

第20回地方公務員共済組合連合会  
資金運用委員会

平成29年1月30日（月）

午前11時23分 開会

○津田企画管理課長 それでは、第20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、配布資料の確認をさせていただきます。

1枚目が次第でございます。その次に座席表でございます。

それから、議事1といたしまして、「第2四半期の運用状況」、資料1-1から1-5です。続きまして、資料2といたしまして、「第2四半期のリスク管理状況」。

それから、資料3といたしまして、「スチュワードシップ活動における課題への取り組みについて」。

それから、資料4でございますけれども、「28年度運用方針の一部変更について（案）」。  
こちらは終了後に回収をさせていただきますので、よろしく願いいたします。

それから、最後に資料5でございます、「マネジャー・エントリー制について」。

資料は以上でございますけれども、不足等ございませんでしょうか。よろしいでしょうか。

それでは、続きまして第19回の連合会委員会の議事録の確認をお願いしたいと存じます。

お手元にお配りしておりますけれども、こちらの内容でよろしいかお伺いしたいと思います。よろしいでしょうか。

ありがとうございました。

それでは、第19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は、これで確定したいと思います。よろしく願いします。

では、以降の議事進行につきましては、座長をお願いしたいと思います。よろしく願いいたします。

○若杉座長 本日は議事がたくさんありますので、よろしく願いいたします。

議事は「平成28年度第2四半期運用状況」、それから「平成28年度第2四半期運用リスク管理状況」、続いて「スチュワードシップ活動に関する課題について」、そして「平成28年度運用方針の一部変更について」、そして最後に「国内債券マネジャー・エントリーの状況について」の5本となっております。

初めに、議事1と議事2をあわせて取り扱いたいと思います。

寺岡専門員と藤原専門員にご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、第2四半期の運用状況について、資料1-1を使いまして

ご説明いたします。

先ほど右側を見ていただきましたですけれども、今回は左側の地共連のところの数値をご覧ください。

まず一番左側、厚生年金1・2階でございますが、こちらは資産の額が9兆6,643億円、それぞれの資産の構成比でございますが、国内債券が44.87%、国内株式が24.77%、外国債券が11.76%、外国株式が18.5%、短期資産が0.09%となっております。

修正総合収益率でございますが、こちらは1.76%のプラスとなっております。先ほどご説明した地共済全体と同様でございますが、国内債券と外国債券がマイナス、国内株式と外国株式がプラスとなっております。こちらは、先ほどのところと厚生年金のところ、前回の地共済の全体と比べていただきましても、国内債券の収益率、マイナス幅がさらに小さいということでございます。先ほど地共済全体につきましても、ほぼ半分の地共連の影響が出てマイナス幅が小さくなってございまして、地共連単体ですと、さらにこの部分のマイナス幅が小さいということでございます。

総合収益の額でございますが、厚生年金のほうで1,669億円となっております。

真ん中の退年でございます。こちらは新3階でございますが、こちらにつきましては、地共連単体では85億円ございまして、全額債券運用になってございます。

実現収益率でございますが、0.08%となっております。

その右、旧3階でございますが、こちらが時価総額は10兆4,800億円、それぞれ資産の構成比でございますが、国内債券以降、46.31%、24.13%、11.50%、18.05%、0.01%となっております。

こちらも地共済全体と比べますと、ほぼほぼ同じような傾向でございますが、厚生年金含めまして、国内債券の比率が全体では低くて、その他の資産、特に国内株式の比率が高いという状況が地共連単体の状況でございます。

修正総合収益率でございますが、1.93%。こちらにつきましては、さらに国内債券のところのマイナスの幅が小さいということございまして、こちらは1・2階に比べましても旧3階がさらにデュレーションが短いということでございますものですから、国内債券のマイナス幅は小さい状況でございます。

その他の資産につきましては、同様の傾向でございます。

総合収益額でございますが、旧3階は1,983億円となっております。

資料1-2でございますが、こちらにつきましても、先ほどの地共済全体と同じ状況でござ

いますが、この10月、11月につきましては、国内債券以外、運用状況につきましてはプラスになってございまして、厚生年金の総合収益率が5.23%、旧3階につきましては5.16%とプラスになっている状況でございます。

運用状況につきましては、以上でございます。

○藤原総括投資専門員 それでは、続きまして、リスクの状況をご説明いたします。

資料2をご覧くださいたく存じます。

こちらは1枚目の左肩、こちらは地共連の厚年、地共連の1・2階の状況を1枚目にお示ししております。順にポイントをご説明させていただきます。

こちら資産の状況、実績ポートフォリオ、構成割合、上段の表の真ん中のところをご覧くださいますと、こちらは地共済と同様に、いずれも基本ポートフォリオに沿って適切に運営されているということで、各比率は国内債券が44.9%、以下、24.8%、11.8%、18.5%となっております。

