

第34回資金運用委員会

平成28年5月25日（水）

【杉田事務局長】 おはようございます。協議に入りますまでの間、司会を務めます事務局長の杉田です。よろしくお願いいたします。以降、着座にて失礼いたします。

定刻となりましたので、ただいまから第34回資金運用委員会を開会いたします。

まず開会に当たりまして、山口常務理事よりご挨拶いたします。

【山口常務理事】 おはようございます。本日は本委員会の新たな任期のもとでの最初の開催ということでございますので、一言ご挨拶を申し上げます。皆様方には本委員会の委員にご就任いただきまして、まことにありがとうございます。また本日は大変お忙しい中ご出席いただきまして、重ねて御礼申し上げます。次第でございます。

さて昨年の10月から被用者年金一元化が始まり、資金運用につきましても、新たな枠組みのもとで運用が開始されております。ご承知のとおり、新たな枠組みにおきましては、共済組合もGPIFと同様の取り扱いを受けるといふことが多いわけでございます。

そのGPIFでございますが、ガバナンスの強化や運用手法の多様化、弾力化等につきましてもいろいろな議論があり、今国会に法案も提出されておりますが、まだ審議はなされていないようです。このようなGPIFの動向が、将来的には共済組合にも影響が及んでくるということが考えられます。このほかにも、日銀によるマイナス金利政策の影響など、共済組合の運用をめぐる環境は、従来にないような様相を呈してきております。

このような中で共済組合の組合員の人たちは、自分たちの積立金の運用がどうなるんだろうかという、不安の目で見ているのではないかと思います。私どもとしては、共済組合に対する説明責任ということを常に念頭に置いて、運用に当たっていく必要があると考えております。

そのような難しい環境の中で、適切な運用の方向づけをご審議いただき

ますよう、委員の皆様方の引き続きのご尽力、ご協力をお願い申し上げまして、簡単ではございますが、開会に当たりましてのご挨拶とさせていただきます。

【杉田事務局長】 本日は、委員が改めて委嘱されて初めての委員会でございます。初めに委員の方々を、私からご紹介いたします。

まず、関西学院大学大学院経営戦略研究科教授の甲斐委員でございます。

【甲斐委員】 よろしくお願いいいたします。

【杉田事務局長】 京都大学大学院経営管理研究部特定教授の加藤委員でございます。

【加藤委員】 よろしくお願いいいたします。

【杉田事務局長】 ニッセイ基礎研究所金融研究部上席研究員、兼年金総合リサーチセンター年金研究部長の徳島委員でございます。

【徳島委員】 よろしくお願いいいたします。

【杉田事務局長】 早稲田大学商学学術院非常勤講師の俊野委員でございます。

【俊野委員】 よろしくお願いいいたします。

【杉田事務局長】 日興リサーチセンター理事の宮井委員でございます。

【宮井委員】 よろしくお願いいいたします。

【杉田事務局長】 慶應義塾大学商学部教授の和田委員でございます。

【和田委員】 よろしくお願いいいたします。

【杉田事務局長】 続きまして、連合会事務局の幹部職員をご紹介いたします。総務部長の大山です。

【大山総務部長】 大山でございます。よろしくお願いいいたします。

【杉田事務局長】 財務部長の酒巻です。

【酒巻財務部長】 酒巻と申します。よろしくお願いいいたします。

【杉田事務局長】 年金部長の入澤です。

【入澤年金部長】 入澤でございます。どうぞよろしくお願いいいたします。

【杉田事務局長】 運用企画課長の西川です。

【西川運用企画課長】 西川でございます。どうぞよろしくお願いいいたします。

【杉田事務局長】 投資専門員の鈴木です。自家運用課長兼務です。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 鈴木でございます。どうぞよろしくお願いいいたします。

【杉田事務局長】 投資専門員の西部です。運用管理課長を兼務しております。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 西部でございます。どうぞよろしく願いいたします。

【杉田事務局長】 以上、事務局のご紹介です。

次に、議事に入ります前に、当委員会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の規定によりまして、会長の選出は委員の互選によることとされております。各委員、ご発言がありましたらお願いいたします。

加藤委員、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、昨年まで資金運用委員会の会長を務められてきた、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、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す。

どうか各委員の皆様方のご賛同を、お願いいたします。

(「異議なし」の声あり)

【杉田事務局長】 加藤委員から、会長に宮井委員をとのご発言がございまして、異議なしとの声がございました。

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たということで、よろしいでしょうか。

なお要綱には、「副会長を1人置き」とされておりますが、この委員会は平成20年度から副会長は空席と対応させていただいておりますので、今任期中についても同様の取り扱いとさせていただきますので、よろしいでしょうか。

(「異議なし」の声あり)

【杉田事務局長】 特にご異議ございませんようですので、副会長は空席とさせていただきます。

それでは、宮井会長には会長席にお移りいただきたいと存じます。

ここで、宮井会長からご挨拶を頂戴いたします。

【宮井会長】 ただいま紹介をいただきました宮井です。よろしくお願いいたします。

本委員会の会長ということで、重責を担うことになりましたが、皆様のご協力をいただきながら、これからの任期中、会長の職を勤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。

本委員会は、これまで委員の皆様方に精力的に議論いただいております。市町村連合会における長期給付にかかわる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。今後も現行の基本ポートフォリオの検証や、オルタナティブ資産への投資の検討といった課題が山積しております。本委員会におきましても、引き続き当連合会の安全かつ効率的な資金運用のあり方について、精力的に検討してまいりたいと考えております。

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まして、私からのご挨拶とさせていただきます。どうぞよろしくお願いいたします。

【杉田事務局長】 ありがとうございます。

【杉田事務局長】 それでは、今後の議事進行につきましては、宮井会長、よろしくお願いいたします。

【宮井会長】 それでは議事に移りたいと思います。

初めに、報告事項の平成27年度の各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。

【西川運用企画課長】 それでは、平成27年度各積立金の運用状況等について、ご報告を申し上げます。

平成27年度下半期の運用環境について、ご説明いたします。

ベンチマーク収益率の推移でございます。基本ポートフォリオの中心値の場合と、当面の運用の中心値で運用した場合の収益率をお示ししておりますが、下半期の合計でそれぞれプラス0.29%、それとプラス1.07%となっております。10月から12月は内外株式が堅調で、プラス4%弱の収益率だったものの、1月から3月は原油安や世界経済の減速懸念等により、内外株式が下落基調で推移しましたことや、為替の円高の影響により、マイナスとなったものでございます。

次に、主な市場動向、こちらの詳細につきましては、主な経済指標の推

移というものがございますが、この市場動向及び経済指標の推移につきましては、後ほどご覧いただければと考えております。

次に、厚生年金保険給付組合積立金、1・2階の下半期の運用状況の概要でございます。平成28年3月末の数値ですけれども、こちらはまだ決算前の暫定値ということでございますので、ご留意いただきたいと思います。

下半期では、年度末に新たな基本ポートフォリオの許容乖離幅の範囲内となるように、国内債券の売却及び国内株式、外国株式、外国債券の購入を実施した結果、平成28年3月末の資産構成割合につきましては、国内債券が47.7%ということで、ポートフォリオの上限であります50%を下回ったため、全ての資産が許容乖離幅の範囲内となったところでございます。3月末の時価総額、5兆4,149億円につきましては、10月1日と比べまして、運用収益がプラス500億円程度となった一方で、年金収支のほうマイナス1,900億円程度となったことが主因でございます。約1,400億円減少となっているところでございます。

続きまして、運用状況でございます。

平成27年度下半期の修正総合利回りは、国内債券はプラス、それ以外の資産はマイナスとなりましたけれども、全資産の合計では、プラス0.89%ということでございました。

続きまして、基本ポートフォリオとのパフォーマンス評価要因分析の表を、こちらに添付してございます。平成27年度通期の表を見ていただきますと、超過収益率はプラス0.60%となっております。その主な要因でございますけれども、資産配分要因によるものでございまして、ベンチマーク収益率の合計を上回る国内債券がオーバーウエートとなったことによるものでございます。なお、前回の委員会でご意見のございました複合要因、前回のパフォーマンス評価要因のところ複合要因というものがございましたけれども、今回から、資産配分要因と個別資産要因にそれぞれ半分ずつ加えたという修正を加えていることを、ご報告させていただきたいと思っております。

続きまして、経過的長期給付組合積立金、旧3階の、下半期の運用状況

の概要でございます。

旧3階につきましても、1・2階と同様、下半期では年度末に新たな基本ポートフォリオの許容乖離幅の範囲内となるように、国内債券の売却及び国内株式、外国株式、外国債券の購入を実施した結果、平成28年3月末の資産構成割合でございますが、国内債券が48.3%とポートフォリオの上限でございます50%を下回ったため、全ての資産において許容乖離幅の範囲内となったところでございます。

3月末の時価総額、5兆7,636億円につきましては、10月1日と比べまして運用収益がプラス550億円程度となった一方、年金収支がマイナス950億円程度となったことが主な要因で、約400億円の減となっているところでございます。

次に、平成27年度下半期の修正総合利回りでございますが、国内債券及び短期資産はプラスでございましたが、その他の資産はマイナスとなっております。全資産の合計ではプラス0.96%となっております。

続きまして、旧3階におけます基本ポートフォリオとのパフォーマンス評価要因分析の表でございます。

これにつきましては、先ほどご説明させていただきました1・2階の評価分析と内容等は同じでございますので、ここでの説明は割愛させていただきたいと思っております。

次に、旧3階における当面の運用とのパフォーマンス評価要因分析の表でございます。

こちらでございますけれども、超過収益率が、平成27年度の通期で、マイナス0.11%となっております。その主な要因でございますが、こちらは個別資産要因によるものでございまして、当面の運用における資産構成割合が、基本ポートフォリオと比べて高い国内債券につきまして、ベンチマークでございますNOMURA-BPILadder20年に対する超過収益率、これが大きくマイナスになったことによるものということでございます。

