

第32回資金運用委員会

平成27年11月6日（金）

【杉田事務局長】 定刻となりましたので、ただいまから第32回資金運用委員会を開会いたします。

議事進行につきましては、宮井会長にお願いいたします。よろしくお願いいたします。

【宮井会長】 それでは議事に入ります。本日は、報告事項と協議事項という2つがありますが、まずはその報告事項につきまして、平成27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します。

【篠田運用企画課長】 運用企画課長の篠田でございます。それでは、私のほうからは、平成27年度第2四半期の長期給付積立金の運用状況についてご報告をさせていただきます。恐縮ですが、着座にて説明をさせていただきます。

それでは、お手元の資料をご覧ください。まず、このグラフでございますが、中央やや右側に太い線がございます。ここを平成27年3月末、こちらを100といたしまして、主要4資産のベンチマークの推移をあらわしたものでございます。平成27年度第2四半期の金融市場は、良好な経済指標を背景にいたしまして、8月前半までは堅調に推移したものの、8月後半の中国株の急落を発端とします世界的な株安により、株式市場は低下基調となったところでございます。詳細につきましては、下の四角囲いの中に記載をさせていただいておりますので、後ほどまたご高覧をいただければと存じます。

次に資産構成割合の推移でございます。9月末につきましては、総務省の福利課長通知によりまして、毎事業年度の決算に相当する処理、いわゆる仮決算を行うこととされております。したがって、委託運用ファンドにつきましては上半期分の信託報酬額を控除した数値となっております。また、短期資産等につきましては、未収金といたしまして、10月に入金された掛金・負担金や追加費用等の額を含んでいるということでございます。なお、平成27年9月末の数値につきましては、現在その仮決算の作

業中でございます、いわゆる速報値とさせていただいている点にまずご留意をいただければと思います。9月末の時価総額の合計でございますが、10兆1,675億円となっております、6月末の残高からは661億円の減少となっております。これは、7月から9月までの年金収支がプラス2,796億円となったこと、その一方で運用収益がマイナスの3,460億円となったことによるものでございます。

資産構成の割合につきましては、国内債券及び貸付金の構成割合は、許容乖離幅の下限57%及び3%を下回っております。外国債券につきましては、許容乖離幅の上限8%を超過しておりますが、これにつきましては、新しい基本ポートフォリオを見据えて保有資産の入れかえを行っている影響によるものでございます。その他の資産構成につきましては、いずれも許容乖離幅の範囲内におさまっております。

次に運用状況、修正総合利回りでございます。こちらについては9月末の通期では国内債券及び貸付金以外の資産の利回りはマイナスとなっております。特に内外株式のマイナス幅が大きく、全資産合計でマイナスの2.13%となったところでございます。

次に信託運用の収益率でございます。平成27年度通期の超過収益率をご覧ください。27年度上半期は、外国株式はベンチマーク並みでございますが、他の3資産はベンチマークを下回っております。被用者年金一元化に伴い一部の資産で政策ベンチマークが変わりましたが、上半期分につきましてはこれまでどおりのベンチマークで評価をしているところでございます。まず、国内債券でございますが、第2四半期に長期金利が大きく低下する中、20年ラダーに比べてデュレーションの短いラダー型ポートフォリオ構築用ファンド、こちらがベンチマークを下回ったことが要因となっております。また後ほど触れますが、このラダー構築用ファンドにつきましては、現在、運用目的を変更いたしまして、今後1・2階部分で行うNOMURA-BPI総合をベースとしたポートフォリオに移行するための運用を行っているところでございます。

国内株式につきましては、パッシブファンドがベンチマークを0.11%下回っておりますが、要因は、信用リスクが高いとの判断で保有していな

かった銘柄による要因が第1四半期に大きく出たことが主な要因となっており、
ございます。また、アクティブファンドも、全体としては第2四半期の銘柄
柄選択が冴えず、国内株式全体ではベンチマークを0.12%下回ったところ
でございます。

外国債券につきましては、アクティブファンドで銘柄選択や通貨配分が
奏功し、アウトパフォーマンスをしたものの、パッシブファンドに資金追加を
行った際のキャッシュ要因や執行タイミングが若干マイナスに影響したこ
となどから、外国債券全体ではベンチマークを下回ったところございま
す。

外国株式につきましては、アクティブファンドが第2四半期において不
調で、通期でもアンダーパフォーマンスとなっておりますが、パッシブファン
ドでは、外国債券とは逆に資金追加の際の売買執行のタイミング効果がプ
ラスに働いたこと、また、8月から9月にかけて市場が大きく下落する中、
ファンドに滞留したキャッシュ要因もわずかながらプラス要因となってお
りまして、外国株式全体ではベンチマーク並みの実績となったところでご
ざいます。

続きましてパフォーマンスの評価要因分析でございます。27年通期の
パフォーマンス評価要因分析における収益率の合計欄をご覧ください。連
合会のポートフォリオはマイナス2.13%、ベンチマークの収益率はマイ
ナス1.07%、超過収益率はマイナス1.06%となっております。その
主な要因につきましては、ベンチマーク収益率の合計を大きく下回った内
外株式の構成割合がオーバーウェイトとなったことにより、資産配分要因
がマイナスとなったことによるものでございます。

【事務局（原）】 続きまして、基本ポートフォリオに係るリスクモニタリング指標の状
況についてご報告いたします。ご報告の前にお断りといたしまして、今回
のご報告は9月末現在ということで、一元化前の状況でございますので、
本日は従来の形式での報告とさせていただきます。

まず1番のモニタリング指標等の状況でございますが、ボラティリティ
及び共分散指数の状況について示しております。インプライド・ボラティ
リティですが、市場が将来の変動率をどの程度織り込んでいるかを参照す

るため毎月チェックしており、黒枠で囲んだ平成27年9月末時点は3月末時点に比べ日経平均株価、VIXともに上昇しました。ヒストリカル・ボラティリティですが、表の下側にあります基本ポートフォリオ全体では、3月末時点に比べ短期、中期ともにほぼ横ばいとなりました。

これらの推移につきまして日経平均株価のボラティリティのグラフ、VIXのグラフでボラティリティの推移を示しております。8月下旬の中国株暴落に端を発する世界的な株安を背景に、一時ボラティリティが急上昇し、基本ポートフォリオ策定時に用いた1990年から2008年のデータから算出した上下5パーセンタイル値を超える局面もありましたが、次第に落ち着きを取り戻し、9月末時点では日経平均株価、VIXともに上下10パーセンタイル値の範囲内におさまっております。

下の段は基本ポートフォリオ全体のヒストリカル・ボラティリティのグラフでございます。左側が短期、右側が中期のグラフで、赤色の折れ線がそれぞれの期間のボラティリティの推移を示しております。短期では8月下旬以降大きく上昇、中期では緩やかな上昇傾向にあります。9月末時点では上下10パーセンタイル値の範囲中におさまっております。

続きまして相関係数の推移についてです。安全資産とリスク資産の組み合わせにおける相関係数は、前期末に比べ、緑の実線が示す過去5年ではやや相関が強まりました。下の段のリスク資産同士の組み合わせにおける相関係数は、前期末に比べ、緑の実線が示す過去5年ではやや相関が弱まりました。

続きまして、一元化前と後とで基本ポートフォリオの属性がどの程度変わるかをあらわしたものでございます。上の段が従前の基本ポートフォリオ、下の段が新しい基本ポートフォリオで、それぞれ資産構成割合、資産ごとのリスク配分、外貨建て資産について為替部分を抜き出したリスク配分をあらわしております。なお、中央及び右のグラフについては、スペースの関係で同じ大きさの円グラフとなっておりますが、全体リスクでは一元化前は4.3%、一元化後で12.7%と3倍近くになっております。リスク配分につきましては、ある資産のウェイトが変化したときにポートフォリオ全体のリスクがどれだけ変化するかをリスク寄与度とした場合に、

当該資産が全体資産に占めるリスク寄与度の割合を示しております。資産構成割合のグラフが示すように、一元化後は国内債券の割合が一元化前の半分となり、リスク資産の割合は大幅に上昇しております。これに伴うリスク配分の変化を中央のグラフで見ますと、一元化後は内外株式及び外国債券のリスク配分の合計がほぼ100%となります。このように資産構成割合から見ると分散されていますが、リスク配分で見るとリスク資産が占める割合が大きく高まっていることが確認できます。また、右のグラフを見ますと、リスク配分上、25%超を為替が占めることとなります。

続きまして長期給付積立金に係るリスク状況をご覧ください。Barraモデルで算定した平成27年9月末の長期給付積立金全体のトータルリスクは、5.38%となり、内外株式のリスクが上昇したことを背景に、平成27年3月末に比べ上昇しました。続きまして、右側、推定トラッキングエラーですが、委託機関構成や各社ごとの委託額に変更はございませんが、国内株式、外国株式のアクティブでは、平成26年度末と比べて若干の低下が見られます。各社とも運用方針を大きく変更したとの報告は受けておりませんが、委託機関ごとのポートフォリオにおいてもややトラッキングエラーが低下しているものが見られております。

続きまして、 β をご覧ください。国内債券につきましては、ラダー20年のベンチマークに対して実際の組入銘柄が短い年限に偏っているため、1を下回っておりますが、それ以外ではほぼ1となっております。

続きまして、トータルリスク推移をご覧ください。先ほど、トータルリスクの上昇要因として申し上げたところですが、赤い線で示す国内株式、緑の線で示す外国株式で上昇していることが確認できます。

続きまして、長期給付積立金全体の推定トラッキングエラーの推移をご覧ください。全体では平成27年3月末に比べて上昇しております。背景としましては、左下のグラフで個別資産の推移を見ますと、国内債券で低下、その他3資産でほぼ横ばいの状況です。一方で、右上のグラフに示す資産配分リスクで、主に国内株式以外で資産配分リスクが上昇したことが主因となりまして、平成27年3月末と比べて上昇しております。

