

## 第19回資金運用委員会

平成24年7月19日（木）

【吉田事務局長】 定刻となりましたので、ただいまから第19回資金運用委員会を開会いたします。

協議に入りますまでの間、司会を務めさせていただきます事務局長の吉田でございます。よろしくお願いいたします。

それでは、開会に当たりまして、当連合会の山口常務理事からごあいさつを申し上げます。

【山口常務理事】 おはようございます。

委員の先生方には、大変お忙しい中ご出席をいただきまして、まことにありがとうございます。また、このたびは、委員ご就任をお願いいたしましたところ、快くお引き受けくださいまして、重ねて厚く御礼を申し上げる次第でございます。

さて、政府の重要課題であります社会保障と税の一体改革につきましては、ご案内のとおり、3党合意が成り、衆議院を通過して、現在、参議院で審議が始まっております。私たち共済組合に大きな影響がある被用者年金一元化法案につきましても、今後の動向は不透明な部分はありますけれども、当面大きな波乱がなければ、参議院でも審議、可決され、成立する可能性が高くなってきております。

被用者年金一元化法案が成立すると、平成27年10月からの年金の一元化の開始に向けて準備を進めることとなりますが、私ども連合会にとりましては、その前に指定都市職員共済組合の加入という独自の課題が控えております。10の指定都市共済組合が加入をいたしました場合、組合員数が118万人、年金受給者数が110万人、積立金が11兆円という規模になりますが、年金財政の面を見ますと、指定都市共済組合は連合会に比べて成熟度が概して高く、積立金の積み立て割合が低いという状況にありますので、年金収支の面からはマイナスの方向に作用するのではないかと考えております。

被用者年金が一元化された場合の積立金につきましては、法案ではそれぞれの組合が引き続き運用することとされております。ただし、各積立金を1・2階部分と3階部分に仕分けをして、1・2階部分につきましては厚生年金の共通財産として、全体のコントロールのもとに各組合が実施機関として運用するという仕組みに変わることになります。したがって、私ども連合会の運用につきましても、これまでにない制約条件とか、配慮すべき事項、そういったことが出てくる可能性があると思っております。

このように、指定都市共済組合の加入と被用者年金一元化が今後の課題ということでございますが、この対応につきましては、本委員会のお知恵も拝借しながら適切に対応していきたいと考えておりますので、どうか今後ともよろしくお願い申し上げます。

以上、開会に当たりましてのごあいさつにかえさせていただきます。どうかよろしくお願い申し上げます。

【吉田事務局長】 また、本日は、委員の方に改めて委嘱をお願いして初めての資金運用委員会となりますので、初めに委員の方々を私のほうからご紹介申し上げます。

横浜国立大学名誉教授の浅野委員でございます。

関西学院大学大学院経営戦略研究科教授の甲斐委員でございます。

京都大学大学院経営管理研究部教授の加藤委員でございます。

青山学院大学経済学部教授の芹田委員でございます。

ニッセイ基礎研究所金融研究部門上席主任研究員兼年金総合リサーチセンター年金研究部長の徳島委員でございます。

日興フィナンシャル・インテリジェンス専務取締役の宮井委員でございます。

なお、本日はご出席いただいておりますが、特別委員を公認会計士の荒張委員、弁護士の幸村委員に委嘱しております。

続きまして、事務局の幹部職員をご紹介申し上げます。

総務部長の大山でございます。

【大山総務部長】 大山でございます。よろしくお願いいたします。

【吉田事務局長】 財務部長の細田でございます。

【細田財務部長】 細田でございます。よろしくお願いいたします。

【吉田事務局長】 年金部長の馬返でございます。

【馬返年金部長】 馬返でございます。よろしくお願いいたします。

【吉田事務局長】 総括投資専門員の馬場でございます。

【馬場総括投資専門員】 馬場です。よろしくお願いいたします。

【吉田事務局長】 投資専門員の鈴木でございます。運用管理課長を兼務しております。

【鈴木運用管理課長】 鈴木です。よろしくお願いいたします。

【吉田事務局長】 以上でございます。

次に、議事に入ります前に、会長をお決めいただく必要がございます。連合会の資金運用委員会設置要綱第5の規定により、会長の選出は委員の互選によることとされております。ご発言をお願いいたします。

【宮井委員】 会長には昨年度まで資金運用委員会の会長を務められております横浜国立大学名誉教授の浅野委員にお願いしたいと思います。浅野委員は、我が国の資産運用分野の理論研究の第一人者でありまして、同時に学会やさまざまな委員会等でもご活躍されております。当資金運用委員会の会長として最も適任だというふうに思われます。どうか各委員の皆様の賛同をお願いしたいと思います。

【吉田事務局長】 ただいま宮井委員から、会長には浅野委員をとのご発言がございましたが、いかがでしょうか。

（「異議なし」の声あり）

【吉田事務局長】 ご異議がないようですので、会長には横浜国立大学名誉教授の浅野委員が選任されました。

なお、要綱には副会長1人を置きとなっておりますが、平成20年度から副会長が空席となっており、今回の任期中についても引き続き副会長は空席とさせていただきたいと存じますが、いかがでしょうか。

（「異議なし」の声あり）

【吉田事務局長】 では、ご異議がないものとして、副会長は空席とさせていただきます。それでは、浅野会長には会長席のほうへお移りいただきたいと思います。

（浅野会長、会長席へ移動）

【吉田事務局長】 では、ここで、浅野会長に一言ごあいさつをちょうだいいただければ

と思います。

【浅野会長】     引き続き、会長を務めさせていただきます。どうかよろしくお願いいたします。

本委員会は、これまで、委員の皆様方に精力的にご議論いただきまして、市町村連合会における長期給付積立金の安全かつ効率的な資産運用に貢献してまいりました。

今後は、先ほど山口常務理事からご説明がありましたように、指定都市共済の加入や被用者年金一元化への対応といった課題が山積しております。引き続き、当連合会の安全かつ効率的な資金運用のあり方について、精力的に検討してまいりたいと思っております。

この委員会が円滑に運営できますよう皆様方のご協力をお願い申し上げまして、私からのあいさつとさせていただきます。

よろしくお願いいたします。

【吉田事務局長】     ありがとうございました。

今後の議事進行につきましては、浅野会長にお願いしたいと存じます。

それでは、よろしくお願いいたします。

【浅野会長】     それでは、早速議事に入ります。

初めに、報告事項の平成23年度の長期給付積立金の運用状況等について、事務局より説明をお願いいたします。

【事務局（中島）】     平成23年度長期給付積立金の運用状況についてご報告申し上げます。

グラフは、23年3月末を100として、22年3月末から24年6月末までの主要4資産のベンチマークの推移を表しております。23年度のベンチマークの動きですが、国内債券は年間を通じ超低金利下で安定的に推移をいたしております。内外株式は、8月に欧州債務危機の深刻化等により大きく下落いたしました。年末のECBによる大量資金供給をきっかけに株価が反転上昇したことに加え、対ドルで円安が進行したことにより急回復いたしました。外国債券については、対ユーロでは大幅な円高となったものの、主要国の長期金利が大きく低下したことにより上昇いたしました。

23年度の投資行動としては、内外株式及び外国債券の価格が下落し、こ

これらの資産ウェートが低下したところから、23年9月以降、時間分散に留意しながら、余裕資金による追加投資を行っております。

次に、23年度の資産構成の推移でございます。23年度末の時価総額は9兆2,890億円で、22年度末から700億円の減少となっております。これは運用収益がプラス2,159億円あったものの、年金収支がマイナス2,860億円となったことによるものです。

各資産の時価総額の構成割合は、すべての資産において許容乖離幅の範囲内におさまっております。

次に、23年度の運用状況です。23年度の積立金全体の修正総合利回りはプラス2.38%となり、22年度のプラス0.80%を大きく上回りました。また、すべての資産において利回りがプラスとなっております。

次に、信託運用の収益率です。23年度通期の国内債券のパッシブですが、こちらは構成組合から引き継いだ債券を徐々にラダー型ポートフォリオに組みかえているファンドで、金利が低下した中、デュレーションがベンチマーク比で短いことから、超過収益率がマイナス1%となりました。

外国債券については、欧州債務危機の深刻化に対応して、一部の重債務国の国債のウェートを年度途中に一時的に引き下げる措置をとりました。この影響が年度前半はベンチマーク比プラスとなりましたが、年明け以降は極端な悲観論の巻き戻しがあったことからマイナスとなり、年度通期ではマイナス0.61%となりました。

パフォーマンス評価要因分析の表の通期ですが、複合ベンチマークに劣後しております大半の要因が、先ほどご説明いたしました国内債券の個別資産要因となっております。

23年度の運用状況については以上です。

続きまして、24年度の第1四半期の運用状況についてご報告いたします。

24年度第1四半期の資産構成の推移です。24年6月末の時価総額は8兆7,280億円で、23年度末から5,610億円減少となっております。こちらは運用収益が1,355億円のマイナスとなったことに加え、年金収支がマイナス4,256億円となったことによるものです。

