

第 1 6 回

地方公務員共済組合連合会資金運用委員会

平成 2 8 年 3 月 1 6 日（水）

地方公務員共済組合連合会

午後4時22分 開会

○企画管理課係長 それでは、ただいまから第16回地方公務員共済組合連合会資金運用委員会を開会いたします。

議事に入ります前に、本日の資料の確認をさせていただきたいと思います。次第、座席表に引き続きまして、「平成28年度の運用方針（案）」、資料1－1と書かれたものでございます。それと、資料1－2と書かれた「平成27年度下半期の運用方針と平成28年度の運用方針（案）の比較表」、続きまして、資料2と書かれたもの、「マイナス金利について」、続きまして、資料3「オルタナティブ投資について（公募の状況）」という資料でございます。こちらで不足等ございませんでしょうか。

また、資料1－1、資料1－2につきましては、この会議の終了後、回収させていただきたいと思いますので、よろしくお願いします。

それでは、以降の進行は若杉座長をお願いいたします。

○若杉座長 では、改めてこんにちは。引き続き運用委員会に入りますけれども、議事の進行についてはご協力のほどよろしくお願いいたします。

本日の委員会は、ただいま紹介がありましたように、「基本ポートフォリオの検証について」、「平成28年度の運用方針について」、「マイナス金利について」、「新規プロダクトの募集状況について（オルタナティブ）」の4本となっております。

それでは、最初に議事1につきましては、先ほどの第12回地方公務員共済資金運用委員会での内容と同じとなりますので、事務局からの説明を省略させていただきますが、よろしいでしょうか。

もし引き続き質問等ございましたらお願いいたします。

いろいろご意見伺いましたので、ぜひそれを生かしてこれからやっていただければと思います。

それでは、議事1につきましては以上で終了いたします。

次に議事2、「平成28年度の運用方針について」に移ります。寺岡総括投資専門員より説明をお願いいたします。

○寺岡総括投資専門員 それでは、私から説明させていただきます。

資料1－1「平成28年度運用方針（案）」をご覧ください。

一元化以降でございますけれども、27年度下期、運用方針を作っております。まず下期の運用の振り返りをいたしてございます。

まず、市場環境でございますけれども、ご案内のとおりでございますが、国内株式や外国株式は想定以上に変動が激しい中でございます。特に年明け以降には大きく急落してございます。また、一方、内外長期金利については大きく低下してございますし、また、為替につきましては急激な円高が進行してございます。

こうした市場環境の中でございますが、2番目、投資行動及び構成比の推移、これは10月から2月末までの5カ月間になります。この間の投資行動につきましては、この資料の下の方に書いてございますが、27年度下期の運用方針に則った運用をしてございます。振り返りになりますが、当初の運用方針にございますけれども、方針を立てた当初から、8月にチャイナショックがあり、市場が大きく荒れているという状況でございまして、市場環境の変化が激しく、先行きの環境が不透明であることを踏まえまして、ちょうど9月の足元の実効ポートフォリオの構成比を概ね維持するような計画ポートフォリオのレンジを目指し、慎重な運用をしようという形で下期の運用方針を立ててございます。

この方針に則りまして投資行動をしてございます、投資行動1・2階の部分でございますが、それぞれの資産の売却及び購入の金額が書いてございます。国内債券につきましては、この5カ月間におきまして6,300億円売却、国内株式を2,000億円、外国債券を250億円、外国株式を1,250億円購入してございます。

なお、購入と売却の金額のずれにつきましては、短期資産で対応してございます。

それから、投資行動を含みました時価変動の結果でございますが、資産構成比の推移、1・2階でございますが、9月末の数字につきましては、国内債券が51.2%、国内株式が20.5%、外国債券が12.2%、外国株式が15.2%、短期資金が0.9%となつてございました。こちらにつきましては12月末の時価でございますが、先月の委員会でご報告のとおりでございます。10月末につきましては国内債券が47.6%、以下の数字になつてございます。

足元でございます。2月末の時価推計分でございますが、構成比につきましては、国内債券が47.2%、国内株式が21.6%、外国債券が12.3%、外国株式が16.3%、先ほど申し上げましたとおり、若干短期資金が増えまして3.0%となっております。

お目通しの月につきましては、計画どおりのレンジの中に収まっている状況となっております。

ページをおめくりいただきまして、旧3階の部分でございます。旧3階につきましても、1・2階と同じ投資行動をしてございまして、資産構成の推移につきましては、概ね同じような形で推移してございます。コンマ1桁あたりのところで若干差異がございましたが、ほぼほぼ

1・2階と同じ数字になっている状況でございます。

それでは、（２）番でございます。半年前でございますが、当初立てた見通し及び投資行動の自己評価でございます。市場動向につきましては、想定した以上のレンジの動き方になってございまして、特に国内株式の下落や、円高の進行が想定以上になってございます。

振り返り評価でございますけれども、下期の方針に則りまして、中期的な市場環境見通しや市場動向を見きわめつつ、計画ポートフォリオのレンジを目標としました参考推移の調整をしたことから、基本ポートに対しての資産配分効果といたしましては、国内債券がオーバーウェイトとなってございまして、内外の株式がアンダーウェイトになっているという状況でございましたので、再配分効果はプラスとなっております。

こうした状況を踏まえまして、28年度の運用方針並びに計画でございます。最初に平成28年度の市場環境見通しでございます。基本シナリオといたしましては、今後１年から２年程度のところを見通したシナリオを書いてございます。それぞれ国内の景気、国内の金利、国内の株式、海外の景気、金利、株式、為替、それから原油等につきまして記載をいたしてございます。

簡単に中身を申し上げますと、やはり国内の景気を含めまして、なかなか景気の回復力が弱いということでございますので、景気回復につきましては緩慢なものになり、原油価格の低迷等ございますので、インフレは低水準が続くと考えてございます。こういった状況でございますので、なかなか日銀が目標といたします物価目標の達成は後ずれするということになります。

それから、日銀のマイナス金利つき量的・質的量的緩和につきましても、中期的に継続する可能性が高く、場合によりましては、さらなるマイナス金利の引き下げといった形の追加緩和はある形にしております。

こういった状況でございますので、これらの金利につきましては、当面につきましては、10年の金利につきましてもゼロ近辺の推移が継続する見込み、中期的におきましても金利の上昇は緩やかになるだろうという形で見込んでございます。

国内株式でございますが、こちらも円安が一服してございますので、企業業績の伸びは鈍化するであろうという見通しでございますが、足元かなり下落して割高感はなくなっております。中期的には海外の景気などございますので、増益基調が維持されまして中期的には上昇するものと見込んでございます。ただし、当面は、中国の景気減速ですとか原油価格の低迷などを含めました金融市場のボラティリティは高い状況が継続する見込みでございます。

海外の景気でございます。まずアメリカの景気につきましては、雇用環境の改善等々から含めまして、緩やかな景気回復が続くだろうと見込んでございます。

一方、原油価格の低迷がございますので、アメリカにつきましてもインフレは加速せず、安定基調であろうと、そういった状況でございますので、F R Bにつきましても政策金利の正常化は進んではいくのですけれども、売り上げのペースは緩やかになるだろうと見込んでございます。

欧州につきましても、緩やかな景気は続いている、景気回復は続いているということでございますが、インフレは低位で推移してございますので、E C Bの量的緩和は継続する見込みでございます。

