

第21回地方公務員共済組合連合会
資金運用委員会

平成29年3月23日（木）

午前10時46分 開会

○津田企画管理課長 それでは、ただいまから第21回地方公務員共済組合連合会資金運用委員会を開催いたします。

議事に入ります前に、本日の配布資料でございますけれども、お手元に次第が2枚ございます。それから座席表。あと資料1-1から1-4まで「第3四半期の運用状況」でございます。

それから、資料2でございますけれども、「リスク管理の状況」。

それから、資料3-1、3-2、「厚年の基本ポートフォリオの検証について」、それから資料4-1、4-2でございますけれども、「経過の基本ポートフォリオについて」。

続きまして、資料5でございますけれども、「運用方針（案）」。

それから、最後、資料6でございますが、「オルタナティブ資産への投資状況について」でございます。

資料は以上でございますが、落丁・乱丁等ございませんでしょうか。

続きまして、前回の議事録の確認をお願いしたいと思いますが、お手元でございますでしょうか。

本議事録につきまして、こちらでよろしいかどうかお伺いいたしますが、よろしいでしょうか。

ありがとうございます。

それでは、第20回の地方公務員共済組合連合会の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。

それでは、以降の議事進行は、座長をお願いいたします。

○若杉座長 それでは、議事進行についてご協力のほどよろしくお願いいたします。

本日の委員会の議事は、「平成28年度第3四半期運用状況」、「平成28年度第3四半期運用リスク管理状況」、「厚生年金保険給付調整積立金の基本ポートフォリオについて」、「経過の長期給付調整積立金の基本ポートフォリオについて」、「平成29年度の運用方針について」、「オルタナティブ資産への投資状況について」の6本となっております。

議事がたくさんありますし、また委員会後も予定がありますので、進行へのご協力、よろしくをお願いいたします。

それでは、最初に議事1と2ということで、先ほどと同じように、議事1を津田企画管理課長、議事2を藤原総括投資専門員よりお願いいたします。

では、津田課長からお願いします。

○津田企画管理課長 それでは、資料1-1でございます。平成28年度積立金の運用状況、第3四半期及び通期でございます。

先ほどの地共済の委員会でご指摘ございました超過収益で表すべきとか、総合収益額の記載等につきましては今後検討させていただきますので、またよろしく願いいたします。

本日は、こちらの資料で進めさせていただきたいと思います。

第3四半期でございますけれども、地共連は、厚年、退年、経過とそれぞれ10兆4,668億円、退年132億円、経過10兆9,499億円となっております。

資産構成割合でございますけれども、地共済と比べまして、国内株式が3ポイントほど上昇しております。多い26.26%。それから、外国株式も少し多く、20.31%ということでございます。経過も同様の傾向でございます。収益率につきましては、厚年が7.28%、退年が0.07%、経過7.27%ということで、厚年、経過が地共済よりも少し高くなっているという状況でございます。

また、通期では、収益率につきましては、厚年が5.43%、退年0.22%、経過5.39%という状況でございます。

なお、外国債券、外国株式でございますけれども、こちらの収益率が経過と厚年で若干差がございますが、こちらは12月1日に確定仕分けがございまして、経過から厚年に約1,300億円移管しております。そちらの資金をこちらに振り向けたために、この第3四半期に限りまして厚年と経過で差が出ておりますが、時間加重収益率等で見ますと、特に差はございません。通期等で見ますと、ほぼ差はない状況になってございまして、この第3四半期に限ったことでございます。

運用状況につきましては、以上でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

では、藤原総括投資専門員お願いいたします。

○藤原総括投資専門員 それでは続きまして、リスク管理の状況をご説明いたします。同じく右肩の「資料2」、こちらをご覧くださいたく存じます。

地共連の状況ですけれども、1・2階、旧3階、新3階、いずれも先ほどご説明申し上げました地共済の傾向と全体変わっておりませんので、ポイントだけご説明いたします。

1枚目のところ、左肩の「地共連 厚年」。1・2階の状況ですけれども、この中では右下の折れ線グラフをご覧くださいますと、国内株式、こちらがもうほぼ中心値になっているというのが地共連の特徴となっております。その他は先ほどの地共済と同様の傾向でございます。

それから、裏面のところ、推定トラッキングエラーも、こちら中心値に近いですので、さらに1%を割る水準まで、この12月末は下がっているのが資産全体の特徴です。

それから、次のページも上段の債券のデュレーションの中の国内債券の一番右のベンチマークとの差異、マイナス2.16年となっております。地共連の国内債券、義務運用等々の影響が一番大きいので、地共済全体と比べるとデュレーションが短い、小さいという状況です。

それ以外は、先ほどの地共済全体と同じ傾向でございます。

次ページ以降の株式のベータ並びに国内外株の業種別保有状況の特徴も地共済の全体と同じ傾向でございます。

さらに、最後のページのバリュアット・リスク値も資産構成割合のときにご説明いたしましたとおり、内外株の上昇、円安の進行等々でリスク性資産、ウェイト上がっていますので、バリュアット・リスク値は上昇傾向。その結果、基本ポートフォリオの当該値との乖離は縮小傾向となっております。

以上が全体としての地共連の第3四半期末のリスクの状況のご説明でございます。

以上でございます。

○若杉座長 どうもありがとうございました。

ただいまの説明について、ご質問等ございませんか。

この議事の内容は、共済資金の運用委員会のものと基本的に先ほどと同じです。よろしいですか。

とくにご意見等がないようですので、先に進ませていただきます。

それでは、次の議事3でございますが、「厚生年金保険給付調整積立金の基本ポートフォリオ」と議事4の「経過的長期給付調整積立金の基本ポートフォリオ」の2つをあわせて取り扱いたいと思います。

