

## 基本ポートフォリオ策定に係る経営委員会議事概要

### 1. 第14回経営委員会（2018年9月18日（火））

#### 【報告事項】

#### （3）「次期基本ポートフォリオ策定について」

第4期中期目標に向け、基本ポートフォリオ策定に関して、7月以降の変更後の体制、前回の基本ポートフォリオ変更時における考え方、前回及び今回のスケジュール比較について、執行部から報告があった。

続いて、委員から以下の報告があった。

次期基本ポートフォリオの策定にあたっては、理論的な側面、実務的な側面の両面から課題を洗い出して議論することになった。

ファクターポートフォリオについては、経済成長、インフレ、実質金利、為替などのリスクファクターをベースにして基本ポートフォリオを策定する方法論が近年脚光を浴びているが、その方法論については、さまざまな研究が行われている最中であり、ベストプラクティスとして確立されたものがあるわけではない。実装することを考えると、人・モノ・金・時間をかけて経験値を積む、あるいは運用リスク管理のために必要なシステム基盤を整えるなど、さまざまな準備期間が必要であるため、リスク管理指標として、ファクターの考え方をより高度化することに取り組むことにして、基本ポートフォリオの策定については資産ベースの従来のフレームワークの中で考えることにしたい。

また、現行の4資産の区分にするべきなのか、あるいは内外区分を撤廃して、株式と債券という区分にするべきなのかについても議論した。債券についてはライアビリティとの関係があるので、現実論として国内債券と海外債券は分けたままでいいのではないかという議論になったが、株式については、企業活動がグローバルになってきており、近年、日本株、海外株との相関係数が高くなっている、内外区分を撤廃している海外公的年金基金もふえてきているので内外区分を撤廃するほうがよいのではないかという意見があり、引き続き検討していきたい。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員A 株式について、これまで国内外でフィフティ・フィフティに分けていたのは、どういう理由なのか。

委員B 資産を分けて最適ポートフォリオをつくる際には、リスク・リターンの特性に依拠して、一まとめの資産クラスにして考える。以前のグローバル化が進む前の時代には、国内株式と外国株式を分けて考えるのが、リスク・リターンの特性が異なるという観点からして合理性があったのだろうと思う。しかし、グローバル化の進展とともに内外株式を区別することが必ずしも資産カテゴリーとして合理

的な区分ではなくなってきたということが大きな背景にあると思う。

委員A　今は株式か債券かという区分と、国内か国外かという区分の組み合わせで4分割になっているが、国内外かというのが優先して決まって、それをさらに株式と債券で分割するのか、それとも逆なのか。そういった前後関係があるのか、ないのかも教えて欲しい。

委員B　現行のアプローチとしては、最初に資産を4区分して、ポートフォリオの期待リターンが必要利回りを上回るという制約条件の下で条件付平均不足率の最小化を図るという最適化問題を解いて、ポートフォリオの下方確率や予定積立額を達成する確率について検証している。最初に4資産ありきとなっているが、今後も基本ポートフォリオ策定において採用すべき方法なのかについて検討したいと思う。

委員C　内外区分の撤廃の意義については、運用受託機関での障害の除去、自由度の向上、より効率的な運用と理解してよいのか。

委員B　一義的には GPIF 全体として考えたときの障害の除去だと思う。運用機関に対するマンドートについては、仮に資産区分を撤廃しても、国内株式を運用するマンドートを与えるところもあるし、グローバルマンドートというところもあると思う。

理 事　基本ポートフォリオの区分とマンドートの区分は必ずしも一致する必要はないが、これまでは一致させてきた。その理由としては、1つは、運用会社とも合意できていたため、もう一つは資産管理機関が資産別に4つに分かれていたので、現実的にそれを越えた運用が不可能だったためである。4つに分けてきた資産管理銀行を統一化できれば、グローバルマンドートを与えることはできる。ただし、一般的なエクイティの運用について、グローバルマンドートでやりたいという運用会社が多くいることは事実であり、GPIF の選択肢が広がる可能性はあるが、実際に基本ポートフォリオが決まった後に、再度運用会社とマンドートについて議論して、仮に基本ポートフォリオが内外一致しても、運用会社のマンドートはずっと分ける可能性もあるし、逆に全て一体化するということもあり得るが、まだ議論をしていない。

委員C　国内の株式市場における公的資金の割合が高まっていることから、株式市場にひずみが出ているのではないかと懸念する声がある。そういうことに GPIF でも十分に留意した基本ポートフォリオの策定が必要ではないかと思っている。

委員B　御指摘のとおり、日本の多くの企業において実質上の筆頭株主が GPIF という状況になっており、このままでよいのかという議論もある一方で、市場に大きなインパクトを与える可能性も否定できない。十分に議論していくということが重要ではないかと思う。

委員D　仮に国内外を1つにしてグローバルの区分にする場合には、インパクトのあるメッセージなので、委員の御発言のとおり、よく検討すると同時にメッセージの出し方もあわせて検討してほしい。

また、今までは日本の資金を集めて日本の株式市場に資金を投下しているので、株式会社に対して直接エンゲージメントしないという前提に立っていたが、日本の資金で海外に投資するということになると、Climate やSDGs の問題等について、海外企業に対してエンゲージメントしていくことになるのか。

理事 GPIF は直接企業に対してエンゲージメントすることはできないが、スチュワードシップコードに賛同している。GPIF の場合は運用会社に対話を促すという形でスチュワードシップ責任を果たしている。これまでは日本のスチュワードシップコードが日本の企業だけを対象としていたため、GPIF のスチュワードシップ活動も日本企業に限られていたが、現在は既に外国株式の運用会社に対しても、同じ要求を行っているし、スチュワードシップ原則等もすべて英訳して海外にも出しているため、日本企業と外国企業の間には差がなくなってきた。

理事長 委員から御指摘のあった GPIF の保有株式が市場を歪めているのかについては、実証論文を読んだことはないが、既にある研究なりについて情報を収集したい。前回の基本ポートフォリオ策定のとときの違いは、日本銀行が金融政策上大量の株式を保有しており、今、日本の株式市場は GPIF と日本銀行が大きな株主になっている。加えて、金利は 10 年より手前まですべてマイナス金利という状況にあり、株式市場にお金が溢れている。こうした構造の中で、基本ポートフォリオについて、特に日本株式についてどうするかを考えるプロセスは必要であると思っている。

委員長 海外公的基金の資産構成割合においても、さまざまな理由からホーム・バイアスの傾向が見られるとあるが、どのような理由なのか。

委員 B GPIF の場合は他事考慮にあたるが、諸外国では当該国や州等の地域の産業振興を運用に際して考慮すべき課題として挙げている年金基金などがある。

## 2. 第 18 回経営委員会 (2019 年 1 月 21 日 (月))

### 【報告事項】

#### (1) 「次期基本ポートフォリオ策定について (2)」

厚生労働省から GPIF 次期中期目標の策定に向けた今後のスケジュール等について以下の報告があった。

年金財政の検証については、運用利回りを含めて財政検証の諸前提の確定後、財政検証の作業を経て公表する。運用利回りの設定については、GPIF の実績を活用して保守的に設定する方向で検討が進められている。

積立金基本指針については、厚生労働省において検討しており、その後、共済の所管省との調整を行っていく。その上で、財政検証結果が公表された後、改正する場合には改正及び公表を行う。

中期目標については、本年 6 月末までに現中期目標期間 (2015~2019 年度) における見込みの評価について、GPIF が自己評価を行い、厚生労働大臣に提出する。8 月末

までに、GPIF の自己評価を踏まえた厚生労働大臣の見込評価を行うとともに、業務・組織全般の見直し内容を策定し、それらを社会保障審議会資金運用部会で審議いただき、総務省へ提出し公表する。9月以降は、見込評価等を踏まえて次期中期目標案の検討を行い、次期中期目標案について資金運用部会の審議を経て、2020年の1月から2月に資金運用部会において諮問手続を予定している。それらと並行して、総務省の独立行政法人評価制度委員会においても、GPIF の次期中期目標案について審議が行われる見込みである。それらを経た上で、2020年の2月ごろの予定で厚生労働大臣がGPIF の次期中期目標を策定・公表し、GPIF に対して次期中期計画の策定を指示する。3月に次期中期計画案を資金運用部会に諮問後、厚生労働大臣が認可し、4月から次期中期目標・中期計画が開始する。

