろ分かれている状況にある中で、やはり指数の提案者としてはこれまでパフォーマンスが出ているものをより加味して出してきたというのが今回の結果なのだろうとは思いますが、そのファクター自体を否定するものではもちろんないわけですが、継続性があるかどうかということについては、慎重に見ていく必要がありますし、先ほど申し上げましたけれども、立ち返りますと、今回ESG指数を公募しているのは、ファクター投資の観点から選んでいるということではありませんので、ESGの評価というところをより重視して選んでいきたいと考えています。

○大野委員 4 ページの上に3つ四角があって、3つ目に書いてありますけれども、過去データの有効性は慎重に判断するべきと。これはこの過去データとこのグラフのデータですか。

●塩村投資戦略課企画役 はい。

○大野委員 これを真に受けないということですね。ある意味では。

●塩村投資戦略課企画役 そうです。ですから、これをもっとブレイクダウンして、指数のつくり方で、例えば異常な回転率があるだとか、そういったものについては当然、割引きいて見ますし、時価総額に近いような形になっていれば、大勝ちはしないかもしれませんが、負けることもほとんどないようなケースももちろんあるわけですので、そういったことを総合的に勘案して選んでいこうと考えています。



○大野委員 先ほどの御説明の中でありましたが、バリエーションが比較的高いという理由には、ESGに配慮している会社は、IR活動もしっかり取り組まれており、いい意味で投資家の理解が進んでいて、結果として適正な株価水準を実現している。そういう意味ではそうでない会社と比べバリエーションが相対的に高くなっている。そういう印象を受けています。従って、そのような中で銘柄を選択することは意外と大変かなという印象があります。

あと、ここにフォワードルッキングな視点ということも書いてあります。これをもう少し具体的に実行する必要があります。従って5ページに次回ESG公募実施の記載がありますが、該当なしということも視野に入れながらぜひ検討していただきたいと思います。

●塩村投資戦略課企画役 そのフォワードルッキングということに関しましては、次回でどういった評価をするかということについてももう少し詳しく御報告いたします。

○大野委員 よろしくをお願いします。

○新井委員長 よろしいですか。

では、水野さんをお願いします。

●水野理事 今の塩村の説明で技術的にはそういうことは理解しておりますので、そういうことを考慮しながら内容を確認していくのですけれども、一方で、ESGの議論を始めたときに、やはりESGのリスクファクターとして考えたときに、短期の企業業績に明確にインパクトが出るものではないというような御意見は産業界からもいただいていた話でございまして、そういう意味では、こういう短期のボラティリティで捉えるリスクと、ESGでマネジしようとしているような長期的なリスクというものが多分マッチングしていないのだろうなというのは、一つの問題意識としてございます。そういうことですので、過去のリスクというときに、過去の短期のボラティリティということで言うと、そもそも今回マネジしようとしているESGのリスクファクターをはかっていることにならないのではないかと思います。

ただ一方で、こういう数字が出ているもので、明らかにリスク・リターンのパフォーマンスが悪いものをやるというのは、そもそも我々の運用方針に整合性がないので、そこをどういうバランスをとっていくかという観点から議論をして、皆さんにまた御相談したいと思っております。

○新井委員長 菅家委員、お願いします。

○菅家委員 確かに、4ページのこのリスク、リターン分布図を見ますと、世のESGの常識からはちょっと考えられないような結果なわけでありまして、言ってみれば、市場平均並みをとれば、ESGをできるだけ積極的に採用しましょうというのがこの世界の常識だと思うのです。そういう意味では、今回応募されているものの中身をより厳選しないとだめだなと思いますし、特にESG総合と言われているものの中身が一体どうなっているのかというのはちょっと見てみないと、こういう極めて抽象的な分類だけでは何ともいえないというのがありますので、もう少し具体的に、どういう考え方でつくろうとしているのかとい

うようなことをもう少し我々にも知らせていただきたいと思います。

それと、最後に大野委員がおっしゃったことで、場合によっては該当なしもあり得るとい、それは中身次第でそういうことは当然あり得るとは思いますけれども、ただ、GPIFがやはりESGを重視しているのだという社会的なアピールは既に行われているわけであり、実際にこの指数を募集しているわけでありますので、やはりそういう姿勢を貫徹するという意味でも、採用するような手だてもいろいろと考えていただきたいと思います。

○新井委員長 私のほうからもちっと申し上げたいと思います。4ページのところでIとJというファンドパフォーマンスが非常に対照的なのですけれども、2ページ目のほうに戻って見てみますと、他の要素として、低ボラティリティ・ファクターを入れているか入っていないかというところが効いているのかなという印象があります。サンプル期間が過去3年ということで、低ボラのパフォーマンスがよかったということですね。様々な相場局面があるので、データマイニング的にインデックスのパフォーマンスをよく見せるために、その相場局面でパフォーマンスのよかった何らかのファクターにチルトさせれば見かけが違ってくる。このような操作で評価がゆがめられることがないように、分析期間を3年よりも長くとってみることですね。水野さんがおっしゃられたように、価格ボラティリティではなくて、業績のボラティリティみたいなものも考えてみるとか、さまざまな工夫をして、見かけだけよいものが選ばれないように、中身をちゃんと吟味して、本当に良いものを選んでいくための分析をしていただきたいと思います。

