

社会保障審議会資金運用部会（第25回）

日時：令和6年12月24日（火）11：00～13：00

場所：全国都市会館 第2会議室

西平資金運用課長

皆様、おはようございます。

年金局資金運用課長の西平でございます。

定刻になりましたので、ただいまより第25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、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ております資料の確認をさせていただきたいと思っております。

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おり、本日の部会におきましても、傍聴者の方々におかれましては、ペーパーレスで実施させていただいております。傍聴される方には、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使用して厚生労働省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、「社会保障審議会資金運用部会における議論の整理（案）」を使用いたします。そのほか、参考資料1及び2の計3点の資料を御用意してございます。委員の皆様方におかれましては、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申しつけいただければと思います。

次に、委員の出欠状況について御報告申し上げます。

本日は、山口委員から、御欠席との連絡をいただいております。

また、所用のため、神作部会長から若干出席が遅れる旨、また、原委員から途中で御退席される旨を伺っております。

御出席いただいております委員の方々が定足数である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。

なお、本日は、五十嵐委員、井上委員、岡野委員、金井委員、福田委員には、オンラインにて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、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ようお願いいたします。

それでは、先ほど申し上げましたとおり、本日は神作部会長が遅れて御出席ということ

でございますので、神作部会長が到着されるまでの間の議事運営につきましては、大野部会長代理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。

大野部会長代理

委員の皆様におかれましては、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。

神作部会長が到着されるまでの間、代わって議事を進めさせていただきます。

それでは、恐縮ですが、カメラにつきましては、ここまでとさせていただきます。

(カメラ終了)

大野部会長代理

ただいまから、議事に入らせていただきます。

本日の議題は、「社会保障審議会資金運用部会における議論の整理（案）について」でございます。

本年10月から、GPIFの次期中期目標の策定に向けて、様々な論点について、御議論いただきました。本日は、委員の皆様の御議論を事務局において議論の整理案としてまとめていただいておりますので、これについて皆様方から御意見を頂戴したいと思います。

進め方は、事務局から、参考資料を含めて、資料の一括した御説明を頂戴して、委員の皆様からの御議論、御意見を頂戴したいと思います。

事務局からの資料の御説明をお願いいたします。

西平資金運用課長

お手元の資料1「社会保障審議会資金運用部会における議論の整理（案）」につきまして、説明させていただきたいと思っております。

まず、冒頭の1ページ目は、この資料、議論の整理の位置づけについて、簡単に記している部分でございます。これまでいろいろ御説明しておりますとおり、年金積立金の運用は、運用収益を通じまして長期的かつ安定的に経済全体の成長の果実を獲得することによりまして、公的年金事業の運営の安定に資するという役割を担ってございます。具体的には、GPIFが厚生年金保険法等の規定に基づきまして、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を行うこととされているところでございます。現在、GPIFにおきましては、市場・運用環境が複雑化・高度化する中で、昨年度末時点で約246兆円という巨額の積立金の管理・運用を行っているところでございまして、その使命を着実に今後とも果たしていくことが求められているところでございます。この積立金の管理・運用の枠組みといたしましては、厚生労働大臣が運用目標等を定めた中期目標を策定してGPIFに指示をし、GPIFはその運用目標を達成するための中期計画を策定して認可を受けて

事業を行うという仕組みになってございます。現在の中期目標の期間が今年度末まででございますので、来年度、令和7年4月から5年間の次期中期目標の策定に向けて、こちらの資金運用部会におきまして、これまで4回にわたって議論を行っていただきました。今回、これまでの議論についての方向性をまとめるということで、このペーパーを作成したところでございます。

2 ページ目でございます。まず、「1 運用目標等」でございます。「(1) 実質的な運用利回りの目標等」でございます。公的年金の給付水準につきましては、長期的に見ますと名目賃金上昇率に連動することになってございますので、その積立金の運用におきましては、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、中期目標におきましては、GPIFの長期的に確保すべき運用利回りの目標につきましては、実質的な運用利回り、すなわち、年金積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いた部分をどれだけ確保していただくかという形で目標を設定しているところでございます。GPIFが設立されましたのは2006年でございますけれども、その設立された当時は、国内債券を中心とした基本ポートフォリオでの運用でございましたけれども、その後、経済・運用環境の変化等を踏まえまして、2014年度からは、株式の比率を50%に引き上げ、さらに、2020年度からの現行の中期目標の期間においては国内外の債券・株式をそれぞれ25%ずつという基本ポートフォリオに基づいた管理・運用を行っているところでございます。GPIFの組織体制につきましても、運用専門職員制度の導入によります高度専門人材の確保の推進、管理運用業務担当理事の設置、また、経営委員会の設置等によるガバナンスの強化といった組織体制の整備を進めているところでございます。こうした中、現行の中期目標期間は、今が5年度目でございますけれども、基本ポートフォリオに沿った機動的・効率的なリバランスを可能とするリスク管理体制の高度化などを推進いたしまして、運用リスクを低水準に抑えつつ、超過収益率を確保している状況でございます。

3 ページ目でございます。以上を踏まえた上で、次期中期目標における運用目標の考え方でございます。GPIFに与えます運用目標に関しましては、GPIFの運用におきまして、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。この夏に公表されております財政検証におきまして、運用利回りの想定がございませけれども、そちらにつきましては、過去におけますGPIFの平均的な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して、先ほど申し上げましたとおり、債券中心のポートフォリオの運用をしていた時代のデータもそのまま使われているところでございます。今回運用目標として定めますものは、次期中期目標期間に適用されますポートフォリオの前提となるものでございまして、足元、昨年度末時点で246兆円と運用資産額が増大している中で、ポートフォリオの連続性にも留意しつつ、GPIFの足下の実力を運用目標により適切に反映する観点が必要ではないかと考えてございます。そのようなことから、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、現在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ごまいます。この点に關しましては、下の注2でごまいますけれども、あくまでもこのバックテストは運用開始時から現行の基本ポートフォリオで運用していたと想定した場合の運用利回りでごまいますので、現行の基本ポートフォリオよりもリスクを高めると想定した場合の運用利回りではないところでごまいます。そのように考えた場合、GPIFの運用能力等々を踏まえれば、次期中期目標期間におけます実質的な運用利回りの目標といたしまして、将来合理的に期待できる現実的な運用利回りとして、バックテストの結果を基礎といたしました1.9%の運用目標は妥当な水準であるという御議論があったかと思っております。ただ、一方で、この1.9%とすることにつきましては、GPIFにさらなる負荷をかけることにつながることを懸念され、慎重な対応を求めるという御意見がある一方で、この1.9%という目標は十分達成可能な水準だろうという御意見も頂戴したところでごまいます。もとより、経済状況が変化して、将来の経済環境の変化の予測がこれまで以上に困難になっていることを考えれば、一旦基本ポートフォリオを策定した後も、その前提となります経済状況の見通しやリスクの検証を毎年度実施して、リスク管理の強化の体制整備も進めていく必要があろうという御意見も頂戴したところでごまいます。

続きまして、4ページ目でごまいます。「(2) 基本ポートフォリオのリスク制約」でごまいます。GPIFに対して示しております運用目標に關して、現在の中期目標におきましては、年金財政上必要な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前提に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まいます。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最大のリターンを目指すべきという目標の与え方も考えられるところではごまいます。このように考えた場合、許容可能なリスク量を具体的に定める必要がございます。公的年金財政におけます許容可能なリスク量の設定方法については、様々な議論があつて、慎重な検討が必要であらうというところでごまいます。また、公的年金の場合、安定的な財政運営が最優先の課題であり、また、国民への分かりやすさの観点も考えますと、次期中期目標におきましても、まずは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、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考え方を引き続き維持することが適当ではないかという御意見があったかと思っております。その上で、そのほかのリスク制約といたしましては、あくまでも安定的な財政運営の観点からいたしますと、基本ポートフォリオの下振れリスクを適切に管理することが引き続き重要であることから、現行と同じく、名目賃金上昇率からの下振れリスクが全額国内債券におけます下振れリスクを超えないことをリスク制約としてお示し、基本ポートフォリオの下振れリスクの評価・検証をGPIFにおきましてしっかりとやっていただくことを求めてはどうかということでごまいます。

続きまして、「(3) ベンチマーク収益率の確保」でごまいます。中期目標におきましては、先ほど申し上げました実質的な運用利回りのほかに、ベンチマーク収益率の確保も

目標として示しているところがございます。現在の中期目標におきましては、各資産ごとのベンチマーク収益率の確保と資産全体で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いるところがございます。しかしながら、各資産ごとと資産全体でのベンチマーク収益率の確保は同時に達成されるわけでは必ずしもないということございまして、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ころがございます。