続きまして、退職等年金給付組合積立金、新3階の下半期の運用状況の概要でございます。年度末の資産につきましては、平成28年3月末で、

国内債券が434億円、短期資産運用等で74億円の計509億円となったところでございます。こちら、短期資産の構成割合が現在高いのですが、この理由といたしましては、4月7日までに入金されました3月分の掛金・負担金が、未収金としてここに含まれているという理由でございます。

次に、下半期の総利回りでございますけれども、通期でプラス0.29%という状況でございます。

続きまして、信託運用の収益率でございます。10月以降の資産別、経理区分別、パッシブ・アクティブ別の、時間加重収益率による実績を載せてございます。

国内債券は、1・2階はNOMURA-BPI総合をベンチマークとした委託運用、旧3階のほうは自家運用でラダー型ポートフォリオによる運用を行ってございます。ノンベンチマークの自家運用ファンドでございますが、残存期間の極めて短い債券を集めて、年金給付に対応するためのバイ・アンド・ホールドで運用しているところでございます。

ベンチマークとの差異につき、主な要因をご説明させていただきます。まず国内債券1・2階部分のアクティブファンドでございます。平成27年12月1日設定で、履歴のほうは短いのですが、設置来の実績はプラス0.04%と、若干ながらベンチマークを上回ったところでございます。パッシブのほうでございますが、NOMURA-BPI構築用ファンドでございます。年度末にはほぼベンチマーク並みのデュレーションとなっておりますが、もともと一元化前に保有しておりましたデュレーションの短いポートフォリオを、徐々にNOMURA-BPI総合の属性に合わせるよう、銘柄入替を行ってきたもので、期中の金利低下の恩恵を十分に享受できない結果となって、マイナス1.16ということでございます。

旧3階でございます。20年のラダー運用ですが、ベンチマークのデュレーションに比べまして、ファンドのデュレーションが若干短いこと、また保有します地方債、機構債が国債ほど金利低下をせずに、結果的にクレジットスプレッドが拡大したために、ベンチマークの収益率に及ばず、マイナス0.63%ということございました。

国内株式でございます。パッシブファンドが資金追加の執行タイミングの影響などから、ベンチマークを若干下回ったところがございますが、アクティブファンドでは銘柄選択が奏功しまして、国内株式全体では、1・2階、旧3階ともベンチマークを上回ったところがございます。

1・2階と旧3階の違いでございますけれども、これは資金追加の額や時期の差によるもの、またファンド分割の際に、個別銘柄ベースでは微妙に構成割合に差がついていることなどが要因でございます。

外国債券も、アクティブファンドではベンチマークを上回りましたけれども、外国債券の95%以上を占めるパッシブファンド、こちらの資金追加の影響等でベンチマークを下回ったことから、外国債券全体で見ますと、ベンチマークを下回ったところがございます。

次に外国株式でございますが、パッシブファンドが資金追加の影響等でベンチマークを上回りましたが、アクティブのほうは第4四半期に銘柄選択が不調で、通期でベンチマークを下回ったことから、外国株式全体では両経理ともベンチマークを下回ったところがございます。

運用状況につきましては以上でありますけれども、リスク関係につきましては、担当の原のほうからご報告をいたします。

【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、項目を絞ってご報告いたします。

まずモニタリング指標等の状況でございます。

インプライド・ボラティリティですが、平成28年3月末時点は、平成27年3月末時点に比べ、日経平均株価で横ばい、VIXでやや低下しました。ヒストリカル・ボラティリティですが、平成28年3月末時点は平成27年3月末時点に比べ、外国株式を除き上昇しました。

次に、相関係数の推移についてですが、過去1年のデータから算定した相関係数の動きは、やや上下に動いたものもありましたが、過去5年のデータから算定した相関係数の動きに、大きな変化はございませんでした。

続きまして基本ポートフォリオの有効性の検証についてですが、基本ポートフォリオと同様の算定方法で求めたベンチマークの標準偏差を、管理上の目安と比較したものでございます。外国債券を除き上昇しております

が、各資産及び複合ベンチマークは、管理上の目安の範囲内におさまっており、基本ポートフォリオの有効性には問題ないものと判断しております。

続きまして、厚生年金保険給付運営積立金に係るリスク状況でございます。一元化後、平成28年3月末までに、いずれの資産につきましても許容乖離幅の範囲内となるよう、リバランスを行ってまいりました。この結果、リスク資産のウェイトが上昇したことに伴いまして、トータルリスクは上昇しております。推定トラッキングエラーにつきましては、基本ポートフォリオに近づくようリバランスを行いましたので、低下しております。

国内債券についてですが、ベンチマークであるBPI総合に近づいてきておりますので、ベータ1に近づきまして、デュレーションのベンチマークからの乖離につきましても縮小しているような状況でございます。

信用リスク、外国資産に関するカントリーリスク及び通貨リスク、流動性リスクについて、モニタリングを実施いたしまして、いずれも特に問題はございませんでした。

続きまして、ポートフォリオの下方リスクについて示したものですが、リスク資産のウェイトが上昇しておりますので、バリュアットリスクにつきましても、半年前に比べて上昇しております。

ストレステストにつきましても、同様に半年前に比べ、下落率が高くなっているような状況でございます。

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

リスクモニタリングのご報告については、以上でございます。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 運用管理課長の西部でございます。私のほうからは、マネジャーストラクチャー再構築の状況についてご説明申し上げます。前回、3月7日の本委員会でご報告の際に、全体像や目標との対比、進捗といったものがわかるように報告すべしというご指摘がございましたので、改めてご報告するものです。

まずアクティブ運用受託機関の見直しについてです。被用者年金一元化前の状況、一元化後の直近の状況を示しております。

被用者年金一元化前の状況ですが、一元化前の基本ポートフォリオを前提に、各資産で定めた目標とするアクティブ比率と、平成27年9月末のアクティブファンドの比率を記載してございます。国内債券はオールパッシブでしたが、その他3資産についても実績は低い水準となっております。これは、被用者年金一元化による基本ポートフォリオの変更や、指定都市職員共済の編入を控えていたため、新たな募集選定は、そのあたりの状況を総合的に勘案した上で行うということにしたためでございます。

次に、直近の状況でございます。黄色のアクティブ比率は、昨年の本委員会でご議論いただき、資産ごとに設定したのですが、1・2階部分、旧3階部分の3月末の比率、さらにプロダクト数を掲載してございます。

黄色のアクティブ比率は、括弧として目標としておりますが、実際の運営におきましては、何が何でもこの比率に向かうということではなく、あくまでも魅力のある運用機関、魅力のあるプロダクトに対して投資を行うということとしてございます。

募集から選定結果は、下の枠線の中にあるとおりです。資産クラスごとの進捗は、国内債券につきましては、数字上やや目標水準より低い実績でございますが、今後国内債券の構成割合を引き下げていく可能性もあるため、やや控え目の額での設定としたもので、現時点では一旦完成したものと考えております。

国内株式もやや低めの実績ですが、これは既に選定が終わって、ファンド設定も終わっておりますが、設定の際は平成27年度の追加投資額の範囲内での設定としたため、やや目標に対しての小振りなファンド設定となっております。今後、資金追加により、資産に占める比率が30%台後半あたりを目標に、比率を引き上げていく方針でございます。

外国債券は、現在選定の最終段階にあり、まだファンド設定ができておりませんので低い数字ですが、今後、アクティブ比率30%程度をめどに設定の予定です。

外国株式についてですが、昨年の基本方針の変更で、基本ポートフォリオ策定をする際の政策ベンチマークが、従来の先進国のみを対象とするMSCI-KOKUSAIから、新興国も含むMSCI-ACWIに変更さ

れました。外国債券の運用の大勢を占めるパッシブ運用につきましては、この期中、追加投資の際に、新興国銘柄を重点的に購入することで、年度末には既にACWIベースのポートフォリオに移行済みです。

今後残る募集・選定としましては、国内債券のパッシブ、これは1・2階のみですが、現在準備中でございます。この後、協議事項の中にマイナス金利の台頭というテーマがございますが、この超低金利下にあって少しでも高い利回りを目指すべく、工夫を検討しているところでございます。

次に、国内株式と外国株式の、資産全体に占めるファンドタイプ別の内訳を、ここでは1・2階の数字で示してございます。国内株式では、一般的、伝統的なアクティブファンドが20%弱、今回初めて採用したスマートベータが3%弱の構成割合となっております。この内訳は、旧3階でもおおむね同水準です。

アクティブファンドについては、先ほど申し上げましたとおり、今後資金追加設定をしていくことで、アクティブファンドの比率を引き上げていきたいと考えております。伝統的な17プロダクト、うちクオンツが3、スマートベータについてはファンダメンタル系が1、低ボラティリティ系が1という採用状況になってございます。

アクティブ部分のトラッキングエラーがBarraの推定ベースで載せておりますけれども、この3月末のところをごらんいただきますと、1.12%と、やや見た目、低い水準かと思えます。スタイル分散の結果、あるいは組み入れ銘柄が広く分散された結果、ポートフォリオベースで見ると、やや低い水準になっています。一社一社のプロダクトを見ますと3%、4%と、十分リスクをとった運用となっております。このアクティブ比率を算定するときに、マーサーのデータベースを使って算出しましたが、その当時のデータの平均値といいますか、中央値も大体3%程度でしたので、ポートフォリオ全体で見ると銘柄分散の効果があって下がっておりますけれども、一個一個のアクティブファンドの分布については、それなりにリスクをとっているのではないかと考えています。

最後に外国株式につきましては、一元化前から契約しているMSCI-KOKUSAIをベンチマークとするファンド、新たに今回選定したMS

C I - A C W I をベンチマークとするファンド、それぞれのファンド残高をお示ししてございます。いずれも特定の地域や業種、テーマのみに特化したプロダクトはなく、広くグローバルベースのアクティブ運用を行うプロダクトとなっております。

最後は契約先の一覧表でございます。

ご説明は以上でございます。

【宮井会長】 はい、ありがとうございました。

それでは今の説明につきまして、ご意見、ご質問等ありましたら、発言をお願いします。

はい、どうぞ。それでは加藤委員。

【加藤委員】 新3階の国内債券と短期資産の運用状況のところですが、プラスのリターン、つまり、金利が低下しているということだと思います。新しく投資を始めているところでは、現在マイナス金利で、イールドベースでいうとマイナスになっているのでしょうか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 イールドベースでは、3月末で0.39という状況になっております。

