

第17回地方公務員共済組合連合会  
資金運用委員会

平成28年6月15日(水)

午前 9時58分 開会

○津田企画管理課長 それでは、ただいまから第17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。

議事に入らせていただきます前に、新たな委員がご就任されましたので、ご紹介させていただきます。

喜多委員でございます。

○喜多委員 喜多でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

○津田企画管理課長 竹原委員でございます。

○竹原委員 竹原でございます。よろしくお願いいたします。

○津田企画管理課長 蜂須賀委員でございます。

○蜂須賀委員 蜂須賀でございます。よろしくお願いいたします。

○津田企画管理課長 また、新たに藤沢委員がご就任されておりますけれども、本日は所用のためご欠席でございます。

続きまして、連合会の役職員に人事異動がありましたので紹介いたします。

4月2日付で、資金運用部長、大森の後任として着任いたしました、資金運用部長の北澤でございます。

○北澤資金運用部長 北澤です。よろしくお願いいたします。

○津田企画管理課長 続きまして、高濱総括投資専門員の後任といたしまして、4月1日付で着任いたしました総括投資専門員の宮武でございます。

○宮武総括投資専門員 宮武でございます。よろしくお願いいたします。

○津田企画管理課長 どうぞよろしくお願いいたします。

続きまして、本日の配付資料の確認をさせていただきます。資料をご覧になってください。一番上が次第で、その次が座席表でございます。その次でございますけれども、資料1-1、「マイナス金利の対策について」。それから資料1-2、「マイナス金利について」。

続きまして、資料2でございます。こちらはPEの資料でございますけれども、「オルタナティブ投資の対象資産拡大について」。

それから別紙1といたしまして、「運用方針の改定について」。それから、別紙2といたしまして、「PEの概要」、それから最後でございますけれども、別紙3といたしまして「一般的なデュー・デリジェンス項目」。

以上になっておりますが、落丁、乱丁等はありませんでしょうか。よろしいでしょうか。

それでは、以降の議事進行は若杉座長にお願いしたいと思います。

○若杉座長 おはようございます。本日は議事が少ないですが、そういうときほど長くなる傾向がありますので、ご協力のほど、よろしくお願ひいたします。

本日の委員会の議事は「マイナス金利への対策について」、及び「オルタナティブ投資の対象資産拡大（プライベート・エクイティ）」の2本となっております。

初めに議事1、「マイナス金利への対策について」、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、私からご説明させていただきます。

最初に右肩に資料1-1と、右肩に資料1-2と書かれたものがございますが、最初に足元のマーケットの状況の振り返りをしたいと思いますので、資料1-2をご覧ください。

こちらにつきましては、前回、3月16日の委員会のところでお示しましたものからアップデートしてございます。新しい委員の方もいらっしゃいますので、改めて内容につきましてご案内申し上げます。

まずページを開いていただきまして、1ページ目でございます。下に2つのグラフがございますが、左側が日本国債利回りの推移でございます。それから右側は、イールドカーブの推移でございますが、1月29日の日銀のマイナス金利の導入以降、国債の金利につきましては急低下している状況でございます。特に右側の下のグラフでございますが、イールドカーブ超短期につきましては、大幅にフラット化、平坦化になってございます。下に数字を出させていたいただいておりますけれども、特に長いところ、20年、30年、40年もございますが、こちらは1月以降、大幅に金利が低下しておるという状況でございます。6月3日でございますので、昨日あたりもかなりまた大きく金利が下がっている状況でございます。10年債がマイナス0.175%というような数字になってございますし、20年債は0.2%を切っているような状況になってございます。

2ページ目でございますが、足元の国内債券のベンチマークでございます。野村BPIの状況でございます。こちらは6月3日時点でございますが、一番上のところに、総合のところ、利回りと書いてございますが、こちらが単利で、マイナス0.03%、ベンチマークのデュレーションは8.93年となっております。こちら構成比のところ、表の左側に書いてございますけれども、BPIにつきましては、構成比の82%強が国債になっている状況でございます。国債につきましては、その超長期のところを除きますと、全てマイナス金利になっている状況でござ

ざいます。

一方、残りの部分、国債以外でございいますが、地方債以下、まだ利回りとしましてはプラスのところが残っている状況でございます。

1年間の概算の期待収益率等を計算いたしますと、マイナス金利の利回りでございますが、ロールダウン等ございますので、1年間持っておりますと、0.15%ぐらいの期待収益率が残っているという状況ではありますが、極めて低い状況は変わってございません。

続いて3ページ目でございますが、世界の国債利回りでございます。こちらにつきましても、大半の国がマイナス金利に沈んでいるような状況でございます。特に昨日あたりですと、その3段目でございますドイツの金利につきましても、いよいよ10年債がマイナスになったということで、世界的な金利低下が続いている状況でございます。

一方、4ページ目、国債以外の市場でございます。特に国内で発行されている国債以外のものですが、真ん中のところに、国債、10年もの、343回と書いてあるところがございいますが、こちらは6月入札でございます。こちらの入札の応募者利回りにつきましては、マイナス0.094%でございます。一方、上段の地方債、政保債等につきましては、応募者利回り、5月のところでございますが、まだマイナスにはなっていない状況でございますが、こちらは前回から比べましても大幅に利回りが低下している状況でございます。一方、以前のところ、下に参考と書いてございますマイナス金利導入以前の主な発行状況と比べますと、一番右のところ、対国債のスプレッドのところでございますが、地方債等につきましては、対国債スプレッドは拡大している状況でございます。こちらにつきましては、その地方債等につきましては満期持ち切りの投資家が多いものですから、なかなかマイナスの状況にはならないということございまして、一方、国債につきましては、市場でございますので、そのままどんどんマイナスが進むということで、結果的に対国債のスプレッドが広がっているという状況が起きてございます。

続きまして、5ページ目でございますが、こちらは日本国債の利回りと期待収益率でございます。先ほど見ていただきました、イールドカーブのところでございますが、こちらは1年間の期待収益、先ほど申しあげましたとおり、1年間でイールドカーブの形状が変わらない前提といたしますと、キャリートクーポンとロールダウンというのを加えますと、10年ぐらいのところマイナスになっているという状況でございます。ロールダウンを加えますと、7年ぐらいのところマイナスになっている状況でございます。前回の3月から比べますと、こちら10年債のところ0.39%と、低下している状況でございますので、一層、そのイールドカーブ

の平坦化が進んでいるという状況でございます。

6 ページでございます。こちらにつきましては、海外の債券でございますが、為替ヘッジをした場合の利回りでございます。ヘッジにつきましては、短期のヘッジをロールするような形の計算をしてございます。左側につきましては、ヘッジ後の利回りでございますが、日本の国債に比べますと、やや上方におりますけれども、全体的な利回りは低い状況でございます。日本の国債と同じようにロールダウン効果を見ました期待収益率1年間でございますが、こちらになりますと、ややイールドカーブは海外のほうが立ってございますので、その分だけは収益率が高いという状況でございますが、アメリカの10年債等を見ましても、ヘッジ後にしますと、1.42%ということでございますので、こちらは極めて低い状況には変わりない状況でございます。

7 ページでございます。こちらは債券以外の市場の振り返りでございますが、こちらはJ-REIT、不動産でございます。こちらにつきましては、2012年11月でございますので、アベノミクスの前といえますか、解散総選挙のかなり前でございますので、その時点から比べますと、一旦かなりデフレ感もあったわけでございますが、足元のところ、特にマイナス金利導入後につきましては、国内株式の下落もございませけれども、ほぼ追いついているということでございますので、資金のほうはこちらに流れているという観測もございませ。

