

第18回地方公務員共済組合連合会

資金運用委員会

平成28年7月27日（水）

地方公務員共済組合連合会

午後2時37分 開会

○企画管理課 それでは、ただいまから第18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、本日の配布資料の確認をさせていただきます。

資料でございますが、一部先ほどの運用委員会で使用しました1-5から1-8につきましては、こちらのほうの委員会でも使わせていただきたいと思います。

あとそれに加えましてもう一枚ございまして、右肩に「第18回地方公務員共済組合連合会資金運用委員会資料2」と書いてございます「平成27年度における厚生年金保険給付調整積立金のリスク管理の状況」がでございます。

続きまして、第15回、16回の地方公務員共済組合連合会資金運用委員会の議事録の確認をお願いしたいと思います。

机上に議事録の案をお配りしておりますので、そちらをご覧ください。

こちらにつきましても、委員会議事録作成及び公表要領によりまして、「議事録は、委員会の確認を得て作成するものとする。」とされておりますので、本日出席の委員各位のご了承の上、確定となるものでございます。

なお、委員の皆様にもメールでやりとりをさせていただきまして、発言された委員のご確認の上、発言の趣旨を損なわない範囲で、訂正・加筆を行っておるところでございます。

本議事録について、こちらの内容でよろしいか伺わせていただきます。

ありがとうございます。

それでは、第15、16回地方公務員共済組合連合会資金運用委員会の議事録につきましては、これで確定したいと思います。

本議事録につきましては、前回委員会の開催日から7年後に公表することとしておりますので、ご了承のほどよろしくお願いいたします。

では、以降の議事進行につきましては、若杉座長にお願いします。よろしくお願いいたします。

○若杉座長 改めて、皆さんこんにちは。引き続きよろしくお願いいたします。

本日の委員会の議事は、「平成27年度各積立金の管理及び運用に関する運用報告書」、「平成27年度各積立金のリスク管理の状況」の2本となっております。

初めに、議事1として「平成27年度各積立金の管理及び運用に関する運用報告書」について、北澤資金運用部長より説明をお願いしたいと思います。では、よろしくお願いいたします。

○北澤資金運用部長 それでは、地方公務員共済組合連合会の運用報告書について、ご説明したいと思います。まず資料1-5、運用報告書の概要版でご説明したいと思います。

4ページから6ページまでは市場の環境でございます。ご覧いただきたいと思います。

それから、7ページ以下、積立金ごとに運用の状況の主要部分をかいつまんでおります。こちらで説明いたします。

8ページ、1・2階部分の資産の構成の割合でございます。国内債券43.65%、以下、それぞれの種別ごとに割合が出ております。これらも基本ポートフォリオ許容乖離幅の中に全て入っております。こちらが平成27年度末の資産構成割合の状況ですけれども、ページを移っていただきまして37ページ、最後のページになりますけれども、ご覧いただけますでしょうか。

こちらの運用報告書は、業務概況書と比べて経年の数字、長期に渡っての数字が出るように多少工夫しております。

37ページ、資産構成割合の経年の推移が出ております。平成27年度末、右下が先ほどご紹介したものですけれども、経年、平成25年度あたりから国内債券の割合が減って、国内株式ほかの資産種別の割合が増えているのが見てとれるかと思えます。

平成27年度末、右下、運用資産額20兆5,596億円となっております。

9ページにお戻りいただきたいと思えます。

1・2階の部分の運用利回り、下半期の部分でございます。修正総合収益率0.43%、実現収益率1.68%でございます。

資産種別ごとに見ますと、国内債券で下半期2.99%のプラスになっております。一方、第4四半期、国内株式ほかにつきまして市況の影響を受けまして、それぞれマイナスが出ております。それらを合わせますと、先ほどの0.43%というのが下半期の数字になります。

10ページをご覧ください。超過収益率ですけれども、まず資産別に見ますと、国内債券について超過収益率マイナス1.85%、国内債券のデュレーションがベンチマークよりも短いということが要因となっております。

国内株式、外国債券、外国株式については、それぞれ超過収益が若干、あるいはある程度出ておりまして、それぞれ要因がありますけれども、運用の工夫によりまして一定の超過収益を上げておるといところでございます。