年金積立金運用のあり方については、一昨年10月のガバナンス改革法の施行後3年めどの検討規定を踏まえ、資金運用部会で審議を行っていく。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員A 実質運用利回りの設定方針が変わるとのことだが、いろいろなケースによって利潤率の推定などを変えて幾つかシナリオが出てくるのか。これまで利潤率の測定は日本をベースにしていたと思うが、GPIF は4割以上海外資産になっており、海外要因を勘案しなくてもよいのか。

また、保守的に設定とあるが、移動平均にすると保守的になるかよくわからない。

厚生労働省 実際の推計等はこれから厚生労働省において行っていく。計算方法としては従来から変わっていない。いくつかの方法をいろいろと工夫しながら保守的な設定をしていくことで御理解いただきたい。

委員B GPIF の運用利回りの実績について10年移動平均の幅を踏まえる方法等により保守的に設定とあるが、どの程度決まっているのか。

厚生労働省 実際には移動平均のとり方に幅があるだろうし、10年移動平均のとり方についてもいくつかのパターンがあり得ると思っており、これから実際に具体的な数字をもって推計を行いながら決めていく。現状では、厚生労働省の専門委員会で大きな方向感としてこういう方法でやっていけばどうかというのが決まっているという状況である。

執行部 GPIF としてこの検討会に陪席しているが、単純平均なのか、移動平均なのか、10年の平均なのか何種類かを見て、結果として10年平均等を基礎とすることが決まったものであると理解している。

続いて、委員から以下の報告があった。

運用資産の内外区分の撤廃については、株式については内外区分を撤廃することを基本方針とし、債券についてはライアビリティーの関係もあるので、内外の区分は残すという原則的な方向で進めたいと考えているが、今後どういう形で進めていくかに

ついて、さらに詳細な検討を行いたい。

ファクターポートフォリオについては、ファクターに基づく基本ポートフォリオの策定は見送ることとし、現在でもリスク管理ではファクター分析を活用しているが、今後一層活用していくことにしたい。

期待リターンの推計方法については、実務的に多くの機関で採用されている Black-Litterman モデルによる方法とするが、詳細については今後検討を続けていきたい。

多期間最適化については、20年から25年の運用期間について、それを1期間として最適化するのではなくて、例えば5年ごとに区切って、5年ごとに最適なアロケーションを決めていく方法であり、自由度を入れた形で多期間の最適化を行うという理論的にはすぐれた方法だが、現行の GPIF の運用の仕組み等を考えると、実際に活用するのは難しいので、今回は見送ることにした。

為替ヘッジについては、従来どおりノーヘッジをベースにして基本ポートフォリオを策定することにしたが、実際の運用においては、その時々状況に応じて執行部で判断して為替ヘッジを行ってほしいと考えている。

政策ベンチマークについては、現行のベンチマークに問題がないわけではないが、見直すことによって得られるものと、継続性や幅広く国民の間に認知されているかなどを比較考量した結果、引き続き現行のベンチマークを使うことにしたい。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員C 内外区分の撤廃については、市場への影響に対する対応策の検討はもちろんのこと、被保険者の頭の中には、基本ポートフォリオの4つの区分が明確にあると思う。そういう中で株式だけ内外区分を撤廃するという打ち出すときには、被保険者に対して丁寧な説明が必要ではないかと思うので、ぜひ工夫してほしい。

委員D 株式については、インダストリー要因とカントリー要因に分けて考えると、過去10年から20年ぐらいにかけてインダストリー要因がかなり高くなってきており、国内と海外に分けることでセクター配分等について自由度が束縛されるというデメリットがある。

ただし、御指摘のとおり、国民の間の納得感や市場にいたずらな混乱をもたらさないということがあるので、今後、引き続き検討を続けていきたい。

理事 内外区分の撤廃については、最適化するときに内外株式の区分を撤廃して最適化するという意味なのか。それとも、実際の運用の際に、今は外国株式のマンデートあるいは国内株式のマンデートという形で運用受託機関に与えているが、それを撤廃するという意味なのか。

委員D カントリーバイアスをなくすという意味ではなく、内外区分を設けていることが運用における自由度を束縛しているのであれば、そのようなことがないようにしたいと考えている。

運用機関に与えるマンデートについては、内外区分の撤廃と分けて考えていけ

ばいいのではないか。

理事 委託運用について、内外区分があるので運用の自由度がないという認識は持っていない。内外区分を撤廃したことによるマーケットへの影響などのほうが重要ではないかと思う。

### 3. 第21回経営委員会（2019年3月29日（金））

#### 【報告事項】

#### （1）「次期基本ポートフォリオの策定について（3）」

厚生労働省から年金財政における運用利回り等の設定等について以下の報告があった。

長期の運用利回りの設定の際に用いる GPIF の運用利回りの実績については、実績の過去10年移動平均の変動の幅を踏まえて保守的に平均値より低めの値を用いることになった。

足元の経済前提の運用利回りについては、内閣府試算で推計された長期金利を基礎として、内外の株式等の分散投資による効果や長期金利上昇による国内債券の影響を加味して設定することになった。これらを加味して、成長実現ケースとベースラインケースそれぞれにおける足元の運用利回りが各年において設定された。

GPIF にとっては長期の経済前提が重要になるが、ケース I からケース VI の6つのケースを想定して、それぞれについての運用利回りが幅を持って設定されている。現状では6つのケースについて数値として示されている段階であり、現時点では GPIF の運用目標についての決定はまだされていない。今後、厚労省の審議会における審議を経て、最終的には厚生労働大臣が来年度中に定める次期中期目標において、運用目標として正式に示すという流れになる。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 A 名目長期金利については、2028年に成長実現ケースで3.4%、ベースラインケースで2.0%となっているが、日本もドイツも10年金利はマイナスとなっており、現在の状況から見ると高い設定であると感じる。内閣府の足元の経済前提について、もう少し低い前提を置くなどの議論はあったのか。

厚生労働省 基本的には、足元は内閣府のシナリオを政府として使うという考え方に立っている。また、内閣府のシナリオは、2028年は物価上昇率が2%で、実質成長も2%程度という前提になっており、今と同じ状況で長期金利の数値を見ることができないと考えている。

委員長 向こう10年間は足元というのはわかるが、長期というのはどの期間を指すのか。

厚生労働省 財政検証では足元から約100年間を見通すので、長期というのは、2029年から約90年の期間になる。

委員長 物価上昇率は外生なのか。

厚生労働省 外生で設定している。

委員A 足元的前提はずっと内閣府のシナリオを使っているが、例えばもう1つくらいほかのシナリオを置いてみたりしない理由はあるのか。

厚生労働省 2004年の財政再計算のときに、経済財政諮問会議等でもいろいろと議論されたが、政府内でそれぞれがそれぞれの前提を置いてシミュレーションをしているのはどうなのかという議論になり、足下の期間については内閣府の前提を統一して使うことになった。

委員B 先ほど委員の指摘にもあったように、内閣府の前提は足元の経済情勢あるいは金利の情勢から乖離している。GPIFは与えられた運用目標を最小のリスクで達成することという使命を与えられているが、実態から離れた運用目標を与えられると、リスクを大幅にとらざるを得ないことになってしまい、本来的政策目標から乖離するのではないかと思う。

厚生労働省 具体的にGPIFの運用目標をどう設定するかは、資金運用部会で議論いただく。その際に、どのように議論いただくかについては、これから検討していく。

委員長 審議会場で今の委員のような意見を議論する機会はないのか。

厚生労働省 これまでGPIFの運用目標をどのように設定してきたかという経緯も含めて、事務局から審議会場で説明して、それに対して委員から御意見をいただいた上でオーソライズをしていく。最終的には厚生労働大臣が定める中期目標において運用目標を設定することになる。

委員長 委員の御意見は、現実から離れた高めの運用利回りを目標として与えられると、それを達成するために大きなリスクをとっていかざるを得ないという構造にあり、それは本来のGPIFの運用の考え方と矛盾してしまうということだと思う。非常に重要なポイントだと思うので、そういったことも消化した上で運用利回りが設定されるように何か工夫の余地があれば工夫してほしい。