最後に、バリュアットリスクにつきましては、基本ポートフォリオ、

長期給付積立金ともに上昇しました。

ご説明は以上となります。

【篠田運用企画課長】 続きまして、実施機関積立金の当初額及び仮仕分けにつきましてご報告をさせていただきます。

被用者年金制度の一元化に伴い、これまでの長期給付積立金につきましては実施機関積立金、いわゆる1・2階の給付に充てる積立金と、経過的長期給付組合積立金、いわゆる旧3階の給付に充てる積立金として仕分けられることとなっております。このうち、実施機関積立金の当初額につきましては、10月1日付で総務省福利課長通知により決定されたところでございます。

具体的な金額につきましては、地共済全体の概算実施機関積立金当初額というものがありまして、こちらにつきましては20兆545億円程度となっております。それから、本連合会の概算実施機関積立金当初額につきましては、5兆5,573億2,894万824円となったところでございます。この金額を1・2階の当初積立額として積み立てるということになったところでございます。また、施行日の前日でございますが、9月末の時価ベースの長期給付積立金からこの実施機関積立金の当初額を差し引いた残余分が経過的長期給付積立金の当初額と整理をされているところでございます。

続きまして、資産の仕分けに関しまして、今後のスケジュールでございます。先ほど、実施機関積立金の当初額について概算と申し上げましたのは、当初積立額はまず概算で算定をいたしまして、後ほどまた確定をするという再算定をするスキームとなっているということでございます。まず、今回、総務大臣通知によりまして概算実施機関積立金の当初額が通知をされ、9月末の時価の残余分が旧3階の積立金当初額となったところでございます。市町村連合会の実施機関積立金の当初額の算定方法でございますが、初めに、地共済全体の実施機関積立金の当初額を算定いたします。これは地共済全体の平成27年度厚生年金保険事業費等に政府積立比率というものを乗じたものとなります。現段階においては、この平成27年度厚生年金保険事業費等というのは、予算ベースのものしかございませんので、

これで概算という整理をさせていただいているというところがございます。政府積立比率につきましても、政府における平成27年度厚生年金保険事業費等を分母といたしまして、あとは平成26年度末の積立金額、主にGPIFが運用してございますが、その時価ベースの資産を分子として算定することとなります。これにつきましても同様の理由によりまして概算での算定ということでございます。

次に、その額を各実施機関の平成26年度末の長期給付積立金の積立金比率、市町村連合会の場合は全体の約27.7%となっておりますが、これで案分して算定された金額が実施機関積立金の当初額ということになっているというところがございます。

次に、平成28年の6月から8月にかけて平成27年度厚生年金保険事業費等の今度は決算が確定されます。時期はまだ明確には決まっておりませんが、おそらく28年の秋ごろ、この確定した地共済全体の27年度厚生年金保険事業費等に、確定しました政府積立比率を乗じまして、またさらに各実施機関の平成26年度末の長期給付積立金の積立金比率を乗じた額が、今度は確定実施機関積立金額になるということでございます。その際は、当然概算と確定では差額が生じるということになりますが、この差額に、期間に応じ利子に相当する額を含めまして精算時点の実施機関積立金、それから経過的長期給付組合積立金で調整するというところがございます。なお、その当該期間につきまして、また利率につきましては厚生労働大臣が定めるという整理になっております。期間につきましては施行日の翌日である、平成27年10月2日から平成28年の秋ごろを想定しておりまして、利率につきましては、国債の金利その他市場金利を考慮して厚生年金保険事業の財政の安定に配慮して定めると整理をされているところがございます。

次に、概算で仕分けました結果のイメージでございます。資産ごとに仕分けを行ったものはその後に掲載をしてございますが、まずは全体のイメージをご説明申し上げます。なお現在、9月末の状況を、先ほど申しましたように取りまとめて仮決算ということで作業してございますので、金額につきましては若干速報ベースとなりますので、変動の可能性があるとい

うことをご留意をいただければと思います。本連合会において被用者年金制度の一元化の際に、また指定都市職員共済組合の長期給付事業の一元的処理もあわせて行うこととなっております、その資産の承継を被用者年金制度の一元化と同日に行うということになっております。その結果、指定都市職員共済組合の長期給付積立金の9月末の時価総額、1兆1,904億円と、本連合会の長期給付積立金の9月末時価総額10兆1,675億円を合算いたしました合計11兆3,579億円、これを実施機関積立金と経過的長期給付組合積立金に振り分けるということでございます。先ほどご説明しましたように、厚生年金保険経理に5兆5,573億円、残りの残余ということで経過的長期経理に5兆8,006億円を仕分けたというところでございます。右端には、9月から時価変動がないものと仮定した年度末の見込みを退職等年金経理を含めてお示しをしているところでございます。

次に、7月のこの委員会で提出した資料を更新したものでございます。平成28年3月末までの時価変動を見込んでいないため、あくまでもご参考程度ということでご覧いただければと思います。1・2階の平成28年3月末の構成割合でございますが、前回提出時と同様に国内債券は約49%程度、国内株式が17%程度、外国債券が11%程度、外国株式が17%程度を目標としているところでございます。

次に旧3階部分でございます。平成28年3月末の構成割合につきましては、前回提出時と同様に、国内債券が49%程度、国内株式が21%程度、外国債券が10%程度、外国株式が17%程度を目標としているというところでございます。

それから新たに今回おつけしたものでございますが、新3階のポートフォリオにつきましては、国内債券100%としておりますので、必要最小限の短期資産を除きまして全額を国内債券に投資するということとしております。これを見ますと、時価総額では474億円ということでございます。その具体的な購入対象の年限等につきましては、この後の資料においてご説明をさせていただきます。

ご説明は以上でございます。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 退職等年金給付組合積立金における国内債券の年限構成についてご報告いたします。経緯については、前々回の7月の資金運用委員会において、退職等年金給付組合積立金の基本ポートフォリオは国内債券100%としたところがございますが、基本方針において、運用手法の基本的な考え方として、満期まで持ち切る運用を行い、その際、国内債券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されていることから、国内債券の適切な年限構成の検討を行いましたので、ご報告いたします。

次に、基準利率の設定ルールについてです。根拠となる法律や規則と、具体的な設定ルールをお示ししております。10年国債利回りの新規応募者利回りの直近1年・5年以外に、国共済と地共済の運用見通しが算定要素に加わり、国共済と地共済の運用見通しの積立残高による加重平均が10年国債利回りの新規応募者利回りの直近1年・5年の低い率よりも低い場合は、国共済と地共済の運用見通しの低い率に決まるということが特徴的です。

債券の年限構成については、「財政上の不足を抑制する」と、「個々人の給付額への影響」という2つの観点から検討いたしました。財政上の不足を抑制するという観点からは、基準利率に国共済及び地共済の運用見通しが反映されるため、運用に起因する不足が生じる可能性はほとんどなく、「10年債100%」、「20年債100%」、「それらの組み合わせ」のどの運用でも問題は生じません。次に、個々人の給付額への影響という観点からは、基準利率に国共済及び地共済運用の見通しが反映されるため、運用方法の違いが基準利率に反映され、個々人の給付額に反映されます。多くのケースでは20年債100%の場合の給付水準は高くなりますが、金利上昇の時期や20年金利と10年金利の金利差水準によっては10年債100%のほうが給付水準は高くなります。したがって、20年債100%のほうが有利な人にとっても、10年債100%のほうが有利な人にとっても納得性のある運用方法としては、新規の掛金では原則として10年債と20年債を50%ずつ購入するのが適切と考えました。

次に、平成27年度の執行計画です。平成27年度では掛金負担金のう

ち待機資金等を除く471億円を10年債と20年債に約50%ずつ投資いたします。次に、平成46年度のポートフォリオのイメージです。実際の運用に当たっては、掛金負担金は毎年度一定ではございませんが、平成27年度の年度ベースの投資額が将来も続くとした場合のグラフです。

金利シナリオの前提、10年債100%と20年債100%の保有資産利回りが逆転する理由を示した資料をお付けしておりますので、後ほどご高覧お願いいたします。

ご説明は以上です。

【事務局（佐藤）】 続きまして、国内株式スマートベータ運用受託機関の選定についてご説明をさせていただきます。スマートベータにつきましては、前回までの当委員会にて国内株式での導入を検討していくこととしておりましたところでございますが、今回はスマートベータの運用機関の選定方法につきご説明をさせていただきます。

まず、スマートベータにおきましては、ファクターによるリスク・プレミアムの獲得を期待し、インデックスに連動する形での運用を想定しております。なお、インデックスにつきましては、指数プロバイダーのものに加えまして、運用機関独自のものも対象としているところでございます。したがって、運用機関に求める投資スタイルとしては、パッシブ運用となりますが、超過収益の獲得を目的とするため、当連合会のポートフォリオにおける位置づけといたしましては、アクティブということとなります。

この観点から選定のプロセスを検討いたしました結果、インデックスの評価とマネジャーの評価をそれぞれ行うこととしております。インデックスの評価におきましては、全てのスマートベータをまとめて横比較するのではなく、代表的なファクターをもとにカテゴリー分類をした上で、各カテゴリー内での評価を行うこととしております。インデックスは定性と定量の両面から行うこととし、定性面の評価につきましては、運用戦略、運用プロセス、指数情報の項目に沿って評価を行うこととし、長期的なリスク・プレミアムが期待できるかどうかという観点に加えまして、インデックスの透明性や投資の実現性などの観点からも評価を行うことといたして

