

第23回地方公務員共済組合連合会 資金運用委員会

平成29年6月23日（金）

午前10時40分 開会

○企画管理課 ただいまから第23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、こちらにつきましても本日の配布資料の確認をさせていただきます。

まず1点目といたしまして、資料1-1といたしまして運用報告書の概要版でございます。

資料1-2で厚生年金保険給付調整積立金、1・2階の部分、資料1-3、経過的長期給付調整積立金の運用報告書、資料1-4といたしまして退職等年金給付調整積立金の運用報告書でございます。

2つ目といたしまして、資料2ですが、リスク管理の状況の資料でございます。

3つ目といたしまして、資料3ですが、プライベート・エクイティ投資への取組手法についてです。

続きまして、資料4でございます。平成29年度（4～5月）の資産配分の状況についてです。こちら、「終了後回収」という形で扱わせていただきたいと思います。

最後ですが、資料5-1、5-2として、新3階の基本ポートフォリオの検証についての資料でございます。

続きまして、第21回、3月の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。こちらにつきましても、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と思います。

本議事録につきましては、こちらの内容でいかがでしょうか。

ありがとうございます。

それでは、第21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、これで確定させていただきたいと思います。

以降の議事進行につきましては、引き続き若杉座長をお願いしたいと思います。よろしくお願いいたします。

○若杉座長 それでは、本日も議事がたくさんありますので、進行についてはご協力を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年度各積立金の管理及び運用に関する運用報告書」、「平成28年度各積立金のリスク管理の状況」、「プライベート・エクイティ投資への取組手法について」、「平成29年（4～5月）の資産配分の状況について」、そして「退職等年金給付調整積立金の基本ポートフォリオの検証について」の5本となっております。

それでは、始めに議事1を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、先ほど地共済全体のところを業務概況書のご説明をいたしましたけれども、今回は連合会の単体での運用報告書でございます。

資料1－1の概要版でご説明いたしますけれども、説明がかなり重なりますので飛ばさせていただきます。

最初に市場環境ですが、先ほどご説明しましたので割愛させていただきます。

ページは11ページに飛んでいただきます。

こちらは1・2階の厚生年金保険給付調整積立金、地共連の運用利回りですが、こちらはプラス5.60%、先ほどの地共済全体と比べますと地共連の方が高いという状況でございます。運用の収益額は5,461億円、運用残高は28年度末で10兆4,613億円となっております。

12ページ、資産構成割合でございます。こちらも傾向といたしましては全体と同じでございます。ただ、国内債券の比率ですが、先ほどの地共済よりも地共連の方が、減り方が早いということでございます。加えて、国内株式につきましては、地共連におきましては中心値まで来ているという状況でございます。

13ページが運用利回りでございます。こちらにつきましても、内容は同じでございます。全体5.60%、地共済全体と同じように第1四半期、マイナスでしたが、その後取り返している状況でございます。

14ページは、前年の運用利回りの記載をしてございます。

超過収益の要因分解が15ページにございます。こちらも傾向的には地共済全体と同じですが、数値がやや異なっております。資産全体の超過収益率はマイナス0.54%と小さくなってございます。この主因につきましては、資産配分効果のマイナス幅が小さいということでありまして、国内債券のオーバーウェイトの幅が小さいことが主因になってございます。

国内債券の個別要因のプラスでございます。こちらにつきましては、国内債券のデュレーションが短いということが主因でございます。こちらは地共済全体と同じでございます。

17ページの財政上求められます運用利回りとの比較については、記載のとおりでございます。運用収益額につきましては、こちらは全体で5,461億円のプラスとなっております。

19ページは前年度の運用収益額でございますが、こちらは記載のとおりでございます。

20ページ、21ページのところでございますが、資産額の推移でございます。平成27年度末の9兆8,908億円から平成28年度末は10兆4,613億円になってございます。

22ページ、リスク管理の状況、資産全体でございますが、資産構成の割合のところ、こちら

は、地共連の方が地共済全体よりも中心値に近づいている傾向は強いということでございます。結果としまして、推定トラッキングエラーの推移につきましても、傾向的には減っていますが、水準そのものは地共連の方が低いという状況でございます。

23ページ目以降が経過的長期給付調整積立金でございます。運用利回りはプラス5.71%、こちらは1・2階よりも若干高くなってございます。運用収益額は5,909億円、運用資産残高につきましては平成28年度末で10兆9,695億円となっております。

25ページ、資産構成の割合でございます。こちらと同じ傾向ですが、こちらは地共済全体と同じように、国内債券の比率が旧3階のほうが若干高いという状況でございます。その他の資産は、それほど大きな差はございません。

運用利回りですが、全体で5.71%、こちらとも傾向は全体と同じでございます。

27ページにつきましては、運用利回り、前年度分ですが、こちらは記載のとおりでございます。

28ページ、超過収益の要因分解でございます。こちらにつきましては、同じようにベンチマークの収益率に対しましてマイナス0.43%ですが、こちらにつきましては、資産配分効果は若干大きいですが、逆に個別資産の要因、特に国内債券のデュレーションが旧3階の方が1・2階よりも短いということですので、その分のプラスが寄与してございます。