そのような問題意識を持った上で考えますと、年金積立金全体の管理運用の最適化の観点からは、各資産ごとよりも資産全体でのベンチマーク収益率の確保が重要であろうという認識の下、優先順位を明確化する観点から、次期中期目標におきましては、資産全体でのベンチマーク収益率の確保を求めるべきであろうということでございます。一方で、同じく中期目標におきましては、あくまでも努力目標ではございますが、各年度におけますベンチマーク収益率の確保につきまして、各資産ごと、また、資産全体で確保を求めているところがございます。各年度の努力目標につきましては、各年度の業務実績評価におけます評価、要因分析を適切に行って、翌年度以降の運用の改善につなげていただく観点から、引き続き、各資産ごとと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いうことでございます。その上で、要因分析といたしまして、こちらに書いてございます資産配分要因等に加えて、投資行動に沿った要因分解を行うよう求めることとしてはどうかということございました。さらに、このベンチマーク収益率の点に関しましては、そもそもベンチマークの設定についてもしっかりと検証していくことが必要であろうという御意見も頂戴いたしました。

続きまして、「2. オルタナティブ投資」でございます。オルタナティブ資産につきましては、伝統的資産と呼ばれております上場株式・債券等とは異なるリスク・リターン特性を持っていること、また、流動性が低い分、高い利回りが期待できるということでございますので、GPIFにおきましては、運用の効率性の向上、また、超過収益を獲得するという観点から、必要な体制整備を図りつつ、オルタナティブ投資を進めてきたところがございます。現時点でどのような状況になっているかというところでございますけれども、昨年度末、今年の3月末時点では、投資額は3.7兆円で、運用資産全体に占める割合は1.46%でございます。このオルタナティブ資産につきましては、伝統的資産と比べて市場規模が小さいことに加えまして、投資手法が限定されている、また、投資機会の発掘に時間を要することから、投資額自体は着実に増えているところではございますけれども、資産全体に占める割合は1%台で推移している状況でございます。

このオルタナティブ投資に関しましては、年金積立金の資産額が増加する中で、適切にポートフォリオに組み入れることによりまして、運用の効率性の向上、また、超過収益の獲得が期待できますことから、引き続き、体制整備を進めつつ、着実に投資を進めるべきであろうということでございます。一方で、そのような着実な投資を進めることを可能にするためには、GPIFの投資機会へのアクセスを広げることが必要であろうということござ

ざいます。GPIFにおきましては、法務体制の強化等が進んでいることも踏まえ、現在認められております投資事業有限責任組合、LPSと類似の特性を持って、国内の不動産投資におきましては一般的に使われている投資手法であります匿名組合を通じた投資を運用可能な手法として、新たに追加すべきではないかということでございます。

7ページ目でございます。その際、LPSと匿名組合は、法制上の差異はございますけれども、その差異を踏まえた上で、LPSと同程度の投資家保護・開示水準の確保が必要であろうということでございます。こちらに要件のマル1からマル6と書いてございますが、この要件のマル1とマル2につきましては、LPSと匿名組合という法制上の差異を踏まえた上で、匿名組合については、2つの要件をまずは定める必要があろうということでございます。すなわち、要件のマル1といたしましては、匿名組合の営業の内容を、こちらはLPSと違わせて投資に限定されていないものでございますので、あくまで投資事業を目的とした匿名組合に限るという要件が要件のマル1でございます。また、要件のマル2といたしましては、法制上外部監査の実施が義務づけられていない匿名組合制度でございますけれども、GPIFが投資する場合におきましては、その外部監査の実施を求めるという要件を課してはどうかということでございます。そのほか、要件のマル3からマル6、特定案件への投資の回避、レピュテーションリスクの回避、不動産投資の取扱い、適正手続き、透明性の確保、これらは全てGPIFがLPS投資に取り組む場合の要件として既に定められているものでございますが、これらの要件については、匿名組合を利用する場合についても引き続き求めることが適切であろうということでございます。

以上の論点に関しまして、資金運用部会のこれまでの御議論では、匿名組合は契約の自由度が高いということでございますので、しっかりと契約内容の適正性等を確保するための法務体制の整備をした上での実施が必要であろうという御意見をいただきましたし、そもそもオルタナティブ投資を進めるに当たりましては、そのオルタナティブ投資をポートフォリオに組み入れる意義等々につきまして、国民に対して分かりやすい情報発信を行うことが重要であろうということございました。また、オルタナティブ資産につきましては、現在、基本ポートフォリオにおきまして、資産全体の5%を上限とされてございますが、新しい基本ポートフォリオを策定するに当たりましては、資産の上限を検討するに当たって、その考え方や根拠を整理することが必要であろうという御意見を頂戴いたしました。

続きまして、スチュワードシップ、ESG、インパクトを考慮した投資でございます。GPIFは、長期的な観点から運用を行うということでございますが、投資先及び市場全体の持続的な成長が収益の拡大に必要であるという考え方から、被保険者の利益のための長期的な投資収益を確保する観点から、これまで、スチュワードシップ責任を果たすための活動、ESGを考慮した投資に取り組んでいるところでございます。これらにつきましては、その効果が発現するまでに長時間を要するというところでもございますので、引き続きしっかりと取り組んでいくことが必要であろうということでございます。

スチュワードシップ責任に関しましては、今年の夏に策定されました「アセットオーナー・プリンシプル」をGPIFとして受け入れてございます。その方針も踏まえまして、アセットオーナーといたしまして、経済全体の成長と投資収益の拡大につながる好循環の構築を目指す観点から、インベストメントチェーンを構成する様々な主体と継続的な対話の実施を行って、スチュワードシップ活動を深化させるための取組を推進すべきだろうということでございます。その際、被保険者の視点を取り入れる方策についての検討も必要ではないかという御意見も頂戴いたしました。

続きまして、ESGを考慮した投資に関しましては、GPIFにおきましては、これまでも定量的な効果検証を進めていただいているところでございます。その結果も踏まえまして、PDCAサイクルを適切に回しながら、取組の改善につなげていくべきであろうということでございます。これらのスチュワードシップ責任、ESGを考慮した投資に関しましては、あくまでも被保険者の利益のため、長期的な収益を確保する観点からの取組であることなどを含めまして、国民に対して分かりやすい情報発信が必要であろうという御意見を頂戴してございます。

9 ページ目、「(2) インパクトを考慮した投資」でございます。この夏に閣議決定された文書におきまして、GPIF・共済組合連合会等が、投資に当たり、中長期的な投資収益の向上につながるとの観点から、インパクトを含む非財務的要素を考慮することは、ESGの考慮と同様、「他事考慮」に当たらないことが決められたところでございます。

これにつきまして、もう少し年金積立金のサイドから丁寧に考え方を整理すればということで、基本的な考え方でポツを3つ書かせていただいております。年金積立金の運用につきましては、法律におきまして、あくまで専ら被保険者の利益のために運用しなければならないこととされております。したがって、GPIFが「社会的・環境的効果（インパクト）」の実現を直接の目的として投資を行うことはできないことになっております。一方で、このような社会・環境的課題の重要性が高まる中で、その解決のための技術開発などの事業につきましては、それが実装されれば急速な市場拡大・成長をもたらして、当該企業の持続的成長にもつながる可能性があるということでございます。したがって、そのような投資先企業の個別の事業内容がもたらすインパクトにつきましては、長期的な投資収益を確保する観点から、投資先企業の成長可能性を評価する際の考慮要素の一つにはなり得るだろうと考えられます。あくまでもこのような前提の下ではございますが、GPIFにおきまして、投資に当たって、あくまでも中長期的な投資収益の向上につながるという観点から、インパクトも含め非財務的要素を考慮することは、これまでに実施しておりますESGの考慮と同様、「他事考慮」には当たらないという考え方の整理になるのだろうということでございます。

その上で、検討の視点でございます。従来のESGを考慮した投資、すなわち、各企業のESGの取組を総合的に評価した上で投資を行うものにつきましては、個別の事業により企業成長の可能性を必ずしも十分に捉えられない、企業を総体として評価するがゆえに、個

別の事業についての成長可能性を必ずしも十分には捉え切れないという課題があるところでございます。これまで、GPIFにおいて取り組んでまいりましたESGを考慮した投資との相違点は当然あるかと思っております。一方で、非財務的要素という観点からいいますと、類似点もあろうということでございますので、そのような類似点や相違点にも留意しつつ、あくまでも中長期的な投資収益の向上を図る観点から必要な取組を行ってはどうかというところでございます。その際、この「インパクト」という言葉でございますけれども、社会・環境的課題という訳が当てられているところでございますが、このインパクトを考慮した投資が、政策金融や産業政策と誤解されないようにするためには、あまり特定のテーマや分野に限定されることなく、長期的・持続的な企業価値の向上につながるかどうかという広い視野で考えることが重要であろうという御意見をいただいております。

