

## 社会保障審議会資金運用部会（第24回）

日時：令和6年12月2日（月）13：00～15：00

場所：全国都市会館 第1会議室

### 西平資金運用課長

資金運用課長の西平でございます。

それでは、定刻になりましたので、ただいまより第24回「社会保障審議会資金運用部会」を開催いたします。

委員の皆様方におかれましては、お忙しいところ御出席いただきまして、ありがとうございます。

それでは、審議に入ります前に、審議会のペーパーレス化についての説明と、お配りしました資料の確認をさせていただきます。

厚生労働省におきましては、審議会等のペーパーレス化を推進してございまして、本日の資金運用部会におきましても、傍聴者の方々につきましては、ペーパーレスで実施させていただいてございます。

傍聴される方々には、あらかじめ厚生労働省ホームページでお知らせしておりますとおり、御自身のタブレット等の携帯端末を御利用いただきまして、厚生労働省のホームページから資料をダウンロードして御覧いただくこととしてございます。

本日の議事に関する資料といたしましては、議題（１）「GPIFの次期運用目標等について」につきましては資料１を、議題（２）「GPIFの業務運営体制等について」につきましては資料２を使用いたします。

そのほか、参考資料１及び参考資料２の計４点の資料でございます。

お手元にお配りしております資料に不備等がございましたら、お近くの事務局職員までお伝えいただくようお願いいたします。

続きまして、委員の出欠状況について御報告申し上げます。

本日は五十嵐委員、金井委員が御欠席との連絡をいただいております。

出席いただいております委員の方々が定足数の３分の１を超えてございますので、本日の会議は成立しておりますことを御報告申し上げます。

本日は井上委員、大森委員、岡野委員、佐藤委員、原委員、福田委員、山口委員にはオンラインで御参加いただいております。

オンラインで御参加いただいております委員の方々におかれましては、会議中御発言される際は「手を挙げる」ボタンをクリックし、部会長の御指名を受けてからマイクのミュートを解除した上で御発言をお願いいたします。

また、御発言終了後は、再度マイクをミュートにさせていただきますようお願いいたします。

それでは、ここからの議事運営につきましては、神作部会長にお願いしたいと思いますので、どうぞよろしくお願いいたします。

#### 神作部会長

神作でございます。

委員の皆様におかれましては、大変お忙しいところ御出席いただきまして、誠にありがとうございます。

本日もどうぞよろしくお願いいたします。

それでは、恐縮でございますが、カメラにつきましては、ここまでとさせていただきます。

よろしくお願いいたします。

(カメラ終了)

#### 神作部会長

早速、議事に入らせていただきます。

本日は、2つの議題がございます。

第1は「GPIFの次期運用目標等について」。

第2は「GPIFの業務運営体制等について」でございます。

初めに、議題（1）「GPIFの次期運用目標等について」事務局から御説明をお願いいたします。

#### 西平資金運用課長

そうしましたら、お手元の資料1「GPIFの次期運用目標等について」の資料に沿いまして御説明申し上げます。

資料をおめくりいただきまして、2ページ目でございますが、運用目標等についての議事におきましては、3つの論点について御意見を頂戴したいと考えてございます。

1つ目が「実質的な運用利回りの目標」。

2つ目が「基本ポートフォリオのリスク制約」。

3つ目が「ベンチマーク収益率の確保」についてでございます。

まず「実質的な運用利回りの目標」についてから御議論をお願いしたいと思っております。

資料をおめくりいただきまして、3ページ目でございます。

積立金の運用目的でございますが、長期的な観点から、安全かつ効率的に運用することとされてございますが、公的年金の給付水準につきましては、御存知のとおり、長期的に見ますと、名目賃金上昇率に連動するということでございますので、積立金の運用につき

ましても、その運用利回りが名目賃金上昇率をどれだけ上回ることができるかというところが重要でございます。

このようなことから、積立金の運用につきましては、財政検証の諸前提を踏まえて、必要となる実質的な運用利回り、こちらは、名目の運用利回りから名目賃金上昇率を引いたものを指してございますが、現在、その実質的な運用利回りを最低限のリスクで確保することを目的として行うとされているところでございます。

おめくりいただきまして、4ページ目でございます。

「運用目標と基本ポートフォリオの関係」について、いま一度確認させていただきたいと思えます。

厚生労働省とGPIFの間で中期目標と中期計画のやり取りがございまして、今まさに中期目標の御議論をお願いしているところでございます。

厚生労働省におきましては、運用目標の設定とか、中期計画において定めます基本ポートフォリオの策定に当たりまして必要となりますリスク制約を幾つか設定し、それを中期目標の形でGPIFに対して指示するというところでございます。

GPIFにおきましては、その中期目標を踏まえまして、基本ポートフォリオを策定し、その基本ポートフォリオを含みます中期計画を厚生労働省宛てに認可申請を行う。

その内容を確認した上で、厚生労働省が認可を行うということでございまして、今申し上げました中期目標と中期計画それぞれにつきまして、こちらの資金運用部会で皆様方から御意見をいただく構造になってございます。

おめくりいただきまして、5ページ目でございます。

5年目になっております現在の中期目標におきます実質的な運用利回りの目標の設定の考え方についての御説明でございます。

5年前の2019年の財政検証におきまして、経済のケースといたしまして、ケースⅠからケースⅥが設定されてございます。

この中で、運用利回りにつきましては、赤い丸がつけてあるカラムの対賃金に対するスプレッドという形で設定されてございます。

5年前の2019年財政検証におきましては、こちらのスプレッドの欄で一番大きな数字、すなわち赤い丸がついております1.7%を確保すれば、全てのケースを確保できるということでございまして、実質的な運用利回り1.7%を目標として設定してございます。

具体的な記載は、こちらのスライドの下に書いてございます。

おめくりいただきまして、6ページ目でございます。

こちらが直近の財政検証の結果、経済前提についてということでございまして、今年4月に、年金部会の年金財政における経済前提に関する専門委員会で設定されたものでございます。

今回の財政検証におきましては、経済のケースといたしまして、4つのケースが設定されてございますが、その4つの全てのケースにおきまして、GPIFの過去の運用実績を活用

して設定されているところでございます。

どのような数字だったかというのは、下の表の赤い枠で囲っているところでございますが、対賃金のスプレッドといたしましては、1.3～1.7%という数字が設定されているところでございます。

おめくりいただきまして、7ページ目でございます。

一方で、こちらの資料は、先週の月曜日、年金部会におきまして提示されている資料でございます「基礎年金のマクロ経済スライドによる給付調整の早期終了の背景・必要性」でございます。

こちらのスライドの説明に先立ちまして、マクロ経済スライドのイメージについての御説明を先にさせていただきたいと思います。

一旦スライドをおめくりいただきまして、8ページ目の下の絵を御覧いただけますでしょうか。

マクロ経済スライドと申しますのは、本来であれば、右下のように、賃金・物価の上昇に応じて年金額の改定を行うということでございますが、マクロ経済スライドによる調整期間の間は、左下の図でございますが、一定その伸びを抑制するという措置でございます。

マクロ経済スライドに関しまして、お戻りいただいて恐縮でございます、スライド7ページ目でございますが、マクロ経済スライドによる給付調整につきましては、制度の持続可能性を確保するために必要な仕組みであると考えております。

一方で、2つ目の○でございますが、デフレ経済が続いたということで、この給付調整の期間が長期化してございます。

特に1階の基礎年金部分の給付調整につきましては、過去30年の状況を投影した経済前提のケースで見ますと、今後も30年以上にわたり続くということで、長期にわたって低下することが見込まれているところございまして、こちらは基礎年金でございますので、厚生年金の受給者を含めた年金額が低下するとともに、所得再分配機能が低下することになってまいります。

今後、継続的な賃金・物価の上昇も想定される中、持続可能性を確保しつつ、給付水準の向上を図るという観点から、1階部分と2階部分の調整期間を一致させて、公的年金全体として、マクロ経済スライドによる給付調整をできる限り早期に終了させ、賃金や物価に連動して年金額が伸びるようにしていくことが必要ではないかという御議論がございます。

おめくりいただきまして、8ページ目でございます。

こちらが給付調整を早期に終了する場合のイメージでございますが、左の中ほどの絵を御覧いただきますと、現行制度を前提といたしますと、まず、2026年に比例部分のマクロ経済スライド調整が終了するというところございまして、傾きがその時点から緩やかになる。

さらにその後、2057年までは、1階部分の給付調整が続くということで、また下がって

いきますが、1階部分の給付の調整が終了いたしますと平行になるということでございます。

この調整期間を一致させることによって早期終了するイメージといたしますのが右側の絵でございます。

2026年を超えても、引き続き、2階部分についての給付調整が続くということでございますので、傾きはそのままでございますが、一方で、調整期間を一致させた2036年になりますと、1階部分の給付調整も終了するというところでございますので、そこから平行になるということでございます。

その結果、右と左のグラフを見比べていただきますと、最終的な給付水準自体は、左側よりも右側のほうが上がるところでございます。

おめくりいただきまして、9ページ目でございます。

こちらと同じく、年金部会の資料でございます。

中ほどの折れ線グラフは、GPIFの過去、2001年度、自主運用が始まって以降のパフォーマンスを示しているグラフでございます。

青い線が実績値ということで、まさにGPIFがどのような運用だったかということを示しておるものでございますが、こちらの青い実績値につきましては、左下の表を御覧いただきますと、その時々によって異なる基本ポートフォリオで運用した結果の数字で実績値が生じてございます。

一方で、グラフの茶色っぽい線でございます。

こちらは「バックテスト」と称してございますが、現在の基本ポートフォリオ、すなわち、この表で言いますと⑤の部分に書いております国内外の債券、株式4資産を25%ずつという資産構成割合でございまして、こちらの資産構成割合で過去運用してきたと仮定した場合の数字でございます。

御覧いただきますと分かりますとおり、実績値の場合は、過去、国内債券は7割近い資産構成割合のときもあったのに比べまして、現在の25%ずつのポートフォリオは、リスク性資産のウェイトが大きいものですから、ぶれ幅が大きい結果になってまいります。

こちらの実績値とバックテストにつきまして、財政検証と同じように、10年移動平均の分布の上位80%タイルの数字を比べますと、下段中ほどでございまして、実績値で言うと2.6%であったところが、バックテストですと2.8%ということになってまいります。

上の四角の中でございまして、仮に運用利回りが0.2%改善いたしますと、先ほど申し上げました給付調整期間を一致させる場合において、さらに3年程度給付調整の期間を短くすることが見込まれているところでございます。

おめくりいただきまして、10ページ目が「バックテストについて」の説明ということで、中ほどに書いてございますGPIFの現行の政策ベンチマークを25%ずつで加重平均したもので運用利回りを算定したものの御紹介でございます。

おめくりいただきまして、11ページ目でございます。

先ほど申し上げましたとおり、バックテストを行いますと、実績値が2.6%であったところ、2.8%という数字が出るわけですが、それをスプレッドの計算式に当てはめると、上が実績値を使った場合ということで、スプレッドは、最終的には1.7%が導出されるところ、2.8%という数字になりますと、同様の計算をいたしますと、右下のとおり、スプレッドとしては1.9%という数字が出てまいります。

以上を踏まえまして、スライドの12ページ目でございますが、運用利回りの目標についてということでございます。

年金部会におきまして、マクロ経済スライドによる給付調整をできる限り早期に終了させる必要性が示されているところでございます。

さらに、GPIFのバックテストの結果も踏まえまして、仮に運用利回りが0.2%改善するとすれば、スライド調整期間をさらに3年程度早く終了することが見込まれると示されてございます。

このバックテスト、現行の基本ポートフォリオに基づく数字といたしますのは、現行の基本ポートフォリオの市場運用から将来的に期待できる運用利回りの推計値でございますが、バックテストのほうが0.2%高くなりますと、スプレッドも0.2%高くなるということでございます。