この地共連の特徴としましては、こちらの国内株式24.8%ということではほぼ中心値に近い値になっているということが特徴となっております。

基本ポートフォリオからの乖離につきましては、その一番右のところがございますとおり、9.9%、以下こちらの数値となっております、いずれも許容乖離幅の範囲内ということを確認いたしております。

こちら国内株式のウェイトが上がってきておりまして、この乖離は小さくなっているのが特徴でございます。

裏面にお進みいただきまして、ポートフォリオの状況。推定トラッキングエラーにつきましては、先ほどの地共済と同様に資産全体につきましてはの推定トラッキングエラーが9月末1.5%台と、かなり小さくなってきているところです。

それから、次のページにお進みいただきまして、個別の資産ということで債券のデュレーション。先ほどちょっと運用のところでもお話ありましたが、国内債券の一番右のところ、ベンチマークとの差異、マイナスの2.2年ということで、地共済に比べると地共連はまだ小さい状況が続いているところでございます。

以下、国内債券の種別、国債が保有比率低め、地方債が比率高めという状況、さらにその下の外国債券の通貨の状況、ユーロがベンチマークと比べると保有が低めということは同じです。

駆け足ですが、さらに進んでいただきまして、4ページ、株式/ベータ値は、内外株とも1前後、さらに国内株の業種別の保有状況は、いわゆる内需株、小売、サービス等々がオーバー

ウェイトということになっております。

次のページの外国株の業種別保有状況も地共済と同様に、いわゆる内需、個人消費系がオーバーウェイトというのが特徴です。

その下のバリュアット・リスクにつきましても、こちら実績ポートが15.02%と、基本ポートの当該値と比べるとマイナス2.34%ということで、国内債券がオーバーウェイトということでバリュアット・リスク値は基本ポートに比べて低めとなっておりますが、この低めの度合いが国内株式のウェイトが上がってくることで縮小しているという特徴は全体と同じ傾向でございます。

以上が1・2階の状況でございます、次のページが地共連の旧3階の状況です。

こちらの状況もほぼ同じで、実績ポートフォリオの国内株をご覧くださいますと、24.1%と、1・2階よりも若干低めの状況です。それ以外は全般的には1・2階と同様の傾向となっております。

以下、ポートフォリオの状況、推定トラッキングエラーは着実に縮小、それから債券のデュレーション等々はマイナスの2年台ということ等々は1・2階と同じでございますので、後ほどご覧いただきたく存じます。

最後に地共連の退年と書いておる一番下の資料をご覧くださいますと、こちらは新3階の状況です。

地共連の場合は、下から2番目の表、国内債券の種別の保有状況をご覧くださいますと、全て地方債での運用になっていることをご確認いただけるかと存じます。

簡単ではございますけれども、地共連のリスクの状況のご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。いかがですか。

では、喜多委員、どうぞ。

○喜多委員 国内株式の運用実績がベンチマーク対比、少し劣後しているように見えるのですが。

○若杉座長 何ページですか。

○喜多委員 資料1-1で、運用実績が6.6%ないしは6.62%と記されていますが、資料1-4のスライド4にベンチマークがありまして、国内株式で7.13%となっています。負けることはあるかと思いますが、劣後していること的主要因を少し教えていただければ。

○寺岡総括投資専門員 今ご指摘の部分につきましては、この7-9月のところの国内株式のTOPIXの配当込みのベンチマークの収益率は7.13%ということになってございまして、地

共連の運用利回りが6.6%、旧3階ですと6.62%ということでございまして、0.5%程度下振れしているというご指摘だと思います。

それほど大きなブレだという認識はしていないのですけれども、ただ、この期間につきましてはマーケットのボラティリティがかなり上がっておりまして、銘柄のブッシュが変わっているところから、委託のアクティブ運用のほうで少し超過収益が取り切れていないといった状況が出ていることが原因だと考えております。

○若杉座長　そういうことでよろしいですか。

○喜多委員　リスク管理もされているので、ポートフォリオ全体のバイアス等リターン実績の背景が分かる分析とかがあるのかなと考え質問したのですが。

○寺岡総括投資専門員　特に委託部分含めましてパッシブの比率もございまして、それで大きくどちらかのスタイルのほうに寄っているとか、そういったことはございません。アクティブ運用の個別のファンドのところ、運用成績が少し振るわない部分がこの四半期に出たかなということでございます。

○若杉座長　よろしいですか。

では、ありがとうございました。

ほかはいかがですか。

では、議事1、2につきましては以上といたしまして、次に進みたいと思います。

次に、議事3で先ほど議論がありました「スチュワードシップ活動」ですけれども、それに関する課題ということで、企画管理課より説明をお願いいたします。

○企画管理課主査　それでは、お手元の資料の3をご覧ください。連合会のスチュワードシップ活動における課題への取り組みについて、ご説明をさせていただきます。

先ほど地共済の報告書の中で課題に挙げました1番目、運用受託機関に対する効果的なモニタリングの実施、これを果たすための具体的な取り組み及び今年予定されておりますスチュワードシップ・コードの改正によって新たに出てきた課題への対応という形で3点、当面の課題としてご審議いただきたいと思っております。