これらを合わせまして、資産全体での超過収益率はマイナス0.14%になっておりまして、基本ポートフォリオとの比較でいいますと、国内債券の比率が高いということで、今回プラスの要因になっておりますけれども、一方で国内債券のマイナスの超過収益率が響いておりまして、

これらを合わせますと、トータルでは超過収益率マイナス0.14%ということになってございます。

続きまして11ページ、1・2階部分の年金財政上求められる運用利回りとの比較でございます。名目の運用利回り0.43%から賃金上昇率引きまして0.18%が実質的な運用利回りでございます。これが財政再計算上の利回りを上回っているということでございます。

続きまして、12ページ、13ページと運用収入の額、資産の額、それぞれ金額ベースで記したものでございます。

14ページからは、新3階と呼ばれる積立金の状況でございます。15ページ、国内債券100%を基本に運用する、この新3階についての資産構成割合、大部分は国内債券ということでございます。

16ページ、新3階の下半期の実現収益率でございます。まだ積立が始まったばかりでありますので、実現収益率0.04%ということでございます。

17ページが運用収入の金額、18ページが資産の額ということで、地共連では年度末64億円という数字でございます。

19ページから旧3階部分になります。

20ページ、資産の構成割合でございます。先ほどの1・2階の資産構成割合とほぼ同じような数字が並んでおります。

21ページ、旧3階部分の運用の利回りですけれども、修正総合収益率でマイナス0.04%、実現収益率は1.48%でございます。

こちら傾向としては、1・2階と同様の傾向になっております。国内債券、下半期で2.17%のプラスであるのに対して、国内株式、外国債券、外国株式についてはマイナスとなっております。また、これも1・2階と比べて旧3階で国内債券の収益率が低めに出ております。そういったこともありまして、修正総合収益率マイナス0.04%ということになってございます。

22ページ、下半期超過収益率です。これも資産別、1・2階と同様の傾向です。国内債券マイナス2.67%、デュレーションのベンチマーク対比での短さというのが原因になっております。特に短い運用、ラダー運用について、旧3階に多くウェイトが来ておりますので、収益率が1・2階と比べてマイナスが大きくなってございます。

それから、国内株式から外国債券、外国株式について、それぞれの運用の状況によりまして、外国債券は少しマイナスが出ております。国内株式、ほぼベンチマーク並み、外国株式についてはやや超過収益を獲得してございまして、これら合わせまして、資産全体ですけれども、国内

債券のマイナスが響いておりまして、全体ではマイナス0.61%となっております。

23ページ、旧3階の運用収入の金額ベースのものでございます。

24ページ、資産の額でございます。

ここまでが下半期でありまして、25ページから上半期についてでございますけれども、運用利回りマイナス2.61%となっております。

こちらをご覧くださいますように、これも市況の影響は非常に大きいですが、特に第2四半期、国内株式、外国株式、株式が大きくマイナスになっておりまして、これらの影響から全体の修正総合収益率がマイナス2.61%となっております。

27ページが上半期の超過収益率でございます。

国内債券は金利の低下が下半期ほどまだ始まっていませんので、超過収益率についてもほぼベンチマーク並みということになっております。国内株式から外国債券、外国株式までですけれども、国内株式では超過収益率、ある程度獲得しております。一方で外国債券、非国債の保有比率が高かったということでマイナスが出ております。外国株式は、ほぼベンチマーク並みということで、資産全体で見ますと、これは旧の基本ポートフォリオとの比較になりまして、旧基本ポートフォリオと比べての株式の比率が高かったということもありまして、マイナス1.07%ということになってございます。

28ページ、運用収入の金額ベースのもの、29ページ、上半期の資産の額でございます。

30ページ以下、付属資料ということで、1・2階の動向等ございますけれども、34ページにベンチマーク、市場の動向の各月のものをグラフにしたもの、それから35ページに運用利回りの経年の推移が載っております。右から3列目に27年度全体、1年間を通した全ての積立金を合算したものですけれども、修正総合収益率、年度を通しまして地共連マイナス2.40%でございます。一方で、5年間、10年間という中長期で見ますと、それぞれ修正総合率が5.81%、2.61%ということでプラスを確保しております。

