

## 第 86 回運用委員会議事録

1. 日 時: 平成 26 年 10 月 23 日 (木) 13:00~15:30

2. 場 所: 帝国ホテルタワー 15 階 紫苑

3. 参加者: ・米澤委員長 ・堀江委員長代理 ・大野委員 ・佐藤委員 ・清水委員  
・菅家委員 ・武田委員 ・水野委員

4. 議 事

- (1) 基本ポートフォリオについて
- (2) 中期計画の変更について
- (3) その他

● 審議役 それでは、ただいまより、第 86 回運用委員会を開会いたします。

まず、委員の出欠の状況でございますが、本日は全員御出席をいただいております。御出席いただきました委員の皆様方が過半数を超えておりますので、会議は成立しておりますことを御報告申し上げます。

続きまして、資料の確認をさせていただきます。議事次第、座席図のほか、  
委員限り 1 中期目標変更・中期計画変更の手続  
委員限り 2 中期目標の変更 (案)  
委員限り 3 基本ポートフォリオの変更について  
委員限り 4 中期計画の変更 (案)  
委員限り 5 基本ポートフォリオ見直し後のガバナンス体制の強化について  
(案)

委員限り 6 運用の高度化に係る対応状況 (報告)  
委員限り 7 運用委員会規則改正 (案)  
委員限り参考資料 基本ポートフォリオの変更について (公表資料案)

委員限り 8 リスク管理状況等の報告 (平成 26 年 6 月・7 月・8 月)  
なお、以上申し上げた資料以外につきましては、事務局より随時配付をさせていただきます。

また、後で配付させていただく資料も含めまして委員会終了後回収と記載されている資料につきましては、運用委員会終了後に回収させていただきますので、机の上に置いておいてくださいますようお願いいたします。随行の皆様も同様にお願いいたします。

それでは、以後の進行につきましては、米澤委員長にお願いいたします。

○米澤委員長 お忙しいところ、お集まりいただきまして、ありがとうございます。

本日は、非常に重要な案件を議論させていただきますので、進行に関して御協力いただければ幸いかと思います。よろしくお願ひします。

まず最初は、基本ポートフォリオ変更に関して議論したいと思います。本日の進め方ですが、まず初めに基本ポートフォリオの変更に関する実質的な議論をいただき、その後に、中期計画変更案の承認等の議決等を行いたいと考えております。基本ポートフォリオの変更に関する議論については、大きく2つのパートに分けまして、それについて、私、あるいは厚生労働省、事務局から御説明をいただき、それぞれ御質問、御意見等をいただきたいと考えております。よろしいでしょうか。

まずは、委員限り1について、厚生労働省森大臣官房参事官から御説明いただいた後、事務局より委員限り2から委員限り4について、御説明いただきたいと思います。それでは、よろしくお願ひいたします。

● [■]企画部長 委員長、委員限り1につきましては事務局から、2の目標については森参事官のほうから御説明いただくという形でさせていただきます。

○ [■] お願いいたします。

● [■]企画部長 委員限り1をご覧ください。こちらは前回の運用委員会で、[■]から、変更の手続の流れがどうなっているのかという御質問をいたしましたことに対する確認の御説明の資料でございます。上の箱に書いております点について、下のポンチ絵を使って御説明いたします。

左側、中期目標変更手続でございます。真ん中に厚生労働大臣の絵がございます。そこから左上を見ていただきますと、財務大臣との協議、右上のはうには独法評価委員会からの意見聴取というものがあって、最終的に下のCでございますが、目標変更の指示があります。

それを受け右側の大きな箱をご覧いただきまして、GPIFから①ということで認可申請をし、これを受けまして、厚生労働大臣のほうで、上の左、財務大臣②の協議、独法評価委員会からの意見聴取③を行い、その上で、一番右下でございますが、④厚生労働大臣からの認可が来ることになっているわけでございます。

今後の進め方でございますが、Bの目標変更における独法評価委員会からの意見聴取、中期計画変更における③の部分については同時に合わせていただきたいということで、そういう意味では、中期目標変更というものを踏まえて、それに基づく計画の変更を申請いたしまして、それを同時に、独法評価委員会及び財務大臣との関係の中で協議、並びに意見聴取が行われまして、最終的に認可になるということでございます。

この手続については、これまで同じような形をとらせていただいておりまして、事務手続上遺漏ない形で対応しています。

●森参事官 続きまして、今、[■]部長からございました中期目標変更の委員限り2でご

ざいますが、これにつきまして、私から御説明させていただきたいと思います。

今回、皆様方にお願いしている検討内容につきましては、平成26年度財政検証を踏まえた基本ポートフォリオの見直しということでございまして、中期目標につきましても、今回の平成26年の財政検証の結果ということで、その基本ポートフォリオの見直しに関しまして、必要な点につきまして目標を変えるという形になっております。ちなみに前もってお答えしたわけですが、手続的には、この後、独法評価委員会にかけて正式にお示しすることになりますが、

内容的には変更案でございますけれども、現行の第2期につきましては、年金制度の抜本的な見直しを予定しているということで、そのような記載となっていたわけでございます。今回につきましては、運用目標につきまして、財政検証を踏まえて、保険給付に必要な流動性を確保しつつ、長期的に実質的な利回り、プラス1.7%を最低限のリスクで確保することを目的として、ポートフォリオを作成し、運用するということになります。これは3月に社会保障審議会の専門委員会で報告書が出ておりますが、その内容をそのまま書いてございます。

めくっていただきまして、今回の基本ポートフォリオの策定につきましても、管理及び運用に関し、一般に認められている専門的な知見並びに内外の経済動向を考慮し、フォワード・ルッキングな分析を踏まえて、長期的な観点から設定するということでございまして、今回リスク許容度として新たに設定されました名目賃金上昇率から下振れするリスクが、全額国内債券運用の場合を超えないこととともに、ファットテールの話、株式等は想定よりも下振れ確率が大きい場合があることも十分考慮すること。また予定された積立金額を下回る可能性の大きさを適切に評価するとともに、これは今までやっていただいたモンテカルロ・シミュレーションのライアビリティ等の分析でございますが、リスクシナリオ等による検証について、より踏み込んだ複数のシナリオ、1つのシナリオだけでは、なかなか難しく外れることもあるということで、実施するなど、一層の充実を行うということで、先ほど申しました専門委員会の報告書から、技術的な点につきまして、何も足さず、何も引かずという形で書かせていただいております。

○ [ ] それでは、引き続きまして、事務局のほうからお願いします。

● [ ] 調査室長 それでは、私から、委員限り3につきまして御説明したいと思います。この資料でございますけれども、これはこれまでの議論を総括するという観点から、いわばフルストーリーといいますか、一番初めから全部総括的にまとめたという、そういう資料でございます。ただ、時間の関係もございますので、今回新たに追加した部分を中心に全体を御説明したいと思います。

まず、1ページ目でございまして基本ポートフォリオの見直しの理由、これはデフレ脱却という状況変化や新たな財政検証が6月に出され、それを受けた形で厚生労働大臣から、見直しの前倒しの要請がありました。

策定の諸前提といたしましては、短期資産については最小限にという観点で、基本ポートフォリオはそれを除いた4資産で構成する。

オルタナティブにつきましては、ここに書いてございますとおり、インフラ、プライベート・エクイティ、不動産、その他運用委員会の議を経て決定するものについて行うということで、位置づけといたしましては、伝統的4資産の中に区分するということです。あと、全体の量でございますけれども、オルタナティブ全体の残高について、運用資産全体の5%を上限とするということでございます。

さらに内外の株式を一体的に運用する、いわゆるグローバルマンデート、そういうような横断的な運用を導入することとし、今後具体的な検討を進めるということでございます。

次のページが想定運用期間25年ということでございまして、図表で見ていただくとおり、ちょうど積立金がピークアウトする2040年、こちら辺をターゲットということで、25年という形で今回設定をさせていただきます。

3ページ目が、財政検証におけるキャッシュアウトの推移でございますけれども、特に経済中位ケースEで23.6兆円ということでございます。

次の4ページ目、これが今回基本ポートフォリオに用いる政策ベンチマークでございまして、内容はここに書いてあるとおりでございますけれども、この中の特に外国株式、これにつきましては、これまでMSCI-KOKUSAIだったものを今度はACWIという形で、エマージングを含めたベンチマークにしたということです。

そういう中で、今回基本ポートフォリオを策定する上での基本的なベースとしまして市場基準ケースと経済中位ケース、この2つをセットしたということで、財政検証との関連では、市場基準ケースが財政検証におけるケースG、参考ケースということで、また、経済中位ケースについては、いわゆる再生ケース、シナリオでいうケースEに該当するということで、図表3、図表4に財政検証における経済前提を載せております。

その次が期待リターンの算出方法でございまして、国内債券につきましては、フォワード・ルッキングな分析を踏まえる観点から、この財政検証の図表3に、長期金利の足下から上昇していく過程が示されておりますが、この上昇によって生じるキャピタルロスを25年間の国内債券の期待リターンに反映させるという形で設定をさせていただいています。

ページをめくっていただき、

国内株式については、財政検証との整合性を図るという観点から、それぞれ経済再生ケース、参考ケースで、TFP設定のための参考期間、これを参考にして、この真ん中のリスクプレミアムの算定対象期間を設定し、それぞれのリスクプレミアムを過去のデータから計算しました。これを財政検証におけるケースAからケースHの最もよいケースと悪いケースに当てはめて、あとは線形補間することによってリスクプレミアムを算出したということでございます。

7 ページ目が、それらによって計算された期待リターン等でございます。それとあわせて標準偏差と相関係数、この際の標準偏差、相関係数につきましては、これまで過去 40 年のデータということでやってきましたけれども、[REDACTED]

[REDACTED] 過去 20 年間のデータを使っています。国内債券につきましては、デュレーション長期化を考慮した調整をするということでございます。

8 ページ目、これがポートフォリオ選択の条件ということで、賃金上昇率プラス 1.7%、これは先ほどの中期目標にもございましたけれども、これを実際 4 資産で達成するに当たって、実際には短期資産を 2 %程度保有するだろうという前提のもとに、短期資産保有によるキャッシュドロップ分を目標リターンに上乗せするという形で、市場基準ケース、経済中位ケースで、それぞれ 1.76%、1.77% という形でセットしました。

