

第28回地方公務員共済組合連合会
資金運用委員会

平成30年11月9日（金）

【確定版】

午前10時53分 開会

○合田企画管理課長 ただいまから第28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。

なお、本日でございますけれども、蜂須賀委員におかれましては、所用のためご欠席されております。

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。その次に資料1-1、資料1-2としまして、外国株式・国内債券のマネジャー・エントリー制について、資料2としまして、プライベート・デット及びバンクローンのマネジャー・エントリーの状況とプロダクト選定方針について、資料3-1から資料3-3としまして、第1四半期の各積立金の管理及び運用実績の状況、資料3-4から資料3-6としまして、第2四半期の各積立金の管理及び運用実績の状況、資料4-1から資料4-3としまして、第1四半期及び第2四半期の各積立金のリスク管理状況、資料5としまして、左肩に終了後回収と書かれているものでございますけれども、こちらは終了後に回収させていただきますので、よろしくお願いいたします。最後に資料6としまして、退職等年金給付調整積立金の財政再計算等についてでございます。

資料等に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。

続きまして、第27回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。委員の皆様には議事録案をお配りしておりますので、そちらをご覧ください。

本議事録案については、こちらの内容でよろしいか、伺います。

ありがとうございました。

それでは、第27回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。

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。よろしくお願いいたします。

○若杉座長 それでは、議事進行については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、「1 外国株式・国内債券のマネジャー・エントリー制について」、「2 プライベート・デット及びバンクローンのマネジャー・エントリーの状況とプロダクト選定方針について」、「3 平成30年度第1四半期及び第2四半期の各積立金の運用状況」、「4 平成30年度第1四半期及び第2四半期の各積立金のリスク管理状況」、「5 平成30年度（4月～10月）の資産配分の状況について」、「6 退職等年金給付調整積立金における財

政再計算等」についての6本となっております。

早速議事の1に入りたいと思います。

これは唐澤運用第二課長から説明をお願いいたします。

○唐澤運用第二課長 それでは、資料の1-1をご覧ください。

外国株式・国内債券のマネジャー・エントリー制についてでございます。

まず、伝統的資産に係るマネジャー・ストラクチャーの見直しにつきましては、前回6月の資金運用委員会におきまして、今年の夏にマネジャー・エントリーを実施しまして、外国株式を中心にプロダクトの入れかえを行う旨をご報告させていただいたところでございます。

今回、平成30年9月30日までにエントリーのありましたプロダクトについてご報告させていただくものでございます。

「1 外国株式」をご覧ください。

外国株式につきましては、初めてマネジャー・エントリー制を実施したところでございます。様々な運用機関から運用プロダクトについて随時エントリーを受け付けるとともに、必要に応じて評価、選定を行うため、エントリー期限は設けておりません。したがって、(1)に記載のとおり、スマートベータを活用した運用プロダクト、ベンチマークを設けない運用プロダクト、グローバル株式などの運用プロダクトもエントリーを可能としているところでございます。

ただし、今回は外国株式が超過収益を獲得できるプロダクトを見つけやすくするため、未採用の下振れ抑制、中小型、地域特化型戦略及び既存のカテゴリーにおきまして、ロットが小さくなっているバリュー型を重視しているところでございます。

平成30年9月30日までに(2)に記載しておりますとおり、171プロダクトのエントリーを受け付けたところでございます。それぞれのカテゴリー別の内訳につきましてはこちらに記載してあるとおりでございます。

次に、「2 国内債券」をご覧ください。

国内債券のマネジャー・エントリー制につきましては、平成28年12月から実施しているところでございますが、今回は国内の低金利環境及び将来的な金利上昇への対応となり得るプロダクトについて評価・選定を行う予定でございます。

裏面をご覧ください。(2)に記載しておりますとおり、9月30日までに59プロダクトのエントリーを受け付けたところでございます。

次に、資料1-1、参考資料につきましては、運用機関向けに公表しました外国株式・国内債券それぞれのマネジャー・エントリー制の要綱と、最後のページでございますが、現在関心

