

第 69 回経営委員会議事概要

1. 日 時 : 2022 年 6 月 10 日 (金) 13:30~15:50
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 ・内田委員 ・逢見委員 ・尾崎委員
・加藤委員 ・小宮山委員 ・根本委員 ・堀江委員
・宮園理事長

※尾崎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

【議決事項】

「個人情報保護法の改正に伴う業務方法書の変更について」

法改正により、所管が個人情報保護委員会に代わり、新たに「行政機関等の保有する個人情報の適切な管理に関する指針」が示されたことから、業務方法書に所要の変更を行うことについて、議決を行い、出席した 10 名の全委員の賛成により承認された。質疑等はなかった。

【審議事項】

(1) 「2021 年度業務概況書 (案)」

2021 年度業務概況書 (案) 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 50ページの株式先物に関する記載について、株式パッシブファンドへの資金の配分、回収に伴って行われるものであるということ等を入れる必要があるのではないか。

理 事 表現を工夫させていただく。

委員 B 16ページで、オルタナティブ資産への投資、スチュワードシップ活動、ESGを考慮した投資と、三つ挙げられているが、オルタナティブ投資と、他のスチュワードシップ活動とESG投資とは、性格が違うのではないか。この三つを一纏めにするのではなく、オルタナティブ投資と、スチュワードシップ活動とESG投資で分けたほうがわかりやすいのではないか。そうしないと、オルタナティブ投資よりスチュワードシップ活動とESG投資が劣になるような印象を受ける。

それから、17ページの、GPIFのESG投資は現行の法令に従って行っているという部分は、非常に重要なことなので、リード文のほうに入れるべきではないか。

執行部 オルタナティブ投資とスチュワードシップ活動及びESG投資については分けて

項目を立てていたが、4月の経営委員会で一つにまとめたらどうかという議論があった。それを受けてこのように記載しているので、再度議論を賜ればと思う。

ESGについては御指摘のとおりなので、リード文に入れるようにしたい。

委員C GPIFではインカムゲインも再投資されるうえ、税法上の影響でキャピタルゲインとインカムゲインの違いに意味があるわけではなく、あえてインカムゲインについて論じる必要があるのか。

為替については、将来的なリスク管理を考えたときに、海外資産のリターンを為替要因とローカルカレンシーベースのリターンに分けて示していただきたい。

それから、ESG投資のパフォーマンスが示されていないが、ESG投資は長期的な視点での投資だということは十分承知しているが、そもそもGPIFの全ての投資が長期的投資なので、ESG投資についても運用パフォーマンスも示したらどうか。

理事 インカムゲインとキャピタルゲインが金融工学的には同じというのは、おっしゃる通りである。ただし、キャピタルゲインは変動的で、利子配当のインカムゲインが安定的だという説明は、国民の皆様の説明するときに非常に分かりやすい説明であるので、広報的観点から効果的だということをご理解いただきたいと思う。

為替リスクについては、本当に細かくリスク管理をしているが、これを業務概況書に載せて整理するかにかどうかについては、時間の問題もあるので、今回は御容赦いただきたい。

ESGについては、GPIFの投資は全て長期的投資なので100年先を見据えたユニバーサル・オーナーというスタンスだが、経営委員会で議決した投資原則の中では、特にESGについては、長期的な投資収益の拡大に必要だという考え方で実施するという形になっており、位置づけが違うということに原則でなっている。その中で、単年度で収益を出すかどうかは一つの判断だと思うが、GPIFの長期投資の中でも、運用資産の長期的な投資収益の拡大という点で、ESG投資はより長期的な位置づけだと理解している。

執行部 昨年もインカムゲインの議論をした際、大幅に記載を削って複利効果の部分を残した。複利効果については、最近では配当利回りが上がってきているので、広報が説明をする際にも非常に理解が進みやすいので、記載を残したいというのが率直な意見である。

理事 為替リスクについては業務概況書に記載できるレベルで分解して出すことは非常に難しく、各運用受託機関が再投資するレート等まで捕捉しなければいけない。システム自体を大きく見直す必要があるので、その中でそういったことができる可能性があれば検討したいが、なかなか現状では難しい。

委員D 46ページ以降の各資産の運用状況のところ、簡潔過ぎるのではないかと運用方針がまるっきり分からない。

一方、56ページ以降のオルタナティブ投資を見ると、運用方針としては一応記載されている。主要4資産の運用方針がかなり省略されているのは、意図的にそ

うしているのか。

理事 御指摘のとおり、省略している。分散投資ということは、ポートフォリオ全体としてできる限りリスクを抑えてリターンを最大化するかということが目的なので、各資産のリターンを最大化するということを目標にしていない。運用方針は、全体としてどういうことをやっていきたいかということは、コラムの中にできる限り書いているつもりなので、できる限り個々の資産のリスク管理をしているのではなくて、全体のバランスを考えながら運用しているというメッセージを出していきたい。

委員D 書かないというのは、一つの考え方だと思うが、そうするとオルタナティブ投資について詳しく書いてあるのはなぜなのか。

理事 オルタナは新しい試みで、経営委員の皆様のご意見を反映して、きちんと細部まで国民の皆様にご理解いただく必要があると考えて、詳細なところまでディスクローズしている。