●水野理事 ありがとうございます。

今のは、まさに加藤先生から前にも御指摘いただいた点でありまして、この単純な短期のアルファをうちがどうしても必要だというメッセージを強く出し過ぎると、そういう形でいろいろな別のファクターを中に忍ばせてくるというのは当初からリスクとして考えておりましたので、ESGのファクターのまさにここで注力度というように書いていますけれども、本当にESGのこれは指数なのかというところは、かなり厳密に見ていきたいと思っておりますし、どういう形で先ほどのリスク・リターンの証明みたいなものができるかということも今、検討しておりますので、また御相談するつもりであります。

○新井委員長 どうぞ。

○加藤委員 4ページの図表は想像どおりだなという結果です。新井委員長が今おっしゃられたように、低ボラティリティとグロス相場の結果こうなったということだと思います。ESGはまだ情報としてはマーケットで新しいわけですから、過去にさかのぼって分析できないという問題があります。詳細な分析は2～3年ぐらいしかできないという限界があります。したがって、ここにも書いていますが、インデックスの選び方としては基本的にフォワードルッキングな方法で行うしかないと思います。つまり、過去のデータだけで選ぶのは無理だと思います。したがって、どういうフォワードルッキングな基準で選ぶのかということがポイントだと思います。

そのとき、そのインデックスの作り方が重要ですが、もう一つは、ESGの評価基準が重要

です。何ををもってESGがいい会社と評価するのかということです。現時点で、ESG評価を行っている会社はまだそれほど多くないと思います。さらに、評価基準が日本のマーケットに合っているのか吟味しないといけないということです。

例えばグローバルな指標を使うという場合、その評価基準が日本のマーケットにとっていいのかどうかということです。というのは、結局それが日本の企業に対してどういうESG活動を行うべきかというインセンティブ付けをしてしまうので、それはとても重要だと思うのです。したがって、ESG評価基準をどうするのかということが、基本的にはフォワードルッキングな方法であり重要だと思いますので、ぜひ御検討いただければと思います。

●塩村投資戦略課企画役 ESG評価機関とは話をしていまして、意見交換の場の設定などについて、どこまで受けられるかについては今、議論をしているところであります。

●青貝投資戦略部長 意見交換という言い方もありますが、我々としてどういうESG評価機関がいいのかということを見ていく上では、なかなか難しいわけですが、複数のESG評価機関を相互に比較して見ることで、それぞれの評価機関の良し悪しが見えます。ESG評価機関によって、指数の中で選ばれた企業も違ってくるでしょうから、そういったところを通じて、あるいは指数の中で選ばれた企業の収益力がどうなっているのか見ることを通じてなど、いろいろと評価する手段があると思っておりますので、そんなことをトライしていきたいと思っております。

●水野理事 まさに青貝が申し上げたとおりですが、そういう指数とかスコアリングを提供してくる会社の精査みたいなものをどうやるか。逆にそういう機関がどういうディシジョンメイクのプロセスをたどってやっているかというのは、それこそそういうスコアリングモデルをつくっている会社のガバナンスも含めて、我々としては見なければいけないと思っています。

ただ、最終的には、おっしゃったとおり、このファクターそのものが新しいものですので、多分今後いろいろなリビジョンをしながらやっていくのだろうなと思っております。インデックスの採用の数もまだ決めておりませんが、ひょっとしたらそのスコアリングモデルの会社も複数になるかもしれないということだと思いますので、そこは時間をかけて今やっているところであります。

○加藤委員 現在、企業と対話の場所をお持ちになっていると思います。例えばそういう場所で企業の意見をぜひ聞いて下さい。何をどのように評価すべきかということは、運用者だけの視点ではなくて、企業のほうからもぜひ提案してもらって、それを評価機関にフィードバックするというのも重要だと思います。GPIFが主導権をとって、どのようなESG評価をすべきかということに関して、日本市場の範を是非作っていただきたいと思います。

●塩村投資戦略課企画役 企業側と運用会社側さんの評価というのは、結構乖離があって、そこについても調べてはいるのですが、評価が二分されていますね。企業にとって感謝されている評価機関と、そうでないところと。

○加藤委員 もちろん、企業ばかり向いても問題かもしれないのでバランスが重要と思

います。

●塩村投資戦略課企画役　そうです。投資という観点からいうと、そこも割り引いて考えなければいけないというのがありますので、両面から聞いていこうと思います。

○新井委員長　佐藤さん、お願いします。

○佐藤委員　ちょっと不勉強なので教えていただきたいという趣旨の質問なのですが、MSCI Japan ESG Indexというのがどうもあるらしくて、それからもう一つ、S&P/TOPIX 150 ESG Index。要するに、既存のESG Indexというのがどうもあるようで、こういう新規に募集するものと、既存のものと2つを比べたときに、どこかどう違っていて、既存のものは、この2つはバックテストを2007年に立ち戻ってやっていて、パフォーマンスはどうも余りよくなかったと、貧弱なパフォーマンスだったという結果が出ているやに調べてみると出ているようなのですけれども、そういうものと一体何が違うのか。その辺を次回御説明いただくときに教えていただけると参考になるなと思っています。なぜ、既存のものがだめで、新しくないとダメなのかとか、そういうことも合わせて教えていただけると大変参考になります。

●水野理事　既存のものも応募できる状態で、実際に応募されたものもございまして、今回、新規にうちのためだけにつくってくれというリクエストは出しておりませんので、入ってきているものもありますので、それを比較して御説明するつもりでございまして。