の高いカテゴリー及び戦略について、当面は9月30日までにエントリーのあったプロダクトの評価、選定を行うことを記載しました留意事項をおつけしております。

次に、資料1－2をご覧ください。

今後、新規プロダクトの選定作業を進めていく上での選定基準をお示ししております。選定基準の内容につきましては、今まで行ってきました基準とほぼ同じでございます。

内容につきましては、「厚生年金保険給付調整積立金に関する基本方針」及び「経過的長期給付調整積立金に関する基本方針」に記載しているとおり、運用受託機関の選定に当たっては3つの項目について確認することとしております。

「1のエントリーの受付」に当たりましては、「(1)目的」にございますとおり、運用受託機関として経営状況が安定している等の最低限の要件を満たしているかどうか、(2)の①から④の主な資格要件を確認することとしております。

「2 ヒアリング対象運用機関の選定(定量評価)」としまして、「(1)目的」にございますとおり、運用受託機関として一定期間以上の良好な運用成果を挙げているかどうかを確認するため、裏面になりますが、「(2)主な定量評価項目」としまして、①から③の項目を確認することとしております。「3 ヒアリング定性評価及び総合評価」としまして、「(1)目的」にございますとおり、運用受託機関として運用哲学、運用手法、運用体制、法令遵守体制等が良好であるかどうか、「(2)ヒアリングの評価項目」の①から⑤の項目を確認することとしております。

最後に、これらの総合的な評価を踏まえ、運用スタイルの分散等を総合的に勘案して、資金運用関係幹部職員の合議体である資産運用会議の議を経た上で、新規プロダクトを決定することとしております。

今後のスケジュールでございますが、各カテゴリーの資金残高の規模、リスクエクスポージャー、プロダクトの入れかえの数等について検討し、来年の3月の運用開始を目指して作業を進めることとしております。

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。

ただいまの説明について、ご意見、ご質問等があったらお願いします。

どうぞ、高山委員。

○高山委員 資料1－2のヒアリングの評価項目のところについてコメントします。

5番のその他で、株式に当たってはスチュワードシップ責任に係る取組状況及びESG要素

の取組状況が入っています。それはそれで良いと思いますが、スチュワードシップ責任は債券投資においても同様に求められるものではないかと考えます。スチュワードシップ・コードは主に株式投資を念頭に置いてつくられたものですが、スチュワードシップ責任全般であれば、債券の運用にも該当すると思います。

それから、ESG要素についても、債券の運用のスタイルによっては債券運用でもかかわるところがあると思います。ここでは、株式だけに限定されていますけれども、限定しないほうが良いのではないかと考えました。

○若杉座長 ありがとうございます。

椋田資金運用部長、お答えをお願いします。

○椋田資金運用部長 ありがとうございます。

今回のヒアリングの評価項目につきまして、こちらのほうではスチュワードシップ責任について、株式と書かせていただいているところがございますけれども、株式につきましては、我々もともとコーポレートガバナンス原則であったりとか、ガイドラインなどを通じて、運用機関にもお願いをしているところがございます、こういった流れに基づきまして、このような評価の中に組み込むところにしているところがございます。

一方、債券につきましては、なかなか議決権もなく、またGPIFが世銀と共同研究を行った報告書にも、なかなかエンゲージメントの推進が難しいと書かれておりまして、我々としたしましてもどういうふうに債券について、このスチュワードシップを盛り込んでいくか、今現在考えているところがございますので、今回はなかなか直ぐに入れるのは難しいかなと思っ

ているんですけども、今後の検討課題とさせていただければと考えております。

○高山委員 了解しました。

ただ、スチュワードシップの責任は、エンゲージメントだけにフォーカスされるべきものではなくて、それは全体の中の1つで、大きな目的は、受託者責任を果たすと、顧客のために中長期的な投資リターンの最大化を目指すところが基本だと思います。エンゲージメントだけにフォーカスしてスチュワードシップ責任を限定するのはどうかなと思って申し上げた次第です。今後、またご検討していただければと思います。