1ページ目の右側に「当面の主な課題」という形で3点記載させていただいておりますが、まず運用機関との関係においては、方針提示ということで、連合会が運用機関に示しておりますスチュワードシップ活動方針等を適切に整備したいということです。

2点目としてはモニタリングですが、運用機関モニタリングの実効性をいかに高めるかという点、それから3点目は受益者との関係で、スチュワードシップ・コードの改正によって求め

られる可能性が高い議決権行使結果の個別開示に連合会としていかに対応していくかという3点となっております。

具体的に説明させていただきますので、2ページ目をお開きください。

まず運用機関との関係における課題の1点目として、スチュワードシップ活動方針等の整備でございます。

別紙の1をあわせてご覧いただければと思います。

連合会では、議決権行使やエンゲージメント、ESG投資などのスチュワードシップ活動に関しまして、連合会の自らの活動方針を定めるのみならず、具体的な活動を実施します委託先運用機関に対して連合会の考え方や基準を方針として策定、公表しております。

別紙1をご覧いただきますと、最上段に金融庁の日本版スチュワードシップ・コードがございまして、連合会としては、これを受け入れ表明を行っております。

そして、連合会自らの方針を定めるものとして、厚生年金保険給付調整積立金に関する基本方針、この中にスチュワードシップ活動に関する方針を記載しております。

その上で投資一任契約を結ぶ受託運用機関には、受託運用機関に対する行動の方針としまして調整積立金に係る運用ガイドライン、この中で具体的な行動を記載しておりますが、具体的に明記しておるのは、現在のところ株主議決権の行使に関する指示のみとなっております。そして、その詳細な基準について、矢印の下にあります株主議決権行使のガイドライン、こちらを国内株式・外国株式双方に整備をしているというところになっております。

こちらの左側でございます点線、エンゲージメントに係るガイドライン、あるいはここには記載ございませんが、例えばESG等の非財務情報を投資において考慮するといったことにつきましては、現状連合会のガイドラインというものは未整備となっております。

こうした結果としまして、エンゲージメントにおいては、例えば各運用機関における取り組み状況にかなりばらつきが大きいという形があり、我々が委託している資産を全体として効率的に実効的なスチュワードシップ活動を行うという上では改善の余地がある状況となっております。

つきましては、連合会としてのこうしたエンゲージメントに係るガイドラインというものをまずは整備することについてご意見、または方針の具体について検討を行わせていただきたいと考えてございます。

ガイドラインの骨子案を別紙2として事務局でご用意させていただきましたので、こちらをご覧いただければと思います。

エンゲージメントに係るガイドラインの骨子案でございますが、主な構成としましては、まずⅠの総論として本ガイドラインの目的、また2としましてガイドラインの運用方法、3として地共連の属性に鑑みて、特にエンゲージメント運用機関にお願いするに当たって考慮すべき事項等を記載し、Ⅱの基本的な考え方は、運用機関がエンゲージメントを実施するに当たっての基準、基本となるべき事項としまして、1、対象企業の選定、2、対話の内容。こういったものを対話の内容とすべきか。3としましては、形式的な対話の回数や時間ではなくて質に注力していただくというようなこと、4のモニタリングは、運用機関が自らの活動をしっかり評価をし、実効的なフィードバックに繋げていただくということに関する指示、5番としましては、利益相反の防止として運用会社の親会社からの関与、あるいは親会社取引先からの影響を排除し、あくまで連合会の利益のために行動していただくということ、最後6番としましては運用手法との関係ということで、アクティブやパッシブ、あるいはアクティブの中でもさまざまな運用スタイルございますけれども、そうしたスタイルとそれぞれのマニフェストにおけるスチュワードシップ活動の関係の整理と、それによる実効性あるエンゲージメントの実施を指示するというようなことについて記載したものをガイドラインとすることを現在考えてございます。

つきましては、こうした項目について過不足、あるいは記載内容の適切性等々ご意見を賜ればと思っております。

資料3にお戻りいただきまして、2点目の課題は、運用機関モニタリングの実効性向上についてでございます。

繰り返しとなりますけれども、連合会におきましては、積立金で保有する全ての株式を金融市場、あるいは経済環境に関する知見を活用するという観点から、運用機関に委託をして運用しております。

同様にスチュワードシップ活動につきましても、連合会のこうした基本的な考え方や方針提示の上で個別企業に対する知見を有します運用機関において実施をしていただき、それを適切にヒアリング、モニタリングすることによって全体として効果的なスチュワードシップ活動責任が果たせるという理念のもとで行っております。

ただ、昨今のスチュワードシップ活動の広がり、あるいは内容の高度化というところを踏まえますと、また連合会のリソースの不足の部分もございますので、まずモニタリングの実効性をいかに高めるかということが1点課題となっております。