委員E 28ページの複合ベンチマーク収益率との乖離の要因分析のページの欄外に「2020年から24年度までの5年間、第4期中期目標において、資産全体及び資産ごとに各ベンチマークの収益率を確保することが求められています」という記載が今年から挿入されている。今の議論の流れから、これについてはどう理解すればよいか。

執行部 まず、背景を申し上げますと、28ページを御覧いただきますと、上に箱があって、数字が3段に並んでいる。去年は上と下の2段だったが、今年は真ん中の段を加えて、今中期目標期間の2年間累積の数字を記載している。なぜこれを記載したかということ、中期目標で定められているのが、5年間で複合ベンチマーク収益率を「確保する」と。各年度では「努める」と書かれているからである。真ん中の段でどのくらいベンチマーク収益率を確保したかを記載している。

ただ、委員の御指摘のとおり、評価のところではポートフォリオ全体を重視するというのであれば、資産ごとには必要ないということになる。

理事 厚労大臣に頂いている中期目標は、国民の皆様にごきちんと理解を賜りながら、できる限り透明性の高い運用をするという意味で、非常に良い立てつけになっている。ただ、四つの資産があったときに、そのポートフォリオのリターンを最大化するのは、各資産を頑張って高いリターンを上げるのではなくて、全体の相関、バランスを考えて投資するというのが正しいというのがCAPM理論である。

GPIFのポートフォリオ全体としては、資産配分のリスクが最も高く、各ベンチマークをそれぞれ上回ることとなると、各ベンチマークに対して幾ら投資しているかは問題ではなくなるため、最も全体としてリスクの高い部分を追求しなくてよくなる。本当は全体を見ながらバランスを考えて投資するのが正しいのだが、この中期目標は両方が一遍に書いてあり、運用者として非常に難しいところである。

ただ、国民の皆様、委員の皆様としては、各ベンチマークを上回ることも、

全体で上回ったほうが国民の利益につながるという御理解だと思うので、経営委員会の皆様の中で、全体で上回る方が重要だという御認識を持っていただくことが大切ではないかと思う。

理事 GPIFのような大きな基金において、複合ベンチマーク、つまりポートフォリオ全体で超過収益を出すことは、非常に大変なことで、なかなか難しいだろうと考えていた。ただ、今の執行部になって、役職員の努力もあり、1日の国内株式の執行限度等がありつつも、市場の変化にもかかわらずリバランスをして調整していくことで、本来の目標を何とか達成できている。

委員D 今の話を伺っていると、どちらかというともベータの獲得に集中して、アルファの獲得は若干、プライオリティとしては劣後してくるという認識でよいか。

理事 我々が考えているアルファというのは、いわゆる超過収益率そのものであって、それが、月次リバランスが基本になっている基本ポートフォリオに対して、プラスかマイナスかというのが我々のアルファだと理解している。今、委員が御指摘のアルファ、ベータというのは、恐らく運用受託機関がもらっているベンチマークに対するアルファとベータだと思うが、我々自身のアルファは、リバランスも含めたものがアルファだと考えているので、ベータだけしか追わないということではなくて、できるだけ低いリスクで高いリターンを取るというポートフォリオを作っていきたい。決してアルファを諦めているわけではない。

委員F 82ページの調査研究の、アの「投資におけるESG及びSDGsの考慮に係る調査研究」のところ、一般の人が読むとちょっと理解が難しい記述だと思う。

執行部 わかりやすくなるよう工夫したい。

(2)「令和3年度業務実績評価について(案)」

令和3年度業務実績評価について、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G 絶対リターンは達成していて、相対リターンがマイナスでも、どの程度までであれば「おおむね達成」と言えるのか。

執行部 前中期目標期間の際は、1日で大体プラスマイナスで10bp程度は動くだろうということで、±9bpでも、おおむね達成だろうというのが大体の相場観である。

もう1点、累積のところ、それから前中期目標期間の平均値が-28bpなので、そちらとの比較で見ても十分に改善していると言えるのではないかと考えてA評価とした。

委員B 12ページの広報効果測定調査の結果について、ホームページ等で触れているものがなく、ここで「信頼できる」「信頼できない」とあるのはどういう設問で聞いているのかよく分からないので、これだけで判断するのは難しい。

執行部 広報効果測定調査は定期的に行っており、広報が業務をするにあたって、どんな施策を打てば、GPIFの信頼度が上がるかといったものの基礎データとして活用

している。後程、委員の皆様にも送付したい。

委員C 11ページのリスク管理のところ、株価指数先物の「精緻化」と書いてあるが、執行の「迅速化」のほうが、重要性が高いように感じるので、そちらにウエートを置いてはどうか。

執行部 承知した。

委員H リスク管理のS評価に異論はない。金利上昇とか、新興国リスクの高まりの中で、機動的にハイイールド債などを見直されたということも大きいと思うが、それはI-4「運用受託機関等の選定、評価及び管理」のところにも書かれているので、あえて入れなくてもいいのかもしれないが、リスク管理としても重要だと思う。

執行部 書き方を工夫したい。

(3)「令和3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関係に関する重要事項(案)」

令和3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関係に関する重要事項(案)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 15ページの一般管理費について、「一般業務に係る経費・事務所借料等」が大きく伸びているが、どのような要因か。

執行部 法人事務所のレイアウト変更に伴う増加である。

【報告事項】

「足元の運用リスク管理状況及び業務執行状況について」

足元の運用リスク管理状況及び業務執行状況について、執行部から報告があった。

以上