

第29回資金運用委員会

平成27年6月19日（金）

【杉田事務局長】 それでは、定刻前でございますけれども、皆様おそろいでございますので、ただいまから第29回資金運用委員会を開会いたします。

これから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、議事に入ります。初めに、「経過的長期給付（旧3階）に係る当面の運用について」、「当面のリスク管理について」及び「答申書（案）」について、一括して事務局より説明をお願いします。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 「経過的長期給付（旧3階）に係る当面の運用について」をごらん願います。前回の委員会において、Nomura BPI（総合）をベンチマークとする地方公務員共済組合の基本ポートフォリオ（案）の短期資産の比率が3%であり、このポートフォリオ（案）との比較を行う上で、短期資産の比率を3%としましたが、連合会の将来の収支見込みから推計しました比率に変更するとともに、平均分散法以外の最適化法の検討も行いました。

短期資産の比率は、当面の将来収支見込みから推定すると、平均約1%であることから、当面のポートフォリオに占める短期資産の比率を1%とし、目標運用利回りを名目で4.52%、実質で1.72%に設定しました。

最適化の方法については、平均分散法によるサープラス最適化に加え、リサンプリング法によるサープラス最適化を行いました。なお、それ以外の最適化の手法については、中期的な検討課題としたいと存じます。

当面の運用の資産構成比の目安についてです。平均分散法及びリサンプリング法による最適化の結果をお示ししております。各資産の中心値が許容乖離幅の内側に入るように制約条件を付したケースは、最適化結果がこの範囲に大きく影響されます。これに対して、許容乖離幅の内側に入るように制約条件を付していないケースにおいては、リサンプリング法の結果は制約条件の影響が小さく、また、現行の基本ポートフォリオ策定と同様、

期待リターン・リスクの推計誤差の影響を抑制した方法で求めたものであり、いずれの資産も許容乖離幅におさまリ、サープラスリスク、下方確率ともに問題ない水準と確認できます。

また、下方リスクを意識した分析を行うために、将来シミュレーションを実施しております。ブートストラップシミュレーション及びモンテカルロシミュレーションを累積サープラス、累積ポートフォリオリターン、短期資産を考慮した場合等に分けて行いました。その結果、リサンプリング法及び平均分散法で算出されたポートフォリオの間に大きな相違は見られませんでした。

以上の結果から、当面の運用としましては、制約条件の影響が小さく、従来の考え方を踏襲したリサンプリング法の結果をもとに、目標運用利回りを上回るように端数処理をした資産構成割合を目安とします。

ご説明は以上です。

【事務局（原）】 続きまして、「当面のリスク管理について」をごらんください。移行期間中のリスク管理ですが、資産構成割合が変化していく過程においては、積立金全体のトータルリスクに対して、従来のように目安を設定することは困難であると考え、主に市場の急激な変動が生じていないかという観点から、リスク管理を行うことといたします。上記観点から、市場のボラティリティが過去の推移と比較して異なる動きを見せていないか、急激なボラティリティの上昇が見られていないかを市場環境等の動向を踏まえながら分析を行った上で、月次ベースで資金運用検討会議において報告することとします。

また、月次以外においても、急激なボラティリティの上昇が想定される場合は、分析に基づく状況について、資金運用検討会議の構成員に対して報告を行い、資金運用計画の調整変更等を検討するとともに、必要に応じて資金運用委員会に報告することとします。

なお、積立金全体のトータルリスクの管理については、個別資産のボラティリティと整合的な方法で行うこととし、管理の方法については本委員会でもご意見を頂戴しながら検討させていただきたいと考えております。

定量面での目安についてですが、市場のボラティリティが異常な値とな

っていないかを確認する際に用いる指標を示しております。指標としては、各資産のベンチマーク指数のヒストリカル・ボラティリティとし、一元化後のポートフォリオの前提値算出期間、1994年1月から2013年12月までにおける月次対数リターンから算出した年次リスクの上下5%タイル値を目安といたします。

市場構造の変化等の分析についてですが、長期的な市場構造の変化等を分析するに当たって、モニタリング指標の分析に加え、関連する経済指標の動向を踏まえて行うこととし、分析手法等については、公的機関、金融機関の事例などを参考にしながら、資金運用委員会場で引き続き検討させていただきたいと考えております。

なお、参考資料としまして、定量面での目安についてでご説明しました、市場のボラティリティの目安及び計算過程を載せておりますので、後ほどご覧ください。

以上がご説明となりますが、特に積立金全体のトータルリスクを用いた管理の方法や、市場構造の変化等の分析などについてアドバイス等頂戴いただければと思います。当面のリスク管理については以上でございます。

【篠田運用企画課長】 続きます、答申書（案）につきまして、ご説明をさせていただきます。答申書（案）につきましては、今回は4つの項目についてまとめさせていただいております。

一つ目は、厚生年金保険給付。1・2階部分に係る基本ポートフォリオについて。2点目といたしましては、経過的長期給付いわゆる旧3階に係る基本ポートフォリオについて。3点目といたしましては、平成27年9月末までの運用について。4点目がリスク管理の充実強化についてでございます。

それでは、答申書（案）を読み上げさせていただきます。答申書（案）。当委員会は、平成27年5月15日付け平成27年度諮問第1号により諮問のあった「被用者年金制度の一元化に伴う資金運用のあり方」について下記のとおり答申する。

1、厚生年金保険給付（1・2階）に係る基本ポートフォリオについて。管理運用主体である地方公務員共済組合連合会（以下「地共連」という。）

が、「地方公務員共済組合資金運用検討委員会」において、管理運用の方針を検討しているところであり、連合会は実施機関として当該管理運用方針に適合するように基本方針の策定等を行うこととなる。連合会の厚生年金保険給付に係る基本ポートフォリオの策定における基本的な考え方は、厚生年金保険事業及び地方公務員共済組合の共通財源としての一体性を確保する観点から、地方公務員共済組合の基本ポートフォリオ案と同一とする。国内債券につきましては資産構成割合が35%、許容乖離幅がプラスマイナス15%。国内株式につきましては、資産構成割合が25%、許容乖離幅がプラスマイナス14%、外国債券の資産構成割合が15%、許容乖離幅がプラスマイナス6%。外国株式が資産構成割合25%、許容乖離幅がプラスマイナス12%。

2、経過的長期給付（旧3階）に係る基本ポートフォリオについて。経過的長期給付に係る基本ポートフォリオの策定においては、本来、閉鎖型年金の特性を踏まえ、年金給付の将来予測を的確に行い、資産・負債両面からの十分な分析を行った上で、基本ポートフォリオを策定することが求められる。しかしながら、資産側の前提である積立金総額が一元化前に判明せず、確定・精算が行われるのが平成28年秋ごろの見込みとなり、基本ポートフォリオ策定の前提条件が整っていない状況であることから、地方公務員共済組合の経過的長期的給付に係る基本ポートフォリオ案は厚生年金保険給付に係る基本ポートフォリオ案と同様とされた。

このような中、連合会の当面の運用としては、積立金総額が判明しないことに加え、負債総額が示されていないため、国内債券については、Nomura BPI（総合）での運用は行わず、管理面やコスト面などを勘案し、現行のNomura BPI Ladder 20年に基づく運用を行うこととし、その期待リターン・リスク及び相関係数を用いてサープラス最適化を行い、算出した資産構成比を目安として運用を行うこととする。

3、平成27年9月末までの運用について。被用者年金一元化により、管理運用主体である地共連が定める管理運用方針に規定する予定の地方公務員共済組合の基本ポートフォリオ案が平成27年3月27日に公表されたところである。今後、連合会においては、厚生年金保険事業及び地方公

役員共済組合の共通財源としての一体性を確保する観点から、連合会の積立金の各資産の構成割合が、地方公務員共済組合の基本ポートフォリオ案の許容乖離幅内に、市場への影響を考慮しながら速やかに入ることが望まれる。このため、平成27年9月末までの運用については、地方公務員共済組合の基本ポートフォリオ案の許容乖離幅内に向かう取引を、現行基本ポートフォリオの許容乖離幅を超えて行うことを許容することとする。

4、リスク管理の充実・強化について。被用者年金一元化後の運用においては、ポートフォリオのリスク資産の構成割合が高まること並びにアクティブ運用資産の引き上げ、新たな運用手法の導入及び許容乖離幅の中での機動的な運用を行う可能性がある。したがって、今後の運用を行うに当たっては、移行期間も含めリスク管理の充実・強化を図る必要があるため、現状のリスク管理を踏まえて検討課題の洗い出しを行い、管理運用主体である地共連が定める管理運用方針との整合性を図りながら、資産全体、各資産、運用受託機関等におけるリスク管理について、引き続き検討していくこととする。

平成27年6月19日本日付をもちまして、浅野会長から連合会の理事長宛ての答申とさせていただきたいと考えております。以上でございます。

【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、ご意見やご質問等がございましたら、ご発言をお願いいたします。いかがでしょうか。

【宮井委員】 確認ですが、経過的長期給付（旧3階）に係る当面の運用の目安となる資産構成割合の乖離許容幅が設定されています。国内債券の乖離許容幅が20%から50%、国内株が11%から39%など設定されていますけれども、これは何か分析をして幅を求めたのでしょうか。そこを確認させていただきたいと思います。

【浅野会長】 お願いします。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 この数字につきましては、地共済基本ポートフォリオの乖離許容幅の数字をそのまま持ってきております。

【浅野会長】 従来言っている乖離許容幅とは違うということですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 そうです。その意味で特に我々が分析して算出し

たという数字ではないということでございます。

【浅野会長】 よろしいですか。

【宮井委員】 はい。

【甲斐委員】 同じく旧3階部分の運用についてですが、サープラスのリスクを最適化に用いるということについては賛成です。ところで、賃金上昇率がサープラスのいわば相方というか、ターゲットになっているわけですが、最適化を行う上でいろいろ注意しないといけないことがあろうかと思うのです。

よく言われることですが、賃金上昇率の要因には、ディマンドサイドの物価があり、もう一つは、サプライサイドの企業業績があります。物価と企業業績の関連で決まってくるということです。そう考えてみますと、賃金上昇率はかなり下方の硬直性があるのです。しかも、金融市場のように純粋な経済現象ではなくて、人為的な要素も強いのが賃金上昇率だと思うのです。

例えば、分布を描きますと、賃金上昇率は、債券の株式の関係とは異なり、左右非対称です。相関係数というのは直線の関係があるかどうかを見ている統計量なので、もともと賃金上昇率と証券収益率の分布図が折れているので相関係数が適用できるのか、よく考えてみる必要があります。

そのような観点に加え、単年、単年で決まるというより過年度の実績も考慮されるため累積で捉えることも肝要です。例えば、移動平均的なものを用いるなど、最適化にあたって一度分析してみて、何か問題がないかどうか洗い出してみるのはいかがでしょうかと思います。

【浅野会長】 何かお答えいただけますでしょうか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 前回も同じようなご意見を頂戴いたしましたので、その件につきましては引き続き、今度見直す時に活用できるように研究を進めていきたいと考えております。