なお、(※)で書いてありますとおり、バックテストの数字は、あくまで現行の基本ポートフォリオで運用したと想定している場合の数字でございますが、現行の基本ポートフォリオよりもリスクを高める想定をしたものではございません。

その上で、方向性の案でございます。

今、皆様方に御議論をお願いしております運用目標といたしますのは、GPIFが今後、向こう5年間の運用において、将来合理的に期待できる現実的な運用利回りの水準に留意しつつ、年金財政上必要な運用利回りを設定するという性格のものでございます。

財政検証の想定につきましては、先ほど申し上げましたとおり、過去のGPIFの運用実績をそのまま用いて設定しているところでございます。

一方、運用目標につきましては、今後の運用でどうなるかということでございますので、運用資産が増大する中で、ポートフォリオの連続性にも留意しつつ、また、GPIFの足元の実力を運用目標により適切に反映することが必要かと考えてございます。

その場合、将来合理的に期待できる現実的な運用利回りの水準の設定方法といたしましては、現行の基本ポートフォリオのバックテストの結果を基礎に設定する方法が考えられるのではないかと考えているところでございます。

その上で、公的年金制度全体として、マクロ経済スライドにより給付調整をできる限り早期に終了させることが必要とされる場合には、GPIFの運用利回りの目標に関しまして、GPIFの運用において合理的に期待できる現実的な運用利回りの水準の範囲内でさらなる調整期間の早期終了に資するよう、バックテストの結果を基礎に、運用目標を1.9%とすることについて、どのように考えればよいかということについて、1点目の御議論をお願い

いしたいと考えてございます。

続きまして、2点目、リスク制約に関してでございます。

スライドをおめくりいただきまして、14ページ目でございますが、基本ポートフォリオをGPIFにおいて検討いただきますが、その場合には、目標となりますリターンに加えて、リスク制約を踏まえた上で検討していただくことになってまいります。

現在の中期目標においても、幾つかのリスク制約が設定されてございまして、それらにつきまして御議論をお願いしたいというのが2つ目の論点でございます。

おめくりいただきまして、15ページ目でございます。

1つ目のリスク制約に関しまして、年金積立金の運用につきましては、安全かつ効率的に行うこととされてございます。

このようなことから、現行の中期目標におきましては、実質的な運用利回りを最低限のリスクで確保することを目標として、基本ポートフォリオを策定することを求めているところでございます。

一方で、運用目標の与え方に関しましては「許容できるリスク量の範囲内でリターンの最大化を目指す」という考え方もございますが、この場合は、当然、許容可能なリスク量を具体的に設定して伝える必要がございますが、そもそも公的年金財政におけます許容可能なリスク量について、どのように設定すればいいのかについて、慎重な検討が必要であらうと考えてございます。

また、公的年金の場合は、安定的な財政運営の確保が最優先の課題でございますので、国民の皆様方への分かりやすさの観点からも、年金財政上必要となる運用利回りを明確に設定した上で、それを下回るリスクを最低限に抑制するという現在の運用目標の与え方、考え方を引き続き維持することが必要なのではないかと考えてございます。

おめくりいただきまして、16ページ目でございます。

リスク制約の2つ目でございますが、リスクと一口で申ししましても、様々なリスクがございますが、年金事業の運営の安定化の観点からは、一時的な変動以上に、年金財政上必要となる長期的な収益が得られず、積立金額が財政検証の想定よりも下振れるリスクをできる限り抑制することが必要と考えてございます。

その上で、現在の基本ポートフォリオの策定においては、下振れるリスクが全額国内債券のポートフォリオの場合を超えないことを中期目標で示すとともに、GPIFが基本ポートフォリオを策定するに当たりまして、賃金上昇率を下回った場合の平均的な不足額をリスク尺度として採用した上で設定している状況でございます。

この点につきまして、次の中期目標におけます案といたしましては、下線でございますが、現行と同様に、名目賃金上昇率から下振れるリスクが全額国内債券の場合を超えないことをリスク制約として示した上で、そのリスク尺度につきましては、GPIFにおきまして次期基本ポートフォリオの策定に当たって検討いただきたいということでございます。

おめくりいただきまして、17ページ目、3つ目のリスク制約のお話でございます。

先ほど申し上げましたように、財政検証の積立金額から下振れするリスクをできる限り抑制する観点から、現行の中期目標におきましてもテールリスク・経験分布によるリスク評価、あるいはストレステストといったことを行っていただいております。

運用資産残高が大幅に増加する中で、このようなリスク管理が引き続き重要であるということでございますので、現行の中期目標と同様に、下振れリスクの評価・検証といったものをGPIFに対してお願いしたい。

このようなことを中期目標にて定めるべきではないかと考えてございます。

おめくりいただきまして、3つ目の論点「ベンチマーク収益率の確保」の論点でございます。

スライドの19ページ目を御覧いただけますでしょうか。

最初の論点でお示いたしました実質的な運用利回りとは別に、現在の中期目標におきましては、GPIFに対してベンチマーク収益率、すなわち市場平均収益率の確保についても目標として定めているところでございます。

具体的な定め方といたしましては、3つ目の○でございますが、まず、各年度の努力目標といたしまして、資産全体と資産ごとにそれぞれのベンチマーク収益率の確保、これを努力目標として定めているところでございます。

さらに具体的な目標といたしまして、中期目標期間5年間にしまして、資産全体と資産ごとにベンチマーク収益率を確保することを求めることとなっております。

このような目標を定めている結果、スライドをおめくりいただきまして、20ページ目でございます。

GPIFにおきましては、このような複合ベンチマーク収益率の確保に向けて、機動的・効率的なリバランスを実施していただいております。また、リスク管理体制の高度化も推進していただいております。

具体的には、ぼつぼつと書いておりますが、パフォーマンス・リスクの日次把握などといった取組を今中期目標期間で実施していただいております。

その結果、運用リスクを低水準に抑制しつつ、複合ベンチマーク収益率を確保している状況でございます。その状況は、左下のとおりでございます。

足元のところ、4年度間の通期で申し上げますと、全体でプラス0.05%という目標を達成しておりますが、資産ごとの収益率の確保状況につきましては、内外の債券についてはプラスの超過収益率、内外の株式についてはマイナスとなっております。

その上で、スライドの21ページでございますが、このような現在の目標の与え方につきまして「課題」と上の箱に書いてございますが、各資産と資産全体のベンチマーク収益率の確保を並列で目標として示してございます。

全体のベンチマーク収益率を確保することが、すなわち、全ての資産ごとのベンチマーク収益率がプラスになるとは限りません。

この結果、2つ目の○でございますが、資産ごとと資産全体でのベンチマーク収益率の



確保の優先順位が明確ではないという課題が生じているという認識でございます。

それを踏まえまして、次期中期目標におけます方向性としてしましては、各年度におきますベンチマーク収益率につきましては、まず、努力目標といたしまして、引き続き、資産ごとと資産全体のベンチマーク収益率の確保をお願いしてはどうかと考えてございます。

これは、中期目標期間中の各年度も、業務実績評価における評価、要因分析を適切に行って、運用の改善につなげていただきたいということで、引き続き努力目標としてお願いしてはどうかということでございます。

その上で、中期目標期間におきますベンチマーク収益率の確保に関しましては、資産ごとよりも資産全体での収益率の確保が重要であるとの認識の下で、優先順位を明確化する観点から、資産全体でのベンチマーク収益率の確保を求めることとしてはどうかと考えてございます。

その上で、どのような要因でそんな結果になったのかという要因分解の開示については、引き続き求めることとしてはどうかと考えているところでございます。

以上、資料1についての御説明でございます。

どうぞよろしくお願いいたします。

## 神作部会長

御説明どうもありがとうございました。

それでは、ただいま御説明いただきました資料1、GPIFの次期運用目標等につきまして、委員の皆様から御意見や御質問をお願いしたいと存じます。

会場にお越しの委員が御発言を希望される場合には、恐れ入りますが、挙手に代わって、お手元のネームプレートを立てていただき、質疑が終了しましたら元に戻してくださいませう、お願いいたします。

また、オンラインで御参加されている委員におかれましては、会議中御発言を希望される際は「手を挙げる」ボタンをクリックし、私から御指名させていただきますので、御指名がございましたらマイクのミュートを解除し、御発言していただければと存じます。

御発言終了後は、再度、マイクをミュートにしてくださいませうお願いいたします。

それでは、資料1について、御意見、御質問等、御発言をお願いしたいと思います、いかがでしょうか。

それでは、まず、徳島委員、お願いいたします。

## 徳島委員

御説明ありがとうございました。

議題（1）について、何点かコメントさせていただけたらと思います。

今回、実質的な運用利回りの目標は、従来の考え方でいけばプラス1.7%というスプレッドであるところ、プラス1.9%と、0.2%上乗せることで、GPIFの今の資産残高が約250兆円

と考えれば、単純に計算すれば、5000億円の収益上積みを求めるといった目標かと思います。

決して楽な水準ではないと認識いたしますが、過去のバックテストを見ると、決して不可能な水準でもないと考えますし、運用に対する基本的な考え方から言うと、あまり矛盾していない、許容できる水準と考えております。

ただ、それに関しまして、幾つか考えておかないといけないことがあると思います。

従来、こういった運営に関して、ポートフォリオの検証といった作業は、公的年金も、企業年金も毎年度実施しておりますが、検証を的確に行っていただきたいということです。

というのは、今回のバックテストも、基本的には経済が緩やかでも右肩上がりに成長していく過程の中で、例えば株が一回どんと下がっても、数年かけたら戻って行って、基本線に戻っていくことを受けています。結果でいくと、ならしてしまえば基本線を超える年もあるといったことを考えているわけですから、当然、バックテストは、過去のポートフォリオの実績よりリスクを取っている分、大きくぶれますが、中長期で見れば超過収益が取れていたわけです。

したがって、将来の見通しが変わっていないかという検証は、毎年度しっかりとやっていただくことが必要だと思います。

加えまして、過去、バックテストでプラス2.8%といった高い結果は出ていますが、GPIFは本来、積立金を運用しているアセットオーナーさんで、名目の世界で運用していらっしゃるものです。逆に言うと、実質賃金が上昇しなかったという要素が結果的にプラス2.8%というスプレッドには大きく貢献しており、賃金の動向は予見するのがなかなか難しいと思います。

そういった意味でも、慎重に取り組んでいただくことが大前提だと思いますし、加えて、前回5年前の財政検証のときの目標利回りに関しても、スプレッドのプラス1.7%といったことの理解が必ずしも十分ではなかったと思っています。

例えば経済成長率とか物価上昇率に対して、今回、仮にプラス1.7%という水準、ですから、スライドの6ページでいくと、一番上のケースでは項目を足し算して、名目の目標運用利回りはプラス5.4%なのですかとはじくことがあります。実際に何件かお問合せをいただいたことがありますが、これは不適切な理解なので、スプレッドの意味などをメディアも含めてちゃんと理解していただくことが必要ではないかと思っています。

今回のプラス1.9%は、現在の基本ポートフォリオに基づいたバックテストを前提に作っているものですから、決してリスクを過大に取ろうとしている行動ではないと、スライドにも書いてあったことを十分に御理解いただけたらと思います。

最後に、基本ポートフォリオとベンチマーク収益率のところでございます。

基本ポートフォリオに対するプラスアルファを目指すことを優先目標とするのは、適切な設定だと思います。

というのは、個別の資産が全部勝っていても、資産配分効果で負けるといったことが理

論的にはあり得ます。

実際は、現在のGPIFの場合には、かなりトラッキングエラーを抑えて、リバランスを緻密にやっていますので、そういうことはなかなか考えられないのですが、一般的には資産配分効果で負けることもありますので、優先されるべきは、基本ポートフォリオ全体に対する超過収益率という考え方が適切だと思います。