右側の部分につきましては、少しデータが古い部分でございますが、これは前回から該当はございませけれども、まだ現時点2013年の年末、あるいは2014年にいきますと、まだ国内の不動産のキャピタルにつきましては、リーマンショック以前のところに戻っていないという状況でございますけれども、リーマンショック以前と言いますのは逆に異常な時期でございますので、こちらにつきましても必ずしも安いとは言い切れない状況という観測もございませ。

こういった状況がマーケットの状況でございまして、8 ページ目でございます。こちらは地共連の国内債券の資産構成を書かせていただいております。

上から、ファンド種別と書いてございますが、真ん中に二重線を入れてございまして、こちらのところで2つ分かれてございます。二重線で上のところ、自家運用のパッシブですとか、委託運用のパッシブ、委託運用のアクティブにつきましては、こちらは先ほど申し上げましたベンチマークの、BPI総合のほうを意識した運用をしている部分でございまして、こちらは合計欄、足してあげますと、約34%が市場運用部分になっているという状況でございます。そのほか、下段でございませが、特に義務運用の機構債の10年ラダー、ファンド1、満期持ち切り運用等につきましては、あわせますと約60%を超えますので、全体といたしますと、満期持ち

切り型がかなり占めているという状況でございます。

なお、こちらの数値につきましては、平成28年3月時点での速報値でございまして、まだ確定していない数値でございます。

9ページでございます。

こちらは新たに前回の資料から追加した分でございます。4月になりまして、生命保険会社各社から運用計画が発表されてございますので、そちらをまとめたものでございます。それぞれ国内債券につきましては、一部増やすという形のところは1社ございますが、大層につきましては減らす、あるいは現状維持。一方、外国債券につきましては、為替ヘッジ付きは増やす方向、ヘッジなしにつきましては為替水準次第ですとか、あるいは現状維持で増やしていくという形でございますので、どちらかと言いますと増加方向。一方、国内株式につきましては水準次第というのはございますが、大層のところにつきましては現状維持というような形の計画になってございます。こちらが生保各社の動向でございます。

こういった状況を踏まえまして、マイナス金利への対策でございます。資料1-1をご覧ください。現状につきましては先ほど申し上げたとおりでございますが、日銀のマイナス金利導入の発表以降、日本国債の金利は急低下してございます。

そうした中、マイナス金利ということではないのですけれども、私どもにつきましては昨年の一元化に伴いまして、基本方針を変更してございますので、結果といたしまして国内債券の構成比を減らし、国内株式等の構成比を増加させる状況でございます。

また、本年につきましてはオルタナティブ資産としまして不動産への投資を開始しているという状況というのが現状でございます。

こうした中、マイナス金利への対策といたしまして、課題認識は2点ほど持っております。マイナス金利になってございますので、なるべく利回りを上げていきたいと思っております。一方でマイナス金利になりました国内債券、特に国債等の購入をしないということになりますと、結果的に長いところの債券によってしまうということになります。そうしますと将来的に金利が上昇した際の評価損益の拡大ですとか、あるいは満期持ち切り型のファンドになりましたら、低クーポン債券の長期保有によりまして利回りの低下といった形の課題が残るということになりますので、こういった両面のところから課題はあると認識してございます。

そうした状況でございますので、3番の検討事項といたしましては、2つの点から検討を考えてございます。1つ目につきましては国内債券の中で考えるべきこと。もう1つにつきましては先ほど申し上げましたとおり、国内債券から他の資産にリバランスをしてございますので、

(2) といたしまして機動的な運用・リバランス、リバランスの相手方、リバランスをどうするかといったことについて検討を進めていきたいと考えてございます。

まず1点目でございます。国内債券の中での対応でございますが、アとしまして、マイナス金利の債券の購入の回避、利回りの向上策でございます。ポツ1でございますが、適格社債、劣後債等の購入の再開。再開と書いてございますのは、以前、債券に投資をしてございまして、しばらくやめてございましたが、再開しようということでございます。それからポツ2でございますが、ヘッジつき外債の公募あるいは追加といたしまして、ヘッジ付きの外債、利回りは低いわけでございますが、若干なりとも適格の社債等も含めまして、利回りの向上策がないかということを検討していきたいということでございます。また、追加と書いてございますのは、昨年の国内債券の公募の際に、野村B P Iのベンチマークとしながら、一部そのヘッジ付き外債を組み入れるようなファンドも採用してございますので、そちらへの追加も考えるということでございます。ポツの3つ目でございます。こちらにつきましてはオルタナティブにつきまして、当面の目標額の達成ということを考えていきたいということでございます。ポツの4つ目でございますが、野村B P I（総合）につきましては、8割方が国債、その大層がマイナスになってございますので、そういったベンチマークを野村B P Iとしないような運用の方策というのを考えていきたいということでございます。

イとしまして、将来的な金利上昇時の評価損益の防止ということでございます。先ほど地共連の資産、国内債券の中で、大部分を占めます機構債、縁故債でございますが、こちらにつきましては今、10年の固定リスクというのが対象でございますが、こちらについての取得条件の多様化というものも検討していきたいということでございます。

(2) 機動的な運用・リバランスでございます。国内債券をやみくもに減らして、他の資産に振るということではなくて、市場動向を見ながら適切にやっていきたいということでございます。また、振る対象といたしましては、リバランスでございますので、一般的にはパッシブファンドということも考えられますが、パッシブだけではなくて、既存の優良なアクティブファンドへの資金の追加も考えていきたい。

ポツ3につきましてはその中で新しい公募もやっていきたいと考えてございます。特に株価の下落ですとか、乱高下する場面におきまして、収益の絶対額は単純にベンチマークに追随すればいいというだけではなくて、ある程度安定した運用が認めるような運用ですとか、新たな手法等を、そういった形で使われるものがあれば、そういったプロダクトを採用いたしたいということでございます。例といたしましては、国内では採用してございますが、最小分散です

とか、ベンチマークを意識しないような、いわゆるノンベンチマークの運用、それから新興国におきましては、アクティブ運用の中で安定的な収益を見込めるようなものにつきましては検討を進めていきたいと考えてございます。

最後のポツでございますけれども、海外の資産につきましてのオルタナティブ資産の目標金額の上乗せですとか、目標金額の達成時期の前倒しという部分を検討していきたいと考えてございます。

以上がマイナス金利への対策についてのご説明でございます。

よろしく申し上げます。

○若杉座長 ありがとうございます。

現在のような状況がいつまで続くかわかりませんが、日銀のマイナス金利と、国債の応募者利回りがマイナスということとは直接関係ないですよ。最初に、その辺のロジックをきちんと整理していただけるとありがたいのですが。

○寺岡総括投資専門員 おっしゃるとおり、日銀が直接コントロールしますのは短期金利でありますので、直接、長期金利をコントロールしているわけではありませんが、今、日銀につきましてはマイナス金利の導入と同時に、長期国債の買入れというのをやってございますので、事実上は3次元の緩和という中では直接的に長期の金利をいじっている状況でございます。その中でマイナス金利という部分で、これまでですと金利はマイナスにならないという前提でありましたので、そうすると短期にゼロに置かれますと当然安価になりますから、ある程度優良株というのは限界があるということだったわけでございますが、こちらの安価が下にずれたということになります。それに加えて、そのマイナス金利を導入いたしますと、どんどん投資家はマイナス金利を買いたくないということになり、長いところへどんどん資金がシフトしているという状況が今加速していると認識してございます。そういった状況になりましたので、長いところがどんどん沈んでいくということで、10年が沈んでしまいますと、今度は20年、30年を買おうという形で認識してございます。