GPIFにおける検討の進め方でございますが、以上のところを留意して具体的な検討を進めていただきたいところでございます。特にGPIFにおきましては、株式投資を行うに当たりましては、インハウス運用が認められておらず、投資一任契約によって行うことしかできません。したがって、GPIFが個別に投資指図をすることができない中で、インパクトを考慮した投資を行うに当たりましては、個別企業の事業内容の評価は運用受託機関が行うということでございますので、運用受託機関の選定・評価も重要な課題として認識した上で検討が必要であろうということでございます。そのほか、今申し上げましたような基本的な考え方にのっとり行われているかどうかの継続的な検証が必要であろうということ、国民の皆様方に対する分かりやすい情報発信、こちらの資金運用部会への報告をお願いしたいという御意見も頂戴しております。

11ページ目でございます。人材の確保、育成、定着でございますが、運用資産が増大している中で、安定的に業務を続けていくためには、あくまで被保険者の利益のための効率的な業務運営体制を確立していくという観点は持ちつつも運用のフロント業務だけではなく幅広い分野におけます専門的な人材の確保、育成、定着に取り組む必要があるであろうということでございます。GPIFにおきましては、運用専門職員という任期付きの高度で専門的な運用業務に従事する職員という枠組みがございますけれども、こちらの報酬水準・体系につきましては、競争力を確保する観点から、引き続き、業界の実態を踏まえて適時適切に見直しを実施していくべきであろうということでございます。また、運用専門職員以外の任期を限らない職員を「正規職員」と呼んでおりますけれども、こちらの正規職員は運用業務の基盤を支える職員でございますので、その確保も重要でございます。引き続き、こちらにつきましても、業界の実態を踏まえた適時適切な報酬水準・体系の見直し、あるいは、運用専門職員への転換も含めたキャリアパスの整備など、正規職員の確保・育成の取組の強化も必要であろうということでございます。

このほか、研修の充実や勤務環境の整備、特にGPIFでまだ課題として残っております女性活躍推進の観点から、女性の積極採用・管理職への積極登用、女性活躍研修、キャリアパスの整備といった取組を一層強化していく必要があるであろうということでございます。その

ほか、従業員エンゲージメントの向上、採用に当たっては、阻害要因の把握・分析、ターゲットの明確化、離職される方についての離職理由の把握・分析から対策を講じてはどうかという御意見も頂戴してございます。さらに、より多くの人にGPIFを就職先として検討いただけるよう、情報発信にも取り組むべきではないかという御意見も頂戴してございますし、このような各般の取組を実施するに当たりましては、GPIFにおきまして、組織として戦略的に人材の確保を進めるための機能強化を図るべきだろうというところでございます。

1点、前回の資金運用部会の議論におきまして、GPIFの職員数の推移の資料を提示したところ、委員から、もう少し各年度の入出りについて示してほしいというご指摘がございました。参考資料1、これまでの資金運用部会で御議論いただきました資料のスライドからピックアップをしてつづったものでございますけれども、39ページを御覧いただきますと、「現行の中期目標期間におけるGPIFの職員数の増減」、各年度に、何人が採用され、何人が退職したのか、また、何人が正規職員から運用専門職員に転換したのかということについての資料を作成してございますので、御覧いただければと思います。

恐縮でございますが、縦置き資料に戻っていただきまして、12ページ、「(2) 業務のデジタル化の推進」でございます。GPIFにおきましては、日々、膨大な取引が行われてございますので、その取引データが蓄積されているところでございます。この蓄積されたデータの有効活用によりまして、より運用の高度化が期待できることから、投資判断プラットフォームを次期中期目標期間において本格的に導入・活用することを目指しているところでございまして、そのためのシステムの整備、また、専門人材の確保を進めていく必要があるということでございます。また、実施可能なものについては、システムの内製化を図ることが重要ではないかという御意見も頂戴しているところでございます。このような取組を進めるに当たりましては、GPIFにおきまして、組織として戦略的に業務のデジタル化を進めるための機能の強化を図るべきであろうということでございますし、また、デジタル化の前提といたしまして、引き続き情報セキュリティ対策は厳格に実施する必要があるということでございます。

13ページ目でございます。「(3) その他」は、GPIFの体制についての御議論でございます。GPIFにおきましては、経営委員会、監査委員会、理事長以下の執行部が、適切な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、運営されているということでございます。この経営委員会の委員構成も含めまして、経営委員会の在り方について、いろいろな御意見を頂戴したところでございます。1つ目の御意見は、年金積立金の運用目的に沿って、意思決定、監督を行うガバナンス体制が重要なのであって、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々の意向が適切に反映される体制となっているかどうか、検討の余地があるのではないかという御意見、意思決定機関におきましては、ステークホルダーによる牽制機能と専門的見地からの積極的・意欲的な意思決定の機能、この両者のバランスが重要であ

ろうということを前提にした上で、バランスは現状のままがよいという御意見、ガバナンスにつきましては、多様性が重要である一方で、人数が多過ぎても実質的な議論は難しいという観点から、多様性と人数のバランスが重要であろうという御意見、意思決定は、被保険者を代表して意思決定することよりも被保険者のための意思決定が求められているのであって、そういった意味では専門性が重要なのではないかと、ただ、その意思決定が適切かどうかを別途チェックする仕組みも重要であろうという御意見もありました。このように様々な御意見があったところをございまして、そもそも、運用の目標を定め、各年度の業務実績評価、5年間の目標期間での業務実績評価を行います当部会との役割分担も踏まえながら、引き続き丁寧に検討を継続していく必要があるであろうということが現時点の状況かと考えてございます。その上で、GPIFの業務体制におきましては、運用資産額が増加する中で、業務執行の透明性・公正性の確保に一層取り組むことが必要であろうということをございまして、透明性の確保や情報発信の充実に引き続き取り組む必要があるであろうという御意見も頂戴したところをございまして。

駆け足の説明になりましたけれども、事務局からの説明は以上でございます。どうぞよろしくお願いたします。

神作部会長

御説明を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社会保障審議会資金運用部会における議論の整理につきまして、委員の皆様から、御質問や御意見がございましたら、お願いたします。

なお、議論の整理で触れられている内容が多岐にわたっておりますので、前半と後半の2つに分けて議論をお願いたしますと存じます。初めに、この整理案の「はじめに」から「2 オルタナティブ投資」までを前半部分として、御質問や御意見を頂戴することとし、その後、改めて、8ページの「3 スチュワードシップ責任を果たすための活動及びESGやインパクトを考慮した投資」から最後の「(3) その他」までを後半部分として、後ほど後半部分の御質問や御意見を頂戴したいと考えております。

初めに、前半部分でございます。「はじめに」から「2 オルタナティブ投資」までの部分を中心に、御議論いただきたいと思っております。会場にお越しの委員の方が御発言を希望される場合には、恐縮でございますけれども、挙手の代わりにお手元のネームプレートを立てて、質疑が終わりましたら元に戻していただきますよ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場合には、「手を挙げる」のボタンをクリックしていただき、私から御指名させていただきますので、その指名がございましたら、マイクのミュートを解除して、御発言をお願いいたします。御発言終了後は、再びそのマイクをミュートに戻していただくようお願いいたします。

それでは、前半部分の「はじめに」から「2 オルタナティブ投資」まででございます。

いかがでしょうか。

会場でプレートを立ててくださった、玉木委員、佐保委員、大森委員の順で、御発言をお願いいたします。玉木委員から、お願いいたします。

玉木委員

この資料1の整理はよく練られたものと評価いたします。

その上で、申し上げます。

3ページに、バックテストあるいは1.9%に関する記述がございます。こちらは、既に注2でしっかりと書かれているところではあるのですが、バックテストをして1.9%が出てきたことは基本ポートの内容をより積極的なものに変えることを示唆するものではないことにつきましては、世の中への説明に十分な御配慮をお願いしたいと思います。

また、1.9%にすることは、このバックテストを踏まえた上で、GPIFの運用の状況、業務の遂行ぶり、運用に関する様々な能力を御評価なさって、あるいは、年金局として煮詰めた上で、その結果の御判断として1.9%が出てきたといったことではないかと理解してございます。この点も、世の中への説明につきましては、丁寧なものをお願いしたいと思います。

続きまして、もう1点、5ページのオルタナでございます。「オルタナティブ資産は」というパラグラフの1行目、「伝統的資産とは異なるリスク・リターン特性」という表現になってございます。この「異なる」という言葉は、「alternative」という英語ともよく合っておりまして、大変適切な言葉ではないかと思えます。ここを間違っても「投機的な」という意味に取られないような御説明を繰り返ししていただければと思います。オルタナティブは、今まで人々があまりやっていないということです。したがって、それを遂行する上では、より高度な専門性、丁寧な勉強が必要であることはありますけれども、だからといってそれが投機的ということではないのだといったことにつきましては、説明のポイントの一つになるのではないか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した。

