

第26回地方公務員共済組合連合会 資金運用委員会

平成30年3月22日（木）

午前10時26分 開会

○合田企画管理課長 ただいまから第26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。

まず一番上に次第がございます。その次に座席表でございます。それから、資料1-1、資料1-2としまして、厚生年金保険給付積立金の基本ポートフォリオの検証についての資料、資料2、資料2-2としまして、経過的長期給付積立金の基本ポートフォリオの検証について、それから資料3、平成30年度の運用方針、こちら左肩に「終了後回収」と書かれているものがございますけれども、こちらは終了後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。最後に資料4としまして、オルタナティブ資産への投資状況及び平成30年度の投資方針についてです。

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。

ありがとうございました。

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。よろしく願いいたします。

○若杉座長 引き続き議事のほうご協力お願いいたします。

こちらは先ほどより2つ議事が多いので、その辺を踏まえて議論をしていただければと思います。

本日の委員会の議事は、「厚生年金保険給付積立金の基本ポートフォリオの検証について」、それから「経過的長期給付積立金の基本ポートフォリオの検証について」、続いて「平成30年度の運用方針」、そして最後に「オルタナティブ資産への投資状況及び平成30年度の投資方針について」ということで、4本となっております。

それでは、早速議事に入りますが、内容が関連しますので、議事1「厚生年金保険給付積立金の基本ポートフォリオの検証について」及び議事2「経過的長期給付積立金の基本ポートフォリオの検証について」は、2つあわせて企画管理課より説明をお願いしたいと思います。よろしく願いします。

○企画管理課 よろしく願いします。

先ほど地共済でご説明させていただいたのと同様に、新3階の検証については決算後に行わせていただきます。1・2階と旧3階についてご案内させていただきますが、基本的には地共済と同じでございますけれども、資料1-1のところをまずご確認いただきまして、基本方針

に基づきまして、1年に1回基本ポートフォリオを検証するという形になってございますので、これに基づいて検証を行ってございます。

検証に関する基本的な考え方、シミュレーションの方法、これらにつきましては、先ほどご案内させていただいた地共済のケースと全く同じにございます。

したがいまして、ページをおめくりいただきまして、2ページ目のところになりますけれども、基本的な検証結果も同じになってございます。数字の確認をさせていただければと思います。資料1-2のページ番号3ページ目の期待リターンについては、先ほどと同じでございます。4ページ目もリスクと相関係数も同じです。

シミュレーションの結果につきましては、基本的な期待リターン、リスクは同じでございませけれども、積立比率のところを確認させていただきます。ケースE、直近、基本ポートフォリオでご確認いただければと思いますが、25年後で119.2%、50年後に132.6%となつてございます。また、積立不足になる確率につきましては、全額国内債券の場合は、ほぼ100%となっているのと比較して、基本ポートフォリオの場合は47.9%になっていることをご確認いただければと思います。

6ページ目のところにつきましても、同様に期待リターンの目標の利回りの比較をしてございます。これも基本的には先ほどご覧いただいていた地共済と同じになってございます。

7ページ目、バリュー・アット・リスクのところになりますけれども、これも基本的に先ほどと全く同じになりますけれども、1点違うところは一番右の資産下落額になりまして、下落率は同じですけれども、地共連が地共済の約半分の保有という形になりますので、サブプライム、リーマンショックの場合、先ほど約6兆円の下落で、ストレス事象発生後の回復期間も含めた場合は約3兆円の下落であったものが、約3兆円の下落と約1.5兆円下落とそれぞれ半分になっているというのが違いでございます。

8ページ目をご覧くださいと、こちら先ほどと同じで、下落率は同じになりまして、下落の額が約半分になっているというご理解をいただければと思います。

資料1-2は以上でございます。1-1の裏面にお戻りいただきまして、3の検証結果につきましては、先ほど地共済でご案内させていただいたとおり、積立比率が25年後、50年後平均ともに100%維持しているという状況ですとか、積立不足になる確率について基本ポートフォリオが国内債券100%のポートフォリオよりも低いですとか、あるいは基本ポートフォリオについては想定運用利回りを達成できていますけれども、国内債券100%ポートフォリオについては達成できていない状況ですとか、下方確率については基本ポートフォリオの場合は50%を

下回っている状況ですとか、あるいはバリュエーション・アット・リスクについては、先ほどご案内、同じような形でのマイナス約15%という形になってございますけれども、短期的に1.6兆円程度下落という形を確認させていただきました。

従いまして、先ほどの地共済と同様に、地共連におきましても現行の1・2階の基本ポートフォリオについては、積立比率100%維持できておりますので、引き続きこの基本ポートフォリオで運用してまいりたいと考えてございます。

厚生年金の方は以上でございまして、併せて、経過的の方ですけれども、こちらについても基本的な考え方とかやり方は同じでございまして、結論のところだけ見ていただければと思います。資料2-1、裏面の下の段、4、対応をご覧いただければと思います。1・2階と同様に旧3階の基本ポートフォリオについても積立比率100%が維持できるという見込みですので、引き続き現行の基本ポートフォリオを変更せずに、このままでまいりたいと考えてございます。