ただ、その場合も、これからモデルポートフォリオで具体的なポートフォリオ案を作るといったところで、ベンチマークをどう置くかということが重要です。ここまでは現在の政策ベンチマークで議論されていますが、果たして今後をどう考えていくのか。

例えばこの5年間に、外国株式のベンチマークから途中でロシアが落ちる事態が発生しました。現在のベンチマークで言っても、例えば外債のベンチマークでイスラエルが入っています。

こういった指数の構成について将来をどう考えるのか、特定の国や市場を政策ベンチマークの段階で外すのか、具体的なアセットマネジャーの段階で外すのか、どちらのアプローチもあると思うのですが、予めきっちり議論していただく必要があると思います。

それから、御提案の中で、要因分解をしっかりとやるというものがありました。これは、例えばオルタナティブ投資に取り組んだことによる効果がどれだけあったかとか、そういった明確化につながる分解になると思いますので、ぜひきっちりやっていただけたらと思います。

私からのコメントは以上でございます。

## 神作部会長

どうもありがとうございました。

それでは、続きまして、佐保委員、御発言をお願いいたします。

## 佐保委員

ありがとうございます。

「実質的な運用利回りの目標」についてと「基本ポートフォリオのリスク制約」について、それぞれ意見を述べたいと思います。

最初は「実質的な運用利回りの目標」についてです。私は、年金部会でも委員をさせていただいていますが、年金部会では、基礎年金の給付調整の早期終了に向けて、厚生年金積立金を基礎年金に重点活用することは、慎重意見も多かったと認識しております。

今回の資料は、年金部会での議論を踏まえて提案されている内容なのでしょうか。

実質運用利回りのバックテストを御提示いただきましたが、もし2001年から現行の基本ポートフォリオだったらプラス0.2%だったというのは結果論であり、今後の利回りを保証するものではありません。

現在でも、運用資産全体の規模増加で、投資機会へのアクセスを広げる観点から、様々

な投資手法が追加されております。

そうした中で、運用目標を1.9%とすることは、GPIFにさらなる負荷をかけることにつながり、リスクを取らざるを得ない状況になるのではないのでしょうか。

基礎年金の給付水準の底上げは急務でございますが、その財源確保に異論がある中で、現中期目標である「長期的に積立金の実質的な運用利回り1.7%を最低限のリスクで確保」することについて、見直す必要性は低いと考えております。

それから、基本ポートフォリオのリスク制約についてですが、下振れリスクをできるだけ抑制することは重要ですが、運用目標を上げることだけが抑制につながるわけではないと考えております。

引き続き、下振れリスクを適切に管理するための評価・検証をお願いいたします。

私からは以上です。

## 神作部会長

どうも御意見ありがとうございました。

続きまして、玉木委員、御発言をお願いいたします。

## 玉木委員

ありがとうございます。

私は、今回の資料を拝見いたしまして、12ページの下半分、方向性案の第1行目「合理的に期待できる現実的な運用利回りの水準に留意」という表現に新鮮さを感じたところでございます。

と申しますのも、GPIFという運用組織の機能の高まりは大変なものではないかと思えます。

実は私は、2009年度、2010年度にGPIFに勤務しておりました。

その頃は、70人かそこらの体制でございましたし、本日の資料の20ページにございますベンチマーク収益率の確保に向けた取組の既に行われていることとして記載されておりますものが、ブレットポイントで3つ並んでございます。

パフォーマンス・リスク管理指標と日次で把握する、あるいは、インハウスで株価指数先物取引を行うとか、こんなことは、当時は全くできていなかったところでございます。

現在は、こういったものが実務的に定着し、また、ここ何年間か実績を伺っているところでは、年に数十回、週に1回ぐらいのリバランスを行いつつ、全体としてインデックスに負けていない結果を示しておりますので、先ほどの12ページのGPIFの運用において合理的に期待できる利回りの水準に見直しがかかっていくのは当然ではないかと思えます。

これは1.7%のままでいきますと、実は2009年度、2010年度もたしか1.6%とか1.7%だと思うのですが、現在のGPIFの体制からすると、もしかすると1.7%だとヒットしやす過ぎる、楽をさせ過ぎることにもなりかねないところでございまして、このように近年既に見られ

ておりますようなGPIFの組織の充実といったものを考えますと、GPIFには少し頑張ってくれよという意味で、ここで妥当な範囲内で運用目標を上げるのも一つの考え方ではないかと思います。

ただ、もちろん、バックテストのグラフを御覧いただきますと、9ページでございますが、先ほどの2008年度、2009年度、リーマンショックの頃でございますが、このとき、赤いほうのグラフは、西平さん、四半期ごとの数字ですね。

折れ線グラフは、四半期ごとの。

## 西平資金運用課長

いいえ。年度ごとのものを10年移動平均で。

## 玉木委員

そうですね。失礼しました。

2008年度は、非常に大きくへこんでおります。

もちろん、その後、2009年度は、青よりも赤のほうが高くなってございますので、振幅が激しいということではありますが、2008年度のようなことは国民にとっては大変ショックでございますので、この辺につきましては、十分な御説明をお願いしたところでございます。

あと、今日の御説明を伺っておりますと、マクロスライドとの関係に何回か言及がございましたが、私とすると、例えば12ページの一番下の（※）でございますが「更なる早期終了に資する」と書いてございますが「早期終了にも資する」で十分ではないかと思うところでございます。

あまり年金部会の議論に引っ張られた議論をするというよりは、GPIFという運用組織の持っている潜在的あるいは顕在化された能力を素直に評価して、目標設定に結びつけていくのが、考え方としては素直かなと思うところでございます。

以上です。

## 神作部会長

どうもありがとうございます。

事務局から追加、補足がございます。

## 西平資金運用課長

玉木委員、大変失礼いたしました。

先ほどおっしゃった9ページのグラフは、（注1）に書いてありますとおり、先生がおっしゃるとおり、四半期の収益率を基にしたグラフでございまして、2.6%とか2.8%を出すときは、10年移動平均で出しているということでございます。大変失礼いたしました。

## 玉木委員

あともう一点だけ。

今、言い忘れたのですが、例えば12ページの真ん中よりも1つ上の（※）の「バックテストの結果は」でございますが、これは0.2%上げたからといって、何ら現在の基本ポートフォリオを今後、どうするかといったことに関する示唆を含むものではないと理解してございます。世の中のGPIFに対する注目度の高さからいきますと、（※）まで読まないで反応する人たちも多いかと思しますので、今後、年金局におかれて国民あるいは市場関係者に対して、特に日本語を読めない市場関係者も海外にはたくさんおりますので、そういった方々への丁寧な情報発信については、ぜひお願いしたいと思います。

## 神作部会長

どうもありがとうございました。

続きまして、オンラインで御参加の福田委員、御発言をお願いいたします。

## 福田委員

ありがとうございます。

私も、バックテストに基づく運用利回りの設定は、さほど違和感はないと思います。そう簡単ではないかもしれませんが、今までよりはポートフォリオも変わっていますので、運用利回りを上げること自体は問題ないような気はいたします。

ただ、前提となるマクロ経済環境はものすごく変わっていることには留意する必要があるかと思えます。

事務局から頂いた資料では、まず、5ページ目には、2019年度の財政検証での前提条件があって、当時の感覚では、この前提条件はさほど違和感なく読めたと思います。しかし、6ページにある2024年度の財政検証での長期の経済前提は、現在の足元のいろいろなマクロ経済の環境の変化を考えると、少し違和感のあるような状況もあるかなと思っています。

例えば2019年度にはあまり想定されていない事態は、いわゆるスタグフレーションが深刻になるようなことで、当時はあまり想定していないように思われます。

スタグフレーションとは、経済は低迷するけれども、賃金や物価は上昇するような状況ですし、世界でも、直近ではかなりそれが顕在化して、日本でもある程度スタグフレーション的な様相は起こっているわけです。

そういう意味では、こちらの部会では、ある意味で前提となっているような経済前提がかなり違ってくる可能性はあって、そういうことになると、それを前提とした目標は達成できない可能性があることを考慮することは大事です。そうしたときには、バックテストを基に設定すること自体は大事ですが、仮にそれが実現できなかったときの説明責任をきちんと果たせるように、なぜそれが実現できなかったか、どういう前提が間違っていたの

かということをしちゃんと説明できるような体制を引き続き整えていただくのが重要なのかなと思います。

もう一点は、基本ポートフォリオのリスク制約という点でございます。

こちらもしろいろと議論されているということで、私もご提案通りでよろしいのではないかと思います、そこでの中期目標の考え方になるかと思います。

次期中期目標は5年ということになりますが、17ページのリスクシナリオにもありますように、長期の運用は5年でどうこうというものではなくて、もう少しさらに期間の長いタームでのリスクが重要になると思います。

5年間でリスクを抑えること自体意味がないわけではありませんが、そもそも年金の運用はさらに長期にわたって行われるものですので、リスク評価に関しても、さらに長期の問題意識の下でリスク制約を考えて、仮に5年間の間に大きなマイナスのショックがあったとしても、それは長い意味では回復していくという観点で運用していくことが大事なのだらうと思います。

私からは以上でございます。

## 神作部会長

どうもありがとうございました。

続きまして、オンラインで御参加の岡野委員、御発言をどうぞ。

## 岡野委員

ありがとうございます。

岡野でございます。

私からは、マスメディアの情報を踏まえたコメントとなりますが、資料1全体を通して、1点御意見させていただきたいと思います。

本年7月から9月までの運用実績において、円高や国内株価の下落などを背景に、9兆1200億円余りの赤字というニュースを拝見しております。

本年8月の株価の急落の際には、皆様もかなり御心労があったこととお察しいたしますが、今後も、8月のように市場が大きく変動する局面が起こり得ると考えております。

その上で1点なのですが、皆様御承知のとおり、年金積立金は「将来にわたって年金保険事業の運営の安定に資することを目的として、専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から安全かつ効率的に運用すること」とされているものと認識しております。

御説明の中でも、マクロ経済スライドへの早期対応であったり、今回御提示がありましたバックテストを踏まえた目標設定そのものがリスクを高めるものではないということについては理解しておりますが、その上でも、目標引上げに関して、慎重な判断を求めたいと思います。

改めてとなりますが、15ページ目の基本ポートフォリオのリスク・リターンの中にもあ

りますとおり、運用目標を上げることは、期待するリターンが上がるとともに、リスクを上げることにもつながるものと思いますので、引き続き、長期にわたり安全かつ確実な運用を堅持し、一層のリスク管理に努めるべきであり、次期運用目標を上げる必要はないのではないかと考えております。

私からは以上です。

## 神作部会長

どうもありがとうございました。

続きまして、佐藤委員、御発言ください。

## 佐藤委員

どうもありがとうございます。

私は、コメントが2点です。

1点目は、私はスプレッドの引上げに賛成でございまして、強調したいのは、GPIFは超長期の投資家であり、時間軸を活用して、積極的にこの目標に取り組んでほしいということです。

ただし、他の委員、特に徳島委員からも御意見がございましたように、PDCAサイクルをきっちりと回して定期的な検証、そして、さらなるリスク管理の強化をもって取り組んでいただきたいところでございます。

2点目は、3点目の「ベンチマーク収益率の確保」の目標に関する課題なのですが、私は、総論といたしましては、資産全体で収益率を上回ることが優先されるべきというところはそのとおりかと思うのですが、GPIFの場合には、アルファを要因分解する場合に、資産配分要因と個別要因というところで、資産配分要因は、基本方針のリバランスで決まってしまうところが大きい。