30ページは財政運用上の求められる運用利回りとの比較でございますが、記載のとおりでございます。

31ページ、それから32ページは運用収益額、前年度分の記載でございます。

資産額ですが、34ページにありますとおり、平成27年度末が10兆6,624億円、平成28年度末が10兆9,695億円となっております。

35ページ、リスク管理の状況でございます。全体につきましては1・2階とほぼ同様の傾向でございます。

推定トラッキングエラーの推移につきましても、ほぼ変わらない状況でございます。

36ページ以降が新3階、退職等年金給付調整積立金でございます。こちら運用利回りは簿価ベースで0.29%、運用資産残高ですが、平成28年度末で199億円となっております。

資産構成比は38ページですが、国内債券が96.1%となっております。

39ページは運用利回りの収入でして、簿価ベース0.29%、参考までに収益率、時価ベースですと、マイナス2.01%となっております。

40ページは、昨年度、前年度の運用利回りの状況でございます。

41ページ、42ページにつきましては、運用収益額の昨年度と一昨年度の部分でございます。

最後に43ページ、44ページです。平成27年度10月からの一元化以降、新3階が始まっていますが、地共連の残高が増えましたのは第4四半期からとなっていて、昨年度、平成27年度末につきましては64億円で、平成28年度末につきましては196億円という形で増えていますが、金額的にはまだ小さい状況でございます。

概要版は以上でございます。同じく資料の1－2に進んでいただきまして、運用報告書、前年度から変えた分につきましてご案内いたします。ほぼ先ほどの地共済全体と同じでございますが、その中で一部違う部分がございます。さらに拡充した部分がございます、ページを進んでいただきまして、18ページをご覧ください。

それぞれ超過収益につきまして、各資産別の超過収益の内容につきまして、こちらは内容等を拡充してございます。18ページが国内債券の超過収益のところ、それからこちらにつきましては、次ページの19ページでもさらに詳しく書いてございます。

20ページ、21ページにつきましては外国債券、それから22ページ、23ページにつきましては国内株式の要因分解、同様に24ページ、25ページのところにつきましては外国株式の要因分解をしてございます。

そのほかの拡充ポイントは同じでございます。最後にページを飛んでいただきまして88ページでございますが、保有銘柄の状況でございます。こちらも地共済同様でございますけれども、各資産別に上位の10銘柄のところの記載をしてございます。

なお、全体につきましては、ホームページで公表する予定としてございます。

そのほか経過的長期給付調整積立金、旧3階につきましても同様な形にしてございます。

新3階につきましても地共済全体と同じような形の拡充を図っているという状況でございます。

少し駆け足ですが、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きましてご質問等がありましたら、お願いいたします。

喜多委員、どうぞ。

○喜多委員 詳細な開示資料、ありがとうございます。

資料1－1の15ページの超過収益率の要因分解を載せていただいて、今後すごく議論がしやすくなったと思っております。

この表で2点申し上げたいのですが、まず資産配分要因のところマイナス0.52%というの

が出ています。こちらについては、あくまで基本ポートフォリオと今の実績の資産のずれというのをベースに計算されていると思うのですが、計画ポートフォリオが必ずしも基本ポートフォリオと同じでない状態で今管理されていますので、いわゆる意図して取っている計画ポートフォリオのリスクと計画ポートフォリオと基本ポートフォリオのずれも一緒になってこの資産配分要因に入ってしまったので、可能であれば分解すべきかと思います。なお、その分解した結果は運用報告書に出す必要があるべきものではないのですが、内部管理としては基本と計画の差、および、計画と実際のずれの差のそれぞれを分けたほうが、意図してずらしていることによる効果と意図せずずれている効果の影響が明確になると思います。

あと2点目が個別資産のところの要因で、国内株式と外国株式が若干のマイナスになっています。ですから、いわゆる各資産対ベンチマークでプラスアルファが出ていないことが、良くも悪しくも明確に分かります。

運用報告書の資料1－2では、もう少し詳細に分析をいただいているのですが、少し気になるのが特に国内株式です。あくまで一時点の勝ち負けをもって良し悪しというのを論じるべきではないと思うものの、国内株式のマネジャーの採用数が多いのが気になります。80ページに掲載されていますが、国内株式のアクティブで36商品あって、普通に考えて少し多い印象です。一方、外国株式は16です。地域特化等を採用していれば、このくらいの数にはなるかもしれません。マネジャー・ストラクチャーの考え方について、個々の運用会社の評価とは分けて、一度議論するほうがいいような気がいたしました。

○若杉座長 その点について、何かありますか。

寺岡総括投資専門員、どうぞ。

○寺岡総括投資専門員 先ほど最初の部分で超過収益全体の部分でございまして、資産配分につきましては、平成28年度につきましては、まだ一元化ということでして、まだ明確に計画ポートフォリオという形よりも、全体的に基本ポートフォリオの真ん中に近づけましょうということでしたので、その部分の評価はなかなか難しいかなと思います。

ただ、平成29年度に入りまして、計画ポートフォリオ、3月で審議していただいてつくっておりますので、その評価という部分につきましても検討させていただきたいと考えてございます。

