

第35回資金運用委員会

平成28年9月30日（金）

【杉田事務局長】 それでは、定刻前ではございますが、皆様おそろいのようなので、ただ今から35回資金運用委員会を開会いたします。議事に入りますまでの間、司会をさせていただきます事務局長の杉田です。よろしくお願いいたします。

開会に当たりまして、報告がございます。これまで、常務理事を務めてまいりました山口が退任いたしまして、8月1日付けで新たに原正之が常務理事に着任しておりますので、ご挨拶いたします。

【原常務理事】 おはようございます。8月1日付けで山口常務理事の後任として常務理事に就任いたしました原と申します。どうぞよろしくお願いいたします。

今から15年ほど前、平成12年から14年にかけて、自治省、総務省の福利課長をやっておりました。当時、この連合会の預託金は1兆円余りでございました。それが現在では10兆円規模になっておると。大変大きな資産を預かっており、その責任の重さを痛感しております。

本日は、まず今年度の第1期下半期の運用状況につきまして、ご報告いたします。ご案内のとおり、イギリスのEU離脱の国民投票結果を受けて、リスク回避の動きが強まったことなどで、内外株の下落、あるいは円高の影響などによりまして、修正総合利回りはマイナスとなっております。

また、協議事項として、各積立金の安全かつ効率的な運用のあり方ということで、具体的にはオルタナティブ資産への投資に当たっての当面の方針、あるいはマイナス金利政策下での国内債券の運用につきまして、ご協議をいただくこととしております。

さらに、今後本委員会では、現行の基本ポートフォリオの検証について、あるいは旧3階の基本ポートフォリオの再検討についても、本年度にはご協議、ご議論いただくこととしております。

委員の方々には、積極的かつ活発なご審議をお願いいたしまして、冒頭に当たりましての私の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。

いたします。

今後の議事進行につきましては、宮井会長にお願いいたたく存じます。

【宮井会長】 それでは、早速議事に移りたいと思います。今日も各委員の皆さん審議よろしくをお願いします。

それでは、まず初めに報告事項からです。報告事項の「平成28年度第1四半期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】 おはようございます。運用企画課長の西川でございます。私から、平成28年度第1四半期の各積立金の運用状況等について、ご報告を申し上げます。

それでは、お手元の横長の資料でございます。「平成28年度第1四半期運用環境」と上に書いてある資料、こちらをご用意いただければと思います。

まず、ベンチマーク収益率の推移でございます。表の「収益率（通期）」の6月30日の欄をごらんください。こちらの下3行に色が塗ってあります。こちらの合計、基本ポートフォリオの中心値で運用した場合の収益率が、第1四半期の合計では、マイナス4.11%となりました。第1四半期につきましては、国内債券はプラス2.47%という収益率でございました。これ以外の3資産につきましては、英国のEU離脱問題などによる株安や円高等の影響によりまして、それぞれマイナスの収益率になりました。

次に、この第1四半期の主な市場動向及び主な経済指標の推移も載せております。こちらは、後ほどごらんいただければと思っております。

続きまして、第1四半期の運用状況につきまして、各積立金の資産構成割合と運用利回りをまとめた表でございます。まずは、厚生年金保険給付組合積立金、1・2階についてでございます。資産構成割合につきましては、国内債券が、一時的ではありますが、ポートフォリオの上限であります50%を上回っております。それ以外の資産は、許容乖離幅の範囲内となっております。なお、現状を申し上げますと、8月末現在では国内債券は48.4%と範囲内に収まっております。

6月末の時価総額でございます。こちらは、平成27年度末と比べまし

て、運用収益がマイナス約1,200億円、年金収支がマイナス約4,300億円となったことで、全体としては約5,600億円の減少となっております。年金収支のマイナスが大きいのは、第1四半期は年金支給が4月と6月の2回あったことによるものでございます。

修正総合利回りでございますが、国内債券はプラス、その他の資産はマイナスとなっております。全資産の合計でございますが、マイナス2.49%となりました。

また、地方公務員共済全体、地共連その他私どもだったり、地方職員等を合わせた数値とGPIFの数値を参考に申しあげますが、地方公務員共済全体としてはマイナス3.02%、GPIFはマイナス3.88%というのが第1四半期の状況でございます。

続きまして、経過的長期給付組合積立金、旧3階です。まず、資産構成割合ですが、先ほどの1・2階と同様、国内債券が一時的に50%を上回っております。それ以外は、許容乖離幅の範囲に入っております。先ほど8月末の状況を申し上げましたが、旧3階も、8月末現在では48.6%で範囲内に収まっている状況です。

時価総額についてでございますが、平成27年度末と比べまして、運用収益がマイナス約1,500億円、年金収支がマイナス約600億円で、全体としては約2,100億円減少という状況です。

修正総合利回りでございますが、1・2階同様、国内債券はプラス、その他の資産はマイナスで、全資産合計ではマイナス2.72%です。

最後に、退職等年金給付組合積立金、新3階でございます。資産構成割合ですが、国内債券が641億円、短期資産が1億円という状況です。総利回りですが、合計でプラス0.13%です。

次に、パフォーマンス評価でございます。まず、厚生年金保険給付組合積立金、1・2階の基本ポートフォリオのパフォーマンス評価要因分析でございます。超過収益率はプラス1.63%となっております。この要因としては、資産配分要因ですが、ベンチマーク収益率の合計を上回る国内債券のオーバーウェイトによるものでございます。こちらは、現在債券を減らしていく過程におきまして、投資環境分析等を実施しまして、ゆるやか

にですが減らす方針で行っております。その方針がうまくいったということかと考えております。

また、個別資産要因では、マイナスが出ております。こちらは国内債券が影響しているわけですが、こちらにつきましては、地方債等のスプレッド拡大でありまして、信用クレジットの悪化などによるものではありませんので、特段、対応策を講じる必要がないと考えております。

次に、1・2階の計画ポートフォリオとのパフォーマンス評価要因分析です。計画ポートフォリオにつきましては、前回のこの委員会でご審議をいただき決定した機動的な運用で定めたものでございます。この機動的な運用で定めたレンジの範囲内で行っているものが計画ポートフォリオでございます。収益率の合計を見ていただきますと、超過収益率はプラス0.79%で、理由といたしましては、先ほど申し上げた理由と同じものでございます。

続きまして、計画ポートフォリオと基本ポートフォリオとのパフォーマンス評価分析も参考までに載せております。ここには書いておりませんが、計画ポートフォリオにつきましては、運用方針策定時の投資環境と、実際の投資環境を毎月資金運用検討会議で変更がなかったことを確認して、運用方針及び資金運用計画に基づいた投資行動を現在実施していることを申し添えさせていただきます。

次に、経過的長期給付組合積立金、旧3階の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になります。こちらの超過収益率はプラス1.39%でございます。その要因ですが、1・2階と同様の理由となっております。それから、経過的、旧3階の当面の運用とのパフォーマンス評価要因分析でございます。こちらの超過収益率はプラス0.39%でございます。

次に、旧3階につきましては、現状の当面の運用と基本ポートフォリオとのパフォーマンスの評価要因分析も載せております。運用の分析につきましては、以上でございます。

続きまして信託運用の収益率でございます。第1四半期の資産別、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でございます。

す。平成28年度通期の超過収益率をごらんください。

各資産で1・2階部分、旧3階部分につきまして、アクティブ・パッシブ別に集計したものでございます。国内債券につきましては、1・2階がNOMURA-BPI（総合）をベンチマークとした委託運用を行っております。旧3階につきましては、自家運用でラダー型の運用を行っております。国内株式以下の3資産につきましては、アクティブ・パッシブとも同じ運用機関構成、同じ戦略のファンドで運用しているのですが、1・2階と旧3階で各ファンドの構成割合が微妙に異なっているため、両経理で若干収益率に差が出ております。

ベンチマークとの差について、主な要因をご説明いたします。まず、国内債券でございます。1・2階のアクティブですが、金利戦略、銘柄選択が良好で、この間ベンチマークを0.2%上回りました。パッシブですが、デュレーションはほぼベンチマーク並みですが、この間長期金利が大きく低下する中、連合会のファンドで多く保有しております地方債や地方公共団体金融機構債、この利回り低下が国債の利回り低下に比べて小幅にとどまったことから、ベンチマーク収益率を下回りました。旧3階は、自家運用による20年のラダー運用ですが、ベンチマークを下回っている要因としては、委託のパッシブ運用と同様、国債以外の債券を保有している影響です。

続きまして、国内株式でございます。アクティブファンドで銘柄選択が奏功し、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りました。パッシブファンドがベンチマークをやや上回っておりますのは、主にベンチマークとファンドで配当金の計上方法が異なることなどによる技術的な要因です。

次に、外国債券でございます。両経理ともベンチマークをやや下回りました。パッシブファンドがベンチマーク収益率をやや下回っているのは、主にファンドを時価評価する際に用いる時価が、ベンチマークを計算する際に用いる価格と異なっていることによるテクニカルな要因でございます。

続きまして、外国株式でございます。アクティブ・パッシブともベンチマークを下回っております。アクティブの実績は委託機関によりまちまち

で、あくまで銘柄選択の結果ですが、割安判断のもと、保有していた欧州の金融銘柄の大幅な下落などが響いております。パッシブがベンチマークを下回った主因としては、配当金にかかる源泉税の影響などによるものでございます。以上が、信託運用の収益率の状況でございます。

続きまして、10年20年ラダー構築ファンド（新3階）の状況でございます。こちらは、新3階の国内債券の状況をもう少し開示していただきたいとご意見がございましたので、それに対応したものです。6月末時点の状況になりますが、ポートフォリオの状況、こちらをごらんください。額面は約641億円となっております。債券の種別構成割合については、国債が0.5%、地方債が35.6%、地方公共団体金融機構債、こちらは全て縁故債ですが、64.0%となっております。なお、修正デュレーションは14.02となっております。