【浅野会長】 ということでご勘弁願います。少し私からコメントしますと、前半の非線形の部分はなかなか難しいのですが、後半の累積という点については、この計算では1年の累積のリターンや上昇率などを使っているのですが、少しは反映しています。個人的に言うと、1年では足りないから、3年から5年ぐらいやったほうがいいのではないかと思います。基本ポートフォリオ

あるいはモデルポートフォリオも1年度累積のリターンを使っているの、それに対応して少しは累積の要素を入れているということで、ご理解いただきたいと思います。

【甲斐委員】 具体的にどのような問題が出てくるか、これは一つですけれども、賃金上昇率等の相関係数を見ると、どの資産もほぼ同じですよ。つまり、賃金上昇率が資産との関係でうまく説明されていないということです。賃金上昇率は純粋な経済現象でなく政策的配慮の影響を受けており、サープラスの対象として問題を抱えている可能性があります。今のところ負債の実態がはっきりしないのでこれを採用するのはやむを得ないですが、鈴木さんがおっしゃったように、よく研究されることを期待しています。

【浅野会長】 それでは、引き続き検討課題としてください。

【加藤委員】 少しピント外れなコメントになってしまうかもしれませんが、賃金上昇率を上回るという目的だと思いますので、LPMのようなものを使って最適化したほうが、より非線形の関係も取り込めるのではないかと思います。以上、ご参考です。

【浅野会長】 下方リスクの最適化ですね。LPMとおっしゃったのは。

【加藤委員】 はい。LPM。

【浅野会長】 ということで、そういうものも、今後の検討課題としてお願いいたします。ほかに、どうぞ。

【俊野委員】 経過的長期給付（旧3階）に係る当面の運用の目安となる資産構成割合に関するご質問なのですが、サープラス最適化を行って算出したところ、35%、25%、15%、25%というモデルポートフォリオよりも国内債券は少し高め、外貨建て資産は少し低めということですね。

私の疑問点は、10月以降これを当面のターゲットにするということになりますと、今の資産配分と比べますと、国内株式がかなり増えるイメージになっているのです。急激に国内株を増やすという意味合いでございませうか。

後ほどご説明があると思いますが、別資料の27年10月以降の運用について、というところの数字を拝見させていただきますと、国内株の比率をそれほど急激に26%に近づけるというイメージでもなさそうな

ので、当面、この国内株式26%という比率が実際の運用上、どのような意味を持つのかを教えていただければと思います。

【篠田運用企画課長】 また後ほどご説明をさせていただきますけれども、今年度までの運用のあり方につきましては、後ほど資料5を用いましてご説明をさせていただきますたいと思っております。こちらに書いてありますように、急激に26%に持っていくということは今のところ考えてはございません。

【俊野委員】 わかりました。そうすると、この国内債券の45%というのは、L a d d e r 20年をそのまま持つてくると、多分45%ぐらいになるということだと思います。それであれば、国内債券はL a d d e r 以外のものを持たないということになりますから、50%でもいいような気がするのですが、あえてそのような意味では国内株式の26%というのは、少し高めに見えるのです。少し高めに見える数字を置いているというのは、何か意味合いがあるのでしょうか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 質問の趣旨というのは、1・2階の国内株式25%に対して26%という趣旨ではなくて、絶対的な数値のことでしょうか。

【俊野委員】 そうではなくて、当面、これをターゲットにするというご説明だったものですから、26%まで増やす意図がないのに、高い数字が入っているのはなぜかということです。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 これは、28年の3月までは、後ほど説明するようなペースで資産配分を動かしていくという形で考えていますけれども、その後については、また時間分散を図りながら持っていくという感じで考えております。

【俊野委員】 わかりました。また後ほどご説明があるかと思しますので、一旦、質問を終了します。

【浅野会長】 そうですね。具体的な、今からどう移行させるかというのは、後で説明する資料でまた出てきますので、そのときにご議論いただきたいと思えます。ほかに、いかがでしょうか。

【徳島委員】 私も気になったのは、経過的長期給付（旧3階）に係るサープラス最適化を行い算出した資産構成割合の数字と、当面の運用と書いてらっしゃるものが、基本ポートフォリオであるのかないのか、ということです。これ

は、当面の運用だと理解しております。その中で実際には、例えば、この外国債券への配分ですが、当面の運用の目標値として10%という配分を置かれています。一方で、許容乖離幅は1・2階の基本ポートの許容乖離幅を持ってきているので、9%から21%の配分となり、1%しか余裕がない。

そういった意味では、特に許容乖離幅の余裕が1%しかないということは、国内株式や外国株式など時価の増減によって下回るリスクがあり、バッファとして十分に機能しないのではないかと気がなります。例えば、許容乖離幅として許される9を下回った局面、これをどういったタイミングで認識し、どういったオペレーションをされるのか、具体的なイメージをお持ちであれば教えていただけたらと思います。

【浅野会長】 お願いします。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 資産構成比のモニタリングということについては、月次ベースで考えていきたいと考えております。確かにバッファは1%というところですが、こちらについては十分、気をつけながら運営していきます。時間分散をかけながらシフトしていく過程においては当然、各許容乖離幅を超える可能性もあるのですが、その期間を超えた後は、また十分気をつけながら、微調整という形で運営していくことを考えていきたいと思っております。

【浅野会長】 よろしいですか。ほかにご意見はございませんか。どうぞ。

【甲斐委員】 リスク管理のところですか。ヒストリカル・ボラティリティを測って、大幅な上昇がみられたときに何かのアクションをとろうというように書いてあります。また、そのほかにいろいろ関連する経済指標等の動向を踏まえるとされています。けれども、ヒストリカル・ボラティリティの数値が大きくなってくるとは問題発生の事後であり、アクションがかなり後追いの話になってしまいかねません。

大事なことは、そのような指標でなく、将来的にどのようなシナリオ、どのような問題が起こりえるのかを予見して、そのときに十分な対策があるか、あるいはそれが起こっても財務的に問題がないかどうかをチェックするのが、リスク管理の重要な部分だと思うのです。

もし数量的な指標を用いるというのであれば、ヒストリカル・ボラティリティに加えて経済や市場動向の先行指標や市場のセンチメントのようなものも含めて見ておくということも必要です。

やはりリスクの指標と先行きの洞察力、両面ですね。バランスよく見るのが大事だと思います。では、どんなものがあるか、今までいろいろなものが提案されているわけで、そのようなものを参考にしながら、検討されたらと思います。

【浅野会長】 これはお答えいただくというよりも、今後のレベルアップというか、検討課題として受け止めていただきたいと思います。ほかに、いかがでしょうか。ここでは答申案を決定するというか、この案で答申するということがいかがかどうか議決しないといけませんので、これについて、もしご意見があったらお願いしたいと思います。よろしいですか。

【徳島委員】 念のため、ご確認させていただけたらと思います。今回のこの答申書(案)に記載されている基本ポートフォリオにつきましては、いずれも次の財政検証までの基本ポートフォリオという考え方でよろしいのでしょうか。

【浅野会長】 いかがですか。

【篠田運用企画課長】 はい。おっしゃるとおりでございます。

【浅野会長】 1・2階部分は少なくとも5年間ですか。

【篠田運用企画課長】 はい。

【浅野会長】 旧3階部分については、今回は基本ポートフォリオというのではなくて、暫定的な運用の目安ということになって、来年の秋に改めて決定するということですね。

【篠田運用企画課長】 はい。1・2階部分については、おっしゃるとおりでございます。旧3階につきましても、現状、実際の運用についてはこのような運営をしていくということを、今回、この委員会では決定をいただきたいということでございます。また、資産、負債の両面の分析は、できるのは来年の秋以降なので、これは地共済グループ全体で議論していくということになろうかと思えます。それらを踏まえながら検討していきたいと思っております。

【浅野会長】 ありがとうございます。ほかに答申書(案)について、ご意見はござ

いませんか。よろしいですか。

それでは、特段の修正を求めらるご意見等はございませんので、原案どおり答申することにしたと思います。よろしいですか。ありがとうございます。

それでは次に、次期基本方針策定等に向けた検討について、事務局より説明をお願いいたします。

【篠田運用企画課長】 それでは、私からまず地共連の資金運用検討委員会に提出された資料の抜粋についてご説明させていただきます。今日は参考までに配付させていただくということでございます。簡単にポイントだけご説明をさせていただきますたいと思います。

まず平成27年5月20日開催の第7回委員会の提出資料ですが、ガバナンスの改革案が示されてございます。特に、高度専門的な知見といたしまして、有識者会議への審議事項や報告事項がまとめられているところでございます。

続きまして、地共連の運営審議会や資金運用委員会などの有識者会議に諮る審議事項、報告事項が管理運用の方針の案のどこに規定されているかが整理されたものでございます。

次に、有識者会議の審議事項といたしまして、機動的な運用の運用方針が記載されてございますが、その具体的な運営イメージということで整理されているものでございます。

また、管理運用の方針を踏まえたリスク管理面での取り組みについての論点整理がなされております。実施機関に関わる主な実施事項につきましては、実施機関の積立金に係る主な実施事項ということで、我々の連合会に関わる主な実施事項がまとめられているというところでございます。

次に、旧3階部分について整理されておまして、ほぼ1・2階と同様ということで整理されているところでございます。

次に、平成27年6月9日開催の第8回委員会の提出資料でございます。内容は、1・2階の管理運用の方針案、旧3階の管理運用の方針案、オルタナティブ投資に係る運用方針の記載項目、新3階部分の基本ポートフォリオなどでございます。

1・2階に係る管理運用の方針案でございますが、5月20日開催の第8回の委員会での意見を反映したものが見え消しという形で整理されておりました、これで了承されたところでございます。実施機関積立金に関する管理及び運用の基本的な方針につきましても、記載されているところでございます。今後、私ども連合会が基本方針を制定する際には、こちらの管理運用の方針に適合するようにつくっていく必要があるということでございます。

旧3階に係る管理運用の方針につきましては、当日、文言修正等のご意見がございまして、内容の方向性につきましては、ここに書かれているような内容で整理、了承されたというところでございます。経過的長期給付組合積立金に関する基本的な方針の詳細につきましては、後ほどご高覧をいただければと思います。

いずれにいたしましても、この管理運用の方針案につきましては、地共連の運営審議会などで報告をされまして、総務大臣の承認を得て正式なものになるということでございます。

次に、地共済全体のオルタナティブ投資に係る運用方針の記載項目につきまして、地共済全体の運用方針の記載項目が出されたところでございます。

その中で、実施機関の役割や行動といたしまして、運用対象の多様化を行う場合には、投資目的、対象資産を明確化するなどの項目が挙げられるところでございます。多数のご意見が出たということございまして、次回の委員会でも引き続き、この運用方針について議論をする予定になっているところでございます。

また、新3階に関しまして、基本ポートフォリオが国内債券100%ということを示されたところでございます。こちらにつきましても、次回の委員会で引き続き議論をされるということございまして、新3階に係るシミュレーションの結果をつけさせていただいているところでございます。