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。

そういうことですが、ご質問等がありましたらお願いいたします。

よろしいですか。それでは先ほどいろいろご質問していただいたので、先に進みたいと思います。

議事1の「厚生年金保険給付積立金の基本ポートフォリオの検証について」及び議事2「経過的長期給付積立金の基本ポートフォリオの検証について」につきましては、以上で終了いたします。

次に、議事3に入りたいと思います。「平成30年度の運用方針」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、3番目でございますが、平成30年度の運用方針につきましてご説明させていただきます。

資料3をご覧ください。

最初に1番でございますが、平成30年度の運用方針につきまして、結論を3つ述べてございます。

まず、足元の構成比でございますが、こちらにつきましては真ん中に表が3つ並んでございます。一番右端でございます。参考、現在のポートフォリオ、こちら3月16日時点における推計の3月末を書いてございますが、1・2階、それから旧3階とも国内債券は36%程度、国内

株式が27%程度、外国債券は14%程度、それから外国株式は22%程度でございまして、文章に書いてございますけれども、概ね基本ポートフォリオのプラスマイナス3%程度のところに入ってきているという状況でございます。こういう状況でございますので、基本ポートフォリオの変更に伴う移行につきましては概ね終わっている状況かと考えてございます。

2つ目の段でございますが、この先の見通しでございます。

まず、経済環境の見通しでございますが、世界経済につきましては平成31年度にかけ、ここ1～2年、来年に向けて緩やかな回復基調が継続するであろうと見込んでございます。

米国の財政が上振れ、拡大してございますので、景気につきましては上振れする可能性もあります。一方で、今回の景気回復につきましては、かなり長期化していることから景気サイクルが終盤を迎えているということも考えられます。加えまして米国の金融政策が正常化に向かっていることなどを踏まえまして、少し足元のところから景気の減速の可能性もあると考えてございます。

また、引き続きまして、米国の政権の運営リスク、北朝鮮等々の地政学リスクという部分につきましても残ったままでございます。それから、中国の景気失速リスクなど、こちらにつきましてもまだ残ってございますものですから、金融市場につきましてはこの2月に見られたような先行き不透明感からボラティリティが上がるような状況もあると考えてございます。

こういった状況を踏まえまして、平成30年度の計画ポートフォリオのレンジにつきましては、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式ともに中立のレンジといた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に表がございまして、基本ポートフォリオの許容乖離幅が中心値に対してかなり広い状況でございますので、こちらにつきましては、概ね5分割してございます。真ん中のゾーン、国内債券、国内株式、外国株式につきましては、基本ポートフォリオプラスマイナスの3%、外国債券につきましてはプラスマイナス2%のレンジで運用したいとの計画ポートフォリオのレンジを考えてございます。

なお、こちらの計画ポートフォリオのレンジでございますが、このレンジで推移した場合、資産配分の部分でございますが、推定トラッキングエラーの範囲というのを記載してございます。こちらにつきましては、概ねゼロから0.7%で推移すると考えてございます。括弧内につきましては、推定トラッキングエラーが一番大きくなる際の資産構成割合を書いております。

ちなみに足元でございます。2月末のポートフォリオの推定トラッキングエラーでございますが、こちら資産配分の部分でございますが、厚生年金と1・2階で0.29%、旧3階で0.32%

となつてございます。

参考ですが、下段のところに本年度、平成29年度の計画ポートフォリオ案を記載してございます。こちらにつきましては、レンジにつきましては7分割いたしまして、各資産ともに2つのレンジのところで今年度は運営してまいりました。

ちなみに、今年度につきましてはの計画ポートフォリオのレンジの資産配分につきましては、推定トラッキングエラーを計りますと、概ねゼロから0.7%程度となつていた形でございます。

こちらが運用方針でございます。

2ページ目、3ページ目におきましては、平成30年度の市場環境見通しを書いてございます。まず、2ページ目でございます。

(1)の基本シナリオ、国内の景気でございます。こちらにつきましては、海外景気の回復基調が続いてございますので、日本景気につきましても緩やかな回復が継続するものと考えてございます。それから、物価につきましてはプラス圏で推移するものの、日銀の目標には届かないと見込んでございます。

こういった状況でございますので、国内金利につきましては、日銀の政策が継続となりますので、長期金利は横ばいで推移することを見込んでございます。

国内株式でございます。こちらにつきましてはグローバルな景気回復から企業業績は引き続き改善が見込まれます。また、日銀のETF買入政策による下支えがございますので、底堅い展開を見込んでございます。ただし、海外経済、特に米国の政権の通商政策等によりましては、円高に振れるリスクもあると考えてございますので、米国の株式に連れてボラティリティが上昇する局面も想定してございます。

海外の景気でございます。まず、米国につきましては消費主導の成長が持続すると見込んでございます。税制改革の実現につきましても景気を後押しすると見込んでございますが、引き続き、米国国内の政治の混乱はリスクと考えてございます。

欧州につきましても、内需主導の拡大が続くと見込んでございます。中国につきましては、消費をけん引役に6.5%前後の成長が続くと見込んでございます。

外国の金利でございます。米国につきましては、政策金利が平成30年、今年に年3回から4回の利上げが行われる見込みとしてございます。長期金利につきましては、政策金利の引き上げ、それから債務残高の増加に伴います国債の供給増加というものが見通されるわけでございますけれども、物価の上昇は緩やかと見込んでございますので、金利の上昇も緩やかになると見込んでございます。