それから、償還年度別保有状況でございます。10年債、20年債を半分ずつ購入する方針で運営しておりまして、昨年度購入いたしました平成37年度償還債及び平成47年度償還債は、それぞれ残高が217億円となっております。また、今年度は平成38年度償還債と平成48年度償還債を購入しております。6月末時点で109億円と98億円で、概ね半々の購入となっております。今年度末には、10年債、20年債がそれぞれ約半分となるように運営をしております。次はリスク状況になります。リスク管理の担当からご説明をさせていただきます。

【事務局（高田）】 それでは、専門員の高田よりご説明をいたします。

まず、モニタリング指標の状況でございます。インプライド・ボラティリティについては、平成28年6月末時点は、平成28年3月末と比べて、日経平均株価、VIXともに上昇しております。ヒストリカル・ボラティリティにつきましては、平成28年6月末時点は、平成28年3月末時点に比べて、国内債券を除き上昇しました。背景には、英国のEU離脱にかかる投票に向けて先行き不透明感が高まったことが挙げられます。なお、足元については、インプライド・ボラティリティにつきましては、低下して安定した、落ち着いた水準となっております。

次に、相関係数が足元大きな変化がないかモニタリングをしております。

3月末対比で大きな変化はございませんでした。

次に、基本ポートフォリオの有効性の検証についてです。こちらは、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す。全ての資産において、平成28年3月末と比べて、上昇はしておりますが、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収まっておりまして、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。

次に、厚生年金保険給付組合積立金に係るリスク状況をご説明いたします。平成28年6月までに、いずれの資産についても許容乖離幅の範囲内になるように、資産構成割合の調整を行いました。リスク性資産の構成割合が上昇したことにより、トータルリスクは上昇しました。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ける資産構成割合の調整を行いましたので、低下しました。

次に、国内債券につきましては、キャッシュアウト対応ファンドがあるため、デュレーションのベンチマークとの乖離は若干マイナスとなっております。ベータについては、ポートフォリオ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、ベータは1に近づいております。次に、デュレーションの対ベンチマーク乖離幅を載せておりますが、こちらの乖離も縮小に向かっております。

続きまして、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について、運用機関の信用リスク判断を調査し、その対応方針について妥当性を確認しており、特に問題はございませんでした。また、流動性リスクについても、特に問題ないことを確認しております。

次に、ポートフォリオのバリュアットリスクについて、時価総額ベースで算出しております。また、個別資産単独でのバリュアットリスクを算出しております。1つ下には、積立金総額に対する比率ベースの算出結果を載せておりまして、リスク性資産の構成割合が上昇したことを受けて、6月末の比率は3月末対比で増加しております。

なお、以降の部分は、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になっております。概ね厚生年金部分と同様の状況となっております。

りますので、後ほどご覧いただければと思います。

リスクモニタリングの報告については、以上となります。

【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報告申し上げます。

被用者年金一元化の施行からちょうど1年がたちました。この間ファンドの募集、選定や解約がございました。平成27年9月末と直近の状況を対比し、ございます。各資産別、パッシブ、アクティブ別に社数とファンド数を記載しております。合計欄をごらんいただきますと、昨年の9月末におきましては、14社、22ファンドでございましたが、この間アクティブファンドの追加募集、選定等を経まして、28年9月末には、27社、51ファンドとかなり増加した状況でございます。

アクティブ比率の見直しと直近の状況でございます。こちらについては、データが固まっておるのが8月末までですので、8月末の状況で数字は記載させていただいております。黄色の線を引いているアクティブ比率（目標）という欄は、昨年度の本委員会におきまして、各資産別に効果的なアクティブ比率はどの辺りか、ご審議をいただいて決めたものでございます。それに対しまして、厚生年金保険と経過的長期給付の実績を掲載しております。国内債券につきましては、厚年部分だけですので、25%です。目標値に比べて低い数字ではございますが、今後国内債券自体の構成割合が少しずつ低下していくであろうということを考えて、やや慎重な設定額にしております。外国債券につきましては、目標アクティブ比率30に対しまして8月末が3%、4%です。これは、既に選定したアクティブファンドの設定が9月1日でございます。9月1日に設定したものを今月、各社の戦略に合うように銘柄入替をしました。9月末につきましては、30%を若干切る程度の構成割合になっているのではないかと見込んでおります。国内株式、外国株式については、ほぼ当初の想定どおりです。国内株式45%に対して39というのは、若干低い数字ではございますが、これも昨年度の委員会の審議の中で、スマートベータやアクティブファンドもいろいろなタイプを入れていくということなので、この45%に縛られることなく、やや慎重に対応するトーンでございました。結果的に39%になって

おります。

次にパッシブファンドについてでございます。国内ファンドのパッシブファンドについては、後ほどマイナス金利対応のところと同様のことをご説明申し上げますので、ここについては割愛させていただきます。

続きまして、内外株式につきまして、アクティブファンドのタイプ別の内訳を示したものでございます。いずれも8月末の数字でございます。国内株式につきましては、約6割、緑の部分がパッシブで、ブルーの部分が一般的な、バリュー戦略やグロー戦略といった銘柄選択で取っていくアクティブファンドです。赤い部分がスマートベータで、現状R A F I 戦略とM S C I にミニマムボラティリティ戦略で、2つのタイプのスマートベータを入れております。

ご参考までに、アクティブ部分と国内株式全体の推定トラッキングエラーと括弧の中はトータルリスクでございます。この数字が1年前と比べてどうなのかを掲載しております。アクティブ部分のトラッキングエラーをごらんいただきますと、8月末時点で1.13です。各社別のポートフォリオに関しましては、相応のリスクを取っていますが、ポートフォリオ全体を合算して計測すると、やや低い数字になっている状況です。この辺の分布状況については、後ほどまたご説明させていただきます。

次が、外国株式のアクティブファンドタイプ別です。こちらはパッシブのウエートが高いですから、アクティブはご覧いただいたとおり、2割程度です。ブルーの部分につきましては、被用者年金一元化以前から契約していたM S C I - K O K U S A I をベンチマークとする先進国を主体とするファンド、赤い部分がM S C I - A C W I をベンチマークとします一元化以降募集、選定したファンドでございます。いずれも従来から説明しておりますとおり、特定地域に特化した米国特化、欧州特化といった地域特化はございませんし、現状ではエマージング市場特化というファンドもございません。グローバルなポートフォリオを構築するアクティブファンドとご覧いただければと思います。

アスタリスクとして書いておりますが、この2つのタイプが8月の時点では並存しています。このM S C I - K O K U S A I をベンチマークにし

ているファンドが従来から3つファンドがあるのですが、こちらについてはいずれも外資系の運用会社の委託でございます。マンドートとしてどちらのインデックスをベンチマークとしても、ポートフォリオそのものはほとんど変わらないことを、従来から聞いております。我々としても、これを分けて管理していく必要はあまりないだろうと判断し、9月16日以降は、このMSCI-KOKUSA I、このブルーの部分につきましても、MSCI-ACWIをベンチマークとするとマンドート変更を行っております。

続きまして、同様の表とグラフを各資産別に掲載しております。従来から、ファンド別の特色が見えるものや分布がわかるもの、あるいは相関は出ないのかといったご意見をいただいております。それについて一定の書式でまとめてみたものでございます。

まず、国内株式のアクティブファンドにつきましては、これはいずれも計測期間は、2013年の7月から本年の6月まで3年、36カ月の月次収益率で全て計算しております。AからOまでは具体的に契約しているファンドです。これは過去の契約以前のデータ、コンポジットデータを使って計測している部分が多いものですから、記号化して匿名で掲載しております。次は、我々が関係するようなインデックス、ミニマムボラティリティインデックスやFTSE-RAFIインデックス、ESGインデックスで計算して、全て配当込みTOPIXをベンチマークに見立てた超過収益、トラッキングエラーを計測いたしました。

黄色の部分が連合会アクティブ(過去の実績)とあります。これは実際、過去3年間連合会の国内株式アクティブ部分の実績を月次で集計したものを36カ月リンクさせたもので、途中でファンドの解約があったり、新規設定がございますのでその顔ぶれについては、変動があることはお含みいただきたいと思っております。

次のアクティブ合成(新ファンド含む)につきましては、この8月末契約のあるファンドを8月末の構成割合で過去3年間持っていたならばという計算をしたものでございます。実データがあるものは実データで計算しておりますし、契約前のものにつきましては、コンポジットデータで計算

したもので、これはシミュレーションということでお含みいただきたいと思えます。

それを、横軸トラッキングエラー、縦軸超過リターンというリスクリターンの散布図に示しております。目につくところとしまして、右上のほう、俗にいうハイリスク・ハイリターンの領域に2つ飛び出したファンドがございます。これは具体的な数字で申し上げますと、IとOという会社でございます。超過収益も高いけれども、トラッキングエラーも非常に高いものになっております。これは中身につきましては、中・小型株を多く持ち、特にベンチマーク、TOPIXに縛られないという運用をやっておるファンドでございますので、トラッキングエラーが高くなっています。この間相対的に中・小型株の市場環境がよかったことから、TOPIXで対比すると大幅なアルファが出ています。

一方、ポートフォリオそのもののボラティリティはどうかと申しますと、月次収益率の分散、標準偏差で見るリスクという意味では、TOPIXのベンチマークのリスクを下回っている状態でございます。ベータ値という考え方からすると1を下回ったような、感応度からするとTOPIXよりは低い。ただ、当然月次のぶれは大きいものがありますから、トラッキングエラーは高いことになっております。

左下に、実績と書いておりますが、これが先ほどご説明した連合会の36カ月間の実施の実績をプロットしたものでございます。残念ながら、アルファの出方としては非常に小幅なものにとどまっております。その少し上方にアクティブ合成がございます。これがシミュレーションと申しますか、36カ月同じ構成割合で運用していたらどういうことになっていたのかということを経験したものでございます。これは今後を保証するものではありませんが、こういうリスク分散は図りつつも、そのアルファが稼いでいけるのが目標でございます。こういったものも見ながら、今後のモニタリングを進めていきたいと考えております。