次に、運用状況です。24年度第1四半期の全体の修正総合利回りは、ギリシャのユーロ離脱観測やスペインの銀行の不良債権問題等による内外株価の下落等により、マイナス1.50%となりました。

以上でございます。

引き続き、被用者年金制度の一元化等を図るための厚生年金保険法等の一部を改正する法律案についてのご説明です。

法律案の概要でございますが、厚生年金に公務員等が加入し、2階部分の年金は厚生年金に統一され、共済年金と厚生年金の制度的な差異につきましては、基本的に厚生年金にそろえて解消することとなっております。また、共済年金にある公的年金としての3階部分、いわゆる職域部分に関しては廃止をし、廃止後、新たな年金については別に法律で定めることとなっております。施行は平成27年10月からとなっております。

積立金の仕分けについてですが、こちらは平成26年度末見込み数値に基づいた試算です。

共済年金の積立金のうち、一元化前の厚生年金における積み立て比率、4.2年分に相当する額を厚生年金との共通財源として仕分けということとなっております。

グラフの公務員共済のところをごらんいただくと、総額で44.7兆円のうち、4割強の20.7兆円が公務員共済に残ることとなります。

また、本法案では、指定都市共済が当連合会に加入することが含まれており、加入に伴い、積立金は現状の約9兆円から約11兆円程度となる見込みです。しかし、組合員数は約17%増加、年金受給権者数は約19%増加し、財政状況は一層厳しくなることが見込まれております。

一元化後の当連合会の基本運用方針についてです。当連合会は、実施機関として位置づけられており、運用については厚生労働大臣が定める積立金基本指針と地方公務員共済組合連合会が定める管理運用の方針に適合するように基本方針を定めることとなります。いずれにいたしましても、法律が成立してから関係各省庁において具体的検討が行われることが見込まれることから、連合会としては、適切に対応していく必要があると考えております。

続きまして、共済年金職域部分と退職給付に関する有識者会議の報告書の概要についてです。この資料につきましては、いわゆる新3階部分についての有識者会議での検討結果がまとめられており、今後の市町村連合会の新3階部分の運用の基本方針にかかわることから情報提供をさせていただくものです。

内容といたしましては、掛金は労使折半とし、年金財政の健全性を堅持する観点から、財政運営や指標の設定等において、現行法令上、民間企業年金に認められております国債利回り等の客観的指標に連動される形で給付が約束されるキャッシュ・バランス方式をもとに、さらに保守的な制度設計、運営を行うとされております。

以上でご説明を終わりにいたします。

【浅野会長】      ありがとうございました。

それでは、ただいまの説明につきまして、ご質問、ご意見等がございましたらお願いいたします。

はい、どうぞ。

【宮井委員】      幾つかあるんですが、まず1つ目が、23年度に、余裕資金でリバランスを行った、つまり、下がった資産に追加投資をしたということなのですが、これは通常のリバランスルールではなく、つまり、例えば月次もしくは四半期にある資産の構成比が許容幅を超えたら、様子を見ながらリバランスするというものではなくて、とりあえず余裕資金があったので、うまくバランスがとれるようにやったと、そういう理解でよろしいですか。

【鈴木運用管理課長】      はい。そういうことです。

【浅野会長】      よろしいですか。幾つかとおっしゃっていましたが、もし他にもあったら続けてください。

【宮井委員】      続いて、いわゆるリスクのモニタリングについては、いろいろな資料、グラフ等をつくって、この間、どんな状況だったのかというのをモニタリングしていると理解しています。これについて説明がありませんでしたが、特に問題はないという理解でよろしいですか。

【鈴木運用管理課長】      はい。こちらのほうにつきましては、結論から申し上げますと問題はなかったということで、基本ポートフォリオ策定時のリスクなどをべ

ースにして、いわゆる管理上の目安を設けていまして、その範囲内にすべておさまっていたということなので、問題がなかったということです。

【浅野会長】 よろしいですか。

どうぞ。

【甲斐委員】 国内債券の４－６月期のパフォーマンスで、ベンチマークに劣後している原因は引き続きデュレーションの差だと考えてよろしいのでしょうか。

【鈴木運用管理課長】 はい。そういうことです。

【甲斐委員】 そのデュレーションの差は是正していくのか、将来の金利上昇を見込んで是正しないのか、その辺のスタンスはいかがですか。

【鈴木運用管理課長】 こちらにつきましては、一元化を見据えまして、徐々に是正をしていくということを考えております。

【浅野会長】 ちょっと補足しますと、ベンチマークは２０年ラダーになっています。それに向けて、従来、各地方の共済が持っていたものをベースに組みかえていくのですが、それが短いので、どうしてもデュレーションが短くて、金利が下がるとそのギャップが出てしまうということですね。その一方で、今後、一元化になると、厚生年金部分すなわち１・２階部分はＧＰＩＦに合わさないといけなくなってくるという問題が出てきます。ＧＰＩＦのほうはＮＯＭＵＲＡ－ＢＰＩ総合をベンチマークにしているので、今まで２０年で行っていたものを続けられるのかどうか、そこら辺のところを今後、多分この場でも議論していただくことになると思います。ただ、どの程度ＧＰＩＦの運用と変えていいのか、そこら辺の裁量の余地があるのかどうかということにもよるので、ここは今後の課題ということになると思います。

よろしいでしょうか。というようなことでよろしいですね。

【芹田委員】 あと１つ、よろしいですか。

【浅野会長】 はい、どうぞ。

【芹田委員】 外国債券の運用のことですが、今年度の４－６月期はベンチマークに対して１００％パッシブで運用しているということで、ベンチマークに対してうまくトラックしているわけです。昨年度が一番気になりまして、昨年度は欧州の危機の影響で、信用リスクの高まりによって一部の国債をベンチマークからあえて外すということで、その結果としてトラックしにくくなっ



て、結果的にはベンチマークでいうと0.61%のマイナスになりました。そのような欧州危機に対応して、パッシブの運用をどのようにやっていくのか。昨年度でマイナス0.61%というのはそれほど大きくないと見るのか、また、一時的なものと見るのかということで少し変わってくるかと思うのです。リーマン・ショックとは違って、欧州危機については継続的にかなり不安定な要素が大きくなっていて、ある特定の国の国債の信用リスクが急に高まってということがあるかと思うんですけれども、欧州危機に対応して外国債のパッシブをどのようにやっていくかということについて、私が数字を見た感じでは、今後も少し検討をしていく必要があるのではないかと感じています。

【浅野会長】 はい。これについて何かお答えをいただけますでしょうか。

【鈴木運用管理課長】 この件につきましては、事務局も非常に悩んでいまして、ぜひとも先生方のご意見をちょうだいしたいと考えております。

【浅野会長】 ということで、かえって宿題が与えられた感じですけども。

【芹田委員】 難しいですけども。

【宮井委員】 今日の審議のテーマにあるんですね。

【浅野会長】 そうですね。それは欧州の問題だけでなく、それを含んでということなのですが、インデックスがシティのガバメントになっているのに対して、ガバメント以外も含めてやるかどうかも含わせて、ということです。宿題ということで、よろしくお願いします。

はい、どうぞ。

【徳島委員】 昔、パッシブのマネジャーをやっていたので、パッシブ運用に関してはいろいろ意見を持っていますが、国内債券のパッシブ運用に関しましては、まだ完全なパッシブ運用になり切れていच्छゃらないという経緯は十分承知しておるつもりです。ただ、いかんせん、パッシブ運用でベンチマークに対して超過リターンが4－6月期でマイナス28ベースと、いかにも大きく見えています。昨年度が100ベースの負けというもの、同様にこれは大きなものであり、先ほどほかの委員の方からご指摘のありましたとおり、ここを今後どうしていくか、まさに被用者年金一元化の影響を受けたポートフォリオの組み立てとかかわるところです。何しろ債券は運用金額が

大きいだけでなく、経験から申し上げますと、債券のパッシブ運用で10ベース負けると、取り返すのはほとんど難しくなるという投資対象です。したがって、ここは慎重にやっていかざるを得ないし、今後の取り組みも大変かなと思っております。

一方、国内株のパッシブ運用でございますが、4－6月期でトラッキングエラーをかなりおさえていらっしゃるって10ベース程度にされていらっしゃるのに、超過収益が11ベース出ています。この国内株のパッシブ運用につきまして、実際、こういった形でやっていらっしゃるのか、完全法でやっていらっしゃるのか、それとも層化抽出的な銘柄抽出でやっていらっしゃるのか、そのあたりをお教えいただけたらと思います。

【鈴木運用管理課長】 国内株式につきましては、基本的に一部信用リスクの懸念ある銘柄は外していますけれども、トラックするような形で運用しています。この4－6月期につきましては、配当金が入ってきまして、それに対するヘッジをしていなかった部分のキャッシュ効果が超過収益に出てきたというような形です。