○北澤資金運用部長 マネジャーのお話については、我々も問題意識を持っていまして、今年度マネジャー・ストラクチャーについての調査・研究もさせていただこうと思っていまして、お話の国内株式もそうですし、外国株式もしばらくの間、アクティブ運用で、超過収益のマイ

ナス続いていますので、こちらはしっかり見直したいと思っています。

○若杉座長 ほかにいかがですか。

田谷理事、どうぞ。

○田谷理事 今回の喜多先生のご意見を教えていただきたいのですが、今後基本ポートフォリオの中心線に揃った後で市況に応じて、やや基本ポートフォリオとは違うような、ずれのある計画ポートフォリオを作っていくことになると思うのですが、そういうときに計画ポートフォリオはあくまで幅で作ることになりますので、この計画ポートフォリオという決まった線をまだ作っていくことを考えていないわけですが、今先生がおっしゃった計画ポートフォリオと基本ポートフォリオのずれ、計画ポートフォリオと実際の実績ポートフォリオのずれというときには、計画ポートフォリオというのは何か中心線をどこか置くというイメージで考えていらっしゃると理解してよろしいでしょうか。

○喜多委員 そうですね。数値の測定をする場合は、その中心線、計画ポートの中心線と基本のずれで測るという感じにはなるかと思います。

○若杉座長 そういうことでよろしいですか。

特にほかになければ先に進みたいのですが、よろしいでしょうか。

それでは、議事1につきましては以上といたしまして、議事2に進みたいと思います。

平成28年度各積立金のリスク管理状況について、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、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。

資料は、お手元の右肩「資料2」をご覧くださいたく存じます。

まず、こちら1枚目の資料、地共済のときと同様に資産構成割合の状況をお示ししております。先ほどの運用状況の報告でもありましたとおり、全体としては中心線に近づいているということ。地共連におきましても、内外株の上昇等々が内外株のウェイト上昇にも寄与しておりますし、投資行動としても内債のウェイトを落とす、それ以外を買うという行為のこともこの一連の動きに影響いたしているところを確認いたしている次第でございます。

次に裏面にお進みいただきまして、推定トラッキングエラーの状況です。こちら先ほどお話ししましたとおり、中心線に資産構成割合、各資産近づいておりますので、1%を割る水準まで低下しておるということ、下のグラフでもご確認いただけるかと存じます。

それから、さらに次のページ、各資産別の状況ですが、こちらそれぞれの資産の中でパッシブ運用以外の状況がここに、アクティブ運用等々には出ているところですが、年度を

通して見ますと、概ね、ある程度の水準の中で推移しているということがご確認いただけるかと存じます。

4 ページにお進みいただきますと、こちら債券のデュレーションでございます。これも地共済で申し上げましたとおり、地共連も特徴として国内債券のデュレーションがベンチマーク比で短めということ。これが下のグラフで太い、濃い方のグラフですけれども、年度を通して2年程度短い水準で推移しております。

それから、次のページの国内債券の種別の状況、こちらも地共済と同様に国債の保有比率が低め、地方債の保有比率がその分高め、機構債等々の影響でございます。

それから、外国債券の通貨別の保有状況は、ユーロのところがベンチマーク比で保有比率は低めという状況も地共済と傾向は同じでございます。

さらに資料をお進みいただきまして6 ページ、株式のベータの状況は、こちらにありますとおり、内外株式ともほぼ1前後で年度推移していたということでございます。

次のページの地共連の国内株式の業種別の保有状況は地共済と同様で情報・通信、小売、サービス等々が保有比率高め、輸出、銀行業等々が保有比率低めという状況でございます。

さらにお進みいただきまして8 ページ、こちらは外国株の業種別の保有状況、情報技術等々が高めで、エネルギー等々が低めという状況です。

バリュー・アット・リスクの動きも先ほど申し上げましたとおり、実績ポートフォリオはほぼ横ばい、マーケットのボラティリティが下がっている影響で全体の水準は下がっているものの、両者の差異は縮小しているというところでございます。

次に、地共連の旧3階の状況です。こちらも1・2階とほぼ同様の動きということですので、記載のとおりということで、個別のご説明は割愛させていただきます。

デュレーションのところにお進みいただきまして、資料の4 ページでございます。

地共連のところ、特に機構債の影響がこの旧3階に影響出ているところですが、国内債券、この3月末のところでデュレーションが6.19年と。1・2階のほうは6.72年でしたので、大体0.6年程度デュレーションが短い、小さい水準となっております。

その要因は次のページをご覧くださいまして、地共連の国内債券の種別の保有状況、約3分の2が、6割強ほど国債が保有比率低め、地方債が高めで、4分の3が地方債の保有になっているということでございます。

以降、外国債券の通貨別の保有状況、次のページにあります株式のベータの状況、さらに次のページ以降にあります内外株式の業種別の保有状況は1・2階、地共済の状況と同じところ

