

第39回資金運用委員会

平成30年1月26日（金）

【嶋事務局長】 おはようございます。定刻となりましたので、ただいまから第39回資金運用委員会を開会いたします。今後の議事進行につきましては、宮井会長にお願いをいたします。よろしくお願いいたします。

【宮井会長】 それでは、皆さん、おはようございます。早速議事に入りたいと思います。

まず、協議事項の1つ目ですが、基本方針の一部改正（案）等について、事務局より説明をお願いします。

【西川運用企画課長】 おはようございます。運用企画課長の西川でございます。前回9月の委員会で、新3階の基本ポートフォリオの検証を行った際に、今後の新3階に関する動向ということで、組合員への貸付につきましては、現在、旧3階を財源に行っておりますが、貸付利率引き下げのため、これを新3階から行えるよう、総務省が制度改正を検討しており、制度改正に対応するために基本方針の変更が必要となることから、次回の委員会でご審議をいただきたいということを前回の委員会でお話をさせていただいたところでございます。これがその基本方針の改正に関する資料でございます。

最初に改正の関係が書いてございますけれども、平成30年度から新たに新3階の一部を構成組合へ預託するため、基本方針の改正を行うというものでございます。

真ん中の図が、今回の預託金の制度改正についてまとめた図でございます。その図の下でございますが、貸付事業に係る制度改正の概要があります。従前、貸付金の財源が旧3階であったものを新たに新3階を財源として活用し、これに伴い、貸付利率の引き下げが行われたところでございます。具体的には上の図の右端のところに「組合員」と書いてありますが、貸付の利率が2.66%から1.26%になっております。

次に、貸付事業の概要ということでございます。種類といたしましては、

普通貸付、住宅貸付などのメニューがございます。利率につきましては、今月から引き下げておりまして、引き下げ後の利率となっております。

利率の引き下げにつきましては、当連合会のほかに県職員であります地方職員共済ですとか、学校職員であります公立学校共済なども同じタイミングで引き下げを行っておるところでございます。

それから、前回にも少しお話があったかもしれませんが、組合員が債務不履行となった場合につきましては、損保会社からの保険金により損失が補填されております。当該保険料につきましては、構成組合からの払込金等を原資とする連合会の貸付債権共同保全経理の資金により賄われておりますので、年金の積立金はこの保険には使われていないというところでございます。

恐れ入ります。最初の資料のほうにお戻りをいただきたいと思います。先ほども述べましたように、貸付金の財源は新3階となったのでございますけれども、当連合会では新3階の資産規模がまだ小さく、すぐに財源を切りかえることができないことから、総務省からの特例によりまして、引き続き旧3階も財源として活用することが認められまして、その経理間貸付利率につきましては、新3階と同様とされております。

上の図で見ていただきますと、一番下の退職等・新3階では経理間貸付利率が1.0%となっております。その上の経過的・旧3階についても特例で貸付が2.4%から1.0%に下げているというところでございます。

次ページにお進みいただきたいと思います。表が2つございます。上が旧3階の推移ということでございます。貸付金でございますが、国内債券に区分されております。平成27年度末で約2,000億円でしたが、直近の平成29年12月末では約1,200億円まで減少しておるところでございます。

その下の表が新3階の推移であります。こちらは平成27年10月に新しくできたものでございますので、直近の平成29年12月末で2,100億円という状況でございます。毎年度1,000億円程度増えておるところでございます。こちらは年金給付がほとんどございませんので、掛金・負担金はそのまま国内債券に投資しているという現状でございます。

続きまして、基本方針の一部改正です。新３階の基本方針の改正に当たりましては、既に記述があります旧３階の基本方針を参考に改正をしているところがございます。具体的には、「①資金運用計画の収入・支出予定額に構成組合への預託金を追加する。」「②運用手法に構成組合による預託金運用を追加する。」「③基本ポートフォリオの国内債券に貸付金を含める旨を規定する。」「④施行期日は、平成３０年４月１日からとする。」というものでございます。

具体の改正の案文につきましては、お手元の資料をご覧くださいと思います。まず、収入・支出に係る預託金返還金・預託金を入れておるところでございます。

次ページから預託金の運用の具体的な手法が入っております。こちらは旧３階のものを参考に記載させていただいております。

続きまして、基本ポートフォリオのところでございますけれども、注書きで、「貸付金は国内債券に含む」としております。一番最後のところでございますが、この改正後の基本方針は、平成３０年４月１日から適用ということでございます。

この基本方針の改正には総務大臣の承認が必要でございますので、総務大臣宛て承認申請を行いまして、承認が得られましたら４月１日からの適用を予定しておるところでございます。

次に、ポートフォリオ運営への影響ということでございます。旧３階、新３階それぞれ検討しております。まず、旧３階であります。貸付利率の引き下げということで、先ほど説明しましたように、経理間貸付利率については２．４％が１．０％となっておりますところでございます。

次に、今後の預託金運用ということでございますが、先ほど説明しましたように、新３階の資産規模がまだ小さいことから、引き続き旧３階も財源として活用することが認められております。二、三年をかけて財源移行いたしまして、移行後は旧３階のほうはゼロになるということでございます。

以上を踏まえまして、積立金運用への影響でございますが、貸付金は、平成２９年１２月末で約１，２００億円、構成比で約２％でございます。今

ほど申し上げましたように、二、三年かけて、この1,200億円が返還されることとなりますので、構成割合も小さいことから、短期間で資産構成割合が大きく変化することはございません。

また運用益の面でございますけれども、2.4%で運用されていたものが1.0%になり、最終的にはゼロになりますので、マイナスに働くということとは否めませんが、真ん中の表にありますように、貸付のありとなしで収益率を試算しましたところ、現状が0.66%、貸付金を除いた場合、0.60%ということで、その差はマイナス0.06%と、わずかということでございますので、運用への影響は軽微であると考えておるところでございます。

次に、新3階のほうでございます。平成30年度の預託金運用でございますが、掛金・負担金が約1,000億円ありますので、そのうちの約700億円を構成組合に預託いたしまして、残り約300億円を従前どおり国内債券の購入に充てます。

先ほど貸付金の残額1,200億円と申しました。700億円ではまだ充当できておりませんし、今後の新規貸付の需要もどのくらいかわかりませんので、平成31年度も一定規模を預託しまして、二、三年かけて財源移行を終わらせてまいりたいと思います。

次に、積立金運用への影響であります。預託開始当初は、預託金の構成割合が高まりますが、新3階は毎年1,000億円ほど増加してまいりますので、その構成割合は次第に低下してまいります。

貸付金を入れることによる影響については、複数のケースを用いて試算をいたしております。基本ポートフォリオの検証の際に用いております修正ケースE、修正ケースG、低金利継続の3つの金利シナリオにつきまして、貸付金を10%、20%、30%、50%と入れて、その残りを10年債・20年債を均等とした場合、貸付の割合に応じて20年債を減少した場合につきましてシミュレーションをいたしました。その試算結果の概要を真ん中のところに書いてございます。あわせて、恐れ入りますが、資料につけておりますが、組合員貸付を行った場合の試算結果のグラフのほうも見ながらご説明をさせていただきたいと思います。

10年債・20年債を均等とする場合、グラフでは上のほうでございます。それと、貸付の割合に応じて20年債を減少させる場合、グラフでは下のほうでございます。このいずれにつきましても剰余が大きく出ているということで、グラフが上に上がっているということでございます。

10年債・20年債を均等とした上のグラフの方が、20年債を減少させる下のグラフよりもよい結果、剰余が大きく出ているということでございます。かつ、貸付金を加えたほうが剰余が大きくなっているということでございます。

10年債・20年債均等の上のグラフを見ていただきますと、貸付金を入れなかった場合が赤でございますので、それ以外、貸付金を入れたほうが赤より全て上回っているということでございますので、10年債・20年債均等で貸付金を入れたほうが剰余が大きくなっているというシミュレーション結果になっておるところでございます。

このシミュレーション結果を踏まえまして、いずれのケースにおいても積立金に剰余が生じており、貸付以外の資産運用においては、10年債・20年債の均等額投資を継続することについて、今のシミュレーション結果上、問題ないことが確認されたと結論づけておるところでございます。

新3階の基本方針の一部改正につきまして、以上で説明を終わらせていただきます。よろしくお願いいたします。

【宮井会長】 それでは、ただいまの説明につきまして、ご意見、ご質問等がございましたら、ご発言をお願いします。

では、徳島委員、お願いします。

【徳島委員】 2点ほど伺いたしたいと思います。

まず1点目としましては、今回、貸付金を旧3階から新3階に移されて、新3階で管理されるということ。これに関しては私も全く異論はございませんし、特に、組合員貸付を行った場合の試算結果のグラフにあるように、剰余の観点から見ても適切であると思っております。

一方、逆にこの場合、従来、新3階は国内債券100%という前提でリスク管理をされてらっしゃいました。今後、貸付金を組み入れた中での新3階のリスク管理をどのように考えられるか。貸付金に関しては、組合員

の方々への貸付ということですので、これはもう無リスクと考えてよいのかどうか。そのあたりのご見解を伺いたいのが1点目でございます。

2点目は、細かな規定のところでございます。今回ご提示いただいております基本方針の修正案を拝見いたしますと、貸付金を国内債券に含むという規定を追加されるということでございますが、旧3階の規定、方針を読みますと、注の(5)に構成組合の預託金を含め、この資産区分で分類するという文言がございます。これは(4)にある不動産のところを意識されているような気がしますが、果たしてこの(5)の文言は要らないというご判断でよろしいのでしょうか。この文言を新3階にも編入しなくていいのかということ、その2点についてお伺いしたいと思います。