○若杉座長 満期まで保有するのであれば、利回りがマイナスのものをわざわざ持つことはないわけです。日銀が買い上げてくれることを前提とした投資家がいるからということですね。

○寺岡総括投資専門員 そうですね。1つには、途中で売却を考えているような短期の投資家もおりますので、そういう人たちはマイナスを買って、またもっとマイナスになれば売ればいいということもございますけれども、マイナスになっている状況でも日銀は買い入れてございますので、日銀に売ればその分の損は出ないということになりますので、決して満期持ち切り



しようという人はほとんどいないという状況を考えてございます。

○若杉座長 日銀は額面より高い金額で買ってくれるわけですね。

○寺岡総括投資専門員 はい。

○若杉座長 事実上は応募者、発行のときの価格よりも高い価格で買ってくれる。銀行としては実際にはマイナスの投資利回りではないということをやっているわけですね。

○寺岡総括投資専門員 はい。

○若杉座長 結局、国民の負担でやっていることになるわけで、本来はこういうことが続くべきことではないと思いますが、実際には続きそうな気配です。これについて、皆さんからご意見やご質問をいただければと思います。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 今の議論を踏まえまして、1点資料で気になったのがロールダウン効果を含めるということで、2ページ目、国内債券のベンチマークについて、その一番下に「+0.15%」と書いてありますが、ベンチマーク的には特にロールダウン効果というのを考えるとそうかも分からないですけれども、地共済、特に年金としては結局1年間で売買するということは基本的にはないわけなので、そうするとやはり、満期まで保有してどのぐらいのリターンなのかということを考えるべきだと思います。そういう意味で、ロールダウンがどうのこうのという話ではなくて、一番重要なのは野村BPIの総合で見て、単利ですけれどもマイナスの0.03%、この事実がかなり重いのではないのかなということです。そういう印象を持ちました。

そういう前提でいくと、資料1-1にありますように、検討事項の特に国内債券をどうするのか、特にイが重要ですね。地共済の年金としてはやはり機構債の部分というのがかなりウェイトを占めているわけなので、そこの取得条件の多様化ですね。これはこれからの交渉事項なので、どこまで期待できるのかは分かりませんが、事前の説明をいただいたときにもありましたように、変動金利化とかそういうことも含めて、将来的な年金のパフォーマンスの向上に資するような交渉をしていただければいいのかなと思っています。

それでアですけれども、ここで感じているところを幾つか申し上げますと、1つは社債のところでした、きょうJFE、これはローンだったと思いますけれども、確か40年ということで、そういう長いものを発行しようという動きがかなり出ているように僕自身は認識していますが、何十年という先まで経営が安泰なのかどうか。ここもちゃんと考えておかないといけないわけで、僕自身は長い事業債に投資していいのかどうかということにはかなり疑問を持っています。このあたりは適切に判断してやっていただければなと思っています。

それからオルタナティブに関しまして、REITの絵があったと思うのですが、これも株価が低下する中でREITの値段が上がっているということで、そういう意味ではかなりここに資金が流れている。これは説明にあったとおりでと思います。だから、そのREITの水準が本当に適切なかどうか。特にオリンピックに関するいろいろな建設が終わったときにどうなのかということ。これは以前に申し上げたとおりですが、注意をして投資をしていただく必要があると思っています。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございます。

ほかにご意見とかご質問とかありませんか。

どうぞ。喜多委員、お願いします。

○喜多委員 川北先生が今おっしゃられたこととある程度重なるのですが、国内債券に関してはやはりマイナス金利ということで、長期保有を考えると投資対象としては考えにくいと考えます。こちらの案で出されているように、同程度のリスクのもので代替物になるというのは、為替ヘッジ付き外債がある程度リーズナブルかなとは思っております。

ただ、川北先生がおっしゃったような長期保有というか、満期持ち切りの前提とはちょっと違った形の投資になると思いますので、外部委託の方が適切かもしれないと理解をしております。為替ヘッジのヘッジコストとかは短期で水準が変わってきますので、やはり持っているのにふさわしくないような条件になったら売却をする。これはマネジャーに任せるという前提での投資になるということかと思えます。

もう1件、オルタナティブのところ、川北先生もおっしゃっておられましたけれども、J-REITの上場REITは多分、債券の代替ということではご認識されていないのかなとは理解しています。通常の私募REITや私募不動産に関しても、見た目のリスクは低く抑えられているようですが、不動産は本質的にリスクが一定程度はあるものですので、国内債券の代替として投資するには少し気をつけたほうが良いと理解をしています。特に国内の不動産、最近大分値が上がっているという指摘がされているところでございますので、余り無理な投資を不動産に関してはされないほうが良いかと思えます。

以上でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。ここで言葉なのですが、マイナス金利という日銀の政策であり、国債への投資について言うときにはマイナス利回りと表現したほうがよいのではないのでしょうか。ここでは必要に応じて使い分けたいと思います、よろしいですか。

ほかにかがですか。

竹原委員、どうぞ。

○竹原委員 私、本日が初めてですので、質問させていただきたいのですが、資料1-1の検討事項の国内債券のところ、「NOMURA-BPI（総合）をベンチマークとしない運用」、それから（2）の機動的な運用・リバランスのところ、「ベンチマークを意識しない運用」というように債券、株式ともにベンチマークがキーワードとして出てきているわけですが、これは例えば地共連としてのカスタムベンチマークのようなものを考えられているのか、あるいは、今あるもので別のベンチマークを考えていらっしゃるのでしょうか。それとも本当にベンチマークを外して、別の新しいタイプの株式運用、債券運用を考えていらっしゃるのか。そのあたりについて説明をお願いしたいと思います。

○寺岡総括投資専門員 それでは私から。最初の国内債券の「NOMURA-BPI（総合）をベンチマークとしない運用」という意味でございますが、こちらにつきましては先ほど申し上げましたとおり、中身が国債に相当寄っている状況でございますので、国債抜きのベンチマークを採用するかどうかという部分を、カスタマイズのインデックスで採用するか。あるいはBPIに対しますアクティブリスクとして判断するのか。その2点があろうかと思っております。そのところは検討課題と考えてございます。

それから、全体の基本ポートのつくりの立てつけが、その「NOMURA-BPI（総合）」を政策ベンチマークに使ってございますので、そこまで変えるといふとかなり大きな話にもなります。そこまでの話ではなくて、実際運営上の中でどういった部分を指標として考えながら運用するかという点については検討していきたいと思っておりますし、逆に満期持ち切りの状態で考えますと、ベンチマークを意識しない形になりますので、どういった形でそういったカスタムのラダーのような形のベンチマークをつくるのかということにつきましても、検討課題と思っております。

それからアクティブファンドにつきましては委託ファンドの中でのベンチマークでございます。これは大体委託する際のガイドラインになったりしますと、どうしてもそのベンチマークを設定して、外株ですとMSCI-ACWIという形になりますが、そこを意識した運用になるわけでございますが、これを外してしまいますと、国内株で言いますと、エコ配当のような形の銘柄を厳選して、あまりトピックスに追随することを目指さないような運用の形で、その下値のリスクを抑えるような形のものもございまして、そういったものがあれば、アクティブリスクとしての中で考えていきたいということでございます。ですから、全体のベンチマー

クを変えるというような大きなお話の中ではなくて、一部そういった対象のパッシブファンドもございますし、それからアクティブファンドにつきましてもそういったベンチマークを意識した部分も多くございますので、今回につきましてはそうでないところの手法、あるいはそういったものを意識しないのもあれば、その中で選んでいきたいなという趣旨でございます。