欧州につきましても、足もと景気回復ペースが加速している状況でございますけれども、E C Bは緩和の解除を急がない方針であると考えてございますので、緩やかな長期金利の上昇にとどまる見込みと考えてございます。

外国の株式でございます。米国につきましては、景気回復、それから企業業績の改善が継続する見込みでございます。ただし、バリュエーションの割高さはやや薄れてはございますが、歴史的には高い水準でございますので、長期金利の急上昇があれば割高の修正が起こる可能性があると考えてございます。

3 ページになりますが、欧州の株式につきましては、こちらも業績が改善基調であること、それからバリュエーションは米国に比べて割安であることから底堅い展開を見込んでございます。

為替につきましては、ドル円につきましては年度を通じますと日米の金利差を背景に緩やかなドル高円安方向を見込んでございます。主なリスクとしましては、米国の保護主義、それから地政学リスクの緊迫化などを考えてございます。

ユーロにつきましては、E C Bの緩和終了が意識されますので、底堅い展開を想定してございます。

原油につきましては、世界景気の回復という部分で需要は堅調と見込んでございます。一方で、O P E Cの減産合意は概ね遵守、反対方向になりますが、米国は増産のペースでございますので、一定のレンジ内で推移すると見込んでございます。

(2) で基本シナリオに対するリスクを書いております。

下振れリスクでございますが、こちら今年度と同様でございますが、米国政権の保護主義政策の実行、それから貿易戦争になりますとグローバルの貿易が鈍化して、成長が鈍化すること。欧州の政治的、経済的な混乱。それから、中国の景気鈍化。そして、米国の景気過熱による利上げの加速、それに伴いまして長期金利の急上昇によるその後の景気失速、下振れで見込んでございます。

上振れにつきましては、米国の財政拡張によります米国経済の成長加速を見込んでございます。こちらが見通しでございます。

4 ページ目以降におきましては平成29年度の振り返りをしております。市場の推移につきましては上段でまとめてございます。

まず、国内債券でございますが、9月ぐらいに一旦、北朝鮮リスク等を踏まえまして、10年金利がマイナスになるような状況もございましたけれども、結果的には日銀の政策によりまし

でゼロから0.1%で推移してございました。

国内株式につきましては、好調な企業業績等々を受けまして大きく上昇してございます。2月以降は米国の長期金利の上昇をきっかけにしました海外株式の下落や円高によりまして少し調整した状況になってございます。

米国の長期金利につきましては、昨年までは概ねレンジ内での推移でございましたけれども、2月に米国の1月分の雇用統計をきっかけにインフレ懸念が高まり、金利が上昇してございます。

ドイツにつきましても、概ね米国の金利上昇につられるような形で年明け以降、金利は上昇した状況でございます。

米国の株式につきましては、好調な企業業績ですとか、税制改革が実際に実行されましたので、年明け以降に最高値を更新したわけですが、2月に入りますと少し調整している状況になってございます。

ドイツにつきましても概ね同様な状況でございます。

5ページでございますが、為替についてです。9月ぐらいに少し107円台の円高が進んでございますが、その後11月に110円台まで円安が進んでございます。年明け後につきましては、こちらにつきましても株式市場の混乱ですとかを踏まえまして、一時105円台までつけている状況でございます。

ユーロにつきましては、4月に一旦110円台まで下落したわけですが、欧州の政治懸念の後退ですとかECBの金融正常化ということが意識されまして円安が進んでございます。年明け以降は一旦135円の水準まで上昇しましたが、2月に入りまして株価が軟調に推移したことを受けまして、130円割れの水準まで円高が進んでいる状況にございます。

こういった状況について、当初の見通しについての振り返りをしてございます。最初の段でございますが、世界経済は緩やかな景気回復を続けておりますので、景気動向につきましては概ね想定どおりの展開となつてございます。

一方、金融市場につきましては、平成29年度の中におきましては、特に年度当初のところ、欧州の政治リスク等々につきまして、実際のところ重要なイベントリスクというのは発生せずということでございます。特に内外株式と、それからユーロ円の為替につきましては当初よりも堅調に推移してございます。

2月に入りますと少し米国の長期金利の上昇をきっかけに株価が乱高下する兆候となつてございます。国内株式につきましては、1月につけた高値から一時12%程度下落、米国の株式

につきましても直近の最高値から10%以上下落してございますが、年度当初の昨年の3月末から見ますと、国内、海外の株式とも足もとは10%超の上昇となっている状況でございます。引き続きトランプ政権の政権運営ですとか、北朝鮮をめぐる地政学リスクなどへの警戒感につきましては、一時期より和らいでおりますけれども、相変わらず残存する状況でございます。

4番目が投資行動の振り返りでございます。こちらの真ん中に表が書いてございますが、4－6月、第1四半期につきましては国内債券の売却、外国債券の購入。6－9月、10－12月の第2、第3四半期につきましては、国内株式が時価上昇した部分につきまして売却して外国債券を購入してございます。

第4四半期、1月から3月では、足元まで投資行動は行っていないという状況でございます。年度を通して見ますと、国内債券と国内株式の売却、外国債券の購入を行っている状況でございます。