最後に、今後の委員会のスケジュールが示されておりまして、次が7月22日、第10回が9月に開催予定と聞いているところでございます。

以上が地共連の資金運用検討委員会のご説明でございます。

続きまして、平成27年10月以降の運用について(案)でございます。平成27年10月の被用者年金一元化によりまして、今後は先ほどご答申をいただきましたように、厚生年金保険事業及び地共済の共通財源としての一体性を確保する観点から、連合会の積立金の各資産の構成比が地方公務員共済組合の基本ポートフォリオ案の許容乖離幅の中に市場への影響を考慮しながら、速やかに入ることが望まれているところでございます。そのため、平成27年10月以降28年3月末までに、地方公務員共済組合の基本ポートフォリオ案の許容乖離幅内に入るよう、国内債券7,000億円を他の資産に追加投資を行いながら運用していきたいと考えてございますので、ここでご審議をいただきたいと思っております。

それでは、具体的なお説明をさせていただきます。こちらにつきましては、前回の委員会でもお示しした資料と同じでございます。もう一度、ご説明をさせていただきます。この資料は平成27年3月末の速報ベースをもとにいたしまして、27年9月末及び平成28年3月末の推計をしたものでございます。推計は平成27年3月末の数値から時間変動がないものといたしまして、国内債券は利金を見込み、国内株式、外国債券、外国株式は運用収入を見込まないこととしてございます。

また、こちらの時価総額の中には、指定都市の資産を含んでいるところでございます。表の中央、時価総額(見込み)欄をごらんください。丸で囲みました構成割合につきましては、平成28年3月末の推計でございますが、地共済の基本ポートフォリオ案の許容乖離幅の中に入るようにするためには、右にございます調整欄にあります金額を解約したり、追加投資する必要があるという目安をお示ししているものでございます。

国内債券であれば、マイナス7,000とありますが、7,000億円を解約しなければ地共済の基本ポートフォリオ案の上限である50%、これは貸付金を含むわけでございますが、そこに入らないという目安をお示ししているものでございます。国内株式につきましては、既に下限に入っております。外国債券につきましては、3,000億円。外国株式につきましては、600億円を追加投資して、それぞれ地共済のポートフォリオの下限に入れるという目安をお示しているものでございます。

それから、平成28年3月末における短期資産の運用のところをごらんいただければと思いますが、1兆4,369億円とございますが、ここから年金給付のための準備資金といたしまして5%程度を残して国内株式、外国債券及び外国株式に振り分けるということを行いたいということでございます。

次に、その結果を示させていただいている資料でございます。ここでは、3資産は先ほど既に申しましたように地共済の基本ポートフォリオ案の下限に入っていますので、次に目指すところといたしましては、モデルポートの下限を目指すということで置いているところでございます。表の左側の基本ポートフォリオ欄には、中心値と下限、上限、ポートフォリオをお示ししております。それぞれ数字の中に括弧が2つございますが、上のほうは地共済の基本ポートフォリオ案の数値、下のかっこはモデルポートフォリオの数値となっているところでございます。調整欄につきましては、1と2の2つございますが、調整欄1につきましては国内株式、外国債券及び外国株式の3資産がモデルポートフォリオの下限に入るために必要な調整額を記載してございます。

国内株式には500億円、外国債券に5,200億円、外国株式に5,200億円を追加投資して、残りの追加投資資金1,500億円ございますが、これにつきましては国内株式と外国株式が同水準となるように、2の欄において国内株式に追加投資をするという整理をした表でございます。なお、この資料につきましては時価変動を考慮していない、現時点における推計資料でございまして、調整に必要な金額につきましては、あくまでも目安ということでございますので、ご認識をいただければと思います。

いずれにいたしましても、追加投資を行うにあたりましては、年金部が作成する具体的な掛け金や負担金、年金給付のキャッシュフローをもとに作成してございます四半期ごとの資金運用計画がございまして、それらを総務省とも協議しながら行っているところでございます。今後も市場の動向を注視しながら時間分散に留意して行ってまいりたいと考えてございます。以上でございます。

【事務局（佐藤）】　　続きまして、マネジャー・ストラクチャーの検討につきまして、ご

説明いたします。本年10月以降の新基本ポートフォリオ案における各資産のストラクチャーとアクティブ・パッシブ比率についてでございます。地共済組合の管理運用方針案におきましては、原則、アクティブ運用を併用されるとされているところでございます。各資産、原則、アクティブ運用を活用していく方針といたしております。

まず、国内債券の構成でございます。旧3階につきましては、既にご説明いたしましたとおり、Nomura BPI Ladder 20年に基づいた運用とする方針としているところでございます。1・2階につきましては、政策ベンチマークがNomura BPI（総合）となりますが、国内のアクティブファンドのパフォーマンス実績をデータベースで確認いたしますと、超過収益獲得実績であるファンドが相応にございまして、低金利環境が継続する中におきましては、収益向上を図る観点からアクティブファンドを組み入れる方針といたしております。

次に、国内株式におけるスマートベータの導入の検討でございます。まず、代表的なファクターのリターンをお示ししております。分析期間を通して見ますと、バリューについては高いリターンを示している一方、サイズ、モメンタムにつきましては低いリターンとなっております。低ボラティリティにつきましては、リターンのブレが大きい傾向が見てとれると思います。

次に、スマートベータの種類につきまして、国内での代表的なものをお示ししております。国内におきましては、企業のファンダメンタルやポートフォリオ等のリスクに着目したインデックスなどが主流となっているところでございます。こちらのファンダメンタル・インデックスにつきましては、バリューファクターのエクスポージャーを持っていることが考えられるなど、スマートベータを通してファクターのリスクプレミアムの獲得が期待できるものと考えております。

次に、国内で提供されている具体的なスマートベータ・インデックスをいくつか取り上げて見てまいります。なお、実際の導入、検討におきましては、ここで挙げたファクターに限定せず、検討していく考えでおります。まず、スマートベータ・インデックスをファクターの特性とポートフォリ

オ構築方法で分類したものでございます。また、各インデックスの2006年9月から2014年12月までのパフォーマンスを表でお示ししております。リスクとリターンのグラフでお示したものが、次の表でございます。同じ種類のを点線で囲ってお示しておりますが、全体的な傾向といたしまして、ラッセル野村ファンダメンタルプライムなどのファンダメンタル・インデックスにつきましてはTOPIXに対し、リスクはやや高い水準ですが、高いリターンを確保しております。MSCIジャパンミニマムボラティリティなどの最小分散インデックスにつきましては、ファンダメンタル・インデックスよりもさらに高いリターンとなっておりますが、リスクにつきましてはTOPIXよりも低い水準である点が特徴的でございます。このほかのインデックスにつきましてもTOPIXを上回るリターンが得られていることが確認できると思います。

各インデックスのトラッキングエラーを比較いたしますと、トラッキングエラーにつきましては、ファンダメンタル・インデックスは3%前後であるのに対し、最小分散インデックスにつきましては、7%以上と高い水準にあることが確認できます。

次に、インデックスの超過リターンの推移を確認しております。こちらを確認いたしますと、大きな市場変動が起きている局面で各インデックスのリターンの動きが異なることが見てとれるかと思えます。例えば、丸で囲みました2012年度におきましては、青い線のファンダメンタル・インデックスと、赤や緑の線でお示した最小分散やクオリティ・インデックスが逆の動きをしていることが確認できます。

次に、各インデックスの超過リターンの相関関係を確認いたしますと、ファンダメンタル・インデックスについては、最小分散インデックスやS&P GIVI、クオリティ・インデックスなどとの間に、それぞれ逆相関の関係があることが確認できると思います。

続きまして、市場の上昇局面と下落局面に分けて各インデックスのパフォーマンスを集計したものでございます。ファンダメンタル・インデックスにつきましては、市場の上昇局面で超過リターンがプラスである傾向が見られますが、最小分散インデックスや銘柄のクオリティ、リスクに着目

したインデックスにつきましては、上昇局面でマイナスとなる一方、下落局面においては逆にプラスとなる傾向が特徴的であります。

以上、スマートベータのパフォーマンス特性等につきまして確認してまいりましたが、それぞれのスマートベータについては、長期的にはプラスの超過リターンが得られていることが確認でき、長期投資家である連合会におきましてはスマートベータへの投資を通じてファクターのリスクプレミアムによる運用収益向上が期待できるものと考えております。

リスク面におきましては、スマートベータの種類によってさまざまなリスク特性があり、また、相関関係、相場局面におけるパフォーマンス傾向もそれぞれ特徴がありますので、これらの特性を踏まえプロダクトの組み合わせを検討していく必要があるものと考えているところでございます。スマートベータの検討については、以上でございます。

次に、国内株式の資産の構成についてでございます。スマートベータにつきましては、ファクターのリスクプレミアムによる超過収益獲得を目的といたしますので、アクティブの位置づけと考えております。

続きまして、外国債券の構成でございます。政策ベンチマークは現行から変更はありませんので、全体的な構成は現行と同様としております。なお、連合会の現行の基本運用方針における外国債券の投資基準はA格以上となっているところでありますが、A格未満の銘柄が含まれるベンチマークを含めてアクティブ運用におけるマネージャーベンチマークの多様化につきまして、今後、検討してまいりたいと考えております。

続きまして、外国株式の構成でございます。政策ベンチマークがMSCI KOKUSAIからACWIに変更となりますので、先ほど説明がございましたが、今後の外国株式の構成比引き上げに伴う追加資金等を主に新興国部分へ投入し、ポートフォリオ構成をACWIへ対応させることといたします。これに伴いましてアクティブファンドとパッシブファンドの再構築を行う方針としておりますが、アクティブファンドの再構築におきましては、より効率的なマネージャー構成を構築する観点から、検討対象をACWIのアクティブファンドに限るのではなく、KOKUSAIとMSCIエマージングのアクティブファンドも含めて幅広く募集し、組み合わせ

を検討してまいりたいと考えております。

各資産の構成については以上でございます。

続きまして、アクティブ・パッシブ比率の検討についてでございます。アクティブ・パッシブ比率の導出に当たりまして、今回は2つの推計方法を用いました。一つめは前回の策定でも用いました期待効用モデル。二つめとして、ベンチマークを上回るアクティブファンドの割合からアクティブ・パッシブ比率を求める手法を用いております。

まず一つめの推計手法、期待効用モデルによる推計でございますが、各資産のアクティブファンドのパフォーマンス実績データベースより期待超過収益率、トラッキングエラーをお示しております。まず、このデータに基づきまして、理論的な期待効用モデルによるアクティブ・パッシブ比率を推計いたしますと、結果は図表のとおりとなります。

次に、実質的な期待超過収益率、トラッキングエラーを推計するため、それぞれ修正を行いました。まず実績におけるマネジャーの能力を考慮した修正でございますが、アクティブ運用の実績値にはマネジャーの能力だけではなく、運の要因も含まれているということが考えられていることから、シミュレーションによりマネジャーの能力による寄与の割合を推計いたしまして、その結果得られた割合を期待リターンに掛け合わせることで修正を行っております。

次に、複数ファンドへの投資による分散効果を考慮した修正につきましては、複数のマネジャーによる投資による分散効果を組入れファンド数とトラッキングエラーの関係についてシミュレーションにより推計し、トラッキングエラーの修正を行うものでございます。これらの修正を加えまして、アクティブ・パッシブ比率を推計し直しますと、結果は図表のとおりとなります。