続きまして、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。

私からは、3ページの次期中期目標における運用目標について、発言させていただきま

す。資金運用部会における議論の整理に我々の意見も併記していただいたことには感謝を申

上げたいと思います。しかし、今回、現実的な運用利回りとして、運用目標を1.9%に引き上げるについては、年金積立金の安定的な運用の観点から、改めて懸念があることは申し上げておきたいと思います。この間、運用資産の規模増加に伴い、市場・運用環境が複雑化・高度化していく中で、投資機会へのアクセスを広げる観点から、様々なリスク資産や投資手法が追加されてきました。そのような中で、今回、運用目標を引き上げることは、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ことを危惧しております。改めて、長期にわたる安全かつ確実な運用を堅持し、一層のリスク管理に努めていただきたいと思います。

なお、今後、中期目標が確認されれば、基本ポートフォリオの策定の議論がGPIFで行われると思いますが、運用目標の引上げの根拠となるバックテストは、現行の基本ポートフォリオを基にしております。そうであるならば、今回の運用目標の引上げは、現行の基本ポートフォリオを変える根拠とはならないことを強く申し上げておきます。

私からは、以上です。

神作部会長

御意見をどうもありがとうございます。

続きまして、大森委員、お願いいたします。

大森委員

ありがとうございます。

こちらの案につきましては、これまでにたくさんあった御意見を丁寧にまとめられていると思います。

まず、運用目標、つまりリターンの水準ですが、リターンは欲しいものなのですけれども、市場経済ですから、欲しいから手に入るというものではなくて、負担するものがある獲得できるわけです。それは、金融資産の場合には、不確実性やリスクになります。このバックテストでも示してありますように、リスクについては、実績よりも大きくなっています。しかし、それがないとリターンは望めないもので、このリスクは制度全体で負担していくしかないものです。ですから、その水準について社会が認めることが前提になりますが、そちらを主張しているものが脚注2だと思います。つまり、実績よりも大きくなるけれども、今皆さんに認められているものより大きくするものではないというところは強調していただいてよいと思います。実際のリスクについては、目標を与えて、GPIFがこれから決めていくことになるわけですが、それは今の予想ではそう大きくなるものではないと思います。同じことなのですけれども、プラスの1.9%や1.7%は実質的運用利回りです。賃金上昇率を確保できる金融資産はありませんから、それらは運用目標ではあるけれども、具体的な投資手法とはほぼ関係がないわけです。では、どういうものかということ、リスクとリターンのトレードオフの中でどこを取るかという基準を与えるものと位置づけ

ることができます。先ほど申しましたように、それが今の段階である程度社会的に許容できる適切な水準であると認められているわけですから、そのところは丁寧に説明されるとよいと思われま。以上が、目標についてです。

次に、目標の優先順位、ベンチマーク収益率の確保のお話がありました。こちらは、優先順位を明確にして、資産全体でのベンチマーク収益率の確保を優先とすることは適切と思われま。それによりまして、より運用が自由になりまして、GPIFとしては、アクティブ運用やオルタナティブ投資などの工夫をされると思われま。当然、実績の評価や要因分析については、おのおのベンチマークの比較で行われますが、そこは精緻にやっていた上でバラツキは許容し、全体の収益率を確保することが運用の高度化につながるのではないかとと思われま。

最後になりますけれども、オルタナ投資です。オルタナ投資は、御説明にもありましたように、投資をしたくても準備が必要でありますし、投資機会の発見も容易ではありません。ただ、投資機会を広げていくためには継続的に取り組むべきであると思われま。現在の進捗は、マネージャー評価の体制、投資のルールづくりと着実に進められておりまして、評価できると思われま。このまま途切れることなく取り組んで、体制を整え、ノウハウを蓄積し、オルタナ投資の能力を高めていただきたいと思います。

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いただいております、福田委員、お願いいたします。

福田委員

ありがとうございます。

私も、基本的には、よくまとめていただいたとは思っています。

ただ、今後の5年間、中期目標を考える上では、リスクは極めて高まっているという認識を共有することは重要だと思います。3ページの下に、経済状況が変化しリスクが高まっているという表現がありますけれども、私的には、地政学的リスクも非常に高まっているんだという記述がもう少しあってもよかったのかなど。単に経済的な問題だけではなくて、政治的な問題の不確実性は戦後の世界経済の中でもかつてない高まりを見せていて、これが巡り巡って経済的な環境にも非常に大きな影響を与える可能性がある5年間になると思われま。そういう意味では、非常にリスクが高まっている状況なんだという認識は共有しておく必要があると思われま。そういう意味では、1.9%の目標は、私は適切だと思われまけれども、必ずしも5年間でどうしても達成しなければいけないとこだわってしまうと、無理な運用とかになってしまうこともあります。幾らリスクが高まっても、かなりの長期を考えれば、達成できる可能性が高いと私は思われまけれども、5年は長い

ようで短いので、特に大きなマイナスのショックがあった場合には達成が難しくなることは十分にあり得ます。そういう意味では、1.9%はあくまでも長期的な目標であって、中期目標で絶対に達成すべきものではないという認識に立って、その背景には、これからの5年間はこれまで以上にリスクが非常に大きいんだという認識に立ったまとめが必要かと思いました。

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、同じくオンラインで御参加なさっております、岡野委員、御発言ください。

岡野委員

発言の機会をいただきまして、ありがとうございます。

内容の取りまとめ、丁寧な御説明に、改めて感謝を申し上げます。

様々な御意見を皆様がされている中で恐縮ですけれども、改めて、次期中期目標における運用目標の検討に当たって御留意いただきたい事項をお伝えしたいと思います。前回部会での発言と重複しますが、8月の日経平均株価の暴落など、国内外問わず、社会状況の変化は目まぐるしい状況でありますので、将来の長期的な経済・運用環境の変化の予測におきましては、GPIFを含め、プロの皆さんでも極めて難しい状況と認識しております。そうした中で、GPIFが将来合理的に期待できる現実的な運用利回りとして1.9%の運用目標を妥当な水準として取りまとめられていることについては、一抹の不安を感じざるを得ない状況でございます。引き続き、次期中期目標においても、年金財政上必要な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作成されることとありますが、これはあくまでも新たな運用目標に対しての最低限のリスクの確保であり、運用目標が上がることによりリスクも上がることに変わりはないと受け止めております。その上で、年金積立金は保険料からの積立金でございます。少子高齢化が進む日本におきまして、今後、国民の老後を支えるためには非常に大事な資金です。GPIFの皆様にはさらなる負担をおかけすることになりますけれども、改めてリスク管理の強化徹底を図っていただきたく存じます。その観点で申し上げますと、基本ポートフォリオの作成に当たってこれ以上リスクを上げることのないようお願いさせていただきたく存じます。

御確認のほど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。

続きまして、オンラインで御参加の井上委員、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。

これまでの意見がよく反映された内容になっていると思います。

その上で、まず、運用目標の1.9%についてでございます。私は1.9%にすること自体には反対ではありませんけれども、今回、初めてこの財政検証の数字以外のバックテストを用いて1.9という数字を引っ張り出したということでもあります。そこで、質問なのですが、3ページ目、丸の2で「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」とございますけれども、この考え方は、今後、その次の目標を定めるときも恒常的にこの考え方が使われていくのかどうかということについては、確認させていただきたい。

ベンチマークにつきましても、資産全体で収益率の確保を求めるということで、そちらを優先することが明らかになっていることは非常によいことだと思います。

オルタナティブ投資です。先ほど玉木委員からもありましたけれども、これは決して投機ということではなくて、伝統的な資産だけでは、今後、資産運用の十分なカバーができなくなってくるという前提があると思います。昨今では、必ずしも上場を目指さないという形で非常に価値の高い企業というものも生まれてきております。そういうところに対しても投資をしてその成長の果実を資産の運用に反映させていくという行為が、今後、非常に重要な行為になっていくと思います。その辺も踏まえて、オルタナティブ投資の運用についてもぜひ積極的に取り組んでいただきたいと思います。

以上でございます。

神作部会長

ありがとうございます。

1点、御質問があったかと思えます。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。

今、御照会の件について、お答え申し上げます。

今回、委員の御指摘のとおり、3ページ目で、新しい考え方といいますか、これまでと違って、財政検証の数字ではないところでの運用目標の設定という考え方をお示ししてございます。その考え方といたしまして、1つ目の丸、すなわち、「GPIFに与える運用目標は、GPIF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、年金財政上必要な利回りを設定するという性格のものである」とつきましては、今後とも変わらないのかなと考えております。一方で、「GPIF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」をどう考えるかにつきましては、今回はバックテストという方法で設定したところでございますけれども、この設定の仕方につきましては、同じよう