これは、投資環境によっても左右されるところが大きくて、特に括弧で言えば、2020年度などは大きく出たかもしれないのですが、リスク管理の観点から、GPIFのコントロールの及ばない領域とも取れますので、中期目標、結果を評価する際には、個別要因もきちんと評価できるような要素を残していただければと思います。

GPIFは、個別資産においてもベンチマーク収益率を確保するところに大変な努力をされておりますので、そういうところも評価できるような仕組みであってほしいと思います。

以上です。

## 神作部会長

どうもありがとうございました。

続きまして、原委員、御発言ください。



## 原委員

ありがとうございます。

私からも簡単ですが、3点についてコメントさせていただきます。

まず「実質的な運用利回りの目標」についてなのですが、何人かの委員の先生からお話がありましたが、現行の基本ポートフォリオのバックテストの結果を基礎に運用目標を1.9%とすることには、特に違和感はないように感じております。

ただ、こちらも何人かの委員の先生もおっしゃっていましたが、その説明とか検証といったことはしっかりと行っていただきたいと思っております。

2点目のリスク制約についてなのですが、公的年金の場合、安定的な財政運営を確保することが最優先の課題ということで「国民への分かりやすさ等の観点からも」と書いてありましたが、それもすごく重要だと思います。

ですので、引き続き、年金財政上必要とされる運用利回りを明確に設定した上で、リスクを最低限に抑制するという、現在の運用目標の考え方を引き続き維持するというので、進めていただければよいのではないかと思います。

3点目の「ベンチマーク収益率の確保」については、全体的にも意見があったかと思いますが、中期目標期間におけるベンチマーク収益率の確保に関する目標については、資産全体でということで、幾つか留意点もあるかと思いますが、資産全体でのベンチマーク収益率の確保を求めるということで進めていただいていいのではないかと思います。

ただ、もちろん、細かいいろいろな情報などの公開、あるいは検証といったことは、是非していただければと思っております。

ここまでは以上でございます。

ありがとうございます。

## 神作部会長

どうもありがとうございました。

それでは、続きまして、井上委員、御発言ください。

## 井上委員

ありがとうございます。

まず、運用利回りの目標についてですが、経済状況は、過去5年から比べると随分と変わってきております。逆に、将来にわたるリスクが読みにくくなっている状況にあるとも思います。

そういう中で、物価も賃金も動く状況になってきておりますので、全体的な相場感から言うと、引き上げていくことについて、理解はできると思うのですが、財政検証で1.7%というところに、どうしてさらに0.2%をつけていくのかという理由は、今の説明でいきますと、バックテストの結果とマクロ経済スライドの早期終了のためと、今日の説明だと理解

できるわけですが、その2つともどうも将来の運用利回りを上げることに對する理由としては、説得力に少し欠けるところがあるのではないかという気はしております。

特にマクロ経済スライドの早期終了につきましては、まだまだ慎重な意見もありますし、経済スライドが早期終了する場合には、一番重要なのは、将来、公費の投入も必要になってきますので、その辺りも不明な中で、一方的にGPIFの運用だけを上げるのは、バランス的に少し危機を感じますので、その理由づけをしっかりと議論する必要があると思います。

2つ目が、ポートフォリオのリスク制約とベンチマーク収益率の両方に係るところですが、今回御提案いただきましたベンチマークをトータルで見ていくことに優先を置くことについて、私は賛成です。

ただ、一方で、御意見がありましたが、あくまで中期目標だけに縛られることのないように、5年間ということだけでなく、数十年、100年にわたる判断が必要になってきますので、特に、なかなか評価は難しいと思いますが、例えばESGに絡むリスク評価とか、そういうところにつきましては、単に5年間で判断するのはなかなか難しいと思いますので、そういうことも勘案しながら判断をお願いしたいと思います。

以上でございます。

#### 神作部会長

どうもありがとうございました。

続きまして、オンラインで御参加の山口委員、どうぞ御発言ください。

#### 山口委員

ありがとうございます。

山口です。

1点です。

名目運用利回りで、ベンチマーク収益率の考え方は、今期のものをさらに一般化して考えるということで、考え方を明確にされたということなのですが、委員の御発言にもありますが、1.9%に上げる理由づけが、お話を伺っていると、ある程度GPIFの実力がついてきていることを前提に、目標を上げてよいのではないかと理解したのです。

ただ、次の議題にもなっているのですが、組織の体制は、高度化・複雑化している運用からすると、まだ課題もありますので、今のものをより長期に一般化して考えるときには、しっかりと運営体制が取れていることがあって、運用の目標を上げていくというところがしっかりと示される必要があると思っていますので、そこをより見せていくように、国民に對して説明できるようにしていただきたいと思います。

以上です。

#### 神作部会長

どうもありがとうございました。

現在、御発言の希望をいただいている方全てに御発言いただいたと思いますが、まだ御発言がない方、あるいはこれまでの委員の方の御発言を聞いて、追加の御発言等がございましたら、ぜひ御発言をお願いいたします。

それでは、オンラインで御参加の大森委員、御発言ください。

## 大森委員

ありがとうございます。さきほども ボタンを押していたつもりだったのですが漏れていたみたいで、すみません。

今回のこちらの議論は、運用の出発点になるもので、非常に重要かと思います。まず、次期の運用目標を引き上げる件なのですが、これは市場経済ですから、リターンが欲しいと言っても直ちに手に入るわけではなくて、リターンは、リスクとのバランスを前提に確保するもののはずです。目標リターンを引き上げるということは、リスクを多く負担することと同じ意味になるかと思います。

とはいえ、過去の実績から、現状では既にその分のリスクを負担していると言えるわけで、これは株式比率を引き上げた10年前からになるかと思うのですが、今だけではなく、今後もこの程度のリスクであれば、御関係者が納得すると捉えればよいと思います。

ただし、逆に言えば、過去の実績から、現状の目標は最低限のリスクで確保との要請より取ってしまっているとも捉えられるわけなのですが、実績がよかったのは、近年、資本市場が成長したからであります。これはほとんど運でございまして再現するものではありませんから、当時は、今のリスクがプラス1.7%を確保するのに必要であったと理解いたしまして、あまり気にすることはないとも思います。

一方で、運なので、運用実績は、引上げの根拠としては弱いものです。とはいえ、人類がそれぞれの幸せの実現のために努力することからは将来の経済成長が期待できるので、ここが大事ですが、リスクの負担に納得するなら、目標リターンを引き上げるのは、年金を運営するものとして健全なアプローチであろうと思います。世界が減ぶような、経済成長しないような悲劇のシナリオを考えることもできますが、それを以って運用を諦めるというのはあるべき姿ではないだろうと思います。

一方で、過去実績ではなくて、今のGPIFのリスク管理能力やマネジャー選定能力が向上しているのは確かな根拠ですので、その分だけ従来より高いリターンを期待できるという主張は強いと思います。

いろいろと申し上げましたが、まとめますと、目標リターンの引上げは、関係者がリスク負担に納得しているように思えること、GPIFの管理能力が向上していることから、よいと思います。

この点について、最後は質問にもなるとはと思いますが、目標リターンを引き上げた場合、財政検証との整合性はどのように取られるのでしょうか。資産のリターンは、人口動態な

どより非常に確度の低いものです。にもかかわらず、高い期待リターンを示して、ばら色の将来の姿を描くのは不健全ではないかと思われます。前の委員の御意見にもありましたが、財政検証とは離れて、財政プラスアルファで頑張るという位置づけでよいのではないかと思います。

次の「基本ポートフォリオのリスク制約」についてなのですが、リターンを変えたのに、リスク制約を変えないというのは、整合性が取れていないと思われます。ただし、リスク制約につきましては、絶対値で与えているわけではないので、最低限のリスク、いろいろな角度からのリスクをなるべく抑えるようにということと与えているので、機能はすると思います。ただし、リスクは過去の実績よりは増えるということです。

最後の論点の「ベンチマーク収益率の確保」ですが、こちらは、望ましい変更であると思います。

この場合、ベンチマークは、リスクとリターンの水準を規定するものであって、資産配分ではないということです。海外の事例でも、そうした管理になっているものは少なくないはずです。

GPIFでは、これまでのベンチマークは、資産配分に等しいということになっているけれども、世界を見ますとそれは当然ではないと思います。ベンチマークと資産配分とは分離させて、実際に投資するポートフォリオは、管理能力が高まってきたGPIFの自由とし、ベンチマークは、リスク管理の基準及び必達のリターンと位置づけるのが望ましいと思います。

この変更によりまして、制約を緩めることになります。制約を緩めることになりますから、GPIFには存分に能力を発揮してほしいですし、一方で責任は増えますので、報告や管理はより厳しくきちんと行っていただきたいと思います。その結果、将来に向けて、リターンと共に能力を伸ばして行ってほしいと考えます。

少々長くなりましたが、私からは以上です。

## 神作部会長

どうもありがとうございました。

武藤審議官、どうぞ。

## 武藤大臣官房審議官

年金担当審議官の武藤でございます。

ただいま大森委員から、今回の運用目標の引上げの話と、財政検証の前提の關係の話がありましたので、補足させていただきます。まず、今日の資料にもございましたが、今回の運用目標に関して、現行の基本ポートフォリオよりリスクを高める想定をした場合の運用利回りではないということは、資料にあったとおりでございます。

あと、財政検証との關係でございますが、財政検証につきましては、将来は不確定です

ので、将来がどうなるか分からない中で、複数の幅広い前提を置いて見ていただいているのが従来の考え方でございます。

ということで、今回の運用目標と財政検証の結果が直接リンクするものではありませんので、運用目標が上がったから財政検証を置き換えるとか、そういうことはありません。

財政検証の中で幅を持って見ていただきたいというのと、今回の運用目標の話があるということですが、いずれにいたしましても、さらに議論を深めていきたいと思っております。

私からの補足は以上です。

#### 神作部会長

どうもありがとうございます。

大森委員、よろしゅうございますか。

#### 大森委員

ありがとうございました。

#### 神作部会長

どうもありがとうございます。

それでは、ほかにいかがでしょうか。

それでは、大野委員、お願いいたします。

#### 大野部会長代理

ありがとうございます。

目標リターン引上げについて、私は、御提案について特に異論はございません。

3点目についてなのですが、複合ベンチマーク収益率を各資産のベンチマーク収益率に対して優先させるというご提案に、私も賛同いたします。

リターンに対する目標達成と、もう一つ、リスクの点もあるかと思います。

これまでも、各資産についてトラッキングエラーの最小化をめざすとともに、資産全体としてのリスク抑制についても取り組まれてきたかと思います。

リスク最小化を実現されるために、高頻度のリバランスを行い、リスク管理の高度化を実践されてきたかと思いますが、トラッキングエラーの最小化につきましても、各資産でというよりは、トータルでのリスクの最小化に優先度が置かれることになるのかなとも思いましたが、そういった理解でよろしいのか伺えればと思います。

以上です。

#### 神作部会長

どうもありがとうございます。

御質問が1点あったかと思いますが、こちらは、事務局にご回答をお願いしてよろしいですか。

## 西平資金運用課長

事務局でございます。

目標として、資産全体でのベンチマーク収益率の確保をお願いしたときに、GPIF側がどういう投資行動を取るのか、推察しますと、おっしゃるとおり非常に多額の資産を運用しておりますので、その資産配分効果をリスクを冒して取りに行くのはなかなか難しいのではなかろうかと推察いたしますので、今のGPIFの運用のスタイルを前提といたしますと、基本ポートフォリオに忠実に運用していくような投資行動になるのではないかと思います。そこはいずれにしても、新しい中期目標を策定し、GPIFがその目標を前提に考えた上で、GPIFが経営委員会とも相談しながらどういう方針で臨んでいくのかということについては、GPIFの専門的な裁量の中で御検討いただくことなのではないかと考えてございます。