以上です。

【浅野会長】 よろしゅうございますか。

ほかにご意見、ご質問はございませんか。

それでは、ご発言がないようですので、次の協議事項に移りたいと思います。

次は諮問についてです。それと、本年度の検討課題と検討の進め方について、一括して事務局より説明していただきます。お願いします。

【鈴木運用管理課長】 それでは、平成24年度諮問2号の諮問書をごらん願います。本日付で、連合会理事長より、長期給付積立金の安全かつ効率的な運用のあり方について意見を求めると諮問がなされました。

次に、本年度の検討課題と検討の進め方についてです。本年度のご議論いただきたい諸課題は、キャッシュフローの確保に留意したポートフォリオ運用のあり方、新たな運用手法について、基本ポートフォリオの検証等についての3つの項目です。

なお、これらの項目のほかにも、資金運用に関して検討する事項が生じた

場合におきましては、必要に応じてご審議いただきたいと考えております。

今年度の検討の進め方につきましては、次回、9月24日の委員会において、本日の委員会の議論を踏まえ、新たな運用手法について及び基本ポートフォリオの検証等についてご審議いただき、11月26日の委員会において、答申についてご審議いただきたいと考えております。

なお、外国債券の投資対象の拡大につきましては、本日の委員会で議論が調えば、その方向で事務を進めさせていただきたいと思っております。

以上です。

【浅野会長】 今後の進め方について説明していただきましたが、よろしいでしょうか。  
それでは、次に移ります。

次は検討課題の具体的な内容についてですが、最初に、キャッシュフローの確保に留意したポートフォリオ運用のあり方について、まず事務局より説明をお願いいたします。

【鈴木運用管理課長】 年金収支の状況ですが、年金収支差のマイナス幅は急速に拡大していく見通しです。年金収支の状況の表の収支差をごらんいただくと、23年度ではマイナス約2,900億円だったものが増加していき、28年度にはマイナス4,000億を超える見込みとなっております。23年度の不足分については、構成組合から預託金返還金等により補てんすることが可能でした。しかし、24年度以降は、国内債券の利息収入や償還金等により収支差のマイナスを補てんせざるを得ない状況となっております。

そこで、24年度の国内債券の運用につきましては、収支差のマイナスを埋めた後の24年度の償還金等により、29年度のキャッシュフロー不足分を確実に埋めるため、5年債を1,200億円購入し、29年度以降のキャッシュフロー確保のため、6年から10年債を1,200億円購入いたします。

また、ラダー型ポートフォリオ構築につきましては、引き続き行うこととし、20年債を1,000億購入することとしております。

以上です。

【浅野会長】 ありがとうございます。  
それでは、ただいまの説明につきまして、ご質問、ご意見をお願いいたします。

ます。

はい、どうぞ。

【加藤委員】 29年のキャッシュフローの不足を賄うために、5年債と、6年～10年債と20年債を購入される予定と書いてありますが、現在、一方で、ベンチマークが20年のラダーになっていると思います。20年のラダーのベンチマークで運用する部分と、キャッシュフローを合わせる運用というのが別になっているという理解でよろしいでしょうか。

【浅野会長】 お答えをお願いします。

【鈴木運用管理課長】 完全に別ということではないんですけれども、より足元の5年後のキャッシュフローを留意した方向に微調整しているというような感じです。

【浅野会長】 ただし、自家運用の部分はベンチマークが20年ラダーになっているので、結局、このキャッシュフローに対応すると、先ほど指摘されていたデュレーションのギャップの問題というのはもっと深刻になってしまうということですね。

【鈴木運用管理課長】 そうです。

【浅野会長】 そうすると、加藤委員がおっしゃったのは、そこら辺を見直す、つまりベンチマークを変えたほうがいいのではないかとということでしょうか。

【加藤委員】 そうですね。キャッシュフローに合わせるというのは適切な方法だと思いますが、であれば、ベンチマークもそれなりにしたらどうかと思います。

【浅野会長】 そうですね。実際、一本で評価すると、どうしてもこのギャップがもっと大きくなってしまいう問題が出てくるので、そのあたりの評価の仕方は少し工夫したほうがいいかもわかりませんね。

【鈴木運用管理課長】 実際は国内債券の46%が自家運用になっていまして、自家運用のほうに関しましては、20年ラダーに追随するような形で、ほとんどきれいな形で20年ラダーのポートフォリオはできていると。残りの53%が今のラダー構築ファンドということで、その中でラダーを構築しながら、先ほど申しあげました足元のキャッシュフローも見据えた運用を行っているということで、その部分がおっしゃるとおり、20年の運用とは違う部分になってくる。残りの1%が事業債のアクティブファンドという形になっ

ていまして、考え方としては、自家運用はきれいにやっているけれども、ラダー構築については、20年ラダーのポートフォリオになるような形には今できていないというような状況になっている。

【浅野会長】 ついでに質問ですけれども、今までは完全に20年ラダーができあがって運用している部分と、それから、構築用で20年ラダーに持っていく途中のファンドがあるという形で、それが完成してくると、完全に20年ラダーに移っていたように思うのですが、そうすると、今後しばらくは構築ファンドというか、途中のファンドがそのまま残ってしまうという感じになるということでしょうか。

【鈴木運用管理課長】 先ほども20年債を購入するということですので、構築のスピードが若干今までよりも遅くなるというようなイメージです。

【浅野会長】 はい、わかりました。

はい、どうぞ。

【芹田委員】 今のご議論の中ですと、ほかにベンチマークの20年ラダーのデュレーションとか、現状のデュレーション及びこういうふうに応用した場合に、金額ベースしか書いていないので、その場合にどのようなデュレーション等の満期構造になるのかというような、少し追加的な情報が必要ではないかなと思うのですが。

【浅野会長】 そうですね。それは次回に……。今ありますか。もしあるのでしたら、今説明していただいてもいいのですが、難しいようでしたら次回に今の点を説明していただけますか。

【鈴木運用管理課長】 はい。次回に御説明します。

【浅野会長】 はい。

【宮井委員】 債券に関して今お話しいただいた点についてですが、次回追加していただくときに、現状では29年度までしかデータが書かれていないので、その後どのように推移するのか、今度必要になると思います。それから、一元化との関係でちょっとよくわからないのですが、一元化したときにも、キャッシュフローの不足を各運用主体が準備するという理解なのでしょうか。その辺はどういう役割が運用主体に負わされるのか、それによって多分、ベンチマークの問題や、キャッシュフローの準備もどのぐらい厳格にやらないと

いけないか等、変わってくるのではないかという気がします。

【浅野会長】 お答えをお願いします。

【馬場総括投資専門員】 基本的には、私どもの部分については、積立金の中から支払いをしていかないといけないということになると思うんですね。それともう一つ、この一元化になったときに大きく変わる問題として、現在の私どもの共済組合の会計基準としては、簿価主義による現金主義会計といいますが、実現ベースでの決算を行っているわけなんです。既にGPIFはご存じのとおり、時価会計に移っているということでもありますので、そういったところの会計方式の変更等も、今後のキャッシュフローへの対応というところでは、私どものやり方が少し変わってくる可能性はございます。現在のところはご存じのとおり、含み損を抱えたような状況でございますので、輪切りでキャッシュフローに対応していくと、どんどん実現損が出ていくというような状況がありますので、どうしても国内債券の利息収入でありますとか償還金というものを主体に、キャッシュフローのアウトフローに対応せざるを得ない状況になってまいりますけれども、発生主義会計といいますが、時価会計になっていきますと、そういう問題はなくなってくると思いますので、各資産を輪切りにそれぞれ必要な額だけ処分していくということも可能になるかとも思われますので、どちらにしましても、一元化の姿次第でまた少し様子は変わってくるのかなと思います。

そういう意味で、今、宮井委員のご指摘にありました平成30年度以降の状況ということについても、私どももそれ以降の年金収支の状況がまだつかめておりませんので、そこは今後計算していきたいと思っておりますが、それに対する対応もこれと同じような形でやっていくのか、あるいは輪切りで対応していけるのかと。それによってもまた変わってくるのかなと思っております。

【浅野会長】 よろしいですか。ちょっと30年度以降は難しいということなので、一元化の行方をにらみながら、また追加で出していただく等の対応をとっていただきたいと思います。

【徳島委員】 一元化に関して、GPIFとベンチマークが異なるということは、ご指摘のとおりだと思いますが、先ほどご説明のあったその前に予定されている

指定都市の共済組合との一元化で、例えば統合予定の共済組合が短期の債券をどれくらい持っているか、彼らのベンチマークはどういった運用になっているかというのは私どもも情報を持ち合わせておりません。しかし、もし平成29年度償還の債券をたくさん持っているなら、ご提案のような運用をしなくていい。一方で、指定都市の共済組合との統合が予定どおり進むのかどうかといった議論もある中で、慌てて現時点でフィックスする必要があるのかどうかというのが実感です。正直言いまして、今の5年債の利回りで0.2%とか0.3%のものを、一方で20年債を買えば、随分金利は下がっていますけれども、1.6とか1.7%とか出るところで、ほんとうにここで0.2%の債券を慌てて今買う必要があるのかと、やや疑問に思うところでございます。