次に、二つめの推計手法であります、ベンチマークを上回るアクティブファンドの割合からの推計でございます。先にご説明いたしました期待効用モデルにつきましては、入力値のわずかな変化により推計結果が大きく変化し、極端な結果が出る面もございますので、今回は別のアプローチとしてこちらの手法による推計も行うことといたしました。具体的には過去

のパフォーマンス実績がベンチマークを上回ったアクティブファンドの割合を、ベンチマークを上回る能力を持つと期待されるアクティブファンドの割合として、その割合に定性評価の能力を乗じたものをアクティブ比率の算定式として定めることといたしました。

つまり、ここで求められる数値は市場を上回る能力を持つと期待されるアクティブファンドを選定する確率となります。それをアクティブ比率とすることにつきましては、期待効用モデルのような理論性があるわけではありませんが、各資産におきまして実務的に可能な範囲でアクティブ運用による追加収益を追求していくという観点からは、期待効用モデルでは極端な推計値となるようなケースにおいても、ベンチマークを上回るアクティブファンドの割合に応じた推計結果が得られる点で、有効な手法であると考えております。

例えば、先進国株式につきましては、期待効用モデルではアクティブ比率が0%と推計されましたが、この手法による推計結果を見ますと、ベンチマークを上回ることを期待されるファンドが20%程度は存在すると推計される中、連合会のファンド選定能力を考慮して、アクティブ比率は10%程度という結果が得られることとなります。

次に、以上の2つの推計結果を踏まえまして、各資産について検討を加えていくことといたします。

国内債券でございますが、旧3階につきましては、既にご説明のとおり、Nomura BPI Ladder 20年の運用でございますので、現時点ではアクティブ運用は行わないことといたします。1・2階につきましては、期待効用モデルでは100%、ベンチマークを上回る割合による推計では30%のアクティブ比率の推計となっております。

現状のアクティブ残高が0である中、金額の規模感を考慮いたしますと、アクティブ比率は30%とすることが妥当であると考えております。

次に、国内株式のアクティブ比率についてですが、現行は40%、足元の実績値では20%程度となっております。今回の推計では、期待効用モデルでは26%、ベンチマークを上回る割合による推計では45%との結果となりました。今後、新基本ポートフォリオに基づいた運用におきまし

ては、国内株式全体の残高が引き上げられていく見通しとなっておりますが、仮にアクティブ比率を45%と設定した場合には、アクティブ運用への追加金額は1兆円程度と相当な規模となります。

また、今後、スマートベータといった新たな運用を導入していく際には、最初からアクティブ枠一杯まで投入するのはなく、段階的に組み入れていくことも検討してまいりたいと考えているところでございます。加えまして、今後、新しい運用を含めたファンド導入を検討してくなか、さまざまな特性のファンドが組入れ検討対象となってくる可能性がございますが、組み合わせの自由度を確保する観点からも、アクティブ比率に一定の幅を持たせておくことがよいのではないかと考えております。以上のことから、国内株式につきましては、アクティブ比率を一点に設定せずに、2つの推計値を範囲とした25%から45%といたしたいと考えております。

外国債券のアクティブ比率につきましては、期待効用モデル、ベンチマークを上回るファンド割合による推計ともに、30%となっており、現行と同じ30%と考えております。

外国株式のアクティブ比率につきましては、現行は0%から20%と範囲が定められているところですが、今回の推計では期待効用モデルでは先進国株式は0%、新興国株式は1%。一方、ベンチマークを上回るファンド割合による推計では、先進国株式が11%、新興国株式が29%となりました。この推計結果と他共済や連合会の実情等を勘案いたしまして、現行の上限割合である20%を先進国と新興国を合算した外国株式全体のアクティブ比率として設定することとしたいと考えております。

結論としましては、一元化におけるアクティブ比率は、国内債券は30%、国内株式は25～45%、外国債券は30%、外国株式は20%としたいと存じます。なお、実際の運用におきましては、ファンドの属性等を踏まえまして、採用の可否や投資金額を検討しなければなりませんので、必ずしもこの水準にしなければならないものではないものといいたします。ご説明は以上でございます。

【事務局（山川）】　　続きまして、一元化に伴う国内債券運用の対応について説明をさせていただきます。平成19年度以降の国内債券運用の流れの概略でござ

いますが、平成19年度には、自家運用でラダー20年をベンチマークとした運用を開始いたしました。委託運用では構成組合から引き継いだ債券は特定の年限に偏った構成となっていたため、20年ラダー構築のためのファンドとしてのラダー構築ファンド、事業債スプレッドによる超過収益をねらう事業債アクティブファンドを設定いたしました。その後、自家運用におきましては、事業債の投資対象拡大を行いながら、平成26年度には超過収益期待が低下した事業債アクティブファンドを解約するとともに、解約した委託運用ファンドでの保有債券を活用しまして、シングルA格以上の事業債に投資を行う第2自家運用ファンドを立ち上げております。自家運用でのシングルA格への投資開始と同時に、定量指標やニュースヘッドラインなどを日次でモニタリングを行い、投資方針について迅速な意思決定ができる体制を整備して、適切な運営を行ってきたところでございます。

次に、二点目として被用者年金一元化に伴う対応案についてでございます。一元化に当たっては、既存ファンドを活用しながら各階の資金性格、自家運用、委託運用の役割を考慮したファンド構成になるよう再構築をいたします。特に、ラダー構築と将来のキャッシュフロー対応の役割を担っておりましたラダー構築ファンド、及び将来のキャッシュフロー対応の一部の役割を担っておりました事業債特化の第2自家運用ファンドにつきましては、各年金制度の資金性格を踏まえ、投資目的を明確にするため整理をいたします。

それでは、各階ごとに説明をさせていただきますが、現行と一元化後のイメージ図を添付しておりますので、こちらも適宜、ご覧いただければ存じます。まず、旧3階につきましては、現在、20年ラダーポートフォリオが完成しております第1自家運用ファンドを活用した自家運用を行うこととし、来年度に運用の見直しも想定されることから、委託運用につきましては当面行わないことといたします。

1・2階につきましては、Nomura BPI（総合）をベンチマークとした運用に移行いたしますが、ラダー構築ファンド等はベンチマークからの乖離が大きく、移行に当たり売買量の増加が想定されるため、当面、

委託運用を中心に運用したいと考えております。また、将来的に自家運用の活用については検討してまいります。

パッシブ運用につきましては、現在のラダー構築ファンドで保有している債券は売買し、満期構成・デュレーションをベンチマークに合わせ、ベンチマークに対してオーバーウエートとなっている地方債、地方公共団体金融機構債等を活用するため、種別構成の乖離につきましては許容することといたします。アクティブ運用につきましては、連合会の各ファンドで保有する債券だけでなく、指定都市から承継する債券の活用も検討しながら採用を検討してまいります。

新3階につきましては、10年ラダー運用等が想定されており、自家運用で行うことといたします。第1・第2自家運用ファンドでの事業債投資のノウハウ生かしまして、地方債・機構債に加えまして事業債への投資も一部行うことを検討してまいります。

三点目として、新たな基本ポートフォリオへの移行に当たりまして、一時的な設定を検討するキャッシュアウト対応ファンドについてご説明をいたします。ファンドコンセプトでございますが、一元化による新たな基本ポートフォリオへの移行を確実にを行うため、移行期である当分の間のキャッシュフロー確保を確実にすることを目的に、Nomura BPI（総合）及びNomura BPI Ladder 20年の構成と比べまして、保有割合の大きい短期債の一部、具体的にはNomura BPI（総合）の構築が完了する平成28年3月末時点でベンチマーク外となります平成29年3月償還までの債券を対象といたしまして、満期まで保有する新たな自家運用ファンドを1・2階及び旧3階でそれぞれ立ち上げることを検討しております。メリットといたしましては、償還による自然なウエートダウンが可能になり、売却量が抑制されること、構築が完了したポートフォリオを売却しなくて済むこと、移行時期のキャッシュフローについて確定をさせることができること、自家運用の活用によりまして、低コストな運用が可能であることとございます。

なお、当分の間の暫定的なファンドという想定でございますが、いわゆる年金給付に備えてのキャッシュフロー確保を目的に設定するファンド

ではございません。当初設定した債券が満期を迎えた後のファンドの取り扱いにつきましては、然るべき時期に再度検討したいと考えてございます。

それでは最後、一元化に伴いまして、ラダー構築ファンドを投資目的を明確にするため、整理するにあたり、これまでの運用方針とパフォーマンスの要因分析につきまして、平成19年度からまとめさせていただいたものをお示ししております。運用方針でございますが、当連合会の国内債券のベンチマークにつきましては、Nomura BPI Ladder 20年としてございましたが、平成19年4月に被用者年金一元化法が提出されたことに伴いまして、一元化後はベンチマークをNomura BPI（総合）に変更しなければならない可能性も考慮いたしまして、20年ラダーの構築につきまして段階に行うことといたしておりました。

また、平成24年以降は平成29年度以降の年金収支差のマイナスに備えまして、キャッシュフロー確保のため残存5年から10年の債券について購入を行うことといたしておりました。それらの結果といたしましてですが、パフォーマンスにつきまして、主に金利低下傾向が続く中、デュレーションが短い状態が続いたこと、加えまして、利回り曲線がパラレルシフトではなく超長期ゾーン主導での金利低下傾向が続いたため、アンダーウェイトとなった超長期ゾーンのトータルリターンが相対的に高い環境が続きましたために、ベンチマークに劣後したものでございます。

説明につきましては、以上でございます。

【事務局（須波）】 続きまして、アクティブ運用受託機関の選定基準及び評価基準の見直しについてをごらんください。初めに、現状でございます。これまでの経緯といたしましては、新規募集の際に用いるアクティブ運用受託機関の選定基準（以下、選定時の基準と言います。）及び、採用後の実績評価に用いるアクティブ運用受託者の選定基準（以下、採用後の基準と言います。）は、平成18年度答申第3号「運用期間構成再構築の考え方について」の中で示された考え方に従い、その後の資金運用委員会でご議論いただき、ご指摘のあった点、アドバイスいただいた点などを踏まえ制定いたしました。

また、実際のアクティブ運用受託機関の選定に当たっては、募集の都度、

2次選考に用いるインフォメーションレシオを定め、また、募集プロダクトの特性等に応じて、定性評価項目を追加するなどの対応をいたしております。

続きまして、それぞれの基準の骨子ですが、選定時の基準では定量評価により過去の実績を考慮しつつも、将来の超過収益獲得が期待できる運用受託機関を選定する観点から、定性評価に重点を置いております。一方の採用後の基準では、毎年度末を基準日とする評価においては先ほどの選定時の基準と同様の観点を持ちつつ、運用実績を通じた連合会に対する貢献度を評価に適切に反映させる観点を加え、定例評価と定性評価を総合して評価しております。

また、委託ファンドの適切な運営に支障はないかとの観点から、毎四半期末を基準日として、定性評価を行うとともに、基準日に関わらず支障が生じるおそれがある事象を把握した場合には、定性評価を行うこととしております。

続きまして、見直しの理由でございます。本連合会で現在実施しております運用受託機関の選定及び評価に係るプロセスは、被用者年金一元化後の平成27年10月以降、実施機関として運用を行うに当たっても、相応の水準を有しているものと認識しております。しかしながら、この被用者年金一元化を機に、これまでの運用受託機関選定等の経験を踏まえ、いま一度、基準の見直しを行うこととしたいと考えるものです。