○若杉座長 よろしいですか。ほかにいかがですか。

蜂須賀委員、どうぞ。

○蜂須賀委員 私も本日が初めてなものですから、どういう展開をされてきているのか詳しくない部分もあるのですけれども、やや金利が低くなって、いろいろ工夫をしなければいけないという状況の中で新しいことをされていかれるので、運用体制とか分析する際のマンパワーとか、そういったところを留意されながらやったほうがいいかなと全般としては思いました。

それとの関連で、先ほど社債の話にも出ていましたけれども、やはり社債の利回りは、信用リスクとかなかなか反映した水準になっていないというところがありまして、景気変動とかあると、結構ひやひやする局面があると思います。そうすると分散する必要がありますが、社債は買おうと思っても買えないというところもあって、うまくポートフォリオを作っていけないようなところもありますので、いろいろやるのは重要だと思うのですが、優先順位をつけてされたほうがいいのかと思いました。

○若杉座長 ありがとうございます。よろしいですか。

ほかにいかがですか。この問題は始まったばかりですのでこれから勉強して行きたいと思えます。

喜多委員、どうぞ。

○喜多委員 株式のところ、先ほど竹原先生がご質問された、新たな運用手法を利用したプロダクトの採用で、最小分散とか、ベンチマークを意識しない運用というのがあります。いわゆる、スマートベータと言われる株式市場の中の特定分野への投資というのが、過去の運用成績がすごくよかったとしても、単にバリュエーションが一時期の人気でたまたま上がっているのではないかと最近指摘されています。特にアクティブ運用というよりもこういった機械的なスマートベータに投資する場合は、過去の成績だけで選ぶのではなくバリュエーション等に十分注意を払う必要があるかなと思っておりますので、十分注意をお願いできればなと思えます。

○若杉座長 ありがとうございます。貴重なご意見ですので共有しておきたいと思えます。

ほかにいかがですか。どうぞ、川北委員。

○川北委員 もう1点だけですけれども、いずれにしても今保有されている債券に関しまして

は、しっかりとリターンの得られる債券だと思いますので、そうすると満期になって新たなキャッシュフローが生まれて、それをどう再投資していくのかというときに、ここで検討されているようなものは重要になってくる。

これは検討事項の（１）に関しての話ですけれども、そのときにこういうものを選択肢として、特にアがあると私自身は理解しているのですけれども、オルタナティブはどうするのかというのとはもかくとして、アの３つについて、これをどうするのかというのが問題になってくるという理解です。社債のところでは蜂須賀委員から指摘があったように、そんなにたくさん買えない等の問題も生じてくるわけなので、多分、試行錯誤になってくるのかなと、僕自身は理解をしています。これは１つで十分という話ではないという、そういう理解ですので、やはりこの委員会でも適宜状況をお知らせいただければありがたいと思いますので、よろしくお願ひしたいと思います。

○若杉座長 毎年いくらくらい満期になるのですか。

○寺岡総括投資専門員 今の満期につきましては、１つには機構債のところの満期の部分と、それから満期持ち切りファンドと言いまして、先ほど見ていただいた部分があるのですが、満期持ち切りファンドにつきましては、一部、今回一元化になりまして、年金の拠出金が出ますものですから、その分返ってくる部分が少し出てまいりますので、それはあまり投資に回せないという部分がございます。機構債は大体３兆円の１０年債で持っていますので、大体年間均せば３、０００億円ぐらひは返ってくるという形の分でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

ほかによろしいですか。

満田理事、お願いいたします。

○満田理事 私から補足させていただきます。

やはり社債がどこまで安全かという、先ほどの蜂須賀委員のご指摘もございましたし、長期すぎるものはやはり投資するのは怖いです。なぜならば金利が正常になった瞬間に評価損をずっと長い間抱えてしまう。特に持ち切りのところで評価損益を計算する部分のところで長いものを持ってしまって、例えば４０年ものを持って、３０年すごい評価損をずっと抱え続けるという事態は私ども決算を打つ立場からすると大変厳しいものがございまして、地方公共団体の傾向からしましても、評価益を喜ぶよりも評価損のほうに厳しいご意見を頂戴することもありますので、債券のところではマイナスを抱えて、しかもそれが株式の足かせになるのは避けたい。この辺の気持ちも、機構債の持ち切りの１０年という条件すら変えていかなきゃいけないだろう

という発想になっておりまして、そういう意味で40年の社債という、この2つ揃っているものについてはさらに慎重になると中では話しておりました。それが1点でございます。

それから「ベンチマークを運用しない」と最後にありましたけど、新興国の伸び盛りのものを選ぶ。それからもう1つ、「等」の中に入っているのですが、普通に株式を買うというポジションを持つのですけれども、下落局面で先物ショートにして損失をカバーするというようなタイプのアクティブ運用もしてくださるところがあったら、やっぱりお願いをしてみたい。やはりアメリカもこれからまだダウが1万8,000円を超えてどんどん上がるとも、そう考えにくいので、先ほどの決算のマイナスがこたえるという話の延長線上になるのですけれども、下落についても少し目配りをする商品についてももし可能であれば、今後お願いしていきたいと思っております。

以上でございます。

どうぞよろしく申し上げます。

○若杉座長 ありがとうございます。そういう議論をなされているということです。

この問題はよろしいですか。また、折に触れて問題になると思いますので、そのときはまたよろしく願いいたします。

それでは、議事1「マイナス金利への対策について」につきましては、以上で終了したいと思います。

続きまして、議事2「オルタナティブ投資の対象資産拡大（プライベート・エクイティ）」に移ります。

まず、宮武総括投資専門員より説明をお願いいたします。

○宮武総括投資専門員 それでは、オルタナティブ投資の対象資産拡大についてご説明させていただきます。

こちらは、1の概要にございますが、昨年10月1日制定されました基本方針に基づきまして、現状、オルタナティブ投資に関しましては国内外の不動産及びインフラを投資対象としておりますが、新たにプライベート・エクイティを投資対象に加えることについて検討を行うものでございます。

初めに、プライベート・エクイティの概要についてご説明を差し上げたいと思います。別紙の2をご用意ください。こちらはプライベート・エクイティの概要、マーケットの状況についてまとめた資料になります。こちらで提起されておりますプライベート・エクイティに関しましては、さまざまなステージもしくは事業環境にある企業に対して、その企業が必要とする資

金を提供するかわりに、企業に対して企業価値向上のための適切な経営関与やガバナンスを行う投資手法とさせていただいております。

昨今、株のマーケットの運用の手法といたしましても、エンゲージメントファンドとかございますが、その究極にあるというような位置づけかと思えます。投資のピークル等々の構造に関しましては下の（１）から（３）にございますが、こちらは割愛させていただきます。後ほど順次、説明させていただきたいと思えます。

２ページ目、プライベート・エクイティの種類に関しまして一番上の表で簡単にどういうものがあるかをご説明したいと思います。プライベート・エクイティ、企業の成長過程といたしましては企業ができたときからだんだん成長していく、または衰退していくというような過程があると思えますが、初期に投資するものがベンチャー・キャピタルファンドと呼ばれているものでございまして、それがだんだん成長していく過程に投資するものがバイアウトファンド、またはメザニンファンドというものがございます。それからちょっと業績が悪くなって、その立て直しに入るというようなファンドもございまして、そちらが事業再生及び不良債権というものになりますが、それぞれの過程によりまして資金の性質も変わりますし、手法も変わっていくというような構造になっております。