厚生労働省 今回示された財政検証の経済前提に関しては、運用利回りを念頭に考えていくことになるが、それ以外にもリスク制約の条件をどうするかなど、他にも考慮すべき要素があるので、それらを踏まえて全体としてどれが最適なのかという観点から議論ができるように審議会場で事務局として進めていきたい。

委員C 全て日本で運用するのではなく、半分は海外で運用するのに、日本の経済成長モデルだけで議論するのはおかしい。日本は人口が減少していき、経済成長は低下する。全世界の経済成長は続くので、この成長の果実を取り込む必要がある。

続いて、委員から以下の報告があった。

今後のスケジュールについては、財政検証結果が公表されるまでに、与えられた前提条件をベースにさまざまなシミュレーション等を実施していきたい。

#### 4. 第22回経営委員会（2019年4月11日（木））

## 【報告事項】

### (2) 「次期基本ポートフォリオの策定について (4)」

委員から前回報告時に結論を得た課題のほか以下の報告があった。

キャッシュの取り扱いについては、国内債券の一部としてキャッシュを取り扱うこととしたい。

オルタナティブについては、現状の仕組みと同様に、資産カテゴリーに分ける形でアロケーションを決めていくことにしたい。オルタナティブの上限については、次期中期計画の策定の中で議論を行うことにしたい。

マルチアセットについては、次期中期計画の中で整理を行っていくことにしたい。

目標の解釈については、厚労省から与えられるものであり、その目標に対して運用せざるを得ないと考えている。

リスク制約・リスクバジェットについては、今後、継続的に議論していくことにしたい。

乖離許容幅については、従来リスク管理という側面で大きな役割を果たしてきたが、より複合的な指標について議論していきたい。特に株式のリターン等は、著しく低いリターンがあったり反対に著しく高いリターンがあったりするという一方で、リターンの分布が正規分布と乖離する裾の厚い分布になっており、これはリスク管理上、重要な論点である。

モデルポートフォリオについては、GPIF 以外の3共済と共同でモデルポートフォリオを設定することになるが、今後議論していきたい。

内外資産区分の撤廃については、株式については、内外株をあわせた形で基本ポートフォリオを考えたほうがいいのではないかと考えているが、債券については、株式に比べると内外のリターンの相関が低くなっており、現在の国内債が直面している投資環境を見ると、あえて区分をつくって国内債に最低限の投資を考える必要はないのではないかとこの考え方もあり、結論は出ていない。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員長 内外区分の撤廃について、基本ポートフォリオの策定プロセスの改善が図られるとあるが、具体的にはどのような改善が図られるのか。また、最適化の課題を軽減できるとはどういうことか。

委員A 1番目については、グローバルに市場が統合しており、国内株の期待リターンは何%でリスクは何%、外株は期待リターン何%でリスクは何%、相互の相関が何というような形で設定をすること自体が最適化に制約を与えることになるので、そういうものを無くしたほうが、より効率的なポートフォリオの策定ができる。

2番目については、相関係数が高いと期待リターンを少し変えるだけで最適配分が大きく変わることになる。取引コストを無視すれば、ポートフォリオの組みかえをしたほうがいいということを意味するので、国内株、外株という区分を超えて弾力的な運用を行っていくほうがいいのではないかと考えている。

委員B 株式の内外区分やオルタナティブをどこに位置づけるなどが議論されているが、資産区分については、それぞれの資産の属性が違わないのであればまとめればいいし、違うのであれば別々にするというのではないか。資産区分の判断基準は、資産の属性、つまり当該資産の持つリターンとリスクの特性によって決まるものだと思うが、運用の柔軟性などを考慮してこうしておいたほうがいいという議論になっている。資産を区分するときの判断基準を明確にしておかないと恣意的になりかねない。例えばオルタナティブについても、今は額が小さいので、大したことはないのかもしれないが、属性が違うということが明確なのであれば、額は小さくても、別に区分すればいいと思う。

委員A 委員の御指摘の通りであり、株式については、資産の特性とリスク・リターンという側面で、同じカテゴリーに属するというのが内外区分を撤廃する理由である。債券については、例えば相関係数を見ても低く、同じクラスの資産とは言えないが、国内はマイナス金利の状況にあり、為替のリスクエクスポージャーが著しく高くなってしまわないように、リスク管理のフレームワークをより高度化する必要はあるが、できるだけ壁を取っ払っておいた方がよいのではないかという意見と、それは簡単にはできないので内外区分は残しておいたほうがいいという意見がある。

委員C 株式の内外区分の撤廃について、今の委員の御発言はそのとおりだと思うが、被保険者や市場が今の話を聞いて、そうですねとなるのか。被保険者や市場に対して納得感を持ってもらえるようにどうやって説明していくのか。

委員D 国債は日本の経済力にリンクしているが、株式は企業の価値であり、日本の中での価値ではなくて、その企業のグローバルな事業活動に基づいた価値なので、株の内外区分は意味がないのではないか。

議論しなければいけないのは、目標利回りになっている賃金上昇率+1.7%である。日本の生産年齢人口は、97年は全体の人口の約7割の8700万だったが、2017年は約6割の7600万人になり、将来的にはもっと減って5割になると言われている。生産年齢人口が5割になったときに、その理論で合っているのか。そういう人口構成の中で、そういう議論もきちんとしたほうがいいのではないか。

委員E 基本ポートフォリオの策定において重要なのは、全体のリスク水準を決めるということだと思う。内外区分を撤廃ということは、執行部にその配分比率を決めることを任せるとのことだが、リスク水準がそこで大幅に変わることになるので、経営委員会レベルでリスク水準を決めたほうがいいと思う。

株式については、日本株式と外国株式の相関は高く、リスク水準もほとんど変わらない。また、個別企業を見ても、売上高などを見たら、区別がつかないので、内外区分を撤廃したほうがいいと思う。債券については、外債と国内債ではリスク水準が異なるので、内外区分の撤廃は適切ではない。委員から指摘があったマイナス金利の問題もあるが、すべての日本国債がマイナス利回りになっているわけではないので、代替商品を国内債券の分類に組み入れて、国内債券プラス代替

商品にすることによって、クリアできるのではないか。

委員A 委員からの発言のように資産の内外区分を残すというのも一つの考え方だが、撤廃した上でファクターモデルのような形で、株式なり為替のファクターが1%ポイント動いたら、損益がどのくらいの影響を受けるかを常にモニターして、感応度を調整していくようなフレームワークもあり得ると思う。

また、国民に理解が得られるのかという点については、外枠、内枠のような形で、外枠では内外区分を撤廃しながら、内枠では4資産で管理するということもあり得ると思う。

## 5. 第23回経営委員会（2019年5月16日（木））

### 【報告事項】

#### (1) 「次期基本ポートフォリオの策定について（5）」

委員から以下の報告があった。

資産区分の撤廃については、まだ結論は出ていない。

アロケーションの決め方については、2段階の構造にしてはどうかと考えている。外枠のリファレンス・ポートフォリオは債券と株式という形で分ける。内枠のストラテジック・ポートフォリオについては、株式は内外で区分せずと一緒にして最適化を行い、債券は外国債券と国内債券の相関が高くないので、同一の資産と考えるのは難しく、為替リスクのエクスポージャーの問題もあるので、国内債券と外国債券に分けて最適化を行う。

ストラテジック・ポートフォリオについては、経営委員会で御意見を伺った上で具体策について検討を進めていきたい。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員A オルタナティブについては資産区分をしないということになるのか。

委員B 従来どおり株式的な性格を持っているオルタナティブは株式のカテゴリーに入るし、債券的な性格を持っているオルタナティブは債券のカテゴリーに入るという形で進めていきたいと考えている。

委員A 資産区分の基本的な考え方として、リスク・リターンの特徴が実質的には同じであるという整理をしたということか。

委員B そのとおりである。

委員A オルタナティブについては5%を上限とするという方針があるが、基本ポートフォリオには入らないが、どこかできちんと補足的な説明をするという前提になるのか。

委員B オルタナティブについては、この基本ポートフォリオの構成比とは別枠の形で最終的には決めることにしたいと思っているので、今後より一層検討を行いたい。

委員A 国民の目から見たときに、オルタナティブについては、基本ポートフォリオの

枠組みの中のどこにあるか見えにくいので、きちんとセットで説明してほしいと思っている。数字が小さいので無視できるのかもしれないが、今後ふえていくとなると、特殊な領域でもあるので、こういうことをやっているということをきちんと国民に理解してもらおうということが大事である。次期基本ポートフォリオを策定する際には、補足的な説明になるのかもしれないが、セットで説明してほしい。