続きまして、見直し内容（案）でございます。選定時の基準における具体的な見直し内容についてお示ししております。本基準を制定した平成19年当時においては、アクティブ運用の選定経験が乏しい中、一定数のファンドを効率的に採用する必要性があったことから、二次（最終）選考の総合評価にBとして、定量評価の順位に基づき、原則、選定予定機関数の3分の1以内を決定できるとする規定を設けておりました。しかしながら、その後、運用管理業務をとり行う中で、徐々に運用会社評価についてのノウハウを蓄積し、平成23年のアクティブファンド化選定より、総合評価Bによる採用を行っておりませんことから、当規定の役割を終えたと判断し、定性評価重視の考え方を明確化するため、当規

定を削除いたします。それに伴い、定量評価について、順位づけからランクづけにとどめるよう改正するとともに、総合評価について文言の整理を行い、定量評価基準の第2項を削除いたします。

また、今後見込まれる多様なプロダクトの選定の際に、弾力的な運営が行えるよう、留意点の規定を追加いたします。定性評価では定性評価基準の加点項目及び確認項目の一部を変更するとともに、評価項目について基準を明確にすべく文言の整理を行い、採用後の基準におきましても、定性評価基準の評価項目について基準を明確にすべく文言の整理を行います。

ご説明は以上です。

【事務局(佐藤)】 続きまして、動的資産配分の検討につきまして、ご説明いたします。

地方公務員共済組合の管理運用の方針案におきましては、実施機関は経済環境や市場環境の変化を踏まえ、許容乖離幅の中で機動的に資産構成比を決定する運用を行うことができるとされているところでございます。

連合会におきまして、このことを踏まえつつ、連合会にふさわしい動的運用のあり方について幅広く検討してまいりたいと考えております。動的資産配分の手法につきましては、さまざまな手法がございますが、まずここでは運用資産のリターン予測に基づいた手法と、資産・負債の状況の変化に応じて資産配分を変更する手法の2つの類型についてお示ししております。

まず、リターン予測に基づいた手法につきましては、短期的なスパンで見直しを行うTAAと、数カ月から数年といった中期的なスパンで見直しを行う手法がございます。後者につきましては、ストラテジック・ティルティングと記しておりますが、中期的なリターンの平均回帰性を活用するものとなります。いずれの手法につきましても、確度の高いリターンの予測ができるのであれば有効な手法であります。まず、その実現可能性について検討する必要があると考えております。その上でリターン予測の具体的な方法や意思決定プロセス、実行方法、リスク管理などの体制面での課題について検討する必要があると考えられます。

次に、資産・負債の状況の変化に応じた資産配分でございますが、まず、

ポートフォリオ・インシュランスにつきましては運用資産価値が下落したときに下方リスクを抑制するもの以外にも、これは短期的スパンに限られないと思いますが、逆に運用資産価値が上昇したときにリスク許容度を上げてリスク資産を引き上げるという手法も考えられるかと思えます。

次に、積立比率に応じた資産配分等をお示しした手法につきましては、積立比率の上昇に伴いリスク資産の比率を低下させる動的管理手法でございます。以上でお示しました手法以外でも、例えば、基本ポートフォリオ全体及び各資産のリスク量を基準として、ポートフォリオのリスク量の配分状況の変化に応じまして資産配分をコントロールするといった手法なども検討できるのではないかと考えているところでございます。

現状では、地共済における方針や制約などにおきまして、不確定要因がございますが、今後起こり得るさまざまな場面を想定しつつ、調査、研究を進めてまいりたいと考えております。これから検討を進めるに当たりまして留意すべき点を含め、ご意見、アドバイス等を頂戴できればと存じます。

続きましてキャッシュアウトフローに対するキャッシュマネジメント方法の検討についてご説明いたします。これまで、連合会におけるキャッシュアウトフローへの対応につきましては、会計が簿価主義であることを鑑みまして、実現損の発生を回避する観点から国内債券の利金及び満期償還金を基本に対応してまいりましたが、今年10月以降の新しい基本ポートフォリオ案に基づく運用におきましては、国内債券の資産構成割合がこれまでよりも低い水準となります。このことから、国内債券の利金と満期償還金以外のキャッシュアウトフロー対応が必要となるということが想定され、市場の環境によっては実現損が生じ得ることとなります。当面におきましては、国内債券の構成比が大きく、償還金も多いことから、平成29年3月までは従来の方法によるキャッシュアウトフロー対応が可能となっているところでございますが、今後の課題といたしまして、従来の対応ができなくなった場合におけるキャッシュマネジメントの方法について検討していく必要があるものと考えているところでございます。

こちらにつきましても、ご意見等がございましたら頂戴できればと存じ

ます。ご説明につきましては以上でございます。

【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議論に移りますが、非常に内容が多岐にわたっておりますので、少しずつ順に区切って進めていきたいと思えます。

最初は、地共済の資金運用検討委員会における議論の紹介ですが、これについては議論というよりも質問や確認したいことがありましたら、お願いいたします。よろしいでしょうか。

【加藤委員】 オルタナティブのところはいろいろ議論になったという話でしたけれども、結果的にインフラと不動産に決まったように書いてあります。そういう理解でよろしいのでしょうか。

【浅野会長】 私は出席していましたので申し上げますと、決まったというよりは、事務局からそういうことを一方的に説明されたということです。それに対して、私はなぜヘッジファンドはやらないのかと聞いたのですが、ほとんど大した理由もなくやらないという説明でした。あえて理由を言うと、ショートはやらないということで、ヘッジファンドもやらないという説明でした。運用業界としては非常に悩ましいところだとは思いますが、そのようなことでした。

少し戻りますけれども、地共済の検討会でこうした案が出ると、こちらもそれに縛られるのですか。オルタナティブもヘッジファンドはやらないという縛りを受けてしまうのでしょうか。

【篠田運用企画課長】 基本的には管理運用の方針にどう書かれるかということだろうと思いますが、我々はそれを踏まえて、適合するように基本方針をつくらないといけないものなので、縛られるという言い方が適切かどうかわかりませんが、要は適合するように定めていかななくてはいけないということになろうかと思えます。

【浅野会長】 ということです。ほかにご質問はございませんか。それでは、次の平成27年10月以降の運用について、新しい基本ポートフォリオないし目安に移行するために、当面、どのような運用をするか、かなりの調整をしないといけないわけですが、これでやっていきますということで説明がありましたので、それについてご意見等がございましたらお願いします。どう

ぞ。

【俊野委員】　これが当面、来年の3月ぐらいまで、価格変動などそのあたりは盛り込んでいなくて、株価の上昇などは0、為替レートも変わらないと仮定した場合こうなります、ということかと思えます。調整欄のところで、7,000億で金額が合わないのは、これはキャッシュインフローがあるということですか。

【篠田運用企画課長】　先ほどご説明をいたしましたように、国内債券7,000億円の売却ということは決まっているわけですが、まず、地共済の基本ポートフォリオに入るためには外国債券と外国株式がそれぞれ3,000億円や600億円といったものを資金投資していくということになります。その差額が3,400億円等ございまして、あとは短期資産のところにそれを含めまして1兆4,000億円がございまして、これらを活用してほかの3資産に、今後また追加投資をしていくという目安を書かせていただいているということでございます。

【俊野委員】　わかりました。調整欄のところが合計するとプラス、マイナス、プラス超過になるのは、短期資産のほうから移行するということでございますね。そうすると、短期資産のところはマイナスを入れていただいたほうが、資金の流れがわかりやすいかなと感じました。

それと、少しわかりにくいのは、合計1兆2兆弱ということですから、1・2階と旧3階は混ざった数字でございますね。先ほどの答申案のところは、1・2階と旧3階は違う基本ポートフォリオを当面の目標とされるということですから、少しこれはわかりにくいですよね。合算した数字がこれということですので、どの段階で分けて認識をして管理をしていくのかという、そのあたりの目安はいかがでございますか。

【篠田運用企画課長】　ここに書いてありますように28年3月までにつきましては、トータルといいますか、こういったことの管理をしていきまして、その後、分けていきたいとは考えております。

【俊野委員】　わかりました。そうすると、当面の先ほどの答申案の旧3階については、45%、26%、10%などの資産配分が記載されていましたが、実際にはこれらの比率をあまり意識した運用はできないということですね。なお

かつ、旧3階については、また来年秋、基本ポートフォリオ全体の見直しというのも入ってくるわけですね。だから、そのような意味では、当面はこの資料5にあるような形で一体化して運営をしていって、来年の秋に分かれた段階でもう一度、ターゲットの構成についても再検討するということになるのでしょうか。

【篠田運用企画課長】 国内債券につきましては、1・2階と旧3階とベンチマークも変わりますので分けていくわけですが、他の3資産につきましては、ファンド、こちらをAとかBとか、1・2階とか旧3階ということではなくて、当面、ミシン目のような形で分けていこうと考えておりますので、その際に割合をいろいろ考えていきたいと思っております。

【浅野会長】 私も確認の質問ですが、来年の3月までは一緒に、勘定は一つということなのですか。それで、3月の段階で勘定を暫定で分けて、9月ぐらいにまたはっきりしたらその調整を行うというイメージでよろしいのでしょうか。

【篠田運用企画課長】 勘定的には……。

【浅野会長】 1・2階と旧3階という……。

【篠田運用企画課長】 1・2階と旧3階ですね。ここは分けるといいますか、先ほど申しあげましたように、当面はミシン目を入れて管理していきたいと考えております。

【浅野会長】 それは9月、10月からもうミシン目が入るということですか。

【篠田運用企画課長】 はい。10月からです。それで、その後、旧3階のほうでまた来年の秋になりまして全体が見えてきた段階で、またそこで大きく変わるようであれば、そこは検討しなければいけないわけですが、そこでまた新たなポートフォリオというものができるといことであれば、そこでその比率を変えていくというようなことになろうかと思えます。

【浅野会長】 わかりました。

【俊野委員】 ありがとうございます。10月以降は分けなくてはいけないということになっていたかと思えますので、頭の整理と、当面のターゲットの構成も違うということもありますので、分けていただいたほうがわかりやすいし、管理しやすいのではないかと思います。少なくとも、債券については、

ラダーは旧3階、1・2階は違う運用ということに分かれますので、これは一旦、分けたものもあったほうが理解しやすいのではないかと思います。

このままだと、ずっと混在した形で3月までいくのかなと思ってしまいますので、少しそのあたりをご検討いただければと思います。

【浅野会長】 では、ミシン目が入った形のものも、今後……。

【篠田運用企画課長】 はい。承知いたしました。

【浅野会長】 次の委員会は7月の末にありますので、そのときにはその数字を示していただくということをお願いしたいと思います。ほかに。

【徳島委員】 2点ほど。まず1点目ですが、10月以降の運用についての考え方として、今回の資料においては、基本的に地方公務員共済組合全体の基本ポートフォリオ案の許容乖離幅内に入るようという文言になっています。これは、将来的には全国市町村職員共済連合会の許容乖離幅内に入るというふうに考えるべきだと思うのですが、それはどのタイミングから変えるべきなのでしょう、というのが1点目です。要するに、現在の案だと地共済全体での基本ポートフォリオ案の中に入れたいといけないという文言にしか読めません。逆に、先ほどの答申で書きました全国市町村職員共済連合会の基本ポートフォリオの許容乖離幅の中に入れるという発想が、本来なのではないかと私は思っているわけです。