２にまいります。リスク・リターンの特徴と留意点ということになりますが、（１）といたしましては高い利回りと分散ということでございます。伝統資産より利回りが高い、パフォーマンスの分散が大きい＝運用者のスキルの巧拙への依存度が高い。また投資開始初期におきましてJカーブ効果の影響を受けるなどの特徴が考えられます。２ページの下グラフですけれども、こちらはPEの投資と株式のインデックスのリターンの比較になります。左から15年、10年、5年、3年とございますが、15年間の平均リターン、または10年間の平均リターンとご覧ください。棒グラフは左からPEのパフォーマンス上位です。それからPEのインデックス、S&P500、R u s s e l l 2000となっておりますが、長期になればなるほどPEに関してパフォーマンスが安定して高いという状況が見てとれると思えます。

３ページにまいります。上のグラフはリスク・リターンの関係を示したものでございます。少々分かりにくいですが、こちらPEのプロットはちょうどリスクが25%程度のところのリターン16%のところ、右の真ん中のちょっと上のほうですね。こちらにございまして、プロットされてございまして、外国株式等々と同じようなリスクで平均的なリターンが高いという状況です。その下の表は相関係数の推定値になりますけれども、こちらでご覧いただけるのは外国株式との相関。こちらはグローバルPEの数字をとっておりますので、海外の株と同じような

動きをするということをごさいますて、株の代替と言いますか、株式のカテゴリーに入る商品だと考えております。

続きまして、(2) Jカーブについてご説明させていただきます。こちらは次のページにグラフがあるのですけれども、条件としましてはネットIRR9%、投資倍率1.5倍で、ドローダウンの期間が6年というものを想定いたしまして、大体どういうカーブになるかというのをお示ししたのが4ページの上のグラフです。若干見にくいのですが、折れ線グラフのメモリが右側になっておりまして、大体4年程度まではコストが先に発生いたしますので、マイナスのパフォーマンスになる。大体投資期間、1つの企業に關しましては3年から5年ぐらになりますので、5年目ぐらからだんだんとリターンが出てきまして、あとずっと切り上がっていく形になります。毎年この投資を同じ金額だけ進めていった場合は下のグラフになりまして、比較的、当初は若干マイナスのパフォーマンスになりますが、長期に続けることによりまして、安定的なリターンが想定できる。こちらはあくまでイメージでございまして、マーケットの変動にはぶらされますけれども、長期にわたる投資が必要だと考えております。

(3) におきましては、ファンド間のパフォーマンス格差をお示しいたしたいと思ひます。プライベート・エクイティ投資の場合、保有株式やプライベート・エクイティマネジャーの実績・力量による情報格差が生じることが多く、パフォーマンスのマネジャー格差が伝統資産に比べると大きくなることが多いと想定されます。

5ページをお開きください。こちらは過去のパフォーマンスを折れ線グラフで示したものでございまして、一番上にありますのが上位25%のマネジャーのパフォーマンス、真ん中にございますのが全体の平均、一番下が下位25%のパフォーマンスになります。年にもよりますけれども、これは1980年からとったものなのですが、年によっては30%ぐらひの年間のパフォーマンスの差がつくということは、すなわちより腕ききと言ひますか、マネジャーを選別して投資していく必要があるということだと考えております。

続きまして(4) ヴィンテージによりパフォーマンス格差ということ、こちらは投資した年です。それによってやはり経済環境及びマーケット環境に大きく左右されますので、そこからは逃れられませぬので、いかにパフォーマンスが望める年に投資するかということなのですが、なかなか長期投資になりますので、これをあてにいくというのは非常に困難だということから分散の対象になろうかと考えております。5ページの下グラフは、これは毎年のパフォーマンスを見たものです。確かに2001年のあたりは、ITバブルの崩壊のとき、それから2008年はリーマンショックのときということ、2001年に関しましてはグレーの線、ベン



チャー・キャピタルに投資したものはマイナス30%のパフォーマンスになっております。IT ですから、ちょうどそういう企業がいっぱい出てきて、そちらに投資したもののバブルが崩壊したというような状況になりますので、一番大きくやられておりますが、反面、濃いオレンジのラインになりますけれども、バイアウトという手法の場合はそれほど大きなマイナスにはなっていない。逆にリーマンの場合はもうちょっと大きなカテゴリーと言いますか、全体に与える影響が大きかったものですから、バイアウトが大きくやられております。

ただ長期投資ということを考えまして、次の6ページの上に3年平均というのを一応ご用意させていただきました。こちらで見ますと、その年その年、プライベート・エクイティがイグジットしてリターンが出てくる商品になりますけれども、イグジットのタイミングが選べるということで、長期投資に適しているというような投資対象になっておりますので、長期で見たほうがよりいいかなということでこのグラフをご用意したのですが、3年平均で見ますとリーマンショックのあたりでも2007年とか2010年、11年あたりのリターンは高かったものですから、9年、10年あたりのこのヴィンテージでもゼロ近傍ということで、ある程度、下値が支えられる効果が得られるものと考えられます。

(5)にまいります。低流動性でございます。上場企業または公開企業の株式のように自由かつ即座にポートフォリオを構築できるわけではございません。投資上限額をコミットし、プライベート・エクイティマネジャーが投資案件を発掘した際に、キャピタルコールを受けて資金を投入する形態をとっております。したがって、中途解約は基本的に困難。契約書で決まっておりますが、基本的には困難ということで、必要なエクスポージャーを必要とときにとることが難しい資産だという性格を持っております。

6番にまいります。多様な投資手法ということで、下の表にございますが、こちらは1つの切り口でまとめたもので、アント・キャピタル・パートナーズ。これは日本のプライベート・エクイティファンドですけれども、まとめたものをつけさせていただいております。ベンチャー・キャピタル、バイアウト、ディストレストと左のほうにございますが、ベンチャー・キャピタルでもそのすぐ右側にステージというのがございまして、アーリー・ステージ、レイター・ステージ、エクспанションとございますけれども、これも人によってはいろいろ分け方がございまして、ベンチャーのミドルレイト・ステージとか、ある程度企業の体裁をなしてきたところから投資を始めるファンドとか、いろいろな形のファンドがございまして、すなわち、それを分散の対象にできるということだと考えております。

それからマーケットの動向に移りたいと思います。7ページをおあげください。3番、PE

の投資動向ということで、(1)に、これは2000年からですが、PEのレイズの状況です。折れ線グラフが件数、棒グラフが金額です。大体、直近では件数的に世界でということになりますけど、年間1,400件弱、金額にしますと60から70兆円です。金額的には相当マーケットとしては拡大してきているという環境かと思います。

(2)は国・地域別の状況ということで、ブルーの棒グラフが北アメリカ、オレンジはヨーロッパ、グレーがアジアということになります。1年で言いますと、これをとるタイミングにもよるのですが、これはちょうど2015年6月末で切っておりますが、アジアあたりが好調だったときに1年で見ますとパフォーマンスは高いのですが、長期で見ますとやはりマーケットが熟している北アメリカなど先進国のほうが、安定感があるというのが見てとれると思います。

続きまして8ページにまいります。こちらは戦略別の状況です。左からブルーが全体、オレンジがパイアウト、グレーがベンチャー、黄色っぽいオレンジがファンド・オブ・ファンズになります。こちら左から1年、3年、5年、10年でございますけれども、傾向としましては長期になるほどパイアウト戦略が安定的なリターンを稼ぎ出していると見えます。