こういった状況でございますので、外国の金利につきましても、早々上がりにくい状態だろうと考えてございます。中期的には、長期金利はアメリカにつきましても緩やかに上昇する見込みという形に置いてございます。欧州につきましては、低位のインフレ、E C Bの量的化がございまして、低位の推移を見込んでございます。

外国株式でございます。アメリカを中心としました世界景気の回復というのはございまして、中期的には上昇するだろうと見込んでございますが、足元につきましては、当面のところ中国の景気減速ですとか、低位水準の原油価格という部分が、加えてアメリカにつきましては、次のページになりますけれども、ドル高による企業業績の圧迫がございまして、上値の重い展開を見込んでございます。

為替でございます。日銀につきましては、量的・質的金融緩和を継続してございますが、一方ではアメリカの景気も緩やかで、アメリカの売り上げも緩やかであるということになりますので、一方的な円安は望みがたいと。加えて、地政学的リスクですとか、世界的に投資家のリスク回避姿勢が高まる局面も想定されますので、これにつきましても一方的な円安は想定しがたい見通しにしております。

最後に、今回から原油のところも見通しを追加してございます。原油につきましては、なかなか見通すのは難しいようなことでございますが、当面のところにつきましては、やはり構造的な部分の供給過剰状態は続くであろうということがございまして、原油価格につきましても、低位水準の推移を見込んでございます。

次のところで、参考といたしまして、想定する相場環境をそれぞれの資産、国内系につきましては10年国債利回り、日本株式につきましては日経平均、外国株式につきましてはニューヨークダウ、外国債券につきましては米国の10年金利、為替につきましてはドル円、原油につきましては、W T I の先物の数字を挙げてございますが、それぞれかなりレンジは広く取らせていただいております。従来に比べまして下期のところの当初につくりました見通しに比べま

すと、全体的に水準を下げておるという状況でございます。

(2) 番でございますが、シナリオに対するリスクを掲げさせていただいております。

まずは、下振れリスクでございますが、こちらにつきましては、現状でも少し緩やかな景気回復が書いてございますが、金融引き締め局面にアメリカは入っておりますので、世界的な景気悪化という部分で金融市場が不安定な状況が長期化する可能性を見てございます。

さらに、一段と下振れリスクといたしましては、中国経済のハードランディングリスクですとか欧州の政治経済の混乱、これはもちろん南欧諸国の問題や、6月にされております国民投票もございますが、イギリスのEUの離脱といったことも一つの混乱要因になると考えてございます。

加えて、原油価格のさらなる下落のおそれという部分も一存のリスクとして考えてございます。

今回から上振れリスクを追加してございます。上振れリスクにつきましては、今申し上げました下振れの全く逆でございまして、原油価格の反転上昇、アメリカの景気の景気回復の加速、それから政策金利の正常化の早期化、アメリカを中心とした長期金利の急上昇や円安やドル高という形が進行する可能性を上振れリスクとして考えております。こういった見通しに対するリスクを踏まえまして、運用方針を計画してございます。

引き続きまして、市場環境見通しといたしましては、市場環境の変化が激しい状況が続くだろうと考えてございますが、中長期的には市場環境、株式の上昇というものを見込んでございますので、計画ポートにつきましては、緩やかに基本ポートフォリオの中心値を目指したような構成比の調整をしてみたいと考えてございます。

その下3行、少し文章で書いてございますが、次のページをご覧ください。

具体的には、こちら次のページのところで表を掲げさせていただいております。計画ポートフォリオのレンジにつきましては、これまで、1ページ目でお示ししましたとおり、国内債券をオーバーウェイトのゾーン、それから外国株式をアンダーウェイトのゾーンにしてございましたけれども、来年度計画といたしましては、国内債券をややオーバーウェイトのゾーン、それから、外国株式のところにつきましては、ややアンダーウェイトのゾーンに変更したいと考えてございます。

なお、国内株式、外国債券につきましては、ややアンダーウェイトのゾーンで維持いたします。

それから、もう一点でございますが、この計画ポートフォリオレンジの境界線の部分につき

まして一部変更いたしたいと考えてございます。

少し変更点が分かりづらい部分がございますので、もう一個の資料の1－2の資料の裏面をご覧ください。

こちら、1－2の資料につきましては、先ほどございましたとおり、下期の当初の計画と、それから28年度のところの見通しの変更点等にご覧を引かせていただいておりますが、裏面のところにつきましては、運用方針及び計画ポートフォリオの変更点と書かせていただいております。

こちらのほうで左上の表を見ていただきまして、変更点でございますが、こちらにつきましては、ややアンダーウェイトのゾーンの境界線でございます。こちらを変更したいと考えてございます。

ちょうどややアンダーウェイトの下限、変更前でございますと、国内債券で言いますと27%から34%がややアンダーウェイトでございます、下限のところは27%、同様に、国内株式の下限が18%、外国債券の下限が12%、外国株式の下限が19%、同様に、ややオーバーウェイトのところの上下のところ、国内債券が43%、国内株式が32%、外国債券が18%、外国株式が31%としておったわけでございますが、こちらを今回、右の真ん中の表でございますが、ややアンダーウェイトのゾーンの国内債券を24%から25%、国内株式につきましては18%から16%、外国債券につきましては12%から11%、外国株式につきましては19%から17%、それから、ややオーバーウェイトの上限でございます。こちらは国内債券43%から45%、国内株式は32%から34%、国内債券につきましては18%から19%、外国株式につきましては31%から33%に若干広げる形、ややアンダーウェイト、オーバーウェイトのゾーンの中で広くなる形の変更を考えてございます。

こちらにつきましては、従来当初のところにおきましては中立ゾーン以外のところ、若干中立は狭くしてございますが、4つのゾーンにつきましては、大体同じ比率になるような形で分けてございます。今回につきましては、やはり一つにはいろいろ含めました許容乖離幅の中にも入っていた状況になってございますので、G P I F との比較を考えましても、許容乖離幅のレンジのところ、特に私どものレンジのほうが広がっていますので、実際のG P I F の許容乖離幅につきましては、おおよそややオーバーウェイトからややアンダーウェイトのゾーンに揃えたいということでございます。

それから、時価変動によります1年間の資産配分の更新のぶれが大体G P I F の許容乖離幅の考え方でございますけれども、2標準偏差ぐらいに収まるところで作ってあったと。私ども

それを5割増しにしており、3標準偏差になっていたということでございますので、これを2標準偏差に戻そうということでございます。

この点につきましては、今回、境界線の変更をすると同時に、その構成のレンジのところのターゲットも変えたいということが来年度の運用方針でございます。

こちらの資料につきましては1－2の資料、表面に比較表を書いておりますが、先ほど申し上げましたところにつきまして、下期で立てた計画と、部分の要点だけ下線を引いてございますので、詳細につきましては割愛させていただきたいと思います。

私からの説明は以上でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

それでは、ただいまの説明について、ご質問等がございましたらお願いいたします。

浅野委員。

○浅野委員 経済の見通しから始めて市場の見通しもされていて、さらにリスクは大きいだろうという予想をされているんですけども、そういう予想と計画ポートフォリオがどう結びついているのかさっぱり分からないというのが正直なところです。予想はともかくとして、中長期的な観点から計画ポートフォリオというか、基本ポートフォリオに近づく方向で運用をやっていきますということで、見通しとかりリスクが大きくなるとか関係ないという、こういう理解でよろしいでしょうか。