○若杉座長 大変重要な指摘だと思いますので、ぜひご検討お願いいたします。

ほかにはいかがですか。

川北委員。

○川北委員 資料の1-1の裏面の債券のエントリーの状況を見ていて、ヘッジ付き外債を組

み入れたプロダクトが35あると書いてあるのですが、この中には要は海外の事業債を組み入れて信用リスクをとって、それでプラスアルファをとろうというプロダクトも入っている理解でよろしいんですか。

○唐澤運用第二課長 入ってございます。

○川北委員 そうなってくると、これは今後の検討課題だとは思いますが、国内債での運用と外国債での運用の境界がかなり曖昧になってくるので、そのあたりどういうふうに整理するのか、少し検討していただければと思います。

○唐澤運用第二課長 本来は外債でとるべきところ、そこまで国内債券でリスクをとるかどうかが等々につきまして、内部で検討しまして、これからスクリーニング、選定等に当たっていきたいと考えております。

○川北委員 とうか、今回のことだけに限定せずという意味です。ポートフォリオとして、例えば信用リスクをどういうふうに内外別に扱うのかなので、よろしくをお願いします。

○唐澤運用第二課長 かしこまりました。

○若杉座長 ありがとうございます。

ほかにはいかがですか。

竹原委員、どうぞ。

○竹原委員 質問になりますが、資料1-2のヒアリングの内容については、これらはエントリーされた企業に対して開示されているのでしょうか。

○唐澤運用第二課長 開示はしておりません。

○竹原委員 若干危惧しますのは、例えばスマートベータもそうですし、それからベンチマークを設定しない絶対リターン型もそうですけれど、ここでのヒアリング内容を問われることだと、そもそもエントリーできないのではないかという気がするんですね。

例えば、このベンチマークとの対比と指定したときに、スマートベータとか、それにESGもそうですけれども、必ずしも資料1-2における質問項目、評価項目に合致しない場合があって、この形で定性評価を前提とした場合、エントリーの幅を狭めてしまう可能性があるかと思うのですが、いかがでしょうか。

○唐澤運用第二課長 こちらのこの評価で書かせていただきました項目につきましては、トータルでといたしますか、主な項目を記載しておりまして、カテゴリーだったり、それぞれいろいろなケースがございますので、それに応じた評価項目を実際考えております。

○若杉座長 佐藤委員、どうぞ。

○佐藤委員 対象は、一応9月までにエントリーのあった運用機関なのですが、例えば運用スタイルによっては、運用実績をどこまで区切って見るかというところは切りがないのですが、バリュー型運用ですと10月はどのように動いたのかを見るには、この足もとの10月は大変良い時期だと思います。運用スタイルに応じて、どの程度の期間を見るかを柔軟にご対応いただいたほうが良いのかな、と思います。

それから、資料1-2の裏面にございます定量評価項目ですが、例えば②のトラッキングエラー、これは下振れ抑制の運用スタイルですと、トラッキングエラーは当然大きくなると思うのですが、下振れ抑制であれば、絶対リスク水準がどれぐらいであったかも大事な評価の1つになると思いますので、そういったところも柔軟にご配慮いただくと良いのかなと思います。

○若杉座長 ありがとうございます。

よろしいですか、その点事務局は十分注意して進めていただけますか。

○唐澤運用第二課長 ありがとうございます。

○若杉座長 ほかにはいかがですか。

細かいことですが、1-1は、これはマネジャーに対する説明ですか、資料1-1、外国株式に係るマネジャー・エントリー制について、一応これにも日付を入れておいたほうが良いと思うのですが、必要ないですか。少なくともこの委員会にこれ見せるときには、いつ決まったか書き入れていただくとありがたいと思います。あるいは、これはホームページか何かで公表しているのですか。