なバックテストでしか設定できないかどうかという点につきましては、正直、この場で「これしかない」というところまで断言できるほどの自信があるところではございません。将来、ほかの考え方に基づくような数字の設定の仕方を排除するものではないのかなど、現時点では、考えているところでございます。

以上でございます。

井上委員

分かりました。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、会場に戻りまして、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。

これまでの議論をよくまとめていただいたと思います。

私からは、1点、コメントと、1点、質問をしたいと思っております。

まず、1点、コメントですが、オルタナティブ投資に関する認識は、資料にある通りの認識で間違っていないと思います。ただ、オルタナティブ投資は新しいものという意見が時々聞かれます。それは大きな間違いです。GPIFにとっては新しい投資対象ですが、国内の保険会社や運用会社といった金融機関は既に数十年にわたって取り組んできているものです。そういった意味では、オルタナティブ投資は決して新奇なものではないといった認識を持っていただけたらと思います。既に日本の各運用機関にはいろいろなノウハウの蓄積がありますので、それをいかにGPIFに取り込んでいくかということです。オルタナが新しいので危険だといった認識は誤っていると御理解いただけたらと思います。

もう1点、質問でございます。運用の目標が実質＋スプレッド1.9%といった水準に関しては、前回も申し上げたとおり、全然違和感はないのですが、実際にこれを具体的なポートフォリオにするときにどう考えるのか。参考資料の中にもありますけれども、前回の＋1.7%という5年前のときは、ケース3が＋1.7%で一番高いものだったので、このケース3に基づいたイメージでつくられたと理解しております。今回は、もともとの財政検証において、スプレッド＋1.7%に該当するものが、成長型経済移行・継続ケースと過去30年投影ケースの2つのケースがあります。このどちらをイメージして、最初にモデルポートフォリオという段階があって、その後にGPIF、さらには3共済のポートフォリオという作業に進むわけですが、現時点でどういったイメージを考えていらっしゃるのか、法人のほうでお持ちであれば、お聞かせいただけたらと思います。

神作部会長

1点、御質問がございましたけれども、GPIFから、お答えいただけますでしょうか。

石川審議役

ありがとうございます。

先ほどおっしゃった、今回の財政検証の経済前提の4つのケースで、スプレッド1.7である2つのどちらをイメージしてということなのかでありますけれども、今日の御説明の中でもありましたようにスプレッド1.9が示されることとなりますので、法人としては、それが正式に決まれば、それを受けて、ポートフォリオの各資産の特性などを勘案し、経営委員会で御議論いただきながら、検討していくということでございます。スプレッド1.7の2つのケースのどちらを想定してということについては、現時点では特に考えを持っているわけではないです。いずれにしても、今後、具体的に法人内でよく検討していくことになると思っております。

神作部会長

よろしいでしょうか。

ありがとうございます。

それでは、オンラインで御参加の五十嵐委員、御発言ください。

五十嵐委員

議論の整理案としてお取りまとめいただきまして、ありがとうございます。

これは、非常によくまとまっていると思います。

その上で、改めてなのですけれども、GPIFという組織の性格や本部会が検討すべき事項は運用になるわけですから、当然と言えば当然なこととして、給付水準や公的年金事業の運営の安定性確保といった側面から書かれています。忘れてはいけない言葉があると思うのです。それは、保険料は事業主が半分負担しているのだということ。その給付の余剰が積立金に回るわけです。給付の側面からだけではなく、負担の側面について全く書かなくていいのかなという気がするのです。この部会の性格上、話題としてズレているのだとは思いますが、あえて意見申し上げました。それはともかく、3ページの最下段のところに、丁寧にリスク管理を行うとか、その管理強化のための体制整備を進めると書かれていますので、保険料拠出側の立場からしても、これを一層強化していただければ良いですということだけを申し上げて、私の意見とします。

神作部会長

御意見をありがとうございました。

続きまして、会場で御参加の佐藤委員、お願いいたします。

佐藤委員

御説明をありがとうございます。

私も、非常によくまとまっていると思ひまして、御礼申し上げます。

私は、「はじめに」の箇所と運用目標に対するコメントです。私は、運用目標引上げ、1.9%には、違和感はございません。資料1の冒頭、「はじめに」に書かれているように、そもそも何のために運用するのか、将来にわたって公的年金事業の運営の安定に資するという重要な役割を担っているというところで、GPIFの過去5年の財政に対する貢献は非常に大きかったと思います。それをもって、運用に対する過度な期待や負担は禁物なのですが、運用能力を生かしてベストを尽くしていただくことも大切ですし、過去の運用実績、リスク管理能力等を勘案しても、私は、1.9%は妥当であると考えます。不透明感、リスクに対する御発言もいろいろと出ておりますけれども、運用は常に不透明感と向き合っている。安心して運用に臨んだ人は少ないと思うのですけれども、ここでは超長期投資家であるという時間軸が味方をすると思います。これも前回は申し上げておりますけれども、この時間軸の長さを考慮して、取るべきリスクを取って、頑張っていたいただきたいと思ひます。

以上です。

神作部会長

御意見をどうもありがとうございました。

それでは、オンラインで御参加の金井委員、お願いいたします。

金井委員

金井です。

今までの御議論の内容が非常によく分かるまとめをしていただき、ありがとうございました。

私からは、運用目標について、一言、感想を述べさせていただきます。年金財政上必要となる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構築するというこれまでの姿勢に変更はないということで、これはもともとだと感じております。一方で、新しい資本主義のグランドデザインにも示されているとおり、一定の許容リスクの中でより多くの果実が享受できるような資産運用活動を行うという、事業会社では現在広く採用されている考え方があります。GPIFの運用の上で、一定の許容リスクをどのように設定するかということは大変難しい問題ではありますが、オルタナティブ投資など、現状、諸外国の年金運用機関と比べるとかなり低い状態にある投資の割合などを、今後、どうしていくかなどと考えていくためにも、リスク量とリターンの関係について広く国民の理解を高めていただけるような情報発信の努力をお願いしたいと考

えております。

以上です。

神作部会長

どうもありがとうございました。

前半部分については、ほかに御発言等はございませんでしょうか。

玉木委員、どうぞ御発言ください。

玉木委員

1点だけ、付言いたします。

私は、現在進行中の財政検証の前、経済前提の議論に関わった者として申し上げますが、今回の1.9の議論が出てきた結果、人々は改めて経済前提の4つのケースの表にまた目が行っているわけなのですが、あの4つのケースはどれが本命というものではないということが改めて1.9の御説明をなさるときに人々の間で共有された意識となるように、御配慮をお願いできればと思うところでございます。

以上です。

神作部会長

大変ありがとうございました。

ほかにいかがでしょうか。

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。

私も、網羅的に、これまでの意見を取りこぼすことなく、議論の整理案をおまとめいただいたということで、深く御礼を申し上げたいと思います。

既に多くの方々からのご指摘がありましたので、私からは、1点だけ、オルタナティブ投資に関してお伝えさせていただきたいと思います。オルタナティブ投資の上限5%といった数値の根拠を示す必要があるのではないかといた御意見がございました。今後、この点について、GPIFの中で御議論いただくものと思いますけれども、GPIFの資産規模自体が非常に拡大しておりますので、5%という数値が示す規模感も同時に変わってくるかと思えます。それも併せて御検討させていただきたいと思えます。国内のオルタナティブ投資の市場規模自体は、それほど大きなものではないかと思えます。5%上限のなかには国内と外国の両方が含まれていて、外国のオルタナ資産のほうが占有率は大きかったかと思えますが、仮に国内のオルタナ投資に、5%中1%、GPIFの資金が向かった場合に、日本のオルタナ市場全体に占める占有率が一体どのぐらいになるのか、可能であれば情報発信をして

いただければと思います。オルタナ投資の投資規模が現状の1%から急激に増えることはないかと思いますが、上限値が示す規模感について把握できればと思いました。そもそも関連情報を取得できないということもあるかもしれませんので、その場合には結構です。あくまでも意見として述べさせていただきました。

以上です。

神作部会長

どうもありがとうございました。

原委員、ご発言はございますか。

原委員

後半のほうで、まとめて話します。

神作部会長

承知いたしました。

次に、後半の部分に移らせていただいて、場合によってはまた前半部分に戻っていただいても結構でございます。一度、ここで区切りまして、「3 スチュワードシップ責任を果たすための活動及びESGやインパクトを考慮した投資」から最後の「(3) その他」の部分まで、御意見等をお伺いしたいと思います。具体的には、8ページから最後まででございますけれども、先ほどと同じような方法で御発言の意思をお示しいただきましたら、僭越ではございますが、私から御指名させていただきます。後半について、いかがでしょうか。

