

第8回経営委員会議事録

1. 日 時：平成30年3月30日（金）10:15～11:00

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：・高橋理事長・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

4. 議 事

1 開会

2 議決事項

（1）平成30年度計画（案）について

（2）業務方法書の変更について

3 審議事項

基本ポートフォリオの定期検証について

4 報告事項

マネジャー・エントリーの全資産への拡大について

5 その他事項

6 閉会

○平野委員長 これより、第8回「経営委員会」を開会いたします。

まず、議決事項でございますが、議決事項1「平成30年度計画（案）について」を執行部から説明をお願いします。

●鎌田企画部長 資料は、02－議決事項1というものになります。これは前回7回のときに審議ということでお出ししておりましたけれども、今回は議決をしていただきたいと思っておるものです。先ほども少しお話がありましたが、30年度計画ということでございまして、下のほうに第31条が抜粋してございますけれども、「毎事業年度の開始前に」ということで書いてありまして、30年度計画でございますので、議決いただきましたら、本日中午に届け出を厚生労働省にしたいと思っておるものでございます。

資料の説明は、03の別添1でさせていただければと思います。厚生労働省に届けますのは02のほうですけれども、説明は02の対比表でさせていただければと思っております。前回御議論のあったところだけにさせていただきます。3点ほど前回御議論いただきました。

1つは、6/30のあたり、収益のところは当然リスクもあるのだろうというお話をいただきました。それにつきましては、7/30のところ、「（2）年金積立金の管理及び運用にお

けるリスク管理」という項目の中で、資産全体とか、各資産、市場リスク、流動性リスク、信用リスク等を管理するとか、運用受託機関等についても規定をそろえておりますので、当然リターンのときはリスクも踏まえてやるということで、文言としてはそのままとさせていただきますいただければと思っております。

同じく7/30に、今回、29年度からいろいろと追加したところがございます、黄色でマーカーがありますけれども、「さらに、そのために、運用リスク管理に関する基本方針を検討し、策定する」ということで、この中でまたいろいろやれることをやるということで、このままにしたいと思っております。

最後、3点目、ページが飛ぶのですが、27/30をお開きください。これは、前回、その日に議決いただいたと思うのですが、現行規程の点検プロジェクトを立ち上げることになりましたので、それができるようにということで、30年度計画、「1. 内部統制の一層の強化に向けた体制整備」というところで挿入します。ここだけは文言を変えております。

私からの説明は以上です。

●沼田総務部次長 続きまして、別表1～3、説明につきましては05の資料になります。同様に、前回から変更になった部分につきまして、説明させていただければと思います。前回から変更になった部分の数字につきましては、赤字でお示ししてあるものになります。

特に1ページ目、支出の部分の一般管理費につきまして、10億3,200万円から10億4,100万円に変更になっておりますけれども、こちらにつきましては、前回の経営委員会で議決いただきました現行規程の点検プロジェクトに係るもので、980万円を上乗せさせていただいた数値となっております。その影響で、分配金等、ほかの赤字の部分に変更になっているものでございます。

2ページ目、3ページ目につきましても、同様の理由で変更が生じております。

4ページ目以降は、具体的な経費部分の説明資料になりますけれども、同様の理由で変更になった部分を赤字でお示ししてあるものになりますので、ご覧いただければと存じます。それ以外の部分につきましては、前回御審議の際の説明と同じになりますので、割愛させていただければと思います。

簡単ですけれども、私からの説明は以上になります。

○平野委員長 ありがとうございます。

ただいまの説明につきまして、御意見、御質問がありましたら、よろしくお願いいたします。

○古賀委員 大変口幅ったい意見になると思いますけれども、最初の予算の議論、決議でございますので、2点、意見、要望を申し上げたいと思います。

1点目は、言うまでもなく、管理・運用の源泉は国民一人一人から集めた保険料である。たとえその運用が好調なときであっても、予算の執行とか策定に当たっては、関わる私たちも含めてそのことを十分に再認識する必要があるのではないかとということが1点目です。

