

第31回資金運用委員会

平成27年8月19日（水）

【杉田事務局長】 定刻前ではございますが、皆様おそろいのようにございますので、ただいまから第31回資金運用委員会を開会いたします。

議事に入ります前に、前回委員会の後、浅野会長から辞任についての申し出がございました。委員の職を辞任されることとなりましたので、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。

【加藤委員】 京都大学の加藤でございます。会長には日興リサーチセンター理事の宮井委員にお願いしたいと思います。宮井委員はさまざまな委員会等でもご活躍されており、本委員会の現委員の中でも最も在任期間が長く、平成19年の長期給付積立金の一元的な運用の実施においてもご尽力された経緯もあり、当資金運用委員会の会長として最も適任だと思われま。どうか各委員の皆様方のご賛同をお願いいたします。

（「賛成」の声あり）

【杉田事務局長】 ただいま加藤委員から、会長には宮井委員とのご発言がございまして、皆様から賛成であるということでございましたので、ご異議がないとさせていただきます。

それでは、会長には日興リサーチセンター理事の宮井委員が選任されました。

なお、要綱には「副会長を1人置き」となっておりますが、平成20年度から、従来から副会長は空席となっており、今回の任期中につきましても副会長は空席とさせていただきますと存じますが、よろしいでしょうか。

（「異議なし」の声あり）

【杉田事務局長】 ご異議がないようですので、副会長は空席といたします。

それでは、宮井会長には会長席のほうへお移りいただきたいと存じます。

それでは、ここで宮井会長にご挨拶をお願いいたします。

【宮井会長】 ただいま皆様の推薦により本委員会の会長の重責を担うことになりました、日興リサーチセンターの宮井です。よろしくお願いします。

皆様のご協力をいただきながら、この任期中、会長の職を務めさせていただきたいと存じますので、どうぞよろしくお願いいたします。

今回、図らずも、浅野前会長から引き継ぐことになりました。この引き継ぎに当たっての考え方につきましては、後ほどの質疑の中で触れさせていただければと考えておりますので、よろしくお願いします。

本委員会では、これまで委員の皆様方に精力的に議論をいただきまして、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金運用に貢献してまいりました。今まさに、この被用者年金一元化の対応への最終局面を迎え、大変重要な時期でございますが、引き続き当連合会の安全かつ効率的な運用のあり方について、精力的に検討してまいりたいと考えております。

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す。私からのご挨拶とさせていただきます。

【杉田事務局長】 ありがとうございます。

これからの議事進行につきましては、宮井会長によろしくお願いいたします。と存じます。

【宮井会長】 それでは、協議事項第1、次期基本方針策定に向けた検討についてですが、その議事に入りたいと思います。

初めに、この次期基本方針策定に向けた検討について、事務局より説明をお願いします。

【事務局（佐藤）】 それでは、マネジャー・ストラクチャーの検討についてご説明いたします。こちらにつきましては、前回いただきましたご意見をもとに修正いたしました結果のご報告でございます。

アクティブ・パッシブ比率の結論部分、図表22の国内株式につきましては、前回はアクティブ比率を25から45%と比率に幅を持たせておりましたが、前回、各先生方から、意図が不明瞭であるなどのご指摘をいただきましたので、アクティブ比率を45%へ修正いたしました。

それに合わせまして、スマートベータ等の新たな運用手法を導入してい

くことや、さまざまな特性のファンドが組み入れ検討対象になってくる可能性もあることから、ファンドの選定及び投資金額の検討に当たっては、ポートフォリオ全体のリスク等を十分に分析した上で慎重に対応することとする、と修正いたしました。

それに伴いまして、国内株式についての検討部分の記載につきましても修正をいたしております。

続きまして運用対象の多様化（オルタナティブ資産への投資）に係る運用方針（案）につきましてもご説明いたします。

オルタナティブ資産への投資につきましては、1・2階の管理運用方針（案）、及び次にご説明いたします厚生年金保険給付組合積立金の管理及び運用に係る基本方針（案）に記載されているところでございますが、こちらは当連合会が運用対象の多様化（オルタナティブ資産への投資）を図る場合における方針について策定するものでございます。

内容につきましては、前回の当委員会にてご案内させていただきました地共済の運用対象の多様化に係る運用方針（案）に沿って作成いたしております。

それでは、内容につきましてもご説明させていただきます。

まず運用対象の多様化の定義、オルタナティブ資産の範囲でございますが、オルタナティブ資産は不動産、インフラストラクチャー、プライベート・エクイティ等の資産のほか、当該資産を裏づけとした有価証券、信託の受益権等の資産といたします。

運用対象の多様化の目的ですが、運用を長期的な観点から安全かつ効率的に行うことを目的に、分散投資を進めるために行うことといたします。

資産の区分については、オルタナティブ資産のリスク・リターン等の特性に応じて、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式に区分し、オルタナティブ資産の構成割合は資産全体の5%を上限といたします。

留意事項についてでございます。連合会がオルタナティブ資産への投資を行う場合は、次の事項に留意することといたします。

まず、分散投資を基本とし、超過収益が獲得できるとの期待を裏づける十分な根拠を得た上で行います。また、市場性、収益性、情報開示等、従

来の伝統資産とは異なる点も多いことから、一定の流動性は確保できるか、市場での価格形成がなされているか、合理的な方法で額が算出できるかなど、市場環境の整備等を十分に踏まえた検討を行い、運用・リスク管理体制を整備した上で行うこととします。また、これらの実施におきましては、資金運用委員会の専門的知見を活用させていただくことといたします。

次に連合会がオルタナティブ資産へ投資を行う場合は、次の事項を実施することといたします。

まず運用方針に関しましては、対象資産の明確化、投資目的の明確化、投資戦略の期待リターン、リスク、コストをあらかじめ把握することとし、方針につきましては、事前に資金運用委員会の審議を経ることといたします。

運用対象の選定に関しましては、選定に係る審査項目を事前に資金運用委員会の審議を経て策定し、審査項目を適切に審査の上、対象の選定を行うことといたします。

オルタナティブ資産の管理に関しましては、少なくとも毎月1回、投資状況や各運用受託機関の運用状況、資産管理機関の管理状況等を把握いたします。リスク管理、運用方法については、専門的な知見に基づいたものといたします。

これらの管理の結果、問題がある場合には、その理由を確認し、改善の要請等、適切に対応することといたします。

投資状況の報告につきましては、少なくとも毎年1回は資金運用委員会へ報告を行うとともに、委員会から求めのあった事項につきましては適時に報告いたします。

最後にその他の事項ですが、運用対象の多様化に関する調査・分析を適時に行うことといたします。

私からのご説明は以上でございます。

【篠田運用企画課長】 引き続きまして私から基本方針（案）につきましてご説明をさせていただきます。

まず、基本方針（案）につきまして、1・2階、旧3階、新3階のそれぞれ共通事項、それからそれぞれ特化したところについての項目を整理さ

せていただいております。

まず、構成でございますが、管理運営の方針（案）、それから地共連の基本方針（案）をベースにいたしまして、現行の本連合会の基本方針の内容を加味して策定しているところでございます。

管理運営の方針（案）につきましては、地共済の有識者会議である資金運用検討委員会の資料といたしまして、今までも当委員会に情報提供させていただいたところでございますが、その管理運営の方針（案）と地共連の基本方針（案）に適合するように作成しているところでございます。

なお、基本方針に定めるべき項目につきましては、今後、総務省の省令で示される予定となっておりますが、その内容についてはまだ未定でございますので、変更があり得るということについて初めに申し添えさせていただきます。