リスクについては、下方確率、つまり名目賃金上昇率を下回る確率に加えて、条件付期待損失、これを併用したということでございます。

9 ページはその 2 つの関係をプロットしたものでございます。

あと、10 ページが制約条件でございまして、従来の国内株式  $\geq$  外国株式、いわゆるホームカントリーバイアスは今回撤廃しました。一方で、外物における株式の優位性、これについて引き続き設定ということでございます。

こういう中でポートフォリオの選択をいたしましては、[REDACTED]

11 ページ目は、[REDACTED]

そういう中で、次の 12 ページ目、[REDACTED]

続いて 13 ページ、[REDACTED] リスクの検証を行ったということでございまして、[REDACTED]

14、15 ページが過去のデータに基づく損失額の検証ということで、いわゆるストレステストということでございます。これは実際に見ていただきますと、[REDACTED]

あと、もう一つは 15 ページ、[REDACTED]

16 ページ、17 ページが財政検証における予定積立金額との比較ということで、これも中期目標に書いてある部分でございまして、[REDACTED]

18 ページ、19 ページはそれに付随する資料ということで、飛ばさせていただきます。  
20 ページ、これが今回追加させていただいた分で、為替変動に対する感応度でございまして、[REDACTED]

以上が、これまでの復習ですが、この基本ポートフォリオの特定ということで、これは

前回の運用委員会の御議論等を踏まえて、大体コンセンサスといいますか、総合的に考えると、基本ポートフォリオ案としては、[REDACTED]、ここに示してある国内債券 35%、国内株式 25%、外国債券 15%、外国株式 25%がよいのではないかということでございます。

この選択の理由でございますが、市場基準ケース及び経済中位の2つのケースにおいて、必要利回りを満たしていて、かつ下方確率に係る中期目標も満たしている。また当該状況を満たすポートフォリオの中では、いわゆるエクスペクテッドショートフォールでみたりスクの最小化、これも中期目標の要件ということでしたが、これがクリアされている。

さらに経験分布を用いた条件付損失、これでも優位性を維持しており、テールリスクを見ても優位である。

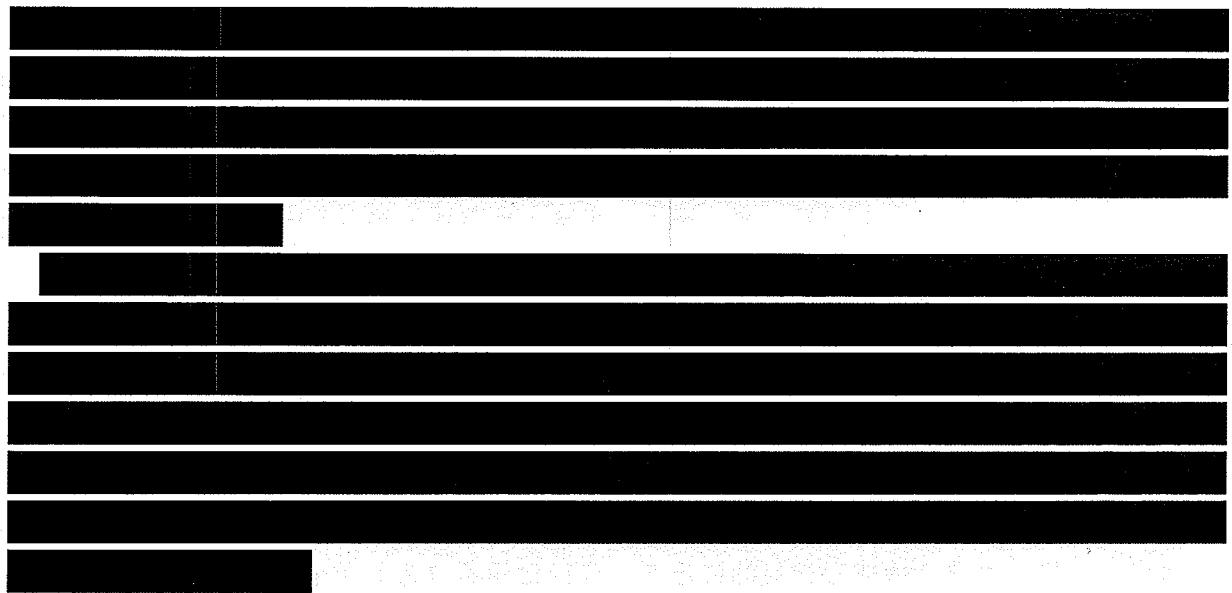
あと、ストレステストや将来の積立金の分布においては、これは他のポートフォリオ候補と大きな差は見られないという意味で劣後していないということ。

最後に、足下の資産構成と相対的に近く、移行に係るコストが小さいということで、これらを総合的に勘案すると、このポートフォリオが一番効率的ではないかということでございます。

もし、このポートフォリオにするということでございますと、乖離許容幅が 21 ページの部分になりまして、端数は切り上げてございますが、10%、9%、4%、8%という形でございます。

次に 22 ページ、1 %刻みのポートフォリオの確認です。[REDACTED]

[REDACTED]



23 ページ目以降は、ケース A からケース H について、財政検証に照らして 8 つのシナリオで再度計算したものでございます。特にケース ■ が、デフレ脱却に一番遠いという部分でございます。こういう形でシミュレーションを検証しているということでございます。

● ■ 企画部長 今、御説明させていただきました基本ポートフォリオを含む中期計画の変更案につきまして、委員限り 4 の資料を御参照ください。既に御説明させていただいた部分を含んでおります。

まず、1 ページ目の運用目標でございますが、先ほど森参事官から御説明いただいた形で目標も変更させていただいております。

次の 2 ページ目をご覧ください。こちらもリスクの考え方方が中心でございますが、中期目標案に沿った形のものを書かせていただいております。

それから、基本ポートフォリオについては、現行は、短期資産も含む 5 つの資産でございますが、左側にありますように、4 つの資産に区分するということでございます。

3 ページ目ですが、基本ポートフォリオへ移行するまでの間、乖離許容幅を超過することを許容するものとするという文言を今回入れさせていただいております。今、御説明しておりますのは、3 ページ目の一番上の左側の変更案のところでございます。

それから、新しい資産構成割合につきましては、これから御審議、議決いただくものと思っておりますが、それ以外の注意書きのところでございますが、オルタナティブにつきましては体制整備がされる中で、インフラ、プライベート・エクイティ、不動産その他運用委員会の議を経て決定するものということでリスク・リターンの特性に応じて区分されることになります。

○ ■ よろしいですか。

● ■ 企画部長 はい。

○ ■ これは先ほどの ■ 室長の説明と同じ文章のはずだと思うのですけれども、■ 室長の説明では、「不動産」の後に読点が入っている一方、こちらは入ってないので、

そうすると文章の意味合いがちょっと違ってくるのか。要するにこれは、「運用委員会の議を経て」が、「その他」に係るのか、「それ以外の文言」にも係るのかというのは多分句読点によって違うのではないか。

● [調査室長] そこは変わらないです。

● 大久保理事 その他はその他で違いますけれども、これは。

● [調査室長] ここは平気です。

● 三谷理事長 不動産その他「の」と、ここに「の」を入れると、全て運用委員会の議に入ることになりますけれども、「その他運用委員会の議を経て」ということですので、法令用語としては、これで、「その他」のみに係ります。

○ [ ] 句読点はあったほうがいいのか、ないほうがいいのか。

● [調査室長] 要ないです。

● 三谷理事長 つけません。

● [調査室長] 済みません、私のほうの資料が不正確だったということで。そこはなくていよいです。

○ [ ] 確認したいのは、インフラ、プライベート・エクイティ、不動産は、今後、議を経て決定する内容に入ってないということですね。

● [審議役] 入っていません。

● [調査室長] ここはここで明記しております。

○ [ ] わかりました。

● [企画部長] あともう一点だけ続けさせてください。

○ [ ] 続けてください。

● [企画部長] この3ページの一番下でございますが、「また」ということで、「乖離許容幅の中で、市場環境の適切な見直しを踏まえまして、機動的な運用ができる。ただ、その場合は確度の高い場合である」といったことを今回入れさせていただいております。

以上、中期計画の変更案について御説明申し上げました。

○ [ ] ここまでで、御質問、御意見等がありましたら、承りたいと思います。

○ [ ] 部長が説明された資料の3ページのなお書きのところですけれども、移行するまでの間、超過することを許容するということなのですが、移行するというのは、どの時点をもって移行したというふうに考えればよいのですか。

● 三谷理事長 その点については、[ ]

[ ]

● [調査室長] 乖離許容幅の範囲に入ればもう。

○ [ ] 範囲の中に入ったら移行したということですか。

● [調査室長] そういうことです。

○ [ ] わかりました。中心線に達するということはないわけですね

● [調査室長] そういうことではないです。

○ [ ] 今の3ページのところで、決して投機的なものであってはならないというの  
はよくわかるのですけれども、確度が高いものとするというのは、どういうことが実際  
GPIFには求められると理解したらよいのか。

● [調査室長] これにつきましては、今、アクティブ運用についても、 $\alpha$ に対する確信  
度が高いと、そういうときにしか実際にアクティブ運用は行わないということになってお  
りますので、基本的には確信度という、確度というのは、何といいますか、数字であらわ  
すことはできませんから、そういう意味からすると、我々が確信する度合いというか、そ  
ういうことになるのかなとは考えています

● [森参事官] これは、先ほど紹介しました社会保障審議会の専門委員会の報告書の表現を  
そのまま持ってきたと存じておりますけれども、ここでの議論はポートフォリオの非常に  
オリジナルな理論ですと、物事というのは確率的に動くものですから、ある種市場の方向  
を見るというのは、市場予測とかをきちんとした上で実施してくれということで、こうい  
う表現が入ったというふうに理解しております。