でございます。

最後のトータルリスクでありますバリュエーション・アット・リスクの状況も、こちら記載のとおり、先ほど申し上げた1・2階の傾向と同じでございます。

最後に新3階のところですが、国内債券100%の基本ポートでございますので、運用としては国内債券中心の運用ということを確認し、いわゆるマーケットへの感応度を示すデュレーションというのは同様に20年、10年の債券の運用ですので14年弱程度、種別の状況としては地共連の場合には機構債、地方債等で100%運用されているという現状でございます。

簡単ではございますが、地共連の各積立金のリスク管理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。

それでは、ただいまの説明につきましてご質問等がありましたら、よろしく願いいたします。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 教えていただきたいのですけれども、例えば、国内株式、外国株式に関しましては下にコメントがあつて、その業種別のところを見ると、ベンチマークとの差異はそれぞれの業種においてプラスマイナス1%未満とか0.5%以内とかなっています。この数字の意味というのは、リスク管理上、例えば業種別配分比率が大きくずれている、例えば国内株式で1%以上のところがあるとか、2%ぐらいずれがあるとか、そういうことに対して何らかのリスク管理上のコントロールをされるのかどうか、そこを教えていただければと思います。

○藤原総括投資専門員 ご案内とは存じますが、いわゆる株式等々の運用は委託運用という形で投資判断は各運用機関にお任せしている状況ということですので、この業種の配分についてどうこうするというリスク管理的には能動的に動くというものはございませんが、ただ、当然私ども各運用機関に委託をしていろいろ投資判断をしているところで、各運用機関が全体としてどういう状況にあるのか。

今回のケースですと、例えば内需系の業種のウェイトが高いとか、あるいは外国であればITブームといいますか、情報技術のウェイトが高い一方でエネルギーのウェイトが低いとかありますので、ポートフォリオを能動的に動かすというものではないのですけれども、ポートフォリオに影響を与えるマーケットのいろいろな情報、これはすべからく見ていると何が何だかというところはあると思いますが、自分のポートフォリオに影響を与えるものについてしっかりと見ていくということ。これに絡んで、何かがあつたときに、各運用機関はどうしているのかなといった確認をするといったこと。そういう意味では、各委託運用機関の取組についてチ

チェックをする場合に、その視点を絞り込むという目線でこのようなリスクの指標を使えるのではないかと考えております。

○川北委員 それは、例えば委託先ごとのポートフォリオを確認されていて、ある委託先が特定の業種、もしくは特定の銘柄に非常に偏った、そこに相当ウェイトをかけた運用をしているとすると、それに対してどういう意図でもってそういうポートフォリオを組んでいるのかどうか。そういう確認までされるという理解でよろしいのでしょうか。

○藤原総括投資専門員 そうです。委員のおっしゃるとおりで、いわゆるリスク管理の仕組みはこういう形で、いわゆる総括的なもの、マクロ的に見るというものと、当然運用の形態というものが個別のファンドを分割、分担して行っていますので、個別のファンドの状況について確認をするということ。

こういうマクロ的な、総括的なリスク視点ということでのご報告をしておったのですけれども、全体的な視点の中に個別のファンドがどういう影響を与えるかということで、個別の動きのところも今回よく見て、それでご報告しているところですので、個別の動きについてもしっかりと連合会の資金運用という全体としては牽制をかけて見ているという次第でございます。

○若杉座長 よろしいですか。

ほかにいかがですか。

それでは、議事2につきましては以上といたしまして、先に進めさせていただきたいと思えます。

次は、議事3でして、プライベート・エクイティ投資への取組手法について、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、プライベート・エクイティ投資への取組手法についてご説明いたします。

資料3をご覧ください。

プライベート・エクイティ投資に関しましては、昨年6月、委員会でご議論いただきまして、6月末からマネジャー・エントリー制を活用して募集してまいりました。現状、こちら1番にございますように、応募プロダクト総数としましては33件、ヒアリング済が8件、そのうち契約済となっておりますのが2件で、投資開始済が1件となっております。契約済2件に関しましては、いずれも国内のバイアウトのシングルファンドとなっております。

ここ1年のいろいろな取組に関しまして考察をしたものがこのペーパーになりますが、2番におきまして、その取組の中で今後の課題となるもの、それを3点抽出しております。

現状、契約済2件ということなのですが、今後投資を拡大していく中で50件程度をイメージしますと、課題の1点目といたしましては、事務量が非常に増加することが考えられます。一例を挙げますと、1ファンドにつきましてキャッシュのやりとりが年間4件としますと、年間50ファンドで200件の事務量が増加します。また、それぞれのモニタリングとかヒアリング等も投資件数に比例して増加すると考えられます。

2点目といたしましては、情報収集の限界といいますか、それぞれファンドは公開情報がほとんどございませんので、非公開情報を集めにいかなければいけないということで、それぞれのファンドにヒアリングをかける必要がございます。ゲートキーパー、一任業者を通しての委託運用になるわけですが、そちらからの情報も入りますが、それが全てではございませんので、当然我々自身の負担も増えてくるということが考えられます。優良ファンドへのアクセスが必要な投資ですので、情報の収集が非常に重要だということでございます。

3点目、知見の蓄積ということなのですが、プライベート・エクイティ運用に係る知見の組織的蓄積過程にございまして、シングルファンド投資を通して知見の蓄積を行っておりますけれども、同時に外部の知見、リソースを活用する必要があると考えております。それを活用することで効率的な運営を行うことができるであろうと考えられます。以上この3点が課題として考えられます。