ページ進んでいただきまして、6ページでございます。

投資行動と、それから時価の変動を受けまして、資産配分、構成比の割合の変化につきましては上段の表でございます。先ほど申し上げましたとおり、今年度の当初におきましては1・2階の3月末の数字、特に国内債券の数字が39.9%、それから外国債券の数字12.5%でございまして、右側に参考として書いてございます計画ポートフォリオのレンジ、こちらの国内債券が上限の39.0%を上回り、外国債券につきましては下限の13.0%を下回っている状況でございましたが、第1四半期で国内債券の売却、外国債券の購入を行いまして、計画ポートフォリオレンジの中に収めたところでございます。

(2)でございます。今年度の資産配分効果でございますが、こちらの検証を行ってございます。7ページの表をご覧ください。

資産配分効果につきまして、1・2階のほうで計測してございますが、こちらの表の下段をご覧ください。資産配分効果と書いている部分でございます。

最初に計画ポートフォリオ、こちらにつきましては計画ポートフォリオのレンジの中心値につきまして基本ポートフォリオとの比較を行ってございます。年度通期のところで数字ございますが、3月16日時点での推計ではございますが、通期になりますと計画ポートフォリオのところは基本ポートフォリオに対しまして資産配分効果がマイナス0.04%でございます。若干のマイナスになっているということでございます。特に年度前半のところにつきましては国内債券の比率が多いところございまして、マイナスが大きかった状況でございますが、年度後半につきましてはプラスになっている状況でございます。

それから、③でございます。実績ポートフォリオと書いてある部分でございます。こちらにつきましても通期で見ますと国内債券の比率が計画ポートフォリオよりも多いということがございます。全体的では通期でマイナス0.13%と若干のマイナスになってございます。年度前半はマイナスが大きくて、年度後半はプラスになっているという状況でございます。年度後半につきましては、計画ポートフォリオよりも実績のポートフォリオのほうが国内株式の比率が多い割合でしたので、プラスの効果が大きくなっているという状況でございます。

私からの説明は以上でございます。よろしくお願いします。

○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いてご意見やご質問ありましたらお願いいたします。

どうぞ、川北委員。

○川北委員 1 ページ、平成29年度の計画ポートフォリオ案と平成30年度の計画ポートフォリオ案です。ここでは区分けが少し減っているのでも少しわかりづらいのですけども、このシャドウをかけたイメージを見てみると、全般的に中立のところを意識した運用になるのかなという気がしますが、実態のところ、いろいろ説明していただいたのですけれども、どのように平成30年度に対する運用の意識を持っておられるのか、教えていただければと思います。

○寺岡総括投資専門員 そうですね、レンジのほうを見ていただきますと、平成29年度から見ますとかなり真ん中に寄ったという形でございまして、ご指摘のとおりでございます。

特に平成29年度につきましては、レンジの幅自体はそれほど大きく変わっていないのですけれども、少し平成29年度のほうが国内ものについて少しオーバーウェイトのイメージをしていたと。これにつきましては、1点はまだ国内債券が非常に多い割合でしたから、その移行という部分で意識した部分でございます。それから、今年度につきましては、特に米国の株式について、かなりバリュエーションが高いということで、少しそのあたりのところを意識した部分でございます。

来年度につきましても、基本的に先ほど申し上げました見通しの下ではございますが、やはりかなり振れる状況もあるということもございますものですから、その中では真ん中のあたりのところを意識しながらと考えてございます。

それから、基本ポートフォリオの中心値をまたいだ運用ではございますけれども、直ちに基本ポートフォリオの中心値に戻そうというようなことは計画しているわけではございません。この中で動いていこうというような形でございます。どちらかといいますと、少しまだ米国の株式等々の割高感もございますものですから、その部分のことですとか、それから、日本株式

との相関も高うございますので、株式の比率をどうするかといった点ですとか、為替のほうも少し円高に向いたりしていますものですから、そういったところを考えながら動かしていきたいというような形で考えております。

○若杉座長 ほかにいかがですか。

日本の金利は大体こんな状態が続くだろうということですね。出口戦略が云々されていますが、まったく見当が付かないという感じですね。

○寺岡総括投資専門員 海外の金利につきましては、正常化に向かっているというのがあるのですけれども、国内の金利につきましては、何周遅れかというのは別でございますけれども、なかなかその先行きの見通しが立たないところ、出口と言いましても、どう出ていくのかと、その際に金利にどの程度の影響が出るのかというと、全く今までないことをやってきてございますので。かといって、その物価目標が達成されたわけでもないものですから、そのあたりは十分注意したいとは考えてございます。

○若杉座長 1つ間違えると景気が悪くなるのではないかという意見が多いようですね。ではこの件、よろしいですか。

それでは、議事3の「平成30年度の運用方針」につきましては、以上で終了します。

この資料は回収されますので、よろしくお願いいたします。

それでは、議事4の「オルタナティブ資産への投資状況及び平成30年度の投資方針について」に移ります。山縣総括投資専門員より説明をお願いしたいと思います。

○山縣総括投資専門員 それでは、右肩資料4と書かれたものをご覧ください。オルタナティブ資産への投資状況及び平成30年度の投資方針についてご説明いたします。

枠の中に概要を記載しております。

まず、最初の丸ですけれども、2016年1月から開始したオルタナティブ投資は、採用が11プロダクト、投資金額はコミットメントベースで499億円、残高ベースで442億円となっております。