○ [ ] 表現的には何となく投資とかで使う言葉ではないので。

● [調査室長] おっしゃるとおりです。

○ [ ] 御説明いただきましてどうもありがとうございました。基本的にはこれまで  
の議論が整理されていますし、目的や考え方には、基本的に同意いたします。20ページの  
選択理由に書かれてある4点が非常に重要だと思っており、効率的なフロンティア曲線に  
近いポートフォリオの中から、財政検証で与えられている必要な利回り、運用目標、それ  
を満たした上で、幾つかの指標に基づくリスク量、これが最も小さいこと。複数あるので、  
最小ということにはならないかもしれません、幾つかの指標でみて総じてリスクが小  
さいといった観点で選択していくことが、今回の選定に際して重要な点になるのではないか  
と思います。

また、これまで何度も申し上げていたとおり、移行に伴う市場への影響、これは先ほどの  
中期計画の一番下の一文にもございましたけれども、その点も考慮して選ぶことが、望  
ましいと考えております。したがって、先ほど御説明いただいた基本的なプロセスについ  
ては賛成でございます。

ただ、1点、気になる点がございますので、意見として述べさせていただきます。今回  
は2つの中長期の経済前提が、複線的に用いられており、その両方を満たすということで、  
片方では効率的で、かつリスクがより少ないポートフォリオが存在するにもかかわらず、  
両方を満たすというプロセスのもとで、その結果として除かれたポートフォリオもござい  
ます。経済前提を、中長期的に当てるのはなかなか難しいわけで、ゆえに財政検証のプロ  
セスでも複数シナリオで計算したということですけれども、基本ポートフォリオは組み合

わせを1つ選ばなくてはなりません。

現時点ではもちろん、どちらに向かうと断言することは難しいわけですが、予測が難しい中では、中位の経済前提のもとで効率的なポートフォリオの中から、リスクが最小であるポートフォリオを選択することが1つの考え方ではないかと思い、この間、事務局の方々にもそのようにお伝えしてきたところです。もちろん政府の成長戦略の取り組みにより、今後、日本経済の成長力が高まる可能性はありますし、実際、その余地もございます。したがって、経済再生ケースを否定しているわけではありませんが、その蓋然性が見えてきた際に、改めてポートフォリオの見直しを検討すればよいのではないかとの考え方もあると思います。

皆様にご意見をお伺いできたら幸いでございます。

○ [REDACTED] ある意味で重要な点の御指摘を受けたわけですが、これに関して、皆様方ももし御意見いただければ、経済の見方にかかわってくるかと思います。

○ [REDACTED] 5年に一度見直すことはおっしゃっていますね。 [REDACTED]

[REDACTED] 5年ベースでの見直しの際に、財政検証に対して、どのシナリオに近づいているかということにより注視しながら、見直しに取り組む必要があるかどうかを議論するということを基本とすれば、今おっしゃっていたことに関しては対応できるのではないかなど私は思います。

○ [REDACTED] 、少なくとも5年に一度は見直さなければいけないわけですけれども、必要があれば、見直すことになるかと思います。以前と違って、もう少し弾力性があるということなので、少し状況を確かめることによって、最適な方向に動くということもできなくはないということが、これから状況かなと理解しております。

●三谷理事長 現状でも、中期目標の上では急激な市場の変動があった場合には検証しろということが入っていますし、我々としても新しいポートフォリオに移ったからといって、5年間そのままにしておくわけではなくて、必要があれば、必要な見直しはやっていくべきだろうというふうに思っております。

○ [REDACTED]

[REDACTED] そういう意味では、経済の見通しに対しては余りここでは、ある1つのシナリオを決めてないという意味合いで、その間は、GPIF側が状況を見ながら動かしていくという考え方かなと思う [REDACTED]

[REDACTED] 誰かが経済シナリオのこうであろうというのを決めな

ければいけないのですけれども、この委員会ではそういう議論はしないということだと理解しているのですけれども、それでよろしいですね。

○ [REDACTED] はい。

○ [REDACTED] 今回は、シナリオ E と G を 50% ずつというふうに考えてつくったといふことですね。[REDACTED]

[REDACTED] だから半々というのが、私は妥当だと思います。

○ [REDACTED] そこの判断はしないということですね。

○ [REDACTED] 片方にベットしたというわけではないということですね。[REDACTED]

○ [REDACTED] のおっしゃることも非常によくわかります。要するに前提としている軌道から、どれくらい外れたら真剣に見直しを始めないといけないのかという、いわば短期で見て、どれくらいダイバージしたら、アクションに結びつくのかというところを整理しておく必要があるのではないかという気がします。

○ [REDACTED] そうですね。それはリスク管理の根幹にもかかわってくるので、[REDACTED]

[REDACTED] 5年に一度でなくて、修正していくということを頭の中に入れておくということが必要かなと思っております。

○ [REDACTED] どの時点でベルが鳴るのかというのを知っておくと、随分楽かなという気もします。

○ [REDACTED] ただ、一方で、ベルが鳴るというのは、恐らく良い方ではなくて悪い方ですね。

○ [REDACTED] おっしゃるとおりです。

○ [REDACTED] 単年度で大きなロスが出て、[REDACTED] そこですがぶれるというのは、信頼性がないなという意味で、そういう意味ではないというのはわかっているのですけれども、[REDACTED]

[REDACTED] 長期だから 2 年から 3 年マイナスでも、そこでじっと耐えて、考え直さなければいけないというふうに思わないような、私たちのよりどころみたいなものは確立していく必要があると思います。私たちの任期が、例えば 2 年間というときに、その次の委員の方とかに、ここに決めるまでの、そういう合意がなされているようなところはきっちり伝えていくべきではないか。そうじゃないと、例えば 2 年後、3 年後で委員がかわったときに何かが起こって、それは前任者が、どうやって決めたかわからないけれどもみたいな話になるのが多分一番よくないことですね。

○ [REDACTED] 恐らく、そういう意味では、書き物で残すということがすごく大事だと思っていて、投資原則のところにそういうことを書き込んでいくということが必要かなという感じがしました。

○ [REDACTED] 今、短期か長期かと、これも具体的な期限があるわけではないのですけれども、基本的に我々は長期に立って運用すると。100 年の議論をしていたので、そういう意味では、進歩かもしれませんけれども、そういう意味でも、今回であれば、例えば 25 年くらいをタイムスパンにして考えていくということで、決して 3 年とか 4 年とか 5 年とかではないというような、私はそう理解していますね。

○ [REDACTED] いいシナリオと悪いシナリオの 50%、50% の場合、前者から逸れたときのほうが、そういうベルが鳴りやすいために、ベルが鳴りにくいシナリオをベースにしておき、いいほうに向かう分にはベルが鳴ることはないので、そのほうが長い視点で行えることが、1 つの考え方としてあるのではないかと思い、問題提起をさせていただきました。

ただ、[REDACTED] のご意見のとおり、考え方をどのようにしっかりと持っていくかという議論と、今、[REDACTED] からもございましたとおり、それを残していくというところができればよいかと考えます。

○ [REDACTED] それでは、委員限り 5 をご覧ください。[REDACTED]

[REDACTED] 運用委員会としての建議ということで御理解いただければと思います。

基本ポートフォリオ見直し後のガバナンス体制の強化についての委員限り 5 をご覧ください。短い文章ですので、読ませていただきます。

基本ポートフォリオの見直し後の年金積立金の運用について、その管理運用業務が確実に安全かつ効率的に行われるよう、運用委員会として、以下の点について早急な体制の見直しを行い、年金積立金の管理運用に係るガバナンス体制を大幅に強化することを建議するというものです。

大きく 3 つから成っております、内部統制の強化、リスク管理体制の強化、専門人材の強化ということで、以下こういうことを建議したいと思います。

内部統制の強化に関しては、(1) 情報管理ルールの明確化と徹底を図ること、(2) コンプライアンスオフィサーを新設すること、(3) 監事及び内部監査体制を強化すること、(4) 情報開示のあり方を見直すこと。

リスク管理体制の強化としましては、具体的に(1) マクロ経済及び市場分析に係る体制を強化すること、(2) 基本ポートフォリオのリスク管理は、各資産の乖離許容幅に加え、

ポートフォリオ全体のリスク量などにより複線的に行うこと、(3)新規運用資産を追加する場合のリスク分析体制を強化すること。

専門人材の強化としましては、具体的に(1)専門人材強化のために役職員の給与水準を改訂すること、(2)運用委員会に対して専門人材強化・育成の内容や進捗状況の報告を行うこと。

最後に、なお書きとしまして、なお、変更後の基本ポートフォリオについては、マクロ経済や市場等の動向を注視しつつ、今回設定した長期的な前提に変化がないか、年金財政も踏まえて定期的に検証を行い、必要があると判断される場合には見直しを検討すること。

以上を、基本ポートフォリオの見直し後のガバナンス体制の強化についてという項目のもとで建議したいと思います。



建議するということは、GPIF 法第 15 条第 4 項において、運用委員会は必要と認める事項について理事長に建議することができるという旨がございますので、これに沿って、もし異論がなければ建議させていただきたいと思っております。

もし、これが認められるとすれば、本日、中期計画の変更案の承認とともに、あわせて理事長にこの建議を行いたいと思っておりますが、いかがでしょうかという点でございます。



これが認められるとすれば、基本ポートフォリオの変更とあわせて公表にもっていきたいと考えております

以上、もし御質問等がありましたら、つけ加えて説明させていただきたいと思いますが、まずは、資料 5 に関しまして、以上のことを建議案にしたいと思います。

引き続き、議論を進めさせていただきたいと思います。

○ [Redacted] 建議案へのコメントは、後でよろしいですか。

○ [Redacted] はい。それでは、その前に、委員限り 6 から委員限り 7 までについて、事務局より説明いただいた後、建議案も含めて、まとめて御意見、御質問をいただくというふうにしたいと思います。

● 調査室長 それでは、委員限り 6 を御説明する前に、建議の部分の一番最後の、なお、変更後の基本ポートフォリオについては、マクロ経済や市場等の動向を注視しつつ、今回設定した長期的な前提に変化がないか、年金財政も踏まえて定期的に検証を行い、必要があると判断される場合には見直しを検討すること、この部分で、まさに先ほどの議論ということになると思います。私どもとしては、この建議ということをもし受けた場合には、当然これに従いまして、特に先ほどのシナリオとの関係でございますと、

こういう形でのお答えになるのかなということで、ここをまず御説明したいと思います。

そういう意味を含めまして、委員限り 6 でございますけれども、今、建議案にございました、特にリスク管理体制の強化ないしは、今、御説明した部分もそうでございますけれども、そういう中で、まず私どもとして、これまでどういう形で進めているか、進んでいる部分もありますので、それについて、その状況を報告したいということでございます。