それから(4)セカンダリーマーケットの状況です。2011年からのデータしかないのでございますけれども、2014年、15年あたりは急激に残高が増えております。セカンダリーファンドは比較的欧州の年金等にニーズがございまして、最初のJカーブは回避できるという効果がございまして、年金等々、結構好んでファンドを買っていくというような状況なのですが、2014年あたりは、要はボルカールール、米国のルールが規定された段階で、銀行がプライベート・エクイティのファンドを持ちにくくなるというような推測がございまして、それで相当売却が進みました。それを受けたセカンダリーファンドの立ち上げというのが見られたために、マーケットが若干拡大している。ただ、それを経験したおかげで、セカンダリーマーケットというのが比較的厚みが出てまいりまして、そういう意味では流動性が全くないというわけではございません。比較的こういうファンドも立ち上がってきているというような状況です。

9ページにまいります。国内年金及び海外年金の動向ということになりますが、4番のほうは国内年金の動向です。現状、プライベート・エクイティを大きく進めておりますのはPFA、企業年金連合会、こちらが過去20年近くやっておるのですが、2014年、ちょっとデータは古いのですが、こちらの投資残高としては7,600億円。大体全体、年金資金300兆円弱ということで考えますと、全体の0.7%程度に相当します。この左下のご参考とございますけれども、こちらの円グラフで見ますとCa1PERSのPEの投資比率といたしましては

10.6%となっております、右で試算をしておりますが、現在0.7%ですけれども、PFAレベルまで全体投資が進むと5.8兆円。欧州の年金基金は大体4%ぐらいをピントしておりますので、このレベルまで進みますと11.8兆円、米国の年金で7%と言われておりますので、こちらまで進みますと20.5兆円ということで、マーケットの拡大と言いますか、投資余地はまだあるなというような絵に見えるということでございます。

翻って海外の年金の動向なのですけれども、5番にまとめてございます。こちらのデータが古くて申しわけございません。2013年から14年のあたり、右からCa1PERS、順番にあと2つがカナダ年金基金、オランダ、デンマーク、スウェーデンとなっておりますけれども、カナダは、ひょっとしたらPEが入っている可能性もあるのですけれども、こちらのデータをとったときはそれが見えませんでしたので、カナダの年金2つに関してはPEはやっていないことになっておりますが、別のソースを見ますと若干やっているような、この区分けの仕方によるのだと思います。こちらでは記載させていただいておりません。全体的にPE、不動産、インフラ、森林と、あとコモディティも含めて2割から3割程度、このオルタナに投資をしている。海外の年金はそういう状況でございます。

最後、10ページになります。こちらはCa1PERSに焦点を当てて見たものでございます。

(2)にございますが、こちらはPEのバイアウトがやはり6割、クレジット関連、ベンチャー・キャピタル、オポチュニスティックというような形で、やはりバイアウト中心とした分散になっているという状況です。

(3)は国別の状況です。やはり米国の資金ですので米国の配分が非常に大きいのですが、75%、4分の3が米国。残りヨーロッパと新興国という形になっておりまして、マーケットとしてもやはり米国は大きくて、欧州、あとは日本を含むアジアという状況ですので、分散としてもそういう対象と言いますか、そういう分散を図っていければと考えております。

以上が概要でございますが、本紙に戻っていただきまして、こちらのご説明に入りたいと思います。

2番にまいります。以上のようなプライベート・エクイティの特徴と我々連合会の資金を比較して取り組む意義を整理したものでございます。まず1としましては、連合会としては、現状、不動産、インフラ投資をスタートさせており、PEを対象とすることによって一層の分散効果を図りたいということです。それから2番、先ほどもご覧いただきましたが、相対的に高いリターンが見込めるという点。3番、超長期の運用としてのメリットが享受できる。流動性を犠牲にした流動性プレミアムの獲得という点と、Jカーブは許容しやすいということ。こち

らがポイントになります。(4)といたしまして、多様なスタイルですね。今若干簡単にご覧いただきましたけれども、PEの中でスタイルがいろいろございますので、それを分散させて投資を進めることで一定のリスクの抑制が可能であるということ。(5)といたしまして企業年金等の投資対象として一定の地位が構築されて、マーケットもしっかりしてきたということ。

それから先般事前説明させていただいたときと、6番だけ若干分かりにくい表現がございましたので、差し替えさせていただいております。6番といたしましては投資のタイミング、規模などについて運用環境の変化にあわせた柔軟な対応が可能。タイミングも図ることができまじ、規模、これは投資金額になりますけれども、環境によって増やしたり減らしたり、そういう意味での機動性ですね。柔軟な対応が可能だということでございます。この6点が、我々が取り組むべきであろうという意義でございます。

3番に移ります。プライベート・エクイティ投資において特に留意すべき点ということで、2点挙げさせていただいております。1点目はそのリスク・リターンをしっかり把握しましょうということございまして、PEの特性としましては、リスク・リターンはJカーブ効果、ファンド間のパフォーマンス格差、ヴィンテージによるパフォーマンス格差などがあるということをきっちりと見きわめていく。要はファンドの特徴としてそういうものが存在して、ファンドによっていろいろ形が変わって出てくるというのを把握した上で、②にございますが分散を図っていくということに留意が必要だということです。伝統的資産との分散はもちろん、オルタナティブ資産間、不動産とかインフラとの分散、及びプライベート・エクイティの中での分散、こちらを全て把握してリスクの偏在を回避するということが重要かと考えております。

したがいまして、どういう形で進めてまいりますかと申しますと、裏側の2ページ目の上の表をご覧ください。左側2つ、不動産、インフラ。こちらは今投資を進めている商品でございます、それにプライベート・エクイティをつけ加えたいということでこちらの3つですけれども、オルタナティブ資産としては上限として管理積立金の5%を設定しております、約10兆円ございますから約5,000億円、これを上限のめどとさせていただいております。今後の投資見込みとしましては、不動産、インフラは5年で1,500億円程度と一応見込んでおりますけれども、プライベート・エクイティ投資に関しましても大体5年で、コミットベースになりますが1,500億円程度見込んでおります。こちらにおきまして考慮すべき分散としましては、不動産におきましては地域、用途。インフラにおきましても地域、セクター等ということで、プライベート・エクイティにおきましてはご説明申し上げておりますとおり、地域はもちろんヴィンテージ、パイアウト、ディストレスト、ベンチャー等の戦略ですね。それからプライマ

リー、セカンダリー等の手法。こちらにおいてしっかりと分散をきかせてリスクを軽減していきたいということに留意してまいります。

(2) でございますが、運用主体に関しまして、投資開始前のデュー・デリジェンス及び投資期間中の運用・運営プロセス管理を綿密に行うこと。こちらに留意してまいりたいと思えます。ご紹介しましたように、プライベート・エクイティ投資に関しまして中途解約はほぼできない。売却は若干でき、流動性はございますけれども中途解約はまず契約上できないものが多いでございますので、そちらに鑑みますと運用主体がリターンに与える影響が非常に大きな点が特徴的でございます。したがって、投資開始前の運用者の巧拙、過去のリターンとか、あと意思決定プロセスなどを管理していく。そこを見きわめていくということが非常に重要なポイントになります。

ご参考としまして、別紙3、一般的なデュー・デリジェンス項目ということで、4ページに渡ります項目をつけさせていただいております。細かいことはここでは割愛させていただきますが、一般的にプライベート・エクイティ投資においてチェックするという項目、こちらは契約書から引っ張り出すのですけれども、こういう項目が考えられるということでございます。相当細かい点にまで注意して投資を進めてまいりたいと考えております。