○唐澤運用第二課長 いいえ、資料1-1は公表はしておりません。

○若杉座長 いつ見せるのですか、マネジャーには。

○唐澤運用第二課長 マネジャーには、資料1-1は公表しておりません。委員会の資料として作成しております。

○若杉座長 これはこの委員会用ですか。

○唐澤運用第二課長 そうです。

○村手理事 資料1-1は委員報告用の1枚紙で、資料1-1参考資料は、これは公表している資料ですが、何月に公表したかが書いていないから分からないというお話ですよ。

○若杉座長 資料1-1は公表しているわけですよ。

○唐澤運用第二課長 資料1-1の参考資料を公表しております。

○若杉座長 分かりました。

よろしいですか、そういうことで先に行きたいと思います。

続いて、「プライベート・デット及びバンクローンのマネジャー・エントリーの状況とプロダクト選定方針について」でございます。

山縣総括投資専門員より説明をお願いいたします。

○山縣総括投資専門員 資料2「プライベート・デット及びバンクローンのマネジャー・エントリーの状況とプロダクト選定方針について」をご覧ください。

前回6月の委員会におきまして、投資対象の拡大ということで、プライベート・デットとバンクローンへの投資についてご審議いただきましたが、本日はプロダクトの応募状況の途中経過とプロダクト採用方針についてご報告いたします。

1番、プライベート・デット、バンクローン投資検討の経緯です。表をご覧ください。

前回委員会の前、4月から運用機関等から幅広く情報収集を行いました。6月19日に委員会開催、6月28日に運用方針の改定を行いました。プライベート・デットにつきましては、7月13日にエントリーの希望受付を開始、それから9月に2プロダクトのヒアリングを実施し、今月1プロダクトのヒアリングを実施する予定です。右側、バンクローンにつきましては、10月9日にエントリーの希望受付を開始いたしました。

裏面をご覧ください。「2. プロダクト応募状況」です。

プライベート・デットはエントリーが完了したものが国内1プロダクト、海外4プロダクト、うち海外の2プロダクトについてヒアリングを実施済みです。バンクローンにつきましては、現時点では申し込みがありませんが、脚注に記載のとおり、申し込みのための資料作成に時間を要しますので、今月以降申し込みがあるものと思われます。

「3. 応募プロダクトの概要（プライベート・デット）」につきましては、次のページのA3横の資料をご覧ください。「参考1-1 応募プロダクトの概要（プライベート・デット）」です。こちらが、応募があったプライベート・デット5プロダクトです。上からA社からD社までの4つが海外、一番下のE社が国内です。

各プロダクトについて戦略の概要を記載しております。海外プロダクトのA社からD社までは、全て第一抵当権付きのシニアローンで、景気変動の影響を受けにくいセクターをターゲットとしている点が共通しております。E社は国内で、地方案件を含め、中堅中小企業の主に再生案件に投資するプロダクトです。

地域配分の列をご覧ください。A社が北米、B社、C社、D社が主に欧州、それからE社が日本100%です。その右、セクター配分等は記載のとおりです。

目標リターンの列をご覧ください。ファンドの通貨が異なりますが、A社がドルで8%から

11%、B社、C社、D社がユーロで6.5%から9%程度です。それから、最後にE社が円で6%となっております。

運用期間等と目標ファンド規模及び報酬率は表に記載のとおりでございます。

次に、バンクローンのプロダクト例でございます。こちらは次の4ページ、同じくA3横の参考1-2をご覧ください。

こちらに4社、5プロダクトの例を記載しております。G社からは2種類のプロダクトがあり、(1)は投資対象が米国、(2)はグローバルです。

左から3つ目の列、ベンチマークのところをご覧ください。上3つがS&P/LSTAレバレッジド・ローン・インデックス、これはバンクローンのインデックスとして最も一般的なインデックスです。その下、H社はS&P/LSTAパフォーミング・ローン・インデックスで、これはレバレッジド・ローン・インデックスからBBB格とデフォルトローンを除外したものです。ご参考までに下にインデックスの比較表をつけております。