まず 1 点目が、いわゆるマクロ経済に関する経済環境コンサルティング業務ということでございまして、これにつきましては、既に企画競争を実施し、契約を締結の上、実施済みということでございまして、具体的には、マクロ経済コンサルにつきまして、オックスフォードエコノミクスリミテッドとみずほ総合研究所株式会社にお願いをしたということでございます。

我々は、今後これに関連するような専門人材、この採用にも着手するということになるわけで、内部の体制を整備するということを考えますと、当然いろいろなマクロ経済の状況についての、そういう情報を入手するということもございますが、こういった組織がどういう形で、そういうマクロ経済の予測をしているのか、組織的にとか、どういうモデルなのか、そういうような意味でのナレッジトランスファーみたいな、そういう趣旨も入った形で、私どもとしてはこういうところから学ぶべきものは学ぶと、こういうふうに考えているということでございます。

真ん中の公的年金積立金・資産財政統合リスク分析についての調査研究業務でござりますけれども、これにつきましては、当然年金の運用ということでございますので、特にキャッシュアウトの額、これは財政検証でいろいろ示されているわけでございますけれども、先ほど見ていただいた、かなり幅があるということでございます。我々はそういうところをきちんと、資産と負債を総合的に実際に分析しながら研究してい

こうということで、これにつきましてはステート・ストリート・グローバル・マーケッツ  
証券株式会社にお願いをしたということでございます。

さらに、年金積立金管理運用独立行政法人におけるスチュワードシップ責任及び ESG 投資のあり方についての調査研究業務につきましては 3 社ございます。新日本有限責任監査法人、これはアーンストヤングでございますけれども、それと株式会社 QUICK、これがヨーロッパのフィッチと共同でございます。あと MSCI です。



こういう形で、特に 3 つの項目の 2 つ、資産財政統合リスク分析とスチュワードシップにつきましては、来年の 3 月に報告書を受領予定ということでございまして、それに基づいて、より本格的な実施に向けた検討を行っていくと、こういうことでございます。

● [Redacted] 企画部長 委員限り 7 まで説明をさせていただいた上で、いろんな御議論いただくのかなと認識いたしておりますが。

○ [Redacted] そういうふうにしたいと思います。

● [Redacted] 企画部長 よろしゅうございますでしょうか。委員限り 7 でございますが、先ほど [Redacted] からお話をいただいた建議案に関係することでございます。また、先ほど既に [Redacted] からも触れていただいた基本的な当法人におけるルールをこの機会に明確にすること、一層のガバナンス体制の強化につながるのではないかという観点で、ガバナンス会議という形のものを設定してはどうかということです。

委員限り 7 の第 8 条の 2 というところでございますが、運用委員会のもとに、ガバナンス会議というものを置かせていただき、2 ということで、投資原則、行動規範を立案し、監視し、運用委員会に報告するということでございます。この具体的な投資原則、行動規範、投資原則は投資信念という言われ方もあるかと思うのですが、裏面に、例えばということで、CPPIB、カナダの公的年金のみがやっていることでもなく、ほかの公的年金でもいろいろよいもの、あるいはちょっと気をつけたほうがよいもの、いろいろな形のものがあろうかと思いますが、例えば、投資原則は、目的ですか、あるいは期待収益率、どれくらいのリスクの量をとるのかとか、そういうものを定めたようなもの。あるいは行動規範は、非常にベーシックな当然のルールであるような、利益相反への対応ですか、その他、恩典とか贈り物がどうといったような形に対するルールの遵守といったようなことを定めています。

これをこの機会に、これまでもともと管理運用方針であったり、法律の中にも書かれているものもたくさんあるわけでございますけれども、この機会に改めて整理、発展させ

ていけないかという趣旨で、これを運用委員会の中で定めて、それを GPIF として適切に遵守して対応していくことではどうかということです。委員限り 7 の表紙をご覧ください。

この会議の議員につきましては、委員の皆様の御参加の御意向を踏まえつつ [REDACTED] に御指名いただくという形でどうかと思っております。

また、会議の議長につきましても、メンバーになられた方の間での互選ということでどうでしょうか。

それから、5、6につきましては、一般的な規定のほうを書かせていただいております。

このような形で御了解いただきましたならば、以降、[REDACTED] と御相談をして、具体的な会議の組成、そして具体的な審議に向けて進んでまいりたいというふうに考えております。

私からは以上です。

● [REDACTED] 審議役 もう一つだけよろしいでしょうか。

○ [REDACTED] どうぞ。

● [REDACTED] 審議役 手短に御紹介させていただきます。委員限り参考資料でございます。

この資料は、基本ポートフォリオ変更の公表用資料でございまして、記者への配布、ホームページへの掲載を念頭に作成したものでございます。

理事長の責任において作成する、基本的にはお任せいただく性格の資料かとは考えておりますけれども、お気づきの点等もしあれば、この機会に頂戴できればということでございまして、本日は参考資料として配付をさせていただきました。

なお、時間の制約もございまして、まことに恐縮でございますが、今からごく手短な御紹介にとどめさせていただきます。

1 ページは基本ポートフォリオの変更の背景、検討経緯のほか、基本ポートフォリオの変更に合わせたガバナンス体制の強化等について記載しております。

2 ページは基本ポートフォリオの変更内容でございます。

3 ページと 4 ページは、基本ポートフォリオの策定の前提となります財政検証、中期目標の変更について記載しております。

5 ページは、今回の基本ポートフォリオ策定の方針が従来と変わった点を 3 つにまとめて記載しております。

6 ページは積立金の想定運用期間と流動性の確保について記載しております。

7 ページはリターン。

8 ページはリスク、相関係数の設定について記載しております。

9 ページは基本ポートフォリオ選定の基本的な考え方、検討プロセスについて記載しております。

11 ページと 12 ページは、年金財政が予定している積立金が確保できないリスクについての検証を記載しております。

13 ページは運用手法の多様化として、オルタナティブ資産、資産横断的な運用、外国株式のベンチマーク変更について記載してございます。

14 ページは基本ポートフォリオの管理方法として、複線的なポートフォリオ管理等々について、短期資産の取り扱いも含めて記載しております。

15 ページは運用委員会の建議の内容。

16、17 ページは建議を踏まえての GPIF の対応について記載をしております。

以上、手短で甚だ恐縮ですが、御紹介とさせていただきます。

○ [REDACTED] どうもありがとうございました。

それでは、ここで一度皆様方の御意見、御質問等を伺いたいと思います。まず基本ポートフォリオの話を最初にさせていただきまして、見直しと同時に、ガバナンス体制を強化していくきましょうと。今の独立行政法人のもとでできることを考えて、どういうことをやっていったらよいかということで、ここで建議させていただいたということです。特に後者のほう、ガバナンスの強化についてということに関しまして、御意見、御質問等ありますか。

○ [REDACTED] この建議が基本ポートフォリオ見直しの公表とどのタイミングで公表されるということを考えたときに、この文章でいいのかという点が 1 か所ございます。法人は法人なりにいろいろな法的・制度的な制約のもとでこれまでガバナンス体制に向けて、それなりのことを努力してこられたのだと思うんですね。ただ、この文章で読むと、これまで何もやってなかつたのではないかみたいな印象が、初めて読んだ人にとっては出てくると、そこが非常に目立ってしまうので、もう少し、当法人のガバナンス体制に関しては、かねてから強化が図られているところではあるけれども、今般の基本ポートフォリオ見直しを踏まえて、一段と確実に安全かつ効率的に行われるよう強化してくださいということを建議するというのが、ストーリーとしては頭に入りやすいのかなという気がいたしました。

○ [REDACTED]  
[REDACTED]  
[REDACTED]  
[REDACTED]  
今、政府において、ガバナンスのあり方について議論がされているわけですね。

○ [REDACTED]  
○ [REDACTED]  
[REDACTED]

[REDACTED] つまり政府においても、ガバナンスのあり方について検討されているけれども、当法人として、今すぐできることについて取り組んでほしい。

○ [REDACTED] 趣旨はそうです。

○ [REDACTED] そういう趣旨のニュアンスが、この前文には込められていないなというふうに思います。

○ [REDACTED]

○ [REDACTED] 政府によって検討が進められようとしているようですけれども、政府の検討を待たずして、できることはやりましょうよという趣旨なのだから、そういうふうに書いたらよいのではないですか。

○ [REDACTED] これは一刻を争うし、早くやりましょうということも重要な点なので、それは前書きのところに、今、言ったことや [REDACTED] の趣旨も入れて、これから、大幅に強化することは書かれているのですけれども、少しニュアンスが出るようにと。

○ [REDACTED] そうですね。ニュアンスの問題だと思います。

○ [REDACTED] 今、伺っておきます。ほかに御意見。

○ [REDACTED] もう一つ、非常に細かいところなのですけれども、内部統制の強化のところで監事及び内部監査体制を強化することという表現がありまして、これは先ほどの公表文を拝見しても監事機能の強化ということが 16 ページに出てきますけれど、監事という言葉が、果たして適した用語かどうか。内部監査に対して何を念頭に置いているのか。監事というと外部監査のことを言っているのか、余り聞きなれない用語ですよね。恐らく法人特殊の用語ではないのかという気がしますけれど。

●三谷理事長 私どもには役員の中に理事長、理事のほかに監事というのがあります、監事が私どもの業務執行状況を監査するということを大臣から指示されてやっているわけです。

○ [REDACTED] それは要するに内部監査人の話なわけですね。

●三谷理事長 内部監査は、執行部の中にも。

○ [REDACTED] 執行部の中の内部監査ですね。

●三谷理事長 監事とは別に、監査室を設けて監査機能は設けています。我々の頭の意識では、監事というのは、いわば大臣から委任を受けて監査する。内部監査というのは、我々の組織の中で、組織として内部をチェックするために置いているものということで、我々の頭の中では明確なのですけれども。