それでは、2ページの3にいただいていただきまして、プライベート・エクイティ投資へのアクセスの手法というのをこちらで整理しております。

4点挙げておりますが、第1としましてはダイレクト投資、これは現状やっておりますシングルファンドへの投資でございます。

2点目、アドバイザーをつける手法。シングルファンド投資のアドバイザーを別に雇って、その助言に基づいて投資を進める形です。

3点目がファンド・オブ・ファンズ。これは他の投資家とともに投資するコミングルファンドを想定しております。

4点目がSMA (Separately Managed Account)、日本におきましてはセパレートアカウントと呼んでおりますけれども、この4点、4つの手法を取り上げて整理しております。

表を使ってご説明いたしますが、大きな点としましては左から4番目のポートフォリオのカスタマイズということでございまして、これができるかできないかというのは我々の投資手法、戦略、又は投資制限等々を反映させるという意味では非常に大きな点かなと考えます。

その右側に管理モニタリング、レポーティング、情報収集とございますけれども、こちらを

ご覧いただきますと、それぞれ関与する、主として関与していく、例えばゲートキーパーであるとかファンドマネジャーであるとか、そういうものがそれぞれの手法によりまして違いますけれども、この関与する機関が多いほどコストが高くなります。

一番右にございますが、その反面、投資家への負担が減るというような形になります。

それを（１）から（４）で文章でご説明しておりますが、それはここでは割愛いたします。

３ページにいていただきまして、一番下の項番４になりますけれども、日本におけるSMAの現状というのをご紹介しております。

こちらはヒアリングベースのお話ですので、具体的な数値があるわけではないのですが、低金利環境下におきまして金融機関とか機関投資家、オルタナティブ投資に若干軸足を移し始めておりまして、反面、やはりリーマンショック以降、人がかなり減っている。投資をやめているというような機関投資家もございますので、新たにオルタナティブ投資を始めるに当たりまして、アドバイザーの採用とか、セパレートアカウントの設定など件数が徐々に増えてきていると聞いております。

５番におきましては、それぞれの手数料を整理しております。先ほどご説明いたしましたコストの部分に当たるところです。

こちらは表でご説明いたします。かかる手数料といたしましてはゲートキーパー、こちらは一任業者に当たりますけれども、こちらが大体年間20bpsから60bps。アドバイザー、これを雇いますと、40bpsから90bps。これはプラス、ゲートキーパーがつきますので、これを合計したものです。

ファンドマネジャー、これはファンド・オブ・ファンズのマネジャー、セパレトリリー・アカウントのマネジャーになりますけれども、こちらで大体20bpsから100bps程度です。これとゲートキーパーは一緒のものもございまして、それぞれ別々のもの、それを足したものという形になる場合もございます。

これが主な手数料になりますけれども、今回、このファンドマネジャーの部分を取り上げて、どの程度のコストになるかというのを計算しましたものが５ページの上の表になります。

こちらは、投資期間を５年、ファンドの契約期間10年といたしまして、投資倍率1.8倍、IRRを大体20%と置いた場合のコストを考えたものになります。投資が100、回収は180ということでネット80の収益になりますが、これに対して②のところではSMA、マネジャーに対する報酬としまして70bpsと年間仮定しますと、10年間で7ということにして、大体80に対する7で、100億円の運用に対してということになります。これは一応仮定を置いた話でございます

ので、ご参考にいただければと思います。

それから、6番のところでは、プライベート・エクイティに係る期待役割ということで、ゲートキーパーとかマネジャーの期待役割、こちらはG P I Fと平仄を合わせておりますけれども、こういう内容を期待するということでご説明させていただいております。

6ページにいただいてきて、こちらで結論として書かせていただいております。

以上、いろいろ見てまいりましたけれども、2で取り上げました3点の課題を解消するためには、プライベート・エクイティ投資のアクセス手法としてはセパレートアカウントが適しているのではないかと考えております。こちらを公募によって採用の検討に着手いたしたいと考えております。運用期間、投資規模等の募集条件を提示しまして、期待パフォーマンス、提供しうる運用のサービス、知見の蓄積に当たるナレッジトランスファーです。どれぐらい知見をいただけるかというような条件、そういうものを評価していきたいと考えております。

(1)といたしまして、さらにファンドのソーシングの多様化とかパフォーマンスの比較を行う目的で複数のアカウント、ファンドを設定したいと、採用したいということです。また、地域別のファンド等も考えていきたいというふうに思っております。

(2)といたしまして、投資の大体の金額でございますけれども、グローバルファンド3件、国内ファンド1、2件というようなイメージで考えますと、それぞれ年100億円程度、コミットメントベースで3年ぐらいかけて分散投資を行っていききたいと考えております。