ちなみに、実現収益率は、その上にあります3.95%が平成27年度の数字でございます。

下の表は運用収益の額ですけれども、これも平成27年度で見ますと、総合収益額の増減ですけれども、平成27年度においてマイナス5,159億円となっております。

一方で、5年、10年で見ますと、それぞれ5兆円、4兆6,000億余の総合収益額のプラスとなっております。

36ページ、先ほども出てまいりましたけれども、年金財政上の運用利回りとの比較です。経年のものになっておりまして、平成27年度1年間、積立金全部の合算ですけれども、マイナス

2.4%と比較して実質的な運用利回りマイナス2.9%、これも財政再計算、財政検証上の実質的な運用利回りと比べると、少し達しなかったということでございます。

一方で、3年、5年、10年平均で見ますと、それぞれ実質的な運用利回りが5.09%、5.49%、2.82%となっていますので、財政計算上の実質的な運用利回りを上回っておることが確認できるものでございます。

概要版での説明は以上でありまして、あと全体で説明を漏らしている部分をざっと御説明します。

資料1-6、運用報告書本編1・2階の部分ですけれども、これも業務概況書と同じように三部構成になっております。同じような作りが続いてまいります。

23から26ページにかけてスチュワードシップ責任の記述、これは業務概況書にもございましたけれども、連合会では記述が詳細にわたってございます。例えば、議決権行使の状況ですけれども、数字を見ると、反対比率が昨年度と比べて増えておるのですけれども、ガイドラインの変更等によるものではないかという分析もしております。

27、28ページ、運用機関の構成の見直しを行ったところを紹介しております。運用手法の多様化であるとか、そういったことによりましてリスク分散を図るということで、それぞれの資産について公募を行ったり、あるいはプロダクトの解約を行ったりといった、そのプロセスを記述してございます。

29ページからは地共連のガバナンス体制ということで、地共連の組織、運営審議会、この資金運用委員会、それから30ページに内部の会議体を記述しております。

31ページ、地共連の組織体系図を書いてございます。

32、33ページは、この委員会の平成27年度の開催状況を書いてございます。

34ページから第2部でありまして、主要な部分は今ほど概要版でご説明いたしました。

46ページをご覧いただきたいと思っております。

これも業務概況書と同様で運用手数料についての記述がございまして、地共連、下半期で32億円、0.05%という手数料率になっております。

48ページをご覧ください。

運用手法別の記述がございまして、48ページ、義務運用の部分、機構債の運用の状況を書いております。

49ページ、自家運用、ラダー型運用、パッシブ運用、ほかの運用の状況。

50ページからは委託運用の概況を書いてございます。

51ページは、運用を委託している機関の管理・評価の概要を記述しております。

52、53ページはリスク管理の状況でございますけれども、こちらは次の議題で詳細に説明をいたしたいと思っております。

54ページから第3部資料編でございます。こちらにも業務概況書と同じような作りになっておりまして、58ページから運用受託機関別の資産額の一覧が出ております。

61ページ、機関別の収益率の一覧で、こちらでは直近下半期だけのものから3年、5年という数字を記述しております。

69ページ以下、パッシブ・アクティブ別の各種の計数を整理しております。

これが1・2階部分の運用報告書でありまして、こちらにも新3階、旧3階部分についても、それぞれの積立金での計数に沿って、項目、記述としては同様の記述を行っております。

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。少し確認させていただきます。先ほどは地共済全体の資金運用委員会でしたので、連合会の資金も含めた40兆円についての報告だったわけです。そのうちの半分の約20兆円が地共連のもので、さらにその半分が厚生年金部分で、残りが3階部分になっているわけです。

概要版の25ページからは長期給付が取り上げられていますが、連合会の分については平成27年度全体を見ようということで通年の数字が出ているわけです。他方、地共済全体については、一元化後の数字しかありませんから、前半の長期給付の部分がなかったということです。私自身が迷ったものですから、整理させていただきました。