次に共通事項（新たな項目）でございますが、地共連の基本方針と異なる部分の主要なものにつきましてご説明をさせていただきます。

それでは、主な項目についてご説明させていただきます。

有識者会議の活用といたしまして、委員会の活用において、本資金運用委員会を規定し、基本方針策定及び変更等、各積立金の管理及び運用に係る専門的事項を検討することとしております。そのほか、現行でもございますが、構成組合の代表者も参画いたします長期給付資金委員会、それからモニタリング等を行います業務監理委員会についても規定をさせていただいているところでございます。

リスク管理についてでございます。その実施方針について、資金運用委員会等の審議を経て総会に報告するとともに、リスク管理の状況については適時に総会及び資金運用委員会に報告を行うこととしており、前々回の委員会において実施方針についてご審議をいただいたところでございます。

運用手法でございますが、ファンドの選定基準等については資金運用委員会の審議を経た上で実施することとしております。また、運用の具体的手法については、現行の基本方針の自家運用、信託による運用等の内容を生かしてございまして、地共連の基本方針（案）と体裁が異なっておりますが、内容につきましては同様のものとなっております。

次に、運用対象の多様化につきましては、1・2階部分にのみ記載をしてございます。運用方針を事前に資金運用委員会の審議を経て定めるほか、実施状況や資金運用委員会から求めのあった事項についても適時に報告するなど、資金運用委員会による適切なモニタリングのもとで、資金運用について一般に認められている専門的な知見に基づき検討する、とさせていただきます。

次に、機動的な運用でございます。1・2階及び旧3階のみ記載をしてございます。機動的な運用を行う場合、その運用方針については資金運用委員会の審議を経るほか、実施状況を適時に資金運用委員会に報告することとしております。具体的な運用方針につきましては、10月以降の当委員会でもたご審議をいただく予定としてございます。

次に、株式運用における考慮事項といたしまして、ESGを含めた非財務的要素を考慮することについて検討し、超過収益が獲得できるとの期待を裏づける十分な根拠のもと、合理的なリスク選択を行うことを前提に、検討結果を踏まえた取り組みを実施するよう努めることとしてございます。

次に、合同運用につきましては、各積立金でございますが、地共連に預託して運用することができる旨を定めてございます。

次に、受託者責任の徹底といたしましては、各積立金の運用にかかわる全てのものについて、慎重な専門家の注意義務及び忠実義務の遵守を徹底する旨定めてございます。

次に、市場及び民間の活動への影響に対する配慮といたしましては、各積立金の運用に当たって、市場規模を考慮し、みずから過大なマーケットインパクトをこうむることがないように努めるとともに、市場の価格形成や民間の投資行動等をゆがめないよう配慮し、特に資金の投入及び回収に当たって、特定の時期への集中を回避するよう努める旨定めているところでございます。また、民間企業の経営に対して影響を及ぼさないよう配慮することを定めております。

次に、スチュワードシップ責任を果たすための対応につきましては、1・2階及び旧3階のみ記載してございます。株主議決権は企業が長期的に株主の利益を最大にするよう企業経営を行うよう行使するものとする旨定め

ております。議決権を行使する際は、スチュワードシップ責任を果たす上での基本的な方針に沿った対応を行うこととしております。

次に、年金給付のための流動性の確保といたしまして、年金財政の見通し及び収支状況を踏まえ、年金給付等に必要な流動性（現金等）を確保するとともに、効率的な現金管理を行う旨を定めてございます。

次に、連合会と他の機関との連携といたしましては、地共連及び他の運用機関に対して必要な情報提供を行うなど、相互に連携を図りながら協力する旨を定めております。

次に、基本ポートフォリオの管理につきましては、現行の基本方針に定めている項目を入れさせていただいております。

次のベンチマークのところのお書き部分については、政策ベンチマークとマネジャーベンチマークを区別するために加えているところでございます。

連合会の責任体制につきましては、現行の基本方針に定めている項目でございまして、委員会や事務管理体制の連合会の責務と運用担当者の責務について定めているところでございます。

透明性の向上については、運用収益やリスクなど管理及び運用実績の状況等について、ホームページ等により公表することについて定めております。また、運用受託機関等の選定については、実施状況等を適時に報告するなど、資金運用委員会による適切なモニタリングのもとでその透明性を確保する旨定めているところでございます。

次に、高度で専門的な人材の確保とその活用等についてでございますが、必要に応じ、高度で専門的な能力を必要とする業務、及びそれに必要とされる専門的能力を精査し、当該能力を有する高度で専門的な人材の確保に努めることについて定めているところでございます。なお、専門的人材の強化・育成については、適宜資金運用委員会にその状況を報告し、その意見を踏まえて積極的に推進することとしております。

リスク管理の強化についてでございますが、必要なリスク管理システムを整備することとし、フォワード・ルッキングなリスク分析機能の強化、リスク管理分析ツールの整備、情報収集・調査機能の強化を進めるなど、

必要に応じ高度化を図る旨定めているところでございます。

次に、調査研究業務の充実については、調査研究業務を実施する場合は、シンクタンク等へ委託研究を行うとともに、積立金の管理及び運用に関するノウハウを連合会内に蓄積するため、高度で専門的な人材を含めた職員が担うことも検討する旨を定めているところでございます。

続きまして、旧3階に係る基本方針（案）をご覧ください。

基本的な方針に記載がございしますが、新規の掛金収入が発生しないという閉鎖型年金の特性を踏まえ、下振れリスクに特に留意しつつ、将来にわたる負債と積立金との関係を常に意識しながら、長期的な観点から安全かつ効率的に行うことにより、経過的長期給付事業の運営の安定に資することを目的として行う旨を定めているところでございます。

次に、私ども連合会の独自部分といたしまして、構成組合による預託金運用について定めているところでございます。取り扱いにつきましては従前と変わらず、他経理への貸し付け、縁故地方債等の運用を構成組合において行っていただくこととしてございます。

次に、基本ポートフォリオについてでございます。前回の資金運用委員会において、旧3階の基本ポートフォリオの取り扱いについては整理をいたしまして、本日の委員会において諮らせていただくこととしてございました。

議論の経過といたしまして、繰り返しになりますが、本年5月15日及び6月19日開催の資金運用委員会におきまして、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ているところでございますが、資産側の全体である積立金総額が一元化前には判明せず、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、連合会の当面の運用としては、国内債券についてはNOMURA-BPI総合での運用ではなく、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されたところであり、6月19日の資金運用委員会において答申をいただいたところでございます。

当面の運用につきましてはご承認をいただいたところでございますが、基本ポートフォリオをどうするかという点については、本連合会といたしましては、旧3階に係る資産・負債がはっきりしない中、地共連の管理運用の方針、それから特に地共済全体の基本ポートフォリオの制約を受けている以上、地共済全体の基本ポートフォリオを連合会の基本ポートフォリオとするべきものと考えているところでございます。

したがいまして、2の基本ポートフォリオの書きぶりとさせていただき、当面の運用として、国内債券はNOMURA-BPI Laddar 20年による運用とし、それを前提として算出した資産構成割合に留意して、管理及び運用を行うこととすると記載をさせていただいたところでございます。

続きまして、新3階に係る基本方針の案をごらんください。

基本的な方針に記載がございますが、国債利回り等に連動する形で給付水準を決めるキャッシュバランス型年金の特性を踏まえまして、長期的な観点から安全かつ効率的に行うことにより、退職等年金給付事業の運営の安定に資することを目的として行う旨を定めているところでございます。

また、運用の目標において、10年国債利回り等を勘案して決定される運用の目標、「P」とありますが、こちらについては一元化法において基準利率は国債の利回りを基礎として地共連の定款で定めるとされておりまして、今のところペンディングとなっているところでございます。

運用手法でございますが、原則として給付対応等で必要な短期資産を除く全額を国内債券に投資し、それを満期まで持ち切る運用を行うこととし、その際、国内債券の種類や償還年限を適切に選択することにより、リスクの抑制に努めた上で収益率を高めるよう努めることとする旨定めているところでございます。また、運用コストの低減の観点から、自家運用を原則とするとされておりまして、よって、機動的な運用、株式運用における考慮事項やスチュワードシップ等についての記載は、この基本方針（案）には入ってございません。