委員B 委員の御趣旨はよく理解できるが、オルタナティブということで一くりにしようとしても、例えばPE ファンドとインフラでは、かなり資産特性が異なるので、資産特性という観点からすると、PE ファンドとインフラを一緒にするよりは、PE ファンドは株に近いだろう、インフラは債券に近いだろうというような形で考えたほうが、基本ポートフォリオの策定としてはいいのではないかと思うが、オルタナティブにはオルタナティブの特性があるので、そういうところについては別立てで補完的に説明するようにしたいと思う。

委員C ポートフォリオを外枠と内枠の二段階構造にしてはどうかということだが、外枠は5年間はそのままだが、内枠は2年程度でも変更できるように柔軟性を持たせてはどうかということか。

委員B そのとおりである。当初想定していた投資環境と変わらなければ結果的に変わらないかもしれないが、投資環境の変化にスピーディーに対応できるように柔軟性を確保してはどうかということである。

理事長 国民への説明を考えると、これまで4資産だったものを3資産にしたり、リファレンス・ポートフォリオとストラテジック・ポートフォリオと2重の設定にしたりすることを理解してもらうのは大変な作業だが、それだけの説明コストをかけてまで得るものがあるのかということも含めて、もう少し検討が必要ではないかと思う。また、内外区分の撤廃についても、株式の中の比率が不透明になるので国民にとって見ると心配の種になるのではないか。すべてディスクローズする、シンプルに説明するというを基本にして議論したほうがいいのではないか。

委員D このままだと20年後、30年後には日本株の10%以上をGPIFが保有するという事も伝えるべきと思う。将来のGDPの規模を考えれば、海外資産を増やしていくべきと思う。

委員E この考え方は現実的にどうやって実行するのかということに大きく依存すると思う。この議論をさらに深めると同時に、具体的な実行の方法論を同時に議論したほうが現実的ではないか。もし、その観点から難しいようであれば、別の方向に行かざるを得ないと思う。

委員C 委員の問題提起は次期基本ポートフォリオ策定の具体策ではなく、目指すべき姿ではないか。次期基本ポートフォリオにこの目指すべき姿を全部入れると混乱すると思う。委員の御発言のとおり、こういう目指すべき姿に対して、このようなことを次期ポートフォリオに取り入れた場合にどうなるのか、これは次に回そうかなどの議論を深掘りしていくしかないのではないかと思う。

## 6. 第27回経営委員会（2019年8月27日（火））

### 【報告事項】

#### （1）「次期基本ポートフォリオの策定について（6）」

委員から以下の報告があった。

内外区分の撤廃については、いろいろな案を検討してきたが、足元の状況では、非常に大きな金額の日本株を保有している。そういう中で、いきなり内外区分の撤廃を実施すると、GPIFのパフォーマンスを悪化させることにもなるし、市場にいたずらに混乱をもたらす可能性もある等の制約があるため、従来どおりの4資産で基本ポートフォリオを定めることにしたい。

また、株式と債券という乖離許容幅とそれぞれの資産クラスの乖離許容幅という複層の乖離許容幅のアプローチにしたい。

続いて、執行部から「次期基本ポートフォリオ構築におけるESGの考慮について」以下の報告があった。

ESGはフォワード・ルッキング性が高く、伝統的な資産運用理論の枠組みでは議論に限界があるので、執行部から経営委員会に対して議論を提言したい。

PRIに署名する機関の運用資産額も増えてきており、日本円で約6600兆円に達している。

これまでマネジャーベンチマークでESGインデックスを採用してきたが、そこから一步踏み込んで、基本ポートフォリオの政策ベンチマークをESGインデックスにすることも考えてもいいのではないか。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員A ESG投資のパフォーマンス評価について、10年結果を待つということではなくて、どうやって毎年評価していくのか検討してほしい。

委員B ESG投資という観点と政策ベンチマークとして基本ポートフォリオに結びつける必要性について説明してほしい。

理事 ESG投資が特別な投資体系であると考えることが全体の流れと合わないのではないかと考えている。例えばESGに関する報告書については、GPIFはESG投資ではなくESG活動と言っているが、基本的には、マーケット全体のパフォーマンスは常にバックワード・ルッキングであり、ESGはシステム全体のリスクの話なので、どうしても長期のバックワードで検証することにならざるを得ない。基本ポートフォリオにESGを考慮するという点については、GPIFはESGをESG投資とそうではないものに分けるのではなくて、ポートフォリオ全体にESGをインテグレートすることによって、将来的にサステナブルになるという哲学を持っており、基本ポートフォリオについてESGを考慮したインデックスにすることがその考え方

に一番合っているので提案している。

## 7. 第28回経営委員会（2019年9月30日（月））

### 【報告事項】

#### （1）「次期基本ポートフォリオの策定について（7）」

厚生労働省から財政検証について、以下のとおり報告があった。

2019年の財政検証では、将来の経済の見通しとして幅広く6ケース設定しているが、経済成長と労働参加が進むケース（ケースⅠ～Ⅲ）については所得代替率50%を維持した。一方、経済成長と労働参加が一定程度進むケースについては、50%では財政が均衡せずに割り込んでいくという見通しになっており、経済成長と労働参加を促進することが、年金の給付水準のために重要である。

財政検証を行う上で重要な前提は大きく3つあり、人口と労働力と経済である。人口の前提は、5年に1回、国立社会保障・人口問題研究所が100年間の将来推計を出しており、出生、余命ともに高位、中位、低位と3パターン計算している。中位推計では、出生については1.44、平均寿命は4～5歳ぐらい足元からさらに延びるという前提になっており、余命と出生率から計算された高齢化率は、5年前よりは若干低下している。年金財政的には出生率が上がったことで、若干のプラス要因になっている。

労働力の前提は、独立行政法人労働政策研究・研修機構が推計しており、経済成長と労働参加が進むケース、一定程度進むケース、進まないケースの3ケースで推計している。労働参加については、足元の労働参加が前回の見通しよりもさらに進んでいることを反映して、さらに進むという見通しになっている。

経済の前提は、不確実性が高いので、幅広く設定することになっており、年金部会の下に専門委員会がつけられていて、そこで専門家の議論によって決まっている。経済前提については、前回よりも控え目に設定されている。

賃金上昇率については、実質経済成長率から実質賃金上昇率を設定している。具体的には、労働生産性上昇率をベースに賃金上昇率を設定しており、労働生産性が上昇すれば、長期的には賃金もそれに応じてふえるだろうという考え方に基づいて設定している。

運用利回りについては、今回はGPIFの実質運用利回りをベースにして、将来については利潤率の変化に従って運用利回りも変化するという考え方に基づいて設定している。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員A 年金受給、人口、労働経済の側面については詳しく分析されているが、実質運用利回りについては日本の利潤率との関連で分析されているだけになっている。GPIFはグローバルに運用しているのにもかかわらず国内の利潤率だけが基準になっていることやGPIFの実質運用利回りの実績についてどういう背景でこのような

実績が出たと考えているのか説明してほしい。

厚生労働省 専門委員会でも議論されたが、GPIF の運用実績を使っているのも、その中には海外の運用も入っている。モデルは国内ベースになっているが、GPIF が投資しているのは主に先進国なので、先進国間では利潤率は大きく変わらない。モデルをつくる上で重要視したのは、客観性を担保することであり、グローバル経済まで考えるのは難しいという技術的な制約もあって、こういう形になっている。

運用利回りについては5年前と推計方法が変わっている。5年前はまず金利を計算して、さらに追加でどのくらい運用利回りが確保できるかという分散投資効果を加えて計算していた。これまではGPIFが発足してから時間がたっていなかったのも使えなかったが、データがたまってきているので今回からGPIFの実績を使って設定することになった。ただし、単に17年間の平均ではなくて、10年間の移動平均を見て低い水準に設定するという保守的な設定になっている。