○寺岡総括投資専門員 全く関係ないというわけではなく、実際のところ、従来のポートフォリオは変わりましたものですから、実際は前回のときもあったわけでございますけれども、移行期という状態、それから、今度大きく基本ポートフォリオの中心線が変わってございます。

また、足元の構成比は変わってございますので、いかに近づける速度を変えるかという点につきまして、本来市場環境等々含めまして、環境が良いと思えば、早目にやらなければいけないということになると思ってございます。その点、今の環境ですと、ゆっくりやろうということで、リンクさせているつもりでございます。

○若杉座長 厳しいから何も運用しないのが良いということになりそうな話ですね。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 この運用方針自身は、内部資料として残されるわけですね。将来何かあったときにこういう方針でちゃんと計画立ててやっていたという、そういう位置づけですね。だから、そういった前提で少し感想を申し上げますと、浅野委員がおっしゃったように、これがどう結びつくのか余り明確ではない部分はあると思います。

一つは、2の市場環境の見通しの部分で言うと、海外の経済に関してやや明るいのかなと。世の中の最近何カ所かで議論をしている状況からすると、アメリカなんかは底堅いという少し明るめのシナリオになっている。日本の株式のところを読むと底堅い海外の景気などからと書いてある。

底堅いという表現をどう変えるのか難しいのですけれども、少し違和感があるというのが1点です。

もう一つは、次のページの基本シナリオに対するリスクの部分で、下振れのリスクでアメリカの経済と中国の経済が書いてあり、先ほど言った点はこのあたりで少し緩和されているのかなと思うのですけれども、もう一個、日本のリスクとして最近議論されているというか、新聞等で登場するようになっている消費税の引き上げの先送りのリスク、公的機関なので触れにくいのかも分からないのですけれども、やはり意識はしておいたほうが良い。そのときにどうなるのかはよく分からないのですけれども、逆に消費税を予想どおりやったとすると、ひょっとすればもっと日本の国内の経済の状況が悪くなるかも知れないし、そのあたり、少し消費税の話を入れられるのは良いのではないのかなと思います。

全体のシナリオを読んでの感想は以上のとおりです。

○若杉座長 ありがとうございます。

ほかにいかがですか。

千田委員、どうぞ。

○千田委員 すみません、シナリオの話ではないのですが、キャッシュフローの状況はどう推移していかれるのか、短期資金の持ち方にも影響してくると思います。そこもある程度の見通しを立てられたほうがより効率的な運用に繋がるのではないかなという印象を持ちました。

○寺岡総括投資専門員 2点ほどご指摘いただきましたので、順番にお答えいたします。

最初にシナリオにつきましてですが、少しアメリカが強過ぎないかというお話があったのですが、経済の見通しにつきましては、昨年から経済コンサル2社と契約をさせていただいて毎月いろいろな議論をしているわけですが、その2社とも私どもが作りましたシナリオより少し強気なところがございまして、大体14、15年と同じような、2.4%とか2.5%とか、そういう成長も16年もあるだろうということでございますので、それほど悲観的にはなっていないという部分を参考にさせていただきながら、作ったということでございます。

それから、リスクシナリオに日本が入っていないというのはご指摘のとおりでございまして、そこは検討させていただきたいと考えております。当然、年明け以降、いろいろな経済見通し

につきましても意見が百花繚乱している部分がございますので、そういった点も含めて再度検討したいと考えてございます。

それから、キャッシュフローにつきましては、これまで地共連につきましては、お金は動かないというのが前提だったわけですが、その1・2階におきましては、1・2階の厚生年金も拠出金が出ますので、その金額につきましては、国内債券の償還あたりを見ながら計画を立てていくという状況でございます。

○若杉座長 さっき川北委員が言われたのは、外での議論はもっとここより明るいということですか。

○川北委員 いえ、逆です。アメリカはもう少ししづらいのではないかなと。マイナスになるという議論は全くないのですけれども、もう少し成長度が低くなるというケースです。

○若杉座長 あと、大統領の選挙がどうなるかですね。トランプになると大変なことになる可能性がありますね。

これどこまで当たるか楽しみですね。でも、上振れも下振れも両方書いてありますからね。

でも、オーバーウェイトとかアンダーウェイトから、ややオーバーウェイト、ややアンダーウェイトに移るのだから、少し強気じゃないと移りにくいですよ。さっきこの見通しとポートフォリオどういう関係があるのかと聞かれているわけですから。

そういうことでよろしいですか。ありがとうございました。

○若杉座長 それでは、次は議事の3、マイナス金利についてということでございます。これも寺岡総括投資専門員よりお願いいたします。

○寺岡総括投資専門員 それでは、資料2のマイナス金利について書いてございます資料をご覧ください。

今回の資料につきましては、現状の分析と私どもの状況のところでございます。今回これをもって何かをするというのはなかなか難しいため、委員の皆様からいろいろなご意見、ご指摘いただけましたらと思っておりますので、よろしくお願いいたします。

まず、1ページを開いていただきまして、足元の日本の国債の動向でございます。既にご案内ではございますが左側のところ、日本の国債の利回りでございます。足元におきましては、10年の国債の利回りがマイナスになっているという部分が一番大きな報道でございますが、同じように20年の国債、30年の国債、こうした長いところにつきましても急激に金利が低下しているということでございます。特に日銀のマイナス金利導入以降、この動きが激しくなっている状況でございます。こちら、右側のところがイールドカーブ利回り曲線でございます。マイ

ナス金利導入前の1月28日と3月8日でございますが、これは今までのところでは足元で一番金利が下がった状態、従来の金利がマイナス0.1%になったときの時点を取っております。

こちら、2つの時点で比較いたしますと、全ての金利が下がっているわけでございますが、特に下の表にまとめてございますとおり、20年、30年、40年と言いました超長期ゾーンの金利低下は極めて大きいということでございますので、イールドカーブの形状といたしましてはブルフラット化しているということでございます。下がりながら平坦化しているという状況でございます。

2ページ目でございます。今のところが国債の部でございますが、ただ、国内債券のベンチマークについてはどうなっているかということが2ページでございます。これも同じように3月8日の時点でございます。野村BPIの構成比、それから構成比ごとの利回りを書いてございます。BPIの総合につきましては81%のところが国債でございますので、どの年代を見ましても超長期を除きますと利回りがマイナスになってございます。BPI総合につきましてもマイナス0.01%まで利回りが落ちている状況でございます。

一方、残りの20%でございます、地方債、政保債等につきましてはまだ利回りがプラスの状況で残っているという状況でございます。

それから、利回りにつきましては、この3月8日時点でマイナスの0.01%とマイナスになったわけでございますが、同一の概算ベースの期待収益率、1年間保有した場合のロールダウンを含めました期待収益率でございますが、こちらは野村証券にお聞きしたところ、プラス0.22%と、まだロールダウンで見ますとトータルのリターンにはなっていないという状況でございます。

3ページでございます。世界の国債の利回りがどうなっているかということでございます。こちらは、巷では水没マップとも呼ばれます表でございますが、主だった先進国の金利を載せてございます。これまでマイナス金利につきましては、筆頭がスイスと、それからヨーロッパの国々が続いたわけでございますけれども、円安金利導入以降、日本の金利のほうが多く一気に下がって、数字について2番目のところにまで金利が下がった状況になっているところでございます。