また、運用機関に対しまして実効的なスチュワードシップ活動をより促すためのインセン



タイプのつけ方についても検討する余地があるかと考えております。

まず、前段の部分につきましては、外部のステュワードシップ活動に係ります専門機関等との業務提携、あるいは外注というところを通しまして、現在のステュワードシップ活動の成果の分析や運用機関の活動の効果的な検証といった方法について検討してまいりたいと考えております。

そして、2点目のインセンティブにつきましては、GPIFが既に導入しておるステュワードシップ活動の評価を総合評価に反映し、運用機関の採用、あるいは委託資産額の増減の決定に際して、これを活用するという方策についてご議論をいただきたいと考えております。

ページをおめくりいただきまして3ページ目でございます。課題の3点目でございますが、こちらは議決権行使結果の開示に対する対応ということで、先ほどの報告書にもございましたけれども、連合会としましては、ガイドラインの中で基本的な基準や基本的な考え方について示す一方で、取締役の選任における業績基準、あるいは社外取締役等の選任に係る独立性などにつきましては、専門的な知見が必要であると。これを通して、具体的にはより合理的な判断ができるであろうという判断のもとで、ガイドラインには幅を持たせた記載とさせていただいており、結果として、同一議案について運用機関ごとに判断が分かれているという事例がございます。そのもとで平成29年に予定されておりますステュワードシップ・コードの改正では、議決権行使結果の個別開示をアセットオーナーも含めて求められるようになる可能性があるかと伺っております。

こうした結果、現在同一議案において判断がばらついていることについては、外形的には不統一の行使と指摘されることも想定されるわけでございます。

つきましては、連合会として、こうした議決権行使結果の開示及びこれに伴う不統一行使の状況については、まずは状況を整理するということがありますけれども、この個別開示への対応について検討をするということとしたいと考えております。

本課題についての説明は以上となります。

○若杉座長 ありがとうございます。

それでは、ご意見をお願いいたします。

これからどういふことを検討したらいいかという話ですので、ぜひいろいろなご意見を出していただければと思います。

蜂須賀委員、どうぞ。

○蜂須賀委員 既に皆さんご存じなのかもしれませんが、運用機関の数とか運用規模とか、

その辺のルールはどうなっているかというところとも関係すると思うんですけども、大きな運用をすればするほどモニターもしやすいし、言うことも聞いてくれるのではないかと思います。特にG P I Fとかの大きなところと比べたときに、地共連は数を絞るなどの対応について、もしご意見があればお願いいたします。

○北澤資金運用部長 委託運用については、アクティブ運用を一定程度行っておりまして、それは場合によってはG P I Fよりも、より積極的であったりする場合があります。

そういった意味でアクティブ運用ファンドをそれなりの数、採用しておりまして、パッシブを含めてスチュワードシップ活動をお願いしていくということになるろうかと思えます。論点としても挙げておりますけれども、運用スタイルとの関係というのが出てくると思えますので、そういったところも踏まえながら、より実効性を高めていくステージにあると思えますので、効果的で効率的な方法をとっていただきたいと思っております。

その場合に、運用スタイルによって、スチュワードシップ活動のやり方、アプローチの仕方というのも変わってくるというのはあるかと思っております。

○若杉座長 そういうことでよろしいですか。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 今のお答えにも関連しますが、別紙2です。ここの対象企業に関しまして、例として経営上の課題の大きい企業とあります。スチュワードシップ、エンゲージメント活動を積極的にやっていったらガバナンスがよくなってパフォーマンスがよくなる、そういうイメージだと思いますが、逆にアクティブの場合、多くの場合は現時点において優れた企業に投資をしてということもかなりあると思えます。だから、ここの対象企業の書き方に関しましては、今おっしゃったように、投資のスタイルによってかなり違ってくるというのが1点です。

それから、その下の対話の内容に関しましては、経営理念とか長期的な資本効率性とかガバナンスとか挙がっていて、確かにそれはそうなのかなと思えますが、実際企業を訪問する場合を考えますと、単に経営理念を毎回毎回議論するとかではなくて、もっと経営者の本音を知るためには、質問の仕方などの工夫が必要と思えます。ということでこのあたりはざっと書いて、あとは工夫に任せて、その後、では本当に運用機関がきちんとエンゲージメント活動、対話をやっているのかどうかは、先ほどいただいた資料3の2ページ目のモニタリングのところを確認するとか、そこを組み合わせていかないと、理念だけ書いたのではうまくいかない、そういうイメージを持ちました。

○若杉座長 ありがとうございます。

ほかにかがですか。では、高山委員、どうぞ。

○高山委員 このようなエンゲージメントに関する方針をつくることは大変結構なことだと思います。実質面で運用機関のエンゲージメントの質を上げる上で私たちがどういう考え方を持っているかということを確認に示すことによって、運用機関のエンゲージメントの質も上がりますし、私たちのモニタリングもよりやりやすくなるというところがあると思います。