【宮井会長】 それでは、事務局のほうからお願いします。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 まず第1点目のリスクについてでございます。無リスクかどうかということについて、デフォルトという観点から申し上げますと、デフォルトする場合の備えとしまして、損害保険のほうから保険金が支払われて、損失が補填されるということになっていまして、また、その掛け金についても別途積立金のほうから掛け金が捻出されてということでございますので、新3階の積立金に影響を与えることはございません。

別の意味でのリスク管理ということでございますが、国内債券については、固定利付債という形でございますが、この貸付については基準利率に応じて利率が変動するというもので、そういった意味で、固定利付債と違った意味でのリスク管理を行っていく必要があります。ただ、制度上からいいますと、固定利付債に比べるとリスクが小さいという判断でございます。

【宮井会長】 よろしいですか。

【西川運用企画課長】 2点目の基本ポートフォリオのところに国内債券を含むと書いてあります。こちら、先ほど旧3階のお話ございましたが、旧3階では貸付金は国内債券に区分する。それから、先ほどお話ありましたが、構成組合の預託金を含め、この資産区分で分類するとなっております。

旧3階のほうは4区分ありますが、新3階のほうは1つの区分しかございませんので、この資産区分で分類するというのは必要ないかという判断

でございます。

【宮井会長】 それでは、ほかにご質問等、あるいはご意見等ございましたら。では、和田委員、お願いします。

【和田委員】 テクニカルな点ですけど、修正ケースE、修正ケースG、低金利継続シナリオと、3つのケースについて、10年債・20年債均等と20年債減少をやっているんですけど、10年債減少をさらに3つ目のケースとして加えなかった理由は。もしくは簡単に加えられたら加えてもいいと思うんですけども。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 まず基準利率については、10年の国債利回りをベースにしているということで、20年債を減らしましょうと。もう一つは、国内債券については満期保有ということを前提にしております、貸付金についての流動性等についての観点から、どちらかという20年債を減らしたほうが流動性という観点からよろしいんじゃないかということで、20年債を減らしたということです。

10年債については、今言った理由で、あえて減らす必要はないということで、そのシミュレーションをしなかったということでございます。

【宮井会長】 ほかにいかがですか。では、甲斐委員、お願いします。

【甲斐委員】 そもそも貸付金の運用は、新でも旧でもそうなんですが、組合員に対する福利厚生的な要素があるわけですね。しかしながら、収益獲得義務がある運用業務ですから、できるだけマーケットに沿った基準が原則だと思います。そういうところに少し、マーケットの動向とは離れた要因が加わるわけですね。しかも、新3階の中ではかなり大きなウェイトを今後占める計画です。ということで、常に市場原理に照らし合わせて、この商品が適正か、そういう見方を今後も続けていってほしいと思います。

おそらく貸付のやり方とか制度そのものが将来見直される可能性もあると思うので、そういうときにもやっぱり原則は市場原理だということをよろしくお願いします。

【宮井会長】 ほかに。では、加藤委員、お願いします。

【加藤委員】 細かい点で恐縮ですが、「貸付金は国内債券に含む」という表現は、これで組合員への貸付金を債券の中に入れるということだと思います。しかし、

この貸付金というワーディングでいいのでしょうか。何を言っているのかというと、貸付金というのは定義としては広いわけです。ここで表現したいのは組合員への貸付ですね。貸付金だけだと広く貸付一般になってしまっていて、例えば、どこか企業への貸付というものも入ってしまわないかという気がしたのですが、それはどういう解釈をすればよろしいのでしょうか。

【西川運用企画課長】 すみません。言葉の使い方につきまして、旧3階の言葉をそのまま持ってきたところですが、「貸付金」の使い方につきまして、今、加藤委員がおっしゃられたように広くとられる可能性があるということをございましたら、そこはもう一度調べまして、適切な言葉があれば対応したいと思います。

【宮井会長】 では、それはお願いします。

ほかに。では、俊野委員、お願いします。

【俊野委員】 組合員貸付を行った場合の試算結果のシミュレーションの前提条件で、念のためにご確認です。これは経済前提ということですので、今後のインフレ率とかそういうものが入っていると思うのですが、これは実際の掛け金とか給付とかそこら辺の見通しも踏まえたシナリオなののでしょうか。

【宮井会長】 では、事務局のほうからお願いします。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 掛け金等についても前提として入れております。

【俊野委員】 ありがとうございます。急速に剰余金が増えているのは、掛け金が増えるということではなくて、金融とかその辺の変動なののでしょうか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 急速に増えるというのは、例えば貸付金の利率が0.5%上乗せされているということをございまして、これは0.5%刻みで上がっていくということで、その関係で急激に増えているというのがございます。

【俊野委員】 ありがとうございます。

【宮井会長】 では、和田委員、お願いします。

【和田委員】 1点だけ。甲斐先生がさっき突っ込んだ話なんですけど、例えば市場では住宅金利とかかなり頻繁に動いているので、金額もこれを見ると1,800万円と上限が多いので、例えば最低限1年に1回見直すとかそういう条項は入れたほうがいい。要するに、組合員の世代間で不公平が出てしまう

ので、市場との金利の差が増えたり、狭まったりすると、その異時点間の不公平が出てきますので、もう少しその突っ込んで、見直しの頻度までコミットしておいたほうがいいと思います。

【宮井会長】 今の件についても、貸付金が今後どうなるか、これから先モニタリングしていくわけですね。どちらかというと減っていく方向じゃないかなという気はしますが、もしおかしい動きがあれば対応するというようなことで検討していただければと思います。

【西川運用企画課長】 利率は動きます。利率につきましては、今、1.26と書いてございますけれども、これは基準利率、10年国債をベースにして変動していきますので、今後上がっていけば上がってまいりますので、今、基準が0.0ということでございますが、それが1%を超えて1.5%になれば1.5%になりますし、それはどんどん上がってまいります。

【宮井会長】 では、次に移りたいと思いますが、よろしいですか。はい。それでは、次に、協議事項ということで、リスク管理の高度化に向けた検討について、事務局よりご説明をお願いします。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 それでは、リバランスルールの策定について、ご説明いたします。すみません。着座して説明させていただきます。

まず現行の許容乖離幅についての設定の経緯、課題、検討目的についてご説明いたします。地方公務員共済組合の基本ポートフォリオにおける許容乖離幅は、現行資産からの移行などを勘案し、モデルポートフォリオにおける中心値範囲より5割拡大したものとされています。

本連合会の基本ポートフォリオにおいても、同様の観点から、地方公務員共済組合の基本ポートフォリオにおける許容乖離幅と同一の許容乖離幅を設定しました。

しかし、本連合会の現行の許容乖離幅に基づきリバランスルールを策定し、運営する場合、実際の積立金ポートフォリオのリスク特性が基本ポートフォリオのリスク特性から乖離する程度が大きくなり、その結果、リターンが大きく異なる可能性があると考えられます。

したがって、本検討においては、現行の許容乖離幅に基づくリバランスを行った場合の状況を確認した上で、現行の許容乖離幅よりも小さい幅で、

より適切な許容乖離幅を検討し、具体的なリバランスルールの策定に資することを目的とします。

具体的には、許容乖離幅のパターンを設定した上で、それぞれのパターンについて、過去のリターン系列を用いたモンテカルロシミュレーションであるブロック・ブートストラップ法を用いてリバランスを実施し、その結果を検討します。

まず、試算の方法及び前提についてです。許容乖離幅のパターンは、基本ポートフォリオの全資産区分に対して、資産構成割合及び現行の許容乖離幅を勘案し、8通りの幅、また、参考として、5通りの幅を設定しました。

シミュレーションのパターンとしましては、リバランス方法が許容乖離幅を超えた資産区分に対しては、調整後の乖離が「許容乖離幅の $1/2$ 」となるようにする半値戻しと、全ての資産区分の時価構成比が基本ポートフォリオの構成比となるようにする全部戻しの2通りあるため、16ケースを、また、参考として10ケースを設定しました。

ブロック・ブートストラップ法については、対象期間、1985年4月から2017年10月。ブロックの長さ、6カ月。ブロック数、10個。再抽出回数、1万回で実施しました。

分析方法については、計算開始時のポートフォリオの時価構成比を基本ポートフォリオの構成比とし、設定した許容乖離幅を超える場合には、リバランスを実施する計算を繰り返し、対象期間におけるポートフォリオ全体の収益率、リスク等を求めました。

シミュレーションに用いた売買コストは、当連合会が委託しているパッシブ運用機関から一定の金額におけるマーケットインパクトを含んだ売買コストをヒアリングした結果を示した表の数値を利用しました。

次に、試算結果の検討についてです。シミュレーション結果は下の表のとおりです。

検討結果としましては、現行の許容乖離幅である 3σ におけるトラッキングエラーの水準は1.2弱と、ほかの他のパターンに比べて大きいことが確認できました。

現行の許容乖離幅よりも小さい幅でより適切と考えられる許容乖離幅は、トラッキングエラー、リバランスコスト、リバランス回数、情報比を総合的に勘案した結果、トラッキングエラーが0.5程度まで下がること、リバランススライスが年1回程度であること、確実にマイナスに影響するリバランスコストが全部戻しよりも半値戻しのほうが低いこと、情報比が高いことから、 1σ の半値戻しの1.5とします。

次に、リバランス上の許容乖離幅を使った実際のリバランスの運用についてです。

リバランスのフローは、前月末の各資産の資産構成割合をもとに、年金給付に充当する資金を手当するために速やかにキャッシュ対応を実施します。

キャッシュ対応は、売却を行う資産間において、リスク考慮後の許容乖離幅で調整した乖離幅、標準化乖離幅をおおむね等しくするという制約条件のもとで、標準化乖離幅の合計、(ア)の式の数値が最小になるような最適な構成割合を算出し、それに基づき売却を行います。