次に、上の表の左から4列目、発行体数、銘柄数の列をご覧ください。F社からH社までの4プロダクトは、発行体数が概ね100社から300社程度、一番下のI社のみ少なく、こちらは50社以上となっております。その右側の列、地域通貨配分と、あとセクター配分等は表に記載のとおりでございます。その右、格付分布をご覧くださいますと、概ねBB格からB格が中心となっております。

次にリターンですけれども、目標は概ねベンチマークプラス0.75%から1.5%程度、一番下のI社のみベンチマークがございませんので、EURIBORに対するスプレッドが4%となっております。ファンド規模、報酬等は表に記載のとおりでございます。

それでは、本文に戻っていただきまして、2ページの5番、プロダクト選定方針です。

「(1) プライベート・デット」につきましては、最初の段落で第1号案件のプロダクト候補としては、リスクが穏やかなダイレクトレンディング戦略とする予定であることを記しております。

2番目の段落、選定に際しての審査項目につきましては、5ページにオルタナの審査項目をつけておりますけれども、その審査項目に準じ、デット特有のリスクに特に留意したいと考えております。ここに幾つかプロダクト選定の着眼点を記載していますが、クレジット環境が悪くなったときに、マネジャーがその局面を乗り越える能力を持っているかどうかを特に重視したいと考えております。

「(2) バンクローン」につきましては、こちらはエントリーの申し込みが今後という状況

ですが、こちらにも最初の案件としてはリスクが穏やかなプロダクトを中心に選定を進めたいと考えております。

最後に最終ページ、A4サイズの6ページをご覧くださいませでしょうか。参考3です。

こちらにご参考までに地共連のオルタナ投資のコミットメント金額と残高の推移を記載しております。一番右側の列が2018年9月末の実績でして、オルタナ全体の行をご覧くださいませと、採用プロダクト数14、コミットメント金額760億円、残高558億円となっております。二重線で囲った一番下の行が1・2階に占めるオルタナの割合でして、上限5%に対しましてコミットベース、残高ベースでそれぞれ0.65%、0.47%となっております。

私からの説明は以上です。

○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きまして、ご質問等があったらお願いいたします。

喜多委員、お願いします。

○喜多委員 こちらのプライベート・デットなんですけれども、不動産デットとかインフラデットは含めて募集されている感じでしょうか。

○山縣総括投資専門員 地共連の中の整理としては、不動産デットは不動産のカテゴリー、インフラデットはインフラのカテゴリーとしておりまして、今回のプライベート・デットは一般企業に対するデットと整理をしております。

○喜多委員 分かりました。

応募状況がそんなに多くない状況です。プライベート資産はユニークリスクがありますのである程度分散も考える必要があります。選定における母集団ももう少し多いほうが良いかなと思うので、何の要件を緩めたら増えるのか検討してみたいかかがでしょうか。さらなる応募を促す仕組みが必要な気がいたします。

○若杉座長 カテゴリー別に分けなくて、もっと大きい範疇にすると何か不都合がありますか。

○山縣総括投資専門員 それは特にございませせん。

○若杉座長 佐藤委員、ご意見がありますか。

○佐藤委員 プライベートものなので、ウィンドウ、つまり募集期間との兼ね合いがあるので、エントリー制で期限を設けるよりは、ずっと恒常的に募集機会を設けて、良いものはどんどん見ていく方法はいかがでございませしょうか。

○若杉座長 山縣専門員、そういうことは検討したことがあるのですか。

○山縣総括投資専門員 現在のオルタナのマネジャー・エントリー制は、期限を設けておりま

せんで、常時受け付けております。これは今、佐藤委員が仰ったとおり、プロダクトごとに募集期間が異なりますので、期限が迫ったものは優先してヒアリングをして選定を進めるようにしております。

