

第56回経営委員会議事概要

1. 日 時：2021年6月11日（金）9:00～11:00
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：・山口委員長 ・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

※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

【審議事項】

(1)「2020年業務概況書（案）」

2020年度業務概況書（案）について、各委員からの指摘等を踏まえた修正版を次回の経営委員会で示し、議決することについて、執行部より説明があった。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員A 植田理事の運用を振り返ったコラムはコンパクトにわかりやすくまとまっている。オルタナティブ投資についても内部収益率や時価変動要因など新たに記載したことで透明性が高まったと思う。

要望としては、1点目は、複合ベンチマーク収益率については、計算方法だけではなく、それが何を意味するのかを分かりやすく解説してほしい。例えばある金融機関では「ポートフォリオ全体の運用成績の基本的な評価基準となる収益率」と記載している。国民目線で考えると、短い文章でもいいので何か工夫できないか。

2点目は、概況書の全体のボリュームの関係だと思うが、各資産の運用状況において、運用スタイルごとの時価構成割合と収益率、ベンチマークとの比較が今年に記載されていない。透明性を低下させないように記載すべきではないか。

3点目は、リスクについては、国民への説明という視点から各資産のトラッキングエラーの推移、債券アクティブ運用のデュレーションの高いベンチマーク乖離の推移などは昨年同様に記載すべきではないか。

執行部 1点目の委員の御指摘については、今回は計算式という形で記載しているが、用語解説についても記載したい。

理事 2点目と3点目の委員の御指摘については、昨年度から資産全体で超過収益を確保することが目標に加わっている。

GPIFは分散投資を掲げており、分散投資とはいろいろな資産に振り分けること

によって、ポートフォリオ全体としてリスクリターンを向上させるということである。昨年度のポートフォリオの運営の中でも、クレジットと相関の高い株式で調節したり、外国債券のデュレーションを国内債券としてくくられているヘッジ付外債で調節したりするなど、資産間にわたってポートフォリオ全体の収益を調整している。

トラッキングエラーは過去5年の数字を取ることが規定されているが、昨年度のポートフォリオ運営を考えると、過去5年のデータを取るのには、若干ミスリーディングになる。一つのポートフォリオとして運営していく中で、その中の個別資産のパフォーマンスを開示しても逆にポートフォリオ全体の様子が見えにくくなるので、よりポートフォリオ全体にフォーカスするために縮小することにした。

ページ数は少なくなっているが、情報としてはそれほど省略しておらず、数字としてはほぼ前年度どおり掲載しており、情報開示の質が落ちたとは考えていない。

委員B インカムゲインの説明においてキャピタルゲインよりもインカムゲインのほうが安定していて好ましいという書きぶりになっているが、どちらが好ましいということはないと思う。インカムゲインとキャピタルゲインの内訳について、過去の実績を客観的に記述すればいいのではないか。

理事 インカムゲインについては、入ってきてもすぐに再投資しているので、委員の御指摘のとおりの部分もあると思う。

分散投資という意味では、基本ポートフォリオの収益率は非常に安定している。株式の比率を引き上げた2015年以降で計24四半期あるが、そのうちプラスになった期が18期、マイナスになった期が6期である。もし、ポートフォリオが勝つ確率と負ける確率が2分の1ずつだとすると、6回以下しか負けない確率は1.1%しかない。もしインカムゲインの記載を減らすのであれば、分散投資をしていることによって安定した収益が上がっていることが分かるような記載にしたい。

委員B 理事の説明に賛成である。インカムゲインとキャピタルゲインの区分というよりは、分散投資を心掛けながら安全な形で運用していることを伝える内容に変更してほしい。

執行部 前のページでも国際分散投資について説明しており、その中で配当利回りについても説明している。インカムゲインに関する記述を全面的に落とすと、前のページとの乖離も出てくる。我々が外部の方とやり取りをしていると、このグラフを見て、累積収益額がかなりぶれており、株を増やしたことによってリスクにさらしているのではないかとといった指摘も多く、その際にインカムゲインの説明をしている。インカムゲインに関する記述を全面的に落とすと、国際分散投資の意義についてかなり時間とページを割かなければいけないので、委員の御意見については検討させてほしい。

委員B 2020年度はバリュー株のパフォーマンスがよくなかったが、ここに書かれてい

ることで、高利回りのバリュー株のほうがグロース株よりも選好されて、その結果としてパフォーマンスが悪かったのではないかという見方をする人もいるかもしれない。スタイル分散も含めて分散投資を図っていることを理解されるような記載にしてほしい。