簡単ではございますが、以上でございます。

## 神作部会長

よろしいでしょうか。

ありがとうございます。

本日御参加の皆様から御意見をいただきました。大変ありがとうございました。

意見が分かれたところもあるかと思います。

特に実質的な運用利回りについては、1.9%に上げることは違和感がない、賛成だという御意見も多かったと思いますし、少なくとも説明を少し充実させる必要があるのではないかという条件と申しますか、その上で賛成という御意見もあったかと思います。

もっとも、他方で、引き上げる必要はない、むしろ現状のままでよいのではないかといい御意見もあったと思います。

そこで、もしよろしければ、もう少し御議論を尽くしていただければ大変ありがたいのですが、理由づけについてのさらに追加と申しますか、今日報告にあったほかに、GPIFさんのこれまでの経験、あるいは運用能力の向上といったものが根拠になるとか、いろいろと追加の理由も挙げていただいたと思いますが、そういった御発言も踏まえて、さらに御意見を頂戴できればと思います。

いかがでしょうか。

ありがとうございます。

玉木委員、お願いいたします。

## 玉木委員

私がこの資料を拝見したときに思ったことは、1.7%が1.9%に上がったからといって、基本ポートフォリオへの影響は直ちには現れないと思いました。

むしろ過去において、かなりたくさんたまっている経験とは何かというと、GPIFの実質的な運用利回りが1.7%とか1.9%をはるかに超えていることが多かったということだと思います。

これは実質賃金があつての話でございますので、実質賃金の動きはこれからどうなるか、誰にも分からないわけですが、過去の実質賃金と運用利回りの関係を見ると、1.7%は、少し楽にヒットできるものであったと。少なくとも過去の実質賃金の動きを前提とすると、1.7%は、楽に超えられるものであったのだらうと思うのです。

私は、資金運用部会として何を考えるべきかということ、年金財政全体について責任を持つ、あるいはそれを直接の議論の対象にしている部会ではなく、独立行政法人たるGPIFの機能を十全に発揮せしめるための会議体だと思います。GPIFの皆さんが火の玉となって運用の高度化に取り組んでいただく、あるいは今、内閣全体の流れになっております資産運用立国の一環として運用力を上げていくことが、求められているものでございます。そういった流れの中で、GPIFの皆さんが持てる力を存分に発揮するようにしていただくという観点からは、今まで大きくオーバーシュートしている1.7%を少し上げるのは、目標管理としてそんなに悪くないのではないかとと思うところでございます。

また、何人かの方から、それをやるのだったら、体制もしっかりとしてくださいねという話は、次の議題であろうと思いますが、まさにそのとおりではないかと思っているところでございます。

以上です。

## 神作部会長

どうも御意見ありがとうございました。

ほかにいかがでしょうか。

よろしゅうございますでしょうか。

ただ今、玉木委員から1.9%を支持する御発言をいただきました。

確かに実質的な運用利回りを上げることは、取りも直さず、リスクを取ることを意味するとは思いますが、1.9%に引き上げることについて、私が委員の皆様の御意見を伺った結果、慎重に考えるべきだというご意見も若干はございましたが、他方で、今、玉木委員からも御発言がございましたように、理想と申しますか、志を少し高めに掲げて、1.9%という目標の下に、今後、さらにリスク管理の問題やガバナンスの問題とかが出てくるかと思いますが、そちらを向上させることに留意しつつ、そのような方向で考えていってはいかがかと思いますが、いかがでしょうか。特に異論がございましたら、ぜひこの場で御発言いただければと思います。

いかがでしょうか。

佐保委員、岡野委員、よろしゅうございますか。

それでは、佐保委員、お願いいたします。

#### 佐保委員

ありがとうございます。

1点お聞きしたいのですが、これは今日決めるという話になっているのかどうか。もうちょっと継続して議論ができるのかどうかについて、お伺いしたいと思います。

#### 神作部会長

事務局からお願いいたします。

#### 西平資金運用課長

事務局でございます。

現在は、最終的に定めていただきます中期目標に向けて幾つかの論点、先日はオルタナティブ投資などの論点を提示して、委員の皆様の御意見を伺っている段階でございます。

そろそろ各論点についての意見を一旦整理させていただいた上で、年明け以降、具体的に中期目標の案文につきまして御議論をお願いしたいと考えてございますので、今日、この場で何か決着をつけるという話では必ずしもございません。今日いただいた御意見も踏まえながら、検討を続けさせていただくという状況でございます。

以上でございます。

#### 神作部会長

佐保委員、どうぞ御発言ください。

#### 佐保委員

御回答ありがとうございます。

ということであれば、私の立場とすれば、見直す必要性は低い。いわゆる慎重に、かつ、丁寧にといった考え方を持っているということで御理解いただければと思います。

#### 神作部会長

どうもありがとうございました。

それでは、本日いただいた御意見、あるいはアイデア、いろいろと建設的な御意見も頂戴いたしましたので、それらも含めて、事務局におかれましては、さらに検討を進めて次回のご準備をしていただければと思います。

大変ありがとうございました。



岡野委員は、ご発言などよろしゅうございますか。

#### 岡野委員

ありがとうございます。

佐保委員が発言いただいたとおり、同じ考え方でありますので、よろしく願いいたします。

#### 神作部会長

どうもありがとうございました。

それでは、もしよろしければ、議題（２）に進みたいと思いますが、議題（１）についてよろしゅうございますでしょうか。

進んでもよろしいですか。

（首肯する委員あり）

#### 神作部会長

ありがとうございます。

それでは、続きまして、お手元の資料２「GPIFの業務運営体制等について」の資料に沿いまして御説明いただきたいと思います。

よろしく願いいたします。

#### 西平資金運用課長

そうしましたら、お手元の資料２を御覧いただけますでしょうか。

業務運営体制等についてということで、おめくりいただきまして、２ページ目でございます。

こちらにも３つの論点について御意見を頂戴できればと思っております。

１つ目が人材の確保、育成、定着。

２つ目は業務のデジタル化。

３つ目が「その他」という論点でございます。

１つ目、専門的な人材の確保、育成、定着につきまして、３ページ目でございます。

GPIFは運用の高度化を進めているということでございますし、リスク管理の高度化も並行して進めているところでございます。

それらの対応のために、高度で専門的な人材の確保、育成、定着に取り組む必要があるということでございまして、GPIFにおきましては、適正な報酬水準の設定などに取り組んでいるところでございますし、勤務環境の整備にも取り組んでいるところでございます。

おめくりいただきまして、４ページ目が現在のGPIFの組織図でございまして、様々な担

当部に分かれておりますが、それぞれ専門性を備えた職員を配置いたしまして、業務を進めているところでございます。

おめくりいただきまして、5 ページ目が「GPIFの職員数の推移」でございます。

GPIFが発足したときは70名でございましたが、現在、足元2024年4月時点では167名となっております。

グラフを御覧いただきますと、2016年度からグラフの色が2色に分かれてございますが、ピンク色は運用専門職員の数字でございます。

運用専門職員といいますのは、上の箱の中の※に書いてございますが「高度で専門的な運用業務に従事する任期を限った職員」でございます。

今の中期目標期間、2020年度からのグラフを見ていただきますと、全体の職員数といたしましては145名から167名と増加しておりますが、こちらの青い数字、正規職員でございますが、正規職員の数については横ばいで推移している状況でございます。

おめくりいただきまして、6 ページ目でございます。

そのような人材の確保、育成、定着の取組でございますが、まず、先ほど申し上げました運用専門職員制度に関してでございます。

運用専門職員に該当するような職員の報酬水準につきましては、実際にそのような方々がおられる民間資金運用業界の実態を踏まえた上での報酬水準を設定してございます。

昨年度におきましては、民間の報酬水準の上昇という状況がございましたので、GPIFの運用専門職員の報酬水準のレンジの上限を引き上げるといった改正も行っておりますし、また、金融工学といった専門的知識を有する人材を確保する観点から、新卒・若手向けの報酬テーブルも新たに創設いたしまして、現に、この4月には新卒の運用専門職員を初めて採用いたしてございます。

そのほか、資質向上の観点からの研修とか、専門的な資格取得の支援といったものを行ってございます。

また、勤務環境の整備に関しましては、早出遅出勤務など、柔軟な働き方に対応した勤務制度の整備、あるいは多様な人材が働きやすい勤務環境の整備といったものを推進してございます。

また、女性職員を対象としたキャリア研修の開催などにも取り組んでいるところでございます。

さらに、より多くの方がGPIFを勤務先として考えていただけるように、GPIFの公式ホームページにおきまして、お仕事紹介ということで実際に働いております職員がどのような業務なのか、あるいはGPIFで働くことの魅力などについての情報を積極的に発信する取組をしているところでございます。

おめくりいただきまして、7 ページ目が「GPIFの職員の報酬水準」についての資料でございます。

GPIFにおきましては、先ほど申し上げましたとおり、運用専門職員などにつきましては、

資産運用業界の実態を踏まえた水準を基に報酬水準を設定してございまして、運用専門職員につきましては、日系の資産運用会社の中央値から外資系の資産運用会社の中央値の実態を踏まえて設定いたしております。

また、正規職員につきましては、同じく日系の資産運用会社の最頻値の実態を踏まえて設定してございまして、具体的な額は、下に参考までにお示ししているところでございます。

このような報酬水準の設定をしておくことから、GPIFの報酬水準の実績は、国家公務員の水準を上回る水準になってございます。

おめくりいただきまして、8ページ目でございます。

女性の活躍の推進に関する取組状況でございまして、GPIFも、法律を踏まえまして状況把握・課題分析を行っているところでございますが、下に具体的な数字を書いておりますが、従業員、管理職に占めます女性比率は、いずれも平均値を下回っている。

あるいは男女の賃金の差異についてもまだ課題があるということでございまして、女性の活躍推進については、引き続き課題となっているという認識でございます。

おめくりいただきまして、9ページ目。

以上を踏まえました今後の方向性でございしますが、高度専門人材の確保のためには、運用専門職員の報酬水準について、民間資産運用業界との競争力を確保する観点から、実態を踏まえ、適時適切に報酬水準を見直していくことが必要だろうと考えてございまして、運用専門職員以外の正規職員につきましては、安定的な業務運営のために、運用業務の基盤を支える職員でもございますので、同様に、業界の実態を踏まえて報酬水準を適時適切に見直すことが必要であろうと考えてございます。

さらに、研修の充実とか勤務環境の整備につきまして取り組んでいるところでございますが、引き続き推進していくことが必要であると考えてございまして、特に女性の活躍推進の観点からはまだ課題が多く残されているということでございますので、女性職員の積極採用、管理職への積極登用、モチベーション向上の取組を一層強化していくことが必要ではないかと考えてございます。

さらに、より多くの人にGPIFを勤務先として検討いただけるような情報発信に一層取り組む必要があろうと考えてございます。

さらに、このような取組を実施していくためには、GPIFという組織全体として、戦略的に人材確保を進めるための機能の強化といったものを考えていただく必要があるのではないかと考えてございます。

続きまして、2点目、デジタル化の推進でございます。

おめくりいただきまして、11ページ目でございます。

現状の御紹介でございしますが、実際の運用、あるいはリスク管理の高度化を支える基盤としての情報システムの整備は、当然必要なものでございます。

そのような観点から、現在、GPIFにおきましては「シニアITアドバイザー」という方に

お願いいたしまして、いろいろとアドバイスをいただいているところでございますし、専門人材の採用、研修の実施など、体制の整備を進めているところでございます。

また、セキュリティ対策については、外部監査人による監査を毎年度実施するなど、しっかりと実施していただいているところでございます。

デジタル化に関しましては、スライド12ページ目でございます。

GPIFが次の中期目標期間で実装しようとしているものが「投資判断プラットフォーム」でございます。多くの運用受託機関に運用を委託しているところでございますが、その日々の運用から得られますGPIF自らの資産の運用のデータをGPIF自らが取り込み、また、外部情報ベンダーから様々なデータを頂いて、収集したデータの分析を行って、新たなより高度な投資判断を行うような取組を考えているところでございまして、このような投資判断プラットフォームの導入・活用を目指して構築を進めている状況でございます。