○北澤資金運用部長 補足していただいて、ありがとうございます。

資料で言うと、概要版で33ページをご覧いただいて、ここをしっかりとご説明するべきでした、申しわけございません。

33ページの図でいいますと、施行日があります。ここから右側が一元化後の世界でありまして、こちらの3つの積立金、一番下が1・2階の部分で、上、旧3階と新たにできた新3階、ここの3つについて法定化されていまして、先ほどの地共済全体の業務概況書では、こちらの部分が主な内容になっていました。

今、座長からお話いただいたとおり、これだと半年分ですので、年度分通して分かりやすいように、左側の一元化前の部分、これが一本でやっていたころの積立金ですけれども、この部分をこの概況書、あるいはそれぞれの積立金の後ろにもついているのですけれども、この長期の積立金についての記述とあわせて1年を通して見られるような形にしています。

○若杉座長　そういうことですが、何かご質問、ご意見ございますか。

どうぞ、蜂須賀委員。

○蜂須賀委員　皆さん、ご存じのことだと思っておりますけれども、確認させていただきたいです。先ほどラダー運用の構成の話とかもございましたけれども、1・2階部分と旧3階の部分の運用方針の違いを教えていただければと思います。

あと基本ポートフォリオとの関係で、基本的にはそこに近づけていくということだと思っておりますけれども、マーケットの状況次第ということだとは思いますが、要は新しく出てきたキャッシュフローを基本ポートフォリオの構成で新しく投資していくというような大きな考え方でやられているのかどうかというところ。

あと外国株式のベンチマークを先ほど変更されたとおっしゃっておられましたが、それはどのような要因によるのか。

この3点、よろしく申し上げます。

○若杉座長　北澤部長、よろしいですか。

○北澤資金運用部長　1・2階と旧3階では、それぞれ年金財政上、性格が違うところがございます。旧3階については、新しいお金が入ってこない作りになってしまっていて、それに沿った運用をしていかなければならないということでもあります。

例えば、それが端的に表れているのは、運用の多様化でオルタナをやっていますけれども、これは1・2階の部分ではやっていますけれども、旧3階では、今のところはまだやっておりません。

基本ポートフォリオ、それぞれ1・2階、旧3階持っているのですが、ここについては、今は同じ基本ポートフォリオでやっております、それは1・2階と旧3階の仕分けというのがまだ完全に終わっていないくて、平成27年度の数字がしっかり固まって、本年の秋くらいになるそうですけれども、仕分けの数字が確定したところで、改めて旧3階のポートフォリオを積立金の性格に即して考えていくことになろうかと思っております。

あと旧3階は閉鎖型になっていますので、下振れのリスクについてはしっかり気をつけなければならぬというところに留意して運用をしてございます。

2つ目の基本ポートフォリオへのアプローチですけれども、今のところ、まだ基本ポートフォリオのいわゆる中心値には達しておりません。今年度の運用の方針としては、基本ポートフォリオの中心値に緩やかに近づけていくと考えておまして、それは今、委員からもお話があったとおり、市場の動向が必ずしも順風とは言えない状況でありますので、市場の動向を見

ながら緩やかに近づけていくと。その近づけていくレンジを持っておりますので、その幅の中で市場の動向を見ながら緩やかに近づけていくという運用を行っております。

新しいキャッシュフローが発生したものは、トータルとして、その中で基本ポートフォリオは考えていくという方針で今運用をしております。

それから3つ目、外国株式のベンチマークの変更ということでございますけれども、昨年度から外国株式のベンチマークについては先進国だけだったものを新興国も入った幅広い形のベンチマークに変えております。より外国の株式、新興国の経済的な動向、その伸びというものもしっかり把握して、その収益もこちらの利回りに生かしていきたいという趣旨で変更を行ったものでございます。

○若杉座長 いくつか確認します。まず、新興国はオルタナに入れることもあるわけですが、ここではそうしていないということです。その代わり、従来の外国株ベンチマークはやめて、新興国を含むベンチマークを使用することにしたということです。