【浅野会長】 この点について何かご意見ありますか。

【鈴木運用管理課長】 指定都市の資産ですけれども、我々が約9兆円強に対しまして、指定都市を合わせても2兆円弱というような形になっていまして、資産の規模の差がございますので、そういう意味で、指定都市の債券のポートフォリオがそこで賄えるということは、なかなか規模の差では難しいかと考えられます。

【浅野会長】 よろしいでしょうか。

これも統合が決まれば、その中身も明らかになるでしょうし、あるいは決まる前でも可能な限り指定都市の状況を把握していただいて、あわせてキャッシュフローも考えるようにできるだけやっていただきたいと思います。よろしいでしょうか。

【徳島委員】 実はこういった統合はこちらの連合会様も以前に実施されていらっしゃるけれども、民間でも昔、JA共済連さんが各県の共済連にそれぞれ運用を任せていた債券ポートフォリオを東京に一括で持ってくるということを実施されたときに、かなり事前の段階から、会計処理の扱いから何から苦労されて統合されていらっしゃるのを拝見しました。今後統合される予定の共済組合のポートフォリオがこういった形か、なるべく早目にご把握いただけたらと思います。

【浅野会長】 ということでですので、よろしくお願いします。

【鈴木運用管理課長】 わかりました。そのように対応いたします。

【浅野会長】 ほかにご意見ございませんでしょうか。

それでは、時間もあまりございませんので、次の議題に移りたいと思います。

外国債券の投資対象等の拡大についてです。まず、事務局より説明をお願いいたします。

【事務局（新井）】 それでは、外国債券投資対象等の拡大についてご説明をいたします。

外国債券の投資対象拡大についてでございます。

問題意識といたしましては、連合会の外国債券の運用は、シティ国債インデックスをベンチマークとするパッシブ運用のみであることから、欧州債務危機のように、先進国国債に対して懸念が持たれるような局面では対応が困難であるということでございます。WGBIのほかに事業債も投資対象としているBIGインデックス、パークレイズのインデックスの概要をまとめております。

各インデックスの属性を表にまとめております。BIGインデックスやパークレイズのインデックスは事業債等も投資対象とするため、利回りは高い一方、残存年数、修正デュレーションは短くなっております。また、通貨構成比については、米ドルの構成比が高くなっております。

過去の収益率につきましては、2008年まではWGBIのほうが優位でございましたけれども、2009年以降はBIGインデックス、パークレイズのほうが優位となっております。

この要因といたしましては、BIGインデックス等のほうがWGBIよりユーロの組み入れ比率が低い一方で、米ドルの組み入れ比率が高いことから、2009年以降のドル高・ユーロ安の為替相場の影響を受けたこと、また、組み入れられている債券についても、BIGインデックス等で組み入れ対象となっている資産担保証券がリーマン・ショック後にFRBによる資産買い入れの対象となったことにより、債券価格が上昇したことなどが挙げられると考えております。

組み入れの効果につきましては、現在、連合会の外国債券の運用残高はほぼ4,000億ですけれども、それぞれ1,000億、2,000億、3,000億



0 億、すべてBIGインデックスにした場合のリスク・リターンの試算を行っております。試算の結果では、すべてBIGインデックスといたしましても、リスク・リターンに大きな違いは見られないという結果になりました。ただし、時間軸を変えまして、ギリシャ・ショック後というところで見ますと、リスク・リターンともにBIGインデックスを組み入れると、長期給付積立金全体では向上する結果となりました。したがって、収益の源泉を分散し、リターン／リスク比率の向上を図るため、投資対象を拡大することは有意であると考えております。

続けてご説明させていただきます。

外国債券の時価加重以外のインデックスについてご説明をいたします。先ほど申しましたとおり、現在のインデックスであるWGBIは国債の発行残高が多い国の国債を多く含むこととなっております。そこで、債務発行残高以外の視点も取り入れたインデックスとして、CitiRAFIインデックスとバークレイズのGDP加重、財政健全度加重インデックスについてまとめました。

各インデックスについてはそれぞれ投資対象は国債のみでございますけれども、組み入れ基準、国別配分の決定方法について特徴がございます。

CitiRAFIインデックスの組み入れ方法についてでございます。GDP、人口、国土面積、エネルギー消費の4つのファンダメンタル指標を等ウェイトで加重して国別配分を決定しております。

バークレイズGDP加重インデックスについてでございます。発行国によって10のカントリー・ブロックに分けてウェイトを決定しております。

バークレイズGDP加重インデックスについてでございます。財政健全度加重は、ストック、フロー、両面から財政健全度を評価しております。

それぞれのインデックスの銘柄数、利回り、また、国別配分等をまとめております。こちらも米ドル、ユーロの通貨構成比に特徴がございます。

リターンにつきましては、いずれのインデックスもWGBIを上回っております。為替の効果によるものと通貨ベースの寄与によるものとで、WGBIを上回る理由もそれぞれ異なっております。リスクにつきましては、RAFI財政健全度加重はWGBIよりも高くなっております。

次に、外国債券運用におけるアクティブ運用の導入についてご説明をいたします。連合会では、平成21年度に基本ポートフォリオを議論した際、ユニバース調査の中心値がマイナス0.15%でありましたので、優秀なファンドを選定することに対する懸念があったことから、すべてパッシブ運用といたしました。現状の最新データでは、過去3年、5年ともに多くのファンドが超過収益を獲得しており、アクティブファンドの有効性が無視できない状況になっております。

また、欧州債務危機などによる国債に不安が持たれる局面において、パッシブ運用では対応に限界があることについても考慮する必要があると考えております。

アクティブファンドの導入に当たっては、政策ベンチマークのとおり、アクティブ運用のベンチマークは現行のWGBIとし、また、格付基準につきましても、基本運用方針のとおりA格以上としたいと考えております。

また、投資対象につきましては、事前登録を条件に、国債以外の債券への投資を可としたいと考えております。

設定金額につきましては、外国債券全体の約3割の1,000億円を目途といたしまして、3ファンド程度を想定しております。

過去3年、過去5年でのマーサーのユニバースのアクティブファンドの状況を示してございます。

規程の整備について示しております。投資対象はシティBIGインデックスの組み入れ基準を満たす債券とする一方、格付基準につきましては、先ほど述べたとおり、引き続きA格以上としたいと考えております。

以上で外国債券の投資対象等の拡大についての説明を終わります。

【浅野会長】      ありがとうございました。

それでは、ただいまの説明につきまして、ご意見、ご質問をお願いします。

【宮井委員】      確認させていただきたいのですが、外国債券のスポンサーベンチマーク、つまり連合会全体の外国債券のベンチマークはWGBIを使い、アクティブ運用のマネジャーベンチマークはBIGを使うという理解でよろしいですか。

【鈴木運用管理課長】      マネジャーベンチマークもWGBIのほうで行って、投資対象だ

けはBIGのA格以上が使用できるということです。

【宮井委員】      そうですか。それで評価できるのでしょうか。つまり、運用者に対して投資のできる範囲を限定しているように思いますが。

【鈴木運用管理課長】      WGBIから広げることになります。

【宮井委員】      広げて、だけど、評価はある限られた国債だけでやるということですね。投資対象と差が出るような気がするので、良いのでしょうか。

【浅野会長】      あり得ない話ではないと思いますが、どうなのでしょう。むしろ皆さん方のご意見をお聞かせ願います。ベンチマークはこうなのだけれども、それ以外にユニバースを広げてもベンチマークに勝ってくればいいよということですかね。

【宮井委員】      ということですね。

【加藤委員】      あえてそのように指定する理由はあるのですか。要するに、マネジャーベンチマークもあえてWGBIにすることです。本来であれば、今、宮井さんが言ったように、母集団と同じベンチマークで合わせたほうがいいと思うのですが、それをあえて狭くしているという理由は何かあるのでしょうか。

【鈴木運用管理課長】      基本運用方針でA格以上となっており、BIGで狭くするよりはWGBIで広げる方が、アクティブマネージャーとしても運用しやすいと考えております。

【浅野会長】      一つ確認ですけれども、BIGはA格以上じゃなくて、A格未満も含まれているのですか。

【鈴木運用管理課長】      はい。

【浅野会長】      BBBまでですか。

【鈴木運用管理課長】      はい。10%ほど含まれています。

【浅野会長】      そうですか。BIGをベンチマークにすると、BBBの部分が運用できないので、かわいそうだから……。

【鈴木運用管理課長】      うちの規定で基本運用方針の中でA格以上としていますので、それでBBBが含まれているBIGのほうをマネジャーベンチマークにすると、正確な比較をできないということです。むしろWGBIのほうが適当であろうということで考えております。