今後、地共連及び総務省と内容のすり合わせをさせていただいた上で、また9月15日開催予定の当連合会の役員会にお諮りをし、最終的に総務省に大臣協議を行い、大臣承認をいただく予定となっております。

なお、その結果については、次回の当委員会、10月から11月ごろ開催させていただきたいと考えておりますが、その際にご報告をさせていただければと思っております。

以上でございます。

【宮井会長】 どうもありがとうございました。

それでは、今幾つか、資料に基づきましてご説明いただきました。まず、マネジャー・ストラクチャーの検討について、それから運用対象の多様化について、皆さんから議論があればと思いますが、ご発言をお願いします。

【俊野委員】 前回、今回の内容として、テーマとしてはオルタナティブ投資と機動的運用について、今回議論されるということで、オルタナティブ投資についてはご提示いただいたと理解しております。機動的運用については、事前のご説明の中でも、少し時間がかかるのでまた10月以降の検討ということで了解しているところでございます。

今回、新たに検討対象として、オルタナティブ投資に関する運用方針の案をご提示いただきまして、これは具体的な実施の検討にまでは至っていないということで、今回、方針だけ定められたと理解しております。

恐らく、地共済グループで策定された方針を、とりあえず今回は踏襲されたということで、ほぼ地共済グループで検討された事項が今回提示されているわけですが、プロセスとして確認させていただきたい点があります。まず、オルタナティブ投資はほかの資産と違ってかなりリスクの前提や源泉なども違ったところがありますので、専門的なスタッフを確保して、不動産とかインフラであればその専門家を確保して、その上で投資を検討するというような議論が地共済グループの中であったと思います。この点に関連して、オルタナティブ投資、例えば不動産やインフラを採用する場合には、そういう専門的スタッフを確保して、その上で実施するというような文言も基本方針に入っているのでしょうかというのが1点です。

それと、これは地共済グループ全体での議論でも少し気になったのです

が、既存の資産の代替的な位置づけでオルタナティブ投資を導入するという方針でございますので、例えばインフラであれば国内債券なのか国内株式なのか、海外のインフラであれば外国債券なのか外国株式なのか、その特性に応じて、どこの資産の代替的な位置づけで採用しようか決めると思っています。その際、例えば国内債券の代替ということになりますとNOMURA-BPIがベンチマークになってくると思うのですが、「超過収益の確保をきちんと確認して採用する」という文言が気になっています。超過収益ということになりますと、NOMURA-BPIなどのベンチマークに対する超過収益率になってくると思いますので、そもそも比較が難しいのではないかという点が、改めて気になってしまいました。伝統的な資産のベンチマークに対する超過収益率となってくると、水と油ではないですが、全く異質なものを比較して超過収益が確保できるかということを確認しなさいという規定になっていきますので、少し無理があるのかなという印象を改めて持ちました。

その2点について発言させていただければと思います。

【宮井会長】 それでは事務局、お願いします。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 まず第1点目のオルタナティブ資産に投資するに当たってですが、この運用方針の留意点のところ、オルタナティブ資産への投資を行うのに必要な運用リスク管理体制、高度で専門的な人材の確保も含むというような形で、こちらの運用方針のところに記載されているとおりでございます。

2点目の、確かにおっしゃるとおり、超過収益というところで、何をベンチマークにするかということがやはり課題になってくると思うのですが、そこはオルタナティブ資産を国内債券にするのか外国債券にするのかなど、伝統的資産に分類するところでもう一度検討していくことになるかと思えます。

その中で、例えば国内債券とするのでしたら、やはり国内債券のベンチマークになるのかなど。この点につきましては、また具体的に、どういう資産、どういうプロダクトを入れるか、その際にまた検討していくことになるかと思えます。

【宮井会長】 よろしいですか。

【俊野委員】 ありがとうございます。現実的にはそのようになろうかと思うのですが、そうすると、どうしても超過収益が獲得できるかどうかについて確信が持てないと採用できないということになってしまいます。例えば時価はあまり変動しなくてインカム狙いとか、私の感覚だと、オルタナティブ投資の導入目的というのは超過リターンを狙うというより、むしろ分散とかインカムの確保とか、観点が違うという印象をずっと持っています。そもそも、採用基準の中に超過収益の獲得について確信を持てるかどうかという文言が入ってしまいますと、私の実感としては、オルタナティブ投資を入れる狙いとか目的が少しづれるような印象を持つのです。

もちろん地共済グループでその文言があって、それをそのまま採用されていますので、これは全体的な問題であるということはそうだと思うのですが、そういう印象を持っていますということだけ、発言を追加させていただければと思います。

【宮井会長】 今の点について、事務局はいいですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 おっしゃるとおり、大きな目的に分散投資というのが最初に書かれていますので、そのことがあった上でだと思うのです。それを念頭に置きながら、超過収益の確保ができたほうがいいのではないかという考え方でございます。

【宮井会長】 では加藤委員、お願いします。

【加藤委員】 3つほど質問したいと思います。1つ目は質問というより、今の俊野委員の議論に関するコメントです。分散投資と超過収益ということ、例えばプライオリティという観点で、どうするのかということはある程度明確にしておいたほうが良いと思います。

例えば分散投資で、リターンの水準は変わらないのだけれどリスクが下がるということも当然あり得ると思います。その場合は必ずしも超過収益が上がらなくてもいいということもあり得ると思います。この辺はもう少し明確にあるいは誤解のないようにしておいたほうが良いと思います。これは1つ、サジェスションということでもあります。

2つ目です。このオルタナティブ資産の範囲ですが、基本的には不動産、

インフラストラクチャー、プライベート・エクイティの3つだと思うのですが、その後に「等」が入っています。これは基本的にはヘッジファンドとかその他の資産も可能だということを想定しているのか、そうではなくてあくまでもこの3つを想定しているのかというのが2つ目の質問です。

3つ目です。3の基本ポートフォリオにおけるオルタナティブ資産の区分というのがあります。これはそれぞれの伝統的な資産に振り分けていくということでもいいと思うのですが、例えば、オルタナティブですとどうしてもグローバルを対象にするとか、資産クラスをまたいでいるものが多く出てきてしまうのだろーと思います。ちょっと細かい議論ではありますが、その場合はどうしようとするのか。つまり、例えば50・50で分けて配分するとかいうことをやるのか、あるいは、どうしようもない場合は何か「その他」みたいなものをつくるのか、この辺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、お願いします。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 1点目につきましては、ご指摘のとおり、具体的に入れるときには明確化していきたいと考えております。

【宮井会長】 明確にするということは、今の段階ではこの3つしか考えていないということですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 1点目というのは、分散投資か超過収益率かについてです。どちらのほうにプライオリティをおくかということについては、具体的な対象を見ながら、分散効果が大きければ超過収益がほとんどとれなくても入れていくとか、そういう考え方の整理をしながら入れていくということを考えております。

2点目の、不動産、インフラストラクチャー、プライベート・エクイティの「等」についてですが、例示として3つ、これはGPIFが同じような形で書かれている部分があるので、こういう使い方をされていると思います。これも実は、事前説明のときに甲斐先生からご指摘があったのですが、やはり我々としまして、当連合会としてどういうものをオルタナティブ資産として入れるべきかという観点をもう一度整理した上で、「等」の部分については地共済グループの中で、「等」でその3つ以外のものを入れら

れるかどうかということの検討も踏まえながら、具体的に入れるときにはもう一度整理させていただきたいということを考えております。

3点目の、資産をまたぐとかグローバルの部分はどうするのかということにつきましては、できるかできないかはわからないのですが、今の考え方としましては、やはり超過収益の割合とか資産の特性の割合によって分けて考えるというようなやり方が良いと考えています。