それでは、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。

前半と若干横断するところがあるのですが、まず、この議論の整理の内容をまとめていただきまして、ありがとうございます。これまでの意見をよく反映されたものになっていて、分かりやすいものになっているかと思います。

その中で、オルタナティブ投資のところにもあったのですが、スチュワードシップ活動とESGを考慮した投資、インパクト投資のところなど、それぞれのところに、項目として国民に対する分かりやすい情報発信を行うことが重要である、という文章が各所ばらばらに入っているようです。運用の高度化が進む中で、運用の取組としては、例えば、これまでになかったような、一般の方々にとっては新しい取組を行っていくんだということが分かるかと思います。一般の方々に対して、不安ではないですけれども、大丈夫かなと思われてしまうといけません。そういった意味では、こちらにもあるとおり、被保険者

の利益のために長期的な収益を確保する観点からの取組みであるとはっきりと書かれております。分かりやすい情報発信ということをお願いしたいのですが、それぞれ、新しい取組み、高度な取組みが始まっていく中で、どういう方法で行っていくのかということ、これまでの引き続きではあるかと思いますが加えていただけたらと思います。今では、ホームページ、SNS、教材等、いろいろなバリエーションもあると思いますが、できれば、より具体的に、事前に計画し、運用の取組みと並行するなどして、情報の発信をしていただきたいと思います。公的年金については、現在では広報や教育などの取組みが進んでおりまして、その中に必ず積立金の役割が出てまいります。賦課方式である中の、公的年金制度の中での、積立金の役割が、一般に広く、大学生も含め、高校生も含め、いろいろと理解していただけるようにしている中で、そういった意味では、以前よりもすっと入ってくると思います、注目も集まってくると思います。最後の「(3)その他」の中に、丸印として、「業務執行の透明性」、「運用の高度化等が進む中で、国民からの理解と信頼を確保する観点から、透明性の確保や情報発信の充実に引き続き取り組むべきである」という意見が入っていますけれども、そういったところをもっと大きく取り上げて、情報発信というところで一つにまとめてもいいのかなと思います。まとめるのは難しいようでしたら、それぞれのところで、具体的にはこういう取組みをやっていきますということを検討していただけたらと思います。これまですばらしい形で情報発信の取組みをされてきていらっしゃるの、引き続き、ここはぜひともいろいろな取組みをされる中で、引き続き強化していただきたいと思います。以上です。

あと1点だけ。最後に、業務運営体制のところもいいでしょうか。これは、以前の部会の中でも出てきた皆さんの意見をまとめています。今、民間でも、人材の確保、育成、定着が非常に難しく、すぐ転職してしまう、入社してすぐ離職してしまうといった状況も見られるようになっております。そういった意味では、女性も含め、新卒、若手、中途採用と高度な専門人材を確保するためにも、GPIFさんの業務の社会的意義等についての効果的な発信、ここでも、効果的な見える化というか、情報発信に一層取り組んでいただくといいのかなと思います。また、労働環境などについても、民間の実態を踏まえるなどして、適切に整備していくということを引き続き実施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。

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、13ページ、「(3)その他」について、意見を申し上げたいと思います。「ス

テークホルダーによる牽制機能と専門的見地からの積極的・意欲的な意思決定の機能のバランスが重要であり」といった点につきましては、まさに御指摘のとおりであると思いません。だからこそ、改めてガバナンス体制の再考が必要ではないかと考えています。今回の資金運用部会の議論の整理におきましても、被保険者の意見は通りづらいと感じています。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あり、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も行える体制の整備を引き続き御検討いただくよう、お願いいたします。

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、どうぞ御発言ください。

徳島委員

後半も、よくまとめていただいたと理解しております。

2点ほど、コメントをさせていただけたらと思います。

まず、前半のESGとインパクト投資は、中長期的な観点での投資収益の拡大につながることで、短期的にはもしかしたらこれらの取組が運用収益に対してのマイナスになる可能性もあるといったときに、ESG投資やインパクト投資の強い目的化はしていただきたくないと思います。あくまでも運用収益の獲得が最優先の目標でありますから、中長期的にはこれらの取組がサポートをするといった考えで、優先順位を十分に意識していただけたらと思います。

2点目は、人材のところでございます。今回、いろいろな論点を出していただいて整理していただいておりますけれども、これは既にGPIFの中でやっていたかと思っておりますが、民間の金融機関ですと、上司とのコミュニケーションで、かなり綿密に、年に複数回の面談を行った上で、目標設定と評価を行う目標管理制度を採用しております。公務員の方の評価については、また違うものがあるのかもしれませんが、民間の取組のよいところをぜひ取り入れていただいて、法人内部のコミュニケーションの強化を図っ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す。

続きまして、オンラインで御参加の井上委員、御発言ください。

井上委員

ありがとうございます。

後半部分も、これまでの意見が反映されて、いい内容になっていると思います。

スチュワードシップ責任あるいはESGにつきましても、長期的な観点から、必ずしもこの中期計画の範囲だけで何か成果が出るというものではないとは思いますが、引き続き取り組むべきであると明記されたことを評価したいと思います。アセットオーナー・プリンシプルですけれども、GPIFは最も巨大で重要なアセットオーナーですので、このプリンシプルを受け入れたことは、GPIFの活動にとっても非常に大きなインパクトのあるものだと思います。ここにも書いてありますけれども、インベストメントチェーンを構成する様々な主体との継続的な対話が本当に重要になってくると思います。ここには書いていませんけれども、さらに言えば、グローバルな視点での対話も、GPIFの市場に与える影響を考えると、非常に重要になってくると思っております。インパクト投資のところにも書いてあるのですが、そういう投資をするに当たって、運用受託機関の関係をGPIFがどのように健全に構成していくかということがますます重要になってくると思いますので、その受託機関の評価についても、GPIFのほうでしっかりと継続して行っていただきたいと思います。

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岡野委員、御発言ください。

岡野委員

後半部分についても、取りまとめをありがとうございました。

私からは、インパクトを考慮した投資の基本的考え方にてまとめている内容に対しまして、御留意いただきたい事項をお伝えしたいと思います。まず、御記載のとおり、社会・環境課題に対する改善の観点から、新たな技術の実装やビジネスモデルの変革の必要性は理解いたします。しかしながら、ESG指数などの指標がない中で、この社会的・環境的な効果の発揮の状況といった効果検証にも時間がかかることが想定されると思います。検討の視点にも記載いただいておりますとおり、従来のESGを考慮した投資の手法では、インパクトを通じた企業の成長可能性などを必ずしも十分に捉えられないと思います。果たして最終的に被保険者の利益になるのかといったところに少々疑問が残るかなと感じております。今後、GPIFにおかれまして、具体的な対象資産や投資手法などを御検討されると思いますけれども、その検討に当たりましては、真に被保険者の利益になるという観点からも、慎重な検討をお願いいたたく存じます。よろしくお願いたします。

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の福田委員、お願いいたします。

福田委員

私も、現在のまとめは適切ではないかと思えます。

また、被保険者の利益になる投資であるということインパクト投資なりESG投資なりで強調されていることは非常に重要だと思えます。ESG投資やインパクト投資は、日本政府のほかの方針でもうたわれています。ただ、被保険者の利益と、日本政府、あるいは、日本国民と言ってもいいのかどうかも分かりませんが、必ずしも一致しているわけではなくて、そういう日本政府の望ましい政策を実現するためにそういう投資を行っているのではなくて、あくまでも中長期的な利益を確保するためにそういう投資をするんだということが改めて強調されていることは大事だと思えます。こういう報告書でそういうことをうたうだけではなくて、広報活動でも引き続き強調していくことが大事です。何となく誤解されがちな傾向で、政府も似たような方針を訴えている。ただし、彼らの言っていることとGPIFが目標としている運用の目標は必ずしも一致していませんので、現在の報告書に非常によく強調されていると思えますけれども、報告書で強調するだけではなくて、外部的な広報でも引き続き強調していただければと思います。

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。

それでは、会場に戻りまして、会場で御参加の玉木委員、お願いいたします。

玉木委員

私からは、「(2) インパクトを考慮した投資」に関しまして、2点、コメントを申し上げます。

まず、9ページの2つ目のパラグラフ、「投資に当たり、中長期的な投資収益の向上につながる」との観点から」というフレーズがございます。このフレーズはこの資料でも複数個所で使われておりますし、これ以外の様々な厚労省の文書でも目にするところでございますけれども、これは非常に大事な観点です。また、このインパクト投資について、今後、御説明なさるに当たっては、この観点が維持されており、また、専ら被保険者の利益のための運用であるといった考え方については何の変更もないのだといったことはクリアに御説明いただければと思うところでございます。