【加藤委員】 それは、地方債などが入っているのでプラスになっているということでしょうか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 そういことです。また、10年債、20年債で、20年債のウェイトも50%としておりますので、そういった部分と、種別のところで、プラスになっております。

【加藤委員】 わかりました。これはまた後で、マイナス金利下の債券投資の話になると思いますので、確認したかっただけです。

【宮井会長】 それでは、甲斐委員。

【甲斐委員】 アクティブファンドの選択について、若干お聞きします。よくアクティブファンド・プラス・アクティブファンドが、逆にパッシブファンドになることがあり、そういうことをチェックするために、トータルの推定トラッキングエラーを出されて、それは3%ぐらいとおっしゃっていました。アクティブ運用の性格を決めるのは、トラッキングエラーもありますけれど、超過的なリターン、いわゆるアルファの部分はどうなっているのかも

推定が必要だと思うので、それについて検証されているのかどうか、いかがですか。トラッキングエラーだけでアクティブ度をはかっているのか、質問させていただきます。

それから、選定するときに、運用手法の違いは相当意識されたのかどうか。その辺の経過というのを教えていただけますか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 まず前段の、期待リターンと申しますか、このファクターで幾ら稼ぐというような積み上げ方式ではやっておりませんので、まず全体の管理としては、一つには個々の運用会社が相応のリスクをとっているかということです。それが先ほど申し上げました2、3%程度から、高い会社であれば5%ぐらいの会社があるということ、モニターしております。

ただ一方で、ポートフォリオ全体で過度なリスク水準になっていないのかということで、個別銘柄の積み上げベースでお示したものが、先ほどの1.12%ということです。ですので、アクティブを広く分散するがあまりパッシブ化してしまうと、元も子もないというのがありますし、特定のリスクに偏っているというのも不測の事態を招きかねないという意識で、モニタリングはしていますけれども、定量的に例えばバリュウの部分に幾らとか、この部分に幾らというような測定については、今後の検討課題と考えております。

後段の選定の過程ですが、これも一般的なスタイル分析ソフトなどを使って、バリュウ、グロースとか、大型、小型といったようなスタイルチェック、それがTOPIXと比べてどうかということは、随時行っていますが、昨今、各社標榜する運用スタイル、アルファの源泉というのが、バリュウとはいってもまちまち、グロースとはいってもまちまちの部分がありますので、選定の実務の中においては、各社が標榜するアルファの源泉を確認して、それに対するリサーチ体制であるとか、リスク管理体制が十分なものであるのかというのを積み上げて、まず評価をして、その上で配分額を決めるときに、そうは言ってもあまりグロースばかりにならないように、小型ばかりにならないようにという形で、配分の時点でバランスをとっているというような流れでございます。

【宮井会長】 今回の件について、私も確認したい点があります。アクティブ運用ですから、例えば横軸にアクティブリスクをとって、縦軸に実績のアクティブリターンをとります。そうすると実際に、アクティブの運用会社がどのぐらいアクティブリスクをとって、アクティブのリターンが得られているかというのが出ると思うのですけれど、そして採用している運用会社を全部合計すると、個別運用会社のリスクが分散されて、おそらくアクティブリスクの低いところに全体がプロットされると思うのです。そういうものがあれば、実際どのぐらいの個別の運用機関が、どのぐらいアクティブなリスクをとっているけれども、分散されて全体としては、そのアクティブリターンとアクティブリスクの関係にあるというのが、示せるのではないかと思います。

そういう作図は、それほど難しくないと思うのですが、今後の検討課題ということでよろしいですか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 そうですね、個別プロダクトごとの、いわゆるリスク対比のリターンは、インフォメーションレシオという形で随時把握しておりますけれども、アクティブ全体のポートフォリオがどうだったのかと。あと以前から、会長によくご指摘いただいている、選定がそれでよかったのかどうかをレビューするという意味での、事後的な検証については、今後の課題というふうに認識しております。

かつても試験的に幾つかやってみたことはあるんですが、なかなかうまくフィットしないということがありました。昨年度については途中で委託機関の大幅な見直しが予定されておりましたので、ここで一通りそろったところで、その辺の分析とかの仕方については、検討させていただきたいと思います。

【宮井会長】 はい、では和田委員、お願いします。

【和田委員】 今回の甲斐先生と宮井先生のご発言に関連するのですが、国内株式19ファンド、外国株式8ファンドありますので、多分、国内に関しては100億円未満ぐらいで、国外については100億円以上だと思うのですが、それぞれの例えば19と8ファンドなので、表をつくるのも不可能ではないと思いますので、投資金額とか平均収益率、分散とか相関係数

とか、今、甲斐先生がおっしゃったリスクのほかのファクターとかを、回収資料でも構わないので個別のやつをもっと開示していただけると、それも期間を変えてやると、もうちょっと情報もあると思うので、いただければ幸いです。

【西部運用管理課長】 パフォーマンスがようやく最近設定したばかりのファンドもありますので、ちょっとそれらの履歴をとるのは時間がかかるかもしれませんが、今、ご意見いただいた点については、考慮したものを何らかの形で開示していきたいと思います。

【宮井会長】 ほかに。では徳島委員、お願いします。

【徳島委員】 冒頭に加藤委員のご指摘と少し重なるところがありますが、いわゆる新3階の情報開示について、2点ほどお願いをしたいと思っております。新3階につきましては、今は資産が蓄積過程にあり、この区分で国内債券は取得原価で評価するということですので、とりあえず急ぐ必要はありませんが、先ほど加藤委員からご指摘のあったように、国内債券100%が基本ポートフォリオであるという中で、国内債券何億という表示をしていただいても、現金でなく債券に投資したというだけで、実はあまり何も表現されていないということだと思っています。

すなわち何を申し上げたいかといいますと、例えば国内債券の中について、基本ポートフォリオをつくる段階で、10年ラダーを5割、20年ラダーを5割といったイメージでつくっていると思いますので、デュレーションがどの程度か、要するに10年ラダーと20年ラダーの比率が適切に運営されていらっしゃるかどうか、といったことを示していただけたらと思っています。

また先ほどパフォーマンスの面でも少しご説明がありましたけれど、国内債券JGBオンリーなのか、例えば機構債、地方債等が入っているのかどうか。別に個別の銘柄を見たいというつもりはありませんが、現状ではJGBと地方債ないし機構債で、イールドの状況が全然違う形になっております。したがって、例えば国債の比率がどれぐらいなのかといったことをご開示いただけたらと思います。何しろ国内債券というくくりの中に、将来は貸付などが入ってくる可能性がありますので、国内債券の1本だけ

では情報開示としては不十分なのかなと思います。別にこれは外向けの開示という意味ではなくて、この委員会に際しての情報提供としては少し不十分ではないかなと思います。

この後マイナス金利の議論を予定されていらっしゃるんですけど、マイナス金利の直撃を食らって、もしかしたら給付の削減まで考えないといけなくなるかもしれないという新3階が、ほかの資産を入れておりませんので、マイナス金利の影響が強くなっていくところですので、少し慎重に情報を出し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】 はい、承知いたしました。修正デュレーションについては13.95で、3月末で地方債の割合が28%、地方公共団体機構債が71%、国債が1%という状況でございます。

【宮井会長】 はい、では甲斐委員お願いします。

【甲斐委員】 バリュアットリスクの話です。言ってみれば究極のリスク指標で、重要なものだと思っています。積立金全体のバリュアットリスクということで、1週間、1カ月、3カ月と、内訳が4資産について数字が出ていますが、4資産の合計が、積立金の全体にはならないはずですよ。要するに相関の問題があるから。4資産の合計よりも積立金全体が低くなっているところが分散投資のメリットで、これがうまく計算されていないように思うのです。単純な合計にしかなっていないと思うのです。

【事務局(原)】 合計は、一致します。例えば平成27年10月末の1週間保有を見ていただきますと、積立金全体で774億円の損失額という中で、内訳はそれぞれ国内債券21億、国内株式476億、外国債券12億、外国株式265億という、これら内訳を合算すると積立金全体になるような、状況になっております。

【宮井会長】 ということは、これは保守的に見てということですか。つまり、今、甲斐委員は各資産の間で相関があるから、単純にバリュアットリスクを合計するのではなくて、少なくなるはずですよ、全体では。ところが一般的にというか、相関が1だというふうに仮定して、保守的に見て全体を示すというケースもあると思うのですが。これは確かに合計している感じですね。

【甲斐委員】 はい、これはもう単純合計ですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 例えば平成28年3月末の1週間保有のところ、国内債券がマイナス62億円という数字が出ていますが、これはBarraの相関を使って、もう既に各資産の状況がされ、内訳としてこういう数字になっております。

【宮井会長】 個別に出していないということは、全体を分解しているということですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい、そういうことです。

【事務局（原）】 寄与度で分解しています。

【甲斐委員】 では、債券のバリューアットリスクを出しているわけじゃないということですね。

【事務局（原）】 ではないです。

【甲斐委員】 そういふのは出されたらどうですか。まさに合計との乖離が分散投資の目安といえます。

【事務局（原）】 はい。個別資産ごとでの最大損失額というのをそれぞれ出していって、分散での結果との差異をしてみるということでしょうか。

【甲斐委員】 そのほうがいいと思います。

【事務局（原）】 わかりました。ちょっとツールで調べてみます。

【宮井会長】 時間がそろそろ押してきましたので、とりあえず先に進んで、その後また戻る機会があると思いますので、そのときにご質問をお願いしたいと思います。

それでは、次に移りたいと思います。次の協議事項について、今年度の検討課題と検討の進め方について、事務局よりご説明をお願いします。

【西川運用企画課長】 それでは、平成28年度諮問第1号の諮問書についてご説明いたします。

本日付でございますが、連合会理事長より、当委員会会長に対しまして、厚生年金保険給付組合積立金、退職等年金給付組合積立金及び経過的長期給付組合積立金の安全かつ効率的な運用のあり方について、意見を求めるという諮問がなされているというところでございます。