【宮井会長】 今の3つ目の部分はリスク管理とも関係しますね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 そうです。従前も同じような考え方で、当連合会の資産についてリスク管理を行って行っていたので、そういう考え方で分けて、分類ができるのだったら行っていったほうが、リスク管理についてもより厳格にできていくのではないかと考えておまして、できるかできないかはわからないのですが、そういうことをチャレンジしていきたいと考えております。

【宮井会長】 よろしいですか。

では甲斐委員、お願いします。

【甲斐委員】 オルタナティブについて、事前説明でも関連していることを言ったのですが、オルタナティブの資産はこの3つ、あるいは「等」が入ってもいいのですが、というご説明でした。しかしながら、まず資産を決めるというのは順序が違うように思います。資産を限定するのは検討の結果であるべきで、一番大事なものは、連合会で投資できる条件、運用できる条件とは何かということです。これをまず明確にするべきで、例えば市場性、収益性、個別性、取引コスト、情報開示とかありますね。ここはもっと具体的に、市場性とは、例えば現金化しやすいことなのか、あるいはマーケットインパクトのことを言っているのか、その辺をもっと具体的なイメージを出して、こういうことが守られないと対象にできないですよということがまずあるべきだと思うのです。それで、この条件をクリアしたものを当面運用の対象とするというのが正しい順序です。そうして、今、現に世の中に存在するオルタナティブの中から、これはオーケーだけれどこれとこれはだめです、ということになり、初めてそこで対象の資産が決まる。

やはり順序としては、運用できる条件とは何かというのをクリアにする。

そこでまずコンセンサスを確立し、そのもとで、それに合致するものを探し出すという順序になろうかと思うので、ちょっと、そこは順序が反対のように思います。

【宮井会長】 今の件についてはどうですか。

【甲斐委員】 もう少し付言するなら、投資条件は留意事項ではなく、必要条件なんです。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 ご指摘はごもっともだと思います。この件につきましては、この方針はこの方針として、今回こういう形でご審議いただくのですが、具体的に投資をするに当たっては、また委員会の審議を経て、今のご指摘の点を明確にしながら投資を行っていきたいと考えております。

【宮井会長】 私から質問ですが、これは地共済グループ全体でも同じような議論がされて、だけど各実施機関の許容範囲といいたいでしょうか、できる部分もそれなりにあるという、そういう理解でよろしいのですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 できる部分というのは。

【宮井会長】 例えば、「等」のところで、別の、例えばヘッジファンドとか、もし仮に、今、甲斐委員が言われたようなことを考慮して、例えば市場性とか流動性とか、あるいはデータがあるとかを考慮したときに、ヘッジファンドなどがもし出てきた場合に、それを対象にすることはできるということによろしいですね。「等」と書いてあるので。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 こちらにつきましては、投資状況について地共連のほうに毎月1回報告するという規定がございますので、投資する前に地共連と協議をしながら、可能かどうかを検討していくことになろうかと思えます。

【宮井会長】 俊野委員、お願いします。

【俊野委員】 オルタナティブ投資に関して、不動産、インフラストラクチャー、プライベート・エクイティ等の「等」のところが今、議論になっています。これは私の理解なのですが、ヘッジファンドとかマネージド・フューチャーズとか、そういうオルタナティブ投資が企業年金では採用されていますが、これは「等の資産」というところではじかれているのではないかというふうに私は理解しています。「資産」と書いてありますので、ヘッジファンド

などは、株式や債券を投資対象としますが、ショートを入れるなどの運用手法で確定したリターンを目指すとか、そういう運用手法をベースにしたオルタナティブ投資ですので、私はこの「資産」と書いているところで、このようなオルタナティブ投資ははじかれるのかなと解釈をしております。

ただ、ヘッジファンドなどは採用しないと書いたほうがもっと明確になると思っていますので、もう少し工夫する余地はあると思います。それが1点です。

それで、「等」と書いているのは、私の理解では、海外ですと農地とか森林資源とか、そういうオルタナティブ投資もありますので、それに類する資産的なもので、キャッシュフローも生み出すようなもの、物理的な資産というふうに理解しております。実際にそういう投資対象が日本の場合アベイラブルかどうかということはあると思いますが、少なくとも海外では提供されているファンドがあります。そういうものを想定しているのかなという印象は持っておりますが、いろいろと、ヘッジファンドは大丈夫なのかというご懸念が出てくるということであれば、もう少し明確に、ヘッジファンドとかマネジャーの能力に依存したようなオルタナは除外する、当面考えないとか、そういう文言を入れてもらったほうが、もう少し明確になるのかなという印象を持っています。

ただ、地共済グループ全体の指針がそうなっていますので、全体の問題なので、全国さんだけで議論できるものではないかもしれませんが、私はそういう理解をしております。

【宮井会長】 ありがとうございました。

事務局からはいいですか。

【平沢財務部長】 今、俊野委員から解説いただいたとおりでございます。地共連の有識者会議でも、今解説をいただいた内容の説明がなされております。ヘッジファンドといったものについては手法であって、ここで規定しているのはオルタナティブ資産ということで、そういった手法についてここで位置づけているものではないということが説明されております。

今日の資料では、不動産、インフラ、プライベート・エクイティと3種類書いて、その後に「等」と書いてございますが、これは私の理解ですと、

先行していますGPIFが、まずこの3資産、その後に、その他有識者会議の審議を経て定めるものという規定がされていると思います。

地共連では、この資料と同様の書き方でございますが、現在、地共連が想定しているのは基本的にこの3資産であると。ですから、「等」についてはまだ具体の想定なり検討をしているわけではないと聞いております。

したがって、この3資産が、この言い方が適当かどうかはあれですが、オーソドックスな資産ということで、まずはこれについて検討を図るべきであろうと受けとめております。

ただ、先ほど来ご意見をいただいているように、いろいろ必要な要件・条件をしっかり検討していくべきということをご指摘のとおりだと思っておりますので、これからの具体の検討の段階でも、そこらの実質的に必要な要件・条件ということだと思っておりますので、そこをまたご知見もいただきながら検討して、オルタナティブ資産の検討を進めていければと思っております。若干そこが倒置している、ひっくり返っているのではないかとというご指摘もありますが、運用方針については今申し上げた経過の中でつくらせていただければと思っておりますが、十分踏まえて検討するというふうに、この2ページのほうにも書かせていただいておりますので、これはこれで、我々としてもまさに十分踏まえてやっていかなければいけないと考えておりますので、ご理解をいただければと思っております。

以上でございます。

【宮井会長】 そういうことです。

では徳島委員、お願いします。

【徳島委員】 これまでの基本方針については、後から出てくる基本方針も含めて、今回は地共済グループ全体の議論が既に行われて、ある程度枠がはめられてしまっていました。その中で結果的に個別の基本方針を作らざるを得なかったもので、こういったカテゴリーは後から決まるべきだというのはまさに甲斐委員のご指摘のとおりです。地共済グループ全体の場での議論では、事務局からご説明がありましたように、オルタナティブ資産であってオルタナティブ投資ではないということも明確になっていますので、現時点ではやはりヘッジファンドとかはちょっと難しい、対象外なのだろうと考え

ています。

それからもう1点、先ほど俊野委員、加藤委員からあった、分散投資と超過収益のところですが、これはもともと地共連の原案では超過収益しか記載していなかったのを、後から分散投資のほうが重要ではないかと指摘してつけ加えられたので、こういう併記になっています。超過収益を獲得できないのに取組むのはいかがなものかという雰囲気は最初あったのですが、やはりオルタナティブ投資の趣旨としては分散投資だろうということで、こういう併記になっています。あくまでも経緯としてそういう議論があったということでご理解いただければ。実際、中身がわかっていらっしゃる方から見れば、分散投資の観点が重要ということで間違いのないと思います。