また、旧3階については資金の性格が全然違うわけですが、まだその仕分け額が確定していないものですから、当面1・2階部分と同じ基本ポートフォリオで運用することになっているということです。

ほかに何か。

高山委員、どうぞ。

○高山委員 スチュワードシップ責任に関連して、3点ほどコメントさせていただきます。

資料1-6でいいますと、まず25ページのところで、先ほども少しご説明にありましたけれども、この議決権行使結果をこれから開示されると思いますが、その中で取締役会に関する議案で反対比率が昨年と比べても高くなっている。その背景として、私たちの議決権行使ガイドラインが変更になって、2名以上の社外取締役を求めることになったということがある程度影響しているだろうというお話でした。

反対比率が高ければいいとか悪いというものではなく、それだけでは何とも言えないものですが、現状、東証の上場企業で見ると、もう6割の企業が2名以上の社外取締役を導入しており、これがさらに進むことが期待されている中で、こういう数字が出ることは、私たちもそういう動きをさらに促進しているという意味で、意義があるのかなと思いました。

それから、先ほども話題に出ましたESG投資について、23ページのところでスチュワードシップ責任を果たすための活動としてESG投資がある。それから、26ページのところで、ESGファンドについて触れられています。

ESG投資というのは、狭義とそれから広義の2つの観点で考える必要があると思います。狭義という意味では、こちらに挙げているようなESGファンドというところがあると思いますが、広義の観点では、特定のESGファンドだけではなく、通常の投資において投資判断にESGの要因をインテグレートするということがあると思います。

グローバルの主要な年金基金を見ていると、例えば自家運用においては通常の運用においてESGの要因をかなり考慮した上で全体的な投資判断を行う。それから、外部委託の分に関しては、運用機関の選定の過程、デューデリジェンスの過程でESGのインテグレーションに関してどういう体制をとっているか、どういう実績があるか、どういう方針を持っているかに関して、かなり選定の要因に加えて見ているという状況だと思います。

私たちは、株式に関しては全て外部委託ということですので、運用機関の選定において、どれだけESG要因を入れているかということなのですが、お話を伺ったところ、現在はESGに対する取り組みについていろいろヒアリングをなされているという状況だと理解しています。

長期的にはグローバルな年金基金と同様に、それぞれの運用機関でどういう体制でどういう実績を上げているかということももう少し突っ込んで選定の基準に入れられたらいいのかなと思いました。

それから、58ページ以降、運用受託機関別運用資産額について、今後かなり詳細な開示をされるということです。スチュワードシップ責任においては、投資家は企業と建設的な対話を行わなければいけないというのがありますけれども、企業としても、当連合会のような長期の資金を運用している投資家と建設的な対話をしたいというニーズは非常にあります。

ただ、企業側は、株主名簿を見ても、純投資の部分で実際どういう運用機関が運用していて、その背後にどういうアセットオーナーがいるのかというのはなかなか分かりづらいところがあると思います。でも、このように今後詳細な開示を当連合会がすることによって、企業も長期運用の投資家とより中身のある対話ができることが、より容易になるのではないかと思います。

以上、3点、スチュワードシップ責任についてコメントさせていただきました。

○若杉座長 本当の株主が誰かということは、アメリカでは民間にコマーシャルベースの調査機関があつて、名簿が売られているということです。日本はそのようなビジネスがないので難しいですね。何かそういう動きはありますか。

○高山委員 そうですね。株主の名前がより容易になったほうがいいというような議論というのは行われていると思うのですが、まだ具体的な動きというのはないと思います。

それで、アメリカの状況で言うと、主要な運用機関が3カ月に1回、自分たちが保有している企業の株式の明細について開示しなければいけないというルールがあるので、企業はそれを追っていけば、大体自分の株主の構成というのは、国内株主については把握できるという状況です。

それから、イギリスの場合は、企業が要請すれば、国内の運用機関に関しては、誰が自分の株を持っているかということ把握できるという体制にあつて、日本においては、それがなかなか難しいというところがあると思います。