それから、外形的な面で、連合会がきちんとしたスチュワードシップ活動をしているということを示す方法が幾つかあると思いますが、その中で特に効果的なのは、基本的な重要事項についてきちんとした方針、ガイドライン、原則を持っているということを示すことだと考えます。そういう意味でエンゲージメントに関してきちんとガイドラインを持っていることを対外的に示すというのは、非常によいことだと思います。

それから、ガイドラインの骨子案の項目については、このような内容で結構だと思います。

詳細については、またこれからいろいろ議論する機会があると思いますので、その際に意見を述べさせていただきます。

また、先ほど若杉先生がおっしゃったESGの話ですが、確かにESGが同等でしかも「G」が最後に来ているというのは、グローバルな機関投資家、メインストリームの投資家の間でもいろいろ違和感を持つ方たちが多くいます。グローバルなメインストリームの投資家のコンセンサスは、まずGがあって、その枠組みの中でESの要素、そしてもちろん財務的な要素を含めて企業の価値を上げていくということです。

そういうGファーストの考え方をここで示すのか、ほかの場所があるのか分かりませんが、いずれにしても、私たちはきちんとその考え方を示したほうがいいだろうと思います。

それから、課題解決の試みについては、残念ながら、私たちはリソースが十分というわけではありません。リソースについては長期的に増やす、充実させていくことを望みますが、現在取れる1つの手法として、適切なところがあれば外部の専門機関に支援をお願いしたいと思っています。ただ、現実面として、日本においてはあまりそういう経験を積んでいる機関がないかもしれないというところもあります。1つご提案したいのは、例えば昨年、それから一昨年、地共連は海外の主要年金基金と意見交換をしました。彼らは本当に数十年にわたってエンゲージメントの知見を積み上げてきていますので、彼らと定期的に会うことが重要だと思います。それから主要な年金基金が入っている投資家のフォーラムとかアソシエーションが海外にありますので、私たちもそのメンバーになることによって、そのネットワークに入っているいろいろな情報、知見を学ぶという機会もあったらいいのではないかなと思います。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございます。

竹原委員、どうぞ。

○竹原委員 ESGについて、長期の戦略とか、そうしたところまで含めて、ガバナンスが第一義だという点は賛成なのですが、先ほどから話がありますように、例えばそれでファンドが組めるのかとか、あるいは投資戦略をESGに基づいて策定できるかという話になってくるわけです。私を知る限り、残念ながら、例えば東証一部上場企業だけについてもカバーできるような評価システム、インデックスがないわけです。多分、MSCIにしても、それから東洋経済がやっているCSR調査にしても、せいぜい30%、40%くらいの企業しかカバーできていないわけです。そうすると、当然パッシブで運用して、全部東証一部、TOPIXをベンチマークにして買っていくというのと、それからESGの投資を考えていくときに、そこにどうしても溝が埋まっていない状況が今の状態だと思います。その部分をどう考えていくか、どうやってESGを評価していくのか、それからどうやって対話していくのかという意味で少しご検討をいただければと思います。

○若杉座長 ありがとうございます。

いろいろ重要な意見が出ていますので、メモをよろしくお願いします。

ほかにかがですか。川北委員、どうぞ。

○川北委員 先ほど地共済委員会でGPIFのことを言って、ちょっと言い忘れましたが、運用機関にエンゲージメントの活動を活発にやりなさいと依頼をするときに、ちゃんとやったら委託金額が増えるよとか、そういうインセンティブのつけ方があると思います。片方で、でも、とりあえず先立つものがないのではないかと。特にパッシブでは、あまりにも数が多くて、先ほどの資料を見たら活動対象企業の絞り込みをやっているみたいですが、非常にフィーが安いと思います。それだったら適当にやろうという逆のインセンティブも働きかねない。もし、こういうことを本当にやるのであれば、パッシブ運用の——先ほどの地共済委員会での私の意見とも関連してくるのですけれども、あり方なり、コストなり、そういうところを少し考えていけないといけないと思います。

もう一点、不統一の行使に関しましては、統一するのがいいのかどうかというのはかなり疑問でして、結局はエンゲージメント活動で企業といろいろな情報交換をやって、では、この議案に関してはマルにしようとか、逆に余り情報交換をやらずに形式的な基準でバツにしようとか、そういうことが起こり得るんで、先ほども言ったモニタリングとの関係も、少し考慮して

いただければと思います。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございます。

喜多委員、どうぞ。

○喜多委員 運用機関の評価の中でESGに取り組んでいる、取り組んでいないというのを余り画一的に評価するのはどうかと考えます。先ほどから先生方がおっしゃられているように、「G」が一番重要というのはそのとおりでと思います。また、目的はあくまで将来のリターンを上げるということにつながっているべきだと考えます。その原則を崩さず、各社がそれにつながるようなESG活動、特にガバナンス、スチュワードシップ活動をやっているかというのを評価していくべきなのかなと考えております。

○若杉座長 ありがとうございます。

皆さんからご意見を伺いましたけれども、結局、スチュワードシップもエンゲージメントも力がなければ実効がないわけです。やはり大事なのは議決権だと思うのです。議決権のパワーを持っていれば、取締役の選任もずっと改善されると思います。