諮問につきましてはこれで終わらせていただきまして、本年度の検討課題、検討の進め方とスケジュールについてご説明させていただきたいと思

います。

まず、平成28年度における検討課題についてということでございますけれども、本年度ご議論いただきたい諸課題につきましては、基本ポートフォリオの検証・見直し、それから諮問書にありましたとおりでございますが、各積立金の安全かつ効率的な運用のあり方、この2つの項目でございます。

基本ポートフォリオの検証・見直しにつきましては、現行基本ポートフォリオについての検証を想定しているところでございます。

各積立金の安全かつ効率的な運用のあり方についての具体的な内容につきましては、後ほどご説明させていただきたいと考えてございます。

なおこれらの項目のほかに、資金運用に関して検討する事項等が生じた場合におきましては、必要に応じてこの委員会でご審議いただきたいと考えてございます。

続きまして本年度の資金運用委員会の検討の進め方とスケジュールでございます。本年度は4回を予定しているところでございますが、これをさらに詳細にしました具体的内容を、説明させていただきたいと思っております。

本年度は4回ということでございますが、本日5月25日の第34回委員会では、昨年度ご議論いただきました機動的な運用を利用した本年度の運用方針の検討、マイナス金利政策下での国内債券運用の検討、オルタナなどの運用対象の多様化につきまして、本日ご議論いただきたいと考えております。

あわせて答申につきまして、機動的な運用の方針等の答申をいただきたいと考えているところでございます。

それから7月から9月の次回の委員会、第35回でございますけれども、本日の委員会でご議論いただいた内容に加えまして、現在、地共連のほうで、今年度秋ごろに旧3階の基本ポートフォリオの見直しを検討するというお話がございますので、その状況に応じまして、本連合会におきましても検討を行いまして、その見直しに伴うリスク管理等について、ご検討いただきたいと考えているところでございます。

また引き続きましてマイナス金利、運用対象の多様化、こういうところもご議論いただきたいと考えているところでございます。

それから10月から12月の3回目の委員会、第36回では、2回目と同じ内容の検討に加えまして、現行の基本ポートフォリオの検証等について、ご審議いただきたいと考えているところでございます。あわせて、運用対象の多様化に関しましては、今後の審議の進捗に応じてでございますが、答申をいただきたいと考えているところでございます。

それから2月から3月、4回目の第37回でございますが、3回目で検討いたしました現行の基本ポートフォリオの検証、それと来年度の運用方針等につきまして、ご審議いただきたいと考えてございます。あわせて、現行の基本ポートフォリオの検証につきましては、答申をいただきたいと考えているところでございます。

今年度の資金運用委員会の進め方につきましてのご説明を終わらせていただきます。よろしくお願いたします。

【宮井会長】 ありがとうございます。

それではただいまご説明いただきました点につきまして、ご意見、ご質問等ございましたら、発言をお願いします。

では、このスケジュールで検討をしていくということで、よろしいですか。それでは、こういうスケジュールで進めていきたいと思っております。

それでは次に、厚生年金保険給付組合積立金における機動的な運用について、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】

前回の委員会において、機動的な運用について答申をいただき、機動的な運用を実施するに当たっては、市場環境の確度の高い見通しを行った上で、導入する目的、手法等を踏まえ、運用方針について十分検討し、適切なリスク管理を実施していく必要があるとされたことから、リスク管理を含めた運用方法についてご検討いただき、平成28年度の運用方針についてご審議の上、決定させていただきたいと存じます。

機動的な運用を導入する目的についてでございます。基本ポートフォリオの想定リスク水準の高まりや、許容乖離幅の拡大による意図しないリス

ク上昇の可能性などの背景を踏まえ、市場環境の変化に即して運用成果の向上やリスク量を一定の水準に抑制し、リターンの安定化を図ることを目的とします。

手法及び管理基準についてです。投資環境分析として経済環境及びリスク状況を分析し、短期的に資産配分の変更を行うのではなく、年度の資産配分の方針を策定します。計画ポートフォリオは、許容乖離幅の範囲内の目標とする資産構成比ですが、基本ポートフォリオの各資産における許容乖離幅の範囲を、5分割し、投資環境分析などを踏まえレンジを設定し、これを運用方針とします。

策定した運用方針の内容を、年間資金運用計画に反映し、運用方針策定時の投資環境と実際の投資環境の推移を確認しつつ、運用方針及び資金運用計画に基づいた投資行動を実施します。運用方針策定時の投資環境と実際の投資環境が異なる場合は、運用方針の変更も検討します。

モニタリング内容についてです。計画ポートフォリオの評価は、毎年度基本ポートフォリオのパフォーマンス及びリスク状況の比較に加え、運用方針策定時の投資環境と実際の投資環境推移の比較等を実施します。

関係者については、計画ポートフォリオの評価は、資金運用検討会議で評価を行った上で、資金運用委員会に報告するため、常務理事を含む資金運用検討会議のメンバーと、資金運用委員会の委員となります。

体制についてです。投資環境分析のうち経済環境分析は、政府関係機関、地共連が採用している経済環境コンサルティング、証券会社、シンクタンク等の外部情報を活用し、資金運用検討会議で検討します。リスク状況分析については、現在実施している分析をベースに、市場及びポートフォリオのリスク分析状況を、資金運用検討会議で検討します。

意思決定プロセスについては、年度の運用方針は資金運用検討会議で検討の上、資金運用委員会の審議を経ることとし、年度内の運用方針の変更がある場合も同様とします。

リスク管理についてです。基準は、計画ポートフォリオのレンジに対する資産構成比と、トータルリスクで管理します。資産構成比基準は、全ての資産が計画ポートフォリオのレンジ内となった月以降、原則、月末の

資産構成比が計画ポートフォリオのレンジを、基本ポートフォリオの中心値と逆方向に越えた場合はリバランスを実施し、計画ポートフォリオのレンジを、基本ポートフォリオの中心値と同方向に越えた場合は許容します。なおリバランスに当たっては、不必要なリバランスを回避するため、キャッシュフローの影響を勘案し、短期資産の値を翌月の見込み値として算出した資産構成比についても、同じ状況か確認を行った上で、実施いたしません。

トータルリスク基準は、基本ポートフォリオ策定時のデータ期間における、計画ポートフォリオのレンジの中央値の実績リスクの上下5%タイル値をアラーム基準とし、基本ポートフォリオの中心値の実績リスクの上下5%タイル値を、基本ポートフォリオの有効性確認基準とします。アラーム基準に抵触した場合は、計画ポートフォリオのレンジ内のリバランス、レンジに戻すリバランス、及びレンジの変更の是非等を検討し、基本ポートフォリオの有効性確認基準に抵触した場合は、基本ポートフォリオの有効性について検討し、問題がない場合はリバランス等を実施します。

対応プロセスは、基準に抵触する場合においては、速やかに資金運用検討会議のメンバーに報告し、資金運用検討会議で状況を分析した上で対応を協議し、必要に応じて資金運用委員会に報告します。

以上、運営方法についてですが、次に平成28年度厚生年金保険給付組合積立金の運用方針案について、ご説明いたします。

まず投資環境分析についてです。国内外の経済市場環境、GDP成長率予想と、市場環境見通し、リスク状況として為替、債券、株式の短期、中期等について、そしてそれらを踏まえた総合評価を記載しております。

国内経済は、雇用状況は良好なものの賃金の上昇は緩慢で、個人消費の伸びは緩やか、設備投資の伸びも加速感がなく、年前半は停滞します。2017年に向けて、米国景気の緩やかな回復などから持ち直しは期待できますが、緩慢な回復にとどまります。物価、原油価格の低迷や円安から低インフレ状況が続き、物価目標の達成時期は後ずれします。

海外経済については、世界経済は緩慢ながらもプラス成長が続き、米国は雇用環境の改善から消費は底堅く推移し、緩やかな景気回復基調が継続。

欧州は内需拡大が続きますが、新興国経済の減速の影響から、成長ベースは緩慢。中国は不動産バブルの崩壊等による人民元安がリスク要因ですが、政策の余地が大きくソフトランディングします。物価は、賃金上昇ベースが緩やかなことから、欧米とも、限定的な上昇です。

為替については、ドル円は短期的に円高になる局面もありますが、日米の実質金利差は徐々に拡大することで、円安ドル高方向に、ユーロ円は、日欧間の実質金利差は大きく変化すると考えにくいいため、レンジ内の動きです。

国内債券は、短期的には金融緩和の強化などから低下圧力がかかりますが、中期的には経済政策効果を徐々に上げ始め、金利は緩やかに上昇します。

国内株式は、企業業績や世界的な需要鈍化や円高懸念を背景に、外需業種中心に減益予想が増加し、不安定な状況は当分続きますが、2017年に向けて景気回復を見込み、徐々に持ち直し、中期的には企業業績の伸びに従い、株価は上昇します。

外国債券は、短期、中期とも米国は緩やかな景気回復に従い、長期金利は緩やかに上昇。欧州は量的金融緩和政策の継続から、長期金利は低位で推移します。短期的には円高局面が想定されるため、円ベースのリターンはやや弱気としますが、中期的には日米の実質金利差が徐々に拡大することで、円安ドル高方向に動く見込みのため、円ベースのリターンは上昇します。

外国株式については、米国は企業業績は下期に底打ちしますが、大統領選の影響や金融政策の先行きに左右されるボラタリイルなレンジ相場を、欧州は企業業績の回復ベースが期待できないため、米国市場に連動するボラタリーなレンジ相場を短期的に予想します。中期的には、米国を中心に企業の利益成長を受け、株価は上昇します。

リスクの状況については、指数加重移動平均モデルで算出した各資産の短期の状況については高く、基本ポートフォリオ策定時と同手法で算出した長期の状況については、各資産、資産全体とも、管理指標として設定しているレンジ内に収まっており、問題はないです。