特に20年、30年、繰り返しになりますが、ほかの国に比べましても大きく金利が下がっているという状況でございます、振り切りの割には大きく、20年、30年、長尺の利回りが低いというのが3月8日時点でございます。

こちらを見ていただきまして、白抜きになっている部分がマイナスではなくプラスのゾーン、

でございますけれども、1%が残っていますのはイギリスとアメリカが主体でございます。

続いて4ページでございます。国債以外の状況はどうかということでございまして、国内の債券の状況でございます。流通利売ではなくて、発行市場の動向について記載してございます。マイナス金利導入後に条件が決定されました国債以外の発行状況でございます。地方債、政保債、事業債と、それぞれの値段につきまして記載してございます。発行市場を見ていただきましてもプラスの状況が続いてございます。

真ん中に国債、これ3月1日の10年もの、342回のいわゆる国債の入札でございますが、応募者利回りがマイナスになったということでございますが、他の種別につきましてはプラスになっているという状況でございます。

それから、マイナス金利導入前のところの発行状況、これは地方債でございますが、こちらを見ていただきますと、対国債のスプレッドが大体13bpとか16bpということでございますが、こちらにつきましても、マイナス金利導入後のスプレッドは変わらず、国債と同じように並行に金利が下がっているという状況でございます。

続いて5ページでございます。

先ほど申し上げました1年間のロールダウンを含めた期待収益率についてでございます。国債のところは2月26日時点の利回りから算出してございます。各年限別の1年間のトータルの期待リターンのところ、日本の国債につきましては、7年ゾーンまでがマイナスになっているということでございます。10年ゾーンにつきましても、計算上、この時点で0.55%の1年間の期待収益率が残っているということになっておりますが、0.55%ですと、10年債にいたしますと、金利が0.05%上昇しますと期待収益率はゼロになってしまうということでございます。

では、次のページでございます。

ヘッジ付き外債についてでございます。6ページでございます。左のところはヘッジ外債、短期のロールオーバーベースでございます。この計算におきましても、日本の国債利回りよりは、海外のほうがヘッジスタートでも金利はプラスの領域があるということでございます。

また、右のグラフでございますが、ロールダウン効果、1年間のトータルの期待収益率でございますけれども、こちらにつきましては、かなり海外の金利のイールドカーブが立っておりますので、ロールダウン効果を含めましても利回りが高く、トータルの収益率も高いという状況でございます。

アメリカの10年国債の例をとりますと、下の点線の囲いに書いてございますが、1年間で約1.72%の期待収益率があると。ただ、繰り返しになりますが、日本の金利と同じようにアメリ

カの金利が0.17%上昇いたしますと、この期待収益率は飛んでしまうような状況でございます。

では、他の市場はどうか、7ページ目は不動産の状況でございます。

左側につきましては、J-REITの区画の指数の推移を載せてございます。ちょうど2012年11月でございますので、アベノミクスの始まり、解散総選挙の指導改善のところから立ってございますが、国内株式、トピックスに比べまして、J-REITにつきましては一旦上昇した後、この1年ぐらいのところは若干もたついていた状況がございます。ただし、ここ1月以降のマイナス金利を受けまして急激に戻ってございまして、株式は下落しておりますけれども、J-REITにつきましては取り戻している状況になってございます。

右の部分につきましては、国内不動産の指数、なかなか国内の不動産につきましてはマーケットで分かりづらい軸でございまして、こちら、不動産証券化協会が出してございます不動産の指数の中のキャピタルゲイン、値上がりしている部分だけを出した部分でございます。こちらは足元まで入っていない部分はございますけれども、リーマン前で大きく上昇した後、大きく下落と。足元もう少し戻っている状況と推測されますので、不動産価格につきましても、必ずしも割安と言える状況ではないという分析もされてございます。

ここまでが足元のさまざまな市場の環境の状況でございます。

続いて8ページでございますが、こちらは地共連における国内債券の資産構成の状況でございます。

1・2階、3階と分けてございます。それから、これまで自家や委託という形の分け方をしてございましたけれども、今回は野村BPIに準じた運用、これが上の3つでございますが、自家運用のパッシブ、委託運用のパッシブ、それから委託運用のアクティブ運用、これにつきましては、概ねベンチマークに沿ったような運用をしてございますので市場運用連動、それ以外のところにつきましては、物価連動国債、義務運用、これは機構債の10年債でございます。それから、ファンド1、地方債等の持ち切り運用でございますが、こういった部分がいわゆるラダーに近いような持ち切り運用でございますが、こちらにつきましても2つに分けてございます。

1・2階のところ、構成比のところを見ていただきますと、概ねBPI運用につきましては、50%ぐらい、約半分でございます。一方、その他につきましても半分あるということでございます。

旧3階につきましては、この比率は若干変わってございまして、市場運用に近いところが約

24%でございますので4分の1程度、その以外の持ち切り等々のラダー運用等々が4分の3あるといった足元の状況でございます。

最後、9ページでございます。

現時点までの地共連の対応という部分を書かせていただいております。まず、こういったマイナス金利になりましたところを受けまして、足元のところでございますが、経済コンサルですとか、委託しております運用機関等のミーティングを通じまして、先んじてマイナスになっておりました欧州の事例ですとか、機関投資家を含めた投資家の動向等々を調査してございます。

コンサル等の主な意見は以下のとおりでございます。2つに分かれてございますが、対応といたしましては、最初のポツでございますが、国内債券の代替が債券の領域の中でこういった動きをするかということで、1つにはクレジット投資を拡大し、リスクを取りながら利回りを求めるということでございます。もう一点につきましては、利回りを求めてデュレーションを長くするため、長期債を買っていくと。それから、ヘッジ外債の投資を始めるといった状況でございます。

これらにつきましては、国内債券を代替としてリスクを取りに行く方向でございますが、逆に国内債券の利回りが低いということでございますので、一時的にキャッシュに積み増しているような動きもあるということでございます。

もう一点は、国内債券ではなくて、全体の資産配分の中で調整しようというお話でございます。利回りがどうしても下がっていく中でございますので、要求されます期待リターンを確保するためにはリスクを取りに行かざるを得ないということで、利回りの低い債券から株式、不動産へ資金を動かすという動きもあると聞いております。

地共連におきましては、以下のような対応を実施しております。まず、国内債券の公募におきまして、これは前回のところのご報告でございますが、一応運用機関の中でヘッジ外債、野村B P I のベンチマークとしながらヘッジ外債にも一部投資するような委託機関を採用してございます。

それから、これは年末のところで計画をした部分でございますが、来年度から、国内債券、ラダー運用、機構債の購入につきましては、10年債だけではなく、20年債の購入も開始する予定でございます。

また、一元化を踏まえました基本方針の変更の結果、マイナス金利の対応でも、同じような動きとなってございまして、債券の構成比を引き下げていって株式の構成比を上げている状況