理事長 委員から御指摘のあったインカムゲインとキャピタルゲインについては、フラットに記載することにしたい。

委員C 理事長と経営委員長の挨拶の順番は、従来のおり経営委員長を先にして理事長を後にするほうがいいのではないか。この順番になった趣旨はガバナンス改革を内外に示すことにあったと考えている。今回順番を変更すると、改革の趣旨が後退したのではないかとうがった見方をされる懸念もある。

また、委員長が変わるたびに順番が変更されるのもあまり好ましくない。経営委員会発足以降、経営委員長が先にきているので、その順番のままでいいと思う。

委員D 経営委員会は基本ポートフォリオの策定など主体的に全体方針などを決めていくという位置づけなので、今の委員の意見に賛成したい。

委員A 経営委員長が代わったことによって変更したと思われるので、従来どおりの順番でいいと思う。

委員E どちらも考え方としてあり得る。業務概況書はGPIFが組織として公表することになっており、理事長がGPIFの組織としての代表者なので、この形もあり得る。ただし、これまでそうしてこなかった背景に、委員から指摘のあったような事情があるので、私も従来のおりのほうがいいと思う。

委員F 委員が指摘した趣旨もよく分かるが、この業務概況書は執行部が実施した運用の説明であるという位置づけを考えれば、執行の責任者である理事長が説明をするという考え方もあると思う。企業が発行する類似のレポートでも、普通は社長が前面に出て、こういうことを実施したという説明になっているので、こういう順番もあり得る。

委員長 私も経営委員長を先にするという委員の意見に賛成である。経営委員会のメンバー全員が揃った写真が掲載されているのはいいことであるし、こういうスタイルを続けていきたい。

執行部 御意見のおり順番を入れ替えることにしたい。

委員F 各資産の運用状況について、特に株式についてはそうだが、投資全体の戦略ではなく、超過収益率の説明が中心になっているのが、一般の方からすると分かりにくいのではないか。

執行部 以前は市場環境を説明した上で超過収益率という順番になっていたが、事実関係なので省略してはどうかという御指摘をいただいたので省略した。確かに超過収益率が一番目の記載となっているので、工夫を検討したい。

委員D 同じく国内債券について各項目が並列に並んでいて、その関係がわかりにくいので、あわせて検討してほしい。

執行部 承知した。

委員A 今の議論に関連して、昨年は自家運用については段を変えて記載していたと思う。デザインや構成も含めて検討してほしい。

理事 昨年度は初めに各市場で何が起きたかという一般的な説明から始まっているので、今年度も記載するように検討したい。

超過収益率については、目標に資産全体と資産ごとの超過収益の確保があるので残している。例えば国内債券では通貨別、業務別のアクティブ運用の時価構成割合などが掲載されていたが、これを見ても咀嚼するのは難しく、より混乱を生むと思い削除することにした。

執行部 昨年度までは自家運用で一つの項目にして記載していたが、キャッシュアウト等対応ファンド、財投債ファンドがなくなり、来年度はそれらの記載がなくなるので、国内債券の中に今回移すことにした。分かりにくいということであれば、国内債券の中で自家運用もやっていることを一言書くことはできると思う。

委員B 以前と比べるとテクニカルタームの説明が入って分かりやすくなったが、依然として一般の人からすると分かりにくい箇所が残っている。スチュワードシップについては、そもそもスチュワードシップとは何なのか多くの方々に理解されているわけではないし、「国際的なイニシアティブへの参加」についても「イニシアティブ」は普通の日本語の意味とは違う意味で使われている。合意書に署名したとか、会合に参加をしたといったもっと一般的な日本語があるのではないか。TCFDやICGNなど四文字の頭文字が羅列されていて、直輸入でそのまま受け入れているような印象を受けるので、もっと分かりやすい表現にしてほしい。

委員長 私も同じ意見なので、ぜひ検討してほしい。

執行部 日本語訳を括弧書きで加えるなど、できる範囲で工夫したい。

委員G 冒頭の説明はイラストを使って分かりやすくなっており、これまでよりもよくなったと思う。

財政検証の図については、公的年金制度におけるGPIFの役割の項目に出てくる図のように、ケースIからケースIVの詳細はこのページを参照してくださいという注があるとよりわかりやすくなると思う。