おります。マネジャーの評価におきましては、パッシブ運用能力を過去の運用実績値から確認するとともに、定性評価を行うことといたしております。定性評価の項目につきましては、TOPIX等の一般的なパッシブマネジャーを選定する際の評価項目に、スマートベータの特性を考慮した評価項目を追加することといたしております。スマートベータは、TOPIXといったインデックスよりも回転率が高めになることが想定されることから、執行分析の観点を追加し、また、スマートベータがとるリスクに対する理解力や、TOPIXに対する超過収益等についての説明力などの観点も加味し、マネジャーの定性評価を行います。これらの定性評価項目につきまして、一次選考においては、応募書類に基づきまして懸念事項が認められるマネジャーについて除外することである程度の絞り込みを行い、二次選考では、各運用機関へのヒアリングを通じて詳細を確認した上で評価を行います。そしてインデックスの組み合わせによる分散効果等、全体的な運用効率を勘案し、運用報酬も考慮した上で採用プロダクトを選定することといたします。

次に、応募状況でございますが、9月に実施しました運用機関の募集につきまして、枠内にカテゴリー別での応募状況をお示ししております。バリュー系や低ボラティリティ系のファンドの応募があったほか、複数のファクターを合成したインデックスのファンドや、複数のインデックスを組み合わせて一定のルールのもとに配分比率をコントロールするファンドなどをマルチファクターとお示しているところがございますが、こちらのタイプの応募が多く見られているところがございます。ご説明は以上でございます。

【事務局（山川）】 続きまして、外国債券アクティブファンド及び国内債券パッシブファンドの募集についてご説明をいたします。まず、外国債券アクティブファンドの募集についてでございます。これまでの経緯ですが、欧州債務危機時にパッシブ運用のみでは柔軟な対応が難しいことなどを背景に、平成24年7月19日開催の資金運用委員会でアクティブ運用の導入をご議論いただき、同年12月より運用を開始いたしました。その際には、当時の基本運用方針の規定にのっとり、シングルA格以上の債券を投資対象とし

まして、マネジャーベンチマークはシティ世界国債インデックス（WGBI）といたしました。

次に、今回の募集の方針ですが、今般新たに制定した基本方針では、多様なプロダクトの選定を可能とするべく、投資対象債券の格付をトリプルB格以上といたしました。また、従来は投資対象を満期一括償還で固定利付のものとしておりましたが、そういった制約もなくし、幅広い債券への投資が可能な内容となっております。したがって、シティ世界国債に加え社債やMBSも対象とした総合型のシティ世界BIGインデックス、バークレイズグローバル総合インデックスもマネジャーベンチマークの候補といたしたいと考えてございます。

参考までに、他の公的年金及び当連合会の外債アクティブファンド採用状況を掲載しております。GPIFでは、バークレイズグローバル総合を中心に地域特化型やハイイールド、新興国特化型なども採用されております。地共連では、シティ世界国債とバークレイズグローバル総合を中心にアクティブファンドが採用されております。

また、シティ世界国債とBIG、バークレイズの3つのインデックスを比較しておりますが、リスク・リターンをご覧くださいますと、3つのインデックスとも大きな差異がないことがご確認いただけます。もちろん、この期間におきましても、金融危機や欧州債務問題、それらの後の政策対応が打たれた時期等ございまして、若干ばらつきはあるところがございますが、3年、5年、10年で比較をいたしますと、バークレイズやBIGのほうが、若干ではございますがリスク・リターン効率が良好な結果となっております。

政策ベンチマークでありますシティ世界国債対比での比較ですが、これらのインデックスの相関は極めて1に近い一方、インデックス同士の比較でも超過リターンが生まれている状況でございまして、これらのインデックスをベンチマークとする意義はあるものと考えております。

次に、3つのインデックスの概要や投資対象ユニバースですが、BIGにつきましては、WGBI（シティ世界国債）と同じ通貨の数でございまして、米ドル、ユーロ、英ポンドの非国債にも投資対象を拡大したインデ

ックスでございます。さらに組入通貨を拡大し、それらの通貨の幅広い債券種別を投資対象としておりますのがバークレイズグローバル総合インデックスでございます。投資対象の債券種別や通貨の拡大によりまして、投資機会の拡大と分散効果が生まれ、効率性の良好な運用機関の採用に資するものと考えております。

以上が外国債券アクティブファンドの募集についてのご説明でございます。

続いて、国内債券パッシブファンドの募集についてご説明いたします。経緯として、国内債券運用では、これまで20年のラダー型ポートフォリオによる自家運用、及びその20年ラダーの構築などを行うための委託運用ファンドを採用しておりました。今般、1・2階部分につきましては、政策ベンチマークがNOMURA-BPI総合となり、BPI総合に基づく運用を行うためのパッシブファンドを募集するというところでございます。

次に、BPI総合への移行に向けました銘柄入替についてのポイントですが、これまでラダー構築のために契約しておりました委託運用ファンドの運用目的を変更いたしまして、BPI総合のポートフォリオ属性に近づけていくよう銘柄入替を行っているところでございます。ただし、現状では地方債や地方公共団体金融機構債等を多く保有しておりまして、それらを最大限活用する観点から、最小限の銘柄入替にとどめたいと考えているところでございます。言いかえますと、オーバーウェイトとなっております地方債や地方公共団体金融機構債を売却しまして国債を購入するといった銘柄入替につきましては行わないというところでございます。

続きまして、新たなパッシブマネジャーを採用して現行のマネジャーから移管した後の運営についてですが、銘柄入替後、平成28年3月末時点で想定しておりますポートフォリオの属性、ウェイトの乖離状況をご覧いただきますと、地方債のところは44%、地方公共団体金融機構債は5%のオーバーウェイトとなっている一方、国債がアンダーウェイトとなっております。こういった乖離により、パッシブとしての精度はやや低下し、トラッキングエラーの要因となるわけでございますけれども、これらの債券につきましては、公共債ということで信用力は国債と同程度、利回りは

高いということで、連合会としまして大きなデメリットはないと考えております。また、それに加えて、その他事業債のところをご覧くださいますと、こちらのウェイトも高目になっておりますが、比較的短い年限の保有が多いということで、スプレッドの拡大がございましたもファンドへのパフォーマンスの寄与としては大きくないであろうと考えております。また、短期ゾーンにつきましては、日銀の社債買入オペの対象にもなっております、価格が比較的安定している年限だということも付け加えさせていただきます。

新たなマネジャーに移管した後でございますが、3月末で79%、ベンチマーク対比11%アンダーウェイトとなっております公共債というカテゴリーのウェイトを徐々にベンチマーク並みに近づける方針でございます。公共債内でのウェイト乖離は国債がアンダーウェイト、地方債がオーバーウェイトとなっておりますが、これらにつきましては許容いたします。

説明は以上でございますが、これらの公募のスケジュールについてお話しさせていただきます。他の資産の選定も行っておりますため、流動的な部分がございますが、外国債券アクティブにつきましては現在準備を進めておりまして、準備ができ次第速やかに公募を開始したいと考えてございます。国内債券パッシブにつきましては、来年4月の運用開始を想定しております、12月または1月ごろの応募開始を想定しております。

以上でございます。

【宮井会長】 どうもありがとうございます。それでは質疑に移りたいと思います。まずは初めに運用状況の報告に関して何かご質問等ありましたらお願いします。

【甲斐委員】 運用状況の報告、毎度のことですが、ここにいる委員として聞きたいことが常に2つあります。1つは、今おっしゃっていただきました市場の動向とか、このポートフォリオのリスク・リターンの状況といった説明ですが、十分されていると思います。もう一つ聞きたい点は、そのようなことを踏まえて連合会としてどう考えているかです。何か問題を感じ対策をとろうとしているのか、それとも静観していいものか、その辺の評価です。なかなか判断しがたいところもあるのですけれども、何か一言でも、こう

思っているというのを言われたほうがいい。そういうコメントをよろしく
お願いしたいと思います。

で、ちょっとした質問ですが、パフォーマンス評価要因分析の結果、資
産配分要因が結構大きく出ているというか、出始めました。傾向からする
と、これはますます大きくなるだろうと思います。ところで、現在は基本
ポートフォリオの位置が変化する、いわゆる、移行段階にありますよね。
だから、そういう移行で乖離している部分と、それからいわゆる投資判断
としてわざと乖離させている部分と、乖離には2種類あるわけです。その
要因の2つをまとめて表示されていると投資判断の良し悪しが評価できま
せん。そこで、移行計画に沿って出てきた要因と、それからマーケットを
見て意図的に乖離させた要因に分けて表示するほうがいいと思いますけれ
ども、難しいですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 ただいまのご質問については、特に難しいわけ
はないと考えております。今回の要因につきましては、全て移行に伴う要
因ということです。今後については、新しい基本ポートフォリオに変わ
りますので、当面の間は移行に伴う要因が大きく出ることが考えられ
ます。後段でご審議いただく機動的な運用を行っていく場合は、意図して
変えたという要因を把握できますので、そういった際はそういった分析を
行うことは可能だと考えております。

【宮井会長】 移行についてその新しいポートフォリオに移すのに、いつからいつまで
を大体移行というふうに捉えるのですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 許容乖離幅に入るまでというのが28年の3月と
いうことでした、それ以降については許容乖離幅の中に入りますので、先
ほど申しました機動的な運用を行っていくのかによって異なります。債券
の中心値に向かっての売却スピードを勘案して時間を要する部分は移行と
は認識できますが、28年4月以降については特に移行期間というわけで
はないと認識しています。

【宮井会長】 はい、わかりました。

【加藤委員】 今の甲斐委員の話をさらに考えると、ベンチマークのようなものをつく
って、直線的に乖離許容幅のぎりぎりまでに今から直線で伸ばすというこ

とが考えられると思います。例えばそれをベンチマークにして、それよりもずれているかどうかという評価をすれば、甲斐委員の指摘された2つに分けるということが可能だと思います。一つの考え方としてあるのではないかと思います。

【宮井会長】 ええと、今の点は。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 おっしゃるとおり、例えば線形で毎月毎月このぐらい債券を売却して行ってリスク資産のほうに移していくのを一つのベンチマークというような考えで行うこともできると思いますが、28年3月末までの状況については、多少、仕分けの関係や事務的な要因がありまして、線形に置くことがほんとうに合っているかどうかという部分がありますので、少しそこについては内部で検討していきたいと思っております。