○佐藤委員　お願いします。

●塩村投資戦略課企画役　既存のものであれば、ほぼマーケット並みというのがあります。マーケットをアウトパフォームしているというわけではないのですが、マーケット並みというものは今のところはあります。それらの指数については、そのまま実績として評価できるとは考えています。

○大野委員　ダウ・ジョーンズに我々は申し込んでいるのですけれども、EとSとGがあって、極端に言うと日本の企業はGがすごく得点が低いのです。質問を見ると明らかに委員会設置会社をつくると結果的に点数が物すごくいいのです。だから、日本の中で見るとバイアスがかかっているの、そこはちょっとよく見ておいたほうがいいかなという感じはします。自分でこうやっているのですけれどもね。

EとかSはそれなりに真っ当に日本企業がやっていることがちゃんと評価されたと思いますけれども、どうしてもGの部分で、形で差がつくというところですね。これは注意したほうがいいと思います。

●水野理事　まさに、加藤先生のおっしゃったポイントだと思います。

○新井委員長　どうぞ。

○清水委員長代理　先ほど、菅家委員がおっしゃっていたことは私も強調したいのですが、やはりこんなに重要な選定をこの表2枚だけで説明されるというのはどうでしょうか。どのような数の銘柄数があって、恐らくこの応募されている方はしっかりしたいろいろな戦略とかいろいろなものをつくって出されていると思いますので、この27社全てをととは思

ませんが、例えば執行部のほうで幾つか候補を出された場合には、それについてもっと詳しいあるいは本当に提出された書類などを見せていただいた上で、やはり議論させていただければと思います。

●水野理事 この説明がちゃんとできていなかったようで申しわけないのですが、一番最後のページのまさに進め方のところで、本日1回目のこの一番上のものごさいますして、次回12月16日に一応準備ができればと思っているのですが、もう一度この審議がございまして、清水委員が今おっしゃったようなものは、この12月16日のときに出てくるということで御理解いただければと思います。

●高橋理事長 済みません。事務局はもう少しきちんとしてから運用委員会に諮りたいとおっしゃっていたのですが、私のほうはとにかくどのように困っているのかみんなに言ったほうがいいということで、大変申しわけない。

○清水委員長代理 わかりました。ありがとうございます。

○新井委員長 よろしいでしょうか。

(首肯する委員あり)

○新井委員長 それでは、続きまして、資料GPIFにおけるスチュワードシップ活動の推進について、事務局から説明をお願いいたします。

●小森市場運用部次長 お手元の資料GPIFにおけるスチュワードシップ活動の推進について御説明をさせていただきます。

先月までの運用委員会で、一部御報告させていただいているものもありますけれども、改めて現時点で我々が取り組んでいることの全体像を御説明したいと思います。

1 番目がSDGs推進円卓会議への参加です。ここにありますとおり、昨年9月の国連サミットで採択されまして、我が国ではことし9月に第1回SDGs推進円卓会議というものが開催されまして、高橋理事長が出席をしております。

SDGs自体は貧困であったり飢餓といった、世界中の国連加盟国で解決が必要な大きな17の目標と、細かい169のターゲットが設定されております。それを2030年までに、国連の責任で解決していこうという趣旨であります。この中で民間企業につきましては、こういった課題の解決を通じた社会貢献、そのことを通じて自身の中長期的な企業価値向上の両方の目的を目指すCSVと呼ばれる考え方の取り組みが推奨されております。

同時に長期の投資家であります我々自身も、こういった新しいCSVの考え方に取り組むことで企業価値を上げていく企業を対象にしてESG投資を行うことで、よい資金循環をつくり上げまして、最終的には我々自身がより高い収益を確保することを意図しておりますので、その趣旨で今後もこのSDGsについてはかかわっていきたいと思っております。

2 点目が責任投資原則協会の理事会への参加ですが、昨年9月に署名をしております。現在、水野理事がボードメンバーに立候補中です。ちょうど今週の金曜日に選挙が締め切られる予定で、来週中に結果が発表されますが、2つの枠にスウェーデンの公的年金とGPIFの2機関が立候補しておりますので、選挙というよりは信任投票のような形で

現在参加アセットオーナーが投票してくれているということになります。

これでボードに入るといえることになると、従来以上にPRIの取り組みであったり、そのESGの議論にセンターポイントでかかわっていくことができるようになっていくのではないかなと思っております。

3番目が、今、塩村が御説明しましたESG要素を考慮した指数の公募になります。

飛ばしまして4点目ですけれども、企業・アセットオーナーフォーラム、グローバル・アセットオーナーフォーラムの開催です。前回の運用委員会で、この企業・アセットオーナーフォーラムのほうの議事録のサマリーを御報告させていただいております。

今回は、ちょうど来週ですけれども、世界の主要なグローバルのアセットオーナーたちとクローズドの場をここで設けまして、例えば主なテーマとしましては、グローバルのインベストメントチェーンにおけるショートターミズムの克服につきて、いろいろな課題があったり、いろいろな取り組みがあると思いますので、そういったものをアセットオーナー同士で意見交換をしたり、知見を共有しようということをメインのテーマとしておりますけれども、もう一つ、我々としてはESGで先発していますこういったグローバルのアセットオーナーたちの知見であったり経験といったものもぜひ吸収して、我々のノウハウとして積み上げていきたいということも目的の一つに掲げております。