これは、企画管理課からお願いします。

○企画管理課係長 よろしくお願いたします。

先ほど地共済全体でご説明しましたので、必要な部分だけご説明させていただければと思います。

先ほどご覧いただきました厚生年金に対応する地共連のバージョンというのが資料3-1の厚生年金保険給付調整積立金の基本ポートフォリオの検証という形になります。

冒頭に記載のございますとおり、こちらは私どもの基本方針に基づきまして、毎年1回検証するという形になってございますので、この検証を行っているという形になります。

基本的な考え方ですとか、シミュレーションですとか、検証の結果については、基本的に地共済と同じでございます。

シミュレーション等につきましても基本的に一緒でございますが、3-2の資料をお開きいただければと思いますが、3-2の資料の例えば3の期待リターンですとか、こういうのは全部一緒になってございます。4のリスク・相関も一緒です。

積立比率等につきましては、地共連の部分だけ抜き出してやってございますので、基本的には地共済全体と同じでございますけれども、平均積立比率が100%を超えているという状況は変わりません。

運用利回り等につきましても、基本的に下方確率も同じような傾向になってございまして、債券100%に比べて下回っているという状況は、先ほどと変わりません。

ちょっと記載ミスがございまして、各ところ「内閣府」と書いてございまして、これは「直近」の誤りでございまして、直近はそれぞれ同じという状況になってございます。

あるいはストレステスト等につきましては、例えば7ページのバリュエーション・アット・リスク等につきましては、下落の率とか同じでございまして、地共済と比べて地共連が約半分の資産になってございますので、金額ベースでいくと約半分になっていること。

あるいは8ページにおきますそれぞれのストレステストにおいても、率は同じでございまして、金額ベースでいくと約半分程度になっているというところが違います。

したがって、本体のほうに戻っていただいて2ページ目になりますけれども、対応としては、先ほどと同じように1・2階の基本ポートフォリオについては現行のものと同じにさせていただきますという結論になってございます。

あわせて、経過のほうになります。資料4-1になってございまして、こちらは、冒頭に記載のとおり、先ほどの1・2階と同じように、毎年1回基本ポートフォリオの検証をするという形になってございます。

前回の委員会におきまして、地共済全体の委員会において、経過的長期給付の地共済全体バージョンについては、こちらで基本ポートの検証は問題ないという形でご了解いただいたと。これを受けて、地共連の基本ポートの検証という形になってございます。

したがって、基本的な考え方ですとか、各種シミュレーションですとか、これは基本的に同じ状況になってございますので、念のため確認ということで、先ほどと同様に詳細版の4-2をご覧くださいまして、簡単にご説明します。

3ページ目、4ページ目は、基本的に同じになります。

5 ページ目のところも平均積立比率で見えますと、それぞれ直近でいきますと、120.4%、151.7%という形で100%を維持できているという状況になっています。

あるいは下方確率も6 ページ目をご覧くださいと思いますけれども、国内債券100%に比べて低くなっているという形はご確認くださいと思います。

同じくバリュー・アット・リスクですとかストレステストも同様に確認をさせていただいておりまして、率は同じですけれども、掛ける分母といましようか、資産規模が違いますので、母体が若干異なっているという形になってございます。傾向は一緒になってございまして、旧3階の地共済と同様に同じポートフォリオでいきたいと考えてございますけれども、1点だけつけ加えさせていただければと思いますので説明させていただければと思います。

資料4-1の結論のところだけご案内させていただきます。

裏面の2 ページ目、4の対応のところをご覧くださいと思います。

前段の「現行の旧3階の基本ポートフォリオについては」というところは基本的に同じ結論になってございます。したがって、引き続きこのポートフォリオで運用させていただきたいと考えてございます。

なお書き以降のところなのですが、前回の地共済の委員会におきまして、旧3階においては、新規の掛金収入も発生しないという閉鎖型年金であることから、下振れリスクにも留意して運用を行う必要があるという形でご説明させていただきました。これは同じでございます。

その下に、前回は「具体的には」ということで、最小分散と、時価加重インデックスではない絶対収益というような書きぶりをさせていただいたのですが、ベンチマークを意識しない運用は、別に絶対収益だけではないですよというご指摘があったのが1つ。

もう一つが、オルタナティブ運用についても検討する必要があるのではなかろうかというご意見がありましたので、これを踏まえて、結論のところを一部修正させていただいてございます。

一番下の段をご覧ください。

「例えば」のところでございますけれども、最小分散投資等の運用、政策ベンチマークを意識しない運用。具体的には絶対収益もそうですし、高配当のも当然こちらに含まれると考えてございます。及び安定したインカム収入を中心とする不動産投資等のオルタナティブ運用について、1・2階の運用実績を踏まえて検討を行うという形になってございます。

オルタナティブ運用の中でも、インカムを中心とした不動産投資というのを考えていきたい

と考えているのと、もう一つは、1・2階の運用実績、今投資を始めてございますけれども、この運用実績を踏まえて旧3階での取り組みについて検討してまいりたいという形の結論に変えさせていただいております。

簡単ではございますけれども、以上でございます。

○若杉座長 以上、議事3と議事4について、続けて説明していただきました。どちらの議事でも結構ですので、ご意見、ご質問等をお願いいたします。

竹原委員、お願いします。

○竹原委員 すみません、資料3-2と、それから資料4-2の比較の話なのですが、例えば資料3-2の7ページの短期的な下方リスクの確認と、それから同じく資料4-2の7ページの短期的な下方リスクの確認で、これ全く同じもので、区分の違いだけだと思うのですが、運用利回りが4.2%のほうは3.96%と2.93%と入っていて、あと表の書式もちょっと違うようなのですが、もし本当に対応するものであるのであれば、全部同じ書式で比較可能なような形で資料を提示していただければと思うのですが。