おめくりいただきまして、13ページ目でございます。

以上を踏まえまして「今後の方向性・課題」でございますが、そのような投資判断プラットフォームの本格的な導入・活用を目指して、システム整備、デジタル化を一層推進するとともに、専門人材の確保・育成の取組を強化することが必要であろうと考えてございまして、そのような取組を進めるに当たっては、組織として戦略的にデジタル化を進めるための機能の強化を図ることが必要であろうと考えてございます。

また、情報セキュリティに関しましては、さらに確実に確保されるように、厳格に実施していくことが必要であろうと考えてございます。

続きまして、3点目でございます。

スライドをおめくりいただきまして、15ページ目でございます。

「GPIFのガバナンス体制」ということで、現在、GPIFは、2017年10月施行のガバナンス改革で導入されました経営委員会、監査委員会、理事長といった役割分担と連携を図りながら、健全な緊張関係を保ちつつ業務を遂行する仕組みが定着してございます。

おめくりいただきまして、16ページ目でございますが、このようなGPIFのガバナンス体制に関しましては、過去、国会におきまして附帯決議が付されているところでございます。

具体的には、上は平成28年の附帯決議でございますが、下線部でございます。GPIFのガバナンスの強化について、保険料拠出者であり、受益者である被保険者の立場を代表する方の経営委員会における定数及び配分について検討を続けること。

また、下は令和2年の附帯決議でございますが、同じく下線のところ、経営委員会の委員構成などに関しまして、諸外国の実態にも倣って、被保険者の代表の意向が適切に反映されることを念頭に置いた制度運営や見直しの検討を行うことという附帯決議をいただいております。

おめくりいただきまして、17ページ目でございますが、ガバナンス改革の概要でございます。改革前は、理事長が黄色の最終的な意思決定と、濃い青の執行を独任制の機関として実施しており、運用委員会が諮問機関としてアドバイスをするという構造でござい

したが、ガバナンス改革後は、意思決定につきましては、経営委員会という新設された合議制の機関で行い、理事長以下の執行部は、その意思決定、また、監督の下、業務執行を行うということで、意思決定・監督と執行の分離がなされたということでございます。

おめくりいただきまして、18ページ目でございます。

こちらが、ガバナンス改革の際に、社会保障審議会において議論されたところでございます。

下の下線を引いているところでございますが、経営委員会の構成に関しましては、1つ目の下線の部分でございます。

強制的に徴収された保険料であることから、労使の代表が少なくとも複数以上、過半数に近い数を占めるべきであるという御意見があった一方で、その一つ下の下線部でございます。

こちらは、労使のみならず、受給者等にも関係することから、そもそも経営委員会は、国民全体を代表する立場で参加すべきなのであって、労使の代表は各1名程度とすることが適当であるというような御意見があったところでございます。

その上で、19ページ目でございますが、現在の法律におきましては、5条の4におきまして、全体の人数が、委員長と委員8人と理事長で組織するという全体で最大10人の経営委員会に関しまして、同じく7条の2の第4項におきまして、被保険者の利益を代表する者、事業主の利益を代表する者各1名を関係団体の推薦に基づき、任命するものとする法律で明記されているところでございます。

おめくりいただきまして、20ページ目でございます。

先ほどの附帯決議にもございましたが、諸外国の例を幾つか書かせていただいております。

左端が日本で、そのほかにカナダ、スウェーデン、米国、オランダと書いてございます。

そのうち、右の2つ、アメリカとオランダにつきましては、それぞれ職域年金の例になってございますが、積立方式の財政方式で、職域年金のもの。

こちらは、意思決定機関を赤枠で囲っておりますが、メンバーシップ型という感じでございまして、加入者の代表とか職員代表、受給者代表といった方々で意思決定機関が構成されているところでございます。

一方で、左から2つ目のカナダにつきましては、制度対象は一般国民の方で、賦課方式の財政方式の年金プランでございますが、こちらの意思決定機関は専門家型ということで、金融面の能力や、それに相当する実務経験を持つ者から任命ということで、特にそれ以上の要件はないということでございます。

その隣のスウェーデンは、カナダと同じく、一般国民を対象とする賦課方式の年金プランでございますが、意思決定機関につきましては、専門家型とメンバーシップ型のハイブリッドのような構造でございまして、9名の理事会の中で、各2名ずつが雇用者代表、従業者代表となっております。

翻って、日本を見ていただきますと、先ほど申し上げましたとおり、9名の委員プラス理事長の10名の経営委員会で、各1名が雇用主代表、被保険者代表となっております。

さらに、もう少し目を広げてみますと、日本の場合は、資金運用部会におきまして、年金積立金の運用目標の設定とか、基本ポートフォリオの認可といったまさに年金積立金の運用について御意見を伺う諮問機関がございまして、そちらにも労使の団体の推薦をいただいた委員に御参加いただいているところでございます。

先ほど申し上げましたほかの国の例で見ますと、幾つか外部の諮問機関のようなものがございましたが、いずれも人事的なもの、理事会メンバーの推薦とか、理事会会長の任命等といったところで、まさに積立金の運用の方針といったものを議論するような諮問機関は見当たらないところでございます。

以上を踏まえまして、21ページ目、検討の方向性・課題でございますが、ガバナンス改革から7年程度経過している中で、仕組みも大分定着しておりますが、また環境も変化していることも踏まえまして、資金運用部会との役割分担も踏まえて、経営委員会の在り方について、どのように考えるかというのが1点目でございます。

さらに、GPIFは運用資産額が非常に増加しておりますので、業務執行の透明性・公正性の確保に取り組むことが必要であろうと考えてございます。

3点目は、技術的なお話でございますが、資金運用部会での御意見を踏まえて策定しておりますGPIFの役員の任命基準がございまして、そちらの中の欠格条項の一つは、当時、株式会社の取締役の欠格事由に倣って設定されたものでございますが、現在、株式会社の取締役の欠格事由からも、下線を引いております⑤の基準につきましては削除されてございますので、GPIFの役員の承認基準に関しましても同様に、⑤の要件については削除したいと考えておることの御報告でございます。

以上、駆け足になりましたが、資料の説明は以上でございます。

どうぞよろしくお願いいたします。

## 神作部会長

御説明どうもありがとうございました。

それでは、ただいま御説明いただきましたGPIFの業務運営体制等につきまして、委員の皆様から御質問や御意見等をお願いしたいと存じます。

先ほどと同様の方法で御発言の意思を示していただきましたら、私から御指名させていただきます。

どうぞよろしくお願いいたします。

いかがでしょうか。

それでは、まず、玉木委員、その後、佐保委員の順番で御発言ください。

まず、玉木委員、お願いいたします。

## 玉木委員

資料2の御説明をありがとうございました。

私としては、全体として違和感はありません。

1の高度で専門的な人材に関する部分でございますが、私としては、高度で専門的な人材として念頭に置かれるべき方々は、トレーディングルームのスタープレイヤーといった方々も含むのだろうと思うのですが、もっと広いのだろうと思います。

2番でデジタル化の話が出てまいりましたが、まさにこれこそ高度で専門的な人材が非常に求められるところでありますので、高度人材と言うと投資銀行業界、あるいはウォール街の方ばかりをイメージされることがないように、高度で専門的な人材は幅が広いということをよく国民に御説明いただければと思います。

また、私は、資料1の17ページのグラフを見まして、なるほど、それはそうだったのですが、このグラフの見方なのですが、一番下に、緑の全額国内債券の場合の中央値の75%タイル、25%タイルとあって、これは全額国内債券だと、すぐになくなってしましますよという意味だろうと思うのです。

上のほうは、現在のような分散投資の場合であって、その場合に、中央値がありますが、25%タイル、つまり、運用があまりうまくいかなかった場合についてはこうなるのだといったことが分かりやすいですし、また、そうならないように頑張ろうという心の用意は、国中でできているのだろうと思うのです。

他方で、上のほうに行った場合、例えば60%タイルといったところの場合には、今よりも非常に多くなるわけです。

そうなってくると、今でさえ鯨と言っていますが、もっと大きなものになっていくわけでございますが、これをどうやってgovernしていくのかというのは、なかなか新しい知的なチャレンジではないかと思うところでございますので、こういったことを扱っている高度で専門的な人材がいるかといえば、いないわけですが、GPIF、あるいは年金局の皆さんがこの積立金をどう扱っていくのかを考える場合には、運用がうまくいった場合も、いかなかった場合も両方含めて心の準備をしておいていただきたいです。

運用がうまくいけば、年金特別会計の積立金がどんどん大きくなっていく、GDPに対しても大きくなっていく、あるいは年金制度のお金の出入りに対しても大きくなっていくことがあった場合、あるいは被保険者1人当たりどんどん大きくなっていくといったこともあるかもしれないわけでございますが、そうなった場合には、そもそもどういうことが起きるのだろうか、どういうことが国民にとって大事になっていくのだろうかといったことについては、新しいといえますか、専門家の先生方が論文で取り上げていることはあまりないのだろうと思うのですが、この点は、GPIFとしては忘れてはいけない論点ではないかと思ったところでございます。

以上です。

## 神作部会長

どうもありがとうございました。

続きまして、佐保委員、御発言ください。

## 佐保委員

ありがとうございます。

私からは、まず「業務のデジタル化の推進」についてです。

業務のデジタル化の推進の必要性については、理解しております。

政府の情報システムでも、安定的な運用を優先すると、現行の事業者に依存する傾向があること、曖昧な作業発注や事業者の見積結果の分析不足等は、経費の高止まりが生じやすいことがデジタル・ガバメント実行計画で指摘されております。セキュリティ管理はもちろんのこと、投資と同様に、事業者任せにせず、GPIFにおいてもチェック機能を果たせるように、専門知識の内製化を図ることは極めて重要であると思います。

それから、GPIFのガバナンス体制についてです。

年金積立金の管理・運用に当たっては、「専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって年金事業の運営の安定に資することを目的として行う」ことを念頭に、意思決定、監督を行うガバナンス体制が重要であると考えます。

その観点で言えば、年金保険料の拠出者であり、積立金の受益者である被保険者の立場を代表する者の意向が適切に反映される体制となっているかどうか、検討の余地があると考えます。

運用資産額の増加で、運用の高度化・多様化が必要なことは理解いたしますが、国民の信頼と理解を高める観点からも、業務執行の透明性・公正性の確保は必要不可欠です。

年金保険料の拠出者の立場からのチェックとともに、積立金の受益者である被保険者の立場からのチェックを行う必要性を考えれば、20ページの諸外国と比較しても、現在の体制につきましては、専門家に偏り過ぎているのではないかと考えます。

私からは以上です。

## 神作部会長

どうもありがとうございました。

続きまして、徳島委員、御発言ください。

## 徳島委員

ありがとうございます。

高度専門人材に関して、少しコメントさせていただけたらと思います。

スライドの5ページで、高度専門人材、運用専門職員の採用が増えているという図があ



るのですが、実際は、運用業界のうわさとか、いろいろと聞いている中だと、当然、GPIFからの退職者もいらっしやると聞いております。

こういった運用専門職員がどのように定着しているかといったことが組織の強みであると思いますし、逆に、退職される場合に、GPIFの運用経験が外の運用機関において極めて有用であるのも事実だと思いますが、退職の理由とかも含めて、別にこの部会に理由を開示する必要はないのですが、的確に把握して管理していただけたらと思います。

