

第 51 回経営委員会議事概要

1. 日 時：2021 年 2 月 5 日（金）13：00～15：30
2. 場 所：年金積立金管理運用独立行政法人 会議室
3. 出席委員等：・平野委員長 ・新井委員長代理 ・岩村委員 ・内田委員 ・加藤委員
・古賀委員 ・小宮山委員 ・根本委員 ・堀江委員
・宮園理事長

※新井委員長代理、岩村委員、加藤委員、古賀委員及び根本委員は Web 会議システムにより出席

4. 議事概要

【報告事項】

- (1) 「2020 年度第 3 四半期運用状況（速報）」
2020 年度第 3 四半期運用状況（速報）について、執行部から報告があった。
質疑等はなかった。
- (2) 「運用リスク管理状況等の報告（2020 年度第 3 四半期）」
運用リスク管理状況等の報告（2020 年度第 3 四半期）について、執行部から報告があった。
- (3) 「令和 2 年度計画予算の執行見込み及び令和 3 年度計画予算（案）主要項目について」
令和 3 年度計画予算（案）の策定につなげていくための令和 2 年度計画予算の執行見込み及び令和 3 年度計画予算（案）の方向性や主要な項目について、執行部から報告があった。
質疑等の概要は以下のとおりである。

委員 A 三点質問したい。まず、この時点の執行見込みの額の精度は過去の経験からするとどの程度のものなのか。次に、どのような考え方で予算を繰り越すものとし
ないものに区別しているのか。最後に、運用委託手数料は運用受託機関や資産管
理機関への支払い手数料やその他の支払い額の総額と考えてよいのか。

執行部 まず、1 点目の執行見込み額の精度について、この執行見込み額は 12 月末時点
で各部室に聞き取りを行ったものである。最終的に 3 月末に支払いするものがあ
り、その部分で大きく変わってくる。経験則から言うと、最終的な執行額は執行
見込み額よりも少なくなってくると思う。

次に、2 点目の予算の繰越しの考え方について、翌年度以降繰越額は、執行時

期のずれ等によって既に行き先が決まっているものである。予算額から執行見込み額を引いた不使用額と翌年度以降繰越額との差額は、残りの中期目標期間内で使用することができる。中期目標期間5年間の予算において、例えばシステム経費のように、最終年度に予算手当がさらに必要なものがあり、そのような今後予算手当が必要なものに対する財源として、この差額を使用していきたい。

最後に、3点目の手数料について、ご指摘の通り、保守的に多めに積んでいる。今年度は資産規模も膨らんでおり、運用成績も好調なので、手数料は例年よりも増える見込みであるが、この予算の範囲内には十分収まると考えている。

委員B 2点質問したい。コロナ禍の影響については、決算においてきちんと分析したいという説明があったが、現時点でコロナ禍の影響がどういうところに大きく出ていくのか、イメージで構わないので教えてほしい。

次に、デリバティブ関連経費については資料の中で精査中となっていたが、これは取引のボリュームを増やしてく方向で検討していくのか、あるいはどういう経費が想定されるのか、教えてほしい。

執行部 コロナの影響については、予算に計上していなかったが費用が発生しているものとしては、例えばテレワークで使用するWi-Fiの経費等が挙げられる。それほど大きな金額でないので、予算を組み直さなくても賄うことができると考えている。一方、旅費については、予定していた海外出張等の旅費はすべて使わないと見込んでいる。それら以外の部分については、決算分析の資料の中で説明したい。

理事 デリバティブ関連経費については、中期計画予算を策定する段階では、幅広いデリバティブを執行することを前提としていたが、令和3年度においては、資産配分要因の収益を適切にマネジメントするために限られた範囲で執行したいと考えており、もともとの予算の想定と比べると、かなり少ない金額になるのではないかと思っている。

(4) 「2020年度調査研究進捗報告及び2021年度調査研究計画」

2020年度調査研究進捗報告及び2021年度調査研究計画について、執行部から以下の報告があった。

- ・2020年度の調査研究は、当初見込んでいた成果が見通せず中途での取り止めとなったテーマはあったものの、新型コロナウイルスの流行に伴う制約下において、各担当部署にて一定の進捗があったことを確認した。年度内に完了しないテーマは、来期も継続して実施する。
- ・2021年度の調査研究は、コロナ禍の影響による足元の進捗の遅れ等に鑑み、新規テーマを加えず、前年度から継続する「投資におけるESG及びSDGsの考慮に係る調査研究」、「ポストコロナ社会における企業価値の探索に関する研究」、「世界的な低金利環境を発生・定着させているメカニズム」、「ESG投資の分散投資効果とポートフォリオ効率性」の4件に注力する。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員C AIの研究について、以前の経営委員会においてはこれまで非常に興味深い結果が出ているとの報告があったが、どうして取り止めることにしたのか経緯を説明してほしい。