○企画管理課係長 これについては意図的に変えていまして、例えばバリュウ・アット・リスクで見いただきますと、信頼区間95%と下落の率是一緒ですと。資産額は違うので、それに対して下落の率を掛けた結果は当然違いますと。ここまでは一緒なのですが、旧3階については、前回の旧3階の検証のときに、旧3階というのは基本的に負債が確定しているというのもありまして、その資産と比べて、下落した後どうかというのをご覧いただいたので、旧3階の地共済全体との整合性を重視しまして、「資産下落後の剰余・不足」というのを入れています。

一方、1・2階は負債という概念が基本的にないので、そちらが抜けている形になっていて、比較感を見ると、そこだけ抜けているみたいに見えるのは、そのせいでございます。

○竹原委員 分かりました。

○若杉座長 それでは、ほかにいかがですか。

よろしいようですね。それでは、先に進むことにします。

議事5ですが、これは「平成29年度の運用方針について」ということでございます。これは、寺岡総括投資専門員からお願いいたします。

○寺岡総括投資専門員 それでは、資料5でございます。「平成29年度の運用方針（案）」でございます。こちらにつきまして、ご説明いたします。

最初にホチキス留めになっております平成29年度の運用方針です。1番のところで運用方針

の全般を書いてございます。

足元の資産の構成比ですけれども、国内株式が中心値に到達したことでとか、他の資産も中心値に近づいてきているという状況でございます。

こちら、真ん中に表がございまして、「参考」と書いています現在のポートフォリオ、これは3月14日時点の推計値になりますので、先ほど見ていただいた12月時点とは数字が若干異なっておりますが、3月14日時点の推計値で3月末を見てございます。

1・2階、旧3階ともですけれども、国内債券がほぼほぼ40%、国内株式が27%、外国債券が12%、外国株式が21%というような形でございまして、おおむね中心値の国内債券以下の35%、25%、15%、25%の上下5%ぐらいのところに入ってきたということでございます。ですから、おおむねポートフォリオの変更、一元化以降の基本ポート変更に伴いますリバランスにつきましては、おおよそ平成28年度末のところで見えてきてございまして、平成29年度中には完了する見込みになってございます。

2つ目ですが、経済環境見通しでございます。こちらは2番のところの詳細を書いておりますが、サマライズしますと、基本的に世界経済は緩やかな回復基調にあること。一方で、欧州の政治リスクですとか、米国の政策などによりまして、先行きの不透明感は強い市場環境が継続するという形のところが基本的な見方でございます。

こういった状況、それから足元の資産構成を踏まえまして、平成29年度の計画ポートフォリオといたしましては、国内債券、国内株式は中立と、ややオーバーウェイトのレンジ、それから外国債券、外国株式につきましては、中立・ややアンダーウェイトのレンジとしたいと考えてございます。

レンジの区切りにつきましては、真ん中の下のところがございますとおりレンジを区切ってございます。

全体の許容乖離幅につきましては非常に広い幅でございます。この中で7つに分割してございますけれども、中心値挟んで、ややオーバーウェイトとアンダーウェイトのゾーン。国内債券で申し上げますと、34%から39%といった形で、ほぼほぼ5%の幅。ほかの資産も大体5%でございまして、外国債券が全体のところの構成比が低いこと、それから全体の許容乖離幅が狭くございますので、こちらにつきましては13%から16%といった形の3%の幅にしてございます。

それから、足元につきましては、先ほど申しましたとおり、まだ全ての資産が、この計画いたします平成29年度のレンジの中におさまっていないという状況でございますので、年度の調

整につきましては、市場動向を注視しながら計画ポートフォリオの中におさめるようにリバランスを行っていきたいと考えてございます。

その後につきましては、計画ポートフォリオのレンジの中で維持していこうと考えてございます。

この際、こういった計画ポートフォリオのレンジの上下限でございますが、こちらにつきましては、基本的にいわゆるこちらの幅を超えないようにするということですが、こちらのところを超えた場合に、リバランスを原則するわけでございます。

それから、加えて、こういった場合におきましても、市場環境等を見まして、計画そのものを見直したほうが良いという結論になりますと、計画の見直しも始めるという形で考えてございます。

それから、レンジの中での扱いでございますが、これまでは平成28年度につきましても基本ポートフォリオの中心値目指していこうということですが、今回につきましては、レンジにおさまったものにつきましては、この中のレンジの中を維持するというですので、枠組みといたしましては、オーバーウェイトになっている資産をレンジ内であれば逆に積み増すこと、アンダーウェイトになっている資産は逆に引き下げることといった形のところも可能になる形の枠組みにしております。

2番目のところでございます。こちらは市場環境見通しでございます。詳細書いてございますが、概略で申し上げます。

国内の景気につきましては、基本的には円安ですとか、海外の回復がございまして、輸出の増加、それから企業収益の改善などから景気は緩やかな回復基調が続く見込みでございます。

物価につきましては、プラスに転じるものの、2%の目標には届かないという形で見込んでございます。

ページを進んでいただきまして、国内の金利でございます。

国内の金利につきましては、日銀の長短金利付き量的・質的金融緩和がございまして、引き続きまして、この中でほぼ横ばいから若干の上昇にとどまるものと見通してございます。ただ、一方で、アメリカの金融政策等々が引き上げられてございまして、アメリカの金利上昇等につられる形での金利上昇ですとか、それから日銀の量的緩和の縮小観測などの高まりによる金利上昇リスクはあると考えてございます。

国内株式でございます。こちらにつきましても、海外景気の回復ですとか、円安基調にございまして、企業業績は引き続き底堅く推移するものという見通しを持ってございます。加え