でございます。それから、オルタナティブ運用としまして不動産にも投資を開始したところでございます。これらが、足元の地共連の対応でございます。

私の説明は以上でございます。よろしくお願いいたします。

○若杉座長 ありがとうございます。

それでは、これは皆さんのいろいろな意見をお聞きしたいということですので、遠慮なくご発言いただければと思います。

浅野委員、お願いします。

○浅野委員 ヘッジ外債やデュレーションの長い債券に投資するというようなことをやっていらっしゃるということなのですが、例えばヘッジ外債について6ページで絵が出ていますね。ここの説明にも書いてあるように、1年間イールドカーブの計上が変化しないと仮定してきた収益率の算出となっています。事前説明のときに確認したのですが、3カ月ごとのロールでヘッジをするということだったので、1年間のイールドカーブの計上が変化しない、イールドカーブについてインシャーシャルセオリーというか、そういうものを想定しているということですが、その想定を変えると随分違ったことになる。例えば、純粋期待仮説に従うということになると、日本と利回りが同じになるということですよ。

そういう意味で、ここでこういう期待リターンを書いているのだけれども、当然それに含まれる特有なリスクというのがあるわけですよ。このヘッジ外債については何なのか、デュレーションの長い債券に投資すれば何なのか、通常の標準偏差だけでは捉えられないような、あるいは時系列的に出てくるような問題というのがあるわけですから、きちんと押さえてやっていただきたいなというのがまず一つです。

それと、このヘッジ外債についてということに関連して、先ほどこの想定、こういう絵を描くにはリスクがあると言いましたが、為替のリスクに比べたらうんと小さいですよ。その性質は違うけれども、ヘッジをすればリスクは小さくなるというのはもう明白な事実です。これを考えたらやっぱり基本ポートフォリオのところで全くヘッジをしないで算出しているのもどうなのかなと。

私、ほかにも幾つか運用の委員会に関わっているのですが、その中でどこでも問題になるのは、外債、外株の投資に関して為替ヘッジをつけるか、つけないかということです。そこでの大体の、これまでのいろいろな研究の成果などを踏まえて言うと、外貨立てのウェイトがポートフォリオ全体の10%程度までだったら為替のエクスポージャーを持つことはリスク分散になるんですけども、それ以上に外貨立てのものが増えた場合には為替のリスクそのものが大き

くなって全体のリスクが大きくなる、だからヘッジしたほうが良いというのがこれまでの研究及び実務的な経験からの結論です。そういう意味で、基本ポートフォリオについてもヘッジの問題というのは考えていただきたいと思います。

それからもう一つ、これも繰り返しになって申し訳ないのですが、8ページの国内債券の構成というのを見ると、1・2階は野村B P Iをベンチマークとするものが半分強ですが、旧3階部分について言うとラダー持ち切りが4分の3とさっき説明がありました。なので、こういう運用をしているのだったら、私は個人的には野村B P Iをベンチマークにする運用はナンセンスだと思っていて、この旧3階の運用のほうが良いと思っているのですが、こういう運用であったらやっぱり基本ポートフォリオを作るときのベンチマークも野村B P Iじゃなくて、運用の実態に合ったものにする、少なくとも旧3階についてはモデルポートフォリオとか云々というのは関係ないわけだから、このベンチマークを変えて基本ポートフォリオも算定するようにしていただきたいなと思います。

○若杉座長 それについて何かお答えありますか。

○寺岡総括投資専門員 後段につきましては基本ポートに関わる部分でございますので、検討、作成したいと思いますが、前段のところにありましたとおり、ヘッジ外債等々を含めると、新たなリスクをどう取るかというときに、当然ながらリスクを取るわけですが、そのリスクの見合いがあるかという部分は軽々には行けない部分だと思っておりますし、それから、ヘッジ外債につきましては、やはりヘッジのコストの問題等々を含めた、今までと理屈が違う部分ですとか、理論どおりいかない部分もございますので、そういった点は工夫しないといけないなと思っております。

それから、ここは補足になりますが、委託運用をしておりますアクティブマネジャーにおきましては、やはり少しある程度のところでヘッジ付外債につきましても、国債だけではなくて、投資適格の部分の社債などを入れながら利回りを取ったり、年限につきましても価格の歪んだところ、効率の良いところを狙っていくということで、特にアルファを求める運用機関につきましては、短期の売買をしていくという部分の機動的な運用はかなりできますので、そういった対応をしているというような話は聞いてございます。

○大森資金運用部長 基本ポートフォリオにつきまして、為替のリスク、それから旧3階の扱いというところでいただきました。これについては、今後の基本ポートフォリオの検証の際に十分に参考にさせていただきたいと思っております。

○若杉座長 ほかに、今これは地共連がこれやっているというわけじゃなくて、こういう情報

が入っているということですので、どうぞ自由におっしゃってください。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 ヘッジ付き外債に関しましては、米国債でも何でも良いのですけれども、過去の分析をやっている機関がありまして、国内債に投資をするのとヘッジ外債に投資をするのではどちらが良いのかということで、結論は長期的には余り変わらないと。ただ、短期で見るとタイミングみたいなものがあって、ヘッジ外債が負けているとき、勝っているときがあって、そういういったタイミングを勘案しながら見ていくべきだというのが、僕の知っている限りでは一つの結論だったと思うのです。だから、そのあたりも少し勘案して今後の対応を考えていかれるのが良いのではないかと思います。

それから、ここにリートと、不動産の価格の変化が書いてあるわけですが、リートはかなり高くなっているのかなという気がしますよね。後でオルタナティブの投資があるのでそのことも関連してしまうわけですが、やはり不動産の投資自身に関しましては特に20年問題があって、それ以降どうなるのかが結構みんな慎重な見方をされているところがあるので、特に長期の投資をされる場合は、そういう動向を見つつ、意思決定されるのが望ましいのかなと思います。

それともう一個、イールドカーブのところがありまして、スポットレートで見るだけではなくて、もう一個はフォワードレートでイールドカーブを書いてみて、特に超長期のゾーンのフォワードレートがどういう数字になっているのか、その水準が20年後ぐらいの物価水準等と比べて低過ぎないかどうか、そこも少しチェックをしながら投資をしていくということが望ましいのではないのかなと僕自身は思っています。

そうは言いつつも、20年、30年のところを投資しないと金利が得られない状況なので非常に悩ましい部分なのですが、そうは言ってもリスクがあるわけなので、そのリスクを慎重に見極めて、それでもある程度の割合を投資するんだという、そういう意思決定をやるのが公的機関としての誠実性だと思いますので、そのチェックはぜひしていただきたいと思っています。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございます。

ほかにはいかがですか。よろしいですか。

それでは、マイナス金利については、以上で終わりたいと思います。

それでは、最後に議事の4ということで、新規プロダクトの公募状況について（オルタナ

ティブ)に移ります。これは、高濱投資専門員より説明をお願いいたします。

○高濱投資専門員 高濱でございます。よろしくお願いいたします。

お手元の資料3のオルタナティブ投資について（公募の状況）というものをご覧ください。前回のこの委員会で国内の不動産に投資するファンドに投資しますということをご報告させていただいております。今回はその後の状況ということで、4つほどプロダクトに投資を行いたいということでございます。

1 ページ目の中ほどの表でございますが、これは前回お示ししたものをアップデートしたものでございます。内容をご説明いたしますと、手を挙げてきた運用機関が48社ございまして、実際にプロダクトを応募してきた運用機関が24社、その応募プロダクト数としては45プロダクトでございますけれども、登録要件等を満たしているもの等々が37プロダクトでございます。うち31プロダクトについてヒアリングを実施しておりまして、そのうち1件は前回の国内不動産に投資したというところでございます。