キャッシュ対応実施後、構成割合が許容乖離幅の範囲を超過している資産がある場合はリバランスを実施します。リバランスは、構成割合が許容乖離幅の範囲を超過している資産に関し、ターゲットを半値とした必要な売買を実施しつつ、構成割合が許容乖離幅を超過していない資産については、前出の(ア)の式に算出される値が最小になるような構成割合を算出し、これらにより決定される構成割合に基づく売買を行います。その後は、今ご説明した手順を繰り返します。

次に、短期資産構成比の変化、2%から9%に変化することへの対応についてです。

掛金・負担金の入金毎月であるのに対し、年金給付が2カ月に1回であるため、短期資産の構成比が変化します。そのため、短期資産を除いた資産を100%とし、別途資産構成比を管理します。

アクティブ・パッシブ比率についてです。アクティブ比率の調整については、リバランス結果によって生じた目標とするアクティブ・パッシブ比率との乖離の状況等を把握した上で検討します。

ご説明は以上です。

【宮井会長】 それでは、今の説明につきまして、ご意見、ご質問等ございましたらお願いします。

では、和田委員、お願いします。

【和田委員】 これもテクニカルな点なのですが、ブロック・ブートストラップ法のやり方なのですが、ロバストネスで、一つは今、ブロックが6カ月、ブロック数が10個ということで、ブロックの長さを変えてくださいということは申し上げて、それはやっていただいたようですが、もう一つはブロック数を変えるほうも大事で、今、要は、6カ月で10個ということは、60カ月で5年だと思うのですが、長期運用をなさっているので、120カ月。ですから、6カ月だったら20個、12カ月だったら10個、20カ月だったら6個、30カ月だったら4個というのでやって、比べてみるといいかなと思います。

その前者のブロックの長さに関しては、長くすれば、株式収益率でミーン・リバージョンがありますから、もっとリスクが減るというのはわかるのですが、ブロック数が増えた場合はちょっと、直感的に今どうなるか、よくわからないのですが、いずれにせよ、もうちょっとロバストネスチェックをなさるといいと思います。

以上です。

【宮井会長】 では、事務局のほうからお願いします。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 承知いたしました。

【宮井会長】 ほかに。では、俊野委員、お願いします。

【俊野委員】 事前のご説明のときにもお伺いしたのですが、理解を確認するために幾つかご質問させてください。

これは1・2階と旧3階と、どちらも同じようにやるということでしたね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい。この考え方自体は同じような考え方で行っていきたいと思っております。ただ、29年度の方針について言えば、厚生年金については、資産ごとで中心値近傍に持っていくという考え方で行って、旧3階のほうについては、目標とする資産構成割合というのを新た

に設けておりますので、その中心値からの乖離が広がった場合、どういふふうにするのかという考え方については、同じような考え方でやっていきたいと考えております。

【俊野委員】 そうすると、旧3階は、中心値が35・25・15・25じゃないということですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 基本ポートフォリオはそうですけど、29年度の方針はそういう運営になっていますので、30年の方針についてはまた別途、今後30年の方針ということで検討した上で、その上で中心というか、目標とする数値に対してどういう運営をしていくのかというのについては、同様の考え方でやっていくということになります。

【俊野委員】 話が混乱してきた。

【宮井会長】 旧3階については、基本ポートフォリオの中心値に移行している段階であり、この30年度についても30年度の目標とするポートフォリオの中心値を設定するわけです。それに対して、乖離許容幅は当然あるわけですが、それはここで今回提示された方法と同じようにして、30年度の目標に向けて調整していくと。そういう考え方ですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 そうです。ありがとうございました。

【俊野委員】 ありがとうございます。短期資産を除いて、株式とか債券について実施するというご説明だったのですが、それでよろしいわけですね。事前のご説明だとそういうふうに理解したのですが。だから、短期資産を除く4資産についてのリバランスだということでもよろしいわけですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 管理はそういう管理で行っていきます。前回の委員会で、旧3階については国内債券をデュレーション調整のために売却していくというお話をしていますので、その短期資産については国内債券とセットで考えていきますので、そこは厳密に言うとは違って、国内債券の中に前倒し売却分の短期資産を入れて、それを国内債券のウェイトとして考えていくので、やり方は旧3階も1・2階も同じ考え方で行っていきます。

【俊野委員】 ありがとうございます。基本的には3σの許容乖離幅の実績版ということで、3分の1に縮めるということですよ。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい。そういうことでございます。

【俊野委員】　　そういう意味では、市場変動なんかがあって乖離した場合は、割と機械的に適用するご予定ということでしょうか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】　　はい。そういうことでございます。

【俊野委員】　　ありがとうございます。それとあと、これも月末とかではなくて、例えば月の途中であったとしても、日次単位でやるということでしょうか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】　　原則は月次で考えております。

【俊野委員】　　月次ですね。なるほど。あと実際のリバランスの方法については、パッシブ運用のものを売買するというような、そういうことでしょうか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】　　基本的にコストとかアクティブ運用機関に対する影響を考えると、パッシブでやっていくのが妥当だと考えておりますが、これは内部でまたきちんと検討した上で行っていきたいと思います。

【俊野委員】　　わかりました。どちらかといいますと、このリバランスについての基本的な方針をこういう方向でということで、各論については少し詰めるところがあるというようなそういう見解でよろしいですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】　　はい。具体的な規定の内容とか各論については、内部で進めさせていただきたいと考えております。

【俊野委員】　　わかりました。基本的には、この考え方については、私は賛成でございます。以上です。

【宮井会長】　　ほかに。甲斐委員、お願いします。

【甲斐委員】　　こういうリバランスの大前提は、基本ポートフォリオなるものが存在して、それが当面のベストミックスで常にそれに立ち返ろうという考え方に沿ったものだと思いますね。

それはそれでいいのですが、許容乖離幅を大きく超えた原因、つまり何か想定した以外のことが起こっている可能性もあり、機械的にこの計算式に基づいて動かすのは拙速すぎる危険性があります。その要因や乖離のさまざまな影響を考えた上で、戻すにしても、徐々に戻す、一気に戻すとか、あるいは半分戻してみて、それから様子見をしてみるとかいろんなやり方がある。乖離幅の超過を対策のトリガーとして捉えるのは良いのですが、具体

策は状況の判断に依存すると思います。

そういうところをみんなでしっかり考えるのが大事なので、機械的なルールでさっさとやってしまうというのはちょっと心配ですね。目安でしょうか、必達なのか、その辺の考え方はどうですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 基本的にはルールに基づいてやっていくことを前提としていますけれども、ただ、おっしゃるとおり、そのときの状況というのはしっかり把握する必要はあると思っています。

【宮井会長】 では、徳島委員、お願いします。

【徳島委員】 今の甲斐委員のご主張、理解はできますが、実際のオペレーションとして具体的に何をするかということです。基本方針や基本ポートフォリオの許容乖離幅を変えるようなときには、おそらく大きな何かが発生しただろうと考えるわけです。今回はあくまでも、例えば来年度の運用計画においてこういった形でリバランスをやっていくかということを言ってらっしゃるので、その場合に、いきなり大きく想定しているレンジを超えることはまずないと考えられます。例えば、リバランスが3カ月続いて発生するようなときは、ウォーニングが発せられて、どうするか考えられるでしょう。基本的には毎月の時価変動でちょっと超えたところを修正しましょうという趣旨なので、甲斐委員のご懸念もよくわかりますが、この段階だと機械的にやっておかないといけないと考えられます。根本的に状況が変わっているのであれば、もっと大きなことで、もちろん1カ月で、例えば許容乖離幅の1σじゃなくて、2σ、3σまで超えてしまえば、考えなければなりません。許容乖離幅の超え方と、超過が長期間継続して発生するようになったら考えるということで、一つのウォーニング、トリガーだと考えていいんじゃないでしょうか。

【宮井会長】 リバランスをもしやるとしたら、時期や理由は報告されますか。例えば1年間、オペレーションをやって、6月にリバランスしましたという報告です。その理由は、例えば外国株が随分上がって、乖離許容幅を上回ったからで、その外国株が上がった理由は、これこれですというようなリバランスを実行したことの説明は開示されるのですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 報告と申し上げますと、対象はどちらでしょうか。

【宮井会長】 例えばこの委員会です。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 委員会ということだと、リバランスを行った時期とか内容については、運用状況というところの中でご報告することとなります。

【宮井会長】 そうですね。そのときにもし甲斐委員が心配されているようなことがあれば、委員会で皆さんの意見を聞くとか、あるいは、事務局では、通常のオペレーションで良いと考えているとか、そういうことをモニタリング、報告していただければ当面はよろしいのではないかと思います、いかがでしょうか。

【甲斐委員】 こういうルールができますと、それが絶対的なものだと思いますが、一番恐れるのは思考停止状態になることです。そういう意味でも、情報を共有し関係者で議論し結論を出す。その辺のルールの柔軟な運用、さじかげんが問題だということです。

【宮井会長】 はい。では、加藤委員、お願いします。

【加藤委員】 リバランスルールは、いろいろシミュレーションして作っていただいて、それでいいと思います。ただし、評価をぜひやってほしいと思います。例えば、1σで半値戻しということをもしルールとするのであれば、多分それが新しいベンチマークになると思います。そこで、半値戻しにするときに売買執行を1日でやったのか、1週間でやったのか、1カ月かけたのかというところで、その売買執行の巧拙が出てくると思います。その評価というものをぜひやっていただいて、それをもとに直していくとかということが重要になるだろうと思います。えてして評価せずに、どこかがよかった、悪かったと議論しがちです。ルールは良かったが実は執行が悪かったということもありますので、ぜひお願いいたします。

【宮井会長】 事務局はいいですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 承知しました。

【宮井会長】 ほかにいかがでしょうか。よろしいですか。

今、各委員からいろいろご意見を出されましたので、いろんな意見を踏まえて、各積立金の安全かつ効率的な運用のあり方について、ご検討を引き続きお願いします。

なお、リスク管理の高度化に向けた検討については、今回いただいた意見を踏まえて、次回以降も検討することとしておりますので、次の事項に移らせていただきたいと思います。