総合評価については、国内債券は金利が低下傾向であり、「ややオーバーウエート」、国内株式はボラティリティの高い状況が続くことが想定され、「ややアンダーウエート」、外国債券は緩やかな金利上昇、短期的には円高局面が想定され、「ややアンダーウエート」、外国株式はボラティリティの高い状況が続くことが想定され、「ややアンダーウエート」とします。しかし、中期的には各資産とも「ニュートラル」を想定しているため、緩やかに基本ポートフォリオの中心値を目指した構成比の調整を行います。

平成28年度厚生年金保険給付組合積立金の運用方針案についてご説明いたします。計画ポートフォリオについて、具体的なレンジは表の網かけしたレンジとなります。

平成28年度運用方針に基づくリスク管理については、トータルリスクのうちアラーム基準は、計画ポートフォリオのレンジの中央値に基づき、基本ポートフォリオの有効性確認基準は、基本ポートフォリオの中心値に基づき、基本ポートフォリオ策定時のデータ期間における実績リスク上下5%タイルを設定するため、アラーム基準は下限5.36、上限10.86、基本ポートフォリオの有効性確認基準は下限6.17、上限12.56となります。

ご説明は以上です。

【宮井会長】 ありがとうございます。それでは今の説明につきまして、質問等ありましたらお願いします。

はい、どうぞ。

【和田委員】 1点だけ。今、ボラティリティをごらんになっておりまして、また先ほど、モニタリングで、インプライド・ボラティリティとヒストリカル・ボラティリティをごらんになっていますけれども、ヒストリカルとインプライドの違いって、まずヒストリカルは過去で、インプライドは未来ということと、ヒストリカルというのは、例えばインデックスがあったら、シリーズは一つしかないですけれども、インプライドだと権利行使価格なんていうのがたくさんあれば、複数の資料がありますので、インプライド・ボラティリティのほうがはるかに情報は高いと思うんですけれども、だから、ボラティリティだけに注目するのはやや危険で、我々は株価の収益率とい

うのは正規分布でないというのは知っているわけで、分布は左側にゆがんでいますし、テールも厚いので、そうするとインプライドのほうで3次のモーメントとか、4次のモーメントを計算すると、さらにそれに対してもストライクが違うといろいろな複数の値が出てきますので、もうちょっとテールリスクに対する情報があるんじゃないかと思います。

以上です。

【宮井会長】 今のご意見は具体的にどこかに反映したほうがいいということですか。

【和田委員】 ですから、テールリスクで見たほうがいいのではないかなど。具体的にいうと、株のほうでテールリスクを見るときに、セカンドモーメントじゃなくて、3次とか4次のモーメントを見たほうがいいのではないかという。

【宮井会長】 はい。今の点について、事務局いかがですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 短期の指標をどの程度使うかということだと思いますが、短期の動向を把握するには、そういうのも見ていくことも必要かと思います。実際そこで意思決定に反映するかどうかというのは、またその状況を見ながら、その他の情報も含めて検討していきたいと思います。

今ご指摘いただいたご意見については、内部で検討した上で、今後どのようにするか、考えていきたいと思っております。

【宮井会長】 はい。ほかにいかがでしょうか。

それでは、徳島委員からお願いします。

【徳島委員】 機動的な運用について、前回までに議論させていただいた形で緻密につくっていただいています。これは次のテーマとかかわりますが、例えば国内債券について、今回「ややオーバーウエート」とされています。ところが、足元の国内債券、例えばこれはあくまでも1・2階ですので、基本のベンチマークはNOMURA-BPI総合ですが、今このNOMURA-BPI総合を買いますと、マイナスの利回りになっています。そのマイナスの利回りである資産を、果たしてオーバーウエートにすることが、フィデューシャリー・デューティーの観点から大丈夫なのかという検討をしていかないといけないのではないのでしょうか。例えば、マイナスリターンが確実視されている資産に関しては、ニュートラルでとめ

ておくという選択肢はあると思いますが、そのあたりの事務局のご見解を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・2階の基本ポートフォリオに対して、国内債券はオーバーウエートになっているという現状において、基本的には国内債券のウエートを落としていくという過程の中で、目先のシナリオからすると日銀の追加緩和などございますので、そういうことを踏まえて、落とすスピードをゆっくりするというような考え方で、これを進めております。

【宮井会長】 今の説明で、よろしいですか。はい。

ちなみに、債券の内訳があって、ベンチマークに対して地方債がこの連合会はかなり多いという状況があります。その他に地方金融機構債とかも投資されているということがありますので、マイナス金利であるけれども、今、少しイールドがあるものについては、投資は進めていくというようなことになるのではないかと思います。この点についてはまた、マイナス金利のところでも議論したいと思います。

それでは甲斐委員、お願いします。

【甲斐委員】 機動的運用で、オーバーウエートとかアンダーウエートとか、そういうやり方を採用していきたいというお話ですが、4資産を足せば、キャッシュポジションを意図的に持たないのであれば、常に100%なわけで、どこかがオーバーだったら、どこかがアンダーになるということです。ということは結局、相対的な順位を決めるのと同じです。要するに4資産で、国内債券が一番有利で、その次がどうだというように決めていくだけの話で、相対的順位という考え方を採用しますと理解しましたが、よろしいですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 基本ポートフォリオ策定時に考えていた期待リターンに対して、まず今の現状が上なのか、下なのかということ踏まえて、考えております。

【甲斐委員】 リーマン・ショックをイメージすると分かりやすいのですが、どの資産も持ちたくない、どの資産も悲観的だとしても、オーバーウエートの資産が出てくるということになります。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 そういった意味では、相対的な順位を決めている

ということになります。

【甲斐委員】 ということですよ。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい。

【甲斐委員】 すると、このやり方は、ダブルスタンダードじゃないかという疑問がで
てきます。今までのポートフォリオのつくり方は、それぞれの資産のリス
クとリターンと相関から、最適法を用いて決めるというやり方ですよ。
今回はちょっと違って、経済シナリオから各資産ごとの優劣を判定し
ていきます。

例えば、それぞれの資産の期待リターンが少し上がりましたとか、リス
クが下がりましたとかいうことで、そこを手直ししてポートフォリオの割
合を変えるというのが、従来のやり方です。それはもうやらないというこ
となんでしょうか。

要するに期待リターンが変わったから、比率が変わるということであれ
ば、従来のやり方のままでいいじゃないですか。

【宮井会長】 事務局はいかがでしょう。私は、今、甲斐委員が言われたように、この
基本ポートフォリオを求めたときの期待リターン、リスク、相関係数に対
して今お話がありましたシナリオによって、リスクが例えば国内株であれ
ばちょっと上がったとか、期待リターンが下がったとかいうことが、
ここで一応想定されるわけですから、そこを変更すれば、それぞれ少し
づつ各資産ごとに、ちょっと位置がずれるわけですね。あわせて、その
ときの相関係数を計算してやれば、このシナリオに基づくフロンティアが
描けて、もし幅があったとしたら、そこでポートフォリオが計算できる
と思うのです。

それと見比べて、ややアンダーウエートとか、オーバーウエートとかい
うふうに、一応計算しとけば、この方向でいいのではないかなという
ふうに私は思っていたのですが。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 先ほどリスクの状況等を説明したところで、リス
クの状況と相関等の状況からすると、基本ポートフォリオの枠組みを変
える必要はないということです。

その中で、期待リターンベースで考えた場合、先ほどのシナリオの中

基本ポートフォリオを策定した前提値のときの期待リターンに比べて、若干、国内債券でいえば今は期待リターンが高くなっているだろうということを勘案して、その現状の枠組みの中で微調整というような感じで、考えております。

だからもし本当に、期待リターンも相関もリスクも大きく変わるようでしたら、もう一回前提値を見直して最適化して基本ポートフォリオを変えていくということですが、今の状況の中では基本ポートフォリオの枠組みを変えない中で、期待リターンベースが若干短期的に変わっているので、それに基づいた資産配分を変更していくというような考えです。

【宮井会長】 そのとき、基本ポートフォリオは同じ過程でフロンティアを計算して、検証してあげれば、いいのではないかというふうに思いますけれど。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 そこはそういう考え方で、実際そのような方法も、これをする前にいろいろ試行はしたのですけれども、やはり期待リターンが少し動くと、最適化により振れ幅がすごく大きく、やはりそれはなかなかそぐわないような状況だったので、そこまでしないで、こういうやり方で行っていきたいということでございます。

【宮井会長】 どうですかね。でも確認はしておいたほうがいいような気がします。どのぐらい、例えば制約条件、現状の基本ポートフォリオというのが制約条件としてあるわけで、ここから期待リターンを少し動かただけで大きく変わってしまうと、それは意図しないわけですから。ただし、現状の基本ポートフォリオとあまり変わらないという制約条件のもとで、どのような感じになるのかというのを少し計算してもいいような気がします。それはうまくいかないのでしょうか。

というのは、今、甲斐委員から指摘がありましたように、債券だけで決まってしまうということになるからです。要するにいろいろ検討したけど、結局オーバーウエートするものが優先順位で決まってしまうと、それでほか全部決まってしまうということになってしまうので、そうではなくて、ほかの資産についてもいろいろ、リスクも変えながら、あるいは相関係数も変えながら分析すると、うまくバランスがとれて、現状の基本ポートフォリオの制約条件のもとで、そんなに大きく変化しないという制約条件の

中でやると、何とか年度の計画ポートフォリオができるのではないかと
いう、そういうふうになんか思ったのですが。

甲斐委員、いかがですか。

【甲斐委員】 私も今の会長が言われたのとほぼ同じ考え方で、今の枠組みは経済のシナリオが変われば、それによって期待リターンを修正して、もう一度オプティマイゼーションをやって比率を出すという、そういうルートが確立されているわけです。ずっとこれでやってきているわけです。

今回はそのプロセスを飛ばして、経済シナリオから一挙に比率を触って
いこうということで、なぜ従来のやり方がまずくて、このやり方のほうが
すぐれているのか、良く検証すべきだと思います。