委員B 足元の期間について、内閣府試算では実質賃金は順調に伸びていくシナリオになっているが、もう少し下がるケースについては検討していないのか。

厚生労働省 政府としては内閣府試算を使うのが基本であるとして、2004年の財政再計算のときからずっと足元10年間は内閣府試算を使っている。

委員長 実体経済と金融市場は時に長期にわたる乖離があって、現に実体経済から想定される運用利回りが実際は当てはまらないという状況が非常に長く続いている。この点実際に金融市場で成立している運用利回りを参考にしながら保守的に設定するというのは進歩だと思う。ただし、過去17年間については、経済が総じて好調だったという印象を持っており、安全を見越して保守的に運用利回りが設定されたとのことだが、どの程度保守的に設定されているのか。

厚生労働省 単純平均は2.7%だが、ケースⅠ～Ⅲは10年移動平均の下から30パーセンタイル値をとって2.3%、ケースⅣ、Ⅴは20パーセンタイル値をとって1.8%に設定されている。

続いて、執行部から「次期基本ポートフォリオ構築におけるESGの考慮について(2)」以下の報告があった。

投資企業の事業価値は将来キャッシュフローの現在価値から計算することができる。その約半分は足元から5年間のキャッシュフローの価値になっており、短期的には財務情報の確からしさなどから事業価値を計算することができるが、長期的には気候変動などがパフォーマンスにも影響してくると言われている。

政策ベンチマークについては、長期間の信頼できるデータがあることが望ましいという観点から、時価総額加重の伝統的なベンチマークを使用してきた。

ESG指数には時価総額加重の総合ベンチマークがあり、ESGの評価などによって、銘柄がアンダーウエイト、オーバーウエイトしたりしているが、パフォーマンスについては時価総額加重からあまり乖離しない設計となっている。

テーマ型のESGベンチマークについては、特定のテーマで事業活動を行っている銘柄

柄を除外しているため、時価総額加重よりも銘柄数がかかなり絞られていて、トラッキングエラーも大きくなっている。

一方で、女性活躍指数といったものに見られるシグナリング効果も無視できないところがあると考えている。

質疑等はなかった。

## 8. 第32回経営委員会（2019年10月24日（木））

### 【報告事項】

#### （2）「次期基本ポートフォリオの策定について（8）」

厚生労働省から GPIF の次期運用目標等について以下のとおり報告があった。

2014 年の財政検証を踏まえた現行の運用目標については、ケース A から H までである 8 つのケース全ての実質的な運用利回りの中央値に対応する値として、1.7% が運用目標として採用されている。

8 月下旬に公表された財政検証において、ケース I からケース VI まで 6 つのケースの長期の経済前提が示されたが、全てのケースの実質的な運用利回りに対応する値は 1.7% になる。

以上の点を踏まえつつ、積立金の運用目標は「年金財政上必要となる実質的な運用利回り」であることに鑑み、今後、GPIF において次期基本ポートフォリオを策定するに当たっては、実質的な運用利回り 1.7% を運用目標として設定する。

現在の基本ポートフォリオにおけるリスク制約については、①名目賃金上昇率から下振れするリスク（下方確率）が全額国内債券の場合を超えないこと、それに加えて、②運用目標を最低限のリスクで確保する観点から、賃金上昇率を下回った場合の平均的な不足額（条件付平均不足率）としている。

次期基本ポートフォリオにおけるリスク制約については、現行の考え方と同様に、今後、GPIF において次期基本ポートフォリオを策定するに当たっては、下方確率及び条件付平均不足率をリスク制約として設定する。

質疑等はなかった。

続いて、委員から以下の報告があった。

リファレンス・ポートフォリオとストラテジック・ポートフォリオという議論をしてきたが、わかりにくく、屋上屋を架すことになる恐れもあるので、今回は見送ることにしたい。

ただし、PDCA サイクルや機動的な運用プロセスの透明化、評価の問題等については、今後の課題として継続的に議論していきたい。

期待リターンの推定については、データの制約等があるので 25 年、予定積立金確保の状況については 50 年とすることを議論しているが、まだ結論が出ていない。25 年に一本化したほうがわかりやすいという議論と、予定積立金確保の状況をチェックする

期間については、運用の観点から名目ベースで積立残高がピークになる 50 年にしてはどうかという議論があり、引き続き検討したい。

短期資産にかかわる諸課題については、執行部において流動性対応計画を検討することで対応することにしたい。また、キャピタルコール等に備えて外貨建ての短期資産を保有するニーズが今後強まることが予想されるので、外貨建ての短期資産は外国債券の一部として位置づけたい。特別会計の短期資産は GPIF としてコントロールできないので、乖離許容幅の設定やパフォーマンス評価について、執行部で規定の見直しを検討してはどうかと考えている。

モデルポートフォリオについては、国共連、地共連、私学共済の 3 共済と共同でモデルポートフォリオを策定することになる。

質疑等はなかった。

## 9. 第 33 回経営委員会 (2019 年 11 月 18 日 (月))

### 【報告事項】

#### (2) 「次期基本ポートフォリオの策定について (9)」

委員から以下の報告があった。

期待リターンの推計に用いるデータの期間については、財政側のモデルの想定期間がおおよそ 25 年になっているので、それに合わせて 25 年にしたい。運用資産を取り崩す時期については、従来は実質ベースとしてきたが、運用サイドで資産の取り崩しを考える際には、名目とすることにしたい。いろいろと未確定な部分はあるが、資産の取り崩しまでの期間は平均的にはおおよそ 50 年先と見込まれるので、予定積立金確保の状況確認のための期間については、50 年にしたい。

資産構成については、従来どおり 5% 区切りにしたい。今度どのような資産構成にするかはストレステストやパラメータ設定における感応度分析等も見ながら引き続き検討していきたいが、現時点では日本だけではなくて海外についても金利の低下傾向が継続的に続いており、現行の基本ポートフォリオから国内債券を減らして外国資産をふやしてはどうかと考えている。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 A 委員から 50 年ぐらいは取り崩さないという説明があったが、業務概況書に掲載している図は実質ベースなので 20 年になっているということなのか。

委員 B そのとおりである。

委員 A 業務概況書の図はもう少しで残高を取り崩すと国民に誤解を与えるため、今回の議論とは関係ないが工夫したほうがいいと思う。

理事 もともとは国民の間に GPIF がロスを出したら年金をもらえないという誤解があったので、財源としては GPIF の積立金は 10% ぐらいであることを説明してきており、一定の効果はあったと思う。GPIF の株式運用については、もう数年の

うちに売らなければならないという誤解もあったので、基本ポートフォリオと合わせて 50 年先までは基本的には取り崩す必要がないというメッセージを出していきたい。

委員A　すぐ取り崩さなければならないと思っていたので、相当な危機感を持っていた。50 年先までは基本的には取り崩す必要がないというメッセージを打ち出したほうが良いと思う。

委員B　社会保険料の設定などの制度を考える場合は実質ベースでの検討が必要だろうと思うが、資産運用という観点では名目ベースで業務概況書などでも説明したほうが良いのではないか。

続いて、執行部から「次期基本ポートフォリオ構築における ESG の考慮について(3)」及び「次期基本ポートフォリオ構築における ESG の考慮について(4)」以下の報告があった。

世界を取り巻く ESG の状況については、いろいろなステークホルダーが ESG に関して原則を策定している。とりわけ気候変動については、気候変動に特化したイニシアチブが設定されている。

この一連の動きの転機となったのが、2015 年 COP21 のパリ協定と国連の持続可能な開発サミットでの SDGs の採択である。

これらを受けて、ワールド・エコノミック・フォーラムでも気候変動の議論がふえてきており G20、G7 等で、SDGs のコミットメントが繰り返し確認されている。

国際的な ESG に対する取組はより実効的な活動へ発展しつつあり、民間銀行、保険会社、機関投資家など主要なステークホルダーは原則を策定している。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員C　ESG、SDGs の議論はこれで十分理解できると思うが、議論のポイントは ESG 指数を基本ポートフォリオのベンチマークにするのかではないかと思う。

新しい ESG ベンチマークがマーケットポートフォリオと大きく乖離しないのであれば、ある程度理解はできるが、検討してほしい点が 2 点ある。

1 点目は、例えば国内債券のベンチマークである BPI について言うと、銘柄の信用格付けについては複数の評価機関を使っており、ある意味ではリスクをヘッジしている。単一の評価機関の評価をもとにしたベンチマークはリスクが高すぎるのではないか。2 点目は、パフォーマンス評価の方法をある程度明確にしてほしい。そのベンチマークを採用した場合にどのように評価するのかである。