2点目は、この予算の審議の中で、今回も様々な角度からわかりやすくいろいろな資料

も用意いただきましたけれども、できれば、特に新しくやる事業などについては、予算も含めてパッケージにしたものを少し前段からいろいろな意味で議論するような場を持たせていただければ、より理解が深まるのではないかと思いますので、この2点、意見、要望にかえさせていただきたいと思います。

以上です。

○平野委員長 ありがとうございます。

ほかにございませんでしょうか。

それでは、議決事項1「平成30年度計画（案）について」の議決をとりたいと思います。原案について、特段の修正、御意見はありませんでしたので、原案について議決をとりたいと思います。

本案の承認に「賛成」の方は挙手願います。

本案の承認に「反対」の方は挙手願います。

それでは、議決結果の報告につきまして、経営委員会事務室からお願いします。

●辻経営委員会事務室長 議決事項1につきましては、10名の全委員が賛成でございます。

○平野委員長 全員賛成ということでございましたので、本案につきましては、原案のとおり、当委員会として承認することに決まりました。ありがとうございます。

私から提案を含めて付言したいと思います。

今、古賀委員からの御意見もございましたように、来年度、平成31年度計画の予算プロセスに関するところでございますが、このような形で提案をしたいと思います。重要案件、新規案件、あるいは大口案件につきましては、その案件が固まったところで、あらかじめ経営委員会で議論する場を設けさせていただきたいということであります。そうすれば、予算の審議に当たっても、もう少し理解を深めた上で実のある審議ができるのではないかと考えます。この点につきましては、執行部のほうで準備をよろしくお願いできればと思います。

もう一つ、もうちょっと長期の問題でございますけれども、私どもは単年度予算を審議するわけでありますが、長期の計画の中で予算案件の位置づけがどうかということも改めて私どもは頭に入れながら議論するというのが、議論の実効性を上げるうえで有効ではないかと思います。したがって、これは執行部にお任せいたしますけれども、いずれかの時点で、GPIFとしての中期ビジョンといいましょうか、中期計画をGPIFとしてどう考えるかということに関する議論をさせていただければとお願いしたいと思います。

どうぞ。

○高橋理事長 ただいま、委員長及び議決の前に古賀委員から貴重な御意見をいただきまして、本当にありがとうございます。

我々執行陣としても、まず、予算につきましては、当然のことながら来年度予算につきましても極力めり張りをつけ、特に新規の案件につきましては、多少時期なり固まりぐあいがふわっとしている段階で御相談することになり、多少御迷惑をかけるかもしれません

が、ただいまのお話をいただきまして、極力前広に御意見をいただければということで、準備をしたいと思います。

また、中長期のことにつきましては、次の中期計画の中でどの程度の予算の位置づけにするかということも大変重いことだと思いますので、そこは経営委員会での御意見を賜れればと思っております。それから、中長期に向けてのGPIFのあり方なり位置づけの議論につきましても、大変ありがたいことでもありますので、極力執行陣としても御意見をいただきながら材料なりを提供して、お話し合いをいただければと思いますし、何よりも、次の中期計画の中でどのように位置づけられるかということも非常に重い課題だと思います。

大変つまらないことを言いますが、恐らく他の独法との横並びとか政府に出すものになると、でき上がりの表現は多少無味乾燥になるかもしれませんが、それでもその前段階でどのようにGPIFがあるべきかということをお場で御意見いただけるということは、この先の財産にもなると思ひましたし、あるいは予算をいただくときの一番のバックボーンになると思いますので、基本ポートフォリオの議論もあわせて次の中期計画に反映できるような形で御意見をいただけると大変ありがたいと思いますので、ぜひ執行陣としても前向きに受けとめて協力したいと思います。よろしく願いいたします。

○平野委員長　ありがとうございました。

ほかに御意見はございませんか。

よろしいですか。

それでは、次の議題に移りたいと思います。

議決事項2でございます。「業務方法書の変更について」、執行部から説明をお願いします。

●鎌田企画部長　資料は、06-議決事項2でございます。これは、まだ厚生労働省との調整ができておりませんでしたので、それで調整させていただくということで、前回、審議とさせていただいたものです。その後、厚生労働省で資金運用部会も開かれるということで、それも見据えた上で調整を行って、これで認可申請を行いたいというもので、本日、議決いただければと思っているものです。