それでは、次は、報告事項に移ります。平成29年度第3四半期の各積立金の運用状況について、それから、連合会のスチュワードシップ活動について、そして、物価連動国債の組み入れ比率とポートフォリオの構築方法について、一括して事務局より説明をお願いします。

【西川運用企画課長】 それでは、平成29年度第3四半期の各積立金の運用状況、こちらは速報ということでございますが、こちらについてご説明をさせていただきます。すみません。着座にて説明させていただきます。

運用環境ということでございますが、まず、ベンチマーク収益率の推移のグラフでございます。100とほぼ重なって横ばい、青い線でございますね。こちらが国内債券。それ以外の3資産につきましては、4月、フランス大統領選挙の関係で、一時下落をしておりますが、その後は上昇に転じておるところでございます。

実際、数値でございますけれども、ベンチマーク収益率でございますが、合計で、第3四半期はプラスの3.88%。年度通期でプラスの10.98%となっております。

次の、主な市場動向の詳細と、主な経済指標の推移につきましては、後ほどご高覧をいただきますよう、お願いいたします。

第3四半期の各積立金の資産構成割合でございます。これ以降の数値につきましては速報ということでございます。来週の2月2日にGPIFも公表予定ということで、当連合会も公表する予定でございます。現在その準備を進めているところでございますが、本日は速報ということでご理解いただきたいと思います。

まず厚生年金、1・2階でございます。12月末の時価総額につきましては、この四半期で、年金収支等がマイナスの1,249億円、運用収益がプラスの2,020億円。以上の数値異動の結果といたしまして、合計で5兆6,531億円となっております。資産構成割合は許容乖離幅の範囲内となっております。

次に、経過的、旧3階でございます。同じように12月末でございますが、年金収支等がマイナス617億円、運用収益がプラスの2,237億円。以上の数値異動の結果といたしまして、合計6兆1,482億円となっております。資産構成割合は許容乖離幅の範囲内でございます。

退職等年金、新3階でございますが、12月で国内債券が2,148億円、短期資産1億円、合計2,149億円でございます。

次に、各積立金の運用の利回りでございます。厚生年金、1・2階の利回りでございますが、12月末までの通期で、合計でプラスの9.89%でございます。ベンチマークが10.98%でございますので、マイナスということでございますが、こちらは、国内外の株式の資産構成の割合がアンダーウェイトであることによるものと考えております。

経過的、旧3階でございますが、同じく12月までの通期で、合計でプラス10.08%、1・2階同様、ベンチマーク比マイナスでございます。こちらは国内債券の資産構成割合のオーバーウェイト、それから、外国株式のアンダーウェイトが影響していると考えておるところでございます。

退職等年金給付、新3階でございます。同じく12月までの通期でございますが、プラス0.30%でございます。

以降、1・2階と旧3階それぞれのパフォーマンスの評価要因分析ということで、超過収益率の要因分析を行っております。個々の比較においてマイナスに働いている主な要因としましては、資産配分要因であるというところでございます。お時間の関係がございますので、詳細な数値につきましては、後ほどご確認をいただければと思っております。

次に、信託運用の収益率でございます。第3四半期と12月までの通期の資産別、経理区分別、アクティブ・パッシブ別の時間加重収益率による実績を載せております。前回から国内債券のところに6月から運用を開始いたしましたヘッジ外債、これを加えさせていただいております。

国内債券につきましては、1・2階、こちらはN o m u r a - B P I をベンチマークとした委託運用でございまして、旧3階、こちらは自家運用でのラダーでございます。

国内株式以下、3資産につきましては、アクティブ、パッシブとも同じ運用機関構成、同じ戦略のファンドで運用をしておるところでございます。ただ、1・2階、旧3階で各ファンドの構成割合が若干異なっておりますので、両経理で収益率の差が出ております。こちらもお時間の関係がございますので、詳細な数値につきましてはの説明は省略いたします。申しわけございませんが、後ほどご確認をいただければと思います。

続きまして、新3階の10年20年ラダー構築ファンドの状況でございます。ポートフォリオの状況でございますが、額面で2,145.6億円、債券の種別構成を見ていただきますと、国債0.6%、地方債38.7%、地方公共団体金融機構債、こちらは全て縁故債でございますが、60.7%でございます。修正デュレーションは13.31でございます。

パフォーマンスの実績、総利回りでございますが、年度通期でプラス0.30%。償還年度別保有状況でございますが、こちらのファンドは10年債・20年債、これを半分ずつ購入する方針で運営をしておるところでございます。

続きまして、平成29年度の運用方針に基づきます1・2階、それから、旧3階の資産構成割合の調整についてのご報告でございます。まず1・2階でございますけれども、平成29年度の運用方針といたしましては、年度末の資産構成割合が目標資産構成割合、国内債券が30～40、内株が21～29、外債が13～17、外株が21～29となっておるところでございますが、これになるように、必要に応じて解約・追加投資を行ってまいりました。

その結果といたしまして、12月末(速報)までで、国内債券33.0%、国内株式24.7%、外国債券14.2%、外国株式24.3%、短期3.8%となっており、目標資産構成割合の中心に近い値となっておるところでございます。

この後、第4四半期でございますけれども、3月末の推計のところでございますが、こちらは時価変動がないものとして試算しておりますけれども、来年度の4月、6月に年金給付が控えておりますので、年金給付に充てる資金として掛金・負担金等で短期を増やしてまいりますと、資産構成

割合を見ていただきますと、短期が8.1%と増えております。それ以外の資産といたしましては、国内債券31.5%、国内株式23.6%、外債13.6%、外株23.2%ということでございます。

この構成割合につきましては、目標資産構成割合の範囲内となっておりまますので、第4四半期につきまして、特段、資産の解約、追加投資は行わない予定でございます。

一方、旧3階のほうでございます。こちら平成29年度の運用方針といたしまして、年度末の資産構成割合が目標資産構成割合になるようにということでございますけれども、こちらは先ほどの1・2階と割合が異なっておりますが、国内債券で36～46、国内株式19～27、外国債券11～15、外国株式19～27となっております。これになるように、必要に応じて解約・追加投資を行ってまいりました。

その結果といたしまして、12月末(速報)までで、国内債券37.8%、国内株式27.4%、外国債券11.6%、外国株式22.0%、短期資産1.2%となっております。現状、国内株式が27.4%ということで、オーバーウェイトとなっております。

そのため第4四半期におきましては、今月、1月でございますが、国内株式の売却を実施しますとともに、年金収支の不足分を国内債券を取り崩して充てております。また、さらに目標資産構成割合の中心に比べて、低めになっております外国債券に追加投資をする予定でございます。

その結果といたしまして、3月末推計の資産構成割合で、国内債券37.0%、国内株式27.0%、外国債券11.9%、外国株式22.1%、短期資産2.0%という状況になってございます。

平成29年度の資産構成割合の調整についてご報告しましたが、来年度、平成30年度の具体的な運用方針につきましては、次回、3月の委員会にお諮りをしたいと考えておるところでございます。

続きまして、過去の運用報告書の修正について、委員の皆様事前に説明をさせていただきます。判明の経緯のところでございますけれども、昨年6月開催の厚労省の第74回社保審年金数理部会におきまして、総務省作成の地共済全体の資料の中で、年度末積立金の対前年度増減額と収支

の不整合がある旨の報告がございまして、その後、総務省、地共連、各共済組合が連携して過去の数値を洗い直したところでございます。

その結果といたしまして、当連合会のほか、地共連などで数値の誤りが見つかったところでございます。当連合会の誤りの原因でございますが、平成27年10月の被用者年金一元化に伴いまして、指定都市職員共済組合から承継いたしました資産及び仕分けに係る評価損益についての集計誤りでございます。こちらにつきましては、一過性のものということでございますので、後に引きずるというものではございません。

修正後の地共済全体の数値につきましては、昨年12月開催の第76回の部会におきまして、修正後の資料を総務省より提出して、説明が終わっていると聞いてございます。

当連合会の運用報告書の修正箇所でございますけれども、平成27年度の厚年、1・2階の総合収益に関するところでございます。総合収益額がプラスの12億円、それに伴います総合収益率がプラスの0.03%となっておりまして、こちらを修正する必要があるというところでございます。

今後の対応でございますけれども、運用報告書、27年度のほかに、前年度数値が載っておりますので、28年度分もあわせて修正し、公表いたします。また、地共済全体の数値につきましては、地共連が業務概況書を修正し、公表いたします。

なお、公表につきましては、総務省、地共連とも調整し、2月中の公表を考えておるところでございます。

以降のページに、修正に至った数値を一覧にし、整理したもの、27年度の運用報告書のどの箇所が変わったか、丸をつけてわかるようにしたものを掲載しておりますので、後ほどご覧をいただきたいと思います。

続いて、リスク管理担当のほうから引き続きご説明をいたします。

【事務局（高田）】 それでは、続きまして、基本ポートフォリオに係るリスクモニタリング指標の状況等について、ご報告いたします。着座にて説明をさせていただきます。

基本ポートフォリオの有効性の確認につきましては、基本ポートフォリオと同様の算定方法で求めたベンチマークの標準偏差を管理上の目安と

比較したものです。平成29年12月末時点において、全ての資産で、各資産のベンチマーク及び参考の複合ベンチマークは管理上の目安の範囲内におさまっており、基本ポートフォリオの有効性には問題ないものと判断しております。

続きまして、リスクモニタリング指標等の状況でございますが、インプライド・ボラティリティにつきましては、12月末時点は、9月末時点と比べ、日経平均ボラティリティ・インデックスとVIXはともに上昇しました。