あと、トラッキングエラーとリスクの関係で申し上げますと、トラッキングエラーの6%の上の辺りに四角いオレンジ色の箱がございます。これがMSCIのミニマムボラティリティ（インデックス）の位置関係です。

ミニマムボラティリティですから、収益率のぶれそのものは小さいですが、対T O P I Xで見たときのトラッキングエラーは、それ相応に大きなものになっているというのが数字でも確認できます。アクティブ全体でそれだけアルファが取れていけるのかのモニタリングについては、手法や着眼点を含めて今後より深めていきたいと考えております。

あと、金額につきましては、そういった大きなボラティリティを持つもの、あるいはトラッキングエラーを持つものに関しましては、金額は少し控えめにミドルリスク・ミドルリターン以下のものについて、厚めの配分をするということで全体の管理を行っております。

あと、各ファンドごとインデックスとの対T O P I Xでの超過収益率の相関を取りました。これはざっとご覧いただいたとおりでございます。色がついているのがマイナスのところですので、それなりにプラスとマイナス、あるいは1とマイナス1の間にそれなりに分布しているのが見てとれます。ただ、これにつきましても、ファンドの戦略やスタイルに起因する部分なのか、純粹に銘柄選択によるものなのかといったような分析については、まだ現状手探りでございまして、今後深めていきたいと考えております。

以降はほぼ同様ですので、ポイントだけに絞らせていただきます。外国株式でも同様のことを行い、実績が過去3年の期間におきましては、残念ながらマイナスになっているということで十分成果を得られなかったです。今後については、このアクティブの組み合わせや比率の管理も含めて、アルファの獲得を目指していきたいと考えております。

同じようなことを国内債券と外国債券でも行いました。国内債券と外国債券につきましては、均等配分です。今後どういう形で管理していくかについては、さまざまな観点を深めていながら検討していきたいと考えております。

ご説明は以上でございます。

【宮井会長】 それでは、委員の皆さんから、ただいまの説明につきましてご意見、ご質問等ありましたら、ご発言のほどお願いします。

では、加藤委員、お願いします。

【加藤委員】 テクニカルな質問ですが、リスク評価の文章が載っています。この流動性リスクの評価手法、具体的な定義はどうなっていますか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 こちらにつきましては、基本的には各資産のマーケットの時価総額に対して、実際我々の当該資産の時価総額がどのくらいになっているかということです。資産によって違いますが、大体パーセンテージ的には1%を切っております。そういったマーケットの時価総額に対して、我々の積立金の割合が過大になっているかということで判断しております。

【加藤委員】 一義的にはそれでいいと思いますが、ものによっては流動性が違うので、流動性も勘案されて評価されたほうがいいのではないかと思います。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 承知いたしました。

【加藤委員】 もう1つテクニカルな話です。先ほどベンチマークとの比較をされていたときに、違いが出るのが配当の計上の仕方、価格の使い方の違いという話が出ていたと思います。ベンチマークの会社は、その配当については税金控除をしたものも出していると思います。なるべく誤解を招かないためにも、実際の運用に合ったものを使っていただくようにしたほうがいいと思います。場合によっては、ベンチマーク会社も新しいインデックスを作って対応してくれると思います。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 少し工夫していきたいと思います。ありがとうございます。

【宮井会長】 ほかに。では、甲斐委員、お願いします。

【甲斐委員】 最後にお話があったアクティブのファンドの件です。特に、国内株式のアクティブファンドについて質問します。確かに、アクティブファンドを評価するのは非常に難しく、特に短期間の評価というのは間違った結論を導きやすく注意しないといけないと思います。

お話にもありましたように、個別の銘柄で得られたものなのか、それとも戦略から得られたものか、この見分けが1つのポイントだと思います。個別要因はできれば消して戦略のよしあしだけで判断をしたいということです。

個別要因を消すためには、そこそこの銘柄数が必要だと思います。そう

いう意味では、銘柄数に対して何らかの基準を設けていますか。あるいは、どのぐらいの銘柄数であれば、個別要因が消せるのか。その辺の見方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】 戦略ごとの有効性というか、これは従来から先生からいろいろと意見をいただいています。例えば、クオンツなどで何々ファクターに基づく期待などであればわりとはっきり出てくると思います。ジャッジメンタルといいますか、アナリストが企業を評価してこう言っていますというところについては、それが全て個別銘柄選択要因に、結果としては収まってしまうと思います。各社が持っている戦略、スタイル、その部分でどれだけ得られて、ブロックというか、たまたまできたのはどれだけかというご質問だと思いますが、それについては、まず各社が持っている本来的な戦略が機能しているのかどうかを確認しつつも、数量的に何対何というのは難しいと思います。それ以外のところに出たものについては、識別していこうという意識でこれからモニタリングに取り組んでいこうと考えております。

【甲斐委員】 まさに収益源として個別要因的な、要するに企業リサーチをしていい企業を発掘するのがアクティブの源泉だということも1つあります。それから、個別の要因を消しながら戦略で稼いでいくというのがある。多分、前者と後者では、銘柄の数が違うだろうと思っています。だから、アクティブのタイプによって、適正な銘柄数はおのずから決まってきます。その辺の基準というか、あるいはマネジャーに対して、そういう指示をなさっているかどうかということなのですが。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 銘柄数そのものに関して、こちらから多い、少ないということはありません。そもそも選定の際に広く銘柄分散をしながら、薄くアルファを取っていく、リスクを分散しながら取っていくファンドもあれば、集中投資といいますか、これぞと思う会社に集中していく、あるいはその配分金額についてもほぼ等金額でやっていくのか、ある程度段差をつけてやっていくのかを聞いた上で選定しています。個別銘柄要因を消しに行くために、あえて銘柄分散を要求する、あるいは絞れと要求することはありません。あくまでも、戦略として、ポートフォリオとしてア

ルフアが取れるかということで見えています。

【甲斐委員】　　こういう問題も含めて、アクティブを評価する技術は結構高いものが要求されます。だから、今後これだけアクティブが増えてきたので、評価する側もそれなりの手法を確立する必要があります。先ほど申し上げたように、そこについて力を入れ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】　　今の話は例えばファーマ=フレンチのスリーファクターで解析してみるなど、そういうことも考えられると思いますが……。

【甲斐委員】　　それも有効であるかどうかを含めて、そういうことを言い出すといろいろ考えられると思います。そういうものを並行して推し進めていく必要があるということを知りたいです。

もう1点よろしいですか。新3階の話です。こういう具合に内容を開示していただいているわけですが、地方債と地方金融機構債がメインの資産になっています。この選択、言ってみればどちらも地方の資金調達に供するものです。これはどういう具合に選択しているのか。その選択の基準、考え方というのはどうですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】　　地方公共団体金融機構債については、そもそも地方債に対して、若干のスプレッドが乗ることがあります。特に新3階に入れているものについては縁故債であり、その場合さらに、証券会社に払う手数料分が控除されるので、地方債に比べると利回りの的に有利です。信用面については、地方債とほとんど変わらないということと、新3階については、満期まで保有するということが前提でございますので、そういった観点で、基本的には縁故の地方公共団体金融機構債をメインに入れていくことは考えています。

ただ、将来の何らかの流動性など、そういったことも加味するので、地方債も入れています。

【甲斐委員】　　それで結構だと思います。

【宮井会長】　　では、徳島委員、お願いします。

【徳島委員】　　私も、新3階について、2つほどコメントさせていただきたいと思います。今、甲斐委員からもご質問のありました地方公共団体金融機構の縁故

債につきまして、先般機構のIRの際に直接お伺いしました。縁故債は欲しいときに欲しいだけ出していただけるのですかと、機構はALMも考慮しながら発行年限を考えたいと回答されていました。実際、機構の縁故債は、被用者年金一元化が始まってから、今まで10年債しか出していなかったものを、超長期債で出していただいている状況です。これがいつまでも続くのかどうか。地共連が中心になると思いますが、うまく連携していただいて、機構の縁故債を何とか死守していただけたらと思っています。

それから、2点目でございます。これはもう少し大きな話になります。新3階につきましては、簿価評価で運用されていますので、収益率という意味では、ほぼ平均直利を見るのが適切かと思いますが、今0.5%です。この新3階につきましては、1%ちょっとくらいの収益率がないと、将来の給付に悪影響があるという説明を受けていたように思います。

現状のマイナス金利、それから今般の長短金利操作付量的・質的金融緩和という日銀のオペレーションを考えている中では、なかなか収益率の水準を大きく上げること、特に10年、20年のラダーを均等に持っている形は、少なくとも日銀が10年を0%前後にコントロールすると言っている中で、当初予定していた利回りを確保できないのではないかと考えられます。今後こういった形で、新3階の運用を見直していくのか。このまま収益率が足りない状態の中でいつまで突っ走っていくのか。

新3階につきましては、必ずしも1・2階と同じタイミングでの財政検証という作業ではなくて、別途、財政融通が存在することを考えますと、地共済とKKRとで一緒に考えていかなければいけないテーマだと思います。すぐにとはならないと思いますが、こういったタイミングで新3階を組み直すかを今後考えていかないといけないと考えています。

以上です。

【宮井会長】 ありがとうございます。ほかの委員、何かありますか。

では、和田委員、お願いします。

【和田委員】 2つ目の資料の国内、国外のアクティブについてです。まず、国内については、AからOまでファンドの情報を出していただいてありがとうございます。それで、理想的には個別のファンドについて金額もしくは投資

比率を出していただきたいのですが、それが難しい場合には、少なくとも投資金額の最高ないし最低の情報ぐらいは出していただけると、先ほど定性的にはリスクの大きいものが投資比率を下げるというお話がありました。もう少し定量的な金額を出していただけると。