資料の説明は、5ページ目、「参考資料」と右肩にワッペンが張ってあるものがございますが、これで説明いたします。赤字が7回の経営委員会からの修正箇所になってございます。個別には説明いたしません、基本的には、厚生労働省からの通知の趣旨が、より明確に、誤解のないようにということで書いているものでございます。

1点だけ、前回御議論のあったところが、6/15、行が次ページまでまたがってしまいましたが、（14）オのところ、もとの文章を読みますと、「常勤の監査委員はデリバティブの投資方針の策定」となっております。こちらが、もともとの趣旨はポリシーの話をしているのではないということですので、その辺をわかりやすくすべきだということで、「デリバティブの投資を決定する会議の場に同席するとともに」ということで、文言を修正してございます。

簡単ですが、説明は以上です。

○平野委員長 ありがとうございます。

御意見はございますでしょうか。

確認なのですが、この議決後に厚生労働大臣に認可申請を行い、社会保障審議会資金運用部会で議論する。この議論を経て最終的に認可というプロセスに至ると。

●鎌田企画部長 諮問答申ではなくて、議論だけを行うということでございます。

○平野委員長 確認ですが、議論を踏まえて認可をするということですか。

●厚生労働省宮崎資金運用課長 そうです。

○平野委員長 認可の過程で、本質に関わらない軽微な修正が入ることはあり得ると考えてよろしいですか。

●厚生労働省宮崎資金運用課長 認可に当たって、審議会の意見を聞いて、軽微な変更を改めてお願いするということはあり得るとは思います。今回の審議会は、もともと審議会で議論をしたルールを業務方法書に落としたものになりますので。

○平野委員長 ブーメランですね。

●厚生労働省宮崎資金運用課長 ですので、何か本質的なところで議論があるとは思ってはおりません。

○平野委員長 軽微な修正があった場合は、その修正内容の確認については私に御一任いただくということで進めさせていただければと思います。

ほかに御意見はございませんか。

ございませんようでしたら、議決に入りたいと思います。

本議決事項につきましては、議決後、厚生労働大臣に認可申請を行い、社会保障審議会資金運用部会で議論されることとなっていますので、仮に軽微な修正があった場合、修正内容の確認につきましては、私に御一任いただきたいと思いますと考えております。今ほど申し上げたことを前提にいたしまして、議決事項2「業務方法書の変更について」の議決をとりたいと思います。

原案については、特段の修正や御意見はありませんでしたので、原案について議決をとりたいと思います。

本案の承認に「賛成」の方は挙手願います。

本案の承認に「反対」の方は挙手願います。

それでは、議決結果の報告について、経営委員会事務室からお願いします。

●辻経営委員会事務室長 議決事項2につきまして、10名の全委員が賛成でございます。

○平野委員長 全委員賛成ということでございますので、本案については、原案のとおり当委員会として承認することに決まりました。ありがとうございました。

それでは、次の議題に移りたいと思います。

続きまして、審議事項となります。審議事項「基本ポートフォリオの定期検証について」、新井委員長代理から説明をお願いします。

○新井委員長代理 基本ポートフォリオの定期検証ですが、基本ポートフォリオの策定時等からの経済環境の変化を踏まえた形で、基本ポートフォリオの定期検証を毎年行うことになっております。

具体的な検証の内容でございますが、まず、第1に実質的な運用利回りにつきましては、ポートフォリオの名目運用利回りが名目賃金上昇率を1.7%上回るということが求められております。流動性を確保するために必要な短期資産の保有を含めると、1.76ないし1.77という数字になりますけれども、これにつきましては、より詳細には08の4ページ、5ページあたりを見ていただきたいと思いますけれども、金利の低下が一方にはありますが、他方でリスクプレミアムの変化ということで、過去25年間の短期金利との差という意味でのリスクプレミアムの見直しをするということでございます。結果として、経済中位ケースのケースEにおいてはやや低下、市場基準ケースのケースHにおいてはやや上昇するというのが名目の運用利回りになっています。