インプライド・ボラティリティに関しましては、日米ともに比較的落ちついた推移となりました。

ヒストリカル・ボラティリティにつきましては、12月末時点は、9月末時点に比べ、国内株式を除く全資産において低下しました。

次に、相関係数が足元に大きな変化がないか、モニタリングをしておりますけれども、12月末時点は、9月末対比で大きな変化はございませんでした。

続きまして、メルルリンチのグローバル金融ストレス指数は、金融市場にかかるストレスをあらわす指標の一つでありますけれども、12月下旬時点で落ちついています。

また、信用不安の高まりをあらわすTEDスプレッドですが、過度な高まりは見られず、比較的落ちついた水準となっております。

続きまして、各積立金に係るリスク状況ということで、経理区分、厚年から始めさせていただきます。

まずトータルリスクですけれども、トータルリスクにつきましては、12月末時点は9月末対比で若干低下しております。

次に、推定トラッキングエラーですけれども、9月末対比で、推定トラッキングエラーも若干の低下となっております。

続きまして、積立金全体についてのベータですけれども、基本ポートフォリオに対する積立金の連動性をあらわすベータですけれども、ほとんど1になっているということがご確認いただけるかと思えます。

続きまして、信用リスク、外国資産に係るカントリーリスク、外国資産

に係る通貨リスク、流動性リスクということで、4つのリスクを見ております。

信用リスク、外国資産に係るカントリーリスク及び通貨リスクの3つのリスクにつきましては、外部委託分につきましては、運用機関の信用リスク判断を調査し、その対応方針について妥当性を確認しており、特に問題はございませんでした。自家運用分につきましては、株価、CDS、ニュースヘッドライン、格付け等を日々確認することで信用リスク判断を実施しており、問題はありませんでした。4つ目の流動性リスクについても、特に問題ないと判断しております。

続きまして、バリュー・アット・リスクにつきましては、時価総額ベースと、積立金総額に対する比率ベースの算出結果を載せております。比率ベースでご覧いただきますと、12月末の比率はおおむね9月末並みとなっております。

次に、バリュー・アット・リスクを超えて発生する損失の平均値であるCVaRを見ております。同じく比率ベースでご覧いただきますと、12月末の比率はおおむね9月末並みとなっております。

続きまして、過去の出来事の発生を現在のポートフォリオで再現するストレステストと、将来起こり得るシナリオの発生をポートフォリオで想定するストレステストの結果を記載しております。説明は割愛させていただきます。

なお、以降のページにつきましては、経過的長期給付組合積立金に係るリスク状況を説明したものとなっておりますが、おおむね厚生年金部分と同様の状況となっておりますので、後ほどご覧いただければと存じます。

リスクモニタリング及びリスク状況のご報告については以上となります。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 運用管理課長、西部でございます。私のほうからは、連合会のスチュワードシップ活動についてご説明申し上げます。

スチュワードシップ活動ということですが、投資先企業の中長期的な企業価値の向上ですとか、持続的成長を促すということで取り組んでまいりましたけれども、一つとして、平成29年度のスチュワードシップ活動の流れのご報告と、あと、昨年につきましては、金融庁でのスチュワ

ードシップ・コード改訂がございましたので、それで補強強化された点等を私どもの受け入れ表明の中でうたっておりますので、その２点を中心にご報告申し上げたいと思います。

まず流れでございますけれども、資料に、平成２９年度のスチュワードシップ活動概要として、表がございますので、こちらをご覧くださいたいんですけれども、夏場に、９月ですけれども、議決権行使状況調査というのをしております。これは日本企業の多くが３月期決算ですので、５月、６月の総会を経て、議決権行使結果が集計できるというのが一番いい時期として、従来から夏ごろに行っております。

それに続きまして、スチュワードシップ活動、各社、今、内外株の運用については、信託銀行や投資顧問会社を通じた委託運用になっておりますので、各委託機関、運用受託機関がどのような活動を行っているのかということ、１０月にヒアリング、書面調査いたしまして、１１月に各運用機関に来ていただいて、ヒアリングを行いました。

中での主な確認項目は、昨年のコード改訂での大きな目玉になっていました利益相反の排除、利益相反をどうやって管理していくのかといったことや、議決権行使結果の個別開示、情報公開の強化、こういったところについて、考え方や体制を聴取したというところでございます。

１１月に改訂版スチュワードシップ・コードにつきまして、私ども市町村連合会として受け入れ表明を行いまして、金融庁に届け出をいたしました。

スチュワードシップ活動の報告書の公表、これは、すみません。先般のご説明のときにはまだ未定稿でおりまして、説明できてないんですが、昨日完成し、連合会ホームページに公表しましたので、この後、説明させていただきたいと思います。

スチュワードシップ・コードの受け入れ表明については、後ほどご覧いただければと思います。

活動報告書の概略について、ご報告申し上げたいと思います。

表紙をおめくりいただきますと、目次でございますが、大きな章立てとしまして、まず序文を載せて、２、３としまして、連合会、私たち自身の

スチュワードシップ活動の取り組みというところと、先ほど申し上げました運用受託機関がいろんな活動をしておりますので、その状況調査ですとか、ヒアリングを通じて確認できた結果、モニタリング結果を載せております。

4番として、株主議決権行使の状況として、そこに記載ございます章立てで公表しております。

最後、今後の取り組みということで、今後の目標等について触れております。

2ページに、「はじめに」ということで、目的等が書かれていますけれども、この第3段落目のところでございますけれども、これまでの取り組みとしまして、私どもは取引先企業のあるべき姿といいますか、望ましい姿を記した「コーポレートガバナンス原則」というものを従来から制定し、公表しております。あるいは、議決権行使の方針につきましても、主要な議題につきまして、大枠をこういうふうに考えるということを契約の際に各社に提示して、これを徹底してくださいということでしております。この2つにつきましては、ホームページでも公開しております、私どもの基本原理となっています。

次のページ以降が具体的な活動報告でございますけれども、4ページ、5ページにつきましては、先ほどレジュメのところでご説明したような内容ですので、こちらは割愛させていただきまして、6ページ目以降で、運用受託機関から聞いた、確認した内容のまとめ、これについてポイントに触れさせていただきたいと思えます。

各項目、ほとんどそうですけれども、スチュワードシップ・コードの原則と主要な指針を抜粋いたしまして、それに対してどういうふうなことが確認できた、どういうふうなことを感じたという章立てにしてございます。

利益相反についてのところが大きな柱になっていますけれども、8ページをご覧いただきたいと思えますけれども、これについてもいろいろ聞いていく中で、さまざまだなと思いましたが、左のほうにあります「利益相反が生じる可能性がある企業」の範囲ということなんですが、貸出取引ですとか証券代行取引などを行っているような信託銀行、これはもう非

常にたくさんの資産を、非常にたくさんのお客さんから持っている、関連会社もおると。そういった会社と、あと、独立系のアセットマネージャーである外資系の企業などでは、置かれている状況が全然違います。

やっぱり聞いていますと、そのポツの2つ目にありますけれども、融資取引がある企業ですとか、あるいは金融商品ですね。保険商品とか投資の販売会社であるとか、あるいは企業年金の母体企業、こういったところにも配慮してルールをつくっているという会社が見られました。

一方で、外資系の独立したようなところについては、あまりそういったものが該当しないという判断のもとで、それ相応の体制をつくっているということで、各社置かれている状況において認識はしているんだなということが確認できました。

その利益相反の回避方法を右のほうに幾つか事例として載せていますけれども、いわゆる議決権行使の助言会社を利用している。自分たちの判断の恣意性を疑われないように助言会社を使っているというところが多いんですけれども、その利用方法でも若干差異が見られまして、2ポツ目ですけれども、運用機関が自社で持っているガイドラインを一旦渡して、その趣旨に沿って行使推奨をしてもらっている場合と、もう全くそういうことは関係なく、その会社、助言会社の判断に委ねているといったようなところ、これも各社の判断はありますけれども、取り組みの手法としては幾つかの違いが見られました。

それが主なところですが、その後、9ページについても、ガバナンス体制として第三者委員会を設置しているとか、第三者委員会は設置していませんけれども、今、申し上げたような会社の環境を考えれば、それを補えるようなメンバーを集めた社内委員会ですとか監視体制を持っているということで、各社それなりの体制は整えているのかなというふうに認識いたしました。

以上が利益相反でございまして、10ページ目以降がエンゲージメントの関連ですが、取引先企業と目的を持った建設的な対話ということですが、これもやはり会社の規模ですとか、あるいはアクティブに特化した会社か、パッシブなども含めた総合型の運用機関かによって、行ってい

る体制にかなりの違いが見られまして、主な類型として、その下のところに表とグラフで示させていただいたとおりです。どういう人がどういう観点からやっているのかというので、先端の人がやっているところもあれば、ファンドマネジャーと一緒に市場からの見方といったものも含めてやっているケースもあったというところでありました。

11ページ目に、よく言われるパッシブとアクティブでは違うでしょうという観点でもヒアリングを行ってまして、パッシブを委託している機関はある程度数が限られるので、聞き取れている数も少ないんですけども、アクティブ運用が、ざっくり申し上げますと、投資先企業そのもののリターン向上というのを目指して割と深掘りしていくのに対して、パッシブでは、例えば東証一部だけでも2,000社以上ありますので、全部に広くということはできませんので、株式市場全体を引き上げる。底上げという言葉がよく言われますが、インパクトの大きい会社、あるいは影響度の大きい会社、あるいは何らかのエンゲージメントで大きく変わりそうな会社ということで、対象先をある程度絞ってやっているというような現状が確認できました。

12ページ目については、エンゲージメントの事例ということで、今回はあんまりたくさん載せるというよりも、2つに分類いたしました。1つの企業に対して同じテーマで複数の運用機関がエンゲージメントしているもの。あるいは1つの企業にいろいろな切り口、いろいろな観点でエンゲージメントを行っている会社。こういったものがいろいろヒアリングをしていく中で聞かれましたので、こういったこともありましたということで、活動報告に一つ載せさせていただいています。