理事　政策ベンチマークについて、ESG を考慮した指数への変更を検討したいと思っている。パフォーマンスは、基本的にはもともとの時価総額加重の指数のリスク・リターンをトラックするが、ESG のクオリティは上がるという考え方である。

それぞれの指数会社によって考え方やデータソースが違うという問題については、ESG 活動報告の中でも指数会社によって格付けが違うと明確に言っており、違

いがあることは認識しているが、今の流れとしては、指数会社が ESG のデータ会社を自分の子会社として買い始めていて、それぞれどこのデータを使うかというのはチームとして確立しつつあるので、複数の評価を用いた指数が現実的に可能なのは指数会社と議論してみないとわからない。

## 10. 第 34 回経営委員会 (2019 年 12 月 2 日 (月))

### 【審議事項】

#### (1) 「次期基本ポートフォリオの策定について (10)」

委員から以下の説明があった。

PT としては、基本的に国内債券を引き下げ、外国資産を引き上げということを基本的な方向性として提案したい。国内債券は、現在の利回り曲線から推定した期待リターンを使っているのが 0.7% となっており、基本的に現在のゼロ金利という国内の情勢を踏まえて、国内債券について、現行の 35% の基本ポートフォリオから 10% ポイント下げて 25% にするというので、国内債券を減らした 10% を外国資産に持っていくという考え方である。

現行の基本ポートフォリオ策定時に下方確率 (予定された積立金金額を下回る確率) が 40% であったが、その積み立て不足になる確率というところでは、43% ということになっている。

海外の公的年金のアセットアロケーションと比較した一覧表で見ると、多くのところが株式は 6 割あるいは 7 割とっていたり、8 割とっていたりするところがある。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 A 債券は国内債券と外国債券と分かれるが、国内債券については、日本の経済の拡大とリンクする。長期の視点で考えると、グローバルの経済成長と比べて日本経済はそれほど成長しないと考えられるので、グローバルの成長の果実を年金資産の運用に取り入れるべきである。名目の年金資産は 50 年間減らないので、年金資産を積み立てていく局面であり、短期の変動は年金の支給に影響がないことから、いかに長期の安定成長を取り込むべきかを考えると株式になるのではないかと思う。

また、国連の SDGs は、国際的な活動として国連のリーダーシップで全世界の 70 億人以上の生活水準を上げていこうと活動をしており、長期運用で経済がシュリンクするということはないと思う。

金融市場で考えたときに、一番大きな金融市場は株である。資産を振り向けるときに、国債などを中央銀行が買い上げている状況からすると、取引の市場そのものは株に比べると小さいので、将来のことを考えたら、株がふえていいのではないかと思う

- 委員B 国民から見れば、GPIF にはリターンより安定やリスクの回避を望んでいると思う。この基本ポートフォリオを5年後に見直すことや為替の影響などを考えると、今の段階では外国株式比率を増やすべきではないと思う。
- 理事 GPIF の基本ポートフォリオを説明するときに誤解を生みやすいので障害になっているのが、1.7%というリターンである。これは実質ベースのリターンになっているが、現在の賃金上昇率はほとんど0に近い水準になっているので、1.7%のリターンを目指すポートフォリオの株式比率がどうしてもこんなに高いのかと思われる。名目ベースで4%のリターンを目指す基本ポートフォリオを策定しているのだから、きちんと4%と説明しなければならないと思う。名目と実質を一体で説明しないと基本ポートフォリオに相当違和感を持たれるのではないかと懸念している。
- 委員A 株が上がるということは、経済活動が長期のトレンドで成長して賃金が上がることになるので、経済活動と賃金と株の関係は、長期のトレンドとリンクするという説明もしてほしい。
- 委員C 今の状態でも、ある程度運用がうまくいっているので、変更するにはそれなりの理由が要るのだろうと思う。現状いろいろな情勢を踏まえて、余り動かないほうがいいのではないかと感じている。
- 委員D 自分が年金をもらう立場としては、リスクがそんなに変わらないのであれば、リターンが大きいほうが個人的にはうれしい。説明の仕方については、実質的期待リターンに賃金上昇率を乗せた上で説明しなければいけないという理事の意見に賛成である。
- 委員E リスクについては、短期的に大きなロスが出るという側面と長期的に予定積立金を確保できないという側面がある。
- 委員F 財政上必要な資産と GPIF の運用資産を比較すると足元では剰余金が貯まっているので、普通であればリスク資産のウェイトを下げる事が出来るが、GPIF のマニフェストは5年毎に剰余金がゼロクリアにされて、毎回新たな目標が与えられることになるのでそうはいかないことになる。
- 委員G 新興国の成長率も落ちてきており、長期的にはコンサバティブな期待リターンの見方がしっくりきた。日銀の金融リテラシーの調査でも、残念ながら日本人のリテラシーは先進国の中でも低く、本当に国民の目線に合わせる方がいいのかとも思っている。GPIF が理解を促進させていくということもあり得るのではないか。
- 理事長 国内の債券の利回りがほとんどマイナス金利というのがずっと続いており、国内債券の比率を下げて外国債券の比率を上げるということについては、その必要性なり切迫感なりが非常にクリアなので、国民にも納得してもらえらえると思っている。
- 委員A GPIF の年金資産は積み上がっていく、名目ベースでは50年間は取り崩しがないとすると、現在、年金を受給している人のためではなくて、将来、年金を受給す

る人のために年金資産を運用しているのだと思う。いろいろな形で経済活動は国境をなくす方向へ動いており、日本経済は働き手が減っていくことを考えると、グローバル経済の成長の果実を取り込むということがポートフォリオの検討の中にあるべきである。現状是認のままではいつまでたっても変わらないので、将来のことを考えると、今、踏み出すべきではないかと思う。

委員B 委員の御意見は長期的な話だが、この基本ポートフォリオは5年後には見直すことになる。どこかでギアをチェンジする必要はあるかもしれないが、5年のタームと10年のタームと20年のタームは全然違うのではないか。

委員E 期待リターンの想定については25年、予定積立金確保の状況をチェックする期間については50年になっている。5年たったら情勢も変わるかもしれないので見直しをするということであって、原則は25年ないし50年を踏まえて基本ポートフォリオを策定することになっている。

執行部 今回の基本ポートフォリオの策定にあたっては、円建ての短期資産については国内債券に位置づける、外貨建ての短期資産については外国債券に位置づけるという変更を行うことが議論されているが、実務的にはシステムの手当等が必要となり、時間を要することから、基本ポートフォリオの最終案の承認前ではあるが、執行部であらかじめ実務的な手当てを進めたい。また、ヘッジ外債を国内債券として位置付けるための対応についても、同様に執行部であらかじめ実務的な手当てを進めたい。

## 11. 第36回経営委員会（2020年1月9日（木））

### 【審議事項】

#### （1）「次期基本ポートフォリオの策定について（11）」

厚生労働省から積立金基本指針の改正について以下の説明があった。

GPIFを含む管理運用主体のこれまでの取り組み状況、取り巻く状況変化等を踏まえて、各管理運用主体に共通する指針において、①ESGの考慮、②ベンチマーク収益率による評価に関する改正を行うこととし、資金運用部会の報告の後、告示をする予定である。

ESGの考慮については、ESG投資の取組の対象を株式から積立金全体に変更する。また、長期的な観点から行う積立金運用においては、投資先及び市場全体の持続的成長が長期的な収益の拡大に必要であるというESG投資の背景となる考え方や、ESG投資が被保険者の利益のために長期的な収益を確保する観点から行われることを基本指針に明確化し、各管理運用主体がESG投資の推進について個別に検討した上で必要な取組を行うこととする。

ベンチマーク収益率による評価については、今後のより一層の適切なポートフォリオ管理や業績評価に資するよう、複合ベンチマーク等による運用資産全体の運用利回りに対する評価を行うことを基本指針に明確化する。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員長 最終的に改正が行われるタイミングはいつになるのか。

厚生労働省 現在、告示に必要な手続を進めており、4月から施行する。公布のタイミングは、手続が終わり次第になるが、2月になる見込みである。

続いて、委員から以下の説明があった。

国内金利についてはマイナス金利、海外金利についても非常に長期間にわたって低下傾向をたどっていることから、現行の基本ポートフォリオの見直しをする必要があり、国内債券については、現在の35%を削減していく必要がある。