今回投資を行いたいものが、めくっていただきまして別紙1でございます。今回、一番左のところで資産種類と書いてございますが、国内不動産1つ、海外不動産1つ、海外インフラ2つの4プロダクトに投資いたしたいと考えております。

概要とポイントにつきまして、簡単にご説明をいたします。

まず、国内不動産でございますけれども、こちらは野村アセット・マネジメントが運用受託機関となっております、実際行う私募リートに投資するプロダクトになります。私募リートの場合、上場されていないリートでございますので、上場マーケットと違って、プロダクト受給による価格の振れが少ないと、鑑定評価ベースで個別資産を行ったものがダイレクトにこの基準価格に反映されるといったもので、比較的风险リターンとしては穏やかなものでございます。

このファンド自体もインカムゲインを中心に運用を行うオープンエンド型のファンドでございます、実際の投資対象としては東京圏が中心になっておりますけれども、その中でもオフィスですとか集合住宅、物流施設、商業施設といったようなリスクリターンが異なるセクターに複数、分散投資を行っているファンドだということでございます。

評価のポイントでございますけれども、先ほども申し上げましたように、長期保有でインカムを重視した戦略であるということと、セクター配分分散による分散効果、レバレッジ、ファンドでの借り入れ等も比較的抑えられている保守的な財務戦略といったものを採用したところが評価されたというところでございます。

かつ、この私募リート自体も、このファンドはかなり古参のファンドになりますので比較的長めの運用実績があるということと、運用体制についても多彩で充実しているというところがポイントでございます。

2つ目の海外不動産でございます。こちらはUBSアセット・マネジメントが運用するファンドになります。海外不動産ではございますけれども、実際の投資対象としてはアメリカになります。アメリカの主要市場で、インカムゲインが安定しているコア型の物件と申しますけれども、そういったコア型の物件を中心に投資をするオープンエンド型のファンドだということでございます。

こちらレバレッジとしてはかなり低めに抑えている、ファンドの借入金を低めに抑えて、リスクリターンをかなり穏やかにしているファンドでございます。かつ大型のファンドでございます。実際の保有物件数というのが200ぐらいを超えていると。住宅、商業施設、オフィス、産業施設等々に広く分散投資をしているというところであります。

そういった先ほどの国内不動産と同様に、かなりリスクの抑えられた運用をしているというところと、特に足元ではアメリカでも不動産価格というのが一定の上昇をここで見せてきておるわけなんです。こういったケースですとレバレッジを高めに設定するファンドのほうが、パフォーマンスが良くなる傾向がございます。このファンドとしては、ややそういう意味ではそういったファンドに比べると劣後するような状況ではございますけれども、あくまでそういったリスクは取らずに、インカムを重視して保守的な運用方針を堅持しているといったところが非常に評価されたというところであります。

残り2つ、海外インフラでございますが、まず、JPモルガン・アセット・マネジメントのファンドになります。こちらは、先進国を中心にコア、あるいはコアプラス、ややコア型に加えて若干のキャッシュフロー成長に基づくキャピタルゲイン等々も狙うようなファンドではございますけれども、そういった長期投資をするオープンエンドのファンドです。

投資対象としている資産が、高い参入障壁を持っている資産ですとか、技術革新で陳腐化するリスクの低いもの、景気連動性の低いもの等々から全体的に予想可能なキャッシュフローが期待できるような資産を投資するファンドでございます。先進国ではございますが、グローバルに投資をしているファンドだということでございます。こちらポイントといたしましては、かなり保守的なレバレッジファイナンス方針等々を持っておりまして、そこが評価されたということと、リスク概念のプロセス、独自に一定のスコアリング等々を行ってまして、それぞれの資産のリスクを極力目で見える可視化を図っているといったところ、あるいは運用の情報

開示レベルが高いといったところも評価のポイントとなりました。

最後にもう一つ、海外インフラ、三菱UFJ信託銀行のファンドになりますが、これは、インフラの運用会社が運用しているファンドに投資するプロダクトになります。こちらも先進国を中心としたコア、コアプラス型の資産に投資するファンドになります。こちらは、形としてはクローズドエンド型ということになりますが、ファンドの募集もかなり終盤に差ししかかってきておりまして、既に投資が始まっているところもございます。クローズドエンド型でありながらも、ある程度中に入っている資産が見えるというところが非常に安心感があるといったところでございます。

欧州を中心にグローバルに投資するようなファンドということでございます。加えまして、インフラの中でも大型の案件というのはやや過熱ごみといったところがございますが、このファンドはそういったところを避けて中型の案件を中心に投資をしていくというファンドでございます。そういった面では過熱のリスクを抑えているといったところになります。ファンドの運用会社は運用体制、業歴等も十分評価できるものだということでございます。

この4つのファンドにそれぞれ30億円ずつ投資を想定してございまして、この下に円グラフ2つ書いてございますけれども、現在、国内不動産100%のところ、国内不動産が約60%弱、海外不動産14%、海外インフラ27%というように、国内不動産の比率が下がってほかのアセットが増えてくるということになります。

現在も引き続きヒアリングを行っておりまして、今後も採用をしていく予定でございますので、ここはまだ少し国内不動産のウェイトがやや高めでございますので、バランスよくさせていきたいと考えております。

加えて時間分散という観点で、不動産の値段が上がっているのではないかというお話もございましたけれども、やはりこれはある程度タイミングを分散することによって一定のリスク分散を図っていきたいと考えております。

それでは、1ページ前にお戻りいただきまして2ページ目になりますが、一番上のところで、今4プロダクトと申し上げましたけれども、これは実際の投資のタイミングといたしましては、それぞれ物によっては、ほかの投資家が先に待っているようなこともございますので、実際は個々にタイミングがずれてくるかなというところであります。

3番、プロダクトのリスク管理についてであります、これは5つのプロダクトに投資することになりますので、リスク管理をどうやっていくかということになります。

まず運用プロダクトの選定時におきましては、これは前回も簡単にご説明いたしましたけれ

ども、オルタナティブ投資の運用方針に規定する審査項目に基づいて、運用機関のリスク管理能力ですとか、リスク管理手法、プロダクトに起因するようなリスクといったものを確認して、それを適切に管理しているか選定時に確認してございます。

実際に投資が終わった後の管理についてですけれども、これは先ほどの運用方針におきましては、リスク管理に必要と考えられる項目を設定し、少なくとも毎月1回モニタリングを行うと規定してございます。

それでは、何をモニタリングするのかということになりますけれども、不動産とかインフラといった現物資産を投資対象とする場合、上場のもののプロダクトと違って日々の価格形成が行われないというところで、そういった価格変動に基づく標準偏差ですとかトラッキングエラーだけでリスク管理するというのはなかなか難しいということで、実際の投資対象となっている資産の状況がどうなっているのかといったところをモニタリングしていこうということでございます。

実際には運用機関からの報告をもとに、この下のポツで5つほど書いてございますけれども、例えば投資先の物件の収益動向が今どういう状況になっているのか、あるいは物件を時価評価した場合に、例えば前期とどういった動きになっているのか、あるいは要注意物件があるかないか、先ほど来、低レバレッジと申し上げていますけれども、プロダクトのレバレッジの水準がどのように変化しているか、あるいはリターン動向がどうなっているかと、こういったところを特に中心にリスク管理を行っていくということになります。

こういったところの内容にもし変調があった場合は、それぞれ運用機関に対してその原因と今後の対応策を確認して、必要に応じて改善要請を行っていくということでございます。