13ページ、14ページは、議決権行使の個別開示にかかわるものですが、ここはもうこういう形で委託機関については開示の要請をし、全社、もう既にやっているところと平成30年から始めるところに分かれますけれども、各社やるということにおいては変わりございません。

14ページについては、各社の開示しているURLを一覧表に載せているというところであります。

16ページ目以降が議決権行使の結果でございますけれども、こちらも

数字でございますので、後ほどご覧いただければと思います。

最後、21ページにつきまして、今後の取り組みということで書かせていただいていますけれども、1ポツ目と2ポツ目は環境認識でございます。私ども連合会としては、3つ目のパラグラフですけれども、当面、委託運用でやっていくということであれば、効果的なスチュワードシップ活動を運用機関が行っているのかということをモニタリングして、それを促していくと。さらに、そういう活動状況だとか結果についての評価のあり方、こういったものについて検討をしていきたいというふうに考えています。

そのための手段として、4つ目ですけれども、機関投資家とのミーティングですとか勉強会、アセットオーナーフォーラム等を通じて、知見を高めていきたいというふうに考えております。

組合員への周知だとか、あるいは啓蒙ということを従来からご指摘されておりますけれども、こういったご報告については、概要になりますけれども、私どもの役員会ですとか総会といった場で報告をするとともに、月に1回、構成組合宛てに「連合会報」という小冊子を発行しておるんですけれども、今年については、その2月号で構成組合にもこういうことをやっていますよということを知らしめるというふうな形で、今、計画をしております。

以上でございます。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 それでは、物価連動国債の組み入れ比率とポートフォリオの構築方法について、ご説明いたします。

まず、前回の残課題と対応についてです。残課題については3点でございます。

第1点目は、組み入れ比率の検討において、経済局面によってリスク・リターンの特性が大きく異なる点を考慮すべきということです。

対応は、リスク・リターンの特性が異なると考えられる期間をとり、複数のシミュレーションを用いて組み入れ比率を検討します。

2点目は、組み入れ比率の検討において、基本ポートフォリオへ組み入れる効果のシミュレーションと国内債券積立金へ組み入れる効果のシミュ

レーションとの整合性をとることや、定性的な要因を含める等、納得性を高めるべきということです。

対応は、2つのシミュレーションについて、同じ前提条件で再度実施し、組み入れ比率については、シミュレーション以外の要因もあわせて検討します。

3点目は、目指すポートフォリオは10年ラダーを検討するとしておりますが、その理由を示すべきということです。

対応は、ラダー型とブレード型について、それぞれのメリット・デメリットを比較し、検討しています。

次に、シミュレーションの前提についてです。組み入れ比率検討のシナリオとして、基本ポートフォリオ策定時にベースとした経済再生シナリオを用いたケース①と③、内閣府経済見通しにおけるベースラインケースに比べ、物価上昇率が低い民間予想平均シナリオを用いたケース②と④を対象としました。

なお、参考として、経済局面ごとに場合分けした⑤から⑬のケースも実施しました。

期待リターンの推計については、ケース①及び③は、国内債券以外は、2016年度基本ポートフォリオ検証における推計値を使用しました。国内債券は、内閣府「中長期の経済前提に関する試算（2017年7月）」をもとに期待リターンを推計しました。物価連動国債は、固定利付債のリターン、インフレミスマッチ要因、ブレイク・イーブン・インフレ率変化要因の3要因の和として推計しました。

ケース②及び④は、民間機関の各種基礎データの予想平均値に基づき推計しました。

ケース⑤から⑬については、全資産について、各シミュレーション期間における実績値により推計しました。

リスク、相関については、全てのケースにおいて、全資産につき、対象期間、対象銘柄における実績値により推計しました。2つのシミュレーションの前提は同じです。

下の表は、各ケースの期待リターン、リスク、相関です。

基本ポートフォリオへ組み入れる効果は、ケース①、②、③は、組み入れるほど投資効率が上昇し、ケース④では、22%組み入れたとき、投資効率が最大となる結果となりました。

参考としてのケース⑤～⑬については、ケース⑦、⑨、⑩、⑪及び⑫では、組み入れるほど投資効率が低下した一方、ケース⑤、⑥、⑧及び⑬では、組み入れるほど投資効率が上昇しました。

国内債券へ組み入れる効果についてです。ケース①では14%、②では12%、③では16%、④では15%組み入れたとき、投資効率が最大となる結果となりました。

参考としてのケース⑤～⑬については、ケース⑦及び⑨では、組み入れるほど投資効率は低下した一方、ケース⑤では11%、⑥では13%、⑧では14%、⑩では2%、⑪では4%、⑫では3%、⑬では17%組み入れたとき、投資効率が最大となる結果となりました。

以上のシミュレーション結果をまとめると下の表のとおりです。当該シミュレーションのみを勘案するならば、12～16%程度が組み入れ比率の一つの目安となり得ると考えられます。

なお、参考として行ったケース⑤～⑬においても、基本ポートフォリオへの組み入れ効果が、組み入れるほど悪化するケース⑦、⑨、⑩、⑪、⑫を除き、おおむね同様の結果となりました。

組み入れ比率の検討に当たっては、定量的な要因のみならず、定性的な要因も考慮する必要があると考えます。定性的な要因としましては、1、ポートフォリオの構築方法、2、流動性、3、他の公的年金の動向の3点を検討しました。

ポートフォリオの構築方法については、ラダー型とブレッド型のメリット・デメリットを比較し、下の表にまとめました。ラダー型とブレッド型では、ラダー型は、新発債のみで構築する場合は時間を要すること。既発債を含めて構築する場合は流動性に留意する必要があることというデメリットがある一方、特定時点の物価の強弱に左右されにくいこと。償還金をそのまま再投資に回せることや、ブレッド型のように、時間の経過に伴い、デュレーションが変化することがないことなど、ポートフォリオ管理がし

やすいというメリットを重視し、ポートフォリオの構築方法ではラダー型としたいです。

流動性については、ポートフォリオをラダー型とする場合、新発債のみで構築しようとするとも10年間かかってしまうため、既発債も購入し、5年程度で構築したいです。

主要証券会社にヒアリングを行った結果、既発債については、各年限年間200億円程度が限度となります。

他の公的年金の動向については、GPIFの組み入れ比率は、国内債券の約5.4%、地共連は約3%です。

まとめについてです。定量面におけるシミュレーションでは、12~16%が一つの目安との結果が出ましたが、定性的な要因も考慮する必要があることを考え、総合型に勘案した結果、組み入れ比率については5%程度としたいです。

ご説明は以上です。

【宮井会長】 今、それぞれ報告事項ということで説明をいただきました。

それでは、今の説明につきましてご意見、ご質問等ございましたら、ご発言をお願いしたいと思います。では、俊野委員、お願いします。

【俊野委員】 平成29年度末までの資産構成割合の調整についてご説明をお願いしたいのですが。先ほどご説明いただいたリバランスルールとの関連性で、この表に入っているものに基づいてリバランスルールについてご説明いただくのが多分わかりやすいかと思いますので、ご説明をお願いできればと思います。

この3σを1σに許容乖離幅を縮小するというのが、今回から適用という意味合いでございましょうか。要するに、±5・4・2において。

【西川運用企画課長】 今、俊野委員がおっしゃられている部分というのは、29年度末目標資産構成割合のところかと思いますが。

【俊野委員】 そうですね。この5・4・2・4というのはそれでしょうかと。

【西川運用企画課長】 これにつきましては、29年度の運用方針を決めた際に、許容乖離幅、一番右の基本ポートフォリオの許容乖離幅がございしますが、これの3分の1を目安にしてということで、29年度の運用方針で決めたもの

でございます。先ほどのリバランスルールを決める前から、29年度の運用方針としてやっておりましたので、これでやっております。たまたまそういう意味では1σにはなっておりますということでございます。

【俊野委員】　そうしますと、先ほどご議論いただいた3σを1σに縮小するというとはどのように変わるのでしょうか。これをどのように変えようとする、どのように適用されるのかということをご説明いただければと思います。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】　すみません。例えば厚生年金ですと、平成29年度末目標資産構成割合の欄で、国内債券の35±5、ここの±5のところは5で変わらなくて、25±4が5になって、あと15±2、25±4は同じ数字になるということです。

【俊野委員】　旧3階も同じですか。23±5に変わるということですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】　基本的な考え方は同じです。

【俊野委員】　そうすると、何も変わらないということですか。もともとそうで、4が5になって……。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】　いや、何も変わらないというわけではなく、たまたま同じような数字になっています。

【俊野委員】　そうすると、今回、先ほどご説明いただいたリバランスルールの、要するに、3σを1σに変えるということは、もう既にやっているということですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】　考え方としては全く異なっておりまして、まず29年度の方針に関して言えば、29年度の目標数値を、平成29年度末目標資産構成割合の数値にしましょうと。あとは、このときは短期資産があるので、その数値のぶれとかそういうのを考えて、幅を持っていました。結果として、たまたま同じような数字になったということございまして、そういった意味で、数字は同じような数字になっていますけれども、考え方は異なっているところであります。

【俊野委員】　なるほど。ということは、先ほどご説明いただいたリバランスルールというのは、30年度以降、適用するということなのですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】　はい。そういうことです。

【俊野委員】　なるほど。30年度のその目標資産構成割合というのは、旧3階につい

ては、先ほどのご説明だと、これから3月に議論して、中心、その41・23・13・23というのがどうなるかというのは、3月で基本は大丈夫と。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい。そういうことでございます。

【俊野委員】 なるほど。それで、5・4・2・4というところが、5・5・2・4になるということですね。機械的、自動的に。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 基本的にはそういうことになります。