2番目の丸、1・2階に占める割合は上限5%に対しまして、コミットメントベースで0.43%、残高ベースで0.38%となっております。

3番目の丸、投資済11プロダクトについては定期的にモニタリングを実施しておりまして、現在までのところ、ファンド全体で大きな損失を被るといった重大な問題は発生しておりません。

4番目の丸、足もとのプロダクト採用に関してですけれども、現在、年金や機関投資家の資

金の多くがオルタナに向かい、一部のセクターで資産価格が高騰しておりますので、高値づかみをしないよう慎重に対応したいと考えております。

それから、次の丸、中期的なポートフォリオ戦略というところですが、不動産・インフラの製品採用につきましては、ポートフォリオのバランスがとれつつあることと、現在の投資環境も踏まえて、特化型製品等についても検討の俎上に載せたいと考えております。

プライベート・エクイティにつきましても、人気のある製品には年金や機関投資家の資金が流入しておりまして、募集期間が短くなったり、アロットが削られたり、ドライパウダーが増加するといった状況ですので、優良投資機会の確保を目的として、今後はSMA方式、これはセパレートリー・マネージド・アカウントで、投資家の希望する運用方針に従って、複数のファンドを一括して運用管理する専用口座のことを言いますが、こういった方式を中心に投資を行っていきたいと考えております。

それから、最後の丸ですが、2018年度の投資実行は不動産・インフラで300億円から500億円、プライベート・エクイティで300億円から400億円程度を目安としますが、これについてはオルタナの投資環境に加えて、伝統的資産を含めて考える必要がありますので、そういう点では柔軟に対応していきたいと考えております。

1 ページの下表、1、マネジャー・エントリーの状況につきましては、表に記載のとおりですので説明を割愛させていただきます。

2 ページの2、投資状況をご覧ください。

(1) 採用製品で、これまでに採用した11製品を採用決定日順に記載しております。この採用決定日順に製品に番号を振っておりまして、本資料では全てこの番号を使用しております。

この表で⑩までは昨年度の委員会で報告済みでして、前回委員会以降に採用決定したのは、⑪のみずほG A I、みずほグローバル・オルタナティブ・インベストメンツの海外インフラ1件のみです。

後ろの参考資料、A3の参考資料をご覧くださいませうか。

こちらの1枚目、海外インフラの一番下のところをご覧ください。みずほグローバル・オルタナティブ・インベストメンツはみずほ銀行の100%子会社でして、この製品は

海外のインフラ向けのローン債権の中から、製品の運用戦略に適合する債権を選んで、
という形態になっております。

このローン債権の裏づけ資産は主に で、現在、アジア、米国、欧州の 案件が組み込まれております。原債権は全て ことで、 こと、それから、もともと信用懸念のない債権を選んでおりますので、長期的に安定的なインカムが見込めるということで、地共連の投資目的に適合することを確認しております。

なお、このファンド自体はドル建てですが、円ヘッジしておりますので、4資産への区分は国内債券に区分しております。このプロダクトに100億円をコミットいたしました。

それでは、本文の2ページに戻っていただきまして、2ページの(2) 1・2階に占めるオルタナの割合ですけれども、こちらは表に記載のとおりですので説明を割愛させていただきます。

3ページをご覧ください。

(3) ポートフォリオの状況ですが、上の2つはオルタナの資産別割合で、左がコミットメントベース、右が残高ベースです。海外インフラにつきましては、デットとエクイティに分けて記載しております。

下の2つが国内不動産の地域と用途の分散状況です。国内不動産は現在3プロダクトで、物件数が合計で130物件、稼働率はプロダクト別で申し上げますと、 %と %と、それと、

だけが、ちょっと後段で事情を記載しておりますけれども、やや稼働率が低くて、直近で %となっております。

全体としての分散状況は、地域は東京中心で、用途はオフィスと住宅が中心となっております。

4ページの上の2つが海外不動産の分散状況です。海外不動産は現在、米国の総合型ファンド2本を採用しております、物件数は合計で308物件、稼働率は %と %です。

下の2つが海外インフラです。海外インフラはグローバルファンドを中心にとっていますので、地域、セクターともに分散しております。投資案件数はエクイティのプロダクト3本の合計で現在37案件です。

5ページが国内プライベート・エクイティです。プライベート・エクイティは現在、国内のバイアウトファンド2本に投資しております。それぞれのファンドは 社程度に投資を行う計画となっておりますが、現在のところ投資実績はファンドで 社です。

右側にその業種分散をつけております。食料品というのは洋菓子の製造会社でして、この投資の狙いは製造工程の見直しによる生産性の向上、販路拡大、委託製造による全国供給体制の整備です。それから、もう のサービス業というのがありますけれども、こちらはコールセ

ンター事業の会社として、顧客は化粧品、健康食品等の大手通販会社です。投資後は既存顧客との取引拡大、新規クライアントの獲得等によって企業価値向上に向けた施策を進めていく計画となっております。

6 ページをご覧ください。

こちらは（１）パフォーマンス実績で、表の右側の２列に実績リターンを記載しております。地共連が投資してから１年以上の実績があるもの、①から⑤までと⑦ですけれども、これらについては地共連が投資してから昨年１２月末までの円ベースのリターンを年換算して表示しております。それ以外の投資期間が１年未満のプロダクトにつきましては、それぞれの投資開始日から昨年１２月末までの年換算していない利回りを記載しております。