執行部 承知した。

委員H 私も今までの発言のあった委員の意見に賛成である。今回はビジュアル面でも分かりやすく、一部では字数を節約しており、理解しやすくなっていると思う。

(2)「令和2年度業務実績評価について（案）」

独立行政法人通則法（平成11年法律第103号）第32条第1項第1号及び第2項の規定に基づき、令和2年度業務実績評価書を作成すること、経営委員会の審議を経て次回経営委員会において議決を行い、6月末までに厚生労働大臣へ提出することについて、執行部から説明があった。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員B GPIFは業務の性格上、業務成果が実力と努力と運の3要素に左右されるところが多く、2020年度は運にも恵まれたという側面もあると思う。実力、努力はあっても運に見放されることが将来起こらないとも限らないので、運用成績の良いときに運の要素もあることをある程度認めた説明の仕方にしたほうがいいのではないか。

そもそも、運用機関の評価の場合、単年度ではなく複数年度でスキルを評価するのが一般的であると思うので、この単年度評価というフレームワークがなじまないところがあると思う。

ただ、それは大きなフレームワークでこうなっているから、やむを得ないかもしれない。前者について、何か工夫が必要ではないか。

理事 運用は結果が定量的に出るので、目標に対する実績評価が定量的な運用成績と沿わないのはよくないのではないか。目標を達成するためにはきちんと定量的な運用成績と関連した評価を受ける必要があり、定量的な運用成績が悪いときはそれなりの評価を受けることになる。

昨年4月1日から新たな執行部の体制になったが、ちょうど新型コロナウイルスにより市場が大荒れになっていた時期であり、ポートフォリオの運営を預かった立場からすると大荒れの海の中で穴だらけで浸水しているタンカーをいきなり運転するようと言われたような状況であり、何とか浸水を止めて大荒れの中でもきちんと前に進むようにして、さらに約束していた時間よりも早く着くことができたので、S評価を受けてもいいのではないかと思っている。

委員の御指摘のとおり、どうしても市場を相手にしているので運に左右される部分が残るのは仕方がないが、運に左右されるポートフォリオをつくってはいけない、どんな気象条件でもきちんと前に進める船にしたいと思っている。超過収益部分の1日の変動幅を見ると、昨年度初の時点では変動幅が大きかった。市場のボラティリティが下がったこともあるが、穴を塞いだことで、第4四半期には変動幅は小さくなっており、運に左右される部分は相当減ってきている。

委員B 先ほどの理事からの御説明で納得することができた。しかし、例えばモンテカルロシミュレーションを実施して、平均的な実力であればこのくらいの範囲のパフォーマンスになるが、それに比べると明らかに統計的に有意にGPIFの努力が結果に結びついたという説明があると、より説得力が増すと思うので、厚労省での審査に向けて準備してはどうか。

理事 御指摘のような数値を入れたかったのだが、もともとの目標の定量指標が投資委員会の回数などになっているため、本日の提案になった。

委員D 絶対的な収益や収益率は運にもよるが、超過収益率の大幅プラスを確保したのは、期中のきめ細かなりバランスやオペレーションの効果があつたと思う。結果論だけではなくて、運用手法等を相当高度化しながら実施してきた結果なので、この案を支持したい。

委員E 透明性についてA評価を変更する必要はないが、前回の経営委員会で報告のあった情報開示問題は重要な問題ではないかと認識している。

委員長 委員の御指摘は記述を変えたほうが良いという趣旨か。

委員E 問題提起されたときに説明ができるように少し工夫したほうが良いと思う。

執行部 この資料は昨年度の業務評価なので、今年度の業務実績評価でどう対応するかは考えたいと思う。

委員E もともと事象自体は昨年度に起きていると認識している。

執行部 経営委員会への諮り方について委員長と相談していたが、委員会への報告は5月となった。

理事 大本の不開示を決定したのが昨年の2月である。その後、審査請求があり、審査請求に対して意見書を出して、総務省の審査会で御議論があって、答申が出てきたのが今年の3月である。答申をいただいて、今年度に入ってから経営委員会に議案として御報告をした。答申をいただいた後、いろいろと関係する前例の調査や監督官庁との協議をする必要があり、また当初の判断を変えるという判断は重いものがあるので、そこは慎重を期するということもあって、リーガル面からの外部意見もしっかりと得ながら、対応を固めていった。

標準事務処理期間は60日という行政のルールに間に合わせるべく、担当部門は努力したと考える。当初の判断を変更するという案件であるので、案件全体として、私どもが情報開示にどう向き合うのかという点について、非常に多くの教訓を得たと考えている。