まして、日銀がETFを購入してございますので、これが下支え効果になると。ただ一方では、アメリカのトランプ大統領の政策期待の剥落ですとか、欧州各国の選挙において予想外の結果に至ったところによりますと、世界的な株価下落につられて下落するリスクがあるということで、こういったリスクは考えてございます。

海外の景気でございます。

先進国につきましては、引き続き緩やかな成長を見込んでございます。新興国につきましては、中国は減速するものの安定化の見通しにございまして、基本的には海外の景気につきましても全般的には回復基調を見込んでございますが、先ほどと同様でございますが、アメリカの政策動向ですとか、欧州の選挙動向によりましては、景気が減速するリスクもあるというような形で考えてございます。

リスクの詳細につきましては、次ページの(2)で記載してございます。

外国の金利でございます。

外国の金利につきましては、堅調な経済を背景にアメリカでは利上げが実施されていく見通しでございますので、金利は上昇する見通しでございますけれども、インフレがあまり急激な加速は見込み難いということでございますので、緩やかな金利上昇にとどまると考えてございます。

欧州につきましても、ECBの金融緩和を実施している中でございますので、金利上昇は限定的となる見通しでございます。

外国の株式でございます。世界経済の緩やかな成長の中で、アメリカでの財政拡張等ございます。それから、欧州では金融緩和がございまして。加えて原油も安定している状況ですので、株式にはポジティブな環境というのを見込んでございますが、ただ、アメリカの株につきましては、トランプ大統領の選挙後にかなり急上昇してございます。そういった部分での期待感の剥落と、それから欧州各国の選挙においての予想外の結果という部分も想定されますので、株価の下落リスクはあると考えてございます。

為替でございます。基本的には日米金利差の拡大によりまして、年度を通じると緩やかな円安基調を見込んでございます。ユーロにつきましては、欧州につきましても金融緩和を実施してございますので、一方的な円安は想定しがたいと見込んでございます。

ページを進んでいただきまして、3ページでございます。原油でございます。

こちらにつきましては、OPECの減産合意の遵守、それから一方でアメリカのシェールオイルの増産ございますので、綱引きで一定のレンジで推移すると見込んでございます。

(2)でございます。基本シナリオに対するリスクでございます。下振れリスクがかなり多いという形で認識してございます。

米国トランプ大統領によります保護主義政策でございますので、中国との貿易戦争などグローバルな貿易の鈍化と成長の鈍化、あるいは欧州の選挙結果によります政治的、経済的な混乱、それから中国の金融引き締め政策等によります中国景気の鈍化に端を発した世界経済の停滞、それからブレグジット、イギリスのEU離脱時の交渉の停滞ですとか、銀行の経営問題等によります欧州経済の懸念の増加といった形で下振れリスクはかなり多いものと認識してございます。

一方で上振れですが、こちらはトランプ政策のいいほうでございますアメリカの財政拡張によります米国の成長加速という部分を見込んでございます。

こちらまでが方針と見通しでございます。

3番でございます。

こちらは平成28年度の運用の振り返りでございます。各四半期の収益率の状況につきましては、下に表をまとめてございます。第3四半期までにつきましては、先ほど運用状況で報告させていただいております。

第4四半期の状況でございます。2月末までですが、2月末まででございますと、やや円高のぶり返しでございますので、外国債券はマイナスになってございますが、内外株式につきましては底堅い動きになっている状況でございます。

2月末までの状況で見ますと、第3四半期までと同じですが、内外株式は堅調であったという形が引き続き続いている状況でございます。

こういった状況の中の投資行動及び構成比の推移でございます。

こちらは繰り返しになりますので第4四半期だけ申し上げますが、第4四半期につきましては、引き続きまして中心値に向かいます、構成比の少ないところ、そういうところの外国債券と外国株式につきましてはの購入及び国内債券の売却を行ってございます。

1・2階、旧3階とも第4四半期は同じ投資行動でございます。

各四半期末の時価構成比でございますが、さらに第3四半期の末、12月末を比べまして、足元につきましては、国内債券の比率の低下、内外株式の比率の上昇という形になってございまして、こちらにつきましても中心値に近づいている状況でございます。

(3)でございます。見通し及び投資行動の評価でございますが、基本的には真ん中に寄せてくるような投資行動をとってございまして、3月末の推計では国内債券が上方乖離、国内株

式がやや上方乖離、外国債券及び外国株式がやや下方乖離となっている状況でございます。

なお、いずれの資産も計画ポートフォリオのレンジにおおむねおさまっております。

こちら、次のページのところに平成28年度の計画ポートフォリオを書いてございますが、この範囲の中におさまっているという状況でございます。

5ページでございます。最後のところ、2つ矢羽根がございますが、こちらで運用のパフォーマンスの評価をしてございます。

こちら市場環境といたしますと、イギリスのEUの離脱ですとか、アメリカ大統領選挙結果など想定外の出来事があったということでございますが、年度当初に想定しましたボラティリティの高い相場環境という部分は、ある意味では想定どおりでございます。

こういった中、リスク性資産が弱含みました年度前半に基本ポートフォリオの中心値に対しまして、国内債券がオーバーウェイトになっていること、国内株式、外国債券、外国株式がアンダーウェイトになっているというような資産配分が、これはプラスに効いておりまして、基本ポートフォリオの収益率に対しましては資産配分効果がプラスになったわけでございます。

一方で、11月以降に特に顕著に表れてございますけれども、トランプ大統領の選挙結果後でございますが、こちらにつきましては、内外株式が大幅に上昇したため、国内債券のオーバーウェイト、外国株式のアンダーウェイトが資産配分効果的にはマイナスになってございます。