⑨と⑩がマイナスになっておりますけれども、この２つがプライベート・エクイティでして、これはコストの支払いが先行してリターンがマイナスとなっているものでして、当初から想定されていたマイナスリターンです。

7 ページをご覧ください。

この図は、投資済プロダクトのリスク・リターンの推計値です。横軸がリスクで、目盛りの数字は標準偏差です。丸の大きさは投資金額をあらわしております。投資済１１プロダクトのうち、データが取れなかったプライベート・エクイティを除いて、不動産・インフラ 9 プロダクトについて、リスク・リターンがどの水準かということを推計しております。元々オルタナには日次のデータがないので、ここではダミーのインデックスを使っております。

このグラフでご注意いただきたいのは、伝統的資産の外国株式と外国債券というのも入れているのですが、伝統的資産は円ベースで、一方、オルタナは全てファンド通貨でリスク・リターンを計測しております。

それから、オルタナのリスクに関しては標準偏差では表せないオルタナ特有のリスクがありますので、このグラフではオルタナのリスクが過小評価されている可能性があるという点にご注意いただきたいと思います。

従いまして、伝統的資産とオルタナ、それから円建ての外貨建てでは単純に比較できない点にご注意いただき、オルタナの各プロダクトの比較ということでご参考にしていただければと思います。

8 ページをご覧ください。

4、モニタリングの状況です。投資済のプロダクトは少なくとも半期に一度、運用状況に関する報告を受けてプロダクト単位でモニタリングを実施しております。オルタナの場合、日々

の値動きというものはありませんので、パフォーマンス実績に加えて、運用機関の状況や個別の投資資産の状況を重点的にモニタリングしております。

実際に投資したプロダクトの中で幾つかの問題は発生していきまして、下の表にその内容を記載しております。

上が 案件でして、 したという事案です。それから、下が 案件で、 事案です。それぞれの事案の状況と対応を表に記載しております。

これ以外にも、昨年のハリケーンによる建物の軽微な被害などもありまして、個別資産レベルではさまざまな問題が発生しますので、随時モニタリングをしっかりとやっていきたいと考えております。

現状ではファンド全体で大きな損失を被るといった重大な問題は発生しておりません。

9 ページをご覧ください。

5、2018年度の投資行動についてです。

(1) 投資環境につきましては、オルタナへの資金流入が増えて、一部資産価格が高騰しているということを記載しております。

それから、(2) の投資方針では、オルタナを開始したときに規定した不動産・インフラとプライベート・エクイティのそれぞれの投資目的を記載しております。分散に留意しつつ、引き続きこの方針に沿って継続的にプロダクトを採用していきたいと考えております。

次の不動産、インフラに係る投資方針の最初の丸ですが、資産価格が高騰していることを踏まえまして、資産価格下落に強い形態、例えばデット系のプロダクト、こういったものを幅広く検討する一方で、資産価格が下がったときに修復不能な損失を被ったり、あるいは将来の資産価格の値上がりに期待するような戦略については、従来に増して慎重な対応をとりたいと考えております。

2 番目の丸ですが、不動産、インフラは投資残高が約450億円まで積み上がって、ポートフォリオのバランスがとれつつあること、それから現在、これからオルタナを始めようという他の年金等が、最初にシングルファンドをとるときにオーソドックスな総合型ファンドを指向するためだと思いますけれども、マーケットでは総合型コアファンドへの資金流入が非常に増えております。

こういった環境の中で、地共連としてはどのような方向のプロダクトを狙っていかたいかということをこちらに記載しております。

まず、最初に特化型戦略でして、実際に提案を受けたものとしては、米国の物流特化型ファ

ンドというのがありました。

次にバリューアッド戦略ですけれども、今、非常にコアファンドに資金が流入して物件を買いつらくなっているということもありまして、感触としてですけれども、最近、頓にこの戦略が増えている感があります。

それから、特殊な用途の物件ですけれども、実際に提案を受けたものとしましては、米国の連邦政府、地方政府が入居するビルに特化したプロダクトというのがありました。これは用途としてはオフィスですけれども、
が入居するビルも入っておりまして、
などの構造が特殊で、物件としての汎用性にはやや欠けますけれども、その分リース契約が長期となっていてキャッシュフローが安定的となっております。

それから、完全所有権以外の物件ということで、これは土地建物が一体となった物件ではなくて、底地のみを投資対象とするようなものを想定しております。

こういった戦略は、実際にこれまでヒアリングを実施して、ややニッチであったり、リスクが偏っていることから、あまり積極的には採用してきませんでしたけれども、現在でも投資可能な状況にあるプロダクトもありますので、ポートフォリオのバランスがとれつつある現在、リスクの偏りを投資金額で調整することによって、こういったものも検討の対象に加えていきたいと考えています。

9ページの最後の丸のところは、これは追加投資でして、既に投資しているプロダクトの中には追加投資が可能な形態もありますので、これは中身がよくわかっておりますので、実績を見た上で追加投資の検討もしていきたいと思います。