でも、このような当連合会の開示等を通して、企業もある程度判明できるようになると思いますので、これを通じて、もっと対話が活発化することを祈っています。

○若杉座長 アメリカはいつごろから始まったのですか。

○高山委員 それはかなり以前からだと思います。SECのルールで主要な運用機関はそのような報告出さなければいけないということで、少なくとも数十年ぐらいの長い単位で開示されていると思います。

○若杉座長 繰り返しになりますが欧米には株主判明調査をビジネスとする企業があることは確かです。

○高山委員 ベースになっているのは、そういったSECに出している運用機関のデータと、それに加えて、投資信託はいろいろな形で公表しているので、それを集めれば企業は把握することができます。ただ、企業は一々そのような作業をするのは面倒なので、データベースの会社がそれをまとめて代行し、企業がそれを購入するということはあります。

しかし、海外株主は報告の対象に入っていないので分かりませんが、アメリカの場合は海外株主の割合が全体の1割強ぐらいなので、問題ではないというところがあります。

一方、イギリスの場合は、海外株主の割合は非常に高いので、ここは依然としてブラックボックスになっている。

日本の場合は、日本株に占める海外株主の割合は3割ということで、ここは依然として分からないまでも、少なくとも国内の主要な機関投資家とは対話したいと皆さん思っていますので、そういう意味で役に立つ情報だと思います。

○若杉座長 ありがとうございます。

ほかにかがですか。

どうぞ、川北委員。

○川北委員 先ほどのところとも関係するのですが、この資料は対外公表されるわけですね。

ほかの共済組合はどうされるのですか。自主的な判断に任されているのですか。

○北澤資金運用部長 運用報告書は、それぞれの組合が我々と同じレベルで作らなきゃいけないことになっておりまして、内容のことはそれぞれあるのですけれども、基本の枠組みは一緒です。公表も、同じようなタイミングで行うことになっております。

○川北委員 ただ、内容的にはそれぞれのところで自主的に判断されるところがあるということですね。

○北澤資金運用部長 そうです。大きな枠組み、まず法定された事項というのがありますので、法定された事項は、当然皆さん書いています。その密度については若干違いがあると思います。

地共連の場合は、冒頭にも申し上げましたけれども、経年のデータをなるべく載せようとしておりまして、それはデータの有無であるとか、いろいろな事情で組合によっては出ないということもあろうかと思えます。

そのほか幾つかの項目でも地共連として出している部分ありまして、そういったところを各地共済の各組合も、また今後時間をかけて見習っていただければなというのは思っています。

○川北委員 それとも関連しますが、ほかのところを見ればいいだけのことなのかも分からないですけれども、この会議の資料で言うと概要版の10ページ、それから先ほどの会議の概要版の9ページに下半期の超過収益率の一覧表が載っていて、これを見て思ったのですけれども、株式、特に国内株式の修正総合収益率が0.3%ぐらい乖離している。ただ、地共済全体の9ページを見ると、これはこの連合会が半分ぐらい占めているということを考えると、ほかの組合の国内株式の総合収益率が高いような印象を持ちました。

例えば、この要因分析がされているのかどうか。もしくは、長期的に見れば、また違う姿になっているのか。このあたり分かれば教えていただければなと思えます。

○北澤資金運用部長 今回については、本当は望むべく水準等と言え、地共済の各組合のそれぞれの収益の状況をつぶさに分析して、それぞれどういうふうになっているかを取りまとめる必要があると思うのですけれども、そこまでは至っておりません。今回は地共済全体の数字をまず出してみまして、大まかなところ、例えば、資産別に国内株式でどの組合がどれほどの収益率がプラスマイナスなのか、そのくらいまでは見ているのですが、その要因までは踏み込んでおりませんで、そこは今の段階では川北委員も言われたような各委員の各組合の運用報告書をご覧いただきたいというところで今の段階ではとどめたいと思っています。