年度を通しますと、後半のマイナス部分が大きくございまして、年度を通しますと、資産配分効果につきましてはマイナスになったという結果でございます。

もう1点の視点ですけれども、期中にとりました限界的な投資行動についての評価をしてございます。

特に第1四半期に国内株式、外国債券、外国株式の価格が下落したところで各々購入いたしましたので、この部分につきましては第2四半期以降のそれぞれの資産の価格の上昇によりましてプラスの効果になっているという形で評価してございます。

資料5につきましては以上でございまして、もう1点、資料5の参考資料をご覧ください。こちらは運用方針のフローと書いたA4・横の資料でございます。

平成29年度につきましては運用方針について、どんな形で方針を決定、フローしていくかということ、こちらでまとめてございます。

まず年度の方針が決まった後でございますが、基本的には四半期ごとに運用方針の見直しとこののを検討してまいりたいと考えてございます。

この際におきましては、左側にあります外部コンサル、こちらは経済環境コンサル。こちら

はマクロファンダメンタルズ等、こちらトップダウン的な見通しのシンクタンクと2社契約してございますので、こちらからの情報提供をもらう。加えて、金融市場情報提供と書いてございます。これは四半期でございますが、これは運用会社からでございますけれども、各金融市場の見通しですとか、具体的な資産配分に対しますアロケーションの情報ですとか、それから各資産の相対的な魅力度あたりについての情報をいただくという形にしてございまして、そういった情報を活用いたしまして、四半期ごとに当初立てました運用方針を変更すべきか否かということを検討してまいりたいと考えてございます。

方針を変更する場合におきましては、当委員会での年度の運用方針と同じように審議を受けてまいりたいと考えてございます。

加えまして、四半期ごとの報告も事前の運用計画、それから投資行動の実績、あるいは結果の分析、評価などにつきまして、なるべく直近の速報ベースでの報告をいたしてまいりたいと考えてございます。

こういった上で方針の見直し、あるいは方針を変更しない場合におきましても、都度、四半期の計画を、リバランスの計画を立てまして、月次で執行計画を立て、最終的にはリバランスを実行していきたいというような形での運用のフローのほうをまとめさせていただいているところでございます。

私からの説明は以上でございます。よろしくお願いたします。

○若杉座長 ありがとうございます。

議事は、資料5の冒頭にあります平成29年度の運用方針に関してです。お諮りしたいのは、その2番目にある平成29年度の計画ポートフォリオにおいて、国内債券、国内株式は中立・ややオーバーウェイトのレンジとし、外国債券、外国株式は中立・ややアンダーウェイトのレンジとするということによいかということでございます。

その背景がその後ずっと説明されたわけです。

ご意見等をお願いいたします。

どうぞ、喜多委員。

○喜多委員 今現在、外国株において、グローバルマニダート以外に新興国とか米国・欧州のような特化型は採用していますか。

○寺岡総括投資専門員 新興国の特化は一部ございますけれども、米国・欧州の特化型はございません。ごく一部新興国があるだけでございます。大半はグローバルでございます。

○喜多委員 わかりました。

ベンチマークがKOKUSA I ですよ。MSC I KOKUSA I に対して。

○寺岡総括投資専門員 ACWI でございます。

○喜多委員 ACWI ですか、失礼しました。

エマージングの特化があるのであれば、経済見通しには新興国も入っているので、新興国比率に関する投資方針につき、言及してもいいのではないかと少し感じました。

以上でございます。

○若杉座長 アセットクラスのお考えですが、従来の四分類でアセットミックスを決めた後、それぞれのアセットクラスの中に個別のオルタナティブ投資を潜り込ませる手順と、それともオルタナティブ投資を独立したアセットクラスとして、最適な組み合わせを決定し、その後、最終的に4つに分類するという手順の2つが考えられると思います。どちらを取るかによってポリシーアセットミックスもそれに含まれるアセットの構成も異なることが考えられますので、今後きちんと検討する必要があると思います。

ただ、年金一元化で共通の基本ポートフォリオがあるので、そこは足かせにならざるを得ないわけです。

喜多委員、どうぞ。

○喜多委員 カナダのCPPIBという年金がやっているリファレンス・ポートフォリオのような形態を目指してはいかがでしょうか。基本ポート通りにパッシブで運用することが求められている訳ではないと理解しています。基本ポートフォリオは参照するべき値として尊重しつつ、実際の運用は複合ベンチマークを上回るべくより幅広い投資対象に対し機動的に、連合会が裁量を持って行う余地があるのではないかと理解しております。

○若杉座長 私も、そういうふうに検討したほうがいいのではないかなと思うようになってきました。

ご意見ありますか。

○北澤資金運用部長 一言だけ。

我々も座長と同じような問題意識を持ってしまして、来年度はこの4資産の区分だけでは、基本的にこれが一番大事なのですけれども、これだけにとらわれないで別の例えばファクターとか、別の要素で資産の管理をしていくことができないかということをやっと研究したいと思っていますので、また皆さんにご相談したいと思います。

○若杉座長 竹原委員、どうぞ。

○竹原委員 ただ、非常に難しい問題として、プライベート・エクイティもそうですし、オル

タナ全般にトラックレコードが存在しないものが多いので、もし、そういった新しい取り組みをするとすると、基本ポートフォリオをヒストリカルデータに基づいて、あとシミュレーションを併用して決めるという枠組み自体を捨てるを得ないかと思うのですが、いかがでしょうか。

○北澤資金運用部長 おっしゃるように、トラックレコードが基本的に大事になってくると思いますので、そこはベースだと思うのですけれども、基本ポートフォリオが我々の導き手になっていますので、そこも捨てるわけにはいかないのですけれども、オペレーション上どんなことができるのかという可能性、そこをちょっと探してみたいと思っていますので、またいろいろと課題などをご指摘いただければと思います。