【宮井委員】 そうすると、カスタマイズドベンチマークで良いのではないですか。つまり、別にBIGに全部合わせる必要ないですね。こちらのニーズがこういうニーズで評価したいということであれば、そのニーズに沿ったようなベンチマークをつくるというのが当然ありえます。海外では結構、そういうカスタマイズドされたベンチマークというのがいろいろ使われているということだと思いますので、あえてBIGに固執する必要はないのではないかなという気がしますけれども。

【浅野会長】 そのカスタマイズドベンチマークというのは……。

【宮井委員】 BIGの……。

【浅野会長】 中に別の分類としてあるのですか。

【宮井委員】 いや、作ってもらうということです。

【浅野会長】 作ってもらうとなると、そのコストと、そこまでやるかどうかという問題が出てきますね。

【宮井委員】 そうですね。だけど、運用会社にベンチマークがWGBIで、投資対象が違いますよということになると困ると思います。指定された運用会社も、多分、WGBIを大体ベースにして、少しリスクをとるような感じでやったりとか、非常に何というか……。

【浅野会長】 ただ、ここでは狙いは2つあって、1つは、債務国の問題でガバメントだけの場合でも、完全にパッシブでなくてアクティブにやってくださいということ。それとおまけにというか、ガバメント以外もやってもいいですよというニュアンスです。そこで完全にBIGのほうをベンチマークにするとこのほどのつもりもないということでしょうか。

【鈴木運用管理課長】 まず、カスタムベンチマークについてなんですけれども、確かにそういう考え方ございますけれども、ただ、カスタムベンチマークにしますと、要するにベンチマークを作ってもらうということでコストがかかるという部分が1つと、もう1点は、実はマーサーのアクティブファンドのリストを掲げているんですけれども、そのほとんどがベンチマーク外の対象、オフベンチマークの銘柄も入れて超過リターンを獲得しているというファンドも多数あるということです。そういった意味で、WGBIのベンチマークでもアクティブファンドとしては対応は可能であるということと考え

ております。

【浅野会長】 はい、どうぞ。

【芹田委員】 そのようであっても、結局、結果的に委託を受けたマネジャーは、宮井委員がおっしゃられたように、先進国国債以外のものに運用するということは実質的に難しくなるのではないかと思います。それでもいいのかというような心配はあるのですが、いかがでしょうか。

【浅野会長】 そのあたりは実際どうなのでしょう。先ほど言っていたマーサーのデータは、WGBIをベンチマークにしながら、ユニバースを広げてアクティブにやっているというファンドが含まれているということですか。

【鈴木運用管理課長】 アクティブマネージャーにとってみれば、ベンチマークが別にシティのWGBIであったとしても、オフベンチマークを入れて、そこで超過リターンをとっていくというのは、彼らがオフベンチマークを入れるというのは自分たちのリスクでとっていったって、そこで収益を上げられると思っているのでそういうことをやっているの、特に運用しにくいとか、そういうことはなくて、実際のファンドも、超過リターンを上げているファンドというのはオフベンチマークを使っているところがかかなり多かったというのは、調査の結果わかっております。

【浅野会長】 現実にはマーサーのデータで勝っているのは、WGBIをベンチマークにしつつ、オフベンチマークを入れて勝っているという、こういうファンドが多いということですね。

【鈴木運用管理課長】 多いということです。

【浅野会長】 そうすると、必ずしも今、お二人が懸念されたように、ベンチマークがWGBIだから、その範囲でしかやらなくなるのではないかという懸念はないと見ていいというふうにお考えだということですね。

【鈴木運用管理課長】 はい。そういうことです。

【浅野会長】 はい。

【徳島委員】 事務局から言われたとおり、運用者の観点から言いますと、WGBIをベンチマークにして、ベンチマーク以外のものに投資することを認めてもらえるというのは、それは超過収益の源泉になりますので、オフベンチという考え方は十分にあると思います。

ただ、正直言って、今回の規程の整備を行う中で、投資対象の拡張によるB I Gの投資効果がどれだけ得られるかというのは、少し疑問を感じる部分があります。例えば格付に関する制約を緩めることは可能だと思いますが、一方、B I Gのインデックスにはモーゲージが2割入っています。モーゲージを含んでいることでB I Gが2007年、8年にやられた1つの要因となっているわけです。もともとアグリゲートインデックス系の外債ファンドを担当していたこともあることで理解していますが、この2年ぐらい、ヨーロッパのソブリン問題でWGBIがたたかれています。一方、その数年前を考えると、アグリゲート系のB I Gとかバークレイズのインデックスが逆にたたかれていた。今、どちらも振られている中なので、ベンチマークの多様化としてソブリン以外のものを入れるということ自身、私は賛成ですが、例えば格付のところに加えて、「連合会が別に定める場合」という対象を少し広げてあげないと、今のこの規定でいくと、モーゲージ担保証券はほとんど投資できないのではと思いますし、オフベンチマークの投資効果がどれだけ得られるのかなという点について心配しておりますが、いかがでしょうか。

【浅野会長】      いかがでしょうか、今のご指摘に対して。

【鈴木運用管理課長】      モーゲージ等につきましては、その規定のところで、連合会が別に定める場合と事前に協議した場合はその限りでないということです。事前に協議していただければ投資はできるということで考えております。

【浅野会長】      はい。

【加藤委員】      結局、外国債券のシステムティック・リスクを何でとるのかという議論をしないと、中途半端な気がします。つまり、外国債券という資産クラスとして、社債やモーゲージ証券等国債以外のものも含めた母集団に拡大し、例えばバークレイズのアグリゲートインデックス等に移行するのか。あるいは、あくまでも国債だけのインデックスをベンチマークとしつつ、プラスアルファもとりにいきたいのか。それによってこの議論が決まって来るのではないかと思います。いかがでしょうか。

【浅野会長】      どうでしょう。これは事務局だけでなく、ほかの方のご意見も聞いたほう

がいいでしょうね。

【芹田委員】 今のお話と関連させて、そうすると、あとはパッシブのほうをある程度恣意的に、今の状況だと、ある特定の国の国債を外すようなことが生じ得るというふうなことが起こっている。その部分もどのように考えていくか、先ほど運用結果のところでも申し上げましたけれども、その辺も少し考えるところではないかと思うのですが。

【浅野会長】 そうですね。1つは、国債だけにしておいて、そのなかでアクティブにするという手もなくはないわけですね。ただ、そこでアクティブにするのだったら、ほかのところでももっとアルファというか、リターンを稼げるのではないかとということで拡張していくということですが、その場合に、ベンチマークまで変えるかどうか。全面的にやるのであれば、ベンチマークまで変えたほうがいいでしょうが、とりあえず4,000億のうち1,000億ぐらいをやるということなので、基本的にはベンチマークはまだWGBIのほうにしておいて、ガバメントの中で外したりすることに加えて、アクティブにちょっとオフベンチマークを入れてもいいという感じで始めたい、ということなのですね。4,000億全部をアクティブにするのであれば、ベンチマークから基本的に考え直したほうがいいと思うのですが、とりあえずは少しアクティブにリスクもとってみようかという部分をつくるということであれば、ベンチマークまで変えないでいってもいいかなというふうには私は思います。

【宮井委員】 一元化の問題もあり、GPIFは既にBIGをベンチマークにしているので、この点も考慮するわけですね。

【浅野会長】 あ、そうですか。

【宮井委員】 そうですね。GPIFはBIGをベンチマークに採用していました。

【鈴木運用管理課長】 アクティブで採用しています。

【宮井委員】 アクティブのところですね。

【浅野会長】 アクティブだけですか。

【宮井委員】 そうゆうわけですから、運用会社をちゃんと評価したいというのであれば、全体のベンチマークじゃなくて、運用会社のアクティブを採用するマネジャーベンチマークとしてBIGがいいんじゃないかなというふうには思い

ますけれども。

【浅野会長】 B I Gのほうをベンチマークにするということになると、先ほどのA格以上というところを変えないといけないので、それは基本の運用方針から修正しないといけなくて、ちょっと手間がかかるということですか。

【鈴木運用管理課長】 そういうことです。

【浅野会長】 それはもし変えるとしたら、相当大変なことですか。

【鈴木運用管理課長】 はい。基本運用方針の変更につきましては、総務大臣の承認を得なければいけないというような手続を踏まなければいけないので、そういった意味で、かなり大変だということで考えていただければと思います。

【浅野会長】 ですから、その妥協の産物というか、とりあえずはまだ一部をやるだけなので、W G B Iをベンチマークのままにしておいて、オフベンチマークでのアクティブを認めるという形でとりあえずはやりたいということですが。

【加藤委員】 いいと思います。

【浅野会長】 今の議論を十分踏まえて、今後もっと拡大していくときには、当然、ベンチマークの問題から考え直さないといけないという、この点を留意事項として加えておいて、一応、事務局の方針というものを承認するというにしたいと思いますが、よろしいでしょうか。