かつてこの部会をスタートした初年度に、運用専門職員が退職するときに、こういった形で採用業者とコンタクトするとか、そういったことまで議論した記憶があります。そういった現在の仕組みが障害になっていないかどうか、GPIFで働いていただいている以上、GPIFという職場が魅力的なものであってほしいと思いますし、GPIFで働いている方々の意見にぜひ耳を傾けていただけたらと思います。

もう一点、先ほど玉木委員からも御指摘があったとおり、こういった運用専門職員が必要なのは、決して運用のフロントだけではないと思います。

玉木委員から言われたように、コンプライアンスとか、さらにはリスク管理においても、最初の議題でも議論させていただいたように、リスク管理の人材がすごく必要だと思いますし、オルタナも、前回の部会で議論させていただいたように、人材配置が必要ですので、ぜひ広い範囲で運用専門職員の採用をお考えいただいていいと思いますし、逆に正規職員、既存の職員は、今でいくと、多分、報酬体系的には国家公務員並みだと思いますが、こういった方の中でも、チャンスがあれば、運用専門職員になれる道筋をつくってあげてはどうでしょうか。そういった取り組みがモラルの向上とか勤労意欲の向上につながると思いますので、ぜひそういったパスも含めて検討していただけたらと思います。

以上です。

## 神作部会長

どうもありがとうございました。

続きまして、オンラインで御参加いただいております、大森委員、御発言ください。

なお、大森委員、先ほど議題（１）の最後に挙手していただいたようですが、大変すみません、私が見逃してしまいまして、もしよろしければ、この場で議題（１）についての御意見もおっしゃっていただいた後、議題（２）について御発言いただければと思います。大変失礼いたしました。

## 大森委員

ありがとうございます。

それでは、戻りまして恐縮ですが、議題（１）について、ごく簡単に述べさせていただきます。

といいますのは、今、目標リターンを上げるお話をしていたのですが、一般に何かを変

更するとき、すなわち、現状のままでいくのか、変更するのかを決定する際には、変更するための手間とかコストがどうしても絡んでくると思うのです。例えば、何らかの制度を変えるなどです。現状なのか、変えるのかというような意思決定になり、今のままで引き上げる必要がないとか、そういった言い方になってしまうと思います。

けれども、今考えていますのは、資本市場でどれだけリスクを取るかなので、今が幾らかはほとんど関係ないのです。リスクはわずかな手間で自由に取れます。それが金融資産というものです。ですから、今から引き上げるかではなくて、1.7%がよいのか、1.9%がよいのか、もしくは1.5%がよいのか、3%がよいのかといった御意見というか、議論のやり方が望ましいと思います。現状がいいという意見にはあまり説得力がなくて、1.7%がいいというような形で説明いただければ、そのままにしようということにもなろうかと思えます。

1点目の議論の方向性としては以上です。

続きまして、ただいまの運営体制のお話についてコメントさせていただきます。

まず、運用人材ですが、この間も御意見がありましたが、既に能力のある運用人材は、中途採用の市場では非常に競争が激しいと思います。

ただし、そこが一番大事なところですから、今、就職エージェントとの接触の話もありましたが、就職エージェントとか、または、非常に狭い世界ですので、今いる方とのコネとか、そういったものも重要になるかと思えます。全て活用してぜひ頑張っていたきたいと思えます。

そういった状況ですから、内部で長期的に育成することも非常に重要ですし、必要だと思います。

先ほどほかの委員から御意見がありましたが、正規職員についても、給与の見直しやキャリアパスの整備などで運用の能力を磨いていただけるように、そして、定着いただけるように制度を考えていただきたいと思えます。

もう一点ですが、意思決定機関におけるバランスの問題ですが、運用に知見のある人材と利害関係者のバランスは、今のGPIFでよろしいかと思われます。

といいますのは、利害関係者に期待するのは、例えば株式会社の社外取締役のように、ある種の牽制機能と思われるわけなのですが、牽制機能は、プロアクティブな、積極的な意思決定とか、価値創造のために新しいところへ踏み出す一歩とかとは、どうしてもトレードオフの関係になってしまいますので、バランスが重要です。

GPIFの場合は、資産運用部会もありまして、海外の年金に比べても牽制が効いております。一方で、経営委員会は、執行機関に近いものになっています。

そうした点からも、利害関係者と運用に知見のある人材とのバランスとしては、今のものがよいのではないかと思われます。

コメントは以上になります。

## 神作部会長

どうもありがとうございました。

続きまして、オンラインで御参加の佐藤委員、御発言をお願いいたします。

## 佐藤委員

どうもありがとうございます。

私も全体の方向性はよろしいかと思うのですが、3点ほどコメントがあります。

1点目は、他の委員からも意見が多い人材の件で、具体的には、資料の5ページ目の四角で囲ったところの一番下から2段目なのですが、運用専門職員については任期を限ったということで、これは制度がスタートした当初は、そういう措置もあるのかなと思っていたのですが、競争が激しい中で、任期を限ることが優秀な方を採用する阻害にはなっていないでしょうか。長期的な運用を支えるのは、長期的に勤務する優秀な人材かと思いますので、この辺りが気になります。

2点目なのですが、9ページの「今後の方向性・課題」で、これはぜひそのとおりに進めてほしいのですが、結果はどうなのかということが非常に大事かと思いますので、それは今後、この部会で御説明いただければと思います。

特に女性の活躍の推進も課題の一つですが、ただ頑張る、というだけではなかなか増えませんので、そこのところはどういう施策を取って、どういう結果が出るのかというお話も将来、お伺いできればと思います。

3点目は、運営体制に関するガバナンスなのですが、私は多様性が重要だと思っていて、異なる立場でいろいろな意見を言えることと、あまり人数が多くても、物事を深く議論したり、決まったりしませんので、多様性と人数のバランスが重要なのではないかと思います。

以上です。

## 神作部会長

どうもありがとうございました。

続きまして、福田委員、御発言をお願いいたします。

## 福田委員

ありがとうございます。

私も人材獲得と意思決定の件に関して、1つずつコメントさせていただきたいと思います。

まず、人材獲得に関しては、皆さんも御指摘のように、日本全体としても人手不足です。本当に競争が激しい中で、うまくいい人材を確保するようなさまざまな努力をしていただきたいということでございます。

その際に、どういうターゲットになるのかということで、7ページ目に、いろいろな他の民間の運用事業者との比較も出ておりますが、まず、外資系を見れば、日系の中央値よりもはるかに高いというのは一目瞭然の資料になっているかと思います。

それで、どこをターゲットにするか。

少なくとも資料によれば、運用専門職員は、日系中央値から外資中央値の実態を踏まえて設定という少し曖昧な表現にはなっていますが、結果的には、かなり日系に寄せての設定になっているのではないかと思います。まずは外資の水準で、外資でやっている人を引き抜いてというのは、かなりハードルが高いということは一つ事実なのだろうと思います。ただ、それは日系の民間の資金運用会社でも同じことで、それはそれで彼ら日系の民間事業会社は、外資などよりも報酬ははるかに低い水準だけれども、人を集めているわけで、そういった状況は少し考慮する必要があるかと思います。

もちろん、賃金は人材獲得のための一要因ではあるけれども、それが全てではなくて、それ以外の例えば働き方とか身分の保障の在り方、いろいろな責任の在り方といったことを勘案しながらいろいろと決める必要があるかと思います。外資の人材と日系の人材は違うタイプですが、どういうターゲットに絞っているのか、もう少し明確にしてサーチすることも大事なかなと思いましたというのが第1点です。

2番目は、最後に、20ページ目にありますように、GPIFの運営組織、特に意思決定機関のメンバーになりますが、私は、個人的には専門性が大事だと考えております。

もちろん、GPIFの究極的なステークホルダーは、被保険者であることは当然であります。

ただ、被保険者のための組織だから、被保険者が意思決定をするのかということ、必ずしもそうではなくて、意思決定は専門性が必要なことが非常に多いし、むしろそういう専門性を生かした意思決定をやることが重要だと思います。

これは、経済学では「プリンシパル＝エージェント関係」と言われていて、あらゆるいろいろな組織は、もちろん、プリンシパルは、GPIFで言えば被保険者ですが、その委託を受けてエージェントが意思決定を行うということであって、そのときのエージェントはプリンシパルの代表者になるという考え方は一般的には取られていないと思います。むしろ専門性を持って、最終的にプリンシパルである被保険者のための意思決定をいかに専門性を生かしてするかということが大事なだろうと思います。

他方で、もう一つ重要なのは、専門家による意思決定が本当に被保険者のためになっているのかということを別途チェックするいろいろな仕組みづくりは、同時に大事だと思います。

それは、株式会社も株主のものではあるけれども、経営をやっているのは役員、取締役であります。その間の関係、本当に取締役が株主のためにきちんと会社を経営しているのか、常にチェックする体制は整えられています。意思決定機関の意思決定も、常に被保険者のためになった意思決定なのかどうかということを常にチェックする体制は必要だし、あるいは意思決定機関もきちんとそういうものになっていることに対する説明責任を果た

していく仕組みづくりが重要なのではないかと私は思っております。

私からは以上でございます。

#### 神作部会長

どうもありがとうございました。

続きまして、岡野委員、御発言をお願いいたします。

#### 岡野委員

ありがとうございます。

私からも人材確保と女性活躍に関して、2点コメントさせていただきたいと思います。

1点目でございますが、これまでの議論からお察しのとおり、資産の規模が増大している中で、運用の高度化・多様化に伴いまして、高度かつ専門性の高い人材確保の重要性和採用の難しさは非常に理解いたします。

そうした中で、7ページに報酬水準に関する記載がありますが、国家公務員であったり、民間市場との水準比較もされております。

GPIFが国民の年金積立金を運用する機関であることを踏まえますと、適切な報酬水準はどうあるべきかという観点からも、丁寧な検討が必要ではないかと考えております。

2点目、女性活躍についてであります。

8ページにおきましては、管理職におけます女性比率が低く、男女間賃金格差が大きいという報告を記載いただいております。

この要因として、相対的には若年層の女性職員が多いことや、男女間の学歴の差などが挙げられると思います。

GPIFにおきましては、専門人材や優秀な人材の確保に向けて、積極的に中途採用も行っていると認識しております。

既に取り組を進めていることかと思いますが、在職女性の管理職登用やモチベーションの向上のみならず、丁寧な女性職員の人材育成はもとより、中途採用においても女性活躍における課題意識を持って取り組んでいただくべきではないかと考えます。

私からは以上です。

#### 神作部会長

ありがとうございます。

続きまして、井上委員、御発言をお願いいたします。

#### 井上委員

ありがとうございます。

資料2全般につきましては、異論はございません。GPIFの皆様の御努力で、5ページに

ありますとおり、職員数、専門の方々の人数も着実に増えておりまして、今後もまた人材の確保が非常に難しい社会になっていくと思いますが、引き続き御努力をお願いしたいと思います。

先ほど意見がありましたが、入られる人、辞められる人といったデータがありましたら、次回以降で結構でございますので、ぜひこれらの方々の定着度合いをお示しいただきたいと思います。

GPIFが日本の高齢社会における資産運用立国の象徴的な組織になるような、見本となるような組織になっていただきたいと思いますし、この資産規模からすると、まさに年金資本主義といいますか、本当に様々な影響をGPIFが与えるということを念頭に置いて、倫理感や責任感とか、そういうものもぜひ職員の皆様に根づかせるように御努力をお願いしたいと思います。