○川北委員 分かりました。

○若杉座長 この地共済全体は、多分加重平均になっていないですよ。

○企画管理課 いえ、合算してやっております。

○若杉座長 では、1つのポートフォリオとして見る事ができるわけですね。

ほかにいかがですか。

よろしいですか。

一元化後の初めてのディスクロージャーで試行錯誤が必要だと思います。何かお気づきの点がありましたら、どしどしお出し下さい。

それでは、議事1につきましては以上で終了しまして、「平成27年度各積立金のリスク管理の状況」に移りたいと思います。藤原総括投資専門員よりお願いいたします。

○藤原総括投資専門員 それでは、議題2つ目の、今度は地共連のリスク管理の状況についてご説明させていただきます。

こちらの内容は、先ほどの地共済ともほぼおおむね同じで、主に違う部分を中心にご説明いたしたいと思います。

資料は、右肩に資料2とあるもの、この1枚目左肩、地共連の1・2階の状況です。

資産の状況、こちらにありますとおり、地共連につきましては、10月から許容乖離幅の中にあります。ただ、地共連におきましては、機動的運用として運用方針をこの委員会にご審議いただいて定めておりますので、この右の注、枠外をご覧くださいますと、許容乖離幅と計画ポートフォリオレンジ、この二重書きになっており、この両者のご確認をこちらでいたしております。

また、先ほど地共済全体のときにもちょっと触れましたけれども、実績ポートフォリオの欄外の注書きのところで、地共連におきましては、この3月末におきましてオルタナプロダクト、1プロダクトを運用しておりますので、こちらが0.1%である旨。ちなみに、先ほどの地共済全体は0.05%ということで、ちょうど半分になっておりますけれども、こちらに注記いたしております。

それから、次の2つ目のポートフォリオ状況等々につきましては、地共連につきましては、先ほど来出ておりました機構債、義務、ラダー運用の影響が一番色濃く出ているところで、トラッキングエラーについては国内債券のところの3月末の数字が0.88%とやや高めというのが特徴。一方、外国株式は同様に減っております。

それから、デュレーションに目を移していただきますと、こちら3月末のところでは6.52年、ベンチマークとの差異が2.21年と、これが先ほどよりも大きいということをご確認いただける

かと存じます。

これが特徴でございまして、裏面にお進みいただきまして、株式のベータは地共済全体と同様に、ほぼ1となっております。バリュー・アット・リスクもほぼ同様のレベルでございます。

また、下にご参考としてお示ししております各資産の許容乖離幅の月次の状況、いずれも乖離幅の中にあることをお示ししてございます。

次に、2枚目のところ、地共連の、これは旧3階の状況ですが、こちらは今申し上げました1・2階とおおむね同様の傾向、国内債券のデュレーションのところは1・2階に比べてやや長めになっているのが特徴でございます。

裏面のところの許容乖離幅の状況は、この半年、年度内の数字で乖離幅の中にあることを確認しております。

さらに、最後の3枚目、新3階の地共連の状況は、こちらにありますとおり、国内債券100%の運用でこの3月末時点、国内債券86.8%、ほか、短期資産となっております。

デュレーションは、こちら、10年、20年の機構債、ラダー運用を始めたところということで、こちら15年弱のデュレーションとなっているのが現状、確認いたしております。

簡単でございますけれども、地共連の各階層のリスク管理の状況は、以上でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

いかがですか。

どうぞ、竹原委員。

○竹原委員 基本的にリスク管理の計量面での中核というのは推定トラッキングエラーになるかと思いますが、もし、そうであるとすると、先ほど高山委員からもお話が出ましたように、例えばESG投資等について、1段階目のスクリーニングを厳しく行くと、当然のことながら、ベンチマークとはかなり性格の異なるポートフォリオになってくると思います。

またベンチマークは加重平均型インデックスですから、地域の比較的中小企業のようなところはポートフォリオに最初から入ることが出来ないということになります。したがってトラッキングエラーを中心にすると、本当に地共連として目標となるような、そういうアクティブ運用ができるのかというのが議論の対象になってくるかと思いますが、その点についてどうお考えでしょうか。

○若杉座長 どなたが答えいただけますか。

○寺岡総括投資専門員 では、私から。

おっしゃいますとおり、基本ポートがベンチマークということになってございますので、そ

れはトラッキングエラーではかりますと、リスクとの対比で相対的に見ますとないほうがいいのかという結論が先ほどもございました。アクティブファンドやESGを入れるということは、何かしらのプラスアルファをとりにいくという部分がメインでございますので、当然ながら、そのときにはリスクをとらないといけません。そうすると、どれぐらいの範囲にトラッキングエラーをおさめていくのが一番いいのかを決めていくという部分が次の課題になってくるとは考えてございます。