最後に5番目ですけれども、30% Club及び30% Coalitionへの加盟になります。グローバルなESGのテーマがいろいろありますけれども、ひとつ間違いなくありますのがジェンダー・ダイバーシティーになります。1番目のSDGsの中でも、17の中に一部、女性問題について触れているところもありますので、グローバルではより大きな位置づけを与えられる課題になっていくとみております。

その中で、イギリスの30% Club、それからアメリカの30% Coalitionという2つの団体にオブザーバーとして参加をする予定でおります。これによって、欧米におけるジェンダー・ダイバーシティー、我々が持ち合わせていないノウハウですけれども、知見拡大のための情報収集を目的としておりますし、また同時に外国株式の運用機関に対する、我々のESGに対する取り組み姿勢というメッセージも発信できるのではないかとこの効果も狙いながら取り組みをさせていただいております。

次の2ページ、別紙1がSDGsの公表資料になりまして、ここにあります17の目標がメインになります。

3ページが別紙2で、今申し上げたイギリスの30% Club、アメリカの30% Coalitionに加盟するという我々の趣旨を書かせていただいております。

御説明は以上ですけれども、本日御欠席の武田委員から、5番目の30% Club及び30% Coalitionへの加盟につきて、御意見をいただいておりますので、この場で読み上げるように御指示をいただいておりますので、かわりに発表させていただきます。

30% Club及び30% Coalitionへの加盟について賛成。決して政府の介入にはならないので、多様な見方の一つとして、啓蒙の意味を込めて入るべき。

例えば、世界経済フォーラムが発表したジェンダーギャップのランキングにおいて、世界144カ国中、日本が111位であるということはおかしいことと思っています。世界の常識からずれていますので、こういうことを意識しなければ、パフォーマンスが将来的に下がる要素になり得るという意識で、こういった目標を持つことでカルチャーやマインドが変わることが大事だと思っておりますということです。

以上になります。

○新井委員長 どうもありがとうございました。

ただいまの説明につきまして、御意見・御質問等をお願いいたします。

○大野委員 どうぞ。

○佐藤委員 いいですか。ではお先に。

グローバル・アセットオーナーフォーラムなのですからけれども、これはクローズドで今回はなさるわけですね。

●小森市場運用部次長 はい。議論は。

○佐藤委員 毎度申し上げているように、こういうグローバルなカンファレンスにGPIFが積極的に参加されて、その中でリーダーシップを発揮されるというのは非常に重要なことだと思ってしまして、その意味でも、今回クローズドであるということですが、どういう議論が行われたのが、それはやはりできれば還元していただきたいので、可能であればサマリーみたいなものを英語と日本語の両方でホームページに掲載するなりして、我々の取り組みなり考え方、そういうものを周知していただけるといいなと思いますし、どのタイミングかわかりませんが、行く行くはオープンな形にして、他の識者、アカデミズムとかそういうものの参加も募るような形に展望されると広がりが出てきて、もう少し啓蒙という意味では、先ほどの武田委員の御意見ではありませんけれども、よりインパクトも強くなるのかなと思っています。

あと、30% Clubへの参加については、私も武田委員と全く同じで、145カ国中111位と、去年101位だったのがことはさらにランクが落ちていきますので、非常にシェイムフルな話だと思っていますし、その意味でもクォータ制によるものではなくて、ボランティアな解決が重視されているという粋決めらしいのですけれども、個人的な考え方を申し上げますと、日本ではクォータ制を導入しないと恐らく無理であろうと思っていますので、それぐらいの気概を持って考えたほうがいいのではないかな。もちろん、経営者の方々は好感を持たれないのかもしれませんが、中にはウーマノミクスの名づけ親であるゴールドマン・サックスのキャシー・松井などは、やはり北欧の例を見て、ノルウェーとかデンマークとかその辺はやはりクォータ制で始めてみて、ようやく数年たって40%という目標が達成できた。最初はもう実現不可能と思っても、それを無理やりでもクォータ制でやるしかないのだというぐあいに彼女は考え方を最近変えているみたいで、随分そこを強く主張していますから、ほっておけば自主性で達成できるのだみたいな状況ではなくて、日本の状況というのは国際的に見て非常に意識としておくられている部分であるので、そこに関してやは

りこういうカンファレンスの成果みたいなことを還元していくというのは非常に意味のあることかなと思っています。

以上です。

○新井委員長　お願いします。

●小森市場運用部次長　ただいまの最初のクローズドの部分なのですが、今回は初めて我々が提唱して開催する試みということになります。まずはアセットオーナーだけで集まって、クローズドの中で議論をいたしますが、既に参加メンバーの中からも建設的な意見等については、何らかの形で出すことも今回の会議の中で参加メンバーの中の議決をとりまして、可能であれば出していきたいという声もありますので、そのところは当日また意見を聞きながらで、我々も同時に既に開催しております企業フォーラムをとると、私たちが間に立つ形で、必ずしもグローバルなアセットオーナーたちが日本を、先ほど大野委員がおっしゃられましたように、彼らも使っているであろうレーティングの要素も、必ずしも日本の実情に合ったものかどうかということすらわかっているかどうかというところが疑問にありますので、そのところは指数のお話も含めて、我々が間に立つ形でお互いのコミュニケーションをいい方向に持っていく役割を果たしていきたいなと思っています。