予定積立金額を下回る確率については、25年、50年の2種類の期間を計算したが、現行基本ポートフォリオを下回る結果となった。

実質的にはGPIFの基本ポートフォリオと同じになるが、フレームワークとして3共済と共同でモデルポートフォリオを策定することになるので、本日はモデルポートフォリオ連絡会議に提示するモデルポートフォリオ案について審議してほしい。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員A 乖離許容幅を設定するのであれば、ふやすのかふやさないのかという議論も、場合によっては許容乖離幅の枠内で対応可能になるのではないかと。

委員B 委員の御発言のように例えば基本ポートフォリオに比べて債券をオーバーウェイトにするとか、アンダーウェイトにすることは可能だが、GPIFの運用成果はあくまでも基本ポートフォリオを複合ベンチマークにして、その対比で評価をされることになる。

理事長 執行の立場からすると、基本的には、基本ポートフォリオを尊重して動くという立場であるが、外国株をふやすということについては、2点ある。現実的には次の執行陣にどの程度の許容期間を与えて、どの程度の相場つきの中で、経営委員会としてミッションを与えるか、執行陣と経営委員会との間の対話が相当必要になると思う。これだけ高い株式の中で買い続けることのリスクを国民にどう説明するかというところで苦しいかなというのが1点目である。

もう1点は、次期中期計画からは複合ベンチマークで評価されるので、外国株のアンダーウェイトで運用がスタートすることになると、執行陣に対して評価はよくなくてもしょうがないということを経営委員との間できちんと対話していただいて、対外的にこう説明するというのであればよいと思う。

経営委員会のメンバーとしては、この中期計画期間を振り返ると、国内債券がマイナス金利という状況の中で、何をふやすかということが悪戦苦闘して、執行部の中で議論して、適宜、経営委員会に相談してきた中で、結果とすると外国債券がオーバーウェイトになっている。この執行部と経営委員会との長期間の対話の結果は一つの財産である。この5年間運用してきて、外国債券の15%は少な過

ぎた、国内債券 35%は多過ぎたということは恐らく国民に対しても議事録等を見てもらえば理解を得られると思う。

委員C 正月にイランへの攻撃などがあり、株式市場が変動しているのを見ると、国際分散投資というのは理解できるが、一足飛びに行くのではなくて、まず、外国債券のウェイトをふやすことも強化の第一歩ではないか。

委員A 国内債券を外国債券にシフトすることになるが、理事長の発言のように、これまでの実績もあり、国民の理解を得やすいと思う。

一方、外国株式を増やすことについては、グローバル経済の成果を享受するという積極的な意味があるが、これについては賛成する人もいれば、反対する人もいて、大方が賛成するという状況にはなかなかならないだろうと思う。

乖離許容幅も含めてこの5年間にいろいろな試行をして、その実績を評価して次に進み、5年後に新たに考える。そうしたほうが国民としては安心感があるものとして受け入れやすいのではないかと思う。

委員D これまで国内資産に偏った資産構成になっており、国際分散投資を進めるという観点で、日本に一極集中するリスクも高まっていることを考えると、そのリスク低減に効果があるのではないかとも思っているので、一概に株式比率が高いからリスクが高いとは言えない。

企業のグローバル化等の環境変化を踏まえると、一定の合理性があると思っており、外国株を日本株よりも高める考え方がよいと思う。

委員E 経営委員会での意見を伺うと、国民を中心とするステークホルダーの受けとめ方は重要ではないかと思う。国民から理解を得るには時間がかかるので、国際分散投資や外国株の比率を高めることについて検証を重ねて理解を得やすくしていくこととしてはどうか。

委員F 5年の中で外国株式を増やす方向性を目指すポートフォリオの策定がいいと思う。

現在の人口動態の推計に基づくと、今後50年間は年金資産残高は積み上がるので、長期の視点で価値の増加を追求する必要がある。日本は、常に短期志向でリスクはとらない、マイナスを甘受してきた結果、GDPの成長がとまり、株式市場も低迷したままできた。日本は意思決定を先送りにし続けてきて、ここまで陥ってしまったので、GPIFとしては方向感を決めて徐々にそこへ変化していくことが私は正しい選択だと思う。

前回の基本ポートフォリオ策定時から金利環境は大きく変化しており、世界的にも低金利の環境に陥っている。特に日本ではマイナスからゼロ近傍に陥っており、中長期のデュレーションの債券を保有することは、値下がりリスクと低インカムゲインを覚悟するということになる。

一方、企業業績は経済成長とともに成長するが、世界経済はこれまでマイナスになったことはない。年間3%以上で成長し続けているので、世界経済が成長を続ける限り、これを反映する株価についても変動しつつも、上昇していくと考え

られる。この果実の一つとしての配当利回りは、2～3%程度あり、債券利回りよりも高くなっている。リーマンショックの後も世界経済の中長期成長トレンドは変わっていない。この成長を求めて企業はグローバルオペレーションを推進して、各国の政府も EPA 等の経済圏を拡大させて、その結果として株式市場は成長を続けていると理解している。世界経済の持続的な成長を実現するために、SDGs や ESG 投資が強化されてきており、世界経済の成長の果実を高齢化の進展によって増加する将来の日本の年金受給者への給付額の増加の財源の一つとして充てる必要があると思う。

短期志向に陥ったままでは、いつまでたっても長期視点での運用には変われない。グローバル化した現在、一気に変えろということではないが、徐々に時代に応じて変化させていくべきである。

委員G 国内外の情勢の変化の中で、さまざまなことを今からやらなければならないことについては、一定の理解はしているが、2014 年の見直しで株式比率を高めて、今回さらに高めることには被保険者には懸念があるのではないか。年金積立金は被保険者がお金を出し合っているものであり、被保険者がどれだけ納得できるのかというのは重要である。

外国資産の比率がふえることによる為替に起因する運用リスクとともに、為替市場に与える影響も危惧される。加えて、懸念に対して国民の理解と納得が得られるためには多くの説明をしないといけない。PT の議論をきちんと尊重しながらも、将来の安定的な給付につなげること、あるいは GPIF の安全かつ確実な運用と基本ということにのっとるべきではないかと思う。

委員H 一般的な基本ポートフォリオの策定については、目標と前提条件が与えられて、そのもとで最適な基本ポートフォリオが算出されるというのが一般的な方法論であり、今回も我々はその方法論をとってきた。目標と制約条件は ALM あるいは総合的に決まってくるので、GPIF が決めるのではなくて、年金制度全体を所管する厚労省が決めることが適切である。今回も目標と前提条件は厚労省から与えられたものである。期待リターンは賃金上昇率プラス 1.7%が目標になる。制約条件はいろいろなものがあるが、主要なものとしては、最適化の方法としては、下方確率が日本債券 100%の場合を下回らないという条件のもとで、条件付き平均不足率を最小化するなどがある。このもとで、さまざまなパラメータの設定を行い最適化することになる。私の考え方では、当面、金利環境は厳しいだろうと判断するので、保守的な経済シナリオを前提としたパラメータ設定が適切であると考えられ、そのもとで最適化した場合、外国株式のウェイトが高くなる。

日本国民も、日本の低成長に対しては理解が進んでいると思うので、外国株式のウェイトを高めることは理解を得られるのではないか。また、リスク量の絶対値は高まることになるが、長期で考えると必ずしもリスクが高いとは言えない。実際にカナダの公的年金の株式比率は 85%になっている。

委員B GPIF の今後の運用については、リスク管理体制をより一層強化する中で、幅広

い観点から分散投資を推進するというのが基本的な方向であると思う。幅広い観点からの分散投資については、国内と海外という側面もあるし、先進国マーケットとエマージングマーケットという側面もある。あるいは、株式の中でも、バリューとグロースという側面とか、大型と小型という側面もある。加えて伝統的な資産とオルタナティブ資産という側面など、さまざま新しいことに取り組んでいくことになるので、相応のリスク管理体制を確保することが前提にはなるが、幅広い観点からの分散投資を推進するという観点から外国株式をふやすのがよいのではないかと思う。