他方で、名目の賃金上昇率ですけれども、当初の基本ポートフォリオ策定時に比べまして、御案内のような経済状況の推移がありましたので、より直近の長期的な見通しということで、内閣府の10年の金利の見通し等々をベースに推定しました。名目賃金上昇率は、内閣府の見通しは残念ながらお示しいただけませんでしたので、GPIFで内閣府の示している金利見通し等々をベースにして名目賃金上昇率を推定したところ、表3とか4に出ているような数字になるということございまして、要約表がありますが、名目運用利回りが名目賃金上昇率と比べてどうなっているかということでもありますけれども、07の資料の表1でご覧になってください。これは幾つかシナリオが示してあります。当初のシナリオのまま、直近の経済状況を反映して、リスクプレミアム及び足元の賃金上昇率の見直しをしたものということで、4つのケースが示してございますけれども、経済中位ケースにつきましては、4つのうち1つのみが1.77%、短期資産を調整するために、1.7%に0.07%が加わった数字ですけれども、それを上回っているということになってはいますが、より現在の経済実態に近い市場基準ケースのケースHをベースにいたしますと、4つのシナリオ、「更新せず」、「更新」云々という形になってはいますが、これで見ますと、4つのうち2つにおいては1.76%という目標をクリアしているということで、表1で市場基準ケースの実質的リターンというところの表の数字「1.90」、「2.30」云々というところをご覧になってください。ご覧の通り、市場基準ケースでは、経済環境の変化を反映した実質的なリターンは目標をクリアしているということでございます。

補完的な指標といたしまして、名目の運用利回りが賃金上昇率を下回る確率がどれくらいあるかということでございますが、こちらのほうは、07の資料の3ページの表2が、正規分布を仮定した下方確率です。名目運用利回りが名目賃金上昇率を名目運用利回りから下回る確率ですが、基本ポートフォリオで見ますと、シナリオEのところのEaで45.36%と43.09%という基本ポートフォリオの下方確率が載っています。国内債券だけで運用した場合の下方確率50～60%ぐらいであるのに比べて下方確率が低い、このように名目賃金上昇

率を下回る確率が低いというのがご覧になっていただけるかと思います。

もう一つ、3番目の指標として、条件つき平均不足率ということで、賃金上昇率を下回った場合の賃金上昇率との差異がどのくらいあるかということでございますけれども、これは国内債券のみの運用に比べたら若干大きな差異が出てきますけれども、当初の策定時の数字、表2の右の方を見ますと、9.45とか9.38という数字が載っていますけれども、これに比べましても、より低い数字になっているということがご覧になっていただけるかと思います。

それから、リターン。特に株式のリターンになりますと、正規分布に比べて裾がちょっと厚い、ファットテールという言い方をいたしますけれども、正規分布の仮定と実際のリターン間に確率分布上の差異があるということで、経験分布、過去の実際のリターンの分布をベースに計算をしたものが表3でございます。これを見ても、正規分布を仮定したものとほぼ同じような数字がご覧になっていただけると思います。若干数字が違ってきますけれども、正規分布を仮定したときと同様な形になっていると思います。

流動性についての検証ということですが、御案内のように、代行返上等が当初の予想を上回るような形がありましたので、流動性の確保という点では十分な流動性を確保していると判断できると思います。

残る作業といたしましては、当初想定されている求められる積立金を達成できるか否かということが検証の作業として必要であるわけですが、これは年度末の数字をベースにしてそこからシミュレーションをスタートさせるという形で、今後、作業するということになると思います。まだ確定的な数字ではないのですけれども、予備的な分析に基づきますと、これについてもほぼ問題なくクリアできるという判断になっております。