○佐藤委員　ありがとうございます。

○新井委員長　よろしいですか。

お願いいたします。

○大野委員　SDGsについても、PRIについても、30% Clubも私は賛成であります。

コメントを2つ申し上げます。第1点。クォータ制の議論ももちろん大事なのですが、日本の問題は、長時間労働に耐えないとなかなか上に行けない。そうしますとどうしても家庭を持った女性が不利になっていくので、働き方の改革が必須となります。例えば、ESG投資でいったときのSの部分、となく社会貢献、とりわけ企業が外に対する貢献ということが想起されますが、実は大事なことは内にありまして、長時間労働をなくしていくような、そんな働きかけが日本の中で大事であると思います。ぜひ進めていただきたいと思っています。

第2点。外部団体機関の加盟やそれらの理事職への就任は重要な意志決定であります。本件について反対ではありませんが、ガバナンス会議で事前に報告していただき、皆さまで意見を取捨するようなプロセスが必要だと感じました。

以上です。

○新井委員長　私のほうからも一言コメントなのですが、皆さんがおっしゃっていることはそのとおりだと思うのですが、特に女性の社会的進出の促進というようなことは政策目標としてそのとおりだと思うのですが、他方で、アセットオーナーとしてのGPIFがやるべきことと、その他の政府の担当省庁で取り組むべきことというのがあるような気がいたします。どこまでがGPIFとしてやるべきことなのかというようなことを、よく



議論なさったほうがよろしいのではないかと思います。

ここで挙げられているようなことは政策目標として非常に重要であって推進すべきことであるとは思いますが、それをGPIFが全面的に先頭を切って推進していくのがよいのか、政府のしかるべき省庁などが行っていくべきなのかというようなことは、よく検討した方がよい。GPIFは必ずしも選挙民の意向を100%反映した形で運営されているわけではありませんので、その辺のところはよく議論したほうがよろしいのではないかなと思います。

●水野理事 ありがとうございます。

多分、大野委員と新井委員長の御指摘は、こういう活動をするに当たってどういう議論をしていくかということなのだろうと思いますので、ガバナンス会議がいいのかどうなのかがあるのか、ちょっと考える必要があると思いますけれども、コミュニケーションを考えたいと思います。

一方で、政府機関とGPIFが何をやるべきかということにつきましては、今考えておりますのは、海外の今まさにPRI等を通じて海外のアセットオーナーとの交流を深めておりまして、海外のアセットオーナーがアセットオーナーとしてやるべきことだと思っているようなことについては、基本的にやれるかどうかという検討をすべきだと思っております、それが例えばスチュワードシップコードにかかわる活動であれば、我々はアセットオーナー、顧客としてアセットマネジャーに対していろいろな要求をしていく。それに対して、金融庁さんなんかはレギュレーションとして働きかけていくということで、同じことでも実際には違う働きかけになるようなケースも多分あるのだろうと思っております、海外のアセットオーナーとかが、アセットオーナーの役割をどう考えているかということで、今参考にしてやっておりますので、まさにこういうアセットオーナーフォーラムなんかでは、彼らがどのように考えているのかということはちょっと勉強していきたいと思っております。

○新井委員長 ほかの委員の方はよろしいですか。

(首肯する委員あり)

○新井委員長 それでは、続きまして委員限りその他資産構成割合の管理状況等について事務局から御説明をお願いいたします。

●五十里企画部長 委員限りその他資産構成割合の管理状況等についてをごらんください。

資産構成割合の管理状況等ということで、リバランスの状況とキャッシュアウトの状況につきましては四半期に1度、運用委員会で御報告をさせていただいておりますが、ことしの第2四半期、7～9月分がまとまりましたので、きょう御報告をさせていただきます。

まず、1ページの真ん中のリバランスの状況をごらんいただきますと、7～9月の間、リバランスの状況がこのような状況になってございます。資産配分としましては、ここに書いてありますように合計で4,703億、これをこの4資産に配分しました。

一方で、その配分のために回収した額が3,186億ということで、差し引き1,517億が、配

分のほうが回収額より多かったという状況になってございます。これは何を言っているかというと、短期資産のほうから配分のほうにリバランスとして回ったというところでございます。

次に後ろを見ていただきまして、2ページ目で、キャッシュアウトの実績を書いてございます。

7月～9月のキャッシュアウトの実績でございますけれども、この間ありましたのは、国内債券のキャッシュアウトと対応ファンドからの回収金というものと、財投債の償還金の2つでございます。

キャッシュアウトと対応ファンドからの回収金でございますが、この7月～9月の合計で9,028億ございました。また、財投債からの償還金でございますけれども、5,051億。これは9月でございました。

ということで、キャッシュアウトのための回収状況といたしましては、この7月～9月の間で1兆4,079億ございました。

では、これに対してキャッシュアウトがあったのかということでございますが、この下のところでございます。7月～9月には、寄託金の償還、国庫納付、こういったものはございませんでしたので、この間のキャッシュアウト、実際に国に返したお金はございません。

したがって、この第2四半期の間に6月末の一番下の短期資産残高をごらんいただきたいのですが、6月末で2兆6,354億の短期資産がありましたけれども、これにこの7～9月までの回収額、合計で1兆4,079億でございますけれども、それがさらに加わった。一方で、先ほど1ページ目で見いただきました、リバランスのために短期資産のほうから各資産に配分された1,517億が減る形になりまして、そこに若干の事務費のものがちょっと乗りまして、9月末で資産残高が3兆8,911億ということで、6月に比べて1兆2,557億ふえるような形になってございます。