最初の総論のところに、力を持つということを入れたんです。

議決権で力を持つ方法は2つあると思うんです。

1つは先ほどの連携です。直接的な連携で、公的年金が力を合わせて統一行使をすることで

あとはもう一つ、公的年金が連携していい理念を打ち出すことにより、公的年金だけではなくガバナンスに熱心な外人投資家を巻き込めるような行動をとれたらいのではないかと考えます。力を結集できないと、どんなに叫んでも犬の遠吠えになってしまうと思うんです。

今までは実際そうだったわけです。年金が訪ねて来て、いろいろなうるさいことを聞くので取りあえずお相手だけはしようということになりかねないわけですから、やっぱり「力を持つ」ということをどこかに盛り込まないといけないと思うんです。その点いかがですか。

○北澤資金運用部長 おっしゃるとおりで、実際今回の調査でも、まあ、それぞれの歴史もあるんでしょうけれども、議決権行使とエンゲージメントと、また投資行動と、それぞれの分野ごとに執行されている例というのは見られました。それぞれ究極的な目的は一緒なので、それについての関連性を持たせる必要はあるんじゃないかという問題意識を我々も持っていて、運用機関にも呼びかけなきゃいけないと思っています。

おっしゃるように、投資家としての力を束ねていくということは必要だろうというふうに思

うのですけれども、投資家もそれぞれのまた歴史と経緯等がありますので、どういったことからできるのかというのをしっかり考えて、できるものから実行に移していきたいと考えています。

また、川北委員からもお話がありましたけれども、我々もこのガイドラインで非常に悩んでいるところは、どこまで理念的なもの、どこまで具体的なものを書けばいいのかなと考えております。どちらの要素も要るなと思っておるのですけれども、最終的には、おっしゃるようにモニタリングの質を高いものにして、それと組み合わせて全体で効果が上がるものを考えていますので、またこの書きぶりについてもご助言いただけたらと思っています。

○若杉座長 力を合わせる場所でも、すべての企業を相手に影響を及ぼすことは無理ですから、1990年ごろにカルパスがやったように、ある幾つかの企業を決めて、本年はここを攻めようというようなやり方ができればと思うのです。あと対話するときにも、基本的なことについてはきちんと決めておいて、あと細かなことはそれぞれの基金なり、あるいは機関投資家によって聞くことは違っていいわけですが、一番肝心なところは整理して共有しておくのが良いと思います。

機関投資家が力を合わせて、今年は何の企業をどのように攻めようと作戦を立てることが不可欠です。その点での統一行動が必要だと思いかす。ぜひ、公的年金が力を合わせていただきたいと願っています。

○北澤資金運用部長 先ほどの会でもお話ししましたがけれども、少しずつ意見交換を始めておるところでありまして、そういったところから共通の行動に結びつくところは出てくると思いますし、地共済のガイドラインなんか見ますと、かなり地共連のガイドラインに似ているところあります。結果的に多分同じような方向性、行動をとっていると思いますので、こういったところをベースに広げていけたらなと思っています。

○若杉座長 10年ぐらい前に公的年金が集まって、こういうことをやり始めたそうですが、いつの間にか消えてしまったようですね。今また時代が変わりましたから、以前にできなかったこともできるのではないのでしょうか。ポジティブに考えたいですね。

この点はよろしいですか。これからの問題ですので、ぜひ皆さんに知恵やアイデアを出していただければと思います。

それでは、以上でスチュワードシップ活動に関する課題については終了いたします。

次に「平成28年度運用方針の一部変更について」、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、資料4のほうをご覧ください。

参考資料につきましては、平成28年度の運用方針でございまして、昨年の3月に当委員会でご審議いただきまして、その後地共連内部で決定した運用方針につきまして添付させていただいております。

資料4でございしますが、平成28年度の運用方針の一部変更の案でございします。

計画ポートフォリオの一部、国内株式につきまして変更したいと考えてございします。

1番、足元の状況でございしますが、市場動向につきましては、アメリカの大統領選挙以降、内外株式は上昇しまして、債券、国内外の金利が上昇して、それから円安が進行しているという状況でございします。

こういった状況で、投資行動及び資産構成比の推移というのは(2)番でございします。

投資行動を書かせていただいておりますが、四半期ごとの投資行動額、それぞれ国内債券、国内株式、外国債券、外国株式と金額を記載してございします。特に今年度につきましては、4-6月期は内外株式の下落、円高の進行といった形で、今とは逆の状況でございしますが、この間、運用方針の(2)に書いてございしますが、緩やかに基本ポートフォリオの中心値を目指した構成比の調整を行っていくという方針のもと、国内債券・株式、外国債券、外国株式の購入を実施してございします。

その後、7-9月につきましては、まだ投資行動はとってございしません。

それから、10-12月につきましては、こちらは先ほど、旧3階のところではございしたけれども、確定仕分けが行われまして、旧3階から1・2階に資金が移動されましたので、外国債券と外国株式の購入をしている状況でございします。