○若杉座長 PE投資の場合ですと、アメリカでは70年代に確立しました。それが日本に紹介され、当時、ベンチャーキャピタルと呼ばれて騒がれました。ただ、日本では、あまり定着しないで現在に至っているわけです。

ご意見でもご質問でも結構ですのでご発言ください。

どうぞ、川北委員。

○川北委員 よく分からないので質問です。4ページのところに今年度の投資行動が四半期の区分で書かれていますが、よく分からないというのは、特に国内の債券とか外債がそうなのですが、償還があるはずなので、これがどうなっているのか。平成29年度の計画ポートフォリオ案ですけれども、たとえば国内債券は今ほぼややオーバーウェイトとオーバーウェイト1の境目ぐらいにあると思いますが、これが自然体で償還を迎えていくと、どの程度まで落ちていくのか、そのあたりを教えていただければ。さらに、自然体で落ちる分に加えて、今年度と同じように売却行動を考えられているのかどうか、その2点、質問ですけれども。

○若杉座長 寺岡総括投資専門員、お答えをお願いします。

○寺岡総括投資専門員 国内債券につきましては自家運用について、償還があるということでございます。ただ、外国債券につきましては全て委託運用ですので、これは償還しても、ファンドの中で再投資をいたしますので、これは償還分というのは見込まない形であります。

国内債券の部分の償還、特に自家運用の部分ですけれども、かつて買った部分の持ちきり運用の償還金額という部分で、ある程度は国内債券が下がるということですが、それほど大きく、こちらの構成比では3%も下がるような形までは下がってこないという点がございます。

それから、一部義務運用で計画購入している部分もございますので、それを入れますと、一方的に償還だけではないということがございます。

詳細な数字は手元にはないものですから。よろしゅうございますでしょうか。

○若杉座長 よろしいですか。

喜多委員、どうぞ。

○喜多委員 少し前の話題に戻りますが、運用方針決定のフロー自身はこの形式でいいのかなと思います。ただ、資金運用委員の役割として、経済見通し自身の正否を議論することではなく、どのような情報を得てどのようなプロセスで意思決定をしているのかを議論することかと考えております。それに当たって、経済環境コンサルからどのようなデータを入手されて、それをもとにどのような視点で意思決定をされるのかについて、今後教えていただければと思いますので、よろしく願いいたします。

○若杉座長 外部コンサルから来るのは膨大な資料なのですか。

○寺岡総括投資専門員 外部コンサル、月次の経済コンサルにつきましては、毎月資料をまとめていただいています。それから、経済コンサルにつきましては、日次でも、いろいろな経済指標出ますと、それを分析しますので、そういった個々の部分をお見せするのはあれだと思いますので、まとまった月次の資料等ございますので、これは見せることは可能でございます。

それから、四半期の金融市場情報提供につきましても、そういった冊子ございますので、そういった部分についての、かなり厚いものがございますので、ちょっとサマライズをしながら、そういった部分の内容についてはご報告できるかと思えます。

○若杉座長 では、今質問があった部分は、次回のときか、あるいは、大きなファイルでなければ、後で委員の方にメールで送っていただくことにしましょうか。

○北澤資金運用部長 すみません、喜多委員のご質問の趣旨としては、外部コンサルからどのような情報、どういう項目の情報を入手しているかということですか。それとも、得た結果、どのような分析をしているとか、そういう内容でしょうか。

○喜多委員 意思決定をされるプロセスとして、どういう情報を得られて、それをどういうふう判断して意思決定されているのかというのを、この委員会で共有をして、そのプロセスに対して何か過不足ないかという議論をすることが適当かなと考えたので、発言させていただきました。

○若杉座長 寺岡総括投資専門員、お願いします。

○寺岡総括投資専門員 そういった意味では、実際経済コンサルからいただいている資料ということではなくて、どういう情報が入っているかということにつきましては、基本的には経済コンサルにつきましては、マクロ環境とか金融市場の見通しを月次でいただいています、特

に日・米・欧・中国のマクロ環境の定点観測のような形で、どういった形で変化しているかということで、景気のトレンドですとか、前回からの変更点をチェックしてございます。そういった部分は、我々の見通しで落としているところございます。

加えまして、主要なイベント、今年度につきましてはイギリスのEU離脱の問題がどう出てくるかですとか、トランプ大統領の影響がどうなるかということにつきましても、そういった個別のトピックについても、そういった影響がどうなっているかということの情報をもらってございます。

金融情報につきましては、そういったもろもろを含めた形でどういうアロケーションを組むのがいいかというような形の情報をもらっているということございまして、その部分を、多分おっしゃられることにつきましては、もらった情報を我々がどう咀嚼して、どう落とし込んだかという部分の経緯が見えるようにしろということかと思いますが、そういったことでよろしいでしょうか。

○喜多委員 はい、結構でございます。

○若杉座長 分析の結果はここに今日提示されているわけですが、それのもとになるデータがあればありがたいということですね。

○喜多委員 はい。

○若杉座長 それでは、その件は事務局にお願いいたします。田谷理事、どうぞ。

○田谷理事 外部コンサルの意見も聞いてみないといけませんけれども、具体的に大体イメージでどの程度の詳細なものを我々が聞いているかということについて、どんなものが出せる、お示しできるか、ちょっと検討させていただきます。