次のページでございます。2つ目のパラグラフ、「その際」というところです。「特定

のテーマや分野に限定することなく」という書きぶりになってございますが、これは適切ではないかと思えます。特定のところに集まってしまいますと、結果的にそうなったとしても、国民の目には、声の大きいところにいっぱい行っているのではないかと思われるリスクがあります。そういったことで、国民の間で、GPIFの運用に対する違和感が生じるようなことは好ましくないと思えますので、説明に当たっては御留意をお願いしたいところでございます。

また、その2つ下のパラグラフの真ん中ら辺ですけれども、「個別の企業の事業内容等によるインパクト等の評価については運用受託機関が行うことになる」との記述がございます。まさにそのとおりでありますけれども、これは、裏を返せば、評価をするのはGPIFではないということでもあります。そういうものなのだと、インパクトについて個別の評価をするのは運用受託機関であって、GPIFがやるのは運用受託機関の行動全体の評価なのだと、運用ぶりあるいはパフォーマンスといったものの全体の評価なのであるといったことは、よく御説明いただいたほうがよろしいと思えます。インパクトの具体論についてGPIFが巻き込まれるという非生産的なことになっては元も子もない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した。

続きまして、会場で御参加の佐藤委員、お願いいたします。

佐藤委員

ありがとうございます。

私からは、資料の11ページ、業務運営体制の人材に対するコメントです。多くの委員の方々から御意見も出ていますけれども、申し上げたいのは、実効性です。書いてあること、論点には異存がないのですけれども、書くからにはきちんと結果につなげてほしい。運用は数字が出るから分かりやすいのですけれども、評価を見ていると、毎年、他の項目に比べると、決してここは高い評価ではございませんので、より高い評価を得られるように、実効性のあるものにしてほしい。例えば、下から2段目のポチ、「従業員エンゲージメントの向上に取り組む」はとても重要なことで、事業会社でも大きな課題なわけですがけれども、エンゲージメントサーベイみたいなものを実施して課題を発見して改善につなげていく。そういう具体的な処置についても、これは将来で結構ですので、当部会にどういう取組があってどういう効果が出たのか、御説明があるといいなと思えます。

以上です。

神作部会長

どうもありがとうございます。

続きまして、オンラインで御参加の金井委員、御発言ください。

金井委員

ありがとうございます。

私からは、2点、感想を述べさせていただきます。

まず、女性職員の活用については、女性のキャリアプランの研修について言及いただき、大変よかったですと思いますが、GPIFは依然としてジェンダーギャップが大きい法人とお見受けしております。投資先にだけダイバーシティーの推進を求めるのではなく、足元の状況を引き続き見直していただきたいと感じております。

もう1点は、GPIFの運用とは直接関係のないことを申し上げて恐縮なのですが、私が関わっております法人、特にパブリックな法人は、昨今の金利のある世界での生き残りを図って、資金運用の必要性を強く感じているところです。パブリック、主に社会福祉法人や学校法人ですが、資金規模が数百億から千億の法人がGPIFの運用情報を参照して理事会などで説明しているケースを多く目にしております。GPIFの管理能力とは雲泥の差のある法人群ではありますが、GPIFの投資姿勢は常にお手本にされていることを御自覚いただければと思います。

以上です。

神作部会長

どうもありがとうございました。

続きまして、同じくオンラインで御参加の五十嵐委員、御発言ください。

五十嵐委員

ありがとうございます。

先ほど申し上げたことと似ていて、すみません。13ページ辺りを見ていただいてもいいのですが、被保険者の利益が最優先されるのは当たり前の話であり、異論があるはずもないのですけれども、例えば、抛出者である被保険者の立場を代表するとか、被保険者を代表するという表現などがあります。最後の行では、「国民からの理解と信頼」と書いてありますが、もらう側の方々の話だけではなくて、事業主の話、負担している者には事業主もいるというのが全く出てこないことが、どうしても少し気になります。最後の下から2行目の「国民からの理解と信頼」は、一般的に全て「国民」と言ってしまうとそれで終わりですけれども、抛出をしている事業主の立場もあるのだということを、何かの機会に、表現していただくとありがたいなと思います。

以上です。

神作部会長

御意見をありがとうございました。

それでは、会場に戻りまして、大森委員、御発言をお願いいたします。

大森委員

ありがとうございます。

後半の案につきましても、多様な意見をまとめていただきまして、非常によくできていると思います。その上で、書きぶりについて、コメントを2点、述べたいと思います。

まず、1つは、インパクト投資のところなのですが、（GPIFにおける検討の進め方等）について、まず、対象資産や投資手法等の検討を進めるとありまして、その次に、運用機関の選定・評価等も重要な課題であると書いてあります。ですが、実際に進めていく上で、GPIFが能力を発揮できること、そして、結果に大きく影響することは、運用受託機関の選定・評価かと思います。ですので、ここは書きぶりの問題なのですが、評価も重要な課題ではなく、評価こそが重要な課題だと私は考えております。

2点目は、「（3）その他」、経営委員会の委員構成のところですが、先ほどのほかの委員が、牽制機能と意欲的な意思決定の機能のバランスが重要であるというところに触れていただきました。参考資料の最後のページにございますが、GPIFは、この委員会もあって、諸外国の公的年金の積立金運用管理の体制と比べますと牽制は利いています。牽制は利いておりますので、その点を前提にバランスを考えるのがよいと思われました。経営委員会は、その牽制の下でむしろ意欲的に新たな投資機会の発掘に取り組んでいただきたいと考えております。

コメントは、2点、以上です。

神作部会長

どうもありがとうございます。

後半部分につきまして、ほかに御意見はございますでしょうか。

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。

私から、1点、人材のところについて、コメントをさせていただければと思います。資産運用につきましても、デジタル化につきましても、人材の確保が重要になるわけですが、民間との人材獲得競争になるかと思っておりますので、賃金等で制約があるGPIFとして、優秀な人材の獲得は簡単ではないかと思っております。いかにして採用した方に長く勤めていただくか、定着させるかが非常に重要になってくるかと思っております。先ほど佐藤委員からも御意見がありました。年度評価の中で、こうした人材育成や採用は、評価の対象にならないといえますか、説明もスキップされることもありました。情報公開も資産運用のところメイン

で、充実した資料をご提示いただきご説明いただいておりますが、GPIFの体制についての説明は少なかったように思います。参考資料の39ページにあります職員数の増減の表など、今回、初めて、こうした有用な資料を拝見させていただきました。こうした情報も含めて、あるいは、エンゲージメント、働いている方々の満足度、課題の発見、それをどう施策に反映させていくか・PDCAサイクルなどを運営させていくかといったところの達成度合いみたいなのところも、情報として、今後、公開していただけると大変ありがたいと思われました。そうした試みが、GPIFで働きたいという方が増えていく環境づくりにもつながっていくかと思っておりますので、ぜひよろしく願いいたします。

以上です。

神作部会長

どうもありがとうございます。

ほかに、前半・後半を通じて、追加の御意見、御発言がございましたら、どうぞお願いいたします。

よろしいでしょうか。

御意見を大変ありがとうございました。

御意見を伺っております、基本的にこの整理案について御賛同いただいたと思っておりますけれども、何か所か、御意見の追加・修正等の御意見もあったように承りました。

具体的には、3ページ目の一番下の白丸についてですが、福田委員、また、ほかの委員からも、リスク管理との関係で、若干文言を直してはという御意見があったと思います。3ページ目の一番下の白丸に、地政学的なリスクについても言及することと、リスク管理について強化を求めるというお声が大きかったと思います。整理案では、文言としては、「リスク管理の強化等のための体制整備」と記載されておりますけれども、体制整備に加えて、リスク管理の高度化という文言が入れられないかどうか、事務局にお伺いしたいと思うのですが、この辺りが検討対象になり得るかなと思われました。以上が、1点目です。

2点目は、原委員から、13ページ、特に一番下の白丸を、「(3) その他」の中に入れるのではなくて、情報開示あるいは透明性確保という形で一つの独立した項目にする、各論の中で触れられているものをそこに一つにまとめるかどうかはまた検討の余地があるとおっしゃっているように伺いましたけれども、13ページの最後の白丸の取扱いについて、具体的な御修正といたしますか、御検討の提案があったようにお伺いいたしました。

ほかにも情報開示や透明性の確保についてのご意見が複数あったと思っておりますけれども、私が伺っていて、変更するとすれば、以上の2点かなと思われました。事務局の御意見、御感触を伺うことはできますでしょうか。

西平資金運用課長

ありがとうございます。

地政学上のリスクに関しましては、後ほど御説明させていただこうと思っておりました、参考資料2でお配りしております、総務省の独立行政法人評価制度委員会からの、中期目標を更新いたします各独立行政法人に対して、こういった点を考慮してはどうかという、アドバイスといたしますか、コメントのようなものをいただいております。GPIFに関しましては、2ページ目、(4)の(留意事項)が総務省の独立行政法人評価制度委員会からコメントとしていただいているものでございます。