以下、資料の説明でございますが、4ページ目、別紙2でございますが、これは前回もお示ししたものでありますが、オルタナティブ投資に係る運用方針の中での審査項目を列挙してございます。別紙3という資料をお付けしていますが、今回4つのプロダクトにつきまして、それぞれ審査項目についての評価内容というのをこちらに記載してございます。こちらはまた後ほどご覧いただければと思います。

以上でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

それでは、ただいまの報告についてご意見等お願いいたします。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 まず、基本的なところを忘れてしまっているので質問なのですが、オルタ

ナの全体としてはどのぐらい投資される予定でしょうか。

○高濱投資専門員 前回100億円でしたので、今回120億円入りますと220億円になります。

全体としましては、1・2階の5%を上限とするというのが基本方針に定められておりまして、それでいきますと10兆円の5%ですから、オルタナティブ投資全体で上限が5,000億程度ということになります。どの程度を目指すのかというところでございますが、これは前回の海外出張の報告でも申し上げたところではございますが、余り急いでやると後でろくなことがないということを散々言われていまして、そういった意味ではオーソライズされた数字ではございませんけれども、目安としては何年か後には数千億かなと。これは不動産インフラ、ほかのオルタナティブ投資では話出ておりませんが、例えばプライベート・エクイティなどをやるようになれば、そういったものも含めての数字でございます。ですから、当面そういった数千億を仮に5年とかでやっていくと1年当たり100億単位の下のほうなのかなというようなイメージがございまして、今回これで220億円でございますが、先ほど申し上げましたようにもう少し投資も今選定してございますので、年間例えば300億円ぐらいを投資して、それを時間分散という観点で、5年で考えればとりあえず1,500億円ぐらいが一つ目安になってようかなと考えております。

○川北委員 分かりました。その上で少しコメントですけれども、1つは、一番上の野村アセットのところですが、特にこういうファンド自身利益相反、そこはかなり注意深くチェックをしつつ、リスク管理をやっていただければいいのではないのかなと思います。

それと、一番下の三菱UFJ信託はファンド・オブ・ファンズになっているわけですね。

○高濱投資専門員 実際は1本のファンドに投資しますので、ファンド・オブ・ファンズではございません。

○川北委員 特定の1本のファンドに投資をしているわけですね。

○高濱投資専門員 投資をする一任業者が三菱UFJ信託ということです。

○川北委員 この場合、気になったのは、コストがそういう意味ではダブルでかかるのではないかと、ほかのプロダクトとの比較でコストの水準がどうなっているのか気になりました。

○高濱投資専門員 コストといいますと、まずそもそも投資先のプロダクト自体での運用コストと、今回全部これ私ども、まだ直接そういったLP投資のようなものができませんので、これは投資一任という形を全てとっております。当然その投資一任業者に払う一任報酬というのがありますので、そういう意味では投資先のプロダクト自体のコストと一任のコストが両方か

かっている、これは4つとも全て同じでございます。

先ほどおっしゃられたファンド・オブ・ファンズというのは、さらにファンドでもまたいろいろ細かくコストがかかってくるので、さらにコストが高いということになるかと思っています。ここに関しましては、一定のほかで応募のあったプロダクト等々と横比較を行って、特にオープンエンドのほうは比較的成本的には安いと。三菱UFJはクローズドエンドですので若干高めというのは正直ございますけれども、ほかと比べて極端に高いわけではないというところと、今後、報酬の引き下げ交渉とかも想定しながら今考えているところでございます。

○若杉座長 よろしいですか。

小さく始めようというのは調査の教訓だったのですけれども、小さ過ぎないかというようなことはないですか、これ。

○川北委員 よく分からないですね。

○若杉座長 村上委員、どうぞ。

○村上委員 方針として非常に良いのではないかと考えているんですが、教えていただきたいのが、別紙1の4つのファンドのそれぞれ総額はどうなっているのかというところと、国内不動産の野村のファンドは既に物件がどのくらいの数入っているファンドなのかというのを教えていただきたいと思います。

○高濱投資専門員 それぞれかなり大型のファンドでございまして、まず一番上のファンドが、ざっくりとで申し上げますと約800億円、次のUBSは約2兆円、次のJPモルガンでございしますが、こちらは約5,000億円弱、三菱UFJは現在募集中でございしますが、目標金額としては約1,500億円と。ですから30億円というところかなり中ではウェイトとしては小さいかとは思いますが。

それと、あと、一番上のファンドでございしますが、これは現在45の物件が入ってございます。

○村上委員 ありがとうございます。

○若杉座長 予想利回りみたいなのはどうなっているんですか。

○高濱投資専門員 これは目標ということですが、分配金の利回りで行きますと、野村がざっくりと申し上げて大体4%、UBSは、特段目標という値はございませんが、過去は比較的5、6%ぐらいで推移しているというところ、JPモルガンは5から8%の分配金利回り、三菱UFJが4から6%の分配金の利回りということでございます。

実際、それに一定のどうしてもキャピタルゲイン等々が載ってきますので、インフラ2ファンドとも、トータルリターンとしては2桁を超えるぐらい、10%から12%、JPモルガンが

10%から12%で、三菱UFJは12%から15%、UBSはアメリカのインデックスになりますけれども、5%というのが目標になっております。

○若杉座長 当然、それ相応のリスクがありますよね。

○高濱投資専門員 当然ございますので、そういう意味で先ほど来申し上げていますように、特にかなり広く物件が分散されているものですとか、過去の実績を見て、特にこのUBSは数十年の実績がありまして、キャピタルのところは余り追わずにインカムだけ狙っていくといったような、ボラティリティが比較的抑えられているようなものというものを中心に今回選んでございます。リターンが高いものを取っているというよりは、極力リスクの少ないものを選定したということでございます。

○大森資金運用部長 先ほど、座長から小さ過ぎないかというようなご指摘もいただいたところでございます。海外の伺ったことも踏まえてということなんですが、債券ないし株ですと400億円とか200億円というようなところで今までのものも始めておりますが、そういう意味で言うと桁違いに小さいというところは一定意識をしたところでございます。

ただ、これ初めての分野ですので、これもリスク管理の一環ですが分散投資をしたいと。その意味ではもっと数は増やしたいところではあるものの、個々の物件数で言いますとかなり多いものですから、そういうところまで含めて1から勉強ですので、そういう意味も含めて申し上げますと、やはり今5つ、さらにあと幾つかは増やして220億円プラス100億円の300億円ぐらいのところが初期投資としては精いっぱいかなというようなことで、やはり我々の能力も勘案しますとこのあたりが限界をむしろ超えているぐらいかなと思っております。

そこで精いっぱい勉強していきますけれども、先ほど高濱専門員が申し上げました5年間というのが一定の我々の投資スパン、それを300億円×5年の1,500億円ということで申し上げましたけれども、これを目標ということで設定しているわけでは全くなく、このまま推移すればということを申し上げたにすぎません。しっかりとこの運用の実績を見ながら、当然確信度の問題ありますので、そこを見据えて慎重に投資規模というものも検討していきたいと思っております。

○若杉座長 今、オルタナの担当は何名いらっしゃるんですか。

○大森資金運用部長 担当は3人でございまして、それに委託業ですので2課長ですとか私も関与しているという規模は、海外の基金の中でもこんな小さくありませんので、今後限界はありますものの、やはり陣容の拡充にも努めてはまいります、今はこういう体制でやらせていただいております。