【宮井会長】 もしそれをやらないとすると、新しい基本ポートフォリオの乖離許容幅が資産配分のベンチマークになるのですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 27年の10月以降は新しい基本ポートフォリオがベンチマークになります。

【宮井会長】 その中心点ですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 この要因分析を行う場合は中心値がベンチマークになるということです。

【宮井会長】 もし移行に際して何かをやると思ったら、今加藤委員が言われたようなことをやるかもしれないということですね。それについては今ちょっと検討させてほしいということですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 そうです。

【宮井会長】 ほかにいかがですか。はい、どうぞ。

【徳島委員】 今の点に関しましては、基本的には、とりあえず中心値にまで、まだもっていけない、いかない時間帯というのは、そこでどうしても資産配分要因の差が出て来てしまいます。今回新しいポートフォリオになる前の9月末時点で、移行作業をはじめているので、資産配分要因が大きく出てしまっているというのが実態であると理解しています。したがって、次回以降、このように大きな数字には多分ならないと思っております。実は次回以降、こうした分析を少なくとも2つに分けてお出しいただくことになると考え

ています。つまり、1・2階と旧3階が異なるものになっているためです。ただし、旧3階については、かつて議論しましたように、評価の基軸が基本ポートフォリオと当面の配分と二つ異なるものが存在します。これは、機動的な運用云々以前に実施することを私どもは決めておりますので、旧3階については、資産配分要因を更に2つに分けて分析していただく必要があると理解しておりますので、よろしく申し上げます。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい、そのようにいたしたいと思います。

【宮井会長】 ほかはいかがでしょうか。いいですか。はいどうぞ。

【加藤委員】 リスク配分はわかりやすく、リスク資産が増えていく中でこういう試みはいいと思います。ちなみに、このリスク配分表を使って、この表からこういうような評価をしたいということはお考えでしょうか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 先ほどの説明にございましたように、内外株のリスク配分のウェイトが大きくなる、これは当該資産が増えたときにポートフォリオに与える影響を示すリスク寄与度が非常に大きい資産のウェイトが大きくなっているということですので、従来を中心値を基準にリバランスを行うという考えであれば、許容乖離幅が非常に広がっているので、許容乖離幅の上下限に抵触するのを待ってからリバランスするというのがほんとうに良いのかどうなのかという部分があるということと、資産配分においても非常にリスクの大きいポートフォリオになっていますので、個別資産の中でさらにリスクをとっていくかどうかどうなのかということです。したがって、個別資産のリスク管理もまた重要になってくるのではないかとということで、そういう観点でリスク管理を行っていくことを想定しているということです。

【宮井会長】 加藤委員、何かいいアイデアとか何かありますか。

【加藤委員】 いろいろとあると思いますので、ぜひこれから考えてみたいと思います。

【宮井会長】 そうですね、これは結構偏っていると思います。我々は今までずっと左の資産配分をみて分散されていることを確認してきたわけですが、リスクを見るとかなり偏っているという話があって、しかも一番右の図を見ると、為替のリスクも相当あるというようなことになっているので、これはやはりリスク値の観点で見ていくというのは重要なことだと思います。これは一番

最後のところでもう一回議論をするということによろしいですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい。

【宮井会長】 先ほど甲斐委員から、いつもリスク指標ばかり見て、その結果どうだったのかというお話がありましたけれども、これは13ページの一番右下に書いてある、これだと思うのです。13ページの右下にまとめの項目があって、要はいろいろ分析をしているけれども、想定している管理上の目安である3.1から5.4の範囲におさまっていますよとか、あるいはトータルリスクの推移を見て、若干外国債券で低下して国内株で上昇していますよとか、そういうのはあるけれども、一番上のほうに書いてあるように3.1から5.4の範囲におさまっているというのを言いたいのではないのですか、そのコメントとしては。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 おっしゃるとおりです。また、ここでは9月末にはおさまっているという状況になっていますが、実は8月末に5.4を超えました。そのときの判断としましても、内外株のボラティリティが高くなっていますが、資産配分を新しい基本ポートフォリオに合わせていく、その結果、外債のウェイトが大きくなったその要因が大きいのということが内部で分析してわかったので、判断としては問題ないということで、内部ではそういうような対応を行っています。それを含めて、会長がおっしゃったように、ここのコメントで書いてあるように、要因についても資産配分の要因が大きかったということで問題なかったということで、我々は判断したということです。

【宮井会長】 どうぞ。

【甲斐委員】 言葉尻を捉えるようで申し訳ありませんが、ここに書いてあるのは範囲内におさまったという客観的事実だけです。要するに、事実を淡々と述べているということだけで、それも必要ですが、それをどう考えているか、そちらも聞きたいのです。例えば、範囲内におさまったので当面は問題なしとする、という風に言ってほしいのです。先ほどもリスク指標の一つが8月に一時的に上限を超えたが9月におさまったという。8月に超えたときにどんなアクションをとろうとしたのか、そういうところに最も関心があります。超えたときにどうしようとしたのか、その辺も発言の中に加え

てほしいということです。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい、承知いたしました。

【宮井会長】 ということは、結局13ページの下のコメントをもう少し、事実だけじゃなくて、どうアクションしたか、あるいはどう考えたかというのを何かもうちょっと書いてほしいという、そういうことですね。

【甲斐委員】 そうです。

【宮井会長】 はい、それはよろしく願います。はい、どうぞ。

【俊野委員】 これまでの議論について、2つ私のほうから意見があります。まず、移行期間ということで、現在の資産配分は中心値から外れており、そのことによって資産配分効果が生じているということですね。9月末から10月初めにかけて政策資産配分が大きく変わりますから、これまでは国内株がオーバーウェイトだったのがいきなり1日たったことによってアンダーウェイトになるということで、全く真逆の状況になってしまうということですね。それに対して、リターンの要因分析をして、資産配分効果と運用効果を分けるべきではないかというご指摘があったと思います。このような移行期間中の政策資産配分との乖離に伴う超過リターンや超過損失の発生は、制度の問題であって、私の感覚では致し方ないと思います。そこを気にすると、かえって何か変なアクションを要求することになってしまうと懸念されます。そのため、移行期間中は、たまたま制度的要因で国内株がオーバーウェイトからいきなりアンダーウェイトになるということはいたし方ありませんので、ある程度ゆったりと考えるべきではないかと私は考えます。

それから、旧3階につきましては、政策資産配分がまだ決まっています。来年の秋にもう一回やり直しですから、またもしかしたら国内株のウェイトが下がるかもしれませんよね。新しい政策資産配分が決まっていないという特殊性もありますので、当面秋口までは大ざっぱな意味での移行期間というふうに考えて、資産配分効果については、それほど厳格に考えるべきではないというのが私の1つ目の意見です。

それから、甲斐先生のほうから、リスクモニタリングの結果を踏まえてアクティブな判断が欠けているのではないかというご指摘がありました。

現状の分析では、過去のボラティリティの水準と比べてかなり異常な水準になったとか、許容範囲の中に収まっているとか、そういう観点から評価をされていると思います。この点につきましては、機動的運用の方針とも関連してくると思いますが、市場のボラティリティが異常に高くなったときにどうするのかという判断がまだ決まっておきませんので、リスク管理のあり方に関する意思決定をこの委員会ですらないと、アクションのとりようがないと思います。ですからこの問題については、機動的運用の方針が固まってからでないと、アクションのとりようがないと感じますので、機動的運用の方針を議論していくことがまず重要ではないかというのが2つ目の意見です。

以上です。

【宮井会長】 今の意見についてどうですか、事務局のほうから。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 俊野委員のおっしゃるとおりで、機動的な運用を行った場合と、基本ポートフォリオの中心値をベースにするリスク管理の仕方とではどういうところに問題があるか、問題がないかという基準等も変わってくるので、ここは先ほどもお話しされましたように、やはり機動的な運用の方針が決まってからリスク管理についても進めていきたいと考えております。

【宮井会長】 1点目はどうですか。あまり移行期間中、そんなに一生懸命、再配分効果、要因を調べてもしようがないのではないかという意見だったのですが。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 確かにおっしゃるとおり、移行期間中で物理的にすぐに移せない部分がありますので、その部分についてはおっしゃるとおりですが、ただやはり、そうはいいながらも要因分析というのは行っていかなければならないので、数字についてはしっかり把握して、中身についてはなかなか移行ができない部分かどうかということについてしっかりご説明をしていきたいということを考えています。

【宮井会長】 そうですね、わかりました。さっき2つの点でボラティリティが大きくなったとき、つまりリーマン・ショックをこの資金運用委員会でも一度経験しているわけですね。そのときはリスクが大きくなったけれど、資産配分は大きく変更しないでとりあえず様子を見ようという対応だったと思い

ます。資金運用委員会というか、実際の運用の現場の中では、マーケットが大きく変動した時はどうするかというプロセスはありますか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい、現状においても、そういった場合にどうするかという考え方についてはしっかり事務局の中でございます。今までの管理の仕方としましては、トータルリスクが超えた場合は速やかに資金運用検討会議のメンバーにその事実を報告し、状況を分析し対応方針を検討した後で、必要に応じて委員会に報告するというプロセスを行うこととなっております。今後についても同様に、機動的な運用方針の中で同じようなことを何かするのでしたら、通常の閾値でない場合はどうするのかということも管理項目などで決めていかなければと考えております。

【宮井会長】 はい。時間がだんだん押してくるので、次に行きたいと思えます。それでは、実施機関積立金の当初額及び仮仕分けについての資料について何かご質問、ご意見等あればと思えますが。はい、どうぞ。