ただ、そうは言いましても、ベンチマークでございますので、トラッキングエラーを大幅に大きくとっていることがいいとも言えませんし、どれぐらいのアルファの目標を設置すればいいのかという部分につきましては、今後の課題だと考えてございます。

ですから、おっしゃるとおり、必ずしもゼロにするのがいいということではないと考えてございます。

○若杉座長 インフォメーション・レシオみたいなものも必要かもしれませんね。

○北澤資金運用部長 ちょっと補足で、その点、今の竹原委員と同じような問題意識を持っていて、リスク管理だけが絶対ではなくて、リスク管理も何かはかるべきものがあるって初めてこの数字の意味があると思っています。

先ほどの地共済委員会でもお話しさせていただいたのですが、リスク管理の数字自体から見ると、まずどういう要因で中身、こういう数字が出ておるのかというのはよく分解していかなくてはいけないと思っています。それは今の段階ではまだご容赦いただきたいのですが、

それで、それぞれの要因について我々が目指している運用がもともと意図していたものなのか、そこから外れているのかどうかというのは、このリスク管理でしっかり見ていかなきゃいけないところだと思いますし、そもそも我々がどういう意図を持って運用、投資をしていくのかというところをこれまで以上にしっかり整理して、リスク管理にも活用できる、生きる形にしていきたいと思っています。

○若杉座長 そういうことでよろしいですか。

では、喜多委員、どうぞ。

○喜多委員 今の北澤部長のお話にも繋がるのですが、投資判断と、その投資判断から出た結果というのが全体だと混然一体となっているので、それをどうやって分けていくかという問題だと思います。藤原総括投資専門員のお話にありました機動的運用というのを実践していると思うのですが、この機動的運用から出てくるリターンと、あとはそれが持つリス

クというところですか。これは実際、投資判断をされて出てきた結果だと思しますので、そこをいかに分解し明示していくのかというのは、重要だと思います。ただし、その方法は多分教科書には載っていないと思うのです。基本ポートフォリオからの乖離というのが全部機動的な判断だということでもないと思いますし、一方ですぐにその乖離が縮まるほど小さくもない。

実際に機動的運用としてされている投資判断がどのぐらいのリターンを生んで、それがどのぐらいのリスクを持っているのかというのは、ぜひ計測をしていただければなと思います。

理想的には、アクティブ運用でどれぐらいのリスクをとって、機動的運用でどれぐらいのリスクをとっているというのを把握した上で、将来的にはリスクバジェットみたいな感じでリスクを割り振っていくみたいな議論につながると、きれいな管理になるかなとは思っています。

○若杉座長 ありがとうございます。

ほかによろしいですか。

ポートフォリオ運用ですから、一つ一つの行動について、いい、悪いという追求をし過ぎるのはいけないと思いますが、どうしてそういう結果になったかという分析は必要です。ただ、成果を見るときには、トータルで見なければなりません。その辺の兼ね合いが難しいところですが、それが運用の醍醐味でもあるわけです。

○喜多委員 全てを開示するべきとは思いません。

○若杉座長 そうですね。開示するかどうかは別として、それに対してどういうふうにやっていくかということは、ここで議論を尽くしたほうが良いと思います。

ほかによろしいですか。

では、時間もちょうど定刻になりましたので、2番目の議事のリスク管理については、以上で終了します。

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。

事務局から連絡があれば、お願いいたします。

○企画管理課 こちらも先ほどと同様、2点でございます。

こちらの地共連の委員会につきましても、次回9月ごろ、また調整をさせていただきたいと思っておりますので、よろしくお願いたします。

また、本日の今回の議事録につきましても、後ほど確認をさせていただきたいと思っております。

以上でございます。

○若杉座長 それでは、以上をもちまして第18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。どうもご協力ありがとうございました。

午後3時30分 閉会