それから、2点目は、今の俊野委員からのご指摘にも少し絡むところなのですが、これから10月以降に向けて、特に国内株、外債、外株については、1・2階と旧3階とミシン目で分けて運用されるということですので、これから新規に採用されるファンドにつきましては、特に1・2階のファンド、旧3階のファンドという指定はなく、両方で利用することを前提としてファンドを公募されるという運営になるという理解でよろしいでしょうか。

【浅野会長】 お願いします。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 新ファンドの募集につきましては、まだ確定したことではないのですが、当面、既存ファンドがどこかのタイミングで分割されるということが固まるまでは、あえて途中経過の段階で別々にする必要はないのではないかと。要するに、いろいろな方式がごちゃまぜに

なるのはよくないのではないか、ということ为原则として考えています。

実際に、ファンドがどのような形で分割していくか、どのような運営をしていくのかというのは地共連と実務レベルでの会合を持っておりまして、そのあたりも踏まえた上で対応していきたいと考えております。

【篠田運用企画課長】 それから、ポートフォリオの許容乖離幅の関係でございまして、私どもとしては地共済グループ全体のポートフォリオの許容乖離幅の中に入れていくということで考えておりますが、先ほどご指摘のありましたものは、旧3階の実際の運用の乖離幅の話であったでしょうか。

【徳島委員】 物事の考え方として、先ほど、例えば答申という形で1・2階につきましても、全国市町村職員共済連合会の基本ポートフォリオを作ったのですから、本来はその乖離幅内に入れると書くのが正しくて、地共済全体の基本ポートフォリオの許容乖離幅内に入れるというのは、本来、要らないのではないかと思います。

【篠田運用企画課長】 わかりました。おっしゃるとおりでございまして、連合会としての基本ポートフォリオの許容乖離幅の中に入れていくということで、変えさせていただきたいと思います。

【浅野会長】 よろしいですか。今の質問に関連して私も一つ追加で質問したいのですが、1・2階部分と旧3階部分を合同で運用して、それぞれの持ち分に区分けするということを将来にわたってやるということではできないのですか。あるいは、そのようなことは考えていらっしゃらないのでしょうか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 これも、これからの議論になると思いますけれども、それがまさにずっと続けていけるという取り決めにすれば可能かと思うのですけれども、私どもだけでそれを決めるという話でもないものですから、実務の面も含めて地共連や他の団体も含めて、いろいろご相談をしているところです。ただ、流れとしては、断定的なことは言えませんが、経理区分が分かれるということがありますし、当然、それぞれにキャッシュフローが異なってきますので、どこかの段階では分けるのではないかと議論になっています。また進展があればご報告したいと思っております。

【浅野会長】 ありがとうございます。ほかにこの件についてご質問、ご意見はござ

いませんか。では、この方針どおりに来年の3月まで運用される
というか調整されていくということで、皆様ご了承いただいたことに
したいと思います。

次は、マネジャー・ストラクチャー関係についてご質問、ご意見をいた
だきたいと思います。いかがでしょうか。どうぞ。

【宮井委員】 マネジャー・ストラクチャーの中で特に、パッシブとアクティブの比率
をどうするかについて、具体的な目標が理論的あるいは過去のデータから
提示されていますが、最終的な比率は結果として決まるというような感じ
ではないかなということが今、示されたのだらうと思います。つまり、実
際に運用機関の応募した結果によってアクティブ比率、パッシブ比率は変
わってくるということだと思えます。

そのときに、選定という定性評価を重視するという話がありました。そ
うすると、当初の目標というか理論的に考えられるのが、国内株で言えば
25%から45%がアクティブ比率だということだったのです。しかし、
この段階ではまだ当連合会の今までの経験の定性評価の情報が入っていな
いわけです。この後、先ほど定性評価を入れるというときに、今までの経
験をここで反映させようということで、定性評価のウエートが高くなる
ということですから、当初の見通しのアクティブ比率は、先ほど申しました
国内株で言えば25%とか45%というのは、これははっきり言えば、大
分変わってくるという理解でよろしいですね。

【浅野会長】 変わってくるというのは、要するに、この幅の中で……。

【宮井委員】 必ずしも、この幅に入らないのではないかと、ということを申し上げてい
ます。

【浅野会長】 そうではないのではないですか。この幅の中では変動するかもわからな
いけれども、この幅の中でやっていきたいということですよ。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 そうですね。幅を決める以上、無条件にそれを下
回ってよしとするとか、勝手に上回るということは考えておりません。今
回、幅を持たせていただいたのは、この説明の中にもございますけれども、
いろいろなリスクタイプの商品が入ってきますので、構成割合を一律に決
めても個々のプロダクトのリスク度が高いか低いか、相関が高いか低いか

によってかなり変わってくるだろうということで、少し幅を持たせていただいていることです。

選定に際して定性評価を重視していくということですが、これにつきましても、違ったタイプのプロダクトを全く同じ目線で評価してもあまりそぐわないと思います。例えば、スマートベータのプロダクトを評価するときに、リサーチ体制がどうだとか、アナリストの人員がどうだというのはあまり意味がございません。このあたりについては、適切な評価方法がとれるようにということで、選定基準の下のところに留意点を挙げさせていただいているということです。

【宮井委員】 ある前提でもって計算した、前提のもとの目標が最後に書かれており、先ほどの国内株で言えば25%から45%ということだと私は理解しています。前提というのは何かというと、結局、この前提に沿うようなマネジャーが得られるかどうかというのがあると思います。あるいは、これはファイアが、期待しているアクティブアルファが得られるかというのはもちろんありますが、その運用報酬との関係もあるでしょうし、そのような意味では結果的にどのような比率になるかというのはかなり変動するのではないかなと思って質問したのです。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 少し補足しますが、今、宮井委員がおっしゃったようにコスト控除後の期待超過収益率とトラッキングエラーについて、資料に記載されているこちらの数値をベースにしてアクティブ、パッシブ比率を出しています。先ほど西部から説明があったと思いますけれども、採用する運用機関の期待超過収益率とトラッキングエラーによっては、当然、比率自体も違ってくることがあるのです。同じような特性のマネジャーが採用されたら同じ比率になるのですけれども、違った、例えば、エンハンスド・インデックスのようなアクティブ運用機関だったら当然少し違ってくるのです。考え方は、このようなことを踏襲しながら決めていくということです。絶対的な数値ではないということでございます。

【宮井委員】 はい。

【浅野会長】 どうぞ。

【甲斐委員】 アクティブ運用というのは、まさに多種多様で、一つしか収益の源泉が

ないというわけではありません。そのような意味ではパッシブは一つだけけれども、アクティブは無数にあると言ってもいいわけです。そのようないろいろなものが雑多に入っているアクティブ運用を10年間合算して、平均がこうで、このようなばらつきがあるということを明らかにすることにそれほど意味があるとは思えません。

重要なのは、まさにおっしゃったとおり、定性的な部分に独創性があり納得感があるかどうか、それが決め手だと思うのです。そうしますと、このような具合に固定的に比率を決めず、また、無理して採用することもないので、それでも上限は決めておく必要があるかと思うのですが、下は常に0で良いでしょう。優れた手法がなければ採用しないという考え方のほうが、アクティブについてはいいと思います。まとめて一緒くたにして比率が全部で幾らだというのは、現実的にあまり意味がありません。

【浅野会長】 何か反論はありますでしょうか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 資料の最後のところに、少し言い訳がましいようなお書きを入れているのですけれども、このアクティブ比率を数字として置いているのは、例えば、一定のトラッキングエラーを考えた前提とした場合に、これぐらいの比率、按分が一つのめどになるのではないかという発想でございます。今、先生のご指摘のとおり、いいところがないのにむりやり入れるという発想ではございません。募集についてはなるべく幅広に行って、精緻にやっていきたいと思っていますけれども、必ず外国債券、外国株式、数字は置いていますけれども、必ず達成しなければいけないという意識ではございません。このあたりについては、募集というか設定の過程においても委員会等ございましたら、ご報告しながら進めていきたいと考えています。

【浅野会長】 よろしいでしょうか。

【甲斐委員】 0%から30%とか、そのような書き方にはならないのですか。こうだと、本当に固定的にこの比率を目標にするのだというように見えてしまうのです。ご説明はそうではないのですよね。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 期待としては、いいものを選んで少しでもアルファを稼いでいきたいというのが期待であるのは確かでございますけれども、

現実問題は今さまざまご指摘いただいているようにいろいろなタイプのも
のがあるでしょうし、それが本当にフィットするものなのかというのもあ
ろうかと思います。この数字に縛られるという感覚はございません。0%
から幾らという書き方がいいのかどうかというのは、中で検討させていた
だきたいと思います。

【浅野会長】 前は外国株式が上限20%ということで、0%から20%という書き
方をしていただいたので、もし今回もそれに近いようだったら、そのよう
に書き改めていただいたほうがいいと思います。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 検討させていただきます。

【浅野会長】 はい。どうぞ。

【加藤委員】 少し細かい話かもしれませんが、図表にあるコスト控除後の期待超過収益
率とトラッキングエラーについてです。これはマーサーのデータベースか
らとられたと思いますが、「コスト控除後」のコストというのは運用フィー
のことだと思います。運用フィーは同じファンドでも当然お客さんによっ
て違うとか、サイズによって違うということがあるので、そのあたりはど
のように評価されているのかお聞きしたいです。逆に言えば、そのあたり
も注意したほうがいいというサジェスションです。

もう一つ。どのような理由かわかりませんが、新興国株式のアクティブ
比率がかなり低いような気がします。一般常識で考えれば、非効率性が大
きいと思われる新興国の株のほうが、アクティブ比率が高まってもいいよ
うな気がします。この分析でいうと低くなってしまいうことで、サ
ンプルの問題なのでしょうか。この辺を少しお伺いしたいと思います。

【浅野会長】 お答えをお願いいたします。

【事務局（佐藤）】 まず、コスト控除後の期待超過収益率とトラッキングエラーについ
ての図のフィーのところなのですが、こちらにつきましては、連合
会のご希望感も考慮して、相応にコストというのは一般的な平均値よりも
抑えられることがありますので、その辺を考慮したコストを設定しており
ます。新興国株式につきましては、コストが相応にかかってくる場所も
ありまして、期待超過収益率につきましてはマイナスという結果になって
しまっているというところですか、これは一般的な話ですけれども、ト