○若杉座長 人材育成するのには時間がかかるので少し早目に手を打っていかなくてはいけないのではないかと思いますのですが。

○大森資金運用部長 努力はしてまいりたいと思っております。

○若杉座長 ほかに、千田委員、どうぞ。

○千田委員 細かい点で2点だけ教えてください。

1点目は、先ほどのそれぞれのファンドの全体の規模はお話しいただいたと思うのですが、その中でかなりのウェイトを占められている投資家さんがいらっしゃるのかどうか、それから、そういうところの影響力はどれぐらいあるのでしょうか。

それからもう一点は、先ほどパーセンテージをおっしゃいましたが、リターンの、手数料は含めない、グロスという理解でよろしいですか。ネットだとどれぐらいの感じになるのでしょうか。

○高濱投資専門員 後者から申し上げますと、先ほどネットとグロスを明確にしていなかったのですが、J Pモルガンの場合は、これはネットで配当利回りが5%から8%、トータルリターンで10%から12%です。三菱UFJの場合はグロスですが、4%から6%が配当利回りで、トータルリターンが12%から15%、これはグロスになります。

それと、ほかの投資家の状況がどうなのかというところですが、投資家の細かい分布といいましょうか、プロダクトの、誰がどのくらいあるというのは明確には提示は受けてございませんけれども、例えば野村アセットは私募リートですので今属性はございます。国内の公的年金が約3割で、私的年金が46%ほど、ですから年金で4分の3を占めているというところになります。

あと、UBSは2兆円のファンドということから考えますと、最大投資家で数千億円をこれに入れているのかというと、それは考えにくいと思いますので、多くても恐らく数%かなと。

J Pモルガンについては5,000億円ですので、恐らくこれは大型年金が入ってくれば数百億円とか当然入れてくると思いますので、5,000億円のうち1割の投資家がいるかどうかということかと思いますが、明確には提示を受けておりませんので、申し訳ございません。

○若杉座長 これ、どういう投資家がいるかということは、ディスクロージャーというか、そういう情報は提供してもらえないものなのですか。

○高濱投資専門員 野村アセットの件で申し上げましたが、そういった例えば投資家属性というのは開示してくれるところも結構多いです。ただ、個別の誰が投資しているというのはさすがにあまりございません。

○若杉座長 村上委員、どうぞ。

○村上委員 この不動産投資の関係の業界の人と話したりしますと、先ほどマイナス金利の資料に上場リートの推移が出ていたのですけれども、上場リートは非常に過熱過ぎ、一方、私募リートについては、古参のファンドと先ほどご説明ありましたけれども、古いポートフォリオがもう出来上がって非常に分散されており、鑑定評価等も非常に安定していて信頼性が高いというようなものがあって、割合と安定したインカムが見込めるのではないかという見通しを持っている人が多いような気がします。また私募リートについては、なかなか鑑定評価を随分頑張っているものが多いみたいで、このあたりだんだん投資を進めてくるに従って難しくなってくるかもしれないなと。

ですから、今回、最初のチョイスということは当初良い選択をされたのではないかと思ったのは、そういう意味から発言をさせていただきました。

○高濱投資専門員 ありがとうございます。

おっしゃられるように野村アセットのファンドはかなり私募リートでは古いファンドということもありまして、物件の価格推移とかもいろいろ見ましたけれども、あまり実際鑑定評価が急激に上がっているとかは見られなくて、比較的安定していたというのが過去の実績でございます。

○若杉座長 あまりゆっくりやっていると利回りがどんどん下がってしまうのではないかとという心配もあるのですけれども、難しいですね。

高山委員、どうぞ。

○高山委員 先ほど利益相反の話が出たので、以前から気になっていたことがあって、昨今、運用機関のガバナンスに対してかなり厳しい目が向けられて、これから大きな注目点になってくると思います。それで、このオルタナティブ投資の運用機関選択の審査項目のところを見ると、経営に関するところは仔細に検討されていると思うのですけれども、経営を監督する体制についてのガバナンスの審査項目がないように見えるのですが、これはオルタナティブ投資だけではなくて、そのほかの全ての運用において、運用機関を審査する項目でガバナンスの部分というのはどの程度入っているのでしょうか。

○高濱投資専門員 今のご指摘は別紙2のところかと思いますが、実際はこの審査項目をさらに細かくブレイクダウンした運用の選定項目という規定がございまして、その中で外部取締役、社外取締役の有無等々も見るということになっておりまして、そこについてはそれぞれの運用機関についてそういったものがいらっしゃるかどうかなどというのはチェックしてござい

す。

ただ、どうしても運用機関の場合、親会社とかでは結構社外取締役等あるケース多いのですが、どうしても運用会社の場合ですと、社外取締役を入れられているというのはまだ一部にとどまっているというのが実情でございます。社外取締役がいないからといって即だめという形にはしてございませんが、そこはチェック項目としては見てございます。

○大森資金運用部長 そのほかの委託運用について、今運用第二課長が後ろなので私から申し上げますけれども、同様に会社の概要の中で社の体制、それから運用の担当者、それを監督、あるいはリスク管理する仕組みというところについては必ずチェックするようにしております。

○若杉座長 アジアのリートの協会があるのですけれども、その日本の支部からガバナンスの評価をしてくれと私頼まれたことがあるのですけれども、アジアのほうからは日本のリートに投資するのでガバナンスのことをきちんとやってほしいというプレッシャーはすごくかかっているのですけれども、日本のリート関係者は全然無関心という感じでした。それは3年ぐらい前ですから大分変わったかもしれないけれども、非常に消極的でしたね。

○高山委員 分かりました。

○若杉座長 村上委員、どうぞ。

○村上委員 不動産、特に利益相反が起きやすいというのは、物件の売買で実質的にグループ会社と売買しているなど、そういうところの価格の透明性はきちんとファンドで監視ができるかどうかというのは大きなポイントだと思うのですけれども、いかがですか。

○高濱投資専門員 そこはご指摘のとおりかと思います。これも選定項目の中で、そういった利益相反を回避するような仕組み等々を持っているかというところをこれは逐次チェックしてございまして、ほぼ運用機関、そこは物件のある継承のルールですとか、そういった一定のルールを定めてそこは行っているということでございます。

○若杉座長 よろしいですか。

大分時間も押してきましたので、この新規プロダクトの公募状況について（オルタナティブ）につきましては以上で終了したいと思います。どうもありがとうございました。

それでは、これをもちまして、本日予定しておりました議事が全て終了しました。

事務局から連絡事項があればお願いいたします。

○企画管理課係長 事務局から連絡させていただきます。

まず、本日配付させていただきました資料1-1と1-2につきましては、この後回収させていただきます。また、今回の議事録につきましては、また後ほどメールにてご確認をさせて

いただきます。

また、この地共連資金運用委員会でございますけれども、10月1日、一元化以降に要綱を改正させていただいたときに、先ほどの地共済と同様、議事要旨の規定について設けさせていただいております。前回と今回分でございますけれども、またこちらについてもメールで確認させていただきたいと思いますので、よろしくお願いいたします。

○若杉座長 それでは、以上をもちまして、第16回地方公務員共済組合連合会資金運用委員会を終了いたします。

ご協力どうもありがとうございました。

午後5時46分 閉会