(3)では、こちらはスケジュールになりますが、来年度の頭に運用を開始できればというようなスケジュール感で考えております。

最後に8番になります。その他の課題、残課題になりますけれども、(1)といたしまして、シングルファンドは現状2件投資開始しておりますけれども、これをどう扱うかということなのですが、プライベート・エクイティは解約できませんので、できるとすれば売却か、又は新しく設置したアカウントに移すということになりますけれども、基本的にはこちらの2ファンドに関しまして契約終了まで粛々と運用を続けていきたいと思っております。

それから、現行のマネジャー・エントリー制、プライベート・エクイティについてはマネジャー・エントリー制を使っておりますけれども、これをどうするかということなのですが、セパレートアカウントに関しまして裁量権はファンドマネジャーにございますので、どのファンドに投資するかということは、最終的にはファンドマネジャーが決めるということになります。

したがって、それに漏れるファンドでも優良なファンドもございますので、それを拾っていく手段としてマネジャー・エントリー制は残したいと思っております。ただ、こちらが主

になりますと、投資の効率的な運用・運営を妨げてしまいますので、それを妨げない範囲で限定的に活用していくということで運営をしていきたいと考えております。

説明は以上になります。

○若杉座長 ありがとうございました。

既に始まったプライベート・エクイティ投資ですけれども、いろいろなやり方がある中で、種々の手法を整理・検討していただき、最終的には6ページのような結論が出されています。

SMAの形態でもって公募でやりたいということなのですが、これについてご意見等をお願いします。

どうぞ、蜂須賀委員。

○蜂須賀委員 方向感としてはこれで、事務負担もいろいろあると思いますので、よろしいかと思うのですけれども、1つ、結局そうした場合にコスト、手数料をどれだけ払わなければいけないかということで、それでいいのかという議論はあると思うのですけれども、ただ、4ページのところで運用手数料を整理していただいていますけれども、おそらくいろいろ競争させることで手数料は、地共連の場合にはかなり低めに設定させることができるのではないかなと思いますので、ぜひ競争させることで手数料を下げるという視点を持ってやっていただければと思います。

あと手数料が何に対してかかるかというところで、必ずしもコミットメントの全額について最初から手数料を払うということを前提にしなくても、投資残高に対して手数料を計算するというのでやっていくこともできるのではないかなと思うので、それも先ほどの競争させることも関係すると思うのですけれども、ぜひご検討いただければと思います。

あとどういう形で手数料を払うのかということについても、固定の手数を低めに抑えて、例えば成功報酬のウェイトを高めるとか、そのようなこともかなり交渉できると思いますので、そういったこともご検討いただけるといいかなと思います。

ただ、5ページのところの計算されているところで、前提を運用利回り20%、IRR20%で置いていますけれども、これはちょっと高いかなと思いますので、15%とかぐらいのイメージで計算をされたほうがいいのかないかなという気はいたします。

いずれにしても、競争させることで手数料を下げることと、あと運用を開始してから、ある意味ちゃんとやらせるという意味で確実に2社とかは競争するような環境をつけたほうがいいのか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。その点、宮武総括投資専門員、いかがですか。

○宮武総括投資専門員 おっしゃるとおりでございまして、いろいろな形、コミットメントベースだけではなくて、実際の運用金額に対してとか、どれに手数料をかけるかというやり方は非常にいろいろなパターンがございまして、実際に今回運用を開始しましたシングルファンドに関しましても、そういう形で最終的には手数料の水準を見ながら判断したというところもございまして。

あと成功報酬等々いろいろなかけ方ございますし、もちろん、競争させることによって手数料を下げる努力はしてまいりたいと考えます。

ただ、サービスとしまして結構特殊なサービスもありますので、彼らにしかできないようなサービス、それに対してはちゃんとした対価を払うほうがいいのかなと考えております。

あとIRRのところに関しましては、これはあくまで仮定でございまして、通常のバイアウトファンドが設定する、大体投資倍率1.5倍から2倍、IRRが15%から20%とか20%から25%を目指して運用するというファンドが多くございますので、それを参考につくった数字ですので、若干設定変えて手数料との比較を見るのも後ほどやってみたいと思います。

○若杉座長 マネジャーに競争させるということですが、大事なことは良い競争が行われることです。その点に関して見通しはいかがですか。

○宮武総括投資専門員 これは非常に難しい問題なのですが、普通の上場株でございましたら、例えば1,000億円、2,000億円と買えるんですけども、プライベート・エクイティに関しましては、最近大きなファンドのレイズになりますと2兆円とかあるんですけども、例えば国内ですと500億円とか、1,000億円になると相当大きいほうだと。それを運用するといえますか、販売するほうからすると、高い手数料を払ってくれるところに販売したほうが手数料をたくさんもらえるという判断もございまして、あまり引き下げてこないところも出てくるかなというの懸念しています。

○若杉座長 マネジャー側のほうが、少し立場が強いということですか。

○宮武総括投資専門員 対等なですけども、優良なマネジャーほどそれほど下げなくてもお金が集まってくるという状況にございまして、それは環境次第でいろいろ交渉しながらやっていければと思っております。

○若杉座長 ほかにいかがですか。

高山委員、どうぞ。

○高山委員 質問ではなくてコメントです。海外調査の報告書にもありますように、海外の投

資家にプライベート・エクイティの状況についていろいろお話を伺いましたけれども、かなり長期で取り組まなければいけないということと、それから外部の知見を借りるにしても内部のリソースをかなり充実させなくてはならない、という、この2つは必須だと考えます。