ラッキングでは高い傾向もありまして、理論的にはこのような結果となっていると考えております。

【加藤委員】 ちなみに、マーサーの母集団というのは、日本の基金が投資できる母集団ですか。

【事務局（佐藤）】 こちらの新興国株式につきましては、データベースの制約もございまして、世界の新興国ファンドのほうを用いて推計しております。

【加藤委員】 はい。

【浅野会長】 効率的ではないだろうけれども、マーサーのデータではそれをとれていないということなのではないでしょうか。ほかに。どうぞ。

【俊野委員】 今回、株の比率を各共済さんが増やされるということになりますけれども、多分、運用機関さんもこのようなファンドがありますよということで、いろいろと営業戦略も活発になっているのではないかと思います。それで、今回、スマートベータ戦略のご採用を検討されているということですが、最小分散やファンダメンタル・インデックスなど、TOPIXと比べて、最大3割ぐらいの超過リターンが出ていますよという数値が示されています。アクティブ超過リターンの相関も、ほかの伝統的なファンドと比べてかなり低く、分散投資効果も期待できるのではないかと思います。

これは、スマートベータ戦略を、一定程度の比率をターゲットに採用していくということではないわけですね。スマートベータ戦略については、5%とか10%ぐらい枠がとられているようにも感じられないのです。これは伝統的なアクティブ運用に加えて、スマートベータ戦略のファンドも採用を検討していくという理解でよろしいのでしょうか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 そのとおりでございます。

【俊野委員】 わかりました。例えば、これまでのバリュー・グロース型のスタイル分散ですと多分、全体のポートフォリオの構成が大体、それほど偏りがなくなっていくかと思えます。多分、最小分散戦略などでは、業種構成にも相当偏りが出てくるとか、国内株式ポートフォリオ全体に対して、結構ゆがみが発生してくる可能性も出てくると思えます。そのあたり、ファンド全体としてのポートフォリオ特性について、バーラなどで今後分析していく、もう既に分析されているのか、そのあたりの状況はいかがでございますか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 現在、我々が思っている計量モデル、バーラワンという、バーラの中で複数資産を一括して分析できるというものと、あとはMP Iのスタイラスというスタイル分析ソフトの2点は持っております。従来から必ずしも定期的に、公式にやっているわけではないのですが、たとえば、アクティブファンド全体でどのようなリスクのプロファイルになっているのか、バリューやグロースが極端に寄っていないかというのは、検証はしてきております。

今回、当然新しいものが増えてきますので、でき上がりの絵姿を想定したときにどのような形になるのかという事前の検証と、事後的に運用が始まって以降、当初、見ていたものからそれほど大きく乖離していないのか、あるいは少し乖離が見られるのかということは、随時フォローしてまいりたいと思っております。

【俊野委員】 わかりました。普通の一般の年金基金もそのあたりの最低限の分析はされているようです。そのあたり、特に、いろいろなタイプのアクティブファンドが入ってくることによって、ポートフォリオ全体のゆがみが発生しないかどうかというのが少し気になりますので、そのあたりの管理はしっかりやっ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。

【俊野委員】 ファンダメンタル・インデックス等につきましても、特に理論的にそれが優れているということではなくて、過去に分析をしたところ、例えば、従業員や売上高だとか、違うウエイトで加重平均したほうが実証的に優れているということにすぎないと思いますので、今後、環境が変わることによって有効な指標の内容も変わってくる可能性があると思います。4ページにありますようなチェック、検証といえますか、定期的に行っていただければと思います。以上です。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 承知いたしました。

【浅野会長】 ほかに。どうぞ。

【徳島委員】 少し細かな点になりますけれども、一元化に伴う国内債券運用の対応に関する資料の中に、国内債券の構成イメージというのがございます。この中で、要するに、国内債券の1・2階と旧3階の分け方は、これまでご説

明いただいているとおり、ラダー20年を旧3階に持っていく。今までお持ちのラダー構築ファンドとか、その他を1・2階に持っていくという考え方は、私も全然異論のないところです。

今回予定されている1・2階と旧3階の金額が今秋のタイミングでは確定していないというところで、平成28年秋に確定した段階で調整するというのを考えると、キャッシュアウト対応の部分は、最初から完全に分割して運営できるのでしょうか。その場合、例えば、平成28年秋に数字が固まったときに現物を移管されるのか、それとも、それまではほかの株式とか外国証券と同じような按分で運営されるのか、方針をお聞かせください。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 28年の秋に、確かに正確な比率が出るのですが、この秋におおむねのウェートが出てくると聞いております。おおむねのウェートが出てくるので、基本的にはおおむねのウェートでキャッシュ対応ファンドも分けて、最終的には、例えば短期資産やその他の資産で調整もできるという感じで考えております。

【浅野会長】 よろしいですか。どうぞ。

【俊野委員】 すみません、関連して一元化に伴う国内債券運用の対応についての資料で、一元化後ということで新3階の表記があって、多分、地共済さんのほうがまだ検討されているということで、今後ということかと思うのですが、ただ、お金が入ってきて、もう運用が始まってしまいます。この新3階部分の自家運用、新設A格以上、これは運用方針がパッシブということは、Nomura BPIに対するパッシブの自家運用という理解でよろしいのでしょうか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 新3階については、今まさに検討中なのですが、基本的には10年ラダーを考えています。地共済の中では国債並びに国債と同等の信用の債券を対象と考えています。A格以上の事業債というのは、将来的にもし事業債を入れることができるような感じだったら、新3階において入れていきたいというイメージを描いた図でございます。

【俊野委員】 わかりました。地共済さんが多分、10年と20年も含めた半々ぐらいのラダーを考えていると思うのですが、このあたりは、全国さんは

10年のラダーということになるのでしょうか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 基本的には地共済グループの基本ポートフォリオがどうなるのかというので、基本ポートフォリオと管理運用方針に適合するような形で運用していくということです。現状はまだ今検討中で、10年20年になるのか、10年になるのかというのも検討中だと思います。基本的にはその考えに適合するような感じで運営していきたいと考えています。

【俊野委員】 わかりました。では、その検討を待って、それに合わせていくということですね。わかりました。ありがとうございます。

【浅野会長】 どうぞ。

【甲斐委員】 アクティブな運用機関を評価する場合、定性部分が重視されてくるようですが、評価のやり方について、何か今までのやり方を革新しようとか、強化しようということはないのでしょうか。例えば、ヒアリングするサイクルを短くするとか、あるいは運用機関を呼んで全員でヒアリングするとか、そのあたりの評価する側の体制として、何か考えられたことはないでしょうか。

【浅野会長】 お願いします。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 これをもって何か劇的に変えようという発想はありません。現状、ヒアリングに関しては、年2回は必ず全社を呼んでやる。年度末と中間ということで3月末と9月末の基準のときにやって、あと6月と12月については、実績の悪い先ですとか、少し定性面に不安のある先を呼んでやっているということでございます。ただ、いろいろと運用状況の報告書など、そうした形で書面で提出させているものなどもありますし、月次で出させているものもありますので、より細かくやったほうがいいと思うものについては精緻化していきたいと考えております。

あと、昨年から取り組んでいるものとして、スチュワードシップ・コードの受け入れというのがありましたので、各社の該当する国内株式のマネジャーについては、それに特化したようなヒアリングも行っているということがございますので、追加的に必要な項目が今後出てくる。あるいは、採用したプロダクトによってはもう少し細かくやったほうがいいというこ

とがあれば、検討していきたいと思います。

【浅野会長】 よろしいでしょうか。はい。

【宮井委員】 今のところなのですけれども、アクティブ運用機関の評価についてです。アクティブ運用を採用するほうは、アクティブ運用機関のパフォーマンスが悪い、というケースが結構多いのですが、自分の選び方が悪いのではないかというのが、一方ではあると思うのです。というのは、一旦、選ぶときには、これはいいと思って選んで、ところが結果的にはよくなかったから変えるということになっているわけです。そのような意味では、スポンサーとして、連合会として選んだところがよかったのかどうかというのを、自分自身を一回評価して、このような結果でしたというのを見せてほしいのですが、それはできますか。

【浅野会長】 それは、パフォーマンスを見れば分かりますね。パフォーマンスを報告しているわけだから。

【宮井委員】 でも、それは、しょっちゅうアクティブ運用会社を入れ替えているわけです。ということは、自分の定性評価が悪かったということを行っているわけです。そのような理解でいいのですか。

【浅野会長】 中にはそのようなものもあるということでしょう。

【宮井委員】 でも、全部が入れ替えになったりすると……。

【浅野会長】 もし、必要とあれば、運用委員会にも個別の運用会社ごとにアルファがとれたかどうかの報告をしていただくということですが、それをすべきだと思われていますか。

【宮井委員】 いや、あの……。

【浅野会長】 そのようなことは、これまで集計のものしか出してもらっていませんが、個別にはきちんとやっつけていってほしいわけですね。

【宮井委員】 何年かに一回でいいと思うのですけれども、これだけ運用会社を選びました、その後、入れ替えがこうでした、という報告です。それで、運用会社の選択がうまくいったケース、要するに、100%連続すれば、例えば3年間続けば、そのとおりいい運用会社を選んだと思える。しかしながら、1年でこんなに変わっているということであれば……。

【浅野会長】 1年で変えることはないから、3年なり何かで、成果が出ているかどうか

か。

【宮井委員】 そうそう。

【浅野会長】 それはフォローされているはずですが、それで見直しをされたりしているわけですから。必要であれば、それを今後この席に報告していただくということになるのかと思います。

【宮井委員】 そうですね。しょっちゅうは必要ないと思います。

【浅野会長】 そのような要望がありましたので、今後、個別の名前を出すか出さないか微妙なところがあるので、それも含めて検討していただくということにしたいと思います。今までは、アクティブ運用全体で勝った、負けたという報告だったのを、もう少し個別も含めてということをお願いしたいと思います。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 内容や頻度については検討させていただきますけれども、事後のフォローということでご報告をさせていただきたいと思えます。

【宮井委員】 そうですね。私の言いたいのは、運用会社を選んでいるほうが、アカウントビリティーというか、きちんと選んだ結果こうなりました、ということとをどこかで出しておいたほうがいいのではないかとこの観点です。

【浅野会長】 では、そのような方向でお願いいたします。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 承知しました。

【加藤委員】 スマートベータですが、ここでは国内株式だけにスマートベータが入っています。これはサジェスションですが、スマートベータはもともと外国株、つまり、アメリカや欧州で中心に始まったものですので、また、最近では債券についても、デュレーションやクレジットのファクターを利用したスマートベータも出てきつつあります。日本株以外の資産についてもスマートベータを検討されたいのではないのでしょうか。

【浅野会長】 はい。ということで、そちらのほうも検討をお願いいたします。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 研究を続けていって、今すぐということになれるかどうかわかりませんが、今後の課題として検討させていただきたいと思えます。

【浅野会長】 どうぞ。

【徳島委員】 念のため、申し上げておきたいことが一点だけございます。アクティブ運用受託機関の選定基準のところでは、特にスマートベータは従来のアクティブ運用と少し違う基軸で取組まなければならないということで、留意点を付け加えていただいています。これについてはこれで、やむを得ないと思っているのですが、このアクティブ運用の外部委託の選定基準については、今回、管理運用の方針で有識者会議等にかけるという言葉が明確に書かれています。そうすると、“この本選定基準では選定が適切でない場合は、募集開始前に別途、取り扱い方法を検討の上対応する”という表現は、実は不適切で、何らかのものを有識者会議に出さないと、結局尻抜けで全部取組むことができるというふうに読めてしまいます。少し表現や運営について、ご配慮をいただけたらと思います。

【浅野会長】 よろしゅうございますか。今の要望。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 検討させていただきたいと思います。