こういった状況でございまして、6月末の状況、特に国内株式のところの構成比を見ていただきますと、6月末が23.6%、9月末が24.8%、12月末が26.3%と、特に大きな投資行動はとっておりませんが、時価上昇によりまして国内株式の比率が大きく上昇しているという状況でございします。

裏面にお移りいただきまして、旧3階も同じポートフォリオ、それから同じ投資行動をとってございします。ほぼほぼ同じ形になってございまして、唯一違いますが10-12月の投資行動のところは若干違いますが、こちらは逆に、確定仕分けにおきまして金額を1・2階に移してございしますので、1,528億円ほど円債、国内債券を売却している状況でございします。その他につきましては、状況は同じでございします。

国内株式の構成比につきましても、ほぼほぼ1・2階と同じでございまして、12月末には

26.5%となっております。

こういう状況を踏まえまして、計画ポートフォリオの一部変更を考えてございます。

下のほうの表をご覧ください。「変更後」と書いてございます表でございますが、基本ポートフォリオにつきましては中心値、それから許容乖離幅、記載のとおりでございますが、かなり許容乖離幅が広くございますので、年度初めにおきましては計画ポートフォリオのレンジというものを定めて、おおむねこのレンジの中におさまるような形でのポートフォリオの調整。その中で緩やかに中心値に向けていこうという形が基本方針でございます。

計画ポートフォリオといたしましては、国内債券がややオーバーウェイト、国内株式がややアンダーウェイト、外国債券、外国株式もややアンダーウェイトという部分の計画のポートフォリオを組んでございました。

この中で一部の変更でございますが、国内株式の足元の状況を伺いまして、国内株式の計画ポートフォリオのレンジにつきましては、中立のゾーンのほうに引き上げたいということが今回の案でございます。

私からは説明は以上でございます。よろしく申し上げます。

○若杉座長 ありがとうございます。

これは平成28年度ということになるわけですね。

○寺岡総括投資専門員 はい、3月末までの話でございます。

来年度につきましては、次回の委員会のところでまたご審議を賜ろうと思っております、検討・作成中でございます。

○若杉座長 いかがですか。アメリカの株もバブル気味のような気がします。不透明感のなかでの急騰ですから。急落がありうるという意見も強いですね。トランプ大統領のやり方を見てると強引すぎる感じもしますが、こういう不安な状況では案外それが通ってしまうこともありますから、なんとも言えませんね。

どうぞ、川北委員。

○川北委員 座長からあったように、この平成28年度はこんなものかなと思います。ただ、本年いっぱいどうなのかと言われると、いろいろなところと議論していると、結構ボラタイルじゃないかという意見が強い。その意見が多数になっては実現しない可能性もないわけではないのですけれども、このあたりは少し留意して、平成29年度の運用方針を作っていただければなと思います。

○若杉座長 蜂須賀委員、どうぞ。



○蜂須賀委員 現状追認というのもあるんですけども、一方で、国内と海外合わせたときの債券と株式の比率を見ると、株式の方が下回っているという観点もあるのかなと思いますが。

○寺岡総括投資専門員 内外債券合計で50%、内外株式合計で50%というのが基本ポートでございますので、内外株式合わせますと、12月末まで46%でございますので、まだ基本ポートの50%には届いていないという状況です。

ですから、ご質問のご趣旨としましては、それぞれの資産で中心値に到達したのかということなのか、あるいは違う切り口ではございますけれども、株と債券と分けますと、まだ株式そのものはオーバーウェイトになっていない、中心値に行っていないという状況なので、国内株式の取り扱い等々もそういった観点で留意するようにというようご指摘だと思います。

○若杉座長 どうぞ、喜多委員。

○喜多委員 この計画ポートフォリオのレンジの中立というところに、ほかの資産も移ると、基本ポートフォリオ±1%ぐらいのところまで管理、運営するということになっています。移行が完了した後は、ほぼ基本ポートフォリオに合わせて運営するということだと思いますので、リーズナブルな内容と考えております。

あと現在、経済環境の情報とかも集められて、このレンジ内である程度機動的な資産配分もできるような形での体制を整えられているかと思うのですが、どういう情報を集めて、どういう方針のもとに資産配分的意思決定をしていくのかという方針面については、ぜひまた教えていただければと思います。

以上です。

○若杉座長 竹原委員、どうぞ。

○竹原委員 直接はこの方針とは関係ないのですが、例えば、4月から6月で株式に投資していく、あるいは10月から12月期で国内債券のウェイトを下げていくというときに、同じ四半期中で投資行動に移るタイミングというのは何かルールがあって行われているのでしょうか。相当ボラタイルな相場のと看すと、タイミングが少し違うだけで、とてもパフォーマンスに大きな影響が出てくるかと思いますが。