【甲斐委員】 そのことについては全く異存がないのですが、別の意見として、そもそも債券にパッシブ運用というものがあり得るのかどうかということなんです。特に外国債券でパッシブ運用って、ここにも少し触れられていますけれども、例えば国別のW G B Iのウエートを見ても、必ずしも国力を反映したウエートになっていないわけですね。株式はバックに経済的価値とか国力みたいなものが存在するんですけれども、債券はそうは言えないところがあります。そういう意味では、パッシブで買うというと、大量に債券を発行せざるを得ないような経済状況の国のものをあえて持つということになります。債券のパッシブ運用が投資哲学的に意味があるのかどうか、その辺も検討する必要があるかと思います。

【浅野会長】 そうですね。せっかくC i t i R A F Iだとか、バークレイズの財政健全化というのですか、そういうのを出していただいているのですから、今後はこれを含めてベンチマーク及びアクティブの問題を考えていっていただ



きたいと、私も思いますね。ということで、今回はそこまで議論できないので、今後の課題ということにして、とりあえずはベンチマークを変えずに一部アクティブを入れるということを、この委員会でも承認するということにしたいと思います。

【芹田委員】 アクティブについてはそれでいいと思うのですが、パッシブについてどうするかということに関して、例えば1つは、先ほど甲斐先生がおっしゃられたように、パッシブとはせずに、先進国国債を投資対象として、ベンチマークとしてWGBIを使ったアクティブの運用というようなことも1つは選択肢としてあり得ますよね。

【浅野会長】 そうですね。ただ、例えばCiti RAFIを使うとしたら、それはCiti RAFIをベンチマークとするパッシブということになりますが、今の場合は、そういう運用をするというわけではなくて、ベンチマークはあくまでマーケットポートフォリオ、それは一部のガバメントだけですが、あくまでそれがベンチマークで、そこからアクティブということで乖離する。その乖離の仕方は、とりあえずはこういう考え方で乖離するというのではなくて、マネジャーに任せるということになるということですね。これに対して、Citi RAFIとか何か別のベンチマークを使うということは、当連合会がアクティブというか、こちらのほうがいいという判断をして、マーケットポートフォリオ以外の運用をすることになります。それがアクティブだとしたら、その判断はこちらがして、マネジャーに対してそのベンチマークに対してパッシブに運用しろというわけです。あるいはもちろんそこからさらにアクティブにしてもいいわけですが、これは今回、短時間で決められる問題ではないので、今の甲斐先生のご指摘を踏まえて、債券でのパッシブをどう考えるかを含めて、ベンチマークを何にするか検討していかないといけないということになります。今日そこまでやるのはとても材料不足ですし、相当検討に時間を要すると思いますので、次回の基本ポートフォリオの見直しまでにはそういう議論を詰めていきたいと思います。

ということで、とりあえずは事務局案で進めていただくということにしたいと思います。

それでは、次ですが、不動産投資、インフラ投資についてですね。事務局

より説明をお願いいたします。

【事務局（迎）】       まず、不動産投資についてご説明いたします。

投資手法別分析として、実物不動産投資におけるメリットをご説明いたします。

第1に、安定したインカム・リターンが挙げられ、安定度を確認できます。

次に、2、分散効果の向上につきお示ししています。

3、インフレヘッジ効果についても、一般的には有効と言われております。過去にはこれが有効と言い切れるまでのデータはないものの、海外での組み入れ事例がございます。

留意点・課題として、①適切な投資対象の評価、②適切なレバレッジの活用、③適切な物件の管理運営、④出口戦略の必要性が挙げられます。

続いて、J-REITの特徴についてご説明いたします。J-REITの価格はトピックスに近い動きをする一方、利回りは高い水準にあります。

市場価値と正味財産価値の比の推移を見ますと、2007年ごろに一種のバブルが生じているものの、足元では落ちついております。これらの指標に注意が必要と考えます。

私募不動産についてご説明いたします。国内の私募不動産規模は拡大基調にございまして、最近ではオープンエンド型のファンドも運用を開始しております。海外においても大手のファンドが一定の規模で運用を行っております。

不動産に関するインデックスについてご説明いたします。

まず、実物不動産に関しては、海外ではNCREIF、IPD、国内ではARESなどのインデックスがございます。また、海外ではレバレッジを考慮したファンドレベルのインデックスも活用されており、CALPERSの例をお示ししております。

最後に上場REITのインデックスについてですが、海外では、FTSE及びS&Pのベンチマークが候補に挙がりますが、FTSEには不動産事業会社の株式等が含まれるなど、銘柄構成の違いに注意する必要があります。国内では東証REIT指数が採用候補です。

不動産に関する説明は以上でございます。

続きまして、インフラ投資についてご説明いたします。

概要としましては、経済的インフラや社会的インフラと言われる投資先企業の株式や債券などに投資するスキームがとられます。

インフラ投資は世界的に注目され始めたのが2000年以降であり、比較的新しい投資形態です。主な分類としては、1、直接投資と間接投資、2、投資の成熟度による分類、3、地域による分類がございます。

特徴としては、大規模投資を要し流動性が低い反面、高いキャッシュフローが期待できる点や、当局規制等による参入障壁が高いことが挙げられます。

リスク・リターン特性は成熟度に大きく左右される特徴がございます。

投資のメリットとしては、安定的なキャッシュフローやインフレヘッジ機能がある一方、留意点としては、運用実績が少ない中で高い専門性が求められること。低流動性、政治リスクなどが挙げられます。

インフラファンドの状況としては、年金等のニーズから非上場ファンドを中心に一定の規模がございます。

また、カナダの公的年金等が直接投資家として上位にいる点が特徴でございます。海外では、オーストラリアとカナダの年金基金が積極的に投資を進めております。

最後に今後の課題としては、投資目的及び基本ポートフォリオ内での位置づけや具体的な管理方法を検討する必要があります。

以上で不動産投資、インフラ投資の説明を終わります。

【浅野会長】      ありがとうございました。

質問、ご意見を聞く前に確認しておきたいのですが、この不動産及びインフラ投資については、具体的にやりたいとか、何かスケジュール的なものがあるわけではないのですね。今後、運用対象の拡大ということで、その場合の有力候補として皆さん方の意見を聞いておきたいと、こういう位置づけでよろしいでしょうか。

【鈴木運用管理課長】      そういう位置づけでお願いいたします。

【浅野会長】      ということですので、先ほどは具体的にこうしますという協議事項だったのですが、こちらのほうは、今後の課題として皆さんのご意見を聞きたいと

ということで今日の説明があったということです。そのつもりでご意見をいただきたいと思います。

【宮井委員】 多分こういう2つの件が上がってきた背景には、さっきあったインカムをどうするか、キャッシュフローの観点が重要になってきたからだと思います。今までは債券で年金のキャッシュフローというのをある程度考えていたのだけれども、債券以外に安定的にインカムが得られるようなものがないかということで、多分、こういう議論が出てきたのだと思います。今後の課題のところに書かれていたように、どういう目的で投資をするのかというのが重要になりますし、そのときに、基本ポートフォリオのつくり方にも影響してくると思うのですけれども、キャッシュフローをどのぐらいまず初めに考えるのかを決める必要があります。今までは多分、成熟度がそれほど高くない段階では、キャッシュフローは後で確認するぐらいの感じだったと思いますが、そういう段階ではもうなくなってきた、キャッシュフローをまず考慮しないといけないということだと思います。そのためには、債券だけではなくて、つまり、インカムの分散投資を図るという意味では、不動産、REIT、それからインフラについても、これから検討する方向性としては非常に良いのではないかなと思います。

それで、僭越ですが、後ろのほうに資料がありまして、これに沿って簡単に説明させていただきたいと思います。資料の後ろのほうに提言というのが書いてあって、年金給付を重視した資産運用の考え方というのがあります。

それで、伝統的資産のインカム・リターンの分析と書いていますけれども、今後、こういうふうになんか年金給付というのを考えていかないといけないということで、どういうふうになんか分析していくのが課題になります。そこで、分析案を考えてみたのですが、例えば年金債務と投資対象資産との相関をとります。その場合、トータル・リターンだけではなくて、キャピタルとインカムに分けて相関をとります。ここで、年金債務をどのように定義しているかという点ですが、物価指数の伸び率プラス1.1%、いわゆる公的年金だと賃金上昇率プラス1.1%ということですが、ここでは例えばということで、物価指数の伸び率プラス1.1%を用いています。また、企業年

金だと退職給付会計との関係を考えれば、長期国債の利回りとか、そういったものを年金債務というふうに定義をして、それと伝統的資産のトータル・リターンとキャピタル・リターン、インカム・リターンの関係、特にインカム・リターンとの関係を見ようということです。ここではREITとかインフラについては、データがとれなかったので、分析ができていないのですが、本来はそういうものを入れて、負債との関係を分析するという方法があるのではないかと思います。