○若杉座長 よろしいですか。

○喜多委員 はい。

○若杉座長 では、そういうことで、次回から出せるものがあつたら皆さんに示しながら、今日のような説明をしていただくということにしましょう。

今回についても、もし我々にくださったほうがいいような情報が何かあれば、お送りいただければと思います。そういうことでよろしいですか。

では、最後になりますが、議事6「オルタナティブ資産への投資状況」ということで、これは山縣投資専門員より説明をお願いいたします。

○山縣投資専門員 「オルタナティブ資産への投資状況について」ご説明いたします。

右肩に「資料6」と書かれたものをご覧ください。

枠の中に要旨を記載しております。最初の○、オルタナティブ投資はマネジャー・エントリーで随時プロダクトを受け付けております。不動産・インフラは一昨年から、PEは昨年からプロダクトの受け付けを開始しております、これまでに10プロダクトの採用を決定し、6プロダクトに投資実行済みでございます。

次に2番目の○、金額についてですが、今のところ、採用決定ベースで約399億円、実行額ベースで270億円となっております。

1・2階に占める割合は、上限の5%に対しまして採用決定ベースで0.38%となっております。

3つ目の○、今後の投資についてですが、オルタナティブ資産への投資は、上場資産への投資と異なり投資機会が非常に限られておりますので、年間の投資金額を幾らと定めるのではなく、レンジで目安を設定し、案件を厳選していきたいと思っております。

また、現状、連合会はポートフォリオ構築の途上段階にございますので、アロケーションについては当面細かい分類はなく、資産種別と国内外について目安を設け、分散に配慮したいと考えております。

本文の1、マネジャー・エントリーの状況でございます。下の表をごらんください。

表の数字はプロダクト数でして、不動産・インフラとPEのそれぞれについて応募、ヒアリング実施、採用決定、投資実行の件数を記載しております。

件数の推移につきまして、一番上の行、不動産・インフラの応募件数をご覧くださいと、2015年度に50件の応募があり、その後は安定的な件数で推移しております。これは特に不動産において募集形態が半期、あるいは四半期ごとに継続的に行われるプロダクトが多いためです。こういった募集形態の主要プロダクトの多くが、エントリー制度開始直後に応募があったためでございます。

したがいまして、不動産・インフラにつきましては、現時点で採用に至っていないプロダクトの中にも、将来の採用候補になり得るものが含まれております。

2ページをご覧ください。

上の表は、各資産の件数と金額で、記載のとおりでございます。

基本ポートフォリオ上は、オルタナティブ資産はリスク・リターン特性に応じて4資産のいずれかに区分しますので、不動産とインフラは内外債券、PEは内外株式に区分し、1・2階のそれぞれの資産区分に占める割合は、表に記載のとおりでございます。

オルタナ資産の合計では、上限の5%に対しまして、採用決定ベースで0.38%となっております。

ます。投資実行ベースでは270億円ですので、約0.26%となります。

次に、3、採用プロダクトです。

今年度は5本のプロダクトの採用を決定しておりますので、その概要をご説明いたします。

最終ページの別紙をご覧ください。

この別紙でこれまでに採用した10プロダクトの概要を記載してございます。網掛けをしたものは昨年度採用決定したプロダクトでして、昨年の委員会でご報告済みですので、今年度採用した5プロダクトについてご説明いたします。

まず、国内不動産の3番目、大和ファンド・コンサルティングです。これは国内の住宅を投資対象とする私募リートでして、ファンドの資産規模は 〇〇〇億円です。投資対象エリアは 〇〇〇を中心、物件タイプは 〇〇〇が中心です。

現在組み入れられている物件は、 〇〇〇でして、稼働率は 〇〇〇となっております。

このプロダクトへの投資金額は50億円。目標リターンは 〇〇〇となっております。

なお、このプロダクトには 〇〇〇のトラックレコードがありますが、 〇〇〇おりません。

次に、海外不動産の2番目、インベスコ・アセット・マネジメントです。

このプロダクトは、米国のオフィス、商業、物流、住宅に幅広く投資するオープンエンドファンドです。ファンドの資産規模は 〇〇〇億円、 〇〇〇が組み込まれております。稼働率は 〇〇〇です。このファンドは負債の依存度が 〇〇〇、金利上昇の影響を受けにくい財務構造となっております。

このプロダクトへの投資金額は約55億円。目標リターンは 〇〇〇としております。直近10年では 〇〇〇おります。

次に、海外インフラの3番目、東京海上アセットマネジメントです。

このプロダクトは、オーストラリアを中心としたインフラ施設、空港、港湾、電力等を投資対象としたオープンエンドファンドです。規制や契約の裏づけによって安定したキャッシュフローを生み出す稼働中の資産を主な投資対象としております。

ファンドの規模が 〇〇〇億円です。現時点で 〇〇〇が組み込まれております。

このプロダクトへの投資金額は約29億円で、目標リターンは 〇〇〇です。直近10年の平均で見ますと、 〇〇〇おります。

以上、採用を決めた不動産・インフラの3プロダクトは、賃料や施設の使用料を主な収益源泉としており、リスク・リターンが穏やかなインカム中心のプロダクトで、連合会の投資目的

に適合しております。

次に、裏面をご覧くださいまして、こちらがPEでございます。

まず、三井住友信託銀行のプロダクトですが、これは日本の中堅企業を対象とするバイアウト戦略で、本ファンドが 　　　　　　　　　　　　です。過去のパフォーマンス実績は 　　　　　　　　　　　　となっております。このプロダクトへの投資金額は15億円、目標リターンは 　　　　　　　　　　　　です。

最後に三菱UFJ信託銀行です。これは同じく日本の中堅企業を対象とするバイアウト戦略でして、本ファンドが 　　　　　　　　　　　　です。 　　　　　　　　　　　　があります。

このプロダクトへの投資金額は30億円、目標リターンは 　　　　　　　　　　　　です。

以上、採用を決めたPEの2プロダクトは、安定したパフォーマンス実績がありまして、長期的な安定収益の獲得が見込めるプロダクトであり、連合会の投資目的に適合しております。