【宮井会長】 徳島委員、お願いします。

【徳島委員】 私は機動的な運用については、タイムホライズンが全然違うからだとい
うふうに、解釈をしております。すなわち今までやってきていた基本ポー
トフォリオを作成して、それで最適化を行うというのは、あくまでも中長
期のタイムホライズンにおける最適化であって、それを単年度、今回は
1年という短いタイムホライズンでポートフォリオを考えると、そこでは
当然異なる結果が出て参ります。その場合、果たしてこの短期の1年で、
相関係数から何から全部見直すということをするのは、これは以前、3年
ぐらい前にこの委員会でも議論させていただいた、完全なダイナミックア
ロケーションということをやるかどうかということになってしまいます。
これはもう、GPIF以下、公的年金においてダイナミックアロケーショ
ンまでは踏み込まないという前提にあり、機動的にアロケーション変更す
るという中で、基本ポートフォリオの枠組みは崩さないということと言っ
ておりますので、あくまでもそこは時間軸の差かなというふうに、考えて
おります。

【宮井会長】 ちなみにほかの委員、何かありましたら。

はい、俊野委員、お願いします。

【俊野委員】 私も事務局案で違和感ありません。ここで議論しているのは基本ポー
トフォリオですので、5年に一遍ですよ。そのため、今、甲斐先生ですと
か宮井会長のご指摘のとおり、もう一度期待リターンや相関係数から見直

すとなると、この環境の中で、ゼロ金利下での債券の期待リターンなどの見通しをどうしようとか、国内株のリスクの見通しをどうしようとか、大がかりな話になりますよね。このような難問を新たにここで、そういう議論を始めるかといいますと、私はその必要はないと思います。35、25、15、25という枠組みの中で、47%となっている債券のオーバーウエートの現状とかあるわけじゃないですか。事務局案は、現在のこの状況をおおむね中心値に近づけて、というような考え方になっていますよね。なおかつレンジを見ていただきますと、中立部分が狭いですよね。その代わり、ややオーバーウエートというレンジの幅はかなり広いじゃないですか。ですから、事務局案は、そういう意味では比較的原始的で現実的な対応なのかなという認識を、私は持っております。

【宮井会長】 加藤委員、いかがでしょうか。

【加藤委員】 多分、甲斐先生が気にされているのは、動かしたポートフォリオが平均分散の意味で効率的かどうかという議論だろうと思います。これは徳島委員がおっしゃったように中長期的な相関係数や期待リターンを想定した平均分散の意味での効率性は一応担保しつつ、短期的に若干動かしましようということだと思います。しかも基本ポートフォリオの上限幅が広くて、なおかつ現状がまだ収れんしていないということで、その実情を見ながら若干ずらしましようということですので、次善の策として、これはこれでいいのではないかと考えています。

ただし、その観点ではぜひパフォーマンス評価をしっかりといただきたいと思っています。要するに、若干動かした結果どうなったのかという議論になると思いますので、パフォーマンス評価をしっかりといただきたい。特に今回の場合ですと、先ほど鈴木専門員からお話がありましたが、現状のポジションがまだずれているので、例えば債券がオーバーウエートされているのは、相対的に債券がいいと思って判断してそうしたのかどうかということです。要するにパフォーマンス評価するとき、何をベンチマークにするのかという議論が出てくるとと思いますので、パフォーマンス評価をしっかりとした上であれば、こういうアプローチも、次善の策としていいと思います。

【宮井会長】 一通り各委員からお話をお伺いしましたけれど、これに対していかがですか。基本ポートフォリオはそういう意味で、徳島委員からありましたように長期の観点で計算をしたものです。ただ、その中で機動的運用をどういうスキームでやるかと時に期待リターンだけじゃなくてリスクの観点も考慮して、ポートフォリオのウエイトをどうするかというのを考えていこうということです甲斐委員はそのスキームのところの一貫性という観点で、期待リターンの推計値自体を細かく精査するという意味ではなくて、若干高目にしたりとか、小さ目にしたりとか設定して、それでフロンティアがどうなるか、効率的なものが得られるのかどうかという検証をした上で、そういう数値に基づいてオーバーウエート、アンダーウエートを決めるというような意見だったと思います。

ただ、それも細かくやれば切りがないということもありますし、今、各委員からご指摘がありましたように、一応基本ポートフォリオの中でそういう経済の見通しを入れていくというのは、そんなに違和感がないのではないかというお話もあります。

これはデータを出すか出さないか別にして、若干ですが、私としてはちょっと計算だけでもしていただくといいかなと、どれぐらいずれるかとか、あるいはうまくオーバーウエート、アンダーウエートのところに入ればいいですし、その入るような期待リターン、リスクとはどのような感じなのかというのを少し検討していただくと、非常に勉強になるし、データとしてあるといいなと思いました。ただ、そうは言いながら、皆さんの意見がありましたように、この運用方針でおおよそ問題はないのではないかとはいふうには思います。

甲斐先生、それでよろしいですか。

【甲斐委員】 はい、結構です。

【宮井会長】 それでは今の件についてほかに何か、ご意見等ございましたら。

はい、どうぞ。お願いします。

【和田委員】 私、この投資環境分析については若干違和感がありまして、甲斐先生のスタンスに近いです。例えば国内債券と株式を見ると、債券は国内の金利要因しか書いていないのですけれど、例えば株式は国際的な貿易とか書いて

であるので、そのメインシナリオのコンシステンシーがよくわからないので、いろいろな複数の人に聞いていると思うのですが、多分複数の方は特定の部分の話しかしないと思うので、全体のシナリオの多分整合性がとれていないと思うので、シナリオ分析するとしたらもうちょっと全体のシナリオ、何か整合性がとれているもので分析しないと、定性的な分析はまずいんじゃないかという気がするんですが。

もうちょっと恐れるのは、先にオーバーウエートとかアンダーウエートがあって、そこから逆算してこのようなシナリオが効いてしまうともっと危ないので、ですからその意味もあって、甲斐先生がおっしゃるように、定量的なものをやった上でこうするのでしたらいいんですけど、過去の経緯を知らないのだからですけど、ちょっとこのシナリオ自体が若干、違和感は覚えます。

【宮井会長】 事務局、このシナリオは地共連とはまた違う、ソースは同じだけれども一応参考にはしているということですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい、ソースは同じものに加えて、独自で外部情報等もとっておりますが、基本的な形態、環境シナリオの見方については、大きく違っておりません。この枠組みの中で地共連と違うのは、リスクの状況を加えているというところで、経済シナリオの大きな見方については、基本的には大きな違いはないということでございます。

【宮井会長】 ただ、地共連をそのままのみにしているわけではなくて、一応地共連と同じデータを使いながら、確認等はしているということですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい、そういうことでございます。

【宮井会長】 今、和田委員から整合性の問題というご指摘がありましたので、その全体と個別資産との間のところについて、少しまた検討していただければと思いますけれど。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 わかりました。

【宮井会長】 それでは、私から一つだけ質問があります。この資料に「アラーム基準に抵触した場合は」というふうに書いていますけれども、これは、別に抵触しなくても、変更してもいいのですか。抵触した場合に限って変更するということですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 アラーム基準に抵触しない場合でも、シナリオの見通しが大きく変われば、当然変えることはあり得ます。

【宮井会長】 そうですね。こういうふうに「抵触した場合」と書いてしまうと、何か動きがとれなくなる可能性もあるのではないかとちょっと思った次第です。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 こちらについては、リスク管理という観点で、数値的なものとしてこれで見えていきますというようなことで、それ以外に先ほど申し上げたようにシナリオの状況で、変わった場合はまた変えていきます。

【宮井会長】 はい、わかりました。

それでは、時間も押し迫っておりますので、次の課題に移りたいと思いますが、運営方針につきましては、いろいろ議論が出ましたが、ここでぜひ原案について修正する必要があるというような意見は、なかったと思いますが、この原案どおり承認したいと思いますが、それでよろしいでしょうか。

(「異議なし」の声あり)

【宮井会長】 それでは原案どおり、この事務局の案で承認をいただいたということで、この方針については、そういうふうにさせていただきたいと思います。ただ、いろいろ意見が出ましたので、検討することは検討し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、わかりました。

【宮井会長】 それでは続きまして、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】 マイナス金利政策下での国内債券運用の検討について、ご説明いたします。

目的については、マイナス金利政策導入後の市場環境と、各積立金の特性や投資対象等の現状を踏まえ、今後国内債券運用をどのように行うかについて、検討することです。

まず厚生年金保険給付組合積立金についてです。現状については、ベンチマークはNOMURA-BPI総合。国内債券の構成比は基本ポートフォリオの中心値比オーバーウェイト。アクティブ・パッシブ比率は30対70。国内債券のパッシブポートフォリオは現在構築中で、既存ファンド

で運用する債券を活用するため、種別構成はベンチマークに当面は一致させない方針です。

状況分析等についてです。状況分析は、NOMURA-BPI総合において、現時点で購入し、残存1年まで保有した場合に得られる収益の合計である総期間収益は、金利水準が一定の場合10年ゾーンまでマイナスとなります。課題としましては、パッシブ運用について検討の余地があると考えております。対応策としまして、パッシブ運用において、現在BPI総合パッシブ構築ファンドで実施している、スプレッドの乗っている地方債等を、種別構成の乖離は許容しながら活用する方法のほか、総期間収益着目運用、総期間収益着目プラスキャッシュ保有運用等を、メリット、デメリットを踏まえ検討することが考えられます。またアクティブ比率の再検討や債券スマートベータの活用、国内債券代替としての為替ヘッジ付き外債、オルタナティブ投資等の投資対象の拡大も検討対象となります。

次に経過的長期給付組合積立金についてです。現状については、閉鎖年金で、ベンチマークはNOMURA-BPI総合ですが、当面の運用のベンチマークはNOMURA-BPI Ladder 20年です。平成28年秋に判明する、積立金の水準に基づく基本ポートフォリオの再検討によつては、国内債券の構成比は、現在の基本ポートフォリオの中心値、当面の運用の中心値とも異なる可能性がございます。またアクティブ・パッシブ比率は0対100、国内債券のポートフォリオは、NOMURA-BPI Ladder 20年に対して、種別構成については地方債、地方公共団体金融機構債、事業債を組み入れており、ベンチマークと一致させておりませんが、おおむねパッシブで運用しております。