具体的には、当然、リスクとリターンというのをインカムベースの場合とトータルの場合で分けて、株式の場合は配当ということで分けてリスク・リターンを示してあり、次にサープラスのリスクとリターンというのを計算しています。

ここでサープラスと言っているのは、年金債務のリターン、例えば物価指数の伸び率＋１％と伝統的資産のリターンとの差をとって、これをサープラスリターンというふうに定義します。そのサープラスリターンの変動であるリスクが低い資産、低いほうが当然リスクが低いというわけです。要するに、年金債務と連動性、相関の高い資産を持つと、その分、リスクが低いというような形になるので、こういう形の分析が１つのアイデアです。今後インカムをどのように考慮していけばいいかというときに、何がしか参考になるのではないかなと思って添付させていただきました。

【浅野会長】     少し補足しますと、不動産とかインフラとかは、インカムを稼ぐ、多分、債券よりもいい資産だろうということで、積極的に考えていったほうがいいのではないかというご意見ですね。

【宮井委員】     そうです。

【浅野会長】     はい。ありがとうございました。

ほかにいかがでしょうか。どうぞ。

【徳島委員】     アメリカのビジネススクールで不動産投資について勉強すると、まず、インカムのパーツとエクイティのパーツを分けて考えろというのが出てきます。アメリカの不況期であった１９９０年前後には、アメリカで不動産のエクイティ部分を買うのは、アラブの投資家と日本の生命保険会社だけだと言われた時期があり、実際、その後、日本の生保は一たん全部撤退してしま

っています。そういった意味では、不動産投資に関しては、宮井委員のご指摘のとおり、インカムとキャピタルとをある程度分けて考えるべきであると思っています。

例えばJ－REITの場合も、インカムで投資するのか、もしくはトータル・リターンで投資するのか、そこを明確に分けないまま、相対的にリターンが高いといって投資する対象のアセットではないだろうと思っています。

ただ、アメリカの場合に、先ほどインカムとエクイティを分けていたという背景には、CMBSのように不動産のインカム部分のみを投資対象にするツールがあったから可能だったのです。ところが、日本の場合には、ご案内のとおり、リーマン・ショックの後、CMBSのマーケットが全然回復せず、壊滅状態なままのため、現状では、日本でインカムだけを投資対象とするツールがありません。そういった意味で、キャピタルも含めて不動産投資を行うことの意味をよく考えて判断しないといけないと思っています。

一方、インフラ投資に関しましても、やはり宮井委員のご指摘のとおり、インカムのキャッシュフロー収入というのが1つの重要な判断基準になると思います。いわゆるグリーン領域の開発型のものと、当面、全くインカムを生まないわけです。アメリカの年金運用者と話をしても、インカムを生まないインフラ投資に関しては考えたほうが良いと言われました。彼らから推奨されたのは、例えば空港の使用料ですとか、道路や橋の通行料ですとか、そういった毎期のキャッシュインフローが入ってくるインフラ投資なら考えても良い。一方、プライベートエクイティのように、長期に持ち続けて、トータルで時価が増えることをねらう投資というのは、それはまた異なった判断基準で取り組むべきであるという指摘を受けました。

日本に関してはまだまだ市場が未成熟ですし、実際、先ほど事務局から提示された資料の中でも、カナダとオーストラリアで年金がインフラ投資に注力している。これは明らかに、イギリスも含めていわゆるPFIとかPPP投資が進んでいるから、このような対象が存在するのであって、日本の場合には残念ながら、まだようやくPFIが端緒について、これから拡大しようというところですので、日本の国内でのインフラ投資というのはまだ難しいと考えざるを得ません。一方、海外でインフラ投資を行うとなった場合

には、為替リスクをどうとるかということをまた別途考えないといけません。したがって、なかなか長期的なテーマになるのだろうと考えております。

【浅野会長】      ありがとうございました。

ほかにご意見ございませんでしょうか。

はい、お願いします。

【甲斐委員】      この2つの資産ともかなり高いインカムが見込めるということなんです、2つは同列に議論できないのかなと思っています。今おっしゃったように、インフラ投資は、特に日本の場合は法律が整備されておらず、P F Iにしても扱いもまだはっきり決まっていない部分が残っていますし、レベニュー債という、アメリカではよく発行されているようなものが、日本では非常に難しくて頓挫している状況があります。日本のインフラ投資は、単にインカムが獲得できるという見方では危険であり、行政的なものも含めてリスクがまだまだあるので、少し時期が尚早かなと思います。

海外の場合、また別のリスクもあります。それに比べて不動産は、R E I Tができて10年たち安定的な信頼が出てきました。インフラ投資のようなリスクはないわけで、まさにインカム・リターンの観点に絞って投資採算を考えればよいと思います。やるとしたらそっちのほうの方が有力じゃないでしょうか。

【浅野会長】      ありがとうございました。皆さん方の意見を総合すると、インフラのほうはまだちょっと早い、時期尚早。不動産、多分R E I Tということになると思うのですが、こちらのほうはインカム狙いでかなり有力だということなので、今後、多様化の議論を進めていくに当たっては、R E I T中心にやっていただくのがよろしいかなというふうに……。

はい、どうぞ。

【宮井委員】      そういう意見ですけれども、カナダ・オンタリオ州には、O M E R Sという公務員年金があって、ここはインフラ投資を積極的にやっているところです。日本のインフラに年金が投資をするというのではなくて、もちろん為替のリスクはあるのですが、海外のインフラ、それでこの前、企業年金連合会がこのO M E R Sのファンドに1,000億ほど投資をしようということを決めたという記事が出ていました。

その背景は、インフラというと、我々はどうしてもグリーンフィールドとか、あるいは新興国、アジアのインドとかインドネシアとか、あの辺のこれからつくるようなインフラを想像しますけれども、そうではなくて、OMERSの場合は先進国、ヨーロッパあるいはアメリカが対象です。そういう意味ではカントリーリスクがあまりないところだけれども、財政問題があって、それぞれの国がお金を出せないというようなところです。年金がそこにお金を出して、その国のインフラの整備を後押しして、成長戦略というか、ヨーロッパあるいは先進国の新たな成長戦略に寄与しようという考え方です。成長戦略を考える際には、今、老朽化しているインフラが結構増えているということなので、何かしらのインフラ整備を行う必要があります。ただし、それが財政危機でお金がないというようなことなので、そこを年金のお金で投資をするということです。年金基金が政府と取引を決めてやるというようなことを、OMERSの人が言っていました。したがって、REITが先じゃなくて、このインフラも十分考える余地があるのではないかなというふうに思いまして、お話しさせていただきました。

【浅野会長】      という意見もあるということで。ただ、あれもこれもといきなり全部はできませんので、優先順位から言うと、REITが投資の容易さ等も兼ね合わせているということで、優先順位は高くなるのではないかなと思います。よろしいでしょうか。

【芹田委員】      ほかにオルタナティブ投資については、少し長期的な話として、CALPERSではオルタナティブの目標配分14%というところもありますので、分散投資の観点からは、1つ検討課題とするのは難しいのでしょうか。ただし、インカムを重視するという部分はよくわかります。

【浅野会長】      あり得ると思いますが、私の個人的意見で申しわけないですが、プライベートエクイティか何かというと、投資する側のデューデリというか、そういうような問題も出てきてしまって、そこまでの能力があるのかどうか。ヘッジファンドでも似たような問題はあると思うのですが、そういうのと比べると、REITだと上場されているということで、そういう面でのバーが低いという感じがしますね。もちろん十分な調査とかリスク管理というものができるのであれば、プライベートエクイティだとかヘッジファンドなど



も対象になってくると思いますが。そこら辺のこちら側の体制とあわせて、つまりそういうものに対応していくコストとの兼ね合いなども含めてやれるかどうかということで、優先順位は考えていけないといけないのではないかなと思っています。

この点について、事務局のほうで何かつけ加えることございませんか。

【馬場総括投資専門員】 今、浅野先生がおっしゃられたとおりでございますが、我々の体制の限界というものもございますので、優先順位等を考えながら、長期的な観点で検討は続けていくということになるのかなと思います。

【浅野会長】 それでは、大体ご意見をいただいたと思いますので、次の議題に移りたいと思います。

最後に、基本ポートフォリオの検証等についてということですが、まず、事務局より説明をお願いいたします。

【鈴木運用管理課長】 基本ポートフォリオの検証等についてでございます。基本ポートフォリオの検証に当たっては、例年、基礎データの算出期間を延ばして検証しておりますが、この方法だけではなく、ほかにどのような視点で検証すべきか、また、今後の制度改革をにらみながら基本ポートフォリオをどのように構築して管理すればよいか、最近の資金運用に関する議論を踏まえながら、委員の皆様のご意見をいただきたいと思います。以上です。