あと、もう1つ、アクティブ合成が括弧に囲んで書いてあります。これはミスリーディングだと思っております。今ファンドの数や構成内容が非常に安定的に移行している場合にはいいと思いますが、今急激に数を増やしていろいろ変わっている段階で、それにもかかわらず過去3年同じだったらどうだと考えるのは、若干危険だと思います。あくまでも実績の赤三角を強調して、アクティブ合成はやるのだったら計算方式を変えて、もっと短期でやるかしないと。またファンドも変わります。これは書き方を変えないと、ミスリーディングになるという感想を持ちました。

以上です。

【宮井会長】 今の件について、事務局はどうですか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 金額については、表示方法を含めて検討させていただきたいと思います。このアクティブ合成につきましては、私の説明も舌足らずなところがありました。シミュレーションとは言いましたが、ただ、同じような同列で出すとたしかに誤解を招きます。今ご指摘のあったように実運用期間として出すのか、これは明らかにシミュレーションですともう少し強調するものにするのか、表示方法については少し検討させていただきたいと思います。

【宮井会長】 ほかに、ご意見等ありますか。

それでは、時間も押していますので、次の話にいきたいと思います。今度、協議事項ですね。まずは、オルタナティブ資産への投資に当たっての当面の方針について、事務局より説明をお願いします。

【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。私から、オルタナティブ資産への投資に当たっての当面の方針についてご説明申し上げます。

まず、前回5月25日の委員会におきまして、今年度の大枠として投資目的、インカム収入の強化を図っていくことも含めて、不動産投資を1つ

念頭に置いた議論をさせていただきました。今後、各項目についてどうい
う留意点が必要なのかをご審議させていただく形でお諮りしました。今回
は、その各項目について、この5月以降進めたもので協議をさせていただ
く内容にしております。

まず、投資意義、投資目的につきましては、2つ、これは基本方針や運
用方針からの抜粋で、特段目新しいものではありません。キーワードとし
ては、分散投資や安全かつ効率的な運用を行うことを目的とするという大
方針が掲げられております。

それに加えて、オルタナティブ資産への投資目的はこの各方針に定
めるところではありますが、現下の超低金利環境の長期化を踏まえて、今
後の年金収支不足に備えた安定的なインカム収益の確保の観点を重視する
ということです。分散投資という考え方のもと、このインカム収益の確保
を重視した検討を行っていく形で定めております。

次は、不動産についてほかの資産との収益率の推移や相関を載せたもの
です。これは国内不動産の指数ですが、ほかの資産に比較して相関性が低
く、ゼロ近傍に各資産に対してあるということで、分散投資という点から
は効果があると考えております。

続きまして、具体的な諸項目についての方針でございます。運用対象、
資産区分とあります。オルタナティブ資産の運用対象として、不動産、イ
ンフラストラクチャー、プライベート・エクイティを候補とします。これ
は地共済全体の基本方針の枠組みに沿ったものでございます。それぞれど
ういう資産区分に計上するかについては各プロダクトのリスク、リターン
の特性からそれぞれ分類すると。インカム収入をメインとするであろう不
動産、インフラストラクチャーについては原則として債券に、プライベート
・エクイティは株式にという大きな枠を設定することにしたいと思っ
ています。

次がもう少し細かな運用方針、各タイプ別の方針でございます。まず、
運用対象資産でございます。これは繰り返しになりますが、当面はインカ
ム収益の確保及びリスク抑制の観点から、投資ストラクチャー上、最終的
な投資対象資産が特定されるとともに、投資に関するリスクが他のオルタ

ナティブ資産に比べ限定的とされる不動産を投資対象とするとしております。インカム収入と、あとは対象資産が特定されて、リスクがインフラやプライベート・エクイティに比べますと、見えやすいということで不動産を当面の投資対象にするとさせていただいております。インフラストラクチャー、プライベート・エクイティも排除するものではございませんが、今後の組織体制の整備状況等を踏まえて引き続き検討していくと、ここでの優先順位をつけさせていただいております。

不動産とした場合に、いろいろな戦略がございます。一般的に言われている戦略分類として、コア、コア・プラスといった比較的安定したものとバリュー・アッド、オポチュニスティックといった開発案件の比重が高いものに分類されるかと思えます。投資初期におきましては、リスク抑制という観点がございます。レバレッジの低さや投資物件の稼働率の高さから、相対的に低リスクと考えられるコア、コア・プラスの戦略を中心に、グローバルの市場規模等を考慮して、慎重にポートフォリオを構築するとさせていただいております。ですから、更地にビルを建てる、老朽化した施設を解体もしくはリニューアルして新しいものにつくり変えるということではなくて、今あるオフィスビルやマンション、流通センター、こういったもので稼働率の状況などもある程度見通せると、こういったものを中心に慎重に選定をしていくと考えております。レバレッジの水準についても、明示的に何%というところで基準を引くものではありませんが、安定的なインカム収入の確保という観点から相対的に低い水準とするとしております。

一般的なレバレッジ水準ということで、各タイプ別のざっくりとした水準を、書いております。資産に対して半分程度くらいまでがいいところなのかと考えています。かつコアとコア・プラスに関しましては、結果的にリターンがインカム・リターンとキャピタル・リターンに分かれることはあると思えます。基本的には、想定されるリターンは、家賃やオフィス賃料ですので、想定するリターンのほぼ大部分についてはインカム収入と考えております。こちらについても投資目的に合致したものであると考えております。

次に、運用方法・ストラクチャー等で、いろいろタイプ別によく言われるものを並べております。①としまして、直接投資、共同投資、ファンド投資と3つ並べています。当面はマネジャーの運用能力、運用体制等を主な投資判断材料、モニタリング項目とするファンド投資、要するにファンドを組成して運営している会社のこういった能力を判断材料とするという形で、ファンド投資を視野に入れて投資残高の積み上げを図っていくと考えています。ただ、実務経験、将来的には体制整備等が進展して、有望なものが出てきた場合には、直接投資、共同投資等も検討する形にさせていただいています。当面の運営については、ファンド投資となろうかと思っています。

次以降は、特にどちらでなければいけない、あるいはどれを排除するというのではなくて、間口を広く取ろうということです。シングルファンド、ファンド・オブ・ファンズ、これもどちらでなければいけない、どちらはいけないということではなくて、投資戦略、投資目的との整合性に基づいて判断すると。オープンエンドとクローズドエンド、これについてもテクニカルな違いはありますが、それぞれの商品性に基づいて、判断していく。エクイティであるかデットであるか、こちらについても同様の商品性を精査した上で判断していくとしております。

ゲートキーパーの活用につきましては、記載のとおりでございます。オルタナティブ投資特有の事柄として、情報入手が難しい、投資期間が限られていて投資キャパシティが限定されるというようなこと、分散による管理の困難性といったことから、ゲートキーパーを活用することがあることを併記させていただいております。

続きまして分散の重要性です。オルタナティブ資産につきましては、低流動性といえますか、非上場であるのでそういった特性がございます。あと価格変動に伴う標準偏差で測れるリスクは抑えられる。要するに、上場リートは別ですが、日々例えばプライスがついているものではなくて、リターンについてはインカム収入がメインになります。こういったリターンの標準偏差ということから考えるものについてのリスクは抑えられます。流動性リスクや景気サイクルの変動に伴う収益性の変動、こういったリス

クは伝統的な資産とは違って高いものがあります。このリスクに対して、主に地域、セクター、時間を考慮した分散を図っていくことで、軽減を図っていきたいと考えております。

ひとつめは地域です。国内外を問わず、対象資産の市場規模、異なるマクロ環境、地域間の相関等を考慮し、グローバルに広く分散するという一方で、着眼点をずらっと並べさせていただいています。特定国の特定地域や、国内においても特定のエリアだけに集中することを避けつつ、分散を図っていくことを考えております。セクターについても同様で、主な物件用途として、オフィス、住宅、ホテル、物流といったものが想定されます。景気感応度の違いによって、物件価格や賃料推移が異なってくると。景気感応度が高いオフィスと、あまりそれに大きく左右されない住宅、マンション、それぞれ特性が違います。主要セクターに広く分散した選定を心がけていきたいと考えております。

続きまして、時間分散を挙げております。これはこちらもオルタナティブの固有の話で、流動性が非常に低いことがあります。通常の伝統的な資産と違って、売って買ってというのを自在に行えるものではありません。不動産の特性を考えるとマクロ環境に左右されると、投資時期によって期待、リターンも変わってくることがありますので、時間分散を図った投資を行うと。これも購入価格の平準化という観点だけではなくて、我々も新しい流動性の低い資産で、新しい資産カテゴリーの中で投資していきますので、投資のエクスポージャーといえますか、残高をある程度時間をかけて段階的に積み上げていくと。こういった観点での時間分散も含めて考慮していきたいと考えています。

次が当面の投資計画です。あまり明確な数字や時期は明示していません。今後もろもろの検討を深めていって準備をしながら、進めていきたいと考えています。基本方針に定められているものとしては、厚生年金保険給付積立金の資産全体の5%の範囲内、これは基本方針に定められていますので、この範囲内で行っていくと。「投資にあたっては」というところですが、市場サイクルを含め市場動向を見極めつつ、継続的に投資をすることで時間分散を図るということです。これも何年がいいかは諸説あろうかと思ひ

ます。下に4つ、海外年金の事例を載せています。投資残高については、少しずつ段階的に積み上げていくのが一般的かと思われます。その年数で分散しながらやっていくことを考えております。

続きまして、少し細かくなりますが、募集、選定に当たっての考え方でございます。マネジャー・セレクションとしておりますが、伝統的資産と異なりまして、募集をかけて一定期間で評価をして、用意ドンで資金配分ということがなかなか難しい。資金の受入時期が運用者によってはまちまちであるということです。まずは、期限を定めないマネジャーエントリー制といったもので、委託機関の募集を始めると。マネジャーエントリー制も幾つかの団体で試験的に導入されています。機動的に委託機関の入れ替えを可能にするために、事前に候補となる運用者を登録して随時選定、設定をしていくということですが、個別の細かいところについてはまだ検討を加えていく必要があります。こういったマネジャーエントリー制で、まず募集をかける形で考えております。