それから、ポートフォリオの効率性でございますけれども、これについては、グラフをご覧になっていただけるとよろしいかと思います。資料の09を見ますと、図10というところに、いろいろな形で効率性の検証が行われています。横軸に、例えば、条件つき平均不足率とか、縦軸に賃金上昇率を差し引いた後の実質的な期待リターンという形で組合せがプロットしてあります。効率的なフロンティアの線ですね。左上方にある線にかなり近いところに現在のポートフォリオが位置することが分ります。これは、現在のポートフォリオが効率的なポートフォリオであると解釈できると思います。ただ、まだ一部のデータ、年度末の数字が用意できていないということがありますので、確認のシミュレーション等の計算が必要になりますが、現状では、ほぼ現在の基本ポートフォリオは効率的であり適切なものであると、検証としてはそういう結論が得られるのではないかと見通しになっております。

今後の予定であります、先ほどもちょっと言及をいたしましたが、例年ですと、業務概況書に定期検証を掲載するというところでございまして、概況書を7月に発行するということとなりますと、4月の経営委員会でどういう形式で業務概況書に定期検証の内容を記載するかということにつきまして御議論いただきまして、原稿は、4月末に用意するとい

う形で進められるのではないかと考えております。

以上でございます。

○平野委員長 ありがとうございます。

ただいまの説明につきまして、御意見、御質問があれば、どうぞよろしくお願いいたします。

○古賀委員 ちょっと細かいことなのですが、前回も新井先生から、名目賃金の上昇率を、GNI成長率を使用して検証、推計したとの報告がありました。その特徴みたいなことは出たのですか。GNI推計成長率を使ったことによって、これまでとは違った傾向が出たのであれば、教えていただきたいと思います。

○新井委員長代理 数種類の分析をいたしました。1つが、実質金利に基づくものです。これは内閣府の見通しに基づく金利ですね。実質金利と実質賃金上昇率という形で分析をしました。それにつきまして、経済変数間のタイムラグを勘案して1年ごとの変数を使ったものと並んで、3年間累積のベースを使って回帰分析をしたものと2つ検討しました。加えて、今、古賀委員から御指摘がございましたような形で、1人当たりのGNI成長率と実質賃金上昇率の関係を分析、これも1年データと3年累積データを使って分析いたしました。こちらのほうが経済的な説明が説明しやすいと思います。企業の利潤の極大化ということを見ると、限界費用と限界収入を等しくするというところで、より大きな付加価値を生むために限界収入と等しくなるまで賃金が高くなるというロジックだろうと思いますけれども、そういうことに基づいた形での考え方です。それで分析をいたしました。

結果といたしましては、2つのアプローチ間にはほぼ差異がないということで、実質金利で分析をしましても、1人当たりの実質GNI成長率で分析しましても、ほぼ同じような数字で、小数点以下のわずかな差異になります。経済再生ケースで低いものは2.2%、高いものは2.5%とかという形で出てまいりますけれども、2つのアプローチ間でかなりリーズナブルな範囲におさまるということでございまして、結論的には、大きな差異が数値的には出てこないということになります。

○古賀委員 ありがとうございます。

○平野委員長 ほかにいかがでしょうか。

よろしゅうございますか。

それでは、最後の議題に移りたいと思います。

報告事項となります。「マネジャー・エントリーの全資産への拡大について」、執行部から報告をお願いします。

●陣場市場運用部長 それでは、資料番号11、報告事項でございます。「マネジャー・エントリーの全資産への拡大について」という資料をご覧くださいと思います。

まず、1ページ目の「バックグラウンド」をご覧くださいなのですが、マネジャー・エントリーということで、ちょうど2年前の4月でございます。外国株式のアクティブ・パッシブからこの形式による運用機関の募集というものを開始いたしまして、去年の

3月に国内株パッシブということで、一部の資産で導入し、我々の内部体制を整備しながら少しずつ広げていこうという方針で、この方式によるマネジャーの登録を行ってまいったところでございます。今般、それ以外の他の資産、具体的には国内債アクティブ・パッシブ、国内株のアクティブ、外債のアクティブ・パッシブについても、エントリーの枠のオープンをいたしまして、これでいわゆるフルオープンということで、全資産についてエントリーができる状況になったということでございます。こちらにつきましては、既に実施済みということで、2月19日より募集を受け付けているところでございます。