【俊野委員】 そうということですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 厚生年金のほうは5・5・2・4になります。旧3階のほうは、これは1σ掛ける構成割合で幅をつくっているんで、微妙に違う可能性があるんですけど、ただ、ほとんど変わらないので、同じような数字になろうかと思います。

【俊野委員】 なおかつ、先ほどの私の理解だと、短期資産を除いたものの適用ということですね。これは短期資産も入っているんだけど、新しいリバランスルールは短期資産を除いて、残りの資産を100%と計算をして、それがそのリバランスの許容乖離幅に入っているかどうかを見てということですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい。そういうことでございます。

【俊野委員】 そうということですね。わかりました。かなり理解が深まりました。ありがとうございます。

【嶋事務局長】 すみません。若干素人くさい説明になると思いますが、私どもで考えているところ、間違っていたら訂正してもらいますが、今までは、もともとの出発点の連合会の資産の持ち方というのが基本ポートフォリオの中心値と大分違っておりましたので、まず中心値に近づけていくということで、年度ごとに目標を置いて、そこに近づいていくようにしていきましょうということでやっておりました。これが29年度の目標資産構成割合として見ていただいているものでございます。

新しくご検討をお願いしておりますのは、もう十分、目標の中心値に近づいている。基本ポートフォリオの中心値に近づいてきておりますので、近づいた前提で、いろいろと市場の動向が変わったときにどういうふうに

マネジメントをしていくかという、その別の視点でのルールを決めて運用していきたいということでございます。だから、5に近づけてきたということは一定程度、成果が近づいてきていますので、近づいた後、どういふうにしていくかというのがあります。

【俊野委員】 ありがとうございます。そうしますと、機動的運用をやるということですね。わかりやすく言うと。

【嶋事務局長】 リバランス……。

【俊野委員】 いやいや、そうじゃなくて、要するに、中心値が4 1・2 3・1 3・2 3というのが市場動向に応じて変わる可能性があるというご指摘ですね。今の話。

【嶋事務局長】 それは基本ポートフォリオの中心値というのを前提に置いているということだと思いますが、ただ、場合によっては基本ポートフォリオの中心値から若干ずらして目標値を定める可能性も制度的に認められています。

【俊野委員】 ずらすということは、市場動向に応じた機動的運用というイメージですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 よろしいですか。もともと4 1とか、旧3階について言えば、まず積立金の状況と負債の状況がどうなっているのかというのを見て、当時見たときに剰余が生じていましたということで、その剰余の分を国内債券のウェイトに乗付けたという数字でつくっております。そういう意味で、市場環境に応じてどうするかと、そういうことを考えてつくった数字ではございません。今後についても、厚生年金のほうについてもそうですけれども、中心値近傍で運営していくという考え方に基づいてやっていますので、旧3階だけ違った考え方で行うということはないかと思います。

【俊野委員】 ということは、今ご説明いただいた、剰余金があるので、それを国内債券へ上乗せするというのが基本的な考え方ということですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 2 9年度の方針についてはそういうことで考えておりまして、3 0年度の方針については、もう一度内部で検討した上で、この3月に諮っていきたいと考えております。

【俊野委員】 これもやはり剰余金をどこに上乗せするのかという、それが基本的考え

方ということによろしいわけですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 そこについても内部で検討します。

【原常務理事】 その問題は、剰余金があるように見えているんですけど、連合会としては見えているんですが、ご案内のとおり、この旧3階の部分は閉鎖型で掛金は入ってこない。それは公務員グループ全体で見ていく話ですから、連合会に剰余があっても、ほかで足りなければ、トータル、剰余にならないんですね。

【俊野委員】 ああ、そういうことなんですね。わかりました。

【原常務理事】 ええ。そういうことがあって、この基本ポートフォリオをベースに考えていく。これをベースとして平成30年度の方針を議論しましょうと、こういうことですね。

【俊野委員】 わかりました。ちょっと私、理解不足ですみませんでした。そこは3月にもう一度改めてご説明いただければと思います。ありがとうございます。

【宮井会長】 ほかにいかがですか。

では、加藤委員、お願いします。

【加藤委員】 ヘッジ外債についてお伺いしたいと思います。新しい資産ということで、6月以降、運用開始されて、数字が出ているわけですがけれども、この第3四半期の数字を見ると、パフォーマンスが他の国内債券のアクティブ・パッシブと全く同じ数字になって、プラス0.2%の超過リターンが出ています。この超過リターンの源泉は何だったのか。このヘッジ外債のトラッキングエラーがどのくらいだったのか。

つまり、何を言っているのかというと、どのような運用をされていたのか。割と国内債券のベンチマークに近いような運用をされていたのか、それが執行部の皆様がお考えになったものと同じだったのかどうかということについて教えていただければと思います。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 ヘッジ外債については4プロダクトを選定しまして、6月に設定はしましたが、資金繰りの関係で7月と9月と追加投資をして、今ご覧いただいた第3四半期のところが比較できる期間としては最初です。

この3カ月を通算すると、これは偶然なんですけど、国内債券と同じ形

になっていますが、月次で見ると、10月とか12月は円債の部分がかなり違ってきます。それは当然のことながら、ヘッジ外債ですから、ヘッジによるコストの部分もあれば、そもそもその円債とは違うイールドカーブの市場でとっているわけで、当然違ってくるべきだと思いますが、当初考えていたものと期待どおりかと言われると、まだ三、四カ月なので何とも言えないところです。金利のリスクは大きくとらないというコンセプトになっていますので、あるいは、イールドカーブが比較的立っていて、ローラダウ効果が見込めるというコンセプトのファンダがほとんどですので、そういう意味では、標榜するスタイルに沿った運用にはなっているのかなというふうに考えています。

もう一つは、円債のアクティブのように、例えばNOMURA-BPI（総合）を一つベンチマークに置いて、それを基準にその散らばりというか、トラッキングエラーを見るというのは、このヘッジ外債ではとっていません。マネジャーベンチマークについても比較的残存期間の短いものでやっていくものと、そうではなくて、もう通常の外債アクティブにヘッジを掛けているものというのがあるものですから、そこについてはもう個別に見ていっているというようなのが現状です。

【加藤委員】 引き続きしっかりモニターしていただければと思います。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 承知いたしました。

【宮井会長】 ほかにいかがですか。では、甲斐委員、お願いします。

【甲斐委員】 リスクモニタリングのところに、大体いつもの数字が並んでいますが、以前から課題になっていましたフォワード・ルッキングなリスク管理に一步でも近づけないかという観点からのコメントです。ここで算出されているのはベータやトラッキングエラー、あるいは σ 、バリュー・アット・リスク。言ってみれば、全部ヒストリカルデータです。だから、過去から現在までの状況をつかむには適しているのですが、より大きな問題は、この先、どういう状況が想定されるのか、その想定下でも大丈夫なのかどうかということです。そういう観点でいきますと、もう少し別の指標も有効だと思われます。

例えば株式ですと、P E Rという指標があります。P E Rを観測すると、

今、少し高くなってきています。その場合、過去の水準あるいは国際的な水準に比べてどうなのかは先行きを推し量るための材料となります。株価の源泉はやはり企業価値であり、市場心理に揺さぶられる株価だけでなく、もう少し根本を観察しシグナルを発見しようということです。

債券ですと、価格に影響を与える一つのリスク指標として考えられるのは企業物価です。最近、一部の商品では上がってきていますが、それで増益になったり、減益になったりする企業が出てきます。あるいは金利変動の要因にもなります。観測した結果をどう判断するのかは、運用関係者の仕事ですが、その判断を従来のリスク指標に加えて委員会で紹介するようにならないか、と思います。

これは質問じゃなくて、私の意見です。

【宮井会長】 今のご意見について、事務局としてはいかがですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 貴重なご意見、どうもありがとうございます。確かに将来を見てということは非常に重要なことだと思いますが、そういった観点でこういった指標を見たらいいのかということと、それを見て判断することという、2つの大きな課題があると認識しておりまして、そういったことについては引き続き調査研究していきたいと考えております。

また、委員の皆様方におかれましては、そういったいろいろな参考となるものがございましたら教えていただければと考えております。

【宮井会長】 和田委員、お願いします。

【和田委員】 今の甲斐先生のおっしゃったフォワード・ルッキングな指標の例えば追加例として、IBESのコンセンサスエスティメートのクロスセクションのボラティリティが時系列で上がっているか、下がっているかということで、不確実性が上がっているか、下がっているかというのもよく学者は使いますし、あと、ここにもありますけど、インプライド・ボラティリティもそのオプション、もちろん流動性は違いますけど、各年限があるので、年限を見ると、そのボラティリティ・タームストラクチャーというのが考えられるので、それがフラットに上がってきているのか、スティープなのかから見ても、将来の不確実性が相対的に上がっているかというのはわかると思いますので、一つでなくて、S&Pと日経についてもタームストラ

クチャーができていると、より情報が増えると思います。

【宮井会長】 確かに最近、日本株や外国株は結構上がっています。バブルじゃないかというふうな見方をする人もいますけども、今、連合会からいただいた資料を見ると、バブルかどうかは出てないというか、それはわからないということです。これは確かに過去のデータだけを見ていてもわからないかもしれないというのと、投資はやはり将来に向けて投資をするということで、今、和田委員、それから、甲斐委員からご指摘あったことについてもいろいろご検討していただければというふうに思います。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい。現在、いろんな指標を見ているので、そういったところの中に、今、ご指摘があったような指標等について考えて、モニタリングしていければということで考えております。