昨今、金融関係の企業で若干不適切な事案も見られますので、そういうことも絶対に起きないようにお願いしたいと思います。

以上でございます。

## 神作部会長

どうもありがとうございました。

それでは、続きまして、原委員、どうぞ御発言ください。

## 原委員

ありがとうございます。

私からも、資料2につきましては、特に異論等はございません。

2点だけお話しさせていただくとすれば、高度で専門的な人材の確保は、ほかの委員からいろいろとお話がありまして、同じようなことになってしまうかもしれませんが、最初はこれだけ少ない人数で大きな金額を扱ってきたというGPIFさんの御努力等もあると思いますし、そういった中で、今後、ますますの運用の多様化・高度化等を含めると、いろいろな人材がもちろん必要かと思います。

9ページにもありましたが、先ほども御発言がありましたが、いろいろと注目されていると思いますので、女性の活躍の推進というところで積極採用ですとか管理職への積極登用、モチベーションの向上等、いろいろな女性の活躍を推進するための取組の一層の強化はしていただきたいと思っております。

もう一つ、最後のところで先ほど御意見がありましたが、組織体制についてです。

「今後の方向性・課題」ということで、21ページにありますますが、いろいろと考え方はあるかと思いますが、ここにもあるとおり、2017年10月というところで、改革から7年が経過して、経営委員会の仕組みも定着してきていますが、資金運用部会との役割分担も考えなければいけないとも感じております。

あと、意思決定機関につきましては、先ほど委員からも御発言がありましたが、私も専門性ですとか、そういったものが必要かと思えますし、いろいろなバランスを考慮して、これからの体制をどうしていくかというのも、7年たってもう一度改めて考えていくのもいいのではないかと考えております。

また、そういったときには、そこにもありますが、より一層業務執行の透明性ですとか公正性といったところの確保。特に透明性といったところで、経営委員会でどういうことが話されているか、これまで以上に情報発信等に一層取り組んでいただくことが必要になってくるのではないかと考えております。

以上です。

ありがとうございました。

### 神作部会長

どうもありがとうございました。

続きまして、山口委員、どうぞ。

### 山口委員

ありがとうございます。

質問が2点あります。

1点目は、スライドの5ページの職員数について、第3期で80人であったものが、専門職員も含めて採用が増えていって、第4期の目標期間の最後、2024年に大体倍増していますが、人数はさらに倍ぐらいいてもいいのではないかなと思うようなところもあります。そこで、職員の数は、予算との関係でどのように決まるのか、何か決め方があるのかどうか、事務局にお伺いできればと思います。

もう一つが、先ほどから御意見が多々出ている、スライド8の女性の職員に関する処遇についてです。金融関連だけではなく、産業全体で見ても、職員の女性比率が低く、管理職比率も低くなっています。

一方で、賃金のところの注書きを見ると、若年層の女性職員が多く、女性の採用の可能性は広がってきているのかなと思います。これはGPIFに質問ですが、女性の職員がこれまで相対的に人数もそれほどいなかったということなのかもしれませんが、キャリアパスについて、組織的に位置づけることについて、これまでの検討状況がもしありましたら、教えていただきたいと思います。

以上です。

### 神作部会長

御質問いただきました。

事務局とGPIFにそれぞれ1つずつ御質問がございました。

まず、事務局から御回答ください。

#### 西平資金運用課長

事務局でございます。

職員数と予算の関係ということで御質問をいただきました。

GPIFの予算につきましては、中期目標を定めた後、中期計画の一部として、5年間の予算についても厚生労働省で認可することになってございまして、認可するに当たりましては、資金運用部会の御意見を頂戴することになってございます。

ですので、現在の中期計画にも予算がございまして、その中では、当然、職員の人件費も入ってございます。

その予算を前提といたしまして、一応、GPIFにおきましては定数といいますか、職員をここぐらいまでは確保したいという思いがあって、当然、予算化しておるところでございますが、現在の予算で想定しておる人数には達していないというのが現状でございます。

簡単ですが、以上でございます。

#### 神作部会長

それでは、GPIFからお願いいたします。

#### 石川審議役

GPIFでございます。

女性の活躍に関する取組については、資料2の6ページの中ほどの「多様な人材が活躍できる勤務環境の整備」の2つ目のボツに「女性職員を対象としたキャリア研修の開催等」ということで、女性の活躍を推進するための取組を実施しているところでございます。

女性職員を対象としたキャリア研修は、法人における女性職員のキャリアパスの形成も念頭に、女性職員に対してモチベーションの向上や育成を図っていくためにこういった研修をしているということで、組織的にそのような取組をしているところでございます。

以上でございます。

#### 神作部会長

ありがとうございました。

山口委員、よろしゅうございますか。

#### 山口委員

ありがとうございます。

そういう取組が組織内でもきちんと職員の方たちに分かるように、先輩たちがいることがより見えるようになってくると、働きやすくなると思います。さらにその取組を強化



して進めていただければと思います。

以上です。

## 神作部会長

ありがとうございます。

佐藤委員、手が挙がっておりますが、御発言はございますか。

よろしゅうございますか。

どうもありがとうございます。

ほかに御発言はございますでしょうか。

よろしいでしょうか。

私からも2つ申し上げさせていただきますでしょうか。

1点目は、GPIFがアセットオーナー・プリンシプルに批准してくださいました。アセットオーナー・プリンシプルは、批准した法人だけではなくて、その役員とか職員も対象としております。

アセットオーナー・プリンシプルの基本的な考え方は、国民から預かった資産を国民の最善の利益のために運用していくということでございまして、佐保委員や井上委員からもそのような御指摘があったと思います。

「高度」の中に含まれるのかもしれませんが、アセットオーナー・プリンシプルの考え方を軸にして、従業員エンゲージメント等を進めていただくことを期待します。

もう一点は、意思決定の仕組みとかガバナンスについて、年金の場合、非常に難しいと思いますのは、最大の利害関係者の一カテゴリーは将来の受益者であって、その人たちは、場合によってはまだ具体的に発言できるステークホルダーとしては存在しない可能性があるという点です。

そのような状況の下では、これも福田委員から御発言があったことと思いますが、そういったいない人を言わばプリンシパルとして、その人たちの利益のことも考えて、ガバナンス等の仕組みを構築していくことが不可欠なのではないかと思います。

2点について、私からも発言させていただきました。

議題（2）について、追加の御発言等はございますでしょうか。

よろしゅうございますか。

実は、本日、もう一つ議題がございますので、先に進ませていただきます。

大野委員、ご発言等、ございますか。

## 大野部会長代理

ございません。

## 神作部会長

よろしいですか。

それでは、もしよろしければ、急ぐようで恐縮ですが、最後の議題に移らせていただきたいと思います。

最後の議題は、参考資料でございます。

参考資料1の「インハウス運用における業務プロセスの改善について」を御覧いただければと思います。

こちらについて、まず、御説明をお願いしたいと思います。

よろしくお願いいたします。

## 石川審議役

それでは、GPIFから御説明いたします。

参考資料1の「自家運用における業務プロセスの改善について」でございます。

これについては、7月の部会で法人から御説明し、前回の部会でも岡野委員からお尋ねがあった点と承知しております。

柱書きにございますように、GPIFにおきまして、インハウス運用の執行能力の向上や、執行プロセスの公正性、透明性、一貫性の確保を図る観点から、法人においてインハウス運用業務プロセス改善プロジェクトのチームを置きまして、今年5月以降、秋にかけて検討を進めてまいりました。その検討結果を踏まえまして、大きく3点についての改善策を実施することとしたという御説明でございます。

まず、下の表の1行目「法人内での報告ルールの明確化」に関してでございます。

いずれの事項も「従来」と「変更後」の形で記載しておりますが、この点に関しまして、まず従来は、リバランスに係る取引につきましては、市場へのインパクトの有無等を投資委員会に報告することを行ってまいりました。また、取引先の選択結果の妥当性につきましては、個別取引については決裁者が確認するのが従来の取組でございました。

これを、「変更後」という欄にございますように、さらに取組を進めることといたしまして、まず一つは、取引先の選択あるいは取引実績について四半期ごとに投資委員会に報告するプロセスを追加することといたしました。また、リバランスにおきまして、執行額に鑑みて情報の秘匿及び流動性を重視して入札を活用、あるいは特定の取引先と引合いを行う場合には、事前に定めた執行方針や執行結果を投資委員会に都度報告するといった取組を行うこととしたのが1点目でございます。

2点目が「業務マニュアル・規程類の整備」についてでございます。

従来は、国債取引可能な証券会社の選定については投資委員会で決定しております。従来からそういった決定を行っております。一方、マニュアルにおきましては、選定した先からの取引執行時における取引先の選択につきまして、価格競争による売買や入札に関する記載についてはマニュアルにございましたが、さらなる原則外の対応が必要な場合についての記載がマニュアル上になかったというのが従来でございました。

これを改善いたしまして、まず、業務方針、これはマニュアルよりも上位にある法人の規程でございますが、こういった規程において、売買執行における公平性・公正性の確保に関することや、執行プロセスの透明性に関すること、また、最良執行原則等を規程で明確化することといたしました。また、マニュアルに関しましては、国債取引における取引可能な証券会社の選定という従来から行っていたことに加えまして、各証券会社の執行能力の評価や、取引執行時あるいは入札時の取引先の選択のルールを明確化することといたしまして、投資委員会で決定した上で、マニュアルにそれらを記載するといった取組を進めることとしたというのが2点目でございます。

3点目が「証券会社の執行能力評価の導入」についてでございます。

従来は、国債に関して、過去1年間の約定回数等に基づいて証券会社を毎月ランキングし、その上位の社の比率が高くなるように証券会社を選択するのが従来の方法でございました。

これを今般、国債につきましては、債券のリスクを考慮した取引実績について毎月ランキングを行って、そのランキングに応じて証券会社の引合いの割合を明確化する形で、証券会社の執行能力評価を行うこととしたということでございます。

こうした取組を通じまして、インハウス運用の執行能力の向上や執行プロセスの公正性・透明性などを高める取組を進めることとしたという御報告でございます。

説明は以上でございます。

## 神作部会長

御説明どうもありがとうございました。

それでは、ただいまのGPIFの御説明につきまして、予定した時間を既に過ぎつつありますので、できれば簡潔に御発言をお願いできればと思います。

それでは、岡野委員、どうぞ。

## 岡野委員

ありがとうございます。

前回の私の発言を受けて御報告いただきましたことに、改めて感謝申し上げます。

お願いしておりましたインハウス運用の業務改善について報告いただき、ありがとうございます。

さらなる運用の高度化・多様化に伴いまして、業務の専門性が増すほど、取組が周りから分かりづらくなるのではないかという危惧がありますので、GPIFにおかれましては、公的年金の積立金の運用を行う組織であり、国民の信頼と理解を高める努力も必要であると考えます。

より運用が複雑化し、業務が専門家になる中におきましても、運用の透明性確保や情報発信の充実に関する取組を引き続きお願いできればと思います。

ありがとうございました。

#### 神作部会長

岡野委員、大変ありがとうございました。

ほかにいかがでしょうか。

御意見がございましたら、御発言ください。

よろしゅうございますか。

それでは、ちょうど時間になっておりますので、今日はこれにて閉会とさせていただきますと思います。

本日は、大変貴重な建設的な御意見を頂戴し、ありがとうございました。

今回の御意見も踏まえ、次回は、年明け以降の中期目標の文案の検討、審議に向けて、これまでの議論の整理を行うこととさせていただきますと存じます。

事務局におかれましては、御準備をどうぞよろしくお願いいたします。

それでは、本日は多岐にわたる御意見を長時間にわたりいただき、誠にありがとうございました。

事務局から何かございましたら、よろしくお願いいたします。

#### 西平資金運用課長

事務局でございます。

本日は御議論いただきまして、ありがとうございました。

次回の部会の開催につきましては、日程を調整の上、追って御連絡さしあげますので、どうぞよろしくお願いいたします。

#### 神作部会長

それでは、本日の審議はこれにて終了いたします。

長時間にわたり、御多用のところ、誠にありがとうございました。