ざっと説明させていただきますと、1つ目は、現在のガバナンス体制はしっかりと機能していると認められるので、引き続き、国民から一層信頼される組織体制を確保してほしいということと、業務執行の透明性・公正性の確保に向けた内部統制・コンプライアンスの一層の充実強化で、まさに本日書かせていただいております議論の整理と同じような方向性かと思っております。

2つ目が、人材の確保でございます。人材の確保・育成に向けた必要な取組について、次期中期目標に盛り込んでどうか、データサイエンスの専門家確保・育成についても取り組むことが重要ではないかということです。

さらに、3つ目で、今申し上げましたように、地政学上のリスクに関しまして、「市場リスクだけではなく、地政学上のリスクや、気候変動によるリスク等の多様なリスクについても配慮しながらリスク管理の高度化に取り組むことが重要ではないか」というアドバイスをいただいております。

こういったこともございまして、最終的に、中期目標には何らかを盛り込む必要があるかなとは考えておった次第でございます。本日、資金運用部会の御議論で同じような御意見を頂戴したということでございますので、資金運用部会としての議論の整理の中に、地政学上のリスクも含めましたリスクへの対応、リスク管理の強化について盛り込むことについては、事務局として、特に違和感を覚えるものではございません。

神作部会長

ありがとうございます。

情報開示や透明性については、いかがでしょうか。

西平資金運用課長

その点につきましても、現在も、現行の中期目標におきましても、情報開示や国民への情報発信につきましても、重要度が高い項目として中期目標に盛り込んでおりまして、GPIFにおいてもしっかりと取り組んでいただいているところでございますので、最終的に中期目標に現在と同じような重要度が高い項目として記載することについては、あまり違和感がないところでございます。一方で、この議論の整理の中でどのようにそこを掲げるのかという書き方といたしまして、最後の13ページ、「(3)その他」の中の一つの丸に落とし込んでいますので少し違和感があるという御意見だったのかなと私は受け止めさせていた

できました。そうしますと、この最後の丸のところだけ繰り上げて、（３）で、情報発信について、１つ、パラグラフを立てた上で、その他ということで、上の２つの丸はそのままという感じにするということなのかなと受け止めましたけれども、そのような受け止めでもよろしければ、そのような修正をさせていただきたいと思います。

神作部会長

どうもありがとうございました。

ただいま、事務局の対応も可能であるという御意見をいただきましたけれども、委員の皆様方から、今の点について、あるいは、その他の点も含めて、具体的な修正についての御提案がございましたら、おっしゃっていただければと思います。先ほどの事務局からのこういう方向でという御説明でよろしければ、具体的な必要な修正につきましては、私に御一任いただければ大変ありがたいと思います。

まずは、御意見をいただければと思います。いかがでしょうか。よろしゅうございますでしょうか。

それでは、本日御提出いただいた資料１、まず、３ページの一番下の白丸の部分について、先ほど御説明もございましたように、この後、取り上げられることとなりますけれども、参考資料２にあります独立行政法人評価制度委員会の御指摘も踏まえて、地政学リスクあるいはリスク管理の高度化等について、文章の中に明示的に入れる。また、最後のページである13ページの一番下の白丸を（３）として、透明性の確保等々、表題については私に御一任いただければと思いますけれども、１つの項目として繰り上げて、残りを「（４）その他」にするという方向性で、もしよろしければ、お認めをいただき、具体的な修正の内容については、私のほうに御一任いただけると、大変ありがたいと存じます。いかがでしょうか。よろしゅうございますか。

（首肯する委員あり）

神作部会長

大変ありがとうございました。

大野部会長代理

大森委員から、ここを。細かいところですが。

神作部会長

ご指摘、大変ありがとうございます。

今、大野委員から御指摘いただきまして、委員の方から御指摘いただいたところがございますけれども、下から４つ目の白丸、インパクト投資に関するGPIFがなすべきことでご

ざいますが、最後の文章、「運用受託機関の選定・評価等についても重要な課題として認識した上で」の「も」とありますけれども、ここの「も」ではなくて、「ついて」、あるいは「は」でしょうか、修正すべきとのご意見をいただいております。「ついては」という形で、それが、まさにGPIFの本分と申しますか、最もやるべきことであるという御指摘もいただいております。「は」がいいですかね。「ついては」。ここも、具体的な修正については、私に御一任いただければと思います。この点も修正することとさせていただきます。

以上、3点、修正を加えさせていただき、先ほど私に御一任いただきましたので、事務局と相談の上、修正をさせていただきたいと思っております。また、修正が終了した時点で、その修正版につきまして、委員の皆様にお送りするとともに、厚労省のホームページで公表することといたしたいと存じます。

このようなプロセスで進めさせていただくことをお認めいただけますでしょうか。

(首肯する委員あり)

神作部会長

どうもありがとうございます。

それでは、そのようにさせていただきます。

最後に、先ほども既に言及がございましたけれども、参考資料2「独立行政法人等の中(長)期目標の策定について」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

事務局でございます。

先ほどざっと説明させていただきましたけれども、参考資料2について、改めて説明させていただきますと思います。

こちらは、総務省の独立行政法人評価制度委員会の決定ということで通知がされたものでございまして、先月、11月下旬の文書でございます。独立行政法人評価制度委員会は、各中期目標が更新されます独立行政法人の所管課のヒアリング、また、その各独立行政法人の役員のヒアリング等を行った上で、各独立行政法人の次の中期目標にこのようなことを盛り込んでどうかというものを議論して、決定したものでございます。

まず、1ページ目、先ほどは説明をはしょらせていただきましたけれども、最後のほうの段落におきましては、全独法に対しまして、特に内部管理運営方針につきまして、デジタルトランスフォーメーションを推進すること、専門人材の確保・育成を促すことは、全ての独立行政法人に共通して課題であるので、具体的に盛り込んでほしいということが書かれているところでございます。

その上で、2ページ目でございます。GPIFに関しては、先ほど御説明したので、簡単に

触れさせていただきますけれども、1つ目につきましては、現在のガバナンス体制はしつかりと機能しているので、引き続き国民から一層信頼される組織体制を確保してほしいということに加えまして、業務執行の透明性・公正性、内部統制・コンプライアンスの一層の充実強化のような点について触れられているところでございます。

2つ目のポツでございます。先ほどの全独法に求めていることに重なりますが、加えて、GPIFには「特に」ということかなと受け止めてございますけれども、専門人材の育成・受入れに伴います環境整備や経験・能力の効果的な発信を行うことなどによります人材の確保・育成に向けた必要な取組について、次期中期目標に盛り込んではどうかということをあえて書いていただいておりますし、また、特にデータマネジメントやデータサイエンス、要は、運用以外のこういった分野についての専門人材の確保・育成についても、取り組むことが重要ではないかという御指摘をいただいております。

3つ目が、先ほどの点と重なりますが、市場リスクだけではなくて、地政学上のリスク、気候変動によるリスク等の多様なリスクについての配慮をしながらリスク管理の高度化に取り組むことが重要ではないかという御指摘を、こちらの総務省の独立行政法人評価制度委員会からも伺っております。先ほどいただきました、本日の部会での御議論も踏まえまして、議論の整理には反映させていただきたい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

御説明をありがとうございました。

今の御説明につきまして、何か御質問等はございますでしょうか。よろしゅうございますでしょうか。

それでは、本日は、大変熱心に御討議をいただき、誠にありがとうございました。

先ほど取りまとめました3か所について修正を加えるということで、お認めをいただきました。修正の具体的な内容につきましては、私に御一任いただきました。資料1の議論の整理、および委員の皆様方からいただいた御意見、さらには総務省の独立行政法人評価制度委員会の決定における御指摘等を踏まえて、事務局におかれましては、次期中期目標の具体的な案文を作成の上、次回の部会において、御議論をお願いしたいと存じます。事務局におかれましては、御準備のほどどうぞよろしくお願いいたします。

終了予定時間を少し余しておりますけれども、本日の審議はこれにて終了させていただきますと存じます。

最後に、事務局より、連絡事項がございましたら、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。

本日は、活発な御議論を誠にありがとうございました。いただいた御指摘を踏まえまし

て、部会長と御相談の上、議論の整理を取りまとめさせていただきたいと思っております。
また、次回からは、具体的な中期目標の案文の審議をお願いしたいと考えてございますけれども、次回の部会の開催につきましては、日程を調整の上、追って御連絡させていただきたいと思っておりますので、引き続きどうぞ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、本日の審議はこれで終了させていただきます。

長時間にわたって御審議いただき、どうもありがとうございました。

少し早いですが、どうぞよいお年をお迎えください。