10ページをご覧ください。

プライベート・エクイティにつきましては、現在までに国内のシングルファンド2本を採用しておりますが、今後の投資方針としまして、最初の丸ではセカンダリー投資や共同投資ファンド、それから2番目の丸ではファンド・オブ・ファンズを活用することを記載しております。

また、ファンド・オブ・ファンズの取組として、現在、G P I Fがやっているのと同じように、専用口座を使ってゲートキーパーとファンド・オブ・ファンズマネージャーを採用するという方法もとっていききたいと考えております。

中ほど（3）投資金額の目安ですが、概ね表に記載のとりの金額を目安としたいと考えておりますが、オルタナの投資環境に加え、伝統的資産を含めた地共連全体の投資方針を考える中で、不動産、インフラにつきましては債券代替という位置づけもありますので、柔軟に対応するためにややレンジを広くとっております。

(4) がアロケーションの目安です。昨年度お出ししたものと同じ数字になっております。不動産とインフラの割合、それぞれの資産の国内外の割合について、中長期的な一定の目安を持った上で投資を進めていきたいと考えております。

最後に、参考資料としてA3で、1枚目が投資済プロダクトの概要、2枚目に各プロダクトの目標リターンと実績等を記載しております。パフォーマンス実績に関しましては、中長期で評価する必要があり、特にプライベート・エクイティは投資案件が出口を迎えるまでリターンがないため評価できませんけれども、今のところはほぼ計画どおりの実績を上げていると言えます。

私からの説明は以上です。よろしくお願いいたします。

○若杉座長 ありがとうございました。

それでは、質問をお願いいたします。

どうぞ、蜂須賀委員。

○蜂須賀委員 投資方針とか現状の分析につきましては、非常によく考えておられて、情報もとっておられて、戦略としてもこの方針で問題ないと思うのですけれども、あくまでご参考ということでちょっと意見だけ申し上げさせていただきますが、まず、採用プロダクトのところで、昨年5月8日以来、新たなものに投資をされていないということで、これは投資環境とかから考えて仕方ない部分もあると思うのですけれども、やっぱりヴィンテージとかも大事、分散とかも大事なので、後から考えると何か起こりそうもないことが起こったりとか、そういうこともあるので、やっぱり一定数は常に投資をしていくというのが大事ではないかと思いますので、なので、買おうと思っても買えない状況というのはあると思うのですけれども、割とレピュテーションの高いファンドとかには積極的に買いにいくとか、そういうときも必要なのかなと思いますということです。

あと、ご方針の中にも書かれていて、これはもうそのとおりだと思うのですけれども、デット系のプロダクトを前向きに捉えてやっていっていいのではないかなと思いますので、先ほどのやつとかは非常にいいのではないかなと思うのですけれども、資本の規制などにより、世界中の銀行がデットはかなり出しにくくなっているんで、やっぱり年金とかのお金がデットに入っていくというのは自然な流れだと思いますので、デットについては少し踏み込んで対応するというのもあるのではないかなと思います。

それと、全体のポートフォリオのバランスですけれども、確かにバランスは取れつつあるのですけれども、例えば4ページの左下の海外インフラ、地域分散のところを見ますと、オース

トラリアとか英国がそれぞれ4分の1となっていて、これはやっぱりこれだけ見てしまうと、すごくオーストラリアとイギリスに偏っていると見るのが自然ではないかと思います。それほど分散を気にする必要はないのですけれども、バランスのとれたポートフォリオを作るためには、もう少しコアファンドみたいなものにも投資をしていったほうが、リターンを上げるためにいろいろ幅のある特化したファンドに投資しやすいのではないかなと思いますので、そういった方向もご検討いただければなと思います。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございます。

蜂須賀委員の意見に対してひと言お答えいただけますか。

○山縣総括投資専門員 最初のヴィンテージ分散につきましては、プロダクトの募集とヒアリングは随時やっておりますので、ご指摘のとおり、ヴィンテージ分散にも留意しつつ、引き続き継続的にプロダクトをとっていきたいと考えております。ありがとうございます。

○若杉座長 なかなか買えない状況なんですか。買い手の競争が激しくて。

○山縣総括投資専門員 そうですね、特にコアファンドがそういう状況です。国内不動産、あと海外不動産もそうですけれども、資金が非常に流入しておりますので、ファンドとしても物件を買いづらい状態で、投資家の列ができている状況といったものが散見されております。

○若杉座長 どうぞ。

○田谷理事 今、蜂須賀先生から検討の戦略は、これでいいのではないかというお褒めのお言葉をいただいたのですけれども、我々基本方針の中でオルタナ投資と位置づけていますのは、不動産、インフラ、プライベート・エクイティなどとしております。一方で、最近、オルタナチームのほうには不動産、インフラに係るデットではなくて、不動産、インフラではない一般的なプライベート・デットの提案も来ておるようなんです。まだ、我々は今まで不動産、インフラとプライベート・エクイティということでやってきていましたものですから、不動産、インフラ以外のセクターのプライベート・デットは、お話を聞くに留めておるのですけれども、今後、物件とか投資見込みとか投資先みたいなものをいろいろ考えていく中で、また先生方のお知恵を借りながら進めていかなければならない時期も来るのではないかなと実は考えてございます。ご報告までに。