【浅野会長】 ありがとうございます。

今の説明について質問はほとんどないと思いますが、ご意見、特に今後の基本ポートフォリオの検証のやり方、さらに、次の基本ポートフォリオの見直しは26年度ですので、この任期ではなくその次になるのですが、先ほど来出ている一元化だとか、指定都市の統合とかという問題も含まれてくるので、かなり難しいというか、いろいろな要素を考えないといけなくなって、従来どおり単純に基本ポートフォリオをつくってというわけにはいかないし、また、基本ポートフォリオをつくって、それを維持していくという運用だけではどうもうまいかないのではないかとということで、宮井さんのペーパーはそういう点も含めて新しい視点でのやり方を提案されているということだと思いますので、今後、基本ポートフォリオの検証及び見直しをし

ていくに当たって、皆さん方、どんな方向、あるいはどんな点を特に重視されているか、そのあたりをとりあえず時間の範囲内で、あと10分ぐらいですけれども、ご意見をいただけたらと思います。

まず、宮井さんから、資料も出されていることですので、お願いします。

【宮井委員】 添付させていただいた資料で、簡単に説明させていただきたいと思います。タイトルが少しセンセーショナルかもしれませんが、政策アセットミックス(基本ポートフォリオと同義)からシステムティック・リスクによる管理へとということになっています。当然、この政策アセットミックスというのはもちろんベースとしてあるわけですが、ただ、政策アセットミックスだけではなくて、今、いろいろ議論されてきたように、伝統的資産だけではなくて、いろいろな新しい資産を入れようというふうになってきたときに、もう少しいろいろなリスクを考える必要があるのではないかということで、システムティック・リスクというのを考えてみたらどうかということになります。

例えば、政策アセットミックスをつくってリバランスするときの効果、そういう意味で資産配分を維持していくという効果は重要だという認識で、それを検証して、リスク管理の観点でリバランスをする必要があるというようなことを前半で書いています。後半では、今度は資産配分だけではなくて、システムティック・リスク・ファクターを用いてもう少し分析できるのではないかということを書いています。ここでシステムティック・リスク・ファクターとは、例えば債券の観点で言うと、デフォルト・リスクとか金利リスクとか期間構造リスクとかいうものです。先ほど来の議論の中で債券についてもデュレーションが長いとか短いとか、あるいは格付がどうかとかがでていましたが、そういう観点が入ってきます。これは債券の資産配分だけではうまく管理できない部分があるので、このようなシステムティック・リスク・ファクターとして、デフォルト・リスクとか金利リスクと分けて考えたらどうかということです。

それから、その下のほうに、株の場合もマーケット全体以外にバリューとか、小型株とか、あるいは業種に関するリスク・ファクターを入れてあります。それ以外に為替、これは外国もののリスク、それから外国債券、外国株

式リスクとありますが、その下に為替のリスク・ファクターを示してあります。システムティック・リスク・ファクターとしてはいろいろなリスクが考えられますので、これが良いというわけではなくて、サンプルということでご理解いただければと思います。為替リスクもドルだけではなくて、ユーロも多分あるでしょうし、ほかにもいろいろなリスクが考えられると思います。したがって、資産配分とプラスしてこういったもので管理をしていくというのも良いのではないかと思います。

それからその次です。これはヘッジファンドを分析しようということですが、ヘッジファンドによる年金ポートフォリオのシステムティック・リスクの管理ということを書いています。ヘッジファンドをどう入れるかというところにもかかわってくる問題ですが、今までヘッジファンドというのは非常にリスクが高くて、投資する際にちゅうちょするというケースが多いと思います。しかし、見方を変えて、実はヘッジファンドの中にはこういったシステムティック・リスクが非常に低いものがあります。当然、ヘッジファンドのリターン変動が、システムティック・リスク・ファクターで全部説明されてしまえば、ヘッジファンドに投資する意味がないのですが、ヘッジファンドの中にはこういったシステムティック・リスクが低いものがあるということです。したがって、それを使えば、逆にシステムティック・リスク自体を、ヘッジファンドを入れることによって何がしか管理できるのではないかという発想の転換をしたような分析です。これも含めて、資産配分以外にもう少しいろいろな方法、連合会では既にいろいろやられておりますけれども、こういったシステムティック・リスクというのもリスク管理の1つの方法として考えられるのではないかなと思います。

【浅野会長】

ありがとうございました。

それでは、ほかの方はご意見ございませんでしょうか。

では、今後の進め方を確認しておきたいのですが、次回、9月24日に予定されている委員会では、議題は基本ポートフォリオの検証と新たな運用手法についてですね。今、宮井さんが説明されたようなことを議論していくということになるのでしょうか。その前に基本ポートフォリオの検証をしないといけないのですが、これはとりあえずは従来どおりやっただく

ことになりますが、期間を延ばしたりデータを更新したりしただけでは、結論として効率的という結論しか出ないですね。それが効率的ではないなどという結論が出たら困るし、そういう結論が出ることはあり得ないという感じがするので、そういう意味では、従来のやり方でいいのかどうか、そこの中に含まれている問題はないかどうかというようなことまで検証を進めていただきたいと思います。ただ、具体的にどういうことかということになると、私は特にアイデアがあるわけではないので、皆さん方からこういう検証をしてほしいということがあったら、この場で、あるいは後でも結構でするので、ぜひ言っていただきたいと思いますのですが、いかがでしょうか。

【加藤委員】 基本ポートフォリオの検証というのは、過去のポートフォリオが結果としてよかったかどうかということの検証でしょうか。

【浅野会長】 というよりも、今、基本ポートフォリオとして定めているのが、それを策定したときと比べて、いろいろな経済情勢等も変わっているし、データ等も増えているわけだから、それで見ても効率的かどうか、何か問題がないかどうかというのを確認するという作業を行うということですね。

【鈴木運用管理課長】 はい。そうです。

【浅野会長】 従来はデータを更新して、基本ポートフォリオを策定したときの効率性、それから、この基本ポートフォリオについては下方リスクがどの程度かということも押さえているので、それが現状ではどうなっているかということを検証するというをやっていたのです。ただ、それだけで十分か、それだとあまりよろしくないというような結論がまず出ないので、それだけで満足していいのか、もう少し踏み込んで、今の基本ポートフォリオの中で抱えているような問題がないのかどうかというようなこともあわせて検討してもらいたいというのが私の個人的な意見です。そういう観点から、何かぜひこういうこともやってほしいというようなことがあったら、ぜひ申し出ていただきたいと思います。

【芹田委員】 昨年度に日本国債がユーロ圏のような形のリスクが起こった場合について、数値的にどのくらいの損害が生じるかということまで具体的に計算していただきました。そのようなリスクも、今後長期的な観点からは、どう考慮して、各状況が起こったときにどのような対応をしていくかということ

に関して、前回少し考えていただいたものを少し発展させていくというのは重要なのではないかなと思いました。ただし、この時期、日本は幸いにしてまだ問題はありせんし、そのまま行ってくればいいわけですからけれども。

【浅野会長】 金利上昇リスクに対して、今のような運用がどんなリスクを抱えているかということですね。

【宮井委員】 今の芹田委員とほとんど同じ意見ですが、そういう意味では、ストレステストみたいなことですね。金利だけじゃなくて、例えば資産間の相関が非常に高くなった場合とか、あるいは株が大きく下がったとか、考えられるストレステストで検証したら良いのではないかと思います。検証というのは、基本ポートフォリオ構築後のデータを追加して、その中で行うということですが、同時に将来的に今のポートフォリオでどういう影響があるかというときに、ストレステストというのがあると、よりリスク管理という観点で良いのではないかと思います。

【浅野会長】 ということですので、検証についてはストレステストということになるし、次回の基本ポートフォリオの見直しに向けては、先ほど宮井委員からご説明があったような考え方、あるいはダイナミック・アセット・アロケーションですか、そういうような考え方をどう取り入れていくか、あるいは全くその必要はないかもわかりませんが、そういう議論を深めていきたいと思っています。

それから、新たな運用手法についても、次回予定されているのですが、これは先ほど出ていたREITなどをもう少し深めて、具体的に提案があるということでしょうか。そこまではいかないですか。

【馬場総括投資専門員】 今日、ある程度、浅野先生から優先順位というお話もいただきましたけれども、それをもうちょっと具体的にした形にご意見を集約していただいて、必要な規則等の手当てとか、そういったほうにつなげるような答申という形で最後はいただきたいと思いますので、その辺のご議論をいただきたいと思います。

【浅野会長】 では、答申に向けて、もう少し議論を深めるということにしていきたいと思います。次回に向けてよろしくお願いいたします。

それでは、以上をもちまして本日の予定していた議事はすべて終了いたしました。どうもありがとうございました。

以後の進行については事務局よりお願いいたします。

【吉田事務局長】 委員の皆様方には、お忙しいところご出席いただき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、先ほどもお話がございましたが、9月24日の10時から開催ということになっておりますので、よろしくお願いいたします。

以上をもちまして、第19回の資金運用委員会を閉会させていただきます。どうもありがとうございました。

— 了 —