【俊野委員】 今回は仮仕分けで、後ほど精算というご説明でしたが、この点で1つ確認させてください。精算の段階で、例えば1・2階のほうが少し多過ぎたというような場合には、1・2階から旧3階にお金を移すとか、具体的にそのような資金移動が起こるのでしょうか。

【篠田運用企画課長】 28年の秋ごろ、これはちょっと時期は10月なのか11月なのかわかりませんが、ここで精算をすることとなっております。概算と確定の実施機関積立金額に差異があれば、ここで精算をすることとなっております。例えば確定のほうが概算より多ければ、旧3階から1・2階へ繰り出すというようなことをするというところで整理をされているところでございます。

【俊野委員】 ありがとうございます。もう一つご質問があります。指定都市さんからの約1.2兆円という移管予定の資金につきましては、バランス型運用をされているなど、いろいろと取り扱いにくい部分も多いとお伺いしておりました。この1.2兆円につきましては、10月に資産が入ってきて、今どういう状況になっているのでしょうか。今後の見通しも含めて教えていただければと思えます。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 指定都市から承継した資産は、大きく分けて国内

債券の、彼らが自家運用をやっていた債券と、あと委託運用していた信託ファンドがございます。全て市町村連合会の名義に10月1日に変わっております。委託運用につきましては、今、俊野先生ご指摘のとおり、1社に複数の資産を委託する旧来型のバランス運用をやっております、今現状でいうとそれを既に連合会が持っているファンドに現物を移管する作業を順次行い始めているところでございます。基本的にはパッシブファンドに、国内株式であれば国内株式のパッシブに、外国債券であれば外国債券のパッシブにという形で移管して、全て特化型に移行するという計画でございます。

【俊野委員】 ありがとうございます。現在の資産管理上は、バランス型の国内債券分とか、一応計算して資産ごとに振り分けはしているけれども、まだ実際にはバランス型になっている資金も含まれており、過渡期的な状況だということですね。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 そうです。

【俊野委員】 わかりました。ありがとうございます。

【宮井会長】 ほかに。はい。

【徳島委員】 半ば愚痴になりますが。今回、1・2階と旧3階の精算を平成28年の秋にされるということで、地共済グループ全体は基本ポートフォリオについて、基本的に1・2階と旧3階と一緒にされていらっしゃるの、大きな問題は発生しないかなと思うんですが、何かKKRの新しいポートを見ていると、全く異なる基本ポートフォリオにされていらっしゃいます。したがって、精算までの約1年間の市場環境によって、運用成果の優劣といった結果が発生するやに思います。地共連グループはそういうズレが発生しないので、精算を強く意識しなくていいということでございます。感想だけです。

【宮井会長】 ほかはいいですか。それでは、次に退職等年金給付組合積立金における国内債券の年限構成の資料についてはいかがでしょうか。これは別途こちらの全国市町村でやり直したということですか。それともどこか前にやったものをそのまま活用したデータですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 こちらについては地共連のほうで同じようなシミ

ュレーションを行っていきまして、それと同じようなことを我々のほうでコンサル会社のほうにお願いして実施していただきました。

【宮井会長】 同じことを再度やったということですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい。そういうことです。

【宮井会長】 これはよろしいですかね。はい、どうぞ。

【甲斐委員】 10年債と20年債の組み合わせがいいということですが、確かに、この金利シナリオでいくとそうなるだろうなという推測はできます。そこで、ここで取り上げたケースEや修正ケースEのシナリオについて、これはマイルドに金利が上昇し、あるところで均衡点に達し、その水準を継続するという、一番起こりそうですが、これに固定するというのもリスクがあると思うのです。だから、いろいろな金利シナリオで、今のような金利がもうあと20年、30年続くようなものも含めて、結果がどう変わってくるかシミュレーションをやられているのでしょうか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 地共連のほうでは、ケースEだけでなくケースGというもう少し悲観的なシナリオのほうで行っていきまして、あと10年・20年のスプレッドについても35ベース、55ベース、75ベース、その3つのパターンで行っております。その情報については地共済グループの中で共有化されているということです。

【徳島委員】 基本は今事務局からご説明のあったとおりですが、実際、意味があるのは、10年と20年のスプレッドのところであると思います。地共済全体ではこれは35、55、75として試算しています。過去の平均値である55、2003年の一番タイトなところで35とし、その同じ幅で75という水準も試算しています。一番怖いのは、この後35をさらに割り込んでいったときに20年債を持つ意味が全くなくなるというシナリオだと思っています。日銀がこの後さらに量的緩和を強化して、さらに超長期を買い進むといった状況になった際には、改めて考え直す必要があって、その場合には20年債の買いを止めるといったことも必要になると思います。甲斐先生の言われているとおり、いろいろなことを考えておく必要はあると思います。

【宮井会長】 はい、それでは、よろしいですか。まあいろいろなことを想定してやっ

ておくというのは非常に重要だということです。

では、国内株式スマートベータ運用受託機関の選定について、外国債券アクティブ及び国内債券パッシブファンドの募集についての資料、これは運用機関の選定に関するところなので、一緒にしたいと思いますが、これについて何かご意見、コメント等ありましたらお願いします。はい、どうぞ。

【甲斐委員】 スマートベータについてですが、リスクプレミアムを生み出す運用手法ということを目的にされています。しかしながら、CAPMベータで控除した後でもなおかつプラスであり続けるような、そういうファクターやリスク指標を探し出すのは極めて困難だし、あっても、マーケットの局面によっては効いたり効かなかったりすることがあります。だから、あまりにも近視眼的、短期的にこのファンドがいい悪いというのを評価するのは非常に困難で危険です。それで、いろいろプレゼンテーションを聞かれてほんとうに納得されているのであれば、評価としてはかなり長い期間を見られたらいいと思います。半年、1年では短いかもしれないですね。採択の話じゃないですが、その後どう管理していくかについて、そのような観点をぜひお考え頂きたい。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 ありがとうございます。そういった観点も含めて選定・評価に当たってまいりたいと思います。

【宮井会長】 はい、どうぞ。

【加藤委員】 インデックスの評価項目の最初、Aの運用戦略に、エクスポージャをとるファクターに長期的なリスクプレミアムが期待できる合理性はあるかというものがあります。甲斐委員からもご指摘のあった点だと思いますが、連合会サイドでの見方は既にお持ちですか。つまり、こういうファクター、こういうスマートベータに対してはある程度期待できるという何らかの考え方があるのか、あるいは、それはこれから運用機関の話を聞いて、それをもとに検討しようとしているのか、その辺はいかがですか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 明確にこれとこれというふうに絞り込んでいるわけではないですが、学会でのいろいろな研究成果の発表ですとか、運用機関で取り扱っている商品などを検討した段階においては、バリュエーションを中心

とするファンダメンタル系であるとか、ボラティリティ系というところが、過去のアクティブ比率の協議のときに出させていただいたのですが、長期的なアルファが出ていたということと、あと相互補完的といいますか、分散効果が期待できるだろうと。あと、相場の上昇局面、下落局面、そういったところでパフォーマンスの出方が異なってくるということで、分散効果が期待できるんじゃないかということで、候補には考えておりますけれども、それ以外のものを一律排除するということではないというふうに考えております。

【加藤委員】 ある学者によれば、ファクターの選択は資産配分と同じだということだそうですので、甲斐委員が言ったように長期的な観点で選んで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】 わかりました。どうもありがとうございます。

【宮井会長】 よろしいですか。はい、どうぞ。

【徳島委員】 スマートベータに関しては加藤先生がいらっしゃるので、私からあまり申し上げることはないと思っていましたが、実際の応募状況を拝見していて、ややマルチファクターが多いかなという気がしました。普通にスマートベータを募集すると、もう少し単純な商品の応募があると思っていたので、特にこのマルチファクターを採用している商品が言いわけに使われなにかということを危惧します。ファクターのきき方が局面で異なるというのは、甲斐先生のご指摘のとおりだと思います。ただ、首尾一貫してやられるのかどうか、マルチファクターの使い分けをジャッジメンタルで行わないように、今回導入されているスタイル登録という制度を利用して、意識してファンドの選定をされたらいいのかと思います。

以上です。

【宮井会長】 はい、どうぞ。

【俊野委員】 私も徳島さんと同じような印象を持っています。スマートベータ導入の趣旨としては、低ボラティリティ・ファンドのリターンが比較的高いという実証分析があったりしますので、時価加重型のファンドとは違ったタイプのファンドを組み入れることで分散効果を狙うということで、スマートベータそのものについては意義があるという意見を持っています。やはり

ご指摘ありましたマルチファクター型のファンドにつきましては、たまたま今回スマートベータで応募が出たので、通常のクオンツファンドだけでも応募してみようかというケースも多いと思います。ですが、今回のスマートベータ型ファンドの採用という趣旨を考えた場合、時価総額加重型でない要素を取り込もうというスタンスであったと思いますので、そこら辺の基軸は変えないようにすべきではないかと感じます。応募のあったものを取りあえず全部評価するというのはいいと思うのですが、選び取りの際には、マルチファクターが多いからその中で1つとか、それは機械的過ぎるような印象を持ちます。ですから、ファクターの分散といえますか、今回のスマートベータの採用の意義を再度確認していただき、その上でその趣旨に合うかどうかという基準も入れるべきではないかと思えます。それが1つです。

もう一つは外債のほうに関しまして、これは一緒に大丈夫ですね。

【宮井会長】 はい。

【俊野委員】 今回、ビッグインデックスのようにベンチマークを広げたファンドの応募を開始するというお話があって、それについては、ベンチマークは使い分けということですね。採用したファンドの個別の評価に対してはそのビッグインデックスでやるけれども、資産全体の管理としてはWGBIでやりますよという、そういう形になるわけですね。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 そうです。