これはプライベート・エクイティの部門だけの話ではありません。ここも含めて、我々の運用の体制、人数、知識、経験などについて、計画的に中長期のプランのもとに充実させていくことが必要だと思っております。

○若杉座長 ありがとうございます。地共連として、その点をどのように見えていますか。

○北澤資金運用部長 おっしゃるように、運用も多様化していますし、さまざまなことに取り組んできています。そういったこともあるのですけれども、非常にリソースは限られておりますので、先行きを見通しながら、どこに重点を置いていくのかということもよく考えながら進めていきたいと思っています。

○若杉座長 竹原委員、どうぞ。

○竹原委員 セパレートアカウントにしたとすれば、ファンドマネジャーにパフォーマンス分析、加えてリスク管理を任せるとのことだと思います。その場合に、例えばトラッキングエラーなどのリスク管理の状況で報告されるべき評価項目にプライベート・エクイティがきちんと織り込まれるような形でリスク情報の提供は行われるのでしょうか。リスク管理体制についてお聞かせください。

○宮武総括投資専門員 プライベート・エクイティに関しましては、一応資産としては例えば外国株式とか国内株式とかに分かれまして、その中でデータを取り込む、それに必要なデータを取り込む形になろうかと思えます。

以前でありますと、そのデータも3カ月に1回、最近はかなり個別企業のデータまで取れるようになっておりますので、3カ月に1回、それを線形補間してというような形でしか取れなかったのですが、それが徐々にいろいろ工夫がなされておまして、ゲートキーパーと申しますか、セパレートアカウントマネジャーに聞いてみますと、過去のデータの蓄積は大分できてきたのでいろいろデータが出せるようになってきているという話は聞いております。ですから、我々は必要な情報、データがどれぐらい出せるかということも確認しながらマネジャーを選定していきたいと考えております。

○若杉座長 そういうことでよろしいですか。

○竹原委員 はい。

○若杉座長 ほかによろしいですか。

初期段階はラーニングのプロセスでいろいろご苦労が多いと思いますけれども、ぜひ頑張ってやってください。

それでは、議事3は以上にしまして、次に議事4、平成29年度（4月～5月）の資産配分の状況について、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4ですが、平成29年度（4月～5月）の資産配分の状況でございます。

これは今年度に入りまして、3月のこちらの委員会で平成29年度の年度の運用方針を作成、ご審議いただきました。その際に四半期ごとに年度の運用方針の見直しを検討するということ、それからできる限り直近の情報をこちらの委員会にご報告差し上げるということでございましたので、まだそういう意味では平成29年度始まって2カ月ということでございますが、途中の経過報告でございます。

最初に資産構成比の状況、それからリバランスの実施状況でございます。

資産構成の状況につきましては、上段が1・2階、下段のほうは旧3階となっておりますが、こちら当初の年度の方針にのっとりまして、計画ポートフォリオの中におさめていこうということでございまして、基本的には外国債券の購入、国内債券の売却を行ってございます。

（2）リバランスの実施状況ですが、1・2階では月に約200億円、2カ月の合計で400億円。旧3階につきましては月300億円、2カ月で600億円というような形のリバランスを実施してございます。金額を変えていますのは、上段の表を見ていただきましても、旧3階のほうが少し外国債券の乖離が大きいということでしたので、その分のスピードアップでございます。

こういった結果ですが、6月も同じ状況で続けており、概ね計画ポートフォリオのレンジの中におさまりつつあるというのが足元の状況でございます。

資料裏面に行っていただきまして、今年度の市場環境ですが、2カ月分でございます。市場の推移につきまして、主だった市場の推移と、それからベンチマークの収益率を書いてございます。

4月、5月につきましては、国内債券、国内株式、外国債券、それから外国株式ともにプラスの収益となっておりますが、特に内外株式の騰落率が大きいという状況でございます。

国内債券のところにつきましては、日銀の政策によりまして、概ね10年利回りが横ばいになっている状況でございます。特に内外の株式、それから為替の状況が出ていますけれども、4月のところでございますが、フランスの大統領選挙が波乱なく通過したということにして、リスク性資産が上がっている状況です。加えて、為替につきましても、ドル／円は若干の円高で

すが、ユーロ／円につきましてはそのことを好感しまして、円安になっているという状況が収益率にはねているところでございます。

3 番ですが、ここまでの運用の実績の評価でございます。3 月に策定しました経済市場環境見通しですが、こちら繰り返しになりますが、世界経済は緩やかな回復基調、一方、欧州の政治リスク、アメリカの政策などにより、先行きの不透明感の強い市場環境が継続ということでございます。

世界経済につきましては緩やかな回復のところは足元確認されている状況でございますので、想定どおりの展開でございます。

一方で、フランスの大統領選挙を受けまして、政治的・経済的な混乱は回避されていますが、イギリスの議会選挙ですとか、未定ですが、イタリアの議会選挙の前倒しの可能性など欧州の政治リスクは残存している状況かと考えてございます。