また、国内のマイナス金利の情勢を踏まえると、国内債を 10%削減するだけでは不十分である。長期的に海外の金利も低下傾向をたどっており不安がある。世界的に貯蓄過剰になっているため、株主還元という形で配当がふえたり、自社株買いが行われたりしており、株式のインカムゲインが高水準を維持している中で、外国株式をふやしたほうがいいのではないかと思う。

委員長 長期的に考えると、積立金残高が 400 兆円を超えることが予想される状況の中で、国際分散投資を強化していくことは、当然の方向であると思う。

一方、経営委員として意識するのは、国民の間に株式運用や外国株式運用に対する警戒感が残り、さらに株式市場や為替市場の不安定性を指摘する声も強い中で、いかにしてわかりやすい説明が可能かということである。

この点、外国債券運用のウェイト引き上げについては、実績的な裏付けもあり、内外の金利環境から見てもわかりやすいので、その方向で考えることに違和感はない。ただ、外国株式及び株式全体のウェイト引き上げについては、前回の基本ポートフォリオ策定時に、株式のウェイトを 24%から 50%に大幅に引き上げたばかりであり、さらにこれを引き上げることにについては、若干の躊躇がある。

また、外国株式のウェイト引き上げについては、将来的に国際分散投資の強化を図っていくための布石的な意味合いもあるだろうが、日本株のウェイトに手を付けないのであれば、やや中途半端であり、わかりにくいのではないか。

委員 F 専門家でない国民の理解は得やすいけれども専門家の理解は得にくい案を経営委員会が選択するというのは合理的でない。専門家が推す案について国民の理解を得られるように活動することが本務であると思う。2080 年には資産残高が 3 倍に膨らむという試算だが、日本株を大量に購入し続けると、GPIF に保有される日本企業のガバナンスにネガティブな影響を与えるので、徐々に外国株式の保有を増やしていくことを、今のうちに始めるべきと思う。

委員長 国際分散投資の強化について、どうやって国民に理解してもらうかは難しいが、例えば業務概況書、調査研究などでさまざまな努力を重ねていく必要がある。

理事 今のポートフォリオの状態は、将来の基本ポートフォリオの変更を目指してやってきたでき上がりではない。理事長や委員長の考え方をとると、今後もしその方向性で行くのであれば、経営委員会は 5 年間の運用の中で乖離許容幅に來たら戻すとかいう議論ではなく、日々の運用の中で、5 年後の基本ポートフォリオの

変更を見据えてリバランスを議論していくということにしないととけないのではないかと思う。

委員長 基本ポートフォリオの規範性と乖離許容幅の解釈を明確にしておかないと、執行部としてやりにくいというのはそのとおりだと思う。

委員F 5年間は基本ポートフォリオを変えない、乖離許容幅を超えたら戻すという運営は、こんなに世界経済が動いているのに、時代に合っていないのではないか。外国株と国内株を5年間 25%ずつに維持すると、5年後に変えようとしても影響が大きいので、また 25%ずつにしてしまうのではないか。

委員長 5年間維持しなければならないとはなっていない。環境の変化に応じて必要であれば基本ポートフォリオは見直すことになっている。乖離許容幅を弾力的に適用するという方向もあるが、基本ポートフォリオをより弾力的に環境の変化に応じて見直すという考え方もある。

委員B 現実を踏まえて、目指すべき方向のほうに進んでいくというのが基本的な考え方だと思う。市場というのは必ずしも専門家ではない多くの人々が取引しているので、大きな混乱をもたらさないというのが現実的な対応案ではないか。

委員長 達成すべき目標利回りが政府から与えられており、その部分を普通の言葉で国民に説明しなければならないところに難しさがある。制度設計自体が難しいという面があるので、そこは総合的に見ざるを得ないと思う。

委員H 委員長の御発言のとおりであると私も思う。財政上必要な資産と比べると、大きな余剰がある。しかし、5年に1回ゼロクリアになり、5年毎に実質的な運用利回り 1.7%を目標にするように言われる。

委員B GPIF として市場に混乱を与えないということも重要なことであると思う。白地に絵を描くのであれば別だが、いろいろ考えると、すぐできることは外国株式をふやすぐらいなのではないかと思う。

委員長 国際分散投資について、広報努力、教育努力を強化することが必要である。また、基本ポートフォリオを5年間ずっと固定するというのではなく、環境の変化に応じて弾力的に見直す、あるいは乖離許容幅の意味などについても検討していく必要がある。

各回の日時（時間は経営委員会の総時間）、出席委員等  
各回の場所：年金積立金管理運用独立行政法人 会議室

#### 第14回経営委員会議事概要

1. 日 時：平成30年9月18日（火）9:00～12:00
2. 出席委員等：
  - ・平野委員長 ・新井委員長代理 ・岩村委員 ・加藤委員 ・古賀委員
  - ・小宮山委員 ・中村委員 ・堀江委員
  - ・高橋理事長

#### 第18回経営委員会議事概要

1. 日 時：平成31年1月21日（月）9:00～12:10
2. 出席委員等：
  - ・平野委員長 ・新井委員長代理 ・岩村委員 ・加藤委員 ・古賀委員
  - ・小宮山委員 ・中村委員 ・根本委員 ・堀江委員
  - ・高橋理事長

#### 第21回経営委員会議事概要

1. 日 時：平成31年3月29日（金）14:00～17:10
2. 出席委員等：
  - ・平野委員長 ・新井委員長代理 ・岩村委員 ・加藤委員 ・古賀委員
  - ・小宮山委員 ・中村委員 ・根本委員 ・堀江委員
  - ・高橋理事長

#### 第22回経営委員会議事概要

1. 日 時：2019（平成31）年4月11日（木）14:00～17:10
2. 出席委員等：
  - ・平野委員長 ・新井委員長代理 ・岩村委員 ・加藤委員 ・古賀委員
  - ・小宮山委員 ・中村委員 ・根本委員 ・堀江委員
  - ・高橋理事長

#### 第23回経営委員会議事概要

1. 日 時：2019年5月16日（木）14:00～17:10
2. 出席委員等：
  - ・平野委員長 ・新井委員長代理 ・岩村委員 ・加藤委員 ・古賀委員
  - ・小宮山委員 ・中村委員 ・堀江委員
  - ・高橋理事長

### 第 27 回経営委員会議事概要

1. 日 時 : 2019 年 8 月 27 日 (火) 14:00~17:25
2. 出席委員等 : ・平野委員長 ・新井委員長代理 ・岩村委員 ・加藤委員 ・古賀委員  
・小宮山委員 ・中村委員 ・根本委員 ・堀江委員  
・高橋理事長

### 第 28 回経営委員会議事概要

1. 日 時 : 2019 年 9 月 30 日 (月) 9:00~12:10
2. 出席委員等 : ・平野委員長 ・新井委員長代理 ・岩村委員 ・加藤委員 ・古賀委員  
・小宮山委員 ・中村委員 ・根本委員 ・堀江委員  
・高橋理事長

### 第 32 回経営委員会議事概要

1. 日 時 : 2019 年 10 月 24 日 (木) 13:00~16:00
2. 出席委員等 : ・平野委員長 ・新井委員長代理 ・岩村委員 ・加藤委員 ・古賀委員  
・小宮山委員 ・中村委員 ・根本委員 ・堀江委員  
・高橋理事長

### 第 33 回経営委員会議事概要

1. 日 時 : 2019 年 11 月 18 日 (月) 9:00~11:40
2. 出席委員等 : ・平野委員長 ・新井委員長代理 ・岩村委員 ・加藤委員 ・古賀委員  
・小宮山委員 ・中村委員 ・根本委員 ・堀江委員  
・高橋理事長

### 第 34 回経営委員会議事概要

1. 日 時 : 2019 年 12 月 2 日 (月) 9:00~12:00
2. 出席委員等 : ・平野委員長 ・新井委員長代理 ・岩村委員 ・加藤委員 ・古賀委員  
・小宮山委員 ・中村委員 ・根本委員 ・堀江委員  
・高橋理事長

## 第36回経営委員会議事概要

1. 日 時：2020年1月9日（木）9:00～12:30
2. 出席委員等：
  - ・平野委員長 ・新井委員長代理 ・岩村委員 ・加藤委員 ・古賀委員
  - ・小宮山委員 ・中村委員 ・根本委員 ・堀江委員
  - ・高橋理事長