○ [REDACTED] コンプライアンス会議に関連するのですが、GPIF の中には法令等の遵守体制を見るコンプライアンス会議があって、それから、損失危機管理体制、これを見るための運用リスク管理委員会、それから、運営リスク管理委員会、こういう委員会もあって、さらに今の監事ですね。これは監査室と別にあるようなのですね。その中で新たに、ガバナンスを、新たな機構を考えるという、経過的な対応ということなので絶対やっていかなければいけないのですけれども、既存の組織とのかかわりみたいなところ、関連みたいなところをきちんと整理しておかないと、という感じが、今、監事の話が出たので感じました。既存にそういうものがあるわけですね、組織的に。

そこをより強化するためにということなのか、あるいは我々運用委員がそういうことをやるのか、そこをきれいに整理しておかないといけないという印象があります。

○ [REDACTED] それはリポーティング・ラインの問題も非常に重要だと思うのですね、オーディットというときは。

● [REDACTED] 審議役 コンプライアンス・オフィサーにつきましては、金融機関でも一般的に設置されているというようなお話を承知しております、執行部の中で、日常業務の一環として法令その他の遵守をさせるというような、より業務に近いところでの役回りと理解をしております。そういったコンプライアンス・オフィサーが運営リスク管理委員会等の内部統制組織に報告するというようなこともあろうかと思います。実際の運用の中で、この役目については、当法人に即した形で確立していくことも必要とは考えております。

○ [REDACTED] [REDACTED]、1の(3)のところ、[REDACTED]、もし書き直すとすると、どういう格好にしたら、誤解が少なくなるということはございますか。

○ [REDACTED] ざっくりいえば、内部統制を強化することになると思いますね。全てをくるめて言うと。

○ [REDACTED] それは大きな項目にある。

○ [REDACTED] これになってしまふ。

○ [REDACTED] (3)は、より強化するというのが趣旨ですか。

○ [REDACTED] でも逆に言うと、そのあり方を見直すということではないわけですね。

○ [REDACTED]  
[REDACTED]  
[REDACTED]

○ [REDACTED] おっしゃるように、コンプライアンス委員会、運用リスク管理委員会、監査室とか、そういうものはインターナルな組織ですね。そちらは全部、Reporting to 理事長だと思うのですよ。ただ、それとは別に普通の会社であれば、必ず外の1つは独立して、内部の組織とは別に調査レポートする、そういうファンクションがあって、さらにそれに今度は外部監査があって、それが組織全体の統制のあり方をチェックをするという体制になっていて、[REDACTED] そういうところを重点的にチェックしていますので、恐らくそれと同じような見方が必要になってくるのではないかという気がしますけれど。

○ [REDACTED] そこへ行くと、やや独立行政法人として微妙な点が出てくる。

○ [REDACTED] のおっしゃったことは、私も本当にそう思っていて、独立行政法人の枠組みの中で既に実施されていることが、これだとあたかも今まで何もなかったかのような感じで、これを読んだほうは逆に不安になると思います。[REDACTED] がおっしゃったように、次のステップに行くか行かないか、今後決まっていくかどうか、それは決まってないことだと思うので、それをどう書き込むかというのは、書き方の問題もあるかと思うの

ですけれども。

○ [REDACTED] これだったら 1 の (3) はないほうがいいような感じがする。

○ [REDACTED] 専門人材の強化が必要、などと GPIF がネット上でたたかれる記事などを見ますと、今は必ずしも専門的な人材が足りていないような印象がしてしまい、実際にはそうではないので、とても残念に思います。このように書き方によっては、やはり GPIF には専門の人がいないのだな、これから集めるのだな、というイメージがどうしてもついてしまうので、先ほど [REDACTED] がおっしゃったように、今も本当にしっかりしているけれども、さらに強化するのだ、というように書くか、あるいはそうではなく、内容を具体的に書かずに、この 4 つのポイントだけにするか、のどちらかだと思います。ただ、この建議をする趣旨が、現時点でできるところはどんどんやっていこうということであるとすれば、ある程度具体的なことは書かなければいけないと思います。

○ [REDACTED] 特に 3. の (2) のところの、今の [REDACTED] がおっしゃったところなのですが、運用委員に対して、人材強化の内容等を報告というのですが、運用委員というのはある意味ボード的な役割だとすると、プロフェッショナルなチームのチームビルディングの内容をボードに報告するというのも、ものすごく違和感が正直あるのですけれども、その違和感プラス [REDACTED] がおっしゃったように、今までそういう人材なしで、このポートフォリオをつくったのかと言われてしまう。何となく不安を高めるような嫌な感じがするのですね。

○ [REDACTED] 同時に公表される、というところがまさにそうです。

● 企画部長 今言っていただいたご意見を踏まえて、口頭になりますけれども、[REDACTED] が御指摘いただいた点で、建議を仮に今この場で変更した場合ということで、1 つの案をこれから読み上げさせていただきますので、例えばこれで御意見いただくのはどうでしょうか。

「年金積立金管理運用独立行政法人においては、これまで、ガバナンス体制の整備が進められてきたところである。今般、基本ポートフォリオ見直しを機に、年金積立金の運用について」というふうにつなげていくと、「その管理運用業務が確実に安全かつ効率的に行われるよう、運用委員会として、以下の点において早急な体制見直しを行い」、「大幅に」というのは、進められてきたということがありますので、「大幅に強化すること」というのは、それはそれで構わないのかなと、感想ですけれども、思いますが、そういう意味では、「GPIF において、これまでガバナンス体制の整備が進められてきた。今般、基本ポートフォリオ見直しを機に、年金積立金の運用について、効率的に行われるよう、運用委員会として建議する」ということではどうでしょうか。

○ [REDACTED] 少しへッドにつけ加えたということ。

● 企画部長 ここで御審議いただいたほうがよろしいかなと思ったもので。

○ [REDACTED] 私はそちらのほうが大分いいと思います。

● 三谷理事長 「大幅に」は「さらに」。

- [ ]さらなるとか、そういう感じですね。
- [ ]調査室長 らなる強化をとか。
- [ ]企画部長 そうしたら、それを文字に見える形にこれから御審議いただく間に、すぐ紙で書きまして、今、ここでコピーしたものをお用意して御確認いただきたいと思います。
- [ ]その前に、そこは、今、そういうような格好で起こしていただきたいということと、それから、今、問題が出た1の(3)あたりに関しては、具体的な書き方等々で、それから3の(2)の「進捗状況の報告を行うこと」は違和感がある。
- [ ]何か報告を行ってなかったのではないかと読まれてしまうのではないか。
- [ ]「新たな」専門人材強化・育成の内容については、どのような人を加えて、どのような体制になったかという報告を受けるようなことはあってもいいと思います。
- [ ]それはリーズナブルですね。
- [ ]
- [ ]
- [ ] 建議と書くと、運用委員会がこれに関して不安で出しているような感じがする。普通にGPIFがこれを出すのとどう受け取られ方の違いがあるのですか。この内容はGPIFが自分でポートフォリオ変更について、自分でアナウンスしても構わない話ですけれども、あえて運用委員が建議をしているということは、これはどういう受け取られ方の違いがあるのですか。
- [ ]今まで運用委員会は運用委員会でしかなかったわけですけれども、大分立ち位置を随分いろいろ認めていただいたこともありますので、ある意味では理事会に相当するような機能も含めているのかなと思ったときに、ここから発議するというのはそうおかしなことではない。
- [ ]むしろ新しいポートフォリオを発表してから、それに対してガバナンスはどうなっているのだという質問を先取りして、運用委員会が建議することですね。
- [ ]実のところはそういうことでありますので、どこから出さないといけないと思います。出すとすれば、この運用委員会から出すというのはそんな不自然なことではないのかなということですね。一応これでもって、基本ポートフォリオの見直しとガバナンスの強化とワンセットで、できることは最大限やって、公表しましようというのが趣旨なわけですね。
- [ ]前の部分を変える点は私も賛成です。先ほどの[ ]からの御指摘は、ポートフォリオが見直されることによって、今までとは資産構成が変わるのは事実ですので、その変わる部分に対応するために、特に2.のリスク管理という意味では、さらなる強化は当然必要であると思います。その点とセットで我々が求めたということであれば、当然リスク管理を強化するには人も要ります。例えばここに書いてあります資産クラスが増え

ていくのであれば、その都度、専門人材の必要性は出てくるでしょう。それは、長い目で育成していくことも重要になってくるという意味ではないかと解釈しております。

○ [REDACTED] 私もこれを運用委員会の建議とすることには大きな意味があると思っていまして、つまり GPIF の執行部が言うのではなくて、運用委員会が言うと。[REDACTED] が今おっしゃったように、予算とかお金とか人とか物とか、さらにガバナンスを強化する上で必要になってくる部分は必ずあるわけですね。それは執行部にしてみれば、運用委員会から、こういう提案を受けたので、我々はそれにも応援を受けてお願いしているのですということで、交渉をこれからされる立場がそれだけ強くなるのではないかという気がするのです。だから、ある意味では運用委員会から執行部へのエールという具合に考えていただいて私はよいのではないのかと思うのです。