加えまして、アメリカの政策への思惑。特にロシアゲートの問題等もありますけれども、金融市場につきましては、足元の動向は、かなりボラティリティの低い状況になっていますが、依然として先行きの不透明感は強い状況でありまして、シナリオにつきましては概ね想定どおりの展開と思ってございます。

足元の収益の状況でございます。こちら数値のところは、まだ2 カ月ございますので詳細は割愛していただきますけれども、資産構成の状況を見ていただきまして、それからベンチマークの収益率等を見ますと、内外の株式のところはいいということですので、トータルしますと、内外株式の比率は基本ポートに対しまして少ない状況ですので、若干国内債券が多いということを含めまして、ベンチマークよりも若干のマイナスになっています。

4 番、今後ですが、ほぼ経済市場環境見通しも変更がないことですので、3 月に策定しました年度の運用方針にのっとりまして、計画ポートフォリオのレンジにおさまっていない資産の市場動向を注視しつつ、レンジにおさまるようにリバランスを実施していきたいということでございます。

その後につきましては、レンジの中で市場動向、基本ポートフォリオからの乖離状況を注視しつつ、レンジ内でリバランスを実施する方針ということでございます。

今回につきましては、途中経過の報告ということでございます。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。直近の資産配分の状況についてご報告いただきましたけれども、何か質問とかご意見はありますか。よろしいですか。

ではありがとうございました。それでは、議事4につきましては以上としたいと思います。

次に、最後になりますけれども、議事5で退職等年金給付調整積立金の基本ポートフォリオの検証について、企画管理課より説明をお願いいたします。

○企画管理課 よろしく申し上げます。

資料は5-1と5-2になります。ただ、先ほどご説明させていただきました地共済全体のところとほぼかぶりますので、具体的に申しますと、1ページのところは記載しているものはほとんど同じでございます。

また、資料5-2につきましては、先ほどの資料と全く同じでございますので、状況としては変わりません。

結論のところだけ確認させていただければと思いますので、資料5-1の裏面の2ページ、検証結果のところをご覧ください。

先ほどご説明させていただきましたけれども、地共済全体でいきますと、基準利率を上回ってはございますけれども、地共連単体でいきますと基準利率を下回っている状況を確認させていただきました。

ただ、基準利率につきましては、先ほどからご説明させていただいていますように、過去1年、また過去5年の10年国債の過去の利回りの実績、あるいは国共済、地共済の運用の見通しをもとに算定されていますので、金利低下局面にいきますと、決めたときの基準利率と実際に取得するときの金利というのはどうしても差が出てきてしまいます。逆に上回るとき、金利が上がっていくときには逆になるという形になりますので、この状況につきましては一時的な状況であると考えています。

また、記載はないですけれども、基本的には制度全体で基準利率を達成できるかになるので、先ほどと同じでございますけれども、キャッシュバランプランの特性を踏まえて、現状国内債券100%でやっていることについては現状問題なく、対応等も先ほどの地共済と同じように現行の基本ポートフォリオで運用させていただきたいと整理しております。

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 ありがとうございます。

喜多委員、どうぞ。

○喜多委員 ご説明ありがとうございます。

この新3階について全体像を把握するのに資料5-2の3ページが分かりやすいと思いました。地共済全体で言うと機構債が51.4%で、あと貸付金とかが13.4%あるという状態で、多分この貸付金は今後割合が増えるということはあまりないと理解しております。

そういった中で、機構債が国債に対して15bpsとか16bpsぐらいスプレッドがあると伺ったのですが、この機構債が今後どんどん増えていけば、ポートフォリオ全体でそのスプレッド分がターゲットである国債利回りに対して余裕になる。ただし、目標はムービングターゲットになるため、実際にそれにトラックするような運用は難しい。ただ、この目標が実際の運用とずれるにせよ、その利回り差がある程度スプレッド分の内におさまっているというような管理をしてもいいのではないかと思います。現在の実績ではかると、貸付金による利回りの底上げが入ってしまう。

それと、もう1つ、機構債のみの実績というのをつくって管理をされてもいいと思いました。

以上でございます。

○企画管理課 ありがとうございます。

内部の管理といたしまして、今ご提案いただいたものも含めて検討してまいりたいと思います。

ただ1点、ちょっとつけ加えさせていただきますと、今ご説明させていただいたように、機構債の状況、貸付金の状況、その状況を踏まえて地共済全体でどういう利回りになるかというのもまた1つの基準になっていますので、この結果、利回りが低くなると、今度そちらを採用するという形になっていますので、制度的には保守的な制度設計になっているということを改めてご説明させ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。

ほかにはいかがですか。よろしいですか。

それでは、議事5につきましては以上としたいと思います。

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いたしました。

事務局から連絡事項があれば、よろしくお願いいたします。

○企画管理課 連絡事項を申し上げます。

まず冒頭でも申し上げましたが、本日の資料4につきましては、委員会終了後回収という扱いにさせていただきたいと思います。

また、これは先ほどの運用委員会でも同様ですが、次回の日程及び今回の議事録につきましては、メール等で後ほど確認、また日程調整等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 それでは、第23回の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。

午前11時35分 閉会