【俊野委員】 今後もしそういうファンドのほうが恒常的にベンチマークとしてもパフォーマンスがいいということになりますと、ベンチマークの変更という議論も今後出てくる可能性があるということですか。それとも、そこはあまり考えていないですか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 まず后者の外債のほうですけれども、今回の募集に当たっては、そこに3つ候補として挙げさせていただいているインデックスをそれぞれマネジャーベンチマークとして与えて、運用機関の評価はそれで行います。大もとのところは基本ポートフォリオをつくったときの政策ベンチマーク、WGBIでやって、そこで全体としてアルファをかせいでいきたいということです。将来的に政策ベンチマークがどうだという

のは、今この時点では何とも言えませんので、過去の検証結果なんかからそちらのほうが有効である、効率的であるという話になれば、その時点で検討することになるかというふうに思います。

あと、前段のスマートベータにつきましても、ありがとうございました。実はこのスマートベータ、今回議題として出しているのはスマートベータだけですけれども、同時に通常の伝統的なアクティブファンドも募集しております、その中にはご指摘のとおりクオンツファンドも幾つかまじっています。ですので、そこは重複しないようにスタイル分散、リスク分散が図れるようにという観点で十分見極めていきたいというふうに考えております。

【宮井会長】 ほかにいかがですか。この外国債のベンチマークは、やはり対象が広いほうがスポンサーベンチマークでいいような気がします。広くて、それでリターンも得られていますね。リスク・リターンで見ると、やはりパークレイズグローバル総合インデックスのほうがリスク・リターンが高いという数値になっていますね。つまり、信用リスクであるとかもその指数に全部入っているわけなので、高くなって当然ということですから、資産の効率性とかあるいは資産価値を上げるための運用ということを考えれば、スポンサーベンチマークはより広いほうがいいような気がします。ただこれは、この全国市町村だけで決まる問題でもないというふうに思いますので、これは長期的な議論にはなるのだろうというふうには思いますけれども。

はい、どうぞ。

【加藤委員】 すみません、先ほど聞くのを忘れたのですが、スマートベータは結局何ファンドぐらい採用するお考えですか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 これも決めて始めたわけではないんですけれども、少なくともアクティブ部分の過半を占めるようなことは想定しておりませんので、タイプ別に1、2社で、合計でも数社、3つとか4つぐらいかなというふうに今書類選考の段階では思っております。ただ、もちろんリスクの特性ですとかファンドのサイズの制約等があって増減する可能性はございますので、決め打ちはしていません。ただ、同じタイプといたしますか、同じリスクファクターを用いるもので複数採用する必要はあまりないかな

というふうに思っていますので、ほぼファクターの数に近いような社数になるかと思えます。

【加藤委員】 スマートベータはアクティブファンドの代替ということになると思いますが、例えば規模感でいうと、現状のアクティブファンドを100とすれば、どのぐらいスマートベータに替えるということでしょうか。もし何かあれば教えてください。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 これもアクティブファンドの選定候補の数にもよりますので、少なくとも小さいロットでやるとは思っていませんが、明確に何億程度ということは、今の時点ではまだ想定できておりません。

【宮井会長】 すみません、時間が結構押してきました、今、報告事項がやっと終わって協議事項ということで、機動的な運用について事務局から説明をお願いしたいと思えます。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 それでは、機動的な運用についてご説明いたします。まず目的についてです。機動的な運用については、厚生年金保険給付組合積立金に関する基本方針及び経過的長期給付組合積立金に関する基本方針に、経済環境や市場環境の変化に対する確度の高い見通しを行った上で、その見通しを踏まえて運用方針を事前に定めた上で、基本ポートフォリオの資産構成割合に資産構成比を近づけるのではなく、許容乖離幅の中で機動的に資産構成比を決定する運用（機動的な運用）を行うことができると規定されております。経過的長期給付組合積立金、旧3階は、積立金総額が平成28年秋まで判明しないことに加え、負債総額が示されないため、当面の運用として、国内債券についてはNOMURA-BPI総合での運用は行わず、管理面、コスト面などを勘案し、現行のNOMURA-BPIラダー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とし、28年度までの運用方針についてはご審議いただいたところでございます。

一方、厚生年金保険給付組合積立金（1・2階）においては、国内債券の償還額を考慮しますと、平成28年度末には国内債券の構成比は約42%、平成27年度下期の資産構成比の変更ペース、債券の売却10%、

リスク資産の購入約10%で、平成28年度も資産構成割合を変更しますと、28年度下期には基本ポートフォリオの資産構成割合に到達可能です。したがって、機動的な運用を行うかどうかの検討をする対象は、厚生年金保険給付組合積立金となります。平成27年10月からの基本ポートフォリオは、先ほどリスクの報告でご説明したように、従来の基本ポートフォリオより、リスク水準が4.3%から12.7%に上昇するだけでなく、当該資産の構成比が増加したときにポートフォリオ全体に与える影響の大きさを示すリスク寄与度が高く、かつ相関の高い内外株のウェイトが高まります。基本ポートフォリオの中心値をもとにリスク配分比率を計算すると、内外株式のリスクが全体の約9割と、従来の7割から上昇し、外形的なウェイト以上に内外株のリスクにさらされることとなります。また、許容乖離幅が広く設定されており、国内株式の上限割合は従来の基本ポートフォリオの17%から39%に、また外国株式の上限割合は14%から37%まで上昇します。そのため、リバランス機会を把握することが難しくなり、許容乖離幅上下限に抵触する頻度が低下するため、意図しないポートフォリオのリスク上昇を許してしまう可能性が高まります。

このような状況の中で、厚生年金保険給付組合積立金の運用は、基本ポートフォリオの資産構成割合に資産構成比を合わせる運用（静態的資産配分管理）を行うのか、機動的な運用を行うのかを検討するに当たって、機動的な運用を導入する目的、手法、管理基準、モニタリング内容、体制等の検討項目の内容を整理することを目的としています。なお、この内容を踏まえ、次回以降の資金運用委員会で方針を検討したいと存じます。

次に検討項目の内容についてご説明いたします。機動的な運用を導入する目的についてです。静態的資産配分管理の前提は、年金資金は長期の運用であるということ、期待リターン・リスクは長期的に安定していること、リターンは正規分布に従うことの3点と考えられます。それぞれの前提に対してイベントリスクによりマーケットの変動が大きい場合は、短期的な運用成果の改善も図るべきではないか。長期的にはリスクは安定していても、短期的にはリスクが上昇し、ポートフォリオ全体のリスクが上昇することはあり、これへの対応は必要ではないか。ファットテールの存在が確

認められ、これへの対応は必要ではないかという留意点がございます。これらのことを考慮すると、リターンの安定化や下方リスク抑制に向けて状況に応じて資産構成割合を基本ポートフォリオから乖離させる機動的な運用の検討が必要ではないかと考えられます。

次に、手法についてです。負債を基準とした資産配分の変更、市場環境予測に基づく資産配分の変更、ルールに基づく資産配分の変更の3つの手法に分類されます。負債を基準とした資産配分の変更の主な手法は、LDI（負債に合わせた投資）などがあり、資産・負債の変化の最小化を目的とし、市場環境予測に基づく資産配分の変更の主な手法は、GTAA（グローバル戦術的資産配分）などがあり、市場環境の変化に即して運用成果の向上を目的とします。ルールに基づく資産配分の変更は、3つの手法に分類され、リスク許容度を基準とした主な手法は、PI（市場下落時にリスク量を抑制）などがあり、リスク許容度低下時にリターンのマイナスの抑制を目的とし、積み立て比率を基準とした主な手法は、LRAA（積み立て水準に合わせてリスク量を調整）などがあります。積立率が剰余になるに従い運用リスクを抑制することを目的とし、運用資産のリスク量を基準とした主な手法は、リスクバジェットングなどがあり、リスク量を一定の水準に抑制することを目的としております。

次に、管理基準についてです。機動的な運用については、許容乖離幅を設定しリバランスを行う従来の管理手法と異なる手法で資産配分の変更を行い、手法によっては裁量が大きくなる可能性があるため、選択した基準・手法について、その導入目的に適合した管理基準を具体化し、文章化することが必要と考えられます。主な管理基準として、短期、中期、長期などの対象期間、機動的な資産配分の方法及び基準、投資環境予測やマーケットバリエーションモデルなど使用するツール、資産配分の変更の手段はデリバティブか現物かなどの実行手段などが想定されます。

次に、モニタリング内容の決定についてです。機動的な運用を行う場合の目的は多様であることから、組織にとって適切なタイミングで、その目的と整合的な基準による評価を継続的に行い、関係者と共有化することが重要であると思われれます。モニタリング内容において決定すべき項目とし

まして、モニタリングのタイミング（日次、週次、月次等）、関係者の特定、市場が大きく変化した際の対応、目的を基準とした評価などが想定されます。特に目的を基準とした評価については、関係者で目的・前提等の認識が共有されていないと、後から別の評価基準で評価されるといった問題に発展するリスクがありますので、常に目的、前提等の認識を再確認しながらモニタリングしていくことが重要であると考えます。

次に、体制についてです。機動的な運用においては、経済・市場環境の分析・予測、資産・負債の状況把握、リスク状況の把握・分析などを行い、定性評価を加えながら意思決定も行うこともあり、また、手法によっては機動性を確保することも必要であると思われます。体制について検討する項目として、状況把握・分析・予測が可能な仕組み、意思決定ルールの構築、定性評価が可能な専門的人材の育成、機動的な実行方法の構築、責任・権限体制の明確化などが想定されます。

最後に厚生年金保険給付組合積立金において、当連合会が機動的な運用を行う場合、候補となる手法についてです。厚生年金保険給付組合積立金の財政方式は賦課方式であるため、積立比率という概念自体が存在せず、また、下方リスクに対する制約を設定することも困難です。そのため、手法における負債を基準とした資産配分変更、ルールに基づく資産配分変更のリスク許容度と積立率を基準とした手法以外の手法が候補と考えられます。市場環境予測に基づく資産配分変更については、当連合会内での体制等の整備を行えば、実施可能であると考えられます。ルールに基づく資産配分変更のリスクバジェットについては、基本ポートフォリオのリスク水準を基準として管理することは可能であると考えられます。なお、実施に当たっては、管理運用主体との連携も必要であると考えられます。