2ページ目をご覧くださいと思います。公募概要ということで、新規の受け付けを開始する資産、繰り返しになりますが、国内債のアクティブ・パッシブ、国内株のアクティブ、外国債券のアクティブ・パッシブでございます。ベンチマークの一覧、これは既に我々が採用しているものを掲げてございますが、それ以外でも各運用者の提案するプロダクトに応じたベンチマークの提案も受け付けるところでございます。

3ページ目をご覧くださいと思います。マネジャー・エントリーでございますので、公募期間については、公募の期限はないという取り扱いになってございます。応募にあったものについて、私どもは必要に応じて審査をするという形態をとるわけでございますが、外債のハイイールドを投資対象とする運用につきましては、少し既存ストラクチャーに課題があると認識している部分でございますので、こちらについては既に3月19日から審査を始めているところでございます。

最後の4ページ目をおあげください。既にエントリーを実施しているカテゴリーのエントリーの数を掲載してございます。外株アクティブ、外株パッシブ、国内株パッシブでございます。特に外株アクティブについては多数のエントリーをいただいているといった状況でございます。

私からの説明は以上でございます。

○平野委員長　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、御質問がありましたら、よろしくお願いいたします。

よろしゅうございますか。

それでは、本日の議題は以上となります。事務室から連絡事項等があれば、お願いいたします。

どうぞ。

●水野理事　時間が少しありますので、最近起きていることを経営委員会の方にお知らせさせていただければと思います。以前、経営委員会でも議論いただきましたGPIFの新しい手数料のフィーのストラクチャーについて、その後、全ての運用会社と交渉を行ってきたわけですが、現時点で、数社はそのフィー体系では受けないということで辞退もございました。辞退された運用会社の考え方としては、フィーの考え方には理解できるが、もっと儲けられる客がいるのではという話でしたが、その中でどうしてもGPIFとして関係を

維持したいところについてはいろいろな交渉を行っていきまして、あとはほぼ1社を残すだけというところまで来ており、ほぼ全ての運用会社が合意してくれています。

なぜ本日お話ししようと思ったかといいますと、国内外のメディアでGPIFのフィーの新しい体系が報道されておりまして、先週のフィナンシャル・タイムズのアセットマネジメントという別冊の1面にもGPIFの新しいフィーが掲載されています。基本的にはポジティブで、GPIFが新しいフィー体系でアクティブマネジャーとのアラインメントを強化しようとしていると出ているのですけれども、一部のメディアには、またいつものようにGPIFが特権的地位を濫用してフィーをたたいているという誤解に基づいた報道も出ています。そういう形でいろいろなところに出ているのですけれども、今、業界全体にかなり改革を起こすぐらいの思い切った提案をしておりますので、今後もまた目につくことがあるかと思いきまして、御報告させていただきます。

○平野委員長　ありがとうございます。

それで思い出したのですが、例の短期資産の運用機関の件はどうになりましたか。

●水野理事　短期資産の運用機関に関しましては、応募をいただいたところの中から、今、個別に審査しているのですけれども、思いのほか複雑でありまして、来月以降、短期資産の考え方等も経営委員会と御相談するようなことも考えておりますし、思ったより簡単に解決するような話ではないということがわかってきております。

○平野委員長　ありがとうございました。

ございませんか。

よろしゅうございますか。

それでは、以上でございます。

事務室から連絡事項をお願いします。

●辻経営委員会事務室長　それでは、資料12でございます。今後の経営委員会等の予定でございます。

次回は、4月26日木曜日、懇談会が16時から、経営委員会が17時から、監査委員会が4月26日、同日の2時半から予定されております。

6月18日に経営委員会の懇談会が予定されておりましたけれども、これが第11回経営委員会になっております。その後の会合も変更しております。

4月3日に勉強会を予定しておりましたが、こちらの勉強会はなくなっております。

事務室からは以上でございます。

○平野委員長　ありがとうございます。

ほかに何かございませんか。

そしたら、ちょっと早いですが、第8回「経営委員会」を終了いたします。

どうもお疲れさまでございました。