この原因でございますけれども、先ほども申し上げましたように、キャッシュアウトのためにキャッシュアウトと対応ファンドからの回収、財投債からの償還といったものを予定をしておったわけでございますけれども、実際にこの間キャッシュアウト、いわゆる寄託金償還、国庫納付がありませんでしたので、結果的にその分が短期資産として積み上がっている。こういう状況になってございます。

その結果といたしまして、また1ページに戻っていただいて恐縮なのですが、下の表の一番右側、ちょっと9月末の速報値でございますけれども、短期資産のところの構成割合をごらんいただきますと、短期資産の年金特別会計を含む割合になってございますが、9月末で8.75%と、若干ですけれども高くなっている状況になってございます。

私からの報告は以上でございます。

○新井委員長 どうもありがとうございました。

ただいまの説明につきまして、御意見・御質問をお願いいたします。

○加藤委員 資金を回収して、キャッシュアウトがなかったので短期資産残高が増えたという話だったと思いますが、これは短期資産をそのままほっておくということなのですか。今、短期資産の比率が随分上がってきているわけですが、これはこの後どうしようとしているのですか。

○新井委員長 どうぞ。

●水野理事 では、私のほうからお答えします。

まず、前回の基本ポートフォリオのところの議論に参加されていた委員の方とそうでない委員の方がいらっしゃるのので、一応確認なのですが、今回の基本ポートフォリオをつくったところから、まず短期資産に事前のアロケーションというか、割合がなくなったということ。それと、短期資産の残高に年金特別会計の残高も加えるということが、今回の基本ポートの変更のときから新しいルールになっております。それでまず何が起こるかと申しますと、年金特別会計の分は実際は我々の手元にある資金ではございませんので、ここはある意味、我々のコントロール外ということで、実際の運用の対象にはなっておりません。この特別会計が、年間を通じてかなり上下にぶれますので、これが短期資産の残高、特に割合に大きく反応するときがあるということを、まずひとつ御理解いただきたいと思います。

2つ目に、先ほど高橋が、ブregジット以降のマーケットの環境から判断して、外国株については割高感があるということで、少し落とすオペレーションをしたということを申し上げたのですが、その場合に当然、そのときに同じように割安だと思う資産があれば、そちらに移すわけですが、マーケットの環境によってはリスクオフした資産が一時的に短期資産に待機資金として残るというオペレーションは、我々としては今後もあるオペレーションだと思っています。これは申しわけないですが、大変見にくくなっておりますのはそういう意味合いで、運用のデシジョンの結果としてキャッシュという安全資産に一時的にお金たまっている場合のものと、特別会計で我々のあずかり知らないところで上下しているものが全部ここに反映されてまいります。

申しわけないですが、今後、こういうことでやっていますのでキャッシュがふえていますという我々の運用の細かなことはこちらではシェアさせてもらうことが余りないと思いますけれども、先ほど、ちょうど理事長の高橋が申し上げましたので、今回は例えばそういうオペレーションをしたということで、実際には配分も起きておりますのでそこでの動きは出ていませんが、今後はそういうケースにおいて短期資産が膨らむということは、運用のやり方として十分あり得るとは考えておりますので、そういう意識のもとにこの数字を追っていただけるとありがたいと思います。

○加藤委員 短期資産を今おっしゃったように2つに分けることはできないのですか。年金特別会計とそうではないキャッシュに。

●水野理事 分けることはできます。

●宮崎参事官 ポートフォリオ管理としては合わせてやりましょうということでありす

が、まず年金特会の短期資産に関して言いますと、これは2カ月ごとに、集めてきた保険料を給付としてお支払いするということです。例えば4月だと4月15日の支払いのために3月末はたまっている。4月末にはそれが減る。5月末は6月の支払いに向けて上がるということです。パーセンテージ的に言えば大体2%ぐらいですが、この偶数月と奇数月の違いを見ていただけるとその動きがおわかりいただけると思います。それが年金特会の短期資産のフローということでございますので、それ以外が基本的にはGPIFのほうでの。

○新井委員長 運用上のキャッシュ。

●宮崎参事官 キャッシュということになるかと思います。

○佐藤委員 あと、2ページ目のこの短期資産残高、月末で括弧に年金特別国会の残高を除くと書いてありますね。これはまさに運用に回せるGPIFのプロパーとしての短期資産ということなのではないですか。

●水野理事 はい。

○佐藤委員 ということは、数値はとれるということですよ。

●水野理事 とれます。

○佐藤委員 だから、この表でその1ページ目の短期資産のところを、そのGPIFでプロパーのものに、数字を例えば内数として入れるなり何なり、参考件数として表示することは可能なわけですよ。

●水野理事 もちろん可能です。ただ、外に出すものに関しては合算でやっているのと、株債券の割合の計算のときには、それを全部入れてやるという基本ポートフォリオ設定のときのルールになっておりますので、その形で出していますけれども、もちろん内数はつかんでおります。