具体的な今後の進め方になりますが、4番でございます。「運用対象の多様化に係る運用方針」、これは繰り返しになりますけど昨年10月1日に制定されておるのですが、こちらの別紙においてオルタナティブ投資の中の投資対象資産が規定されております。別紙の1をご覧ください。こちらが運用方針の改定についてということになっておりますが、この一番下の枠の中に現状上の2つ、不動産とインフラストラクチャー、この2つが規定されておるのですが、こちらにまずプライベート・エクイティと3番目の項目をつけ足したいと考えております。資産区分といたしましては国内株式又は外国株式。株式のカテゴリーに入れたいと考えております。

こちらで行った後、ほぼ同時並行になりますけれども、(2)として、現行のマネジャー・エントリー制を採用しておりますので、そちらの応募対象プロダクトにプライベート・エクイティを追加いたします。

(3) といまして、運用機関からこのマネジャー・エントリー制によってPEのプロダクトの応募があった場合、エントリー資格の確認の上、プロダクトの精査及び選定に向けた検討に着手してまいりたいと考えております。具体的な期間としてのイメージですけれども、通常エントリーして、それをヒアリング等々行いますので3カ月ぐらいはかかるかなと思っておりますので、早く投資が開始できたとして年度内ぐらいが目途かなと思っておりますけれども、

その計画で進めてまいりたいと思っております。

説明は以上になります。

○若杉座長 宮武総括投資専門員、どうもありがとうございました。

オルタナティブ投資につきましては昨年度議論しまして、まず不動産、インフラから始めようということで運用方針を決めました。これから新たにこのプライベート・エクイティを加えたいということで、説明していただきました。

高山委員、どうぞ。

○高山委員 参考資料でも言及された海外の年金基金の状況についてちょっと教えてください。昨年、当連合会の主要メンバーと若杉先生が主要な欧米の海外年金基金にインタビューをされました。Ca1PERSのような先進的なところから、保守的な基金までたくさんの事例のお話を伺ったと思います。その際にプライベート・エクイティについて、例えば投資を行うに当たっての留意点とか、その組織体制も含めてポイント等について、インタビューの過程で何か留意すべきお話がありましたら、概要を教えてください。

○若杉座長 どなたからご説明いただけますか。

宮武総括投資専門員、行かれていませんがお願いします。

○宮武総括投資専門員 私、4月からまいりましたので詳しくは存じ上げないのですが、先ほどご説明しましたように、プライベート・エクイティファンドの途中の解約はできないということで、やはりその運用者のモニタリング、及びどういうものに投資しているとか、その意図とか、そういうことの密接なコミュニケーションが必要だと考えておまして、それに関しましては通常の伝統的資産とは違うノウハウと言いますか、体制が必要だと考えております。

現状、我々のところでは一応オルタナ全体として私と山縣総括投資専門員を含めまして4名でやっております。正直申しまして、そこに全てのノウハウがあるかと言うと、これからだと考えておまして、やはり投資をしながら管理体制、リスク管理も含めまして作っていきたいと想定しております。経験という意味ではこちらにまいります前にそれなりの経験は積ませていただいておりますので、それをもとに、ここに根づくノウハウの蓄積を、投資を進めるのと並行的に進めてまいりたいと考えております。

あと我々、今後、マネジャー・エントリー制を使っておりますので、そこで要は一任業者ともコミュニケーションをとれますから、そこの中でもよりよい管理体制と言いますか、その知見も使いましてポートフォリオを構築できればと考えております。

○若杉座長 私も同行しましたので、少し補足をします。ひとくちにプライベート・エクイティと言いましても、ファンド投資と直接投資とに大別されます。ファンドにしますと利益のかなりの部分が手数料としてマネジャーに行ってしまう。ですから欧米の進んだ年金基金では直接投資への志向があるようです。その場合には、総括投資専門員の説明にありましたように、お金を出すだけでなく、マネジメントに関与して、利益の増殖とリスクの低減を図るわけです。あるいはガバナンスによりマネジメントの向上を目指します。そのためには、人員、予算等それなりの体制が必要です。したがって、地共連としては事実上不可能です。オルタナティブ投資の担当者が4人というのは世界的に見ると少ないです。大きい年金基金では二桁ぐらい違う規模です。また優秀なマネジャーを雇用するには、公務員の世界では考えられない高額報酬が必要です。そこで、運用部門を切り出して運用会社として独立させているところもあります。

そういう実情を鑑みて、地共連としては直接投資は無理なので、ファンドを買おうというのが今の説明です。もう一つは学びつつ徐々に投資額を増やして行こうということです。今、宮武総括投資専門員がおっしゃったのはそういうことで、慎重にやろうということだろうと思います。

よろしいでしょうか。

ほかに。どうぞ、川北委員。

○川北委員 方向としては、PE投資って、僕自身はいいのではないかなと思いますが、ただ、その方法としまして、資料2の裏面にありますように、「考慮すべき分散」ということで、地域とかヴィンテージとか書いてあるのですけれども、これはどう考えられているのか。例えば地域はどう考え、戦略はどうするのか。ここにベンチャーまで入っていますが、そういうところまで考慮に入れているのか。後は手法ですね。それと、投資をマックス1,500億円程度、5年間でやるということですが、毎年コンスタントに投資をすることを一応目標にやられるのか。それとも、2の(6)にあるように、投資タイミングについて機動的に柔軟に対応することが可能と書いてありますが、そのようにされるのか。具体的なイメージを少し教えていただければと思います。

○若杉座長 宮武総括投資専門員、お願いします。

○宮武総括投資専門員 まずPEに関しましてはファンドレイズと言いますか、ファンドが立ち上がらないと投資できないというのがございますので、こちらが本当に今やりたいと思ってもすぐにはできない。ファンドが立ち上がりそうだよという話が出てきてから大体3カ月とか

半年後に最初のファーストクローズがあるとか、そういう状況が多いものですから、そのときに我々が望んでいるものがあれば投資していくというスタンスになろうかと思います。

あとはどういう種類のものが出てくるかというのは、これも傾向があるのですけれども、やはりマーケットの環境が悪いときはなかなか出てこないものもありますし、ディストレストとかは、1回相場が崩れたときとか、環境が悪化したときに出てきやすかったりしますが、そういうときはお金が集まりにくかったりとか、状況に結構左右されてくる。我々からのコントロールではきかないというのがありますので、より情報を集めながらリスクの高いものは金額を小さくしたり、リスクがそれほどないと判断できるものはそれなりに大きく投資したりということで、柔軟にやっていきたいと考えております。それをできるだけ毎年やることで、先ほどグラフにもお示しさせていただきましたけれども、より安定的なリターンを得られるように図りたいと思っています。

そういう意味からしますと、やはり分散と言いましても、北米のバイアウトが中心になってくるのかなと思っております。まだ基準と言いますか、どこを目標にするというのは明確に決めてはいないのですが、この投資を進めるに当たって、そういう分散のイメージを作っていきたいと考えております。

始めるに当たって何が最初に出てくるかもまだ正確には掴んでおりませんので、ここ半年ぐらいで、情報をどんどん入れて進めていければと考えております。

○若杉座長 いろいろなジャンルがありますが、絞っていると件数が少ないものですから投資できなくなってしまうので、やはりいろいろなものを見て、大変だと思いますが勉強しながら進めていただきたいと思います。

ほかにご意見とかご質問、ありますか。

どうぞ、竹原委員。

○竹原委員 プライベート・エクイティですから、未上場の株式が中心になると思うので、定量的なリスク分析ができないというのは分かります。そのかわりにいろいろな定性的なリスク分散を図られるということでそれは分かるのですが、リターンのほうで、例えば資料の3ページを見るとPEは18%近い。一方でインデックスにすると11%程度まで減少してくるわけですね。こちら未上場ですから、果たしてどのくらいの水準になるのかというのはなかなか見込みが立てづらいものがあるとは思いますが、一応その運用の前提として、先ほど若杉座長からもありました、運用報酬を控除後に、国内株式あるいは外国株式に対してプラス何%ぐらいを想定されているのか。運用報酬の控除後で見込みがあれば教えてください。