それでは、本文に戻っていただきまして、3ページの5、来年度の投資行動等でございます。

まず(1)投資金額の目安ですが、オルタナティブ投資は投資機会が非常に限られておりますので、連合会がターゲットとする質が高い案件への投資金額を事前に計画することは困難なため、目安としての金額を定めておきたいと考えております。

上の表をご覧ください。来年度末の投資残高を不動産・インフラで500から700億円、PEで300から400億円、これを目安としたいと考えております。

おおむね1年間で不動産・インフラとPEのそれぞれについて300億円程度の実行を想定しております。ただ、これはあくまで目安であって、来年度の着地を無理にこのレンジに収めるというわけではなく、特に不動産については国内・海外ともに価格がかなり上昇しておりますので、長期的な価格変動サイクル等、マーケット動向を注視しながら案件を厳選していきたいと考えております。

それから、(2)のアロケーションの目安についてですが、現状連合会は採用決定がまだ10プロダクトで、ポートフォリオ構築の途上段階でございます。アロケーションにつきましても、投資金額と同様、目安という位置づけで、下の表のとおり、資産種別のアロケーションと国内/海外のアロケーションの目安を設けた上で、投資案件を厳選していきたいと考えております。

現状は、ポートフォリオ構築途上段階ということで、このように資産種別と国内外のアロケーションのみを目安として設けますが、将来的にはプロダクト数の増加に応じて、より精緻で高度な分散を図っていききたいと考えております。

私からの報告は、以上です。

○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ありましたら、蜂須賀委員、どうぞ。

○蜂須賀委員 2、3あるのですけれども、1つは資産区分の分類方法、これは以前ご説明あったのかもしれないのですけれども、これは債券か株式とかに関係なく、このジャンルのものであれば国内債券、このジャンルのものであれば外国株式と分類しているのかどうかということの質問です。

あとプロダクト一覧のところを見ると、結構皆さん、この目標リターンというのは申し出なのか、ちょっとよく分からないのですけれども、お聞きしていると、かなり実績も出ておられるようなのですけれども、ちょっと目標リターンのところが高めに書いてあるような気がしていて、もしかすると、高めに書かないと通らないとか、そういうのがあるのかなというところで、実際に期待しているところというのはどのあたりにあるのかということとの関係をコメントいただければと思います。

あとは揚げ足を取るようで申しわけないのですけれども、一覧表の裏のところのところで、創業以来、上級職のメンバーの退職がないというのは、これは逆に下の人はいっぱい辞めているということではないかという気もしたりするので、見方みたいなところはいろいろな角度から見たほうがいいかなと思ったりします。

あとはPEのところは、それなりに応募があるのかなという状況をお聞きできればと思います。

以上です。

○若杉座長 では、今4つありましたけれども、よろしいですか。順番に答えていただけますか。

○山縣投資専門員 まず第1点目の資産区分についてご回答を申し上げます。

オルタナにつきましては、オルタナという独立した資産区分を設けるのではなくて、リスク・リターンの特性に応じて4資産に区分しています。現状、連合会の投資目的は、不動産・インフラについては賃料や施設の使用料等、安定的なインカムを重視していますので、この投資目的に適合する不動産・インフラプロダクトについては自動的に債券に区分することになるかと思えます。

一方、PEにつきましては、当然これは株式で企業価値向上がリターンの源泉ですので、株式に区分しております。仮に、プライベート・デットというものが出てきたら、これはまた再考する必要がありますけれども、PEのエクイティ部分については、自動的に株式に区分いたします。

以上です。

○若杉座長 よろしいですか。

目標リターンについてはどうですか。

○山縣投資専門員 2番目の目標リターンについてですけれども、ご指摘のとおり、 というプロダクトもありまして、絶対水準からすればやや高いかなという印象はございますけれども、プロダクトの選定におきましては、目標リターンは過去のトラックレコードを見て、適正かどうかを判断しておりますので、過去の実績から著しく乖離したプロダクトというのは特にはないと考えております。

○若杉座長 よろしいですか。

3番目は何でしたでしょうか。

○蜂須賀委員 3番目は、総合的にいろいろ見ていただくということで。

○若杉座長 いいですか。

○蜂須賀委員 はい。

○田谷理事 あとプライベート・エクイティの応募状況。

○若杉座長 応募状況はいかがでしたでしょうか。

○宮武総括投資専門員 応募状況に関しましては、資料6の1ページ目の表の下側を見ていただければ、数値的なものは載せております。

2016年、去年の6月から応募を開始しました。募集件数は、上期11件、下期18件、合計29件という状況で、現状も募集は継続しておりますので、淡々と増えているという状況です。

PEに関しましては、クローズドエンドのものしかありませんので、エンドが来たものはどんどんなくなっていくという形になっております。

それから、先ほど一言、 に関しましては、PEに関しましては、過去の実績、過去の運用スタイルの将来継続性がどこまであるかということを見ますので、やめていないということは、過去こういうパフォーマンス出した方のやり方が将来続くということで継続性が担保されるという点でプラス評価しております。

確認がとれております。

○若杉座長 ありがとうございます。そういうことでよろしいでしょうか。

では、この委員会は、本日はこれで終わりにいたします。どうもありがとうございました。

事務局から連絡があれば、お願いします。

○津田企画管理課長 まず資料5でございますけれども、こちらは会議後回収とさせていただきます。

きたいと思いますので、資料5につきましては机上に置いていただければと思います。

それから、次回の日程及び今回の議事録の確認につきましては、またメールにてご連絡させていただきたいと思います。

以上でございます。

○若杉座長 では、どうもありがとうございました。

午前11時46分 閉会