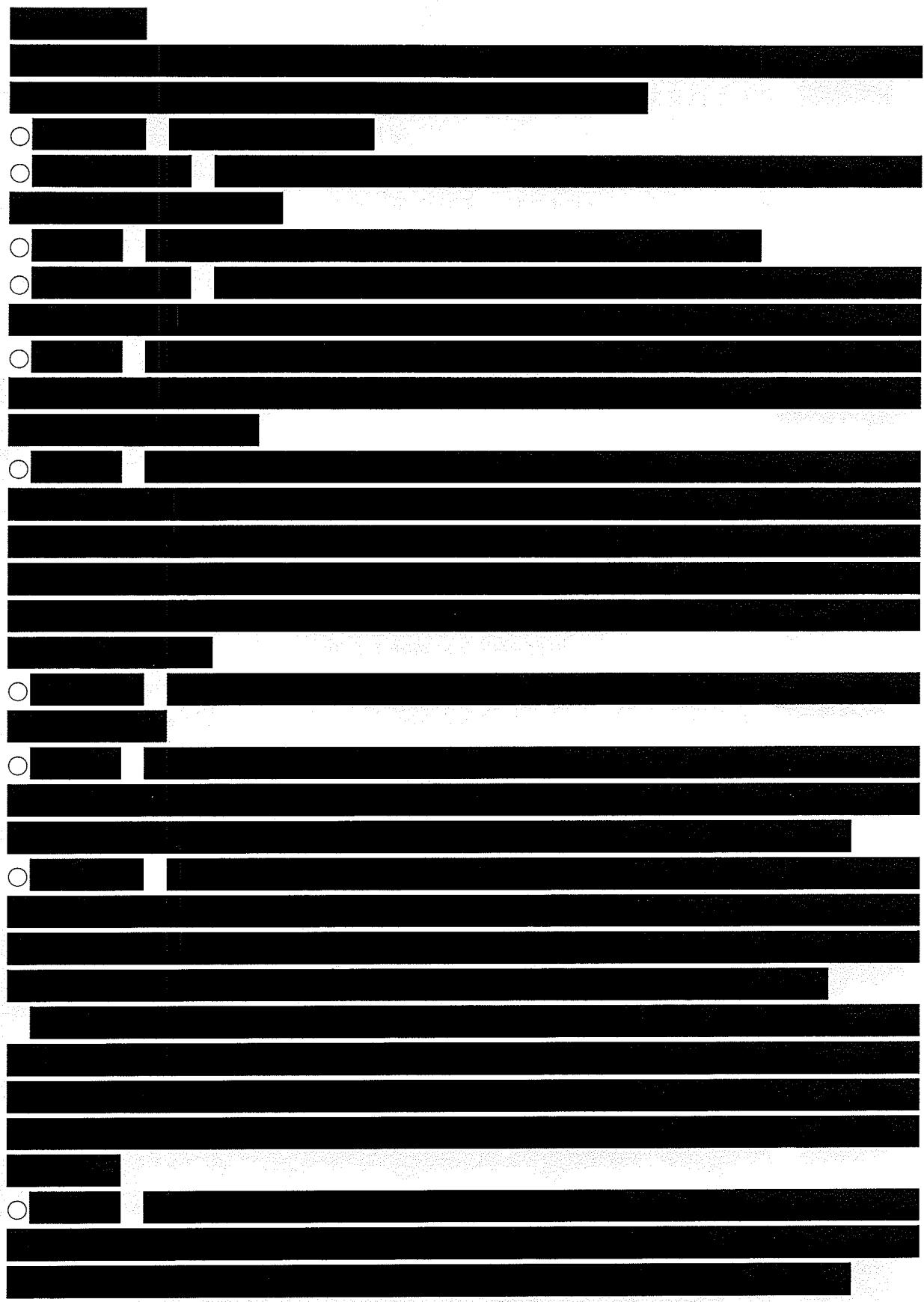
○ [REDACTED] [REDACTED]  
[REDACTED]

● [REDACTED] 調査室長 厚生労働省の検討会との関係をどう整理するかということについて、[REDACTED] からの御指摘ですけれども、個人的には、まだ今の段階でどういう結論かもわからぬ中で、我々としてこの場というのは、あくまでも現行の独立行政法人の中で何ができるかということが当然の前提となるので、それを対外的に説明していく上では、当然検討会との関係を説明するのだったら、そういうような形の御説明になるかもしれません、ただ、この建議ということでは、現行の独立行政法人の枠の中でということなので、特にそこは前提を置かなくてもよいのではないかという感じが私はするのですけれども。

○ [REDACTED] 私もそこに関してはそれでよいのではないかと思うのですね。文章の上で触れる必要はないのではないか。

○ [REDACTED] ただ、ガバナンス改革の議論というのはまさにセットで起きてきた話ですね。だから、何でこのタイミングで、こんなことを言い出すのということの説明にはならないわけですね。

○ [REDACTED]  
[REDACTED]  
[REDACTED]  
[REDACTED]  
○ [REDACTED]  
[REDACTED]  
[REDACTED]  
○ [REDACTED]  
[REDACTED]  
[REDACTED]  
○ [REDACTED]  
[REDACTED]  
[REDACTED]  
○ [REDACTED]  
[REDACTED]  
[REDACTED]



○ 先ほどの違和感の原因がわかったのですけれども、3.(2)の、これだけ報

告と書いてあるのですけれども、ほかも当然報告してもらえますよね。

- [REDACTED] どうすればいいのか。
- [REDACTED] いわゆる専門人材強化を図る、上のと同じようなトーンでいけば、専門人材の強化・育成を図ることということですよね。
- [REDACTED] (2) 自体が要らない。
- [REDACTED] 要らないということではなくて、ほかのものを見ると、何々せよということなので、それで言えば、これも運用委員会に。
- [REDACTED] 上の文章の書き方と、最後の1文だけ異なるということかもしれません。
- [REDACTED] 専門人材の強化・育成を図ることですよね。
- [REDACTED] 専門人材の育成・強化を図ること。
- [REDACTED] ほかのと同じトーン、文章だったら、そうなると思いますけれども、ほかのものも報告しますと。
- [REDACTED] 見出しが専門人材の強化なので、同じことを言っているので。
- [REDACTED] 1. や2. も運用委員会に対して報告頂くのでしょうか。
- [REDACTED] 政府の閣議決定された工程表には、これをやることになっているみたいですね。

●森参事官 政府の改訂日本再興戦略におきましては、資金運用の観点から出されました有識者会議の報告につきまして、厚生労働省において、年金制度、組織の観点から検討することということでございまして、8月の年金部会で議論を開始しまして、年金部会におきましては、年金制度本体の議論もやらなければいけませんので、この議論を始めたときにおきまして、神野座長のほうから、大臣なり事務局とも相談して、作業班を置きまして、今後検討していくという取り扱いになっておりまして、それを踏まえて検討していくというふうに理解しております。

○ [REDACTED] いや、それはこれから話だけれども、そうではなくて、これまで閣議決定された中で、例えば専門人材の活用であるとか、その前提として給与とか定数のしぶりを閣議決定で去年の段階で外したとか、あるいは常勤の運用委員を配置するとか、幾つかやるべきことが閣議決定されているではないですか。その中にこの内容は既に入っているわけですね。

●森参事官 入っているものがありますが、私が言うことではございませんが、運用委員会で建議いただくというのも1つの意義かと存じますが。

○ [REDACTED] 閣議決定、工程表とか、知っている人はごく限られています。これは決まれば外に出ていく話ですので。

○ [REDACTED] そうですけれども、あえて、ここでこういうことを建議することの意味は何なのかなと、逆の作用も考えられますからね。

○ [REDACTED] おっしゃるとおり、3番は、その点がなくはないですけれども、改めて書かせていただいたというのが趣旨です。

事務局、ブレークする必要がありますか。ここで5分ぐらい。

● [審議役] はい。

○ [ ] 5分ほど。45分にもう一度再開したいと思います。この後、議決等もとらせていただきます。

(休憩)

(再開)

○ [ ] 再開します。今、改訂版を配っていただきましたけれども、心配事の1つは大分薄らいでいるかなということです。あと、改めて下のほうに関しては、どこも直していないということですね。

●三谷理事長 3の(2)の対しての後に新たなというのを入れるというのが1つ。

○ [ ] いかがでしょうか。どうしてもここで困るという強い御意見がありましたら、この場で言っていただいて。

○ [ ] いいと思います。

●三谷理事長 1の(3)は残しておいてよろしいですか。

○ [ ] 1の(3)、この監事というのが、要するに今のGPIFの法人の中にある機能の名称ですよね。

● [調査室長] 法律上の、大臣が任命する。

● [審議役] 大臣が任命する、法律上の職名です。

○ [ ] 大臣が任命する。日銀でも監事はいる。

● [調査室長] 法律上のそういう役職、実際監査をすることですね。

○ [ ] 監査のいわゆる日本版SOX法というか、内部統制的なテキストブック的な感じていくと監事という言葉は出てこないので、それがぴたっこないのですね。

● [調査室長] そこがいわゆる独立行政法人の通則法において、いかなる独立行政法人においても、監事というものを主務大臣が任命して、そこが監査するという形になっていまして、それ全体が制度的な監査のたてつけになっています。

○ [ ] 注がついていると、何のことかわかりやすいということだと思うんですね。要するに内部統制の世界に住んでいる人は理解がしやすくなるのではないのか。

● [調査室長] 独立行政法人における監事。

○ [ ] ただ、それはわからなくとも。 [ ] が思っている監事とはちょっと違うのですね。

○ [ ] そうですね。だから、いわゆる内部統制の世界の何に該当するのかなというのが、その疑問の出発点で、外部監査なのかと。

● [調査室長] ここは、そういう意味では公表のときに、これを注で書いて、こういうものですという形で注をつけるとか、そういう形で。

○ [REDACTED] そうしましょう。独立行政法人になれてない方は、[REDACTED]のような質問が当然あり得るかと思います。これは規則で決まっているわけですから、それにのっとって説明をしてくださいということで。

それでは、これでもって固めたいと思いますので、よろしいでしょうか。

それでは、引き続き、次に入りたいと思います。基本ポートフォリオの変更に関する実質的な御議論をいただきましたので、資料1の中期計画変更案の承認についてを議題として、議決の手続に入っていきたいと思います。

○ [REDACTED] 委員限り7のところで運用委員会規則改正案新旧対照表、ここで運用委員会のなかにあるガバナンス会議がやるべき仕事が書いてあり、投資原則及び行動規範を立案しなさいとあります。これも今日決めるのでしょうか。こういうふうにやりますよということです。

○ [REDACTED] 内容は今日じゃないです。

○ [REDACTED] これは違いますか。

○ [REDACTED] 原則等に関しては、今後です。

○ [REDACTED] ただ、これを書きかえるわけですね、今日を契機に。

● 企画部長 このルールそのものは今回書きかえたいという趣旨です。

○ [REDACTED] 1つは、投資原則・行動規範にちょっと先回りして申し訳ないのですが、2点ほど、これともう一つ、建議にもかかわるのですけれども、1点目は、投資原則、これから書き込みが始まるわけなのですが、今までの議論を踏まえまして、長期的に分散投資を行うということ。あとは、受託者責任があるわけでありまして、そういうものを前面にきちんと出しておくということ。それから、前段御議論あったように、市場動向に左右されず、長期にわたって一貫した投資をしていく。こういうようなことを哲学的に書いていくほうが大事で、細かく何がどうのこうのというのは余り書くのは望ましくないのではないかというのが私の考えです。これが第1点。