○宮武総括投資専門員 見込みは、今のところまだ設定していませんので、通常PEの契約書に、IRRベースとか投資倍率、何倍を目指しますというあたりが大体記載されておりますので、そちらから大体その投資が可能かどうかを確認して、その後、実際のリターンがどれくらい出るかを見ます。それにあわせて投資する企業の規模とか、EBITDA倍率とか、そこら辺の上限額が大体見えてくるんですね。あとレバレッジをどれくらいかけるか。それを見て大体10%から15%とか、15%から20%とかいう期待リターンをはじき出していくのかなと考えています。これはあくまで想定ですので、確定ではございませんし、そのマネジャーが勝手に言っていることと言えばそうなのですけれども、要はマネジャーが言っていることの確からしさ、可能性というのをチェックしながら投資を進めていければと思います。

イメージとしては、報酬控除後やはり10%超ぐらいはターゲットにしたいなどは思っておりますが、不確定な話で申しわけございません。

○若杉座長 そういう意味では非常にリスクが大きいですね。

○竹原委員 ただ、定量的なリスク分析ができない状態で新たにその資産に組み入れるということであれば、そのあたりの内部の申し合わせ、あるいはガイドラインのようなものでも構わないと思いますけれど、運用報酬や期待リターンの条件などを制定されることはドキュメントとして必要ではないかと、私は思います。

○若杉座長 そうですね。厳密なものではないにしても、ある程度のターゲットの制定はあったほうがいいのかもしいですね。

ほかに。蜂須賀委員、どうぞ。

○蜂須賀委員 この分野はとにかく長い目で見るというところを徹底して始められたほうがいいと思いますので、これで1年、2年たってどうだというところをうるさく言われてしまうと、なかなかつらい部分も出てくると思いますので、5年、10年で見えていくということが非常に大事なのかなと思います。

内部の規定は、おっしゃるとおり非常に大事だと思いますが、実際にはうまくいくところといかないところがはっきりするところがありますので、もうそこはトラック・レコードを見ながら、長い間この分野でやっている人たちの経験などを生かしながら選定されていくといいと思います。よかったとき、悪かったときとかを、よくわかっている人に意見を聞きながらというところが大事かなと思います。

あと、実際に小さく始められるということだと思うのですが、ただ実際に始められるとコミットの額と投資の額というのが随分開きが出てくるんですね。コミットは随分している

のだけど、お金は全然出ていかない状況というのも出てくると思っていますので、リスクの量としては結構大きくなっていくのですけれども、実際に運用される額はまだ小さいとか、そういう状況が起こり得ますので、そういうところも含めて少し長い目でリターンを上げていくという発想が大事かなと思います。

あと質問なのですけれども、先ほど北米が中心になるというお話がありましたが、これは北米のファンドでも多国籍な企業に投資をしていたり、海外の会社を買収する際のお金を出したりといろいろなパターンがあると思うので、構想はまさにこれからやっていかれるのだと思うのですが、北米のファンドといったときにその中身の分散の仕方というか、そういう考え方も視野に入れておく必要はあるのかなと思います。

○若杉座長 多分、宮武総括投資専門員が言われたのは、ファンドマネジャーの国籍だろうと思うのですが。

○宮武総括投資専門員 大体、最初にどこに投資するかというのは規定されていますので、北米の企業に投資をするという目的のファンド、それを一応北米のファンドとさせていただければと思います。北米で設定されたファンドでも、グローバルにやるファンドもございますし、そうすると地域分散というのは図れなくなりますので、投資対象がどこにあるかということをポイントにしたいと考えております。

○若杉座長 投資というのは、ファンドマネジャーのことですか。

○宮武総括投資専門員 いいえ。投資対象企業、ファンドの中身のことです。

○若杉座長 でも、グローバルに分散しているところもあるのではないですか。

○宮武総括投資専門員 ですから、グローバルに分散している場合は、どこの地域に何%というような目安が一応載っていますので、それで大体分けながら考えていければなど。また、投資した企業が全部リストとして分かりますので、細かく言えばそれも分析できればより分散効果が図れるのかなと思っております。

○若杉座長 いずれにしても、投資すると言わないと、情報が入ってこない、プロポーザルが来ないわけですね。

ほかにいかがですか。

喜多委員、どうぞ。

○喜多委員 マネジャー・エントリー制でやられるというところに関しまして、基本的にやはり受け身だと全然足りないと思うので、積極的に情報を取りに行く。ほかの情報機器だとか、あと海外にマネジャーを探しに行くだとか、そういったコストはかかるものだと思いますので、

あまりそのところをけちらずにやっていく必要があるのかなと感じておりますので、大きなお世話かもしれませんが、申し上げさせていただきます。

○若杉座長 その辺の基本方針を教えてください。

○満田理事 貴重なお話、ありがとうございます。PEを検討していると去年の末ぐらいからちょろちょろと伺ってみましたところ、地共連は毎年これぐらいずつはやるんだという話が、その関係業界で認知されるといいお話も頂戴するようになる、そこまで年数はかかるということとをありがたくお教えをいただきました。

ですから、小さくても輪っかの中に入ったと認知されるように、海外や国内やいろいろなところには出かけていかなければと思っておりますので、今からですけれども頑張っていきたいと思えます。

ありがとうございます。

○若杉座長 そうですね。ネットワークづくりが重要で、プレゼンスを高めていく必要がありますね。

どうぞ、川北委員。

○川北委員 今の喜多委員のご意見に関連してなんですけれども、PEに関してはやはりコストはかかるし、喜多委員がおっしゃるようないろいろな活動を積極的にやらないといけないという面もあると思えます。デュー・デリジェンスに関してもしっかりやらないといけない。かつそれが海外だということで、人員の構成に関しまして、将来的にはどういうイメージを持たれているのか。まだそれはこれからということなのか。その点を教えていただきたいと思えます。

○若杉座長 満田理事からお願いします。

○満田理事 GPIFを見ておきますと、オルタナティブ専門のチームがありますので、それは1つ参考かと思えます。リスク管理がそうであったように、室というような形でまずグループをつくって、大きくしていくというのが一番考えられる道筋だろうと思っております。GPIFですとか、企年連の皆様のところはそういう意味で常に参考にしております。

以上です。

○若杉座長 ほかによろしいですか。

いずれにしろ、オルタナティブという今までと違うことをやるわけですから、そういう点で運用体制というのはすごく重要だと思います。そういうことは中では皆さんよく話しておられるようです。

よろしいですか。

それでは、オルタナティブ投資の運用方針について、プライベート・エクイティを運用対象とするという改定をこの委員会としてご了承いただきたいのですが、よろしいでしょうか。

ご了承いただきました。どうもありがとうございました。

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いたしました。

それでは事務局から連絡があればお願いいたします。

○津田企画管理課長 事務局からご連絡させていただきます。

まず次回の日程でございますけれども、来月7月27日の水曜日に予定しております。地共済全体の委員会が13時30分から、地共連の委員会が14時30分から予定をしておりますので、よろしくをお願いいたします。

また今回の議事録につきましては、後ほどメールにて先生方のほうにお送りさせていただき、確認をしたいと思います。

事務局からは以上でございます。

○若杉座長 では、以上をもちまして、第17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たいと思っております。

どうもありがとうございました。

午前11時27分 閉会