具体的には、選定段階以下の部分でございます。ここでは3つの段階に分けております。1つ目として、初期の確認（チェックシートによる確認）とあります。マネジャーエントリーをかけますと、おそらく多くの運用機関、多くの商品がどっと応募に来ると思われれます。それにつきまして、まず一時的な初期段階としましては、このあらかじめ定めたチェックシートによって一定の要件を満たしているか確認すると。ここでふるいにかける作業をしたいと思っています。その上で、ここは有望だ、おもしろそうだといったものについては、2つ目の質問書に基づく評価に進んで、定量・定性両面についての質問書を送付して、その回答をもとにより詳細な評価を行うというRFPを行う、依頼する形で考えています。その中でさらに絞り込みを進めていきまして、最後にヒアリング、運用者訪問による精査という段階に入っていきます。さらには、書面だけではなくて、ヒアリングや物件訪問、実地調査で、ほんとうにプロダクトが期待できるのか、有望なのかを見極めていきたいという形で3段階のプロセスを考えております。

その際の審査項目については、今申し上げたこととかなり重複しますが、

各段階におきまして、以下のような項目を考えております。チェックシートにつきましては、主に形式的な基準をもとに、一定の要件を満たしているかをふるいにかけるものです。運用機関の概要や組織・体制、プロダクト概要といったものに関して、陣容や規模など定量面を中心にと書いていますが、定量評価をするということではなくて、人数や経験年数、こういった数字やボリューム感で評価できるようなものを中心にチェックをしていくことを考えています。

次に質問書でございます。こういった項目に加えまして、商品そのもの話、運用哲学やプロダクト内容、こういったものについて、定量・定性面から評価を行うプロセスを想定しております。

最後に精査です。こちらについては、運用者、会社の評価とプロダクトの評価、これは定性面を中心に行っていくことになろうかと思えます。これで最終的な投資判断、選定評価としていくこととなります。

審査項目につきましては、アクティブマネジャーの選定のときと、大きな項目としてはそう変わっていないかと思えます。長期にわたる投資になりますし、当面考えているのは不動産ですが、不動産に限らず、人材や組織のノウハウ、こういったところについては、より深く見ていく必要があるかと思えます。リスク管理などにつきましても、このプロダクト固有の管理項目、管理方法がありますので、その辺についても十分把握していく。さらには、クライアントサービスといいますか、情報開示がどうしてもなかなか得られないようなことを一般的に言われますので、プロダクトなり、会社がどの程度のディスクロージャーをしてくれるのか、あるいはクライアントサービスとして、我々のリクエストに迅速に対応してもらえるのかについても、重きを置いて見ていくことになろうかと思えます。

続きまして、リスク管理でございます。オルタナティブ資産につきましても、伝統的な資産と異なることがあるという認識のもとで、以下のようなことを考えているということでございます。投資後のモニタリングとしては、選定時のポイントに準じて推移や変化を確認する。それが妥当なものなのか、不安はないのかといったことを確認していく。あと、モニタリングの頻度につきましては、マネジャーの定期的なディスクロージャーに

加えて、日常的なコミュニケーションということで、運用内容の変化、変わったことは起きていないか、逆に市場でいろいろなニュースが出てきたときに、それに対して運用に影響があるなしといったことも含めて、コミュニケーションを十分とっていくことが必要と思っています。

定量面、定性面の観点を挙げています。メインが安定的なインカム収入の確保ですので、その実績を確認して、運用者の保有案件や投資行動を踏まえ、将来にわたって期待通りの収益が見込めるかを確認していくところが評価の目線になってこようかと思います。対象資産の特性やマネジャーの戦略との整合性を踏まえて、マネジャーの能力評価に適したベンチマークがある場合には、その汎用性を考慮して相対的な実績評価を行います。伝統的な資産のように、統一的なベンチマークでこれと、これに対して勝った、負けたと一律にやることは難しいと思います。そういった適切なものがある場合には、そういったものの相対評価を行っていくことを併記させていただいています。

定性面のモニタリングにつきましては、定性評価は特に大事ですので、その重要性を十分に認識しまして、投資プロセスの変更等において期待を損なうような変化がないことを確認することです。これは項目としては多岐にわたります。選定した当時の期待を裏切るようなことがない、そんな不安がないことを確認しながらフォローしていくというように考えております。

次に、ベンチマークです。先ほども申しましたが、汎用的にこれと、あるいはこれと比較するとまず優劣が評価できるものは全体的にはないと考えています。ただ、オルタナティブ資産の枠内では、戦略に沿ったスキルを評価するためのいろいろな団体が公表しているベンチマーク、あるいはそういった関連指数など、こういったものがあります。この辺のデータ等についても、少しずつ整備が進んできていると考えております。この辺については適切にふさわしいものがあれば、こういったものの相対評価もしていくことと、あとはなお書きに書いてありますが、ベンチマークにとられることなく、より適切などというのは当然そういった指数対比などでは評価しきれない部分が多々残ってきます。こういったものについても、

幅広く検討していくとさせていただきます。

最後、組織体制とあります。これまでいろいろな運用機関からの説明に加えて、コンサルティング会社等からの情報収集や先行する他団体からの話を聞けるところについては、いろいろ留意事項や苦勞話を聞いてきて、これも今の方針をつくっています。共通して言われるのは、こういう中長期でコミットできる人材、長期投資になりますので、長くフォローできる人が必要でしょうということと言われています。その辺は1つ念頭に置いたもので考えていく。

ただ、投資初期においては、相対的には低リスクの戦略・プロダクトを中心と考えていますので、現行の委託運用管理体制のもとで対応します。今後につきましては、投資エクスポージャーの積み上げや新しいタイプの投資機会の拡大を視野に入れて、専門人材の配置や専従チームの新設を含めたことを検討していく形で、これは今ここの段階で何をというようには申し上げられませんが、こういったことを念頭に置きながらと考えております。

これ以降は資料編ということでつけております。こちらにつきましては、もし何かご質問があれば頂戴、賜りたいと思います。

一旦、私からの説明は以上でございます。

【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、発言よろしくお願いたします。

では、俊野委員、お願いします。

【俊野委員】 オルタナティブ投資で不動産を中心に、まず私募不動産ファンドとか、私募リートファンドなど、そこら辺が中心的な内容、当面のターゲットになっていくだろうと考えられます。いろいろと詳細に初期段階から相当、論点としてはかなり網羅されていて、かなり検討も進んでいるのではと思っております。コア・プラスなどを中心に検討していくとのことですが、ビンテージの分散も重要性が高いと思われれます。不動産の場合ですと、どうしても売却した場合の売却金額によって、最終段階で相当大きくリターンが減少することもよくあると聞いております。

そうしますと、ある程度年限の分散をしていませんと、出口を迎える

ときのタイミングによって、大きくリターンがぶれるということも起こってくるのが想定されます。ある程度計画的に、時間を分散することによって、そういう売却時の不動産市況のリスクも分散できることになります。その点は十分に留意して、ご検討されているというように事前のヒアリングでもご説明がありました。是非とも、このようなビンテージの分散なども併せて、検討を進めていただければと思います。

今回のご説明の中では具体的に触れられていなかったところで、ご確認をさせていただきたい点があります。不動産の場合ですと、債券の分類ということになると認識しております。債券の位置づけの中のアセットクラスとして、ベンチマークの問題も含めて、不動産の位置づけをどうするのかを、もう少し具体的に検討していただければと思います。

今の分類ですと、NOMURA-BPIがベンチマークになって、それとの間の超過リターンを見ることになります。不動産をサブアセットクラスとして位置づけて、何らかの別のベンチマークをおくという考え方もあります。そこら辺の資産構成の位置づけといたしますか、おそらく今後、管理上重要性が出てくると思いますので、そこら辺のご検討もしていただければと思います。

それから、5%というオルタナティブ全体の投資枠があります。そうしますとおそらく、参考資料の中に海外のインターナショナルな不動産市場のご説明がありました。そうすると、外国債券の位置づけとしての海外のリートなども入ってくるのかという印象を持ちました。当面は国内の不動産だけでいくのか、海外の投資対象もご検討されているのか、そこら辺のお考えも教えていただければと思います。

多分、私の理解だと、国内債券に関して、金利上昇リスクなどもあり、喫緊に火がついてくる可能性もあります。国内債券の逃げ道といたしますか、分散の一環として、当面手当てをしていくのが、おそらくは合理的な考え方だと思います。そのため、国内の不動産を中心に、国内債券の代替という位置づけで5%の枠を使っていくのが、おそらく標準的な考え方ではないかという気はします。念のために、国内中心でいくのか、海外も考えていらっしゃるのかも、教えていただければと思います。

最後になりますが、ゲートキーパーの問題もあります。海外の公的年金などでは、ストラテジック・パートナーという呼び方をされるかもしれませんが、どうしても不動産投資は、かなり難しい側面がありますので、いろいろな選択肢がある中で、フィーの問題との兼ね合いもありますが、助言を求めることができる運用会社さんがあると非常に心強いのではないかと思います。あとファンドを採用されますと、採用されている運用機関さんからいろいろと教えていただけます。また、ベンテージの分散などで複数の運用機関さんを採用される場合には、いろいろな情報が出てくると思います。それで足りるのかもしれませんが、もしフィーの問題などであまり高くないのであれば、どういうファンドが今後有望なのかなどの見通しも含めまして、いろいろと助言をもらえる運用機関を採用されるのは非常に有益ではないかと考えられます。ぜひとも、ゲートキーパーないしストラテジック・パートナー、呼び方はいろいろあると思いますが、外部の助言を求めることも念頭に置いて、ご検討をしていただけるといいと考えております。