ご説明は以上ですが、検討すべき項目の内容や、この中に必要と考えられる検討方法などについてご意見を頂戴できればと存じます。

【宮井会長】 それでは、ご意見等あればお願いします。はい、どうぞ。

【俊野委員】 最初にご質問ですが、当面、検討されているのは、標準的な政策資産配分に移行するまでのタイミングであって、その後、市場環境等の変化を受けた機動的運用のところまでは、まだ検討の範囲に入っていないという理

解で、よろしいでしょうか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 ここでご検討いただくことについては、当面28年度の状況を踏まえてご検討していただきたいということです。その後については、また後ほど考えたいと思います。

【俊野委員】 そうしますと、まず検討の対象は1・2階部分ということですね。旧3階についてはまだターゲットとなる政策資産配分が決まっていないので、今回は検討対象外ですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 旧3階については、28年度の秋の積立金総額が決まった後にまた基本ポートフォリオをどうするかということになりますので、その後にまた機動的な運用を行うかどうかということは検討したいということです。

【俊野委員】 わかりました。それで、当面1・2階部分について、実施機関積立金の当初額及び仮仕分けについての資料を拝見すると、当面3月まで半年の間に、国内株を1,400億円買い増して、外国債券を2,100億円買い増して、外国株式を3,100億円買い増して、その分、債券の償還とか売却等で6,500億円マイナスにすることによって、リスク資産については、国内株は17.2、外国債券が11.0、外国株式については17.1になる見通しというところまでは方針が決まっているのですね。その後、17を25に近づけていくタイミングとか、近づけていくのかどうかとか、そこら辺の内容に限定した議論ということでもよろしいわけですか。先ほど私が申し上げた、株式のリスクが高まったときに配分を減らすとか、それはその先の議論ということで、今回はそこまでは議論しないということでしょうか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 当面の課題というのは、28年度どうするのかということです。あと、本質的な議論というのは、やはり機動的な運用をどうするのかということですが、ほんとうの課題、当面解決しなければならない課題というのは28年度ということです。

【俊野委員】 わかりました。そうすると、何か機動的な運用についてというより、むしろ新政策資産配分への移行の方針のように表現した方が厳密ですね。機動的運用ではなく、移行プロセスの一環ですよね。というふうに理解でき

るのですけれども。

【宮井会長】 そのような理解でいいのですか。28年の当面3月末までに、先ほどの資産配分に一応もっていこうというふうにしているわけですね。それで、これでもまだ真ん中ではないわけですね。基本ポートフォリオの中心点ではなくて、その乖離許容幅の範囲の中ということで、これが一応当面の目標であり、これに向けて移行していくわけですが、ここで議論するのはどうやって移行していくかという際の、その機動的な運用なのですか。そうじゃないと思いましたがけれども。

【甲斐委員】 どちらかというと、その後の話だと。

【宮井会長】 ええ、移行が終わった後の話だというふうに認識していました。当面は来年の3月までに移行しないといけないということはもちろんわかるのですが、その後の機動的な運用をここで議論するのだというふうに私は理解していました。

【篠田運用企画課長】 先ほどご説明をさせていただきましたけれども、1・2階の運用につきましては、来年度の運用でございませうけれども、まずは国内債券の満期償還を迎えるものがございませう。それらを自然に償還させて他の資産に振り分けるということになってきますと、大体先ほど説明したようにおおむね42%ぐらいになるのかなというところではございませう。その後、要するに基本ポートフォリオの中心値に速やかに近づけていくのか、それとも許容乖離幅の範囲内で構成割合をどこかでとどめるのかということの機動的な運用につきまして、今回の委員会の議論もスタートさせまして、あとは地共連等の機動的な運用に係る方針といったものとの連携を踏まえまして考えていきたいということでございませう。

【宮井会長】 ということですね。いいですか。

【俊野委員】 1時間ほど前の鈴木さんのご指摘では、28年3月時点でもう既に許容乖離幅の範囲に入っていますので、これからさらに25%に近づけるかどうかというのは、もうアクティブな判断であるということですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 そうです。

【俊野委員】 ということは、国内株式の構成比を25%に近づけていくのか、もしくは株式のリスク等も考えて20%ぐらいに留めるとか、もしくは、場合に

よっては極端な話、株のリスクが高いと思えばこれからむしろ株式の比率を下げていることも考えられるということになりますよね。もう許容乖離幅に入っていますから、25%に近づけるという方針は一つの考え方であって、この水準に近づけていくのか、もしくはこのまま低いままにするのか、それを検討するということですね。普通は政策資産配分が決まったらそれに近づけていくというのが普通ですよ。25%に対して17%という水準は相当アンダーウェイトになっていますから、通常の考え方は、相当株のリスクが高いとか、そういう例外的な状況がない限り25%に近づけていくのが自然ですが、そうでない別の考え方があるのかどうかということですよ。あとスピードも関連してくるのですよね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 スピードもあります。

【俊野委員】 どのぐらいのスピードで近づけていくのかということですね。標準的な考え方では、現時点で株式の比率が相当アンダーウェイトですから、中心値に近づけていくというのが私は自然ではないかと感じますけれども、その点は先生方の意見を伺いたいということですね。私は、中心値に近づけていくのが自然で、特にそれをさせないというような例外的な事情はないと感じていますが、スピードについては特に意見は持っていません。半年で25%に持っていくのは少し速過ぎるかなという気はしますが、ただ、ゆっくりと近づけるという理由も明確に見当たらないところはありますので、緩やかに25%に近づけていくというのが私の自然な感触ではあります。

【宮井会長】 はい。お願いします。

【加藤委員】 本日の冒頭の資産配分効果の話に戻りますが、いつがスタートなのかということを確認にしたほうがいいと思います。要するに、現状はアクティブな判断をしているのではなくて、あくまでも移行過程であってアクティブな判断をしていないと考えるわけですね。例えば日本株14.2%というのは、25%に対して、つまりアクティブにアンダーウェイトしているというわけではなくて、要するに移行過程だから少ないという判断だと思います。とすれば、要するにいつをスタートにして、そこから後はアクティブな判断ですという基準が必要になると思います。それは28年の

3月がスタートになって、あとはアクティブな判断ですということですね。そのために機動的資産配分の方法を考えるとということであれば、28年3月以降の問題だという、こういう理解でよろしいですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい、そのとおりでございます。

【甲斐委員】 どうも2つの話が一緒になっているような気がします。要するに、ポートフォリオの中心点が変わっていますので、そこに向かって進んでいくという移行の話が1つです。25%に淡々と近づけていくことです。この話と、ここでいう話はまた別の話でして、25%プラスマイナスアルファを認められているわけで、特に中心だという意識はなくて、その範囲で有利なように運用したいということです。まさにこれが機動的運用です。言ってみれば、基本ポートフォリオは点じゃなくてある幅を持った線みたいなイメージです。機動的運用と移行の話を一緒にしてしまうものだから、何か論点がぼけてしまうのですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 すみません、今整理していただいたとおり、28年の3月までに乖離許容幅の中に入れていく、そこまでが移行です。そこで、28年の3月に許容乖離幅の中に入った後は、許容乖離幅の中でどうするのかということがありますので、そこからが機動的な運用を行うのか、どうなのかというのを検討したいということです。

【甲斐委員】 いや、許容乖離幅の中に入ったとしても、従来の基本ポートフォリオの考え方というのはできるだけ中心に近づけましょうということですよ。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい。そこで選択肢が2つありまして、1つは中心値に近づけていくということでしたら、その28年4月以降も移行という感じになりますが、今回の基本方針の中で機動的な運用というのができるということです。そういったことで中心値に近づけていくか、そうでなく許容乖離幅の中でいろいろ考えていくか。

【甲斐委員】 そうしたら、許容乖離幅の中に入った時点で移行期間が終了したということになります。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 そうということです。

【甲斐委員】 そこからはどうするのかを今決めたいということで宜しいでしょうか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい、そういうことです。

【甲斐委員】 従来の考えは、中心のポイントに近づけてく、そして、何らかの要因で振れるにしてもいずれ中心点に戻していくというものです。そうじゃなくて、新しい運用の考え方というのは、要するに幅の範囲に入っておけばどこでもいいんだということですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい、そういうことです。選択肢が広がったということですよ。

【宮井会長】 ほかにご意見等あれば。はい、どうぞ。

【甲斐委員】 私も、25%というのは複数の不確定要因が前提であり、もともと絶対的な意味があるわけじゃなく、その幅の中で考えればいいと思います。で、問題は、どういうぐあいに機動的に売ったり買ったりするんだということになり、幾つかの基準が出されています。その中で市場環境予測に基づく方法だったら連合会の中で何とか可能であると言われてはいますが、ほんとうにこんな体制が組めるのかどうか、疑問に感じられます。人材確保等、そのための前提条件をつけてはいますが、よっぽどのことをしないと、一通りのリターン予測だけで機動的な運用を実現するのは困難だろうと思われまます。それよりもっと確実なのは、もう捨てられていますけれども、LDIでないでしょうか。負債の状況は確かにはっきりしませんが、近似として負債を仮定することは何とかできると思うのです。それに基づいてサープラスを確保できるかの目途をつけ、市場予測についてはその次に来るといふぐあいに思います。

【宮井会長】 ほかにいかがですか。はい、どうぞ。

【加藤委員】 今回の議論の目的は、機動的な運用について議論して何かを導入することを決めるということですか。

【宮井会長】 その他にどんなことを考えればいいのかとか、今この3つ一応候補が挙がっているけれども、ほかに何かあるのではないとか、あるいは仮にG T A Aを採用する場合に、体制として何が必要なのか、どんなことを考える必要があるのかとか、それをいろいろ教えていただきたいという、そういうことですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい。