○ [REDACTED] わかりました。

○ [REDACTED] 第2点、行動規範についても一緒にございまして、例えば法令遵守、あるいはこの運用委員も含めました守秘義務ですか、あるいは利益相反、こういったことを書いていくのかなと。

2つ目は、建議はこのままでいいのですけれども、内部統制の強化の(4)の情報開示の在り方の見直し。情報開示をよりやっていくのか、そうではないのか。

○ [REDACTED] 両方ありますね。

○ [REDACTED] この辺のところは、ここではまだあいまいになっているので、今後大事な議論かなと思っています。

○ [REDACTED] おっしゃったように、今後、早い段階で詰めていきたいと思います。

○ [REDACTED] それでは、資料1の中期計画変更案の承認についてを議題として、議決の手続に入っていきたいと思います。事務局より資料の配付をお願いしたいと思います。よ

ろしくお願いします。

(資料配付)

中期計画の変更については GPIF 法に基づいて、あらかじめ本委員会の議を経ることとされているほか、GPIF の文書管理規程により、理事長の決裁に当たっては、当委員会の承認を要するものとされております。

そこで、中期計画の変更案については、事務局からの説明とその後の審議の後、承認するか否かについて、運用委員会規則第 5 条第 2 項の規定に基づきまして多数決を取りたいと思います。

それでは、事務局から説明をお願いしたいと思います。

● ■ 企画部長 御説明いたします。資料 1 に、新旧対照表がございます。今回初めて御説明する部分は 3 ページ目でございますが、資産構成割合と乖離許容幅を書かせていただいているところでございます。

まず、国内債券につきましては 35%、国内株式は 25%、外国債券は 15%、外国株式は 25% とさせていただいております。

乖離許容幅につきまして、順にプラスマイナス 10%、プラスマイナス 9%、プラスマイナス 4%、そして外国株式がプラスマイナス 8% でございます。

それから、オルタナティブ資産につきましては、資産全体の 5% を上限とするという点について、今回つけ加えさせていただいております。

○ ■ ありがとうございます。ただ今の説明について、御意見、御質問等がありましたら、この場でお願いしたいと思います。

○ ■

○ ■

○ ■

○ ■

○ ■

○ ■

○ ■

○ ■

○ ■

それでは、議決に入りたいと思います。

まず、議決に先立ちまして、本中期計画の変更案の承認に反対の立場から御意見のある方は、この機会に述べていただいて結構ですので、御発言ください。

○ ■ 改めて、変更案について提案がございまして、現行と比べて明らかに今回の変更案というのは大幅な変更ということになるわけであります。私は結果として導き出されたこの数字について、国民は理解できないだろうと思うし、納得しないだろうというふ

うに思っております。年金制度というのは国民の信頼が支えるものでありますので、まさにこの積立金制度も年金制度の一部なわけであります。したがって、この数字について国民が理解をしないということは、年金制度に対する信頼を揺るがしかねないということでもって、私は反対をさせていただきたいと思います。

何ゆえ、このような数字が導き出されたかということにつきましては、私も運用委員の一人として、この間、議論に参画をしてきたわけでありますけれども、その前提となつてゐるのは、今日の議論の中でも出てまいりましたけれども、財政検証あるいはそれに至る専門委員会の報告が我々の議論の大きな前提条件として示されて、その枠の中で議論されてきた結果、このような結論に至ったというふうに私としては理解をしているところでございます。

したがいまして、国民が納得をしない、理解をしないような結論に至った大きな要因としては、私は専門委員会の報告にあるだろうというふうに思っております

確かに2年半かけて、17回の審議を行ったというふうに聞いておりますけれども、あるレポートによりますと、その17回の審議のうち、実際に数字を当てはめて議論したのは最後の3回だけだったというようなことも聞いております。まさにそういう議論のあり方でありますとか、あるいは専門委員会が前提として置いております内閣府の試算、これは今日も出てまいりましたけれども、経済再生ケースと参考ケース、この2つのケースを置いて8通りのシナリオが議論されているわけでありますけれども、特に経済再生ケースにつきましては、私は今の政府の政策目標に近いようなものだというふうに理解しております。したがって、まさに専門委員会が独立してきちんと将来の経済見通し、あるいはさまざまな指標について議論をしてきたというふうには私としては理解をしていないということでございます。

いずれにいたしましても、今回の結果につきましては、そういう専門委員会、あるいは財政検証を前提に置いて議論をした結果の数字であり、逆に申し上げますと、運用委員会として何らかの手続的な瑕疵があったとか、議論の仕方が間違っていたということではなくて、この専門委員会、運用委員会の置かれている立場、今日初めて運用目標が明示的に示されましたけれども、その運用目標を前提に置いた議論として出てきた数字だというふうに理解しておりますので、この運用委員会の議論の経過について問題があるということには考えていないということについては付言をしておきたいというふうに思います。

○重く受けとめました。ほかに、この場で反対意見を述べたいという方、よろしいでしょうか。

それでは、次に議決の手続について説明いたします。議決に当たりましては、委員長を含め、各委員は賛成、反対、棄権のいずれかの意思表示をしていただきます。棄権は出席委員数に含めますが、可否の否として扱います。

また、意思表示はせず退席される場合は、出席委員数には算入しないことにいたします。

退室される方はいらっしゃるでしょうか。退室される方はいらっしゃらないということでおよろしいでしょうか。

それでは、本案の承認に賛成の方は挙手をお願いしたいと思いますので、改めて本案の承認に賛成の方は挙手をお願いしたいと思います。

(7名挙手)

- [REDACTED] ありがとうございます。事務局よろしいですか。
- [REDACTED] ちょっとお待ち下さい。
- [REDACTED] それでは、改めまして、本案の承認に反対の方は挙手をお願いします。

(1名挙手)

- [REDACTED] ありがとうございます。

それでは、賛成は、[REDACTED] の7名でございます。よって、賛成する委員の数が過半数ですので、本案について当委員会としまして承認することに決まりました。よろしいでしょうか。

ありがとうございます。

続きまして、資料2の建議案について、事務局より資料の配付をお願いしたいと思います。

(資料配付)

○ [REDACTED] 今、議決がございましたが、国民に対する説明責任の重要性は非常に重いと考えております。今回我々が見直す背景には、決して株価対策といったようなことではなく、冒頭、[REDACTED] 調査室長より御報告があったような目的、今回の選択に至ったプロセス、決定の理由、さらには、先ほど建議で議論したようなリスク管理体制を進めていくことの重要性、私としては、それらがセットで初めて受給者及び国民に将来必要な積立金を残していくと考えて、議決に臨んだつもりでございます。

したがって、それらについて運用委員会が議論を重ね、議論を尽くしてきたことも含めて、丁寧にわかりやすく、[REDACTED]

[REDACTED] 国民の信頼が得られるような御説明をお願いしたいと思います。

- [REDACTED] ありがとうございます。非常に重要な点かと思います。
  - [REDACTED] それは誰にお願いしたのでしょうか、今のは事務局に。
  - [REDACTED] 事務局にお願いいたしました。プレスにご説明される際にという意味です。
- 三谷理事長 委員の皆さん方にも取材があったときは、よろしくお願ひいたします。
- [REDACTED] ウェブで流すだけでなく、会社と一緒に、広報活動は、これからますます大事になってくると思いますので、活用できるものは活用していくと、テレビも含めて。国民はテレビを見ていますから、ぜひその辺もよろしくお願いしたいと思います。いろいろな手段があると思います。
  - [REDACTED] プロセスがあって、発表されてという期間、あるいはそれ以降の運用委員の対メディアに対する対応に関しての、私は何らかのルールを決めておくべきだと思います。

○ [REDACTED] それは予定していませんけれども、最後にやったほうが効果的かなと思うのですが、よろしいですか。それは少なからず、近いうちにそういう状況になるかと思いますので。

それでは、独断でブレークさせていただきましたけれども、まず、今、配っていただいたものに関して、事務局より説明をお願いしたいと思います。

● [REDACTED] 審議役 建議につきまして、読み上げさせていただきます。

表紙のほうが、ちょっと途中飛ばし飛ばしで恐縮でございますが、

運用委員会は、下記の通り、年金積立金管理運用独立行政法人法第 15 条第 4 項の規定に基づき、別紙のとおり建議する。

法人においては、本建議の趣旨に沿い、今後の業務運営に当たるよう要請する。

平成 26 年 10 月 23 日

運用委員会委員長 米澤 康博

内容のほうでございますが、先ほどの御議論を踏まえまして修正させていただきましたけれども、

#### 基本ポートフォリオ見直し後のガバナンス体制の強化について

年金積立金管理運用独立行政法人においては、これまで、ガバナンス体制の整備が進められてきたところである。

一方、政府においては同法人のガバナンスに関する見直しについて、今後検討される予定であると聞いている。

このような中、今般、基本ポートフォリオの見直しを機に、年金積立金の運用について、その管理運用業務が確実に安全かつ効率的に行われるよう、運用委員会として、これまでの取組に加えて、以下の点について早急な体制の見直しを行い、年金積立金の管理運用に係るガバナンス体制の更なる強化を図ることを建議する。

内容のほうは、3 の (2) に「新たな」を加えさせていただきました。

以上でございます。

○ [REDACTED] ありがとうございます。ただいまの説明について、御意見、御質問等がありましたら、よろしいですね。

それでは、この件に関しまして決を取りたいと思います。賛成の方は、挙手をお願いしたいと思います。

(全員挙手)

○ [REDACTED] ありがとうございました。

それでは、本建議案につきましては、皆様に御了承いただいたということで、本日付で

年金積立金管理運用独立行政法人理事長あて、建議する取扱いとします。よろしくお願ひいたします。

●三谷理事長 しっかりとやらさせていただきます。

○ [REDACTED] よろしくお願ひしたいと思います。

続きまして、資料3の運用委員会規則改正案について、事務局より資料の配付をお願いしたいと思います。

(資料配付)

それでは、事務局より説明をお願いしたいと思います。

● [REDACTED] 企画部長 先ほど御説明した内容と同じものでございます。本日付で規則改正ということで御審議いただきたいということでございます。以上でございます。