私のほうから2点ほどご質問させていただきたいのですが、実際、地共連ではとりあえずは、取組むとしたら不動産・インフラと言われていまして、逆に、全国市町村共済組合連合会では、例えばプライベート・エクイティから取組むとか、そういった判断があるのかどうかということをまず1点お伺いしたい。

2点目は、やや手続論になるのですが、運用対象の多様化に係る運用方針案の運用方針に関する事項のうち、対象とするオルタナティブ資産の明確化、投資目的の明確化については、今回の運用方針にもう書いていらっしゃると思います。今後、実際に個別のオルタナティブ資産の投資を始められるときは、この中の期待リターンや、リスクやコストの把握に係るところ、すなわち運用の多様化を行う場合の留意事項として記載している市場環境の整備を十分に踏まえた検討を行うといったことを運用方針で定めればスタートできるかと思います。それとも、また全然別の、例えばインフラストラクチャーに投資する運用方針みたいなものをつくられるということではない、ということを確認させていただけたらと思います。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 1点目の優先順位についてですが、こちらについてはまだ実際に検討はしていないという状況でございます。

2点目については、ご指摘のとおり、特にそれに対して運用方針をつくるということではないと認識しております。

- 【宮井会長】 ありがとうございました。
ほかに。加藤委員、お願いします。
- 【加藤委員】 2つほど質問させていただきます。1つ目ですが、今の議論で、「資産」という文言を入れたのは、手法ではないということで、したがってヘッジファンドは手法なので資産に入らないという議論だったと思います。とすれば、例えば日本株式で運用するヘッジファンドというのは、オルタナティブには入らないけれど株式資産には入るという認識があり得るのか。
2つ目は、このオルタナティブ資産で3つ導入したということですが、これは地共連のほうで決められたのかもしれませんが。もし、ほかの委員の方でも結構ですがご存じの方がいれば、なぜこの3つを最初に選んだのかということをお教えいただければと思います。
- 【宮井会長】 では、まず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】 2点目については、なぜかというのは、詳細はちょっとわからないという状況でございます。
- 【宮井会長】 これはほかの委員さんで何かご存じですか。何で不動産、インフラストラクチャーなのかという点です。
- 【徳島委員】 一応、経緯としては、G P I Fが中期計画の取組み対象として書いているからというのが最優先だと思っています。実際、その中では、不動産とインフラストラクチャーについて、インカムを狙う資産としてまず優先的に考えたいと。プライベート・エクイティについては、優先順位はその次だということをお地共連は考えていると、我々は説明を受けています。それで、この3つが上がってきているのが現状だと思います。
- 【宮井会長】 加藤委員の1点目の、ヘッジファンド、株式、例えばロング・ショートとかいう手法がありますね。これは株式の中に入れていいのかどうかということですが、これはどうですか。今後検討する、あるいは入れない。
- 【西部投資専門員兼運用管理課長】 個別商品にかかわることなので、私のほうからご回答します。伝統資産の中でも、ヘッジファンドといった場合に、運用手法そのものがかなり多岐にわたっているかと思います。代表的に考えられる、今おっしゃったネットショートのものだとか、アクティブにロング・ショートを入れていくというのは、現時点では想定していないという回答

になります。

あと、デリバティブの取り扱い方針の中で、使用目的というのが、価格変動リスクのヘッジであるとか、原資産の代替取得というふうに規定されておりますので、デリバティブの使用そのものを収益源とするものについては、現時点では十分検討できていないとか、想定していないという回答になります。

それがヘッジファンドであるのか、アクティブ運用の一類型になるのかというのは、その中身をよく見てみないと、ということかと思っておりますので、何の議論もなくアクティブファンドの中にそういったものをまぜ込もうという発想は今のところございません。そういうとがったアクティブファンドを具体的に検討する場合には、また改めてご審議いただきたいと考えます。

【宮井会長】 というような状況ですが。

【加藤委員】 とりあえずそれで結構かと思えます。ここであえてオルタナティブは資産のみということで手法を排除するというのであれば、中長期的に伝統的な資産の中でそういった手法も取り入れるということも、一つ考え方としてあっていいのではないかという気がします。それは中長期的に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】 承知いたしました。

【宮井会長】 俊野委員、お願いします。

【俊野委員】 このオルタナティブ投資に関しては、今ご指摘があったロングオンリーのヘッジファンドは排除できないとか、ディストレストは排除できないとか、ちょっと細かいところを気にすると、多分いろいろと問題が出てくると思います。多分一番重要な点は、オルタナティブ投資を何で検討されているのかというところを考えてみますと、やはり、株の比率を高めて、資産が目減りするリスクとかに対して回避をしなくてはいけないという観点ですとか、あとやはり給付ですよ。恐らく3%とか4%とか、実施団体さんによって違いはあると思いますが、年金の給付が発生しますので、元本が減らない形でインカムが確保できるものがあれば、それを最優先で採用していくべきという観点が本来の導入目的になると思います。このよう

な資金の性格からいって、不動産、インフラストラクチャーなどは、地価の下落リスクとかはあると思うのですが、株式などと比べますと市場の影響を受けて資産が目減りするリスクも少ないですし、そういう意味では元本が減らない形で、3、4%の給付が賄えるのであれば、もうこのような資産中心でもいいと思うんです。

ですから、そういう目的でオルタナティブ投資が検討されているという背景があり、そういう観点から、不動産やインフラストラクチャー、それからちょっと流動性の点で疑問点が見つかるかもしれませんがプライベート・エクイティという3資産が出てきていると理解しております。このようなオルタナティブ投資の導入目的が委員会全体の中で明確になっていれば、ロングオンリーの株式のヘッジファンドとかは、そもそも議論の俎上にのってきませんので、そのような共通認識を確認しておくことが重要だと思うんです。そういうふうに私は理解しております。

【宮井会長】 このオルタナティブ投資のところで、結構時間を食ってしまって、ほかの議論もしないといけないので、今の段階で一応ここは終了して、次のテーマにいきたいと思います。オルタナティブ投資については、今後事務局のほうでさらに検討をいただくということにしたいと思います。

【甲斐委員】 1点だけ質問いたします。3つの資産、特に不動産とインフラが有力な候補として出ているのですが、説明から受けるイメージとして、安定したインカムが狙えるということです。確かに簿価で考えればかなり安定しているのですが、キャピタルも含めた不動産の価値変動は、株式に次ぐぐらいの大きさがあって、そういう意味では、時価で運用を考えるというのが大前提であれば、安定したインカムというイメージは払拭して、株式とかほかの資産と比べてどの程度のリスクなのかということを計量的に検討する必要があります。あまりイメージにとらわれないほうがいいと思います。

【宮井会長】 ありがとうございます。

第1点目の、資料1のマネジャー・ストラクチャー、ここはよろしいですね。前回は触れてありますので、今回修正したということで、これは特になしということで。

【甲斐委員】 ちょっといいですか。8ページの外国株式のアクティブのところですが、先進国と新興国に分類され、新興国の割合が、新しいベンチマークですとたしか11%ぐらいです。これに近づけていくと記載されているのですが、ベンチマーク、指数というのは無コストです。ところが、実際新興国に投資をすると、いろいろな調査を含めて先進国に比べコストがかかるわけで、この11%というのは、そういう意味では計算上の数字だと考えて、現実にはもう少し低目に考えるほうが、リスク・リターンの的にいえば正しいのではないかと思うのですが。

【宮井会長】 今の意見について、事務局はいかがでしょうか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 コストが先進国と新興国では違うだろうと。これは恐らくご指摘のとおりかと思えます。ただ、こういったストラクチャーを考えるに当たっては、例えば新興国と先進国のコスト差をどのように置いたらいいのかということまで、それらしいデータがなかったものからこういう形で置かせていただいているということでございます。