【浅野会長】 では、少し時間も押し迫ってきましたので、次の動的資産配分の検討についてのご意見、ご質問をお願いいたします。どうぞ。

【俊野委員】 動的資産配分及びキャッシュアウト対応について、特に、旧3階につきましては、事前のご説明で教えていただいたところによりますと、2,000億円ほどのキャッシュアウトが発生するという事です。6兆円弱の資産で2,000億円ということですから、資産全体の3%ぐらいのキャッシュアウトが必要ということ。そうしますと株の比率も増えていきますから、株を売却して給付資金を賄うなど、そのような心配も当然出てくるということ。す。

当然、今のようないい市場環境がずっと続くという保証はありませんから、場合によっては株が下がって、円高で外貨建ての資産も減っていくという非常に厳しい中でも2,000億円の資金を捻出していくと、今後、非常に苦しい局面も出てくるだろうと思われ。おそらく、パッシブファンドを各資産持っていますから、パッシブファンドの中から売却して2,000億円をバランスよく出していくという対応になっていくのかなと思います。

ですから、非常に資本環境が悪化していくということも十分想定される

中で、このキャッシュアウトに対するキャッシュマネジメント方法の検討ということでは、普通に売却していくということになるかと思います。そこで動的資産配分との関連とありますけれども、いつまで給付が発生するのかという全体像をつかめませんと、なかなかそのあたりの運用方針というのも決まってこないということがあります。2,000億円のキャッシュアウトが何十年続くのかということですね。常にこのようなキャッシュフローに対するニーズを意識しながら運用方針を考えていく必要があるという基本的なところでは。

ですから、現時点で旧3階部分に対して約6兆円資産がありますから、もし、2,000億円で30年賄えばいいということであれば、あまりリスクをとる必要がないということになるかと思います。それが6兆円を10兆円増やして50年もたさないといけないということになりますと、ある程度リスクをとって、エクイティ分を少し多めにして、きちんと6兆円を増やしながらか、キャッシュも賄っていくということになるかと思います。ぜひとも地共済グループ全体に該当することかと思いますが、どのぐらいのキャッシュフローが今後見込まれて、その6兆円の資産をどのぐらい増やして対応しなくてはいけないのかという全体的な流れを、ぜひとも念頭に置きながら資産配分の方法を検討していただくことが必要ではないかと思うのです。

でないかと、将来、株が上がりそうだから株を増やすとか、そのようなところに行ってしまうと、このような公開されている運用になりますから、手の内が全部見えている中で、なかなかそのように機動的に株を増やしたりする上手い対応というのは難しいと思います。ぜひとも給付のニーズを十分に念頭に置きながら、どの程度リスクをとって資産を増やす必要があるとか、あまりそのような必要がないのであれば、私はできるだけ安全性を高めた運用が望ましいと思います。

ぜひともそのあたりのキャッシュフローの給付の見通しを常に念頭に置きながら、運用の方針に反映させていくという姿勢は常に持っていただきたいというのが、私の希望でございます。

【浅野会長】 私のほうから少しコメントします。今、キャッシュフローについてのご

意見、コメントが出ましたが、旧3階について言うと、インフローはなくてアウトフローだけで、確実に出ていくのです。ですから、このキャッシュフローマネジメントは、これから継続的に必要になります。それに加えてどの程度、リスクがとれるか、とってリターンを稼がないといけないかは、負債との関係で見ることになります。

今、地共連のほうで地共済グループ全体の負債がどうなっているかという数字を出してもらえるような段階にあるというか、それをやってもらっているところです。それと、来年の秋に資産の側も確定するというので、そこでまた改めてそのような検討をしないといけないということになるかと思えます。

少なくとも言えるのは、キャッシュアウトがずっと続いていくわけですから、キャッシュマネジメントは重要な課題になるということです。どれだけ長期で運用できるのか。何年ぐらい運用できるのかというのは、非常に重要なポイントになるということは間違いないと思います。ということでもよろしいでしょうか。

【篠田運用企画課長】 はい。今ご意見をいただきましたように旧3階もそうですが、新3階もこれからどういう給付の推計になっていくのかというものがございまして、私どもも地共連にもそうですが、年金部にも将来推計をお願いしてまいります。当面は賄えるということでもございますので、将来的にまた検討していきたいと考えております。

【浅野会長】 動的資産配分の検討についてはどうですか。はい。

【加藤委員】 動的資産配分を行うということは、ある意味でいうとリスクをとるということになると思います。このときの具体的な意思決定のメカニズム、体制はどのようにするのかということが重要だと思います。

リーマンショックのようなイベントが起こったときに、そのタイミングで買うかどうかという意思決定を誰かがしないといけないことになります。その体制、つまりガバナンスのあり方はどのようにお考えになっているのでしょうか。

【浅野会長】 体制ということですね。いかがでしょうか。

【篠田運用企画課長】 まさに動的資産配分につきましては、これからまた細かいとこ

ろも詰めていかななくてははいけなくてははいけないと思います。まずはその議論を見ながら、ガバナンスの体制強化ということもあわせて考えていきたいと考えております。

【浅野会長】 どうぞ。

【甲斐委員】 少し教えてください。資産・負債状況の変化に応じた資産配分の考え方というところですか。要するに、積立比率が上昇してくるとリスク資産を低下させる手法でやり、という部分。これはまさに、現在やっている方法そのものですよね。要するに、コンスタントプロポーションといいますか、ある基本ポートフォリオを決めていて、それがオーバーしてくると売って下げる。まさに今が上がれば売って、下がれば買うというような、それが基本ポートフォリオという考え方だと思うのです。ここに書いているのは、まさにそれですよ。

【浅野会長】 違います。

【甲斐委員】 違うのですか。

【浅野会長】 連合会はそうではないのです。積立比率に応じて、積立比率が例えば120%になったらもうリスクはとりません。一方、足らなくなったらリスクをとって一発勝負に行くというのが、連合会のやり方なのです。それはポートフォリオ・インシュランスと全く逆のやり方です。そういうものも、あり得るのかなということを書いているのです。

【宮井委員】 連合会というのは、企業年金連合会ですか。

【浅野会長】 そうです。

【宮井委員】 ここの連合会ではなくて。

【浅野会長】 そうです。失礼しました。

【甲斐委員】 積立比率に応じた資産配分と、表にもそのような表現があるのですが、それは一方的に比率が上昇したらリスク資産を低下させるという手法に限定するわけですか。まさに今お話があった、逆の考え方もあるわけで、もう少し幅広く考えたらどうですか。これに限定せずに。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 記載部分上段のほうは全く反対で、いわゆる剰余金ができたら、余裕ができたらリスク資産を増やしていきましょう。下段のほうは、剰余金の分は安全資産でやっていきましょうという発想です。

ですから2つ、両論併記をしているという感じで、これから動的資産配分についてご検討していただくに当たって、メニューを掲げさせていただいているというような内容でございます。

【甲斐委員】　そうすると短期、中期という分け方も、あまりそれにこだわる必要もないと思います。ポートフォリオ・インシュランスだって考え方として中期的に実施するという考え方はあり得ます。

【浅野会長】　少し私がコメントしますと、負債がどうなっているのかということと、もう一つ、負債と比べてお金が余ったとき、すなわち剰余が出たときに誰がもらえるのか、ということに関係してくると思うのです。例えば、ポートフォリオ・インシュランスだったら、比率がよくなって剰余が出て、それでどんどんリスクを増やしてまたどんどん剰余がたまったとき、それを誰がもらうのか。加入者がもらえないのだったらそんなことをしてもしようがないということになってしまいます。多分、企業年金連合会がこのようなやり方をしているのは、積立比率が高くなって剰余が出て、さらにそうやって稼いだって意味がないから、ではそれだったらもうリスクを抑えましょう。でも、足りない場合は、頑張っってそこまではもっていかないといけないといけないのではないかという、そのようなことだと思うのです。

【宮井委員】　掛け金を出してくれるところがないのですね。

【浅野会長】　そう、そう。剰余が出たときにそれが誰のものになるのかということに、多分、かかってくると思うのです。だから、ポートフォリオ・インシュランスでいくか、企業年金連合会のようなやり方でいくのかというのは、その配分がどうなるのかとか、足りないときにどうなるのかという問題にかかわってくると思います。そのようなものを含めて、どのような手法をとるべきかを考えないといけないということだと思います。ほかにいかがでしょうか。

【宮井委員】　キャッシュアウトフローに対するキャッシュマネジメント方法の検討についての資料で、現状と課題というところで会計の話が少し出ており、連合会は年金給付資金に対する対応においては、会計が簿価主義ということが書いてあります。実現損の発生を回避する観点から、国内債券の利金等を基本に対応してきたという話があります。実際はほかの債券、株式につ

いては会計が簿価主義というのはもちろんあるのですけれども、運用においては時価ベースで運用していくわけです。つまり、リターンが得られそうなものを購入して、リターンが得られそうでないものは売るといふ、そのような会計主義に縛られないような運用をやっていただきたい。この一元化のところで、GPIFは、時価に基づいて運用をするということですとってきていると思いますので、当連合会もそこに負けるといけないというか、そのような制約のない環境で運用していただければと思います。それが一点と、もう一点よろしいですか。

今、ずっと資料をたくさん見てきて、結構やることがたくさんある。その上さらに、先ほど年金ガバナンスという話もありました。そのような意味では、この連合会の今課題に挙がっている課題を、どのような組織でどのような体制でやるのかというのは、少し心配になります。例えば、キャッシュマネジメントもそうですし、オルタナティブなども考えないといけないし、TAAとかいう話もありますし、新3階とか1階、2階、旧3階もあり、目白押しです。そのいろいろやらなければならないところを、今までの体制でできるのかというのが少し心配になります。どういうふうに誰がやるのかというまでは聞きませんが、そこはこのような体制で臨みますといった、体制図などがあると安心して見られるのではないのかと思いました。

【浅野会長】 お答え願います。会計というか、時価でやるべきではないかということについて。

【篠田運用企画課長】 運用についてはもちろん時価で評価しているところでございまして、法令上簿価会計になっているということでございます。それから、体制の強化等々につきましては、今後、まさにいろいろご議論いただいておりますが、こうしたものが詳細が固まっていく中で、そのような体制の強化も図っていかなくてはいけないとは、重々理解をしているところでございます。

【浅野会長】 よろしいですか。時間も大分オーバーしていますので、まだご意見があるかもしれませんが、主要なご意見はいただいたということで、そろそろ終わりとさせていただきたいと思います。事務局には今後、各委員からい

ただいたご意見を踏まえて、本年10月以降の基本方針策定に向けて準備を進めていただきたいと思います。

以上をもちまして、本日の議事を終了とさせていただきます。以降の進行については、事務局をお願いします。

【杉田事務局長】 委員の皆様方には、ご熱心なご討議ありがとうございました。次回の資金運用委員会は7月31日を予定しております。また今後地共済グループの検討委員会等の動向を踏まえまして、8月に1回開催する方向で日程調整をしたいと考えております。よろしくをお願いします。

以上をもちまして、第29回資金運用委員会を閉会いたします。ありがとうございました。

【浅野会長】 ありがとうございました。

— 了 —