○佐藤委員 まさに内づかいのものとして、実際に見る上で本当はその数字を見たほうがよろしいわけですよ。

○清水委員長代理 ただ、この表を見れば、その6月のブレグジット以降、基本的には短期資産のほうが多い形で運用されているというのがわかりますね。

○佐藤委員 そこはトレンドとしてわかります。

○菅家委員 よろしいですか。

○新井委員長 どうぞ。

○菅家委員 その裏表の表の理解なのですけれども、1つはキャッシュアウトがこの間ずっとないというのは、これは前に宮崎さんとかに聞いたことがありますけれども、厚生年金基金の代行部分の返上の問題で、出す必要がない状況が続いているという理解でいいのかどうかということと、一方でそのキャッシュアウトと対応ファンドの償還とか、財投債の償還があるので積み上がっているのだという理解でいいのかということ。

それから最初の説明の中で、短期資産を4資産に配分していても追いつかないみたいな説明をされていまして、要するに全体の構図の理解としては、たまっているものを配分しようと思っているのだけれども、たまるスピードのほうが速いのだという理解でよろ

しいのかどうか。

●宮崎参事官 私が答えるべき範囲かどうかはありますが、1点目のキャッシュアウトにつきましては、御指摘のとおりでありまして、中期目標・中期計画を立てた時点では、5年間で20兆円程度のキャッシュアウトがこの間あるということで、キャッシュアウト対応ファンドを御用意いただいておりますが、現実的にはこの間、厚生年金基金の代行返上などによる入りが随分入ってきているので、それによって年金特会のほうからは請求書が想定したほど来ていないという状況です。27年度はまさにそうでありましたし、28年度もそういう状況でございます。

このような状況は、予算を立てる時点とその実行の時点で若干違ってくるときがありますので、そこは事務的には年金特会の担当者とGPIFの経理のほうとで情報共有をしながら、そこをどれだけの部分を運用で回せばいいのかということは、情報共有をしながら勘案いただいているという仕組みでございます。

○新井委員長 お願いします。

●水野理事 今回の件で言うと、皆さんに意識しておいていただきたいと思いますのは、基本ポートフォリオがありまして、その中の乖離幅運用をしていく中で、どんどんキャッシュがたまっていつに、来たからすぐその分出す。アロケーションに合わせて出すというのはオペレーションはしていないということです。環境に合わせてすぐにリスクアセットに振り向けるべきではないという判断であれば、一時的にキャッシュの残高がふえるということはあるというオペレーションを、今GPIFではやっておりますということは、御理解いただければと思います。

●青貝投資戦略部長 1点だけよろしいですか。

菅家委員が御指摘いただいた、キャッシュアウトの額については、厚生労働省から御連絡をいただくということです。今はゼロが続いておりますけれども、将来的には予定どおりあるいはそれ以上のキャッシュアウトが来るということも当然でございます。

当法人での短期資産の残高は、予定したキャッシュアウトが行われなかった結果発生するキャッシュと、私どもの投資回収の結果として起こるキャッシュの合算値が出てくるということでございます。

キャッシュアウトの額がどうなるのかということは、GPIFとしては、引き続き厚生労働省のほうからお話を伺っております。バッファファンドという言い方もありますけれども、いつでもキャッシュアウトに対応できるようにしておかなければいけないという要請に応えつつ、投資もしなければならないというなかなか難しいミッションを負っているわけでございます。その中で短期資産の残高が動くということがあるということについて、ちょうどそれが如実に出た局面でございましたので、御理解が深まったのではないかと考えております。

○新井委員長 どうぞ。

○加藤委員 今回の観点で一つ質問させて下さい。例えば債券のクーポンや株式の配当など

のキャッシュが入ってくると思います。それがそのままキャッシュアウトに向かうという場合も当然あるわけですね。

●水野理事 再投資ですか。

●青貝投資戦略部長 再投資ですね。

○加藤委員 基本は全部再投資なのですね。

●水野理事 基本は再投資です。

●陣場市場運用部長 各ファンドの中でベンチマーク自体が再投資を前提としておりますので。

○加藤委員 なるほど。入ってきたインカムがそのままキャッシュアウトに向かうということはないということですね。

●水野理事 ないです。

●青貝投資戦略部長 今はそういう仕組みになります。

○加藤委員 それは仕組みとしてそうだということですか。

●青貝投資戦略部長 そういう選択をしているというふうにも言えます。

●水野理事 基本的にベンチマークがそうであるということと、あとはこのキャッシュアウト対応ファンドというのをあえてつくったのは、5年後までを視野に入れて売り崩す必要がなく、償還でキャッシュアウトができるようにしようという前提でこのファンドをつくったが、実際は先ほどの代行返上等々があり、キャッシュアウトの要請が来ないので、どんどん元利金が入ってきている。

○加藤委員 キャッシュアウトが当面余りないのであればそれでいいと思いますが、キャッシュアウトが恒常的に出てくるのであれば、インカムをそのままキャッシュアウトに回した方が、取引コストがその分低減され良いのではないですか。一旦再投資してまたそれを取り崩しに行くということだと、そこで取引コストがかかってしまいます。インカムをそのままキャッシュアウトに回すという仕組みも考えたほうがいいのではないですか。

●水野理事 基本ポートをつくったときに、残高のシミュレーションを行っておりまして、なぜ25年にしたかということもそこが一回残高のピークになるという前提があったりして、そのあたりをいろいろ考えながら、このキャッシュアウト対応ファンドという仕組みを考えたわけですが、今でもこれが最善と理解しているわけでもなく、今後、基本ポートフォリオもまた、実はもう2年たつと今度、基本ポートフォリオの見直しをしなければならぬわけなのですが、そういう中ではキャッシュアウトについてどういうやり方をすべきなのかという議論も出てくる可能性はあると思っておりますので、また御意見をいただければと思います。