委員E 2019年度に起きた問題について、その後の対応が迅速だったかという問題もあるわけで、次年度の問題であると考えるのはいかがなものかと思う。

委員長 A評価に値するのかと問われた際にどう答えるのか考え方を固めておく必要があると私も感じるので、その辺は執行部をお願いしたい。

委員A 私も執行部の評価案を支持したい。ただし、今後、資金運用部会で審議されることを考えると、特にS評価としている項目については、もう一段も二段も説得力を高めたプレゼンテーションをする必要がある。先ほど理事から御説明があったように、マーケットの好不況に関わらずリスクを未然に防ぐためにこんな手法を取り入れているといったことを分かりやすく説明して、そのため今回は運用成績がよくなったという道筋でプレゼンテーションしてほしい。

例えばS評価にしている「基本的な運用手法及び運用目標」には評価の視点が九つあり、そのうちの一つが目標を大きく上回ったとなっている。「評価ベンチマーク収益率の確保」はまさに心臓部なので、この目標を大きく上回ったことでS評価にすることはいいと思う。一方でA評価にしている「運用の多様化・高度化」を見ると、四つある評価の視点のうち三つで目標を上回ったか大きく上回ったとなっており、何か工夫ができないか。

業務概況書の理事のコラムにもこの業務実績評価にも短期資産の額を引き下げたという記載があるが、2020年度第1四半期報告から短期資産のウェートを公表

しなくなった。そのことが外部から客観的に評価できなくなっているのではないか。

理事 1点目については、委員の御指摘のとおりなので、資金運用部会に私自身が参加したい。企画部とも連携しながら、よりブラッシュアップしたプレゼンテーションにしたいと思っている。

執行部 短期資産は国内債券に位置づけられたので、基本ポートフォリオの中の資金種別としての変更により、四半期ごとには開示していない。

委員F 「情報発信・広報及び透明性の確保」の説明資料の中で、新たな取組としてオルタナティブ投資と気候変動リスクの分析レポートが挙げられている。昨年度のESG投資では気候変動リスクの情報開示が世界的なテーマであり、GPIFの問題提起や情報発信が世界的に引用され、国内でも金融の専門誌等に掲載されている。気候変動リスクは別の項目にして、フォーカスしたほうがよりアピールできるのではないか。

執行部 気候変動リスク・機会分析のレポートは大きく取り上げられたので、その点を補足して記載したい。

(3)「令和2事業年度財務諸表並びに事業報告書及び決算報告書の作成、利益及び損失の処理その他会計に関する重要事項について(案)」

独立行政法人通則法第38条第1項に基づき、財務諸表等を作成し、当該事業年度の終了後三月以内(6月末まで)に厚生労働大臣に提出し、承認を受けることについて、執行部から説明があった。

質疑等の概要は以下のとおりである。

委員B 実績連動報酬制度によって運用委託手数料が増えたとのことだが、外国債券の手数料が増えている。資産ごとにベンチマークをアウトパフォームする困難さは異なると思う。昨年度は外国債券については多くのファンドがベンチマークをアウトパフォームしていたのではないか。

理事 委員からの御指摘についてはいろいろな問題を含んでいると思う。まず、アクティブファンドの実績連動報酬については、手数料は開示しているものの、実際幾ら稼いだのかという開示がないので、超過収益の額をきちんと掲載していくことが、より透明性の高い開示につながると思う。

御指摘の外国債券については、株と債券でアルファの質が相当異なっている。株は個別銘柄選択によるアルファ部分が多いが、債券はよりクレジットリスクを取ると利回りが高くなるので、多くのファンドがベンチマークよりも多くクレジットリスクを取るといった傾向にある。今後の課題としては、ベンチマークよりリスクを取って運用成績を上げるのではなく、個別銘柄選択に注力してもらいたいと思っている。

【報告事項】

(1) 「基本ポートフォリオの検証手続きの確定について」

第4期中期計画から中期目標期間中に適時適切に実施することとなった基本ポートフォリオ検証の必要性判断については、少なくとも四半期に1度、市場動向等を総合的に勘案して検討するという手続きによるものとするについて、委員より報告があった。

質疑等はなかった。

(2) 「元役員の再就職について」

元役員の再就職について、執行部より報告があった。

質疑等はなかった。

【その他事項】

足元の運用リスク管理状況及び業務執行状況について、理事長及び理事から報告があった。

以上