実際に、選定するときに、この11とか89というのが与件になるかということではございませんで、あくまでもマネジャーを募って評価をした上で、それぞれの分野、あるいはオールカントリーアクイベースで超過収益を狙えるであろう運用受託者を選定していくということでございますので、あくまでも成果としてベンチマークを上回っていく構成を考えていくという形で取り扱っていきたいと考えております。

【宮井会長】 よろしいですか。

それでは、先ほど説明いただいた運用方針、基本方針の案について議論していただければと思います。

この中で、先ほど旧3階の部分についての基本ポートフォリオの取り扱いについてご説明がありました。浅野前会長は、1・2階とは切り離して、負債を考慮した基本ポートフォリオにするべきだということを主張されていたわけでありまして。ただし、それができないという現状におきましては、当面の目安を基本ポートフォリオとするか、あるいは基本ポートフォリオを定めずに当面の目安だけで運用するかということで議論を重ねられてきたと聞いております。

ただ、最終的には基本方針の中に、この基本ポートフォリオを入れざるを得ないということでありまして、浅野前会長が従来から主張されていたこともあって、有識者として妥協できないというような考え方で会長職を辞任されたということでありました。

では私の立場はどうかといいますと、ほかの委員の皆さんと同じで、やはり旧3階につきましては1・2階と切り離して、負債を考慮した基本ポートフォリオにするべきだと考えています。しかし、先ほど事務局から説明がありましたように、この旧3階というのは制度的に地共済グループ全体で対応する必要があることも承知しております。

そこで、この問題につきましては地共連で議論していただくというのがやはり適切でありまして、当連合会としてはその結論を待たざるを得ないのではないかと考えています。幸い、浅野前会長を加えて、徳島委員と俊野委員も地共連の資金運用検討委員会のメンバーでありますから、そこでぜひこの議論を進めていただいて、いい方向にしていいただければと考えております。

ただ、重要な点としては、地共連に任せきりというのではなくて、地共連で適切に議論されるように、この地共済グループからも意見を述べるということも重要だと考えておりますので、地共連の委員の皆さんとともに、地共済グループとしての当連合会からも意見を述べるところは述べるというふうにするのが重要ではないかと考えているところであります。

以上は今回、私が会長に就任ということでありましたので、その考え方を少し述べさせていただきました。

先ほど説明していただいた基本方針の案につきまして、皆さんから質疑をいただきたいと思います。いかがでしょうか。

では、私からちょっと質問です。1・2階の基本方針案の部分ですが、先ほどご説明いただきました資金運用委員会について、委員会の活用というようなところで、資金運用委員会というのが出ておりますし、いろいろなところでこの資金運用委員会というのが新たに加わりまして、かなり責任というか、今まで以上に専門性、あるいは有識者としての意見を求められて、我々もそれに応えていかなければいけないということです。これの

範囲といたしますか、我々ができる範囲というのにも限られているわけで、当初の定款というか、資金運用委員会の定めるところにおいては、「基本方針の策定及び変更等」というようなことで指定されているわけです。それよりもかなり今回は突っ込んだ内容が、この基本方針の中に書かれていると思うのですが、これは今までの「等」の中に含めて議論するという理解でよろしいのですか。

【篠田運用企画課長】 今までも、この資金運用委員会におきましては、具体的には明示をされていませんでしたが、当然、重要な事項につきましてはその都度お諮りをさせていただいております。今回はこういった形で、各項目において明記をするということにしてございますので、今まで同様に高度な知見をいただきながら、私どもも考えていかななくてはいけないことから、改めて何をということではございませんが、そこを明示したということでございます。従来どおり貴重なご意見をいただきたいと考えております。

【宮井会長】 ありがとうございます。

委員の皆さんはいかがですか。では加藤委員、お願いします。

【加藤委員】 この1・2階の基本方針案の株式運用における考慮事項というところがあります。ESGについて書かれていて、「超過収益が獲得できるとの期待を裏づける十分な証拠のもと」ということで、基本的に超過収益を狙うということが明文化されています。

海外、特にESGの進んでいる欧米の考え方としては、どちらかというところと超過収益というよりはリスク管理、あるいは社会的責任を果たすといったような考え方が中心で、必ずしも超過収益というふうにはうたっていないと思います。特に海外の公的な年金であれば、社会的責任としてやる必要があるという議論が中心ですし、国連のPRIも、どちらかというところという方向であり、必ずしも超過収益という文言が付されていない。

ということで、若干、世界の潮流から離れているのではないかという気がします。そういうことも勘案して、ESGの位置づけをどうするのかというのは、抜本的に考え直したほうがいいのではないかという気がいたします。

【宮井会長】 この点について、事務局はいかがですか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 今のご指摘の中で、地共連の方針がというのがありました。これをうのみにするという事ではないのですが、公的団体ゆえの社会的な責任を果たしていかなければいけないというようなことは、我々のコーポレートガバナンス原則などでも触れておりますし、先ほどご指摘の中にあつた、企業の下振れリスクと申しますか、そういう企業は安定した成果が期待できるということも認識はしております。

平成24年に我々がESG投資を開始したときにもそういった議論をさせていただいて、ガバナンスのしっかりした会社についてはそれなりの成果も上がるだろうということでございます。

ここで、超過収益が期待できる十分な根拠、この根拠という言葉もやや曖昧かなと思うのですが、銘柄選択、あるいはそのリサーチをしていく中で、こういった非財務的なものについても深く見ていくということで、全体としての収益がかき上げされるというようなことを狙って、ここでは記していると認識しております。

ですので、そういった背景などを否定、無視しているわけではないのですが、ここではある程度投資というところに焦点を当てた記載にさせていただいているということでございます。

【加藤委員】 今のお答えで結構かと思うのですが、ただ、超過収益という文言が文章に出てくると、受託機関は意識してしまいますので、日本の受託機関が世界からガラパゴス化してピント外れのESGをやるということに導かないように、ぜひ注意をしていただければと思います。

【徳島委員】 この点に関しても、実は検討委員会での議論の経緯がございまして、先ほどのオルタナと同じタイミングで議論したものですから、オルタナティブ投資で超過収益を狙うとするのもおかしいし、ここのESGについても超過収益を目標とするのはおかしいのではないかと指摘をしています。その結果、オルタナのほうはとりあえず分散投資の効果を認めると入れてもらって、ESGの方はやむを得ず妥協したというのが真実のところではあります。

ただ、地共連としても、委員からの指摘は十分理解しておりまして、やはりESGを追求することで将来的には日本においても超過収益が獲得できることを期待して取り組んでいるとおっしゃってございまして、そういった意

味では、地共連のこの基本方針（案）は取り組みを「実施する」で、「実施するよう努める」よりもさらに強くなっているというところに、将来的には超過収益が獲得できることを信じているという強い意思があるのご理解いただけたらと思います。個人的には加藤委員のご指摘のとおりだと思っ
てはいるのですが、そういった地共連の強い意思があるということをご理解いただけたらと思います。

【宮井会長】 加藤委員のご指摘のように、いかにも日本的ですね。こんなことは言う必要はないのですが言わざるをえなかったというところが、そういう背景、過去の経緯があるのだらうと思います。

実際にやるときは、先ほど加藤委員からあったようなことを十分配慮していただければと考えています。

では甲斐委員、お願いします。

【甲斐委員】 企業経営との関連についてお聞きします。1・2階も旧3階もそうなのですが、個別銘柄の選択を行わないと書かれてあります。確かに、選択は直接ではないのですが、大量の株式を保有するわけですよね。株主提案権を生かして、企業の価値を上げていくということが潮流になってきつつあるわけですし、そういう部分についても否定されているというふうに理解してよろしいのでしょうか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 具体的に、能動的にどのような行為を行うかというのはまだこれからの議論になろうかと思しますので、今ご指摘のあった株主提案権等については、まだ現時点で議論も全然できておりませんので、何とも申し上げることができない状況でございます。