○菅家委員 基本ポートのときは代行返上を全く想定していなかったということと、代行返上は一過性の話であると思っておりますので。

●宮崎参事官 菅家委員からもお話がありましたように、厚生年金基金の代行返上などは想定しなかったのが、基本ポートフォリオ策定のときには大体2%ということで、短期資

産を試算されて策定されたと聞いております。ポートフォリオ上は短期資産という枠組みを、従来5%といったものをなくしたということでございますが、計算上は2%でポートフォリオを組んだと理解をしております。

キャッシュアウトに関して言いますと、申し上げましたように、5年で大体20兆円と想定して、足元でみると想定外のことが一部出ているので、そこまで求めているということでありませけれども、単年単年では大体ある程度の予測は予算段階でついているので、それを先ほど申し上げましたように、GPIFの経理方と情報共有をして、GPIFのキャッシュアウト対応ファンドなり短期資金の部分をどのように運用するのかということ、邪魔しないようにといいますか、情報共有をしながら進めていただいているという状況でございます。

○新井委員長 新任なものでよくわからないのですが、許容乖離幅は第一印象だとかなり大きいような感じもするのですが、これは基本的にどういう考え方でお決めになられた数字なのかということと、いつ決められた数字なのかということ。

もう一つは、現在のようなネガティブ金利という環境の中で、短期資産運用もやさしくはないと思うのですが、資産配分がゼロでなくてもいいような感じもするのです。国内債券35%というのがネガティブ・インタレスト・レート環境下でいいのかということもちょっと頭をよぎるところがありまして、そういうようなことについてごく簡潔に教えていただきたいということなのです。

●青貝投資戦略部長 基本ポートフォリオについて、国内債券35%、国内株式25%、外国債券15%、外国株式25%の資産構成割合を前提として、過去の市場データを投入することによって、各資産の構成割合が2シグマの範囲で、どういう資産構成割合になるのかということ、シミュレーションすることができます。この2シグマの範囲内のときに売ったり買ったりしないでいい範囲として、今の乖離許容幅の数値を定めたものです。

お答えは以上でよろしゅうございますか。

○新井委員長 はい。

●水野理事 短期資産は、もともとこの議論のときに、そういう短期資産を資産クラスとして考えないということでやったわけですので、今回、短期資産を持てば実際我々もマイナス金利の国債か預金かというのは当然考えるわけでございまして、委員長のおっしゃったようなことは考えているわけですが、基本ポートフォリオ上はこういう扱いになると考えています。

●青貝投資戦略部長 補足でございますが、基本ポートフォリオ上は短期資産を資産全体の2%を平均的に持つ前提のもと、この2%相当分はほとんど利回りが出ないだろうということで、目標利回りの1.7%よりも少し高い利回りを達成するという形に目標を修正しまして、それで最適化をしています。間接的には、長期平均的に短期資産の保有比率は2%という前提で基本ポートフォリオを構築したというのが、当時の議論でございました。

○清水委員長代理 乖離許容幅について、新井委員長は広過ぎるのではないかというお話

もされていましたが、ここを機動的に運用するのだというところが今回のウェートで決めた際の一つの売りであったわけなのです。しかし、いつもこのシートをいただいたときに、それを見ながら何となくそうしたのだらうかと推察するぐらいにとどまっていたのですが、きょうはたまたまなのか、もともと話ししてくださる予定だったのか、高橋理事長がこのリバランスのお話をしていただいたので、運用委員会としても、とても納得感がありますし、今の短期資産が大きいとかいうこともわかって、非常にありがたいなと思っています。

実はこの運用委員会のあり方として、私はポートフォリオと乖離許容幅を決めた後、運用委員会の中でも実際に今の状況を鑑みて、こういう乖離許容幅の中で機動的な運用をしていますとか、リバランスをしたけれども、こういう事情で短期に移していますというようなことが議論されたり説明されたりするのかと実は思っていたのですが、ほかに議論の項目がいつも多くて、余りそういう話がされなかったケースが多かったと思うのです。しかしこういった重要な局面において、GPIFの投資が機動的に行われているなということが今日のお話からわかって、非常にありがたかったと思いますし、今後も、やはりこのようにリバランスがあったり、通常よりも短期資産が多かったり、あるいはそれが減ったりしたときに、こうやって議論ができる、あるいは御質問ができたり御説明を受けたりできると非常にいいなと思います。

○新井委員長　ほかによろしいでしょうか。

それでは、本日予定した議事を終了しましたので、今回はこれまでにしたいと思います。

事務局から連絡事項があれば、お願いいたします。

●三石審議役　それでは、冒頭にも申し上げましたけれども、資料の取り扱いでございますが委員限り5 ESG指数の応募状況と今後の進め方についてと、委員限りその他資産構成割合の管理状況等について、この2つにつきましては、運用委員会終了後に回収をさせていただきますので、机の上に置いておいていただき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。

次回の第112回運用委員会でございますけれども、12月16日金曜日の午前10時から、この事務所で開催いたしますので、よろしくお願いいたします。

○新井委員長　では、どうも御出席いただきまして、ありがとうございました。