いろいろと項目が多くなりましたが、とりあえず以上です。

【宮井会長】 今の質問、コメントなども混じっていましたが……。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 ありがとうございます。まず最初、前段部分の仕分けや管理方法につきましては、これはまだこれから決めなければいけないものが大半でございます。インカム収益をメインとしているタイプであれば、内外債のどちらかになるでしょうし、為替リスクの有無ということで判断していくと。資産クラス全体の政策ベンチマークとの比較はもちろんのことながら、このプロダクトの評価は別建てでやっていきます。今の時点で、たとえば不動産カテゴリーを設けるなどまでは検討は進んでいません。それについては、一定のルールを持った上でやっていきたいと思っています。

あと、内外につきましては、特に国内に限定するものではなくて、海外もいいものについては見ていくと考えております。ゲートキーパーにつきましても、ご説明の中で触れましたように、必要に応じて、有効なものについては、検討の対象にはしていきたいと考えております。

【宮井会長】 それでは、和田委員、お願いします。

【和田委員】 1点だけ。前回、徳島委員がおっしゃった点に関連するのですが、地震及び耐震性という観点がありました。今回、個別の不動産には投資されないことで、直近でリスクはないのですが、地震が起きると壊れた建物については当然レントが入ってきませんし、壊れなくても古いものから新しいものに人が移るといった点があります。

今回はファンドですから、木造は関係なくて鉄筋コンクリートだと思います。日本の場合は1981年基準があつて、それ前後の設計段階でかなり耐震基準が違ってきます。その地震はアグリゲットショックなので全部に関係してきます。あまり古い不動産というのは、日本に関しては持たないほうがいいと思います。

以上です。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 ありがとうございます。それも商品精査の中で、どれぐらいの経年のものがどれぐらい出回っているのかも、私は詳細には存じ上げません。当然収益物件に投資するわけですから、その点も考慮した上で選定を進めていきたいと思っています。

【宮井会長】 ほかに。では、徳島委員から。

【徳島委員】 先ほどの俊野委員の2点目のご質問に絡みますが、今回、不動産投資を始められるに当たってかなり緻密に整理され、とりあえず色々な投資手法ができる形に整理されていらっしゃると思います。その中で、やや分散の重要性に関する記述について、少し違和感を覚えます。

というのは、中でも、分散の重要性に関する地域のところです。ここで「グローバルに広く分散する」と書かれてしまっています。私は、先ほど西部さんからご説明もあつたとおり、為替リスクをもって外国債券に分類される不動産投資を行う場合の他に、為替リスクを抑え日本国内の不動産に分散投資を行って、俊野委員が言われているように、国内債券のインカムの代わりに取りに行くという投資行動はあるだと思います。ここまで「グローバルに広く分散する」と書かれてしまわないほうがいいのではないかと。「グローバルに広く分散することもある」ぐらいでないと。このままの表現だと日本国内の不動産のみに投資するファンドを排除すると読めなくも

ありません。そういった趣旨では決してないと思います。グローバル分散、実際にグローバルに分散したとしても、投資対象としては欧米主要国しかありません。不動産投資に関して分散、特に地域分散をあまり強調し過ぎないほうがいいのではないかと思います。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 ありがとうございます。「国内、海外を問わず」という文脈の中でありましたので、頭の部分とお尻の部分が分かれてしまいました。海外につきましても、「広く」というのはいたずらに対象国、対象地域を増やせばいいという話ではないです。特定国の特定地域には集中し過ぎないなど、そういった意味でございます。ここについては「分散に考慮する」など、そういった形で今後検討を進めさせていただければと思います。

【宮井会長】 それでは、甲斐委員、お願いします。

【甲斐委員】 リートですと、かなり厳格な評価が規制事項としてあり、透明性も高いです。こういう不動産ですと、とにかくその辺がわかりにくくどうクリアするかは1つの課題だと思います。

例えば、時価評価1つにとっても、誰がどういう規準でやるのかですね。そのやり方によっては、ベンチマークとの対比があまり意味を持たなくなることも十分起こりえるわけです。収益を計算するプロセスをもう少し詳しく教えていただけますか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 評価の妥当性については、当然商品の選定といたしますか、精査の中で、今ご指摘のあったような鑑定評価を誰がどのような形でしていくのかは確認していくことになると思います。それが妥当な、聞いたこともないような人がよくわからないロジックであることではないことが大前提になってくると思います。そういったものをいかに幅広く、的確にディスクロージャーしていただけるのかも、ファンド選定の評価の中での大きなファクターになっていくと思います。今、まだ具体的なものを見ていない中で、何であればいい、悪いはなかなか申し上げにくいですが、そこは十分精査した上で、選定を進めていきたいと思っています。

【甲斐委員】 だから、報告者がしっかりした基準でもってやるなど、そこに期待するのはもちろんですが、ファンドの委託者として、ここにも書かれています

が、専従チームの新設も検討すべきです。かなり個別性が強い投資対象なので、不動産やインフラの専門家がいたりというようなどころまでお考えになっているとしたら、これは相当の期間とコストがかかるわけで、そういうことまでやろうとされているのか。

一方、前から言っていますように、機動的運用、裁量幅が広がっているので、エコノミスト的な機能強化も必要とされているわけです。そういう意味で、オルタナティブが出てきたからここは強化というよりも、全体としてどういう人材を今後育成しようとしているのか。かなり運用の中身が変わってきていることもあって、不動産だけに焦点を当てるのではなくて、全体の人材育成プランのようなものが出された上でこの部分はどうかと考えるいただきたらと思います。

【酒巻財務部長】 財務部長の酒巻でございます。今仰った件につきましては、ちょうど一元化が終了して一段落したところというタイミングもありますので、オルタナ投資も含めまして、財務部全体の組織や人材のあり方など検討して進めてまいりたいと思います。

あと、少し話を戻らせていただきます。先ほどの徳島委員のご指摘のありました点です。分散の重要性です。地域のところは先ほどのご指摘を踏まえまして、「グローバルな分散を考慮する」という趣旨の文言に修正をさせていただきます。

【杉田事務局長】 体制強化でいうと、ご指摘のように一元化があっても全然違う状況ですので、そもそも論をかなりしています。その中に、地共連と連携しながらどのように強化するかということで、今年度平成28年度でいうと、リスク管理部門で1人増員しました。そもそも情報の整理や先ほどおっしゃったエコノミスト的な分析、それを担当する要員ということで1人増員して取り組んでいるところです。

【宮井会長】 それでは、加藤委員、お願いします。

【加藤委員】 確認ですが、国内の不動産は国内債券クラス、海外の不動産は海外の債券クラスに分類するという理解でよろしいですか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 中身によりけりですが、基本的には国内物件については円ベースのインカム収入ですから、国内債券が妥当だと思います。海

外のものについては、これも為替をどうするのかという議論がまだ十分詰まっていないですが、為替のエクスポージャーが残るものについては、外国債券になるのかということです。あくまでも、リスク、リターン特性に応じてということなので、微妙なものについては取扱いをどうするのかは、今後検討していくことになろうかと思えます。

【加藤委員】 わかりました。本来の目的に沿った形で分類していただければいいと思えます。

それから、もう1つです。今後の全体のスケジュール感がよくわかりませんでした。当面は、具体的にどういうことからスタートして、どのように進んでいくのでしょうか。甲斐委員のご指摘の点、最初に人を雇うところから始まるのでしょうか。今日これは答申されると思いますが、その後の全体のスケジュール感があれば教えていただきたい。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 最後の項目で触れましたとおり、この不動産に関しては、今の体制下で慎重に進めていくことを想定しています。まだ今後詰めないといけない項目が結構ありますので、詳細が詰まり次第、まずマネジャーエントリーといたしますか、募集をかけるところが第1ステップかと考えております。これは何月からと具体的に想定しにくいですが、なるべく早く体制は整備してと考えています。

あと、実際の投資につきましては、出てきた商品や投資可能のキャパシティによります。これについても、何月ごろを想定するのは今お示ししにくいですが、体制を早く整備して評価、選定を進めていくということで、どうかご理解をいただければと思えます。

【加藤委員】 マネジャーエントリーからスタートすることであれば、先ほどの分類でいうと、シングルファンドからゲートキーパー活用のようなものまでであると思えます。それはある程度広めにエントリーを受け付けるという理解でよろしいですか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 そうですね。エントリーの目的が広く募集を募ることですので、そこで余り限定してしまうと取りこぼしが出てきます。入口段階では間口を広くということになろうかと思えます。

【宮井会長】 それはマネジャーエントリーまで、今年度中にやるということでもいいで

すか。それもまだ検討中ですか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 これは今後の詳細項目の詰まり具合ですが、目標としては、なるべく早くかけたいと考えております。その状況については、この委員会で随時ご報告させていただきたいと思います。

【宮井会長】 それでは、次のテーマに移りたいと思います。マイナス金利政策下での国内債券運用について、これは事務局から説明をお願いします。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 引き続き、西部から、資料をごらんください。マイナス金利下の国内債券運用です。

まず、議論の前提としましては、「国内債券のカテゴリーの中において、投資対象債券の多様化や手法の拡大によって、過度なリスクは避けつつも収益率の向上を図っていくことを考える」というものです。次に、投資対象は今回の議論は厚生年金保険、1・2階部分とさせていただきます。旧3階につきましては、28年秋以降に積立金が確定、清算されます。それによって、基本ポートフォリオの見直しが行われる可能性があるということで、その内容が固まり次第、これと同様の検討をします。本日の議論は、厚生年金の部分というたてつけにさせていただきたいと思います。

現状としまして、厚生年金部分については、NOMURA-BPI総合をベンチマークとするアクティブ・パッシブ運用を行っています。まず、先ほど割愛させていただいたパッシブ運用の運営方針でございます。これは以前募集をかけるときに、各委員様に対しては募集をかけますということでご報告を申し上げました。

ファンドの設定については、新たな資金追加は行わないで、これまで連合会が持っていた債券を現物移管により設定するという事です。運営の中身につきましては記載いたしましたとおりです。NOMURA-BPI総合が大体8割強国債であるのに対しまして、本連合会におきましては、国債の保有比率が2割ぐらいで、半分位が地方債で、種別構成はかなり異なっております。ただ、パッシブという位置づけ、市場に連動する収益を目指す位置づけから、金利リスクについては抑制すると。デュレーションなどについては、ほぼ一致させた形で種別構成の乖離を許容した、条件付きのパッシブ運用というイメージで、今、運用計画を詰めているところで