状況分析等についてです。状況分析は、国債は13年までマイナス利回りですが、償還金を再投資する20年債はプラスの利回りであり、また投資対象となっている地方債、地方公共団体金融機構債、事業債はさらに国債に対してスプレッドが乗っております。課題として、20年債を購入している状況においては、当面特に問題ないですが、国内債券の構成比の見直しにより、国内債券の構成比が現在の構成比よりも高くなる場合、増加金額相当のLadder 20年ポートフォリオを構築するには、マイナ

ス金利のゾーンの購入も必要となります。対応策としまして、現状の国内債券の構成比より、目標とする国内債券の構成比が高くなる場合においては、アクティブ運用の組み入れの検討や債券スマートベータの活用、国内債券代替としての為替ヘッジ付き外債等の投資対象の拡大も、検討対象となります。

最後に退職等年金給付組合積立金についてです。現状については、キャッシュバランスプランで国内債券のポートフォリオは10年債50%、20年債50%。国内債券ポートフォリオの種別は、縁故地方公共団体金融機構債のウエートが約50%です。

状況分析等についてです。状況分析は、10年国債以外の投資対象の債券の利回りはプラスですが、課題として、10年債の利回りが特に低いため、積立金の運用利回りが低くなります。対応策として、10年債、20年債の構成比をそれぞれ50%から、20年債の構成比を増やすことも、地共連と連携しながら検討することが考えられます。

ご説明は以上ですが、マイナス金利政策下での国内債券運用の対応策について、よい方法がございましたらご意見を賜りたく、よろしく願い申し上げます。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 それでは続きまして、運用対象の多様化について、オルタナティブ投資についてをご説明いたします。

このテーマにつきましては、昨年8月19日の本委員会で、地共連が策定した地共済グループ全体の方針をベースに、市町村連合会としての骨格となる運用方針をご協議いただき、連合会で10月1日付で運用方針として制定した経緯がございます。

1つ目は、その運用方針に定める有識者会議で、事前審議を要する事項でございますが、運用方針では、運用対象の明確化ですとか、投資目的の明確化、さらに期待リターンやリスク、コストの把握等を列記しております。また、これが非常に重要となってくると考えておりますが、選定に係る審査項目を事前審議するということになってございます。

2つ目は、本年3月7日付で頂戴した答申からの抜粋ですが、今年度はこの答申を踏まえて、昨年10月に制定した運用方針の諸項目について、

具体的な検討を進め、体制構築を目指していきたいと考えているところでございます。

まず、投資目的でございますが、大きな目的としては、長期的な観点から安全かつ効率的な運用を行うことを目的に、分散投資の一環として位置づけるといことですが、さらに昨今の市場環境等を踏まえまして、この超低金利環境下での投資効率の改善、さらには年金収支が不足するという状況になっておりますので、その辺を考慮した安定的なインカム収益の確保ということを挙げさせていただいております。

次の比較表は各種情報をもとに、現時点で認識しているオルタナティブ資産投資の比較を行ったものです。ターゲット・リターンやレバレッジなどに関しましては、商品によりまちまちなので、おおよそのイメージとしてごらんいただければと思いますし、実際には各種商品調査や募集を行っていく過程で、これらとは異なった特色のものが出てくることもあろうかとは思いますが、一般的な類型認識として、現時点で認識しているものでございます。

検討の優先度としましては、不動産、続いてインフラ投資を考えておりまして、株式投資の1類型であるプライベート・エクイティーについてはその後、というような順位で考えてございます。

続きまして、検討を要すると認識しております課題を、時間的な順序に沿って分類いたしました。

情報収集は、これまでも行っておりますが、各種ルートからの情報収集でございます。ただこれも実際に投資を具体的に検討するという目線では、今までなかなかできておりませんでしたので、より深い、より広い形での情報収集を続けていきたいと考えております。

規程類の策定ということを掲げておりますが、投資目的・投資意義・投資区分の3つが委員会でご審議いただく項目、チェックシートの策定、これが次回委員会での大きな課題と認識しておりますけれども、審査項目やリスク管理を含めたモニタリング項目をリストアップして、チェックシートの形でまとめていくという作業を、進めてまいりたいと思います。伝統的資産とは異なる問題点やリスク、あるいはある商品固有の属性やリスク

等につき、整理してまいりたいと思います。

次は少し先になりますけれども、実際に委託機関を募るに当たっての仕組みづくりでございます。通常のアクティブファンドと異なり、いつでも採用して、いつでも投資を始められるというわけではありませんので、一定の資格要件を設定した上で、広く商品を募って、採用を検討していくという、マネジャーエントリー制が欠かせないというふうに考えておまして、それに当たっての応募資格の設定ですとか、徴求する応募書類、受付フローといったことについて検討してまいります。

さらに契約書類関係、選定後の管理事項についての検討もあわせて、進めていきたいと考えております。

スケジュール案は7月から9月に予定されております次回の本委員会におきまして、審査項目やモニタリング項目等を定めたチェックシートのご審議をいただき、募集に当たっての仕組みづくりを、あわせて協議をお願いしたいと考えてございます。

本年度、4回の開催を前提とすれば、年度下期に2回開催が見込まれますので、そこで募集から選定のあり方や、管理、事務対応で必要な事項につき、ご審議をお願いしたいと考えております。実際の投資時期や額はともかく、年内にマネジャーエントリーを行い得るだけの体制構築を、目指していきたいと考えております。

本日はこういった課題認識の頭出しでございますので、広くオルタナティブ投資に当たりましては、着眼点、留意点、また投資に当たってのアイデア等ございましたら、ご意見を賜りたく、お願い申し上げます。

以上でございます。

【宮井会長】 それでは、ただいまの説明に対しまして、質問等ございましたらお願いします。

では俊野委員、お願いします。

【俊野委員】 マイナス金利ということで、昨年度下期のNOMURA-BPIのリターンが、半年でプラス5%弱と高水準になっています。マイナス金利の異常な環境の中にありまして、まさにバブルの状況と言えるかと思えます。なおかつ、国内債券は当面オーバーウエートということですので、これが

反転し始めますと、非常に大きなマイナスになってくるということでございますので、国内債券の運用のあり方、これはとても重要性が高いと思われます。今年度をかけて、多分当面は金融緩和が続くでしょうから、それが変わり始めるタイミングが、1年後か、2年後なのか、3年後かわかりませんが、今年度是非ともそれに向けて、非常に重要な局面になっていくかなと感じております。

まず基本的な考え方についての私の意見でございますけれども、まずヘッジ外債とか、当面金利が高いものに行くという考え方はあろうかと思えますけれども、やはり理論的に、やはり為替レートで調整されることで、中長期的には、国内債券の水準に収束するというところでございますので、あまり債券ものでいろいろ工夫をしても、結局はうまくいかないような気がします。なおかつ、非常に透明性が高い中で運用していますよね。共済組合はこういう運用をするらしいということで、予想を逆手にとって、ヘッジファンドからやられてしまうとかが、そういうリスクもありますので、金利物をフィックスインカムでうまくやろうというのは、なかなか難しいような印象を持っています。

ですから、収益の源泉をインカム物で多様化ということになりますと、やはりオルタナティブ投資というのが、やはり基本線になってくるのかなという印象を持っています。

ですから、オルタナティブ資産で、幾つかご指摘があった中で、やはり不動産がわかりやすいかなと思います。例えば5,000万円のマンションに対して、20万円の家賃を取って240万円ですか、そうすると4%ぐらい稼げますから、手数料を引いて3%ぐらいを稼ぐということになります。わかりやすく、単純化して考えていくべきではないかと感じます。

資料を拝見させていただきますと、ターゲット・リターンが4から7%という数字がありますけれども、これはちょっと気をつける必要があると思います。恐らく銀行借入を加えて、レバレッジをかけることによって、実際は3、4%のリターンを増幅させて4から7%を取りに行くというのが、多くのファンドで考えることだと思いますので、銀行借入を絡めるということに関してはちょっと気をつける必要があると思います。なおかつ

合同運用ということにつきましても、ほかの共同投資家との間の意見調整という問題も出てきますので、これは私の個人的な意見でございますけれども、運用規模5兆円に対して5%が上限ということですから、2千数百億円、余裕がありますよね。例えば1,000億円投資できるということになりますと、十分にレバレッジなしで、個別のマンションとかオフィスビルを買える金額ですよ。そうしますと、直感的に5,000万円のマンションで4%稼げるという感覚で、ターゲットもそういう意味では4から7%という高い水準を目指すのでなくて、3%ぐらいを確実に取っていくという形で、個別不動産の直接投資ですね、これが多分わかりやすいのではないかと思います。これはあくまで一つの考え方でございますので、そういうわかりやすい形で、あまりレバレッジをかけるなど、複雑なことをやらずに、運用資産額は大きいですから、わかりやすく、いろいろな仕組みとかの問題もないような形で、シンプルに不動産に投資するというような方針でいいのではないかと考えております。

投資のやり方としては、例えば信託銀行さん等、信頼できるところに、こういう投資目的で信頼できる不動産を探してほしいと依頼すればいいと思います。いい物件ですと恐らく出口は非常に容易だと思います。よい価格での売却なども十分に可能だと思いますので、全国規模で優良な物件を厳選して、直接、固有の投資としてエクイティを持っていくという類いのわかりやすい投資方針で、3%程度を確実に稼いでいく。これは、これは非常にわかりやすい、安定したキャッシュフローのリターンですので、そういう形で検討を進めていただければと私は考えております。

【宮井会長】 今のご意見は、資料の不動産の中の、私募不動産ファンドの中の、投資家の一人になるというような位置づけですか。

【俊野委員】 そうですね、ですからそのファンドではなくて、直接投資になると思いますね。

【宮井会長】 連合会はスキーム的には、別に直接投資も可能ですか。今、この対象には、含まれていないような気がしますけれども。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 済みません、ちょっとそちらについては、管理が実際うまくいくのかということや、税制等について確認しないといけない