今後、いろいろな他団体等の動きの中で、そういったことも具体的な検討課題に入ってくるようであれば、改めて議論させていただくことになるかと思えます。

【宮井会長】 よろしいですか。

【甲斐委員】 では別の質問です。オルタナティブの話もありましたし、全体としてリスクが上がってくるわけですね。本資料の中にも書かれていますように、専門的人材の確保・育成が急務になっているという認識でおられると思えます。

今までこの委員会では、私の知る限り、その立場からの議論というのはほとんどなかったかと思います。人材、専門性をどう強化していくのか、その辺の道筋について、どこか委員会でお話をする機会を今後作っていたらと思えます。

特にリスク管理のノウハウを拡大したいということですが、MPT的なものは運用プロセスの中はかなり定着されていると思うのですが、先々を予測し、どういうリスクがあるのか共有していくためには、ちょっと言葉が適切かどうかはありますが、エコノミスト的な専門性も必要だと思えます。経済全体、あるいは個々の産業についての知見を得るという部分の強化もリスク管理には必要なもので、どんな展望を描いていらっしゃるのかということをごどこかで説明していただければと思えます。

【篠田運用企画課長】 今ご指摘のありましたように、今後また機動的な運用に関する方針とかリスク管理の強化、こういったものを具体的に検討していく中で、またそういった人材の強化についても検討して、この委員会にもお諮りをしていきたいと考えております。

【宮井会長】 今、基本方針の中にそれが盛り込まれています。人材を強化するとか、リスク管理を強化するとか、それから調査研究業務を充実させるとかいうことも出ております。それは結局、人材がなければ実現できないということだと思いますので、ここの基本方針に書かれた以上に、今、甲斐委員からのお話がありましたように、どういうふうにしてこれを実現するのだという具体的な方針というか計画を、どこかで説明していただきたいと思えます。

ほかに。

【俊野委員】 2つご質問です。1つは、甲斐委員からご指摘のあった、市場及び民間の活動の影響に対する配慮ということで、1・2階の基本方針案の「市場及び民間の活動への影響に対する考慮」のところで、「企業経営等に与える影響を考慮し、株式運用において個別銘柄の選択を行わない」という、これはGPIFさんの規定と同じ文言が入っているのですが、この点がうまく理解できなかったのですが、どういう意味でしょうか。株式運用において個別銘柄の選択を行わないというのは、ちょっと理解が難しいのですが、

ご説明いただけますか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 連合会のほうで、具体的にこの銘柄を買えとか、そういったことは行わないと。委託機関の分析・評価に基づいた銘柄選択を行っていただくということかと思います。

【俊野委員】 そうすると、この規定がなくても、この銘柄を買えとかそういう指示ができるわけではないですよ。そもそも委託運用の場合、ファンドを採用するだけですので、個別の運用に対して指図するということはそもそもないですよ。あえてこの規定が入っている趣旨が、ちょっと、今ご説明いただいても理解できなかったのですが、日本語で読んでよく意味がわからないですけれども。

【宮井会長】 事務局はどうですか。

これについては、私の理解では、こういうふうに書いておかないと、運用会社が何か指示されるのかと思われる。そうではなくて、運用会社のアクティブ運用の中でやってくださいよというのを言っている、そういうものをここで表明していると思います。

あるいは、①のところに自家運用を含むというような言葉もありますので、そういうのもあって、実際に個別銘柄については当連合会の範疇ではなくて、運用会社に委託するのですよということを遠い言い回しで言っているのかなというふうに、私は理解していたのですが。

【俊野委員】 もう少し明確な書きぶりがあるのかなという印象を持ちました。

【宮井会長】 これはG P I Fの文言をそのまま持ってきたという形でしょうか。

【篠田運用企画課長】 この文言につきましては、この表にございますように、左端にあります、地共連でおつくりいただいている管理運用の方針の文言をそのまま入れさせていただいているところにございますので、ご理解いただければと思っております。

【宮井会長】 地共連のほうでもう少しそれを明確にするべきですね。

【俊野委員】 はい、ありがとうございます。2つ目、よろしいでしょうか。旧3階で、これは前回の委員会で甲斐委員から、旧3階で不動産をやるのかというご指摘があったことに関連の規定です。基本方針案についての旧3階で「不動産及び貸付金は国内債券区分」と書いているところで、基本ポートフォ

リオの脚注のところ、「不動産及び貸付金は国内債券に区分する」という文言です。甲斐委員からもご指摘がありました。これは独自資産の取り扱いだと思われまので、「独自資産として保有する不動産及び貸付金」というふうに書いていただいたほうが明確になるのではないかという印象を持ちました。単に不動産と書いてしまいますと、オルタナティブ投資の不動産と混乱する可能性があります。オルタナティブ関連の規定では、オルタナティブ投資は資産の性格に応じて国内債券とか国内株とか、ファンドの性格に応じて適宜分類するという文言になっておりますので、明確に「独自資産として保有する」場合の不動産という文言を入れていただいたほうが良いという印象を持ちました。

【篠田運用企画課長】 今ご指摘のありましたとおり、混同するおそれもございますので、そこは修正をさせていただきたいと考えております。

【宮井会長】 よろしいでしょうか。

それでは、予定の時間をちょっと過ぎてきましたので、答申書（案）について、事務局よりご説明をお願いします。

【篠田運用企画課長】 それでは答申書（案）につきましてご説明をさせていただきます。

答申書（案）でございますが、今回、退職等年金給付、いわゆる新3階部分に係る基本ポートフォリオについて、それから積立金の運用に関するリスク管理について、運用対象の多様化（オルタナティブ資産への投資）について、運用手法についての4点につきまして、答申書（案）としてまとめさせていただいております。

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。

退職等年金給付（新3階）に係る基本ポートフォリオについて。

退職等年金給付組合積立金の運用について、政令において株式等のリスク性資産の保有が認められる見込みであるが、国債の利回りをもとに運用の見通しを考慮して基準利率が設定されることとなるため、保守的な制度

設計となっている。また、制度発足当初は積立金が存在しない状況から始まることから、地方公務員共済組合連合会（地共連）の退職等年金給付調整積立金に関する管理運用の方針における基本ポートフォリオは、当面は構成する資産区分については、国内債券のみとすることとされているところである。

連合会の退職等年金給付組合積立金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、新たな制度として地方公務員共済組合で一体的に運営されることとなり、独自に検討する事情がないことから、地共連の管理運用の方針における基本ポートフォリオと同一とする。

資産構成割合といたしまして、国内債券100%。注記といたしまして、給付等への対応のために必要な限度で短期資産を保有することができる。

積立金の運用に関するリスク管理について。

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、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。このため、現状のリスク管理を踏まえ、地共連の管理運用の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多面的かつ長期的な観点で管理すべき項目について、年次、月次等、定期的かつ必要に応じ適切な方法でリスク状況を把握し、リスク状況に問題が生じた場合には、柔軟かつ迅速に対応し、資金運用委員会等に報告するものとする。

なお、リスク管理の強化については、多面的かつ長期的な観点から、より適した方法の検討を引き続き行っていく必要がある。

運用対象の多様化（オルタナティブ資産への投資）について。

厚生年金保険給付組合積立金の運用を長期的な観点から安全かつ効率的に行うことを目的として、厚生年金保険給付組合積立金の分散投資を進めるため、運用対象の多様化を図ることを検討することとする。