【宮井会長】 ほかにいかがですか。では、俊野委員、お願いします。

【俊野委員】 物価連動国債についてご質問させていただきます。

【宮井会長】 物価連動国債ですね。

【俊野委員】 物価連動国債です。

【宮井会長】 平成29年度第3四半期の各積立金の運用状況についてはもういいですね。それでは物価連動国債についてお願いします。

【俊野委員】 物価連動国債の組み入れ方法の、まず結論として、組み入れ比率が5%程度というのは、これは確認なんですけど、国内債券の5%ということでございますね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 そういうことでございます。

【俊野委員】 1・2階と旧3階それぞれについて同じように、国内債券の5%ということで、1・2階についても、これについてはインハウスで、旧3階と同様インハウスで、100億円ずつラダーで構築すると、そういうことでよろしいわけですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい。そういうことを考えているということです。

【俊野委員】 はい。念のため、シミュレーションが割と物価連動国債、国内債券というふうに独立した資産クラスのように分析をされていたので、念のため国内債券の5%というふうに書いていただいたほうがわかりやすいかなというふうなご指摘でございます。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい。

【俊野委員】 それで、分析は、やはり通常の一般の国内債券と物価連動国債というのは全く投資特性が違いますので、分析としては、独立したアセットクラスとして分析されて、いろいろと組み入れ比率を、最適なところを模索されていて、そこから結論が国内債券の中の5%というのは多少論理的に飛躍しているような印象を受けるのですけれども、そこら辺、いかがでございますか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 この資料に書いてありますように、定量的な要因のところ、国内債券と物価連動国債を基本ポートフォリオのアセットクラスの中で比較したものとか、国内債券の中でどうだという定量的な部分も考えていますけれども、定量的な部分だけでなく、やはり定性的な部分というのも考慮したという結果で、特に流動性のところを大きく考慮しています。構築するポートフォリオを考えた流動性というところを大きく重要視しているということで、その結果、5%にしたということでございます。

【俊野委員】 ありがとうございます。そうすると、最終的に新発債で、1・2階、100億、旧3階を100億と、これは200億円ずつラダーで買っていく。それから、5年程度でラダーを完成させるということは、既発債についても少しずつ買っていくということで、そこら辺が割と200億というのは大きな数字といたしますか、そこら辺が限度であるという流動性の制約はかなり大きな要素であったと、そういうことでございますね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい。そういうことでございます。

【俊野委員】 ありがとうございます。

【宮井会長】 ほかにいかがですか。和田委員、お願いします。

【和田委員】 物価連動国債のラダー型の事業について、構築リスクが、可能性が低いリスクがあるということで申し上げます。一つは、非常に可能性が低いですが、財務省が物価連動国債の発行をやめしまうと。なぜこれを懸念したかという、過去に実際やめた期間が複数年ございますので、可能性は低いですが、そのリスクはあります。

もうちょっと可能性の高いリスクとしては、物価連動国債を発行し続け

ますけれども、総額は変わらないにしても、今度はいろんな商品が出てくると。今は10年ですけど、例えば海外を見ますと、5年とか10年、20年、30年とありますので、その発行総額は固定しても、各年限の個別発行額を減らしてくる可能性はあるので。年限が1個だと、多分これは、その時点ではラダーになっていますけど、その方針が続かないとこの運用はできないと。逆に、20年とかが出てきてしまうと、今度、ラダーではなくて、年限が1、2、3、4、5、20とかなってしまう可能性もあるので、一応それを、ここ数年は大丈夫だと思いますが、10年、20年で見ると変わる可能性はあるので、その場合のときの運用もリスク管理して、例えばラダーとブレードと一緒にやるとか、その変わった場合のどうしたらいいかというのも今のうち少し考えておいて、このラダーをしておくといいと思います。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 承知いたしました。

【宮井会長】 では、加藤委員、お願いします。

【加藤委員】 スチュワードシップについて。

【宮井会長】 連合会のスチュワードシップ活動についてですね。お願いします。

【加藤委員】 2つほどお伺いしたい。1つ目が平成29年度スチュワードシップ活動報告のページ4の連合会の活動というところで、一番上のひし形のところに最後に、「スチュワードシップ活動を行うように促しました」と書いてありますけれども、この場合はどの程度、連合会から運用機関に対して促しているか、指示をしたのか、あるいはするのか。議決権行使であるとかエンゲージメントに対してどこまで具体的にやるのか。あるいはもう、基本的には専門家なので任せたということにするのか、ある程度方針であるとか具体的な方法について、その指示をしたのか、あるいはしようとしているのかについてお伺いしたいということが一つ。もう一つが、11ページですね。

11ページ目に、運用機関のエンゲージメントについてのヒアリングの結果がアクティブとパッシブで書いてあるのですが、パッシブのエンゲージメントというのは、今、これは非常に議論になっているわけですけども、これを見ると、この「対象企業」のところに「市場へ与えるインパクトが

大きい企業を抽出」として書いてあるのですが、この場合の「市場へ与えるインパクトが大きい企業」の定義がどうなっていたのか。もしわかれば教えていただきたいと思います。

つまり、マーケットウェイトの高い銘柄なのか。そうではなくて、変化率とカリターンの変化率、あるいは、エンゲージメントに対する変化が大きいという意味でのインパクトが大きいのか等について、もしわかれば教えていただきたいと思います。

以上、2つよろしく願いいたします。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 まず前段の、「促しました」の内容といたしますか、レベルですけれども、一つは、議決権行使に関しましては、私ども連合会の議決権行使方針というのがありまして、それで大枠、例えば社外取締役に関してはこうであるとか、利益相反に対してこうという、主要議題ごとに示していますので、それにのっとった上で各社の細かい規定に基づいてやってもらうと。それを確認しているということですね。

それで、各社の規定と連合会の規定で合っていない部分については、私どもの考え方を優先してもらうということをお願いしていますし、その結果については報告を受けているということです。

エンゲージメントにつきましては、個別具体的に私どもがこうこうしてくださいと言えだけの知見もありませんし、もともと発行企業に近いところで見ている人がやるのが効果的だろうということで、委託機関に委ねている部分はあります。

ただ、先ほど申し上げましたように、運用スタイルですとか、その会社の規模に応じて、それが効果的なのかということはヒアリングの中で聞いておりますので、もっとやってくださいとか、その辺で結構ですということとは言っていないけれども、状況については把握しているつもりです。

後半のパッシブのところですけども、これは一つ一つ確認したわけではありませんけれども、どちらかというとやっぱり時価総額の大きい、要するに、インデックスに対する寄与の大きいところというのが主になってくると思いますが、今、加藤先生おっしゃられたように、少しこのところを改善すると大きく変わるのになというところは当然視野には入っている

と思います。それが何対何なのかというところまで聞いていませんけど。

【加藤委員】 ありがとうございます。それは引き続き議論していただければいいと思います。

 すみません。一つだけ追加で、これはお願いということですが、やはりこのスチュワードシップ、最終的には評価の問題になると思います。そこで、スチュワードシップをやった結果がどれだけパフォーマンスになって表れてきたのかということが最終的には重要になると思います。その評価の方法について、なかなかこれは難しいテーマではあるとは思いますが、ぜひまた検討していただければと思います。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 それについては勉強していきたいと思います。

【宮井会長】 では、俊野委員、お願いします。

【俊野委員】 スチュワードシップ・コードの改訂版が昨年出たということで、まだ出たばかりですので、いろいろと新しい改訂版に沿って対応されているというふうに理解をさせていただいております。それで、今回の改訂版の中では、アセットオーナーとしてのスチュワードシップと、それと、運用機関の立場としてスチュワードシップ活動ということで、明確にアセットオーナーとしてのスチュワードシップという概念が出てきております。この資料ですと、どこの部分を運用機関が貢献されていて、どこの部分をアセットオーナーとしての全国市町村さんがやっているのかという部分が少しわかりにくい印象があります。そこで、そのアセットオーナーとしてどういう活動をしているかという部分が少しわかるように、別枠で、ヒアリングやモニタリングをされているですとか、指示を出しているとか、いろいろあると思うんですけども、そこら辺もちょっと切り分けて、わかりやすく区分していただくとありがたいかなというのが私のお願いでございます。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 ありがとうございます。今のところは委託機関に実質的には委ねているということなので、それをお互によく理解して進めているというふうに考えていますけれども、そこが私どもと運用機関のある意味でエンゲージメントだと思っていますが、俊野委員ご指摘の、先ほど加藤委員からも評価のあり方ということで出ていましたので、その辺についてはどういうやり方があるのか、他団体の方向はどうなのかというの

を踏まえながら進めていきたいと思います。

【宮井会長】 今の俊野委員のご指摘ですけれども、「日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ表明」というのがあります。この受け入れ表明で、それぞれ原則1、2、3、4、5、6、7があって、それで、それについて、「連合会は」という表現でそのコードを解釈して、どういうふうにするというふうに書いていますから、それは切り分けされているというふうに私は思いますけれども。

【俊野委員】 わかりました。それが活動報告の中でちゃんと切り分けられていないということなんです。

【宮井会長】 そうですね。今これができたので、これを踏まえて、多分今後そうなるのだろうというふうに思います。

【俊野委員】 わかりました。これだと、運用機関の活動報告になっちゃうので。

【宮井会長】 ああ、そうですね。これも新しいものの前にやったという。今後は多分そうなるのだろうと思います。

【俊野委員】 そうですね。わかりました。

【宮井会長】 ほかにいかがでしょうか。よろしいですか。そろそろ時間も予定の時間になってきましたので、もしなければ、以上をもちまして、本日の議事について終了したということにしたいと思います。

これ以降の進行につきましては、事務局よりお願いいたします。

【嶋事務局長】 委員の皆様方には、本日お忙しいところ、ご出席賜りまして、まことにありがとうございました。

次回の資金運用委員会は、3月29日の同じく10時からを予定しております。どうぞよろしくお願いいたします。

以上をもちまして、第39回資金運用委員会を閉会させていただきます。ありがとうございました。

— 了 —