【宮井会長】 ですから、まだこれは手法を決めたわけでもないし、もっといいものが

あればそれを検討していきたいということですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい、そういうことです。

【宮井会長】 ただ、今、甲斐委員が言われたようなところはちょっと無理かもしれないということですね。なぜかと言えば、地共済グループ全体でやらないといけないということでもよろしいですか、そこは。その一番最後に、管理運用主体との連携も必要であるというふうに書いてありますが、ここで言っている管理運用主体というのは地共連ですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい、そうです。

【宮井会長】 そうすると、全国市町村だけで単体で何かいろいろ進められる部分と、地共連と一緒にこの連携をしてやらないといけない部分が多分出てくるので、そういう観点からすると、さきほどのLDIは何かちょっと難しいのかもしれないということでもよろしいですか。あるいはそうじゃないということがあれば。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい、やはり地共済グループの中で全国市町村の規模というのはかなり大きくて、その中で、管理主体としては地共済グループ全体が効率的に運営がなされたほうが良いというスタンスがありますので、そういった場合、全国市町村と地共済全体の動きというのが全く逆の動きになることは効率的でないという認識のもとで運営がなされるのではないかとということですので、そこを考えると、あまり独自なところはなかなか採用するという事は難しいのではないだろうかということも考えられます。

【宮井会長】 はい、どうぞ。

【俊野委員】 運用体制について、確認させていただきたいのですが。地共済グループでは、2つの機関と契約を結んで、今後の市場マーケットについての情報を定期的に月次ベースで入手するというお話でした。そのうちの1つの会社は徳島さんの会社、もう一つはオックスフォードという外資系の海外の会社で、これらの情報を地共済グループで入手をして、グループ内で情報共有されると理解しております。ですから、今後の資産配分についてのその月次ベースの重要な情報といたしますか、直近の見通しについては、共有財産として地共連さんも全国市町村さんも入手できるということですね。

ただ、それに基づく判断は団体ごとに独自に行われるので、異なる判断になるかもしれませんね。ただ、マーケットが厳しいとか、そういう内容の情報であれば、多分株の比率を下げようとか、ベクトルは多分似てくるように思われますが、そういう体制でやられるということでもよろしいわけですね。それから、ベンチマークは既に新しい配分になっていますので、来年度につきましては株式の比率はアンダーウェイトになっています。そのため、株式市場が好調だった場合には、資産配分効果で大きなマイナスが出てきてしまいますから、何で株式の比率を低目にしていたのかという批判が内外から出る可能性はあります。そうしますと、この17%という配分比率がかなりアクティブな下方乖離という判断になってしまいますので、ほんとうにそれでいいのかということになります。今後の見通しについての新しい情報はいつごろから入手されるのでしょうか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 既に10月の情報は共有させていただいております。

【俊野委員】 ということですね。そうすると、毎月そういう情報がアップデートされて、多分アメリカの出口戦略とか金利が上昇するタイミングとか、いろいろとそういう株式市場に影響を与えそうな情報が含まれていると思います。ただ、それはあくまでも生の情報ですから、それに対してどういう資産配分を機動的にやっていくのかというのは当然解釈によって分かれると思います。そうすると、あとそこら辺も含めた機動的運用ですね。ですから、株式の比率をアンダーウェイトのままでもいいのかどうかということも判断される必要があるし、なおかつもう少し突っ込んだ見方をすると、3月末時点で、17%でいいのかという議論にもなるわけですね。3月末で25%にすべきではないのかという見方というものもできますよね。もう来年の3月からは移行期間ではないということになりますと、それに対して少し株の比率を少な目にしているというのも、これも一つのアクティブな判断になると思います。ただ、ここまでは決まっているということでしょうから、少なくとも来年度におきまして、例えばアメリカの出口戦略とか中国株のリスクとか、このようなリスク要因の存在が大幅な株式の下方乖離の正当性に対して、それほど強くないような気がしますので、中心値に近

づけていくという方針が自然ではないかと思われます。ただし、その具体的なご判断は事務局さんのほうでやられるわけですよ。そうすると、この委員会で決める内容というのはどういうものになるのかを教えてください。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 その件についても、今回、機動的な運用を行うに当たって、関係者の範囲をどうするのかというのが一つの検討項目として考えられるだろうというので挙げています。その中で、事務局の判断で事務局で行っていくほうが良いということであればそうなることだと思し、ある程度委員会のほうも関与したほうが良いという判断になればそういうことになるとは思います。そういったような、今回は機動的な運用を行うに当たって、検討項目の内容とかそこら辺をきちんと詰めるに当たってどういうことが必要なのかとか、そういうご意見をいただければと考えております。

【俊野委員】 そうすると、宮井会長だけはその決定に参加されるということは、当然あり得るわけですよ。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 意思決定の内容によっては、当然かどうかはわかりませんが、可能性としては、事務局がそのほうが良い運用ができるという判断をしましたらお願いするということになると思います。

【俊野委員】 ということですね。わかりました。で、その枠組みを決めるのがこの委員会の役割ということですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 検討する項目についてご意見をいただければ、そのいただいたご意見を踏まえまして、また事務局のほうで原案を練って委員会に諮りたいということです。

【俊野委員】 わかりました。だんだんクリアになってきました。

【宮井会長】 予定の時間を大幅にオーバーしているのですけれども、今の機動的な運用については、結構まだいろいろ議論が出そうな感じがします。これは、今ようやく何を議論するのかというのが、一回できたというような状況だと思います。このまま次回は多分3月ということなので、そのときはもうどうするかと決めておく時期ですね。その間、どうしましょうかということなのですけれども、もう少し事務局で議論していただいて、あとそれぞ

れ個別にフィードバックしてやるとか考えられます。

【平沢財務部長】 会長よろしいでしょうか。補足させていただければと思います。

【宮井会長】 はい。

【平沢財務部長】 すみません。今日の時点でこの資料を出させていただいたのは、機動的な運用と一般的に言っていることについて、できるということになっている中で、それも含めて検討していく際の検討項目を一応羅列させていただいたところでございます。一方で、具体的にじゃあどこまでどうしていくのかというところにつきましては、管理運用主体である地共連の状況も、先ほどコメントをしていただいた部分がありますけれども、これも深く関係してくるかと思っておりますので、ここらの状況ももう少し我々は把握なりあるいは調整といいますか、していく必要があると思っております。そこらも踏まえて、我々として28年度、特にどうしていくのかというところを少し描いた上でないと、もう少し委員の先生方に議論を深めていただくことにならないと思っておりますので、もう少し掘り下げた上で、どうしていくのかという案みたいなものをつくった上で、またお諮りをさせていただきたいと思っております。ですので、現時点ではちょっと情報が不十分でございますので、我々自身も不十分でございますので、またそれは事前説明なり、あるいは次の当日の委員会でももう少しきちんと説明できるようになっているはずですので、させていただきたいと思っております。で、今日のご議論の中であった28年度について中心値に対して、ターゲットに対してどこまでどうするのか、どうできるのかというところがポイントだと思いますので、で、いや、そんな中心値だから速やかにできるではないかということ的前提としたならば、少しアクティブな動かし方という、今日ご意見が出ていたような体制はほんとうに大丈夫なのかとか、そういうところにもつながってくるかもしれませんし、一方で、前半で俊野委員からですか、中心値に向かっていくのも移行と広く捉えれば、それはまあならしていけばいいんじゃないかというような見方もあるでしょうし、移行というのは、とりあえず今我々は、許容乖離幅の中に入るまで、つまり今年度末までということをもとに考えておまして、その中に入ってからはどうするのか、中心値と、その中心値から離れるということをもつての

機動的というところでどう対応していくのかというところを今我々はちょっと悩んでいるところがございますので、戻りますけれども、他組合なり地共連との情報を連携した上でまた考えていきたいと思っております。その際に、俊野委員からご紹介がありましたような各毎月の経済環境とか市場環境の情報の共有ということも、地共連からはそういうこともできる、あるいは必要だよねということも現時点でいただいておりますので、そういったものの活用の方法ということもあると思っておりますし、そこら辺も含めて検討していきたいと思っております。すみません、長くなりました。

【宮井会長】 それは今度の事前説明、3月前の事前説明でもう少し具体的な話をするということですか。

【平沢財務部長】 ええ、次回の前までに。

【宮井会長】 そうですね、そういうことですね。

【平沢財務部長】 ええ、そういうふうに考えております。

【宮井会長】 はい。今、俊野委員がいろいろどういう情報を使って機動的な運用をするという体制のお話がありました。だけど、情報は機動的運用を行う際の体制のうちの一部でしかなくて、やはりどういう体制で行うかは、要するに人がどう張りついて、どういう判断してというのを含めて体制だというふうに思いますので、そうして初めてG T A Aみたいなのができるわけです。体制と整備を行えばと書いてありますから、その、どう整備を行うかも含めてもう少し具体的な案を出していただければというふうに思います。

【平沢財務部長】 何をやるかによって、どういうふうにやっていくかということがあると思います。

【宮井会長】 そうですね。

【平沢財務部長】 それから、基本方針上、機動的な運用については、それを行う場合は、その運用方針について有識者会議の審議を経るというふうに規定されておりますので、この運用方針、運用の方針という文字どおりかと思っておりますので、そこについてはまずこの会議でかかわっていただく必要があるかなと思っております。

【宮井会長】 はい。それでは、時間が大幅に過ぎてしまいましたが、委員会の議論は

これで一旦終了して、事務局にお返ししたいというふうに思います。

【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、ご審議いただきありがとうございました。次回の資金運用委員会、先ほど会長からもお話がありましたように、28年3月を予定しております。今日いただいたご指摘を踏まえまして、所要の準備、対応をした上で対応したいと思います。

以上をもちまして、第32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。

— 了 —