ございます。ですので、パッシブについては、B P I 総合、ベンチマークとしつつも、スプレッドの部分で幾ばくかでも高いリターンを残していきたい意味での運用を進めていきたいと考えております。

次に、既存アクティブの状況です。アクティブファンドにつきましては、被用者年金一元化後に募集、選定したもので、現在8社ございます。各社の戦略に基づいてアクティブ運用を行っています。8月までのところで見ると、超過収益を確保できています。このアクティブについては、一旦各社の戦略で少しでもアルファを稼いでいくべく、フォローしていきたいと考えています。

今回、本日の議論の対象は、投資対象戦略の拡大です。先ほど議論させていただいたオルタナティブなども、利回り向上ということで考えていますが、これの規模拡大にはかなり時間がかかるということです。この議論の対象としては、パッシブ運用の一部をいかに利回りを上乗せできないかというような論点で考えていきたいと思っています。パッシブ本体の本丸の部分につきましては、先ほどご説明したとおり、地方債や機構債といったスプレッドを持つ債券で利回りの維持を図る予定です。

それに加えて、代替的な戦略で利回り向上を図れないかと考えております。ヘッジつき外債や米国の地方債、MBSといったものが世間一般では言われているところかと思えます。あと、アンコンストレインド債権や新興国債券、ハイイールドといったものも1つ、一定の投資下ではこういうものも見ています。ただ、国内債券パッシブの補強という位置づけで考えていますので、あまり国内債券あるいはNOMURA-B P I 総合から特性が大きく離れると、趣旨が異なってまいります。そういった意味で、商品が多岐にわたるアンコンストレインド債券や新興国、ハイイールドといったものは、一旦この候補からは除外すると考えております。

その辺をデータで見たのが、次の図と表でございます。図は、一番左の縦軸のリターンの3%の横辺りに、白黒で恐縮ですが黒いひし形があります。これが国内債券、B P I 総合の位置関係です。ヘッジつき外債の幾つかの戦略や、代替戦略の候補を過去のインデックスデータやファンドリターンからプロットすると、こういった形になってきます。その丸で囲ん

だ辺りがリスク対比リターンで考えると、対象になるかと。リターンは高くても余り大きなリスクを取ると、国内債券の補強という趣旨からすると、少し離れてくるのではないかと考えまして、この辺りを中心に。そうしますと、黒い三角の部分がヘッジつき外債のアクティブ運用ですが、インカムを重視したような戦略のものになります。黒い四角はヘッジつき外債のパッシブやアクティブになるということで、この辺を中心に考えています。

さらに、データで見ますとその下の表です。これは過去10年のデータを用いて、リスク、リターンや相関、NOMURA-BPI総合に対する相関を見ているものです。例えば、表の上のヘッジつき外債が3つ並んでいます。BPI総合に対する相関を見ると、大体0.5前後ということで、ほかのものに比べると相応に高いです。リスク特性の乖離を一定に抑えるという意味では、この辺が候補になるのは妥当かと考えました。

具体的な内容につきましては、組入れ効果、実際債券のポートフォリオにどれくらい入れると効果的なのかを、代替戦略を国内債券のポートフォリオに5%入れたらどうなる、10%入れたらどうなるというのを、これも過去10年のデータで検証したのが次の図表でございます。この有力候補として考えておりますヘッジつき外債等につきましては、いずれの図表で見ても5%、10%という組入れ比率に応じて、それなりの投資特性、投資効率の上昇が期待できる結果が出ております。

あと、現状の我々が持っているポートフォリオ等と比較してどうかという検証が、マイナス利回りを補うための組入れ比率でございます。今流通市場でかなりの銘柄がマイナス利回りになっていると。ここではデータは6月末のデータを使っています。BPI総合の構成する銘柄で見ますと、マイナス利回り部分の割合が53.6%と半分を若干超えていると。連合会が持っているのは、もう少しスプレッドを持った債券が多いものですから、30%程度です。そのマイナス利回り部分のリターンが、マイナス0.3%、マイナス0.13%であります。この部分の利回りをリカバーするために、こういった代替戦略をどれくらい入れればいいのかを試算しました。代替戦略の期待収益、アルファの想定を0.75といった上で計算しますと、BPI総合でマイナス部分をリカバーしようとする、12.4%ですが、連

合会の部分でいうと3.5%です。これは保有銘柄の違いによって必要所要額が変わってきます。ですから、先ほどの5%、10%という有効性と、この12.4%と3.5%という所要額、この辺を合わせ見まして、検討を進めていきたいということでございます。

次は、データと各資産の特色でございますので、割愛させていただきます。今ほとんど申し上げましたが、案を載せております。これも、定量面、リターンの面からの判断と定性的な判断で、符号化して総合判断としました。ヘッジつき外債のパッシブ部分については一重丸、ヘッジつき外債のアクティブ部分、インカム重視と言われるキャリーといいますか、ロールダウン効果を重視したようなもの、これについて優先順位は高めているということでございます。ほかのものが全くだめということではないのですが、明らかに新興国、ハイイールドは全く別のリスクをはらみます。米国の地方債やMBSに関しては、個別の銘柄を考えれば有望なものというところもあるでしょう。アクティブ戦略の中で持つ分には有効かと思いますが、その特化型のファンドで持つことに関しては、ここでは優先順位を落とさせていただいています。

次が結論部分でございます。では、こういった候補になるものを絞っていった上で、どれぐらい入れるのが効果的なのかということにつきまして、先ほどのマイナス部分をリカバーするという数字の範囲の中で、幾つか考えてみたのが、その表でございます。これもcの10%のところにアンダーラインを引いて、これを当面のめどと考えております。これの10%、なぜ9%でないのかは明確な根拠はありませんが、今後持っている地方債や機構債がデフレ調整の過程の中で、少しずつBPI総合に近づいていくことはやむを得ないと思っています。12.4までいくことはないと思いますが、その間の中で若干高いところを目安と置いている形にしております。

アクティブ・パッシブ、どちらに位置づけるというか、集計するかに関しましてはパッシブの底上げ度を主眼といたしまして、今アクティブ対パッシブは3対7ですが、この7の中の内数として最大10を検討していく形にしております。

今後の留意点です。各商品性に適したマネジャー・ベンチマーク、これは各選定評価の中で出てくるものと思います。市場環境の変化等を踏まえて、この円債のパッシブ運用が補完的なものであるという位置づけは、常に見ておかなければいけないということです。それが適当なものであるのかを、投資金額の増減等を含めて定期的にチェックしていく形で留意点をまとめさせていただいております。

少し早口になりましたが、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、和田委員、お願いします。

【和田委員】 いろいろな図表がありますが、サンプル期間についての一般的なコメントと具体的なコメントがございます。

まず、一般的なコメントといたしましては、今の資料の代替戦略のリスク・リターン実績値の図は、過去10年のデータです。先ほどのアクティブファンドのデータは3年です。各図表それぞれ年限を合わせる必要は全くないのですが、なぜ3年なのか、なぜ10年なのか、もう少し書いたほうが良いと思います。

また、一般的なコメントが続きますが、例えば代替戦略のリスク・リターン実績値の図は10年ございます。10年あるということは、3年だと3個分の資料が取れると思います。それを比べて、安定的だったらいいでしょうが、3年、3年、3年とって少しずれたりするとそれは注意しないといけません。今後10年同じような作業をするとは思えません。今後この10年も大事ですが、例えば3年もつのだったら、3年ごとだし、2年後だったら2年ごとで5個つくるなどしたほうが良いと思います。

具体的なコメントに関してはこれです。同じ10年続けるとは思わないので、為替ヘッジした場合とヘッジしない場合で、もう少し短い期間でどうなるのかデータがあると思います。もちろん、為替というのは個別で考えると標準偏差が非常に高いのはわかっています。為替の収益率と外債の収益率の相関関係は、僕は存じ上げません。例えば、短期で見ると安定的なのか、変わるのかによって、結果が違ってくると思います。14年の1個の中から判断して、別にヘッジしない方が良いと言っているわけで

はないですが、ヘッジしたほうがいいとこの10年間だけで判断すると、それはミスリーディングになるという感じがします。もちろん、多分結果は同じになると思いますが、もう少し短い期間のものも比べて、それで安定的だと示していただければ、より債券に関してはヘッジしたほうがいいという話になるので、それはもう少し補強する仕様があればいいかと思います。

以上です。

【宮井会長】 今の件について、事務局どうですか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 今すぐデータの持ち合わせがございません。その辺は裏づけを少し取らせていただきたいと思います。

【宮井会長】 それでいいですか。基本的には、ヘッジ外債だから100%ヘッジという考え方ですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 大前提としましては、国内債券の範疇の中で運用するのでしたらどういった方がいいかということから始めています。要するに、ヘッジしない外債だと、金利から得られるものよりも為替の変動が短期的に大きいので、そういった意味でこの中ではフルヘッジということを前提に置かせていただいています。

期間の問題ですが、ヘッジコストについては高い期間、低い期間といろいろございます。足元は低い期間が続いていました。今回は、10年ですと比較的高い期間も含まれていることを考え、反対に、短い期間の3年間だと、よりパフォーマンスが良い状況が出てくる可能性もあるので、そういった観点で長い10年を取りました。

【宮井会長】 いいですか。

では、俊野委員、お願いします。

【俊野委員】 マイナス金利下の国内債券運用ということで、かなり今債券市場がいびつにゆがんでいる状況になっています。そういう意味では、改善やいろいろと工夫をされているということで、非常にやろうとしていることはいい試みというか、ほんとうにそうあって欲しいと思いました。