ESGやSDGsの重要性は否定しないが、アカデミックなテーマが研究開発テーマの大半を占めている。もう少し実務に直接的に結びついた実践的なテーマも入れてはどうか。コンサル会社や大学等に全面委託するのではなくGPIFとの共同研究という形で実施してはどうか。例えば新型コロナウイルス対策としての大規模な財政支出等の経済政策が資産価格にどのような長期的な影響を与えるのかは長期的なリスク管理という観点からも非常に重要である。リスク管理部署が大学の研究者等と一緒にディスカッション等をするのでお互いに得るものがあると思う。

現在は資産クラスごとのリスク管理が中心になっているが、ファクターに分解してリスクファクターベースで管理することが可能なのか、そのためには人員やシステム投資がどのぐらい必要なのかというところまで踏み込んで検討していく必要があると思う。

アクティブ・パッシブについても、巨額の資金を有しているGPIFがどう考えていけばいいのか、アカデミックな知見と現場の方々の知恵と経験を持ち寄ることによって、より良いものができると思う。

より実務に結びつくものとして調査研究プロジェクトを位置づける。その中には研修としての意味を含めてもよいと思う。外部から専門人材を採用するだけでなく、GPIFの内部の職員の知見を高めることも調査研究の目的として位置づければよいのではないか。

理事 AIについては、AIに学ばせることができるのは過去のマーケットデータだけであり、新型コロナウイルスの状況下においてファンドマネジャーが平時と何か違うことをやっているかもしれないということは分かるが、それ以上のことは分からない。実際に運用に役立てるには費用対効果が見合わなかったので、実装を見送ることになった。

長期的なリスクに関する御指摘の点については、基本ポートフォリオ策定の議論の中で、経営委員の皆様と一緒に調査研究していきたいと考えている。

委員の御指摘のとおり、実際に使えるもの、地に足のついた調査研究をするために本年度のテーマをかなり絞った。研究として実施すると公募等いろいろな手続きを踏む必要があるが、我々の委託先も長年にわたって研究してきており、知識・経験を持っている。契約先のファンドからどうやってリスクマネジメントをしているか等を教えてもらうことで、実際の運用面で学ぶことは多い。

アクティブ・パッシブについて、コンサルティング会社を調達して、様々な計算を始めたところである。アクティブファンドの動きを統計的に捉えて、打率、出塁率、そのマネジャーがラッキーなのか、それとも本当に見る目があるのか等、様々な指標を計算していきたいと思っている。研修の意味でも我々が学ぶことが

非常に多くあるので、法人内にもそういった知識を蓄えていきたい。

執行部 調査数理室としては、5年間の中期計画期間のうち、最初の3年から3年半はESGや低金利等の長期のテーマ、個別のテーマに取り組みたい。残りの1年半から2年は、基本ポートフォリオの策定のお手伝いをしたい。委員からリスク管理について御意見をいただいたが、後半の基本ポートフォリオの策定の中で実施していきたい。

ESGやSDGsについては、中期計画にも記載しており、ESGインデックスの採用の際に、委員から時価総額ウェイトとESG投資との関係性・整合性についてどう考えるのかというご発言があった。その後、実務指針を策定したが、そういった御意見を正面から受け止めて、きちんと調査研究する必要があると思う。

社会保障審議会資金運用部会でも、委員から中期目標案の審議の際に、GPIFは受託者責任の観点から運用収益を最大にするように行動すべきだが、ESGに配慮した投資がそういうことに資するかどうかについて調査研究をした方が、GPIFがESGに関心を持って投資することを自信を持ってできるので、その辺りの研究にリソースを使うのがいいのではないかという趣旨の発言があった。この点については世間に対して示さないといけないと思っており、それを基本ポートフォリオの策定と同じ時期に実施するとキャパシティオーバーになるので、5年間の早いうちに調査研究の重点事項として実施して、それも踏まえて、残りの2年、1年半は基本ポートフォリオの策定に尽力したい。

委員長 この3年間の議論の経緯を振り返ると、調査研究テーマの設定については、執行部で検討して、その結果が経営委員会に報告されている。委員からいろいろな意見が出ているが、そのフィードバックプロセスがうまく働いていないのではないかな。

調査研究テーマの設定のプロセスについて、設定の段階から経営委員会で議論ができて、その結果がテーマ選定に反映されるようにメカニズムを工夫してほしい。

またESGについては、去年、気候変動に焦点を当てたレポートをGPIFが出しているが、関係者の間で高い評価を得ている。すべて内部のリソースを使って作成したもので、こういったものもESGに関連する調査研究テーマの一つとしてフォーカスすればもう少し議論としても深まると思う。

【その他事項】

執行部から足元の運用リスク管理状況及び業務執行状況について報告があった。

また、政府内で進められている大学ファンドの検討においてGPIFに関する照会があった場合の対応について、委員から質問があった。

以上