○寺岡総括投資専門員 明確な事前のルールづけはないんですが、特に第一義的には時価構成比のところの乖離を見ているという状況でございます。

それから、特に我々、長期的な視点もございますものですから、短期的な視点で上がる下がるといいますよりも、十分割安度といいますか、特に4-6月期につきまして、それぞれの資産が下がり、構成比は当然下がってきますので、その段階で購入しているという状況でござい

ます。方向的には、逆張りに近いような形の投資方針をとっているということでございます。

必ずしも逆張りしかしないということではないのですけれども、大まかに言いますと、そういった形で4－6月は投資行動をとったということでございます。

○若杉座長 ほかにいかがですか。

これは黙っていても国内株は中立に行きそうだという見通しもあるのですか。年度末にかけて、もう少し上がるかもしれないとか。

○寺岡総括投資専門員 特に年度末にかけてどうなるかというのは、今なかなか難しい情勢かと思っておるのですけれども、実際の4－6月に買ったときも、マーケットがかなりボラティリティの高い、先ほどご指摘のあったとおりでございまして、このまま基本的な中長期で見ます経済動向等々考えますと、株式はどんどん下がっていくという状況ではないだろうという見通しはあったわけですが、何せいろいろな情勢ございますので、ここで買ったことによって年度末に25%に近づくだらうといったような確信があったわけではないということでございます。

○若杉座長 こういうことでよろしいですか。

どうなるか分かりませんが、もし、どんどん上がれば買わなくてもそこに行くわけですよ。下がれば買うことになって、そのときはまさに逆張りということになる。

いずれにしろ、今本当に混沌としていて何も分からないという状況なので、余りドラステックなことはやらないほうがいいのではないかなとは思いますが。

では、こういうことで皆さんよろしいですか。どうもありがとうございました。

それでは、平成28年度の運用方針の一部変更につきましては、以上で終了します。

では、最後に「国内債券マネジャー・エントリーの状況について」、馬場運用第二課長より説明をお願いいたします。

○馬場運用第二課長 では、私から国内債券に係るマネジャー・エントリー制につきまして資料5でもって説明をさせていただきます。

連合会におきましては、国内債券への投資について、昨年12月からマネジャー・エントリー制を実施しているところでございます。

初めに目的というところでございますが、国内債券アクティブについて、さまざまな運用機関から運用プロダクトの随時登録を受け付け、必要に応じてプロダクトの評価・選定を行うため実施するものでございます。

なお、平成29年1月20日までにエントリーのあったプロダクトにつきましては、過度なリス

クをとらない範囲で収益源泉の多様化を図り、マイナス金利、言いかえれば低金利に対応するプロダクトの評価・選定を対象としております。

エントリー対象プロダクトでございます。

運用プロダクトにつきましては、国内債券のアクティブ運用、ベンチマークにつきましてはNomura-BPI総合、その他といたしまして他のインデックス、ベンチマークなし、ヘッジ外債を組み入れたプロダクトも応募可ということにしております。

エントリーの状況でございますが、平成29年1月20日時点の状況ですが、エントリーのプロダクト数は89でございます。

主なプロダクトとしましては、ヘッジ付き外債を組み入れたプロダクトが57プロダクト、事業債を主たる超過収益の源泉としたプロダクトが31プロダクトとなっております。

それから、今後のスケジュールにつきましてでございます。

2月上旬にかけて、まずエントリープロダクトを整理してまいります。その後、3月上旬までヒアリングを実施いたしまして、変更を経まして、3月末に選考結果の通知、それから4月末にマイナス金利に対応したプロダクトの運用を始めたいと考えております。

簡単でございますが、国内債券に係るマネジャー・エントリー制についてのご説明を終わらせていただきます。

○若杉座長 今、こうしたエントリーの状況だというご報告でございます。

全部で89プロダクトということですが、その後に内数が57と31があって、合計が88ですけれども、もう1プロダクト何かあるんですか。

○運用第二課係長 こちら内数になっておりまして、例えばヘッジ付きの外債なんですけれども、事業債にも投資するものもございますので、57足す31が必ずしも89になるわけではないというものになっております。

このほかヘッジ付き外債以外、事業債以外のものを収益源泉とするものに関しましては、もちろん、応募のほうは一定数ございました。

○若杉座長 57と31は重複しているものもあるということですね。

そういう状況だそうですが、何かご質問等ありませんか。

エントリー制については、後のほうに、連合会の基本的なガイドラインがありますので、ご参考になさってください。

もし、ご質問等がなければ、以上で議事のほうを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は全て終了いたしました。

最後に、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 ありがとうございます。

まず、資料4でございますけれども、参考資料も含めまして回収させていただければと存じますので、机上に資料4につきましては置いておいていただければと思います。

それから、次回でございますけれども、地共済委員会と同日の3月23日木曜日に開催させていただきたいと存じます。

それから、今回の議事録でございますけれども、また後ほどメールで確認をさせていただきます。

以上でございます。

○若杉座長 では、以上をもちまして、第20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0時21分 閉会