ただ、その反面、いろいろとわかりにくくなっている側面もありますので、整理が必要との印象を持ちました。私の理解が正しいのか確認をさせ

ていただきたいのですが。国内債券のパッシブが70%、アクティブが30%で、アクティブ比率の目標が国内債券の場合は30%という前提条件がありました。昨今、余りにも国債がたくさん増発されていますので、82%国債を入れるのがパッシブ運用となってしまいます。余りにもそれはいびつですね。そんなに国債を入れるのかということで、国債の比率を2割に落として、地方債を49%等の工夫をされるというのは、非常に現実的な対応かと思われます。

ただ、これをパッシブと読んでいいのかという議論は多少ありますが、コアの中心的なパッシブをこういう現実的なものに変えていくということは、非常によろしいのではないかと思います。

その中の代替でヘッジ外債等が10%ということで、これも現実的な対応だと思います。ヘッジ外債のパッシブ型のもの、それからヘッジ外債のアクティブ型のものも許容されているのが8ページにあります。そうすると、アクティブ的なヘッジ外債もパッシブに入っていくということで、だんだんわかりにくくなっていくという印象です。

今のご採用の現状ですと、普通の伝統的なアクティブの債券ファンドが8ファンドあって、それが25%ぐらい占めているという数値が資料の中にありました。アクティブの3割の中で、もう既に伝統的なアクティブ債券が25%入っていて、これは続けていくということですよ。

さらに、不動産で上限5%ぐらいのものが今後入っていくことになりますと、ほかの資産と同じように、国内債券はパッシブ7割、アクティブ3割でいきますという枠組みにはあまりこだわらない方がよいと思います。こういういびつな環境になってきているので、国内債券のマネジャーストラクチャーについては、伝統的なアクティブ・パッシブという枠組みは外して、いろいろと工夫をしています、というほうが自然でわかりやすいと思います。多分、この場でもわかりにくいということは、対外的にはもっとわかりにくいと思われます。無理やりパッシブ7割、アクティブ3割という枠組みの中に押し込まないほうが自然という印象を持ちました。

ですから、そういう意味では国内債券については、6割部分はこのような1ページにありますような国債を2割としたような拡大パッシブ、こう

いう工夫をしたパッシブにしますと。1割はヘッジ外債等を中心としたそういうものにしますと。それらの代替的な資産クラスの名称は考えていただきたいのですが。それから、オルタナの不動産も5%ぐらい上限で投資します。伝統的なアクティブが25%ぐらいと、そのような感じで、もうあまりこの7対3というアクティブ・パッシブの標準的な枠組みでは運用できないようなそういう状況になっています。

いろいろと分散を図って工夫をしますということで、国内債券については、もう少し分類については、対外的にわかりやすいように工夫されたほうがいいのではないかという印象を持ちました。ぜひともご検討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】 ポートフォリオ管理という意味でのアクティブとパッシブ、あるいはその内数というのは1つあると思いますから、それは商品ごとに適切な管理をしていきたいと思います。あと、ディスクロージャー、集計の開示という意味でも、工夫は必要かと思います。これについては検討させていただきたいと思います。

すいません。先ほど、和田先生から、計測期間10年だけでなく3年や5年というご指摘がありました。私は手元にないと申し上げたのですが、以前コンサルティング会社で試算をしたときに、3年、5年で同じような分析をしたことがございます。あのプロット図に関しては、あまり大きな位置関係の傾向は変わらなかったということで、今回は先ほど鈴木投資専門員も申し上げましたが、長い期間をとったと。ヘッジコストもかつてに比べれば今は少し低くなっているということで、長期間をとらせていただいたということで、すいません、少し補足させていただきます。

【宮井会長】 では、徳島委員、お願いします。

【徳島委員】 時間もあまりないので、一言だけ申し上げておきたいと思います。今回、過去のデータに基づいて、ヘッジ外債を国内債券に位置づけるという考え方については、地共済全体の議論の際に、たなぼた的に数年前に判断をしております。全く違和感はないわけです。

一方で、今回のデータに関しましては、あくまでも過去10年のデータでやっていらっしゃる。ところで、ここから先のヘッジ外債の期待収益率

はどうなるのだろうと疑問が生じます。実は、その議論が全く落ちているのではないかという気がしています。

過去のデータでいくと、NOMURA-BPIを上回るリターンを取れている。果たしてこのことだけで、今後のヘッジ外債投資によって、NOMURA-BPI総合を上回るリターンが期待できるのかどうか。もちろん、これはファンドセレクションの段階で、アクティブファンドの中でそういった期待の可能なものを選んでいくことだろうと思います。過去の実績だけでなく、将来の見込みをきちんとお示しいただく必要があります。NOMURA-BPI総合でリターンが出ないからヘッジ外債に投資しなすと言われるのは理解できますが、ではヘッジ外債の利回りはこれからどうなるのかというところが、構成上落ちているのではないかという気がいたしました。

以上です。

【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】 代替戦略のリスク・リターン特性についてです。代替というからには相当高い相関係数が必要だろうと思います。ヘッジ外債のところを見ると、大体0.5付近ですね。0.5はあまり高いとは言えないと思います。これで代替だとお考えなのでしょうか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 代替手段とはいっても、違うフィールドのものに投資することになりますので、それなりの差は出てこようかと思います。その中でトラッキングエラー、リスクの違いは当然出てくると思います。相関の0.5がいいからというよりも、ほかのものと比較すると相対的に高いという判断で、ここは挙げさせていただいたとご理解をいただければと思います。

あと、先ほど、徳島先生から将来に向かってということでご指摘がありました。そこも明示的には書き込めていないのですが、留意点のところ、「国内債券のパッシブ運用の補完的な投資として適当であるかを金額の増減等も含めて定期的のチェックしていく」ということで、どれとどれをチェックするという書き方はしないのですが、当然ヘッジコストの推移、各

国市場のイールドカーブの形状、こういったものを含めてチェック、確認をしていくことで考えたいと思っております。

【甲斐委員】 ヘッジ外債は、運用対象の商品としていいと思いますが、ただ、国内債券の代わりにこれが入るというよりも、かなり別の性質をどうしても持てきます。米国債が中心となると思いますが、国内債券とは別のリスクがあることを認識しないといけないと思います。だから、そこは国内債券の一部に入れる場合、ほんとうに代替になっているかどうかはよく検証していく必要があろうかと思えます。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 ありがとうございます。リスク管理という意味で、円債以外のものが入っていることでのリスクの認識分析ということと、あとパフォーマンスの振り返りという中で、当然乖離がついたところで外債固有のものは当然含まれてくると思えます。それは、リスク管理とそのパフォーマンス評価両面から見ていきたいと思えます。

【宮井会長】 では、和田委員。

【和田委員】 すいません。時間がないので、1点だけ。先ほどの徳島先生の将来の期待ということで、この資料のリスクモニタリング指標の状況には、株式に関してブラックショールズの式から逆算したインプライド・ボラティリティがあると思えます。基本的にデリバティブがあれば、将来の期待はそこから逆算で出せます。ヘッジつき外債については難しいですが、債券についてというのは債券のデリバティブがあれば、それから市場参加者の期待値というのは逆算で出せます。そういうものからも、将来のどのようになっているのかという将来の情報は得られると思えます。

【宮井会長】 では、加藤委員、お願いします。

【加藤委員】 ヘッジ外債は商品としては面白いと思えます。他の資産との相関が低くリスクが低いわりには違う特性を持っています。ところで、純粋にリスクがない外債を為替ヘッジしてしまえば、国債と全く同じになるはずですが。日本国債がマイナスイールドであれば、ヘッジ外債もマイナスイールドになってしまいます。実際には何かリスクを取るわけですが。それは、クレジットリスク、流動性リスクなど、必ず何らかのリスクを取らないとプラスのイールドにならないはずなので、当然リスクを取るという結果になると

思います。それを勘案した管理をしなくてはいけないと思います。資産クラスも場合によっては別のサブクラスとして分ける必要があるのかもしれませんが、何らかの形でリスク管理を注意しながらやる必要があると思います。ただ、商品としては面白いと思いますので、リスク管理を注意してやっていただきたいと思います。

【宮井会長】 手際が悪くて、予定の時間が延びてしまっているのですが、最後この答申書に移りたいと思いますので、よろしくお願いします。

【西川運用企画課長】 それでは、答申書（案）についてでございます。本日、ご議論いただきました運用対象の多様化、オルタナ投資の関係、それから国内債券運用における投資戦略の拡大につきましての答申書の案ということで、こちらを読み上げさせていただきたいと思います。答申書（案）の「記」と書いた下の部分でございます。

1、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分散投資を進めること、また、今後の年金収支不足を考慮して安定的なインカム収益を確保することを目的として、運用対象の多様化（オルタナティブ資産への投資）を図ることは妥当である。

2、国内債券運用における投資戦略の拡大について。超低金利環境下での国内債券の運用について、ベンチマークであるNOMURA-BPI総合に含まれる多くの年限の債券の流通利回りがマイナスとなっていることから、各積立金の状況に応じて、為替ヘッジ付き外債等を含め、投資戦略の拡大を図ることは妥当である。

こちらの答申につきましては、本日付けで宮井会長から当連合会の理事長宛て、出させていただければと思います。ご審議をよろしくお願いいたします。

【宮井会長】 今の答申案につきまして、ご意見等ありましたら、お願いします。よろしいですか。

それでは、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ようですので、原案のとおり答申することにしたいと思いますが、よろしいでしょうか。

(「異議なし」の声あり)

【宮井会長】 ありがとうございます。答申案のところについてはそれでいいと思います。先ほどのいろいろな議論の中で、マイナス金利のところ、あるいはオルタナティブ資産のところにもいろいろご意見をいただきましたので、それを踏まえてまたこれからより具体的に進める際に、参考にしていただければと思います。

 それでは、予定の質疑が終わりましたので、以降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、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す。

 次回の資金運用委員会でございますが、10月から12月で予定をしておりますので、また詳細が決まり次第おってご連絡し、調整いたします。

 以上をもちまして、第35回資金運用委員会を閉会いたします。

— 了 —