事項がございますので、その辺のリーサーチも含めて、次回以降にお話ししたいと思います。

【宮井会長】 そうですね、はい。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 あと、今いろいろアドバイスいただきましたけれども、こちらの商品の精査をする中で、いろいろなものが出てくると思いますので、それを見きわめた上ということですし、あと大きな基本的な発想として、ここで何か大きなリスクをとって、大もうけしてやろうという発想ではございませんので、あくまでも安定した見込める収益を稼いでいきたいと、その辺のコンセプトについては、そういったことでご理解いただければと思います。

【宮井会長】 ほかにいかがですか。

はい、徳島委員、お願いします。

【徳島委員】 実はきょうは、このマイナス金利の議論になるのはわかっていたので、ずっと布石を打っておいたのですが、すなわちこのマイナス金利の中で、本当に新たに国内債券のパッシブファンドを設定できるのでしょうか。今回、資料上例えばNOMURA-BPI総合をインデックスとするパッシブファンドにおいて、種別構成は変えるというふうに書かれていますが、それっってもうパッシブファンドではなく、少なくともいわゆる厳密な意味でのインデックス運用、パッシブ運用ではないので、ある程度の整理が必要かなと思っています。

というのは、要するに今、ニューマネーでNOMURA-BPI総合のパッシブファンド、マイナス利回りのファンドを買うというのはあり得ない行為なので、既保有の債券を現物移管して設定するということが、ぎりぎり限界だと思います。そういった意味ではどうしても、種別構成は歪まざるを得ないし、現物の債券の組換えといったことが多分ぎりぎりの限界点なのかなと、考えています。

マイナス金利下ですので、正直言って債券運用だけで無理をしてはいけないということは、ご指摘のとおりですし、枠組みとしてのベンチマークを、NOMURA-BPI総合、それからNOMURA-BPI Leader 20年というふうに決めておりますので、その範囲の中でできるこ

とはある程度やっていく必要があります。ただそれだけでは足りないだろうというのは、俊野委員のご指摘のとおりで、その中で何をやるか。

為替ヘッジ付外債という枠組み、これは地共済全体の議論の中でも、一応これは円債代替として認めていいという判断をしておりますので、これは、今すぐに始めてくださいというつもりはございませんが、今後の欧米の金利、為替の想定次第でチャンスがあれば、というぐらいの範囲でお考えいただいたらいいのかなと思っています。

何しろ国内債券が35%ある、これがほとんどマイナス利回りの状態に突っ込んでいるものですから、その中の数%ぐらいの範囲の中で、為替ヘッジ付外債を入れることだったら、十分意味があるのかなと思っています。

それでオルタナティブに関しては、実はこれももう数年、いろいろこの場でも議論させていただいてきていますし、そういった中で不動産が一番手っ取り早いでしょう。これも地共連のほうで、最初は不動産とインフラからという形で言うておりますので、当然そういう方向かなと思っています。

ただ個人的にはプライベート・エクイティに関しても、一応いただいている資料ですと、例えばJカーブ効果のところとか、投資期間が長いとか書いてありますけれど、実はこれ、プライベート・エクイティ全般の、平均的な議論をしたらこうなるんですが、例えばプライベート・エクイティの中でもいわゆるベンチャーに投資せずにバイアウトファンドとかに行けば、デュレーション的にはより短いものを持てますし、セカンダリーで投資することで、Jカーブ効果はほとんど受けないことも、選択肢としてありますので、こういうPEの一般的な特徴のみを取上げて否定すると、ちょっと判断を間違えるのかなと思います。

ただ、PEは地共連のほうでも後回しにし、まずはインカムを安定的に稼ぐ資産から投資したいという方針であり、今回のマイナス金利下という状況も考えると、PEが後順位になるというのは、やむを得ないかなと考えております。

それから、俊野委員が言われました不動産の現物投資というのは、私どもが生命保険会社で不動産の現物投資をやっていた、今も投資しているわ

けですが、その経験から申し上げますと、不動産というのは漢字で書いたとおり、不動でございます。動きません。一回持ってしまうと、特定の物件リスクがあまりにも大きくなってしまいます。実際に投資時の判断においては、投資元本と毎年のリターンという形で簡単に計算できますが、やはりビルのメンテナンスですとか、他に代表例として、例えば耐震強化ですとか、こういった法律や制度が変わるたびに相当なコストを必要として、保有物件のリニューアルをせざるを得ませんでした。現在都心のオフィスビルの新築ブームをごらんいただいても、新しい物件に関してはテナントは安定的に入って来ます。ただ、その裏返しとして、古い物件からはどんどんテナントが出ていく。こういった状況の変化を考えますと、なかなか純粋な投資目的で現物を保有することは、安定的な投資収益を求める公的共済組合様の運用にはなじまないのではないかと考えます。そういった不動産投資の特性も踏まえて、やはり不動産に関してはファンドで投資をしていたほうが、安全であると思いますし、特に現物に投資する場合には、現物を見る人間をこちらで確保しないといけなくなります。生命保険会社の場合には、大学の建築科といったところを出た人間を採用して、それで設計から物件のメンテナンスとか、何もかもやっております。まさに海外の大きな公的年金などでも、そういった専任の投資要員を確保していればそういった直接投資ができるかもしれない。このような状況だと思いますので、正直言いまして、今、特にマイナス金利下での国内債券の代替的にオルタナティブ投資を行うという範囲におかれましては、ファンド投資のほうを優先してお考えいただいたほうが、体制、手間といったことを考えますと、優先順位が高いのかなと考えております。

以上です。

【宮井会長】 ありがとうございます。

ほかにご意見は、では加藤委員、お願いします。

【加藤委員】 マイナス金利の話ですが、徳島委員もおっしゃいましたように、既にNOMURA-BPI総合がマイナスイールドになっているということで、今後もこれをベンチマークにして行こうというのは、コンセンサスとしてなくなりつつあるのではないかと思います。当連合会でも、実際問題とし

ては地方債などにオーバーウエートしているという現状があります。そこで一つ提案としては、連合会にフィットした新しいベンチマークを検討することです。NOMURA-BPI 総合に準じながらも、ある程度種別が違っているような債券を含むベンチマークを検討しておくということです。多分、地方債はキャパシティの問題もあると思いますので、ヘッジ付外債なども含めて、トータルとしてのイールドがプラスになるようなベンチマークを新たに検討したほうが、アドホックに乖離させるというよりは、運用の哲学としてはいいのではないかと感じます。

【宮井会長】 今のご意見は、この連合会の問題だけではなくて、地共済グループ全体に関係することですね。地共連のほうでそういう動きはあるのですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 地共連の方では、まだそのような新しいベンチマークを考えるという話は、聞いておりません。

【宮井会長】 ほかに。和田委員は退席の時間が迫っているようですが。

【和田委員】 これは個別の話なのですが、オルタナティブインベストメントで、多分5%ぐらいしかないのので、個人的には流動性リスクとってもいいと思うのですが、スタンスとして、どの程度流動性リスクをとろうと考えておいでなんでしょうか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 具体的に何カ月に1回であれば売れるとか、そういった明確な基準はまだこれから考えていくんですけども、ただ一回持ってしまうと、本当に何年も全然換金できないというものもどうかというのがありますので、その辺は投資比率とのてんびんといえますか、中で考えていきたいと思っています。

【宮井会長】 ほかに、では甲斐委員お願いします。

【甲斐委員】 オルタナティブですが、幾つも候補がある中で、私は当面、優先的に考えるべきは、不動産関係だと思います。その場合、この表で国内、海外と分けておられますように、別に国内に限る必要もなく、広くグローバルな不動産ファンドを対象に上げたらいいと思います。できるだけ個別リスクをとらずに、できればパッシブ的に、不動産の運用を行うスキームを目指して、日本の場合、2020年以降の不動産市況が、今から危惧されているところですし、広く、個別リスクを減らすという意味で、日本だけでな

いほうがいいと思います。

また、規模、流動性、時価評価のしやすさ等を考えて、インフラが整っているのは不動産で、まずはそれから手をつけられたらいいかなと思います。

【宮井会長】 ありがとうございます。

それでは予定の時間を上回っておりますので、最後の答申書につきまして、事務局から説明をお願いします。

【西川運用企画課長】 それでは答申書案についてご説明いたします。

本日ご議論いただきました機動的な運用について、答申書(案)、こちらを読み上げさせていただきます。記の下のほう、「機動的な運用について」という部分でございます。

「当委員会が平成28年3月7日付け平成27年度答申第6号により答申した「機動的な運用について」を踏まえて策定された「厚生年金保険給付組合積立金における機動的な運用について」は、審議の結果、妥当なものであると考える。」、これが答申の内容でございますが、前回の3月7日の委員会で「機動的な運用を実施するにあたっては、市場環境の確度の高い見通しを行っただうえで、導入する目的、手法等を踏まえ、運用方針について十分検討し、適切なリスク管理をしつつ実施していく必要がある。」という答申をいただいているところでございます。

それを踏まえまして策定いたしました機動的な運用に係る運用方針、これを本日お示しし、ご議論いただき、またご承認をいただきましたので、この運用方針が妥当なものであるという答申の内容になってございます。

答申につきましては、本日付で資金運用委員会の会長から、当連合会の理事長宛、答申を出させていただければと考えているところでございます。どうぞよろしくお願いたします。

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

いかがですか。

発言等ございませんようですので、答申案につきましては、特段の修正を求めるとご意見がないということで、原案のとおり答申することで、よろ

しいでしょうか。

(「はい」の声あり)

【宮井会長】 ありがとうございます。それでは、そのようにさせていただきたいと思えます。

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。

以後の進行については、事務局よりお願いしたいと思えます。

【杉田事務局長】 委員の皆様方、お忙しいところご出席いただき、ご審議いただき、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ですが、資料にもありましたとおり、7月から9月を予定し、詳細はまた調整次第、追ってご連絡いたします。

以上をもちまして、第34回資金運用委員会を閉会とします。

【宮井会長】 どうもありがとうございました。

— 了 —