○若杉座長 その情報、どんな話が来ているか、簡単に、抽象的にでもいいですが、ご報告してもらえますか。

○山縣総括投資専門員 そうですね、どこまでをプライベート・デットに含めるかというのも

あるんですけれども、例えばバンクローンですとかC L O、それから通常のプライベート・エ
クイティのデット部分、結構今そういった提案というのは増えております。

○若杉座長 蜂須賀委員から何か、もう少し立ち入ったアドバイスなどありますか。

○蜂須賀委員 いや、大丈夫です。

○若杉座長 川北委員、どうぞ。

○川北委員 プライベート・デットに関して言うと、逆に銀行のほうを外そうとしているとい
うか、外したがつているというか、何かそういう状況にある。ということはやはり注意深く対
処される必要があるように思います。十分気をつけられていると思いますけれども、念のた
めに申し上げておきたいと思います。

それと、1点質問ですけれども、⑪の の案件で、これはプロジェクトファイナンスに
対するデットということで、ヘッジをつけられているということですが、ヘッジをつけ
ると、そのヘッジのコストが相当高いように思います。あえてヘッジをつけられた理由は何か
あるのでしょうか。

○山縣総括投資専門員 ご指摘のとおり、ドル金利が上がって円の金利が低い状態になると、
非常にヘッジコストが上がるんですけれども、実はこのプロダクトは元々ヘッジつきのプロダ
クトという形でご提案いただいております、他の投資家、 いらっしゃいまして、
どちらかを選ぶというものではなくて、最初からヘッジつきということでご提案いただきまし
た。

○若杉座長 よろしいですか、そういうことで。

4 ページのところで海外インフラの地域分散ですが、これ見るとほとんどが先進国と言って
良いと思うのですが、世界的に見た需要に対してはどのような比率になるのですか。つ
まり、新興国などの需要がどのくらいあるかを知りたいのですが。

○山縣総括投資専門員 今の地共連としては、既に稼働しているインフラ資産を投資対象とし
ておりますので、先進国が多いのですが、開発案件を加えますと、ちょっと数字は手元
にございませんけれども、これはもう新興国のほうが格段に大きいと思います。

○若杉座長 実際に投資をするときにはリスクの問題などがありますが、いずれにしろ需要動
向は常にウォッチしていなければいけないと思います。

竹原委員、何かありますか。

○竹原委員 まだオルタナティブ資産全体として0.4%程度ですので問題にはならないかと思
いますが、例えば2 ページの採用プロダクトの区分のところ、オルタナティブ資産を現状で

は伝統的資産の枠組みに全部置き換えているわけですね。

ただ、先ほども言いましたように、まだ0.4%だからそれでもいいのでしょうかけれども、将来的に上限の5%まで近づいていくと、そもそも伝統的資産とオルタナティブ資産ではリスクとリターンのプロフィールが全く異なるので、オルタナティブ資産として分離して扱うべきなのであって、こういう伝統的資産のアセットクラスに振り分け直すというのは、リスク管理上問題になるかと思います。

今後、その上限に向けて徐々に増やしていく過程で、先ほどの基本ポートフォリオの問題もありますし、オルタナティブ資産をどのようにリスク管理していくのか、アセットクラスとしてどう扱うのかということについて、そろそろ検討を始められたほうがよろしいかと思います。

○若杉座長 どうぞ、北澤資金運用部長。

○北澤資金運用部長 その点は、最初の基本ポートフォリオの検証においても企画管理課管理係長から話がありましたけれども、今度の基本ポートフォリオの見直しに向けていろいろな論点が出てくると思います。いろいろと少しずつ下準備しているのですけれども、そういう中でもオルタナ資産の取り扱い、今4つの資産区分しかありませんので、そういう論点が上がってくるなと思っていますので、我々も検討していきたいと思っています。

○若杉座長 アセットクラスが変わる可能性があるということですか。

○北澤資金運用部長 変わる可能性があるかどうかはわかりませんが、ただ、今、竹原委員からもありましたけれども、GPIFも含めてオルタナ資産の残高が増えていますので、これをどのように取り扱うかというのは、必ず議論されるのではないかなと思っています。

○若杉座長 一元化の関連で言うと、地共連が勝手にアセットクラスを変えることはできないということですか。

○北澤資金運用部長 手順としては4管理運用主体でモデルポートフォリオをまず作って、それから我々が基本ポートフォリオを作るという形になりますので、そのモデルポートフォリオの議論、来年度、再来年度になると思いますけれども、そこでなされる可能性があると思っています。

○若杉座長 この4区分は、公的年金の積立金の市場運用が始まったときに決められたのですが、そのまま変わっていないのですよね。経験も積んできましたし運用環境も大きく変化していますので、もう変えてもいいのではないかと思います。

ほかにはいかがですか。よろしいですか。

それでは、議事4の「オルタナティブ資産への投資状況及び平成30年度の投資方針について

て」につきましては、以上で終了いたします。

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。

○合田企画管理課長 ありがとうございます。

まず資料3につきましては、冒頭にも申し上げましたが、回収させていただきますので、机上に置いていただければと思います。

それから、今回の議事要旨、議事録の確認につきましては、メールにて委員の皆様にご連絡いたしますので、よろしくお願いいたします。

事務局からは以上です。

○若杉座長 それでは、以上をもちまして第26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。

どうもありがとうございました。

午前11時25分 閉会