○ [REDACTED] ただいまの説明に関しまして、質問等ございましたらば。先ほど [REDACTED] から貴重な御意見をいただきしておりますので、それを改めて確認させていただきたいと思います。

それでは、よろしいでしょうか。運用委員会にガバナンス会議を設置することにしたいと思いますが、よろしいでしょうか。

(「はい」と声あり)

○ [REDACTED] ありがとうございます。

ガバナンス会議の議員につきましては、委員の意向を確認の上、後日私から指名させていただきますので、よろしくお願ひしたいと思います。

それでは、続きまして、資料4の平成26年度計画の変更について、及び資料5の管理運用方針改正案（基本ポートフォリオ変更関連）について、議題としたいと思います。資料4及び資料5について、事務局より資料配付を行っていただき、説明もお願いしたいと思います。よろしくお願ひします。

(資料配付)

● [REDACTED] 企画部長 資料4、資料5でございます。

資料4でございますが、中期計画のもとに平成26年度計画の変更という形になりますので、それに対応する内容でございます。

まず現行、右側でございますが、「ただし」ということで「次期中期計画の基本ポートフォリオの見直しに着手することから」という文言に変わりまして、左側をご覧いただきますと、「移行するまでの間、乖離許容幅を超過することについては許容するものとする」という内容を改めて書かせていただいております。これは中期計画にも書かせていただいた内容でございます。それから、数字について、埋めた形のものをここにつけさせていただいております。

裏面でございますけれども、機動的対応ということについても、こちらで書かせていただいております。重複する内容ではございますが、平成26年度計画にもこのような形でさせていただきたいと思っております。

○ [REDACTED] ありがとうございます。ただいまの説明について、御意見、御質問等がございましたらば。これは既に出てきたことでございますので、よろしいですね。

● [REDACTED] 企画部長 最後に資料5でございますが、これもまた同じような内容が重なっている部分が多くございますが、管理運用方針につきまして、これは私ども法人の具体的な管理運用について定めるルールでございますが、今、ご覧いただいている現行のほうをご覧ください。

これまで「原則として」という文字が入っておりましたが、これを削除し、基本的には「乖離許容幅の範囲内に収まるよう資産構成割合の変更等を行う」という形でございます。

それから「なお」ということで、先ほど御説明したもの。

それから、「機動的な運用」というのを、こちらについても書かせていただいております。

私からの説明は以上でございます。

○ [REDACTED] ありがとうございます。よろしいですね。

以上、本日の重要な点の関連する部分でございます。所定の時間も既に過ぎておりますので、もしお急ぎの方、退室しなくてはいけない方がおりましたら、どうぞ御退室ください。よろしいでしょうか。

続きまして、委員限り8のリスク管理状況の報告（6月・7月・8月）に関して説明をお願いしたいと思います。

● [REDACTED] 運用部長 委員限り8のリスク管理状況等の報告をごく簡単に申し上げます。

最初のページをご覧いただき、足下の状況について御確認をいただければと思います。8月の運用委員会でも議論をさせていただきましたが、  
[REDACTED]  
[REDACTED]  
[REDACTED]  
[REDACTED]  
[REDACTED]  
[REDACTED]  
[REDACTED]

2ページ目をご覧いただきまして、右隅の運用資産額をご覧いただければと思いますが、第2四半期に入りまして、非常に内外株式、債券と堅調でございまして、8月末の資産総額で [REDACTED] に達しているといった状況でございます。9月も市場環境が堅調でございまして、第2四半期はまずまずの成果で終えられたのではないかという状況でございます。

○ [REDACTED] よろしいですね。ありがとうございました。

本日の議事は終了しました。どうも御苦労さまでした。事務局から連絡事項等がございます。その中には、プレスに向けての話があるかと思いますので、必要に応じて、先ほどちょっと出ました議論を時間の許す方はおつき合いいただければと思います。

事務局から説明をお願いしたいと思います。

● [審議役] 本日は長時間にわたり御審議をいただきまして、まことにありがとうございます。

まず、事務的なことを申し上げますが、委員会終了後回収と記載されております委員限り2、委員限り3、委員限り4、委員限り参考資料、資料1から4までにつきましては、運用委員会終了後に回収させていただきますので、机の上に置いておいてくださいますようお願いいたします。随行の皆様も、同様にお願いいたします。

今回、第2期中期計画の変更案について議決をいただきましたが、本変更案につきましては、今後速やかに厚生労働大臣に認可申請を行いまして、認可後、直ちに公表する運びといたしております。また、委員の皆様には、認可に関しまして適切な時期に御連絡等必要な情報の御提供を差し上げたいと考えております。

さらに重ねてのお願いで大変恐縮ではございますが、委員の皆様におかれましては、9月19日の運用委員申し合わせ踏まえ、第2期中期計画の変更の公表までの間、本日の回収資料以外の建議案等の情報も含めまして、情報管理には引き続き万全を期していただきますよう、どうかよろしくお願ひを申し上げる次第でございます。

次回、第87回運用委員会につきましては、平成26年11月12日の水曜日17時から開催いたしますので、よろしくお願ひいたします。場所につきましては、別途御連絡をさせていただきます。

事務局からは以上でございます。

○ [ ] ありがとうございました。それでは、プレスされた後、我々はどういうふうにかかわっていったらいいのか、何かもし御指示がありましたら、事務局のほうから。

●[三谷理事長] プレス公表した後ですね。

○ [ ] そうです。

●[三谷理事長] この委員会の中で、どなたがどういうことをおっしゃったかとか、そういうことは議事録が出るまでは議事要旨のみで対応するということになっておりますので、議事要旨も時間がかかると思いますけれども、基本的には、ほかの委員の意見についてはお話をしないようにしていただければと思います。御自身の御意見については、これは御自分の信念もおありでしょうから、御自身については、余り積極的に宣伝はしていただきたくないのですけれども、ここのことこれまでについては制約することもできないと思いますが、ここもできれば控えめにお願いしたいというふうに思っております。

基本的にマスコミなどの対応は、事務局のほうで行いたいと思っておりますけれども、[ ] どうしようかというようなことがありましたら、これはまた事務局のほうにその都度御相談いただければというふうに

思っております。

○ [REDACTED] 公表の日は GPIF が記者会見をされるという理解で。

●三谷理事長 公表の日は私どものほうで記者レクを行いたいというふうに思っておりま  
す。また、公表の日がいつになるかは、これから一連の手続がございますので、そこはま  
だ確定はしておりませんので、これはできるだけ確定しましたら、前広に御連絡しますし、  
また一般的な想定問答につきましても、事前にお送りしたいと思っております。したがつ  
て、想定問答に書かれた程度のことはもちろんおっしゃっていただいても構わないとい  
うことになります。

○ [REDACTED] 英語バージョンは日本語と同時に出るかどうか。

●三谷理事長 できるだけ英語バージョンも同時に。

● [REDACTED] 企画部長 英語バージョンも準備をしておりますので、同じタイミングで、場合に  
よっては日本語よりも少し分量が少なくなる可能性もありますが、なるべく同時に出す、  
英語で最低必要限の情報は必ず同時に出したいと思っております。

○ [REDACTED] 例えば先ほど [REDACTED] から、わかりやすく国民にとあったが、どこで、ど  
ういうことを我々が努力したらいいのか、我々はする必要ないのか。

●三谷理事長 多分皆様方にも記者からインタビューとか、場合によってはテレビ出演等  
の話もあるかもしれませんけれども、そういうときにはぜひよろしくお願いしたいと思  
います。

○ [REDACTED] 基本的に個人で受けていることですか。

●三谷理事長 それは終わってから、先ほど申し上げた想定問答の範囲内、ないしは御自  
分の御意見ということについてはお話しitidaiteも構わないと思います。

○ [REDACTED] ここで想定されていますプレス用より、特にもっとやさしく何か書くとい  
うのは、今のところは想定していないということですね。

● [REDACTED] 審議役 それもちょっと検討はいたします。

●三谷理事長 これは私の全く個人的な意見ですけれども、世の中の人は皆さん国債とい  
うのはリスクフリー資産で安全だというふうに思っておられるけれども、これから金利が  
上がっていいくこと、その可能性が非常に高いことを考えると、そのときには非常に大きな  
損失というのが発生するということを説明するのが一番わかりやすいのかなと。

○ [REDACTED]

●三谷理事長 もちろんそうなのですけれども、ただ、長期金利は、今、日銀がああいう  
ことをやっていますから、特段大きな変動はないわけです。けれども、あれのたがが緩ん

でくれば、経済の立て直しが行われれば、一般的には名目成長率プラスマイナス  $\alpha$  くらいというところまで行くと言われていますので、そういう意味でいけば、今回の想定にあるような 3 % くらいというのは十分視野に入ると。数字を申し上げてもあれですけれども、私どもの資産が仮に 100% 全部国債であったとすれば、今の国債の期間構成に従って持っていると仮定しますと、1 % 上昇すれば 10 兆円の評価損が出ます。ということは、今、0.5% 弱ですから、3 % 近くまでいくということは、約 25 兆円損失が出ると。

株の場合は行ったり来たりですから、下がっても上がる事はあるのだけれども、国債の今の金利というのは、歴史的に見ても異常な低金利ですし、今後ずっと上がっていって、また下がっていくとか、こういうことは余り考えにくいですから、そういう意味では、国債のウェイトをある程度減らすことはいたし方ないことだろうというふうに説明するの

が一番わかりやすいのかなと思います。

- [REDACTED]
- [REDACTED]
- [REDACTED] 調査室長 [REDACTED]
- [REDACTED] そういうことをわかりやすく、また情報の手段として、国民に対しては、テレビと新聞という感じがしますね。
- [REDACTED] ただ、金利が上がったら、国債の価格が下がるということを知らない方々に説明するのは極めて難しい。
- [REDACTED]
- [REDACTED]
- [REDACTED]
- [REDACTED]

○ [REDACTED] 少なくとも我々運用委員に関してはかなり共通の理解があると思いますので、多分プレスの後は、皆さん方のところにもいろいろアクセスがあると思いますので、そういうところをお互いに努力して伝えるようにいたしましょうということで、その上で、何か組織だったことはまた相談させてくださいということです。

今日はこれで終わりにしたいと思いますが、よろしいでしょうか。

どうも長い時間、御苦労さまでした。どうもありがとうございました。