運用対象の多様化を図る場合においては、分散投資の効果が十分に認められること、超過収益が獲得できるとの期待を裏づける十分な根拠を得る

こと、及びその運用を行うのに必要な運用・リスク管理体制の整備等に留意しながら、資金運用について一般に認められている専門的な知見に基づき検討する。

運用手法について。

連合会は、厚生年金保険給付組合積立金及び経過的長期給付組合積立金の管理及び運用に係る基本方針において、キャッシュアウト対応等の場合を除き、原則としてパッシブ運用とアクティブ運用を併用するとされているところであり、連合会はアクティブ運用を採用することでポートフォリオ全体の運用効率の改善を目指すこととする。

アクティブ運用への投資については、超過収益が獲得できるとの期待を裏づける十分な根拠のもと、合理的なリスク選択を行うことを前提に実施することとし、投資金額についてはアクティブ運用で採用するファンドの属性等を踏まえて十分に検討することとする。

選定に当たっては、一次選考として、定量評価で一定評価以上の運用受託機関を対象に、二次選考として、組織・体制、運用哲学及び運用プロセス等に係る定性評価を行った上で、運用スタイルや運用手法の違いも考慮した評価を行う。定性評価の留意点として、募集ファンドの特性に応じて、選定基準に定める評価項目以外に特に重要な項目がある場合には、当該項目を追加するなどの的確な評価を行うこととする。

平成27年8月19日付で、資金運用委員会の会長名で、当連合会の理事長に答申させていただきたいと考えております。

以上です。

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

【俊野委員】 運用手法についての、選定のプロセスに関する質問ですが、この文言ですと一次選考が定量評価で、二次選考が定性評価ということなのですが、これは書類選考の中で一次、二次というふうに、内部でそういうプロセスを経るということなのか、一次は書類選考で二次はプレゼンテーション、面接も含むというような、プロセスそのものが分かれるのか、そこら辺がこの文言だと理解できないので、そこを教えてくださいませんか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 今のご指摘のとおりで、一次選考につきましては一定の足切りをするという発想でございますので、定量評価でやると。それは書類選考でございます。二次の定性面の確認等については、ヒアリングを行って詳細な内容の聴取を行った上で決めていくというプロセスでございます。

【俊野委員】 私の印象だと、書類選考では、定量面だけではなくて定性面も含めて選別するのかなという印象を持っています。書類選考では、多分定性面も考慮することが一般的だと思います。これだと、ファンドの過去のリターンがよければ一次選考はパスしてしまうというふうにとれてしまいますので、書類選考では、定性・定量の両面を評価して絞り込んだ上で、二次選考で実際にヒアリングや面接をして実際にそのプロセスを精査するというほうが一般的ではないかという印象を持ちますがいかがでしょうか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 すみません、ご説明が舌足らずでございましたが、定量評価ではあるのですが、全く違ったスタイルのものを一緒に並べるとするのは意味がないので、定量評価をするに当たってのある一定のカテゴリーズといたしますか、それは行った上で定量評価を行います。

定性評価を行わないというのは、いわゆるヒアリング等を通じての運用プロセスの確認とかは二次選考に入りますが、そのプロダクトがどういうものであるのかという識別といたしますか区分、こういったものについては一次選考でも行っております。

【宮井会長】 そういう意味では、単純に定量的なリターンだけではなくて、体制であるとかスタイルであるとか、書類の中で定性的に把握して選考するということですね。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 そういうことでございます。

【宮井会長】 よろしいですか。

ほかに。

【加藤委員】 積立金運用に関するリスク管理のところの文言について質問です。「多面的かつ長期的な観点で管理すべき項目」というのがありまして、また同時に「年次、月次等、定期的かつ必要に応じて」とあります。この「長期的」という意味ですが、例えば月次とかで見るというのは、ある意味では短期

的に見ているということにもなるのだろうと思うのですが、この長期的という言葉が意味することについて、もちろん短期を見ないということではないとは思いますが、あえて長期的という言葉を入れた意味、意義みたいなことを教えていただけますか。

【宮井会長】 事務局、お願いします。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 こちらの長期的な観点というのは、いわゆる年金資金の性格として長期的な投資ができるという観点から、指標を見るタイミングは月次、年次とかそういうのがあるのですが、その指標を見て判断する部分について、長期的な投資家としての観点で、どう考えるかとか、そういうことを踏まえて、指標自体もモニタリングするものについても考えていくという感じで捉えています。

【宮井会長】 よろしいですか。ちょっと、なかなか難しい。

例えば具体的に、今のところでも、今のリスク管理の中でも、結構いろいろ長期的な観点でやっている部分もあるとは思っています。いろいろな指標を使って分析されていると思います。そのデータは長期的な観点で分析しながら、だけど実際のリスク管理については、月次でその変化がどうなっているのかを見ながらやられたりしていると思うのですが。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 少し加えてご説明しますと、長期的な観点で、年金財政上の必要な利回りを確保できるかどうかという観点もあるということでございます。あと、具体的にモニタリングを行っている中で、基本ポートフォリオの前提値等については、長期的な観点でどうなっているのか。ただ、足元の状況も見ていかなければいけない。その2つの意味で、こちらのほうは多面的というような形になろうかと思いますが、そういった意味で、長期的な年金財政上の利回りを確保できるか、という観点の中でも、短期的なものも見ていかなければいけないという意味合いでございます。

【加藤委員】 考え方としては十分わかります。もともとの目的が長期的に、安定的にということだと思いますのでいいと思います。一方で、機動的運用を始めるということですので、短期的にもリスクを考えるということを一応頭に入れておくということだろうと思います。

【宮井会長】 そのほかに、お願いします。

【甲斐委員】 質問です。運用対象の多様化について、最後の行がどういう意味なのかを教えてください。「資金運用について一般に認められている専門的な知見」。これは具体的に何を言っているのか、何か特定のイメージがありますか。

【宮井会長】 いかがですか。

字面だけ見ると、専門的な意見にもいろいろな専門的な知見というのがありますね。大学の先生などはよく、その人しかわからないような議論がなされたりする場合もあるかもしれませんが、そういう専門的な知見の中でも、一応それがいろいろな人からオーソライズされて、いろいろな人から、彼の言っている話は大体そうだねというふうに認められているということで、専門的な知見でありながら、それが広く認識されているということかなと、私は思いましたが。事務局はいかがですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 まさしくそういうことではないかなと認識します。

【宮井会長】 これはそういう意味では、地共連の文言と同じですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい。地共連と同じ文言でございます。

【平沢財務部長】 もともと、一元化に係る検討の基本指針というのが4省庁で出されておまして、その中にも各所に、「資金運用について一般に認められている専門的な知見」というワードが出てきていたかと思えます。

その趣旨については、会長に今お話しいただいたところが主にあるかと我々も受けとめておりますが、オーソライズされた、この分野にもいろいろな幅のご意見や研究の成果があるかと思えますが、その中でおおむね一般に認められているであろうというレベルで検討をしていくことが大事であろうということで受けとめておまして、地共連、あるいは各組合でもこういった表記がなされているかと思っております。

【宮井会長】 よろしいですか。

ほかにご意見、ご発言等はありませんでしょうか。

それでは、答申（案）につきましては、特段の修正を求めることがないようですので、原案どおり答申するということでよろしいでしょうか。

（「異議なし」の声あり）

【宮井会長】 それではそのようにさせていただきますと思います。

ただし、基本方針（案）のところで若干の文言修正の必要性がございました。旧3階のところの不動産のところを、オルタナティブ資産と間違えないように明確化するというようなことだったと思います。その辺の修正につきましては事務局に一任したいと思います。

以上をもちまして、本日の議事につきましては全て終了いたしました。

それでは、以後の進行につきましては事務局よりお願いします。

【杉田事務局長】 委員の皆様方にはお忙しいところご出席いただき、ご討議いただき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につきましては10月から11月ごろを予定しております。

以上をもちまして、第31回資金運用委員会を閉会いたします。

— 了 —