○若杉座長 マネジャー・エントリー制と矛盾することはない。マネジャー・エントリー制は、マネジャーを登録しておくということですよ。

○山縣総括投資専門員 そうです。

○若杉座長 それを登録しておかないと、そういうオファーができないということですか。

○山縣総括投資専門員 今のマネジャー・エントリー制は、名称はマネジャー・エントリーですけれども、実態としてはプロダクトのエントリーになっておりまして、プロダクトによっては、オープンエンドのように期限がないもの、それから募集期間が定められたものもございますけれども、それらを一まとめに幅広く受け付けております。したがって、オープンエンド等、期限がないものはずっとエントリーされて、地共連がキープしている状態になっております。

○若杉座長 事実上は佐藤委員が言われているようにやっているということですね。

○山縣総括投資専門員 募集期間が結構迫っているものについては、それに間に合わせるように進めております。

○若杉座長 名前のつけ方がよくないのではないですか。その点少し検討してみてください。やり方としては、なるべく対象を広くするのが良いと思いますが、名前のつけ方で誤解されたりするのは困りますね。

○山縣総括投資専門員 かしこまりました。

○若杉座長 何か適当な名前を付けていただけませんか。既存の名前ではなくても良いと思いますが、方法としては今、佐藤委員が言われたことで考えていくことでお願いします。

竹原委員、どうぞ。

○竹原委員 確認になりますけれども、不動産インフラとプライベート・エクイティ、それから本日議論しているプライベート・デット、バンクローンについて、これは伝統的資産の4資産に分類するときに、どういう分類になっていたのか、もう一度確認させていただきたいのですが。

○山縣総括投資専門員 これは、リターンの源泉がインカムゲインかキャピタルゲインかによって債券と株式に区分しております。ですから、プライベート・デットとバンクローンはインカムですので、債券に分類いたします。

○竹原委員 不動産インフラとプライベート・エクイティは、こちらは株式ということですか？

○山縣総括投資専門員 すみません、不動産とインフラも主たるリターンの源泉が賃料収入や施設使用料というインカムになりますので、不動産、インフラは債券に分類いたします。プライベート・エクイティは未公開の株式ですので、こちらは株式に区分いたします。

○若杉座長 ほかよろしいですか。

どうぞ、川北委員。

○川北委員 先ほどの会議での質問にもなりますが、参考3としてオルタナの金額と残高の推移があります。これを見ていると、先ほどの地共済というか、組合全体としてのオルタナ比率の約倍近くあるということで、では他の共済がオルタナの投資があるのかなのか、もしあるとすれば、他の共済がオルタナの投資について、どういう意思決定をされているのか、そのあたりを教えていただければと思います。

○山縣総括投資専門員 他の共済は、9月末で残高がございません。検討状況につきましては、全国連が一番進んでいらっしゃるしまして、既にプロダクト選定をされているとお伺いしておりますが、9月末時点では残高はございません。

ですから、この表の数字は結局地共連だけの残高になっておりますので、先ほどの地共済の数字は割合としてはほぼ半分になっております。

以上です。

○川北委員 そのときに、この場の議論ではないと思いますが、他の共済のオルタナ選定のための体制とか、リスク管理の体制とか、それに関して連合会自身には既に幾つか経験があるわけなので、それに対するアドバイスなどはされているのか、もしくは他の共済が独自にされているのか、そのあたりも教えていただければと思います。

○山縣総括投資専門員 連携は行ってございまして、全国連もオルタナを始める前から、まずマネジャー・エントリーの運営の仕方、プロダクトの選定、モニタリングの方法等につきまして、今地共連でやっている方法をいろいろお示しして、それを参考にして全国連も進めていらっしゃると思います。

○若杉座長 よろしいですか。

ただいまのプライベート・デット及びバンクローンのマネジャー・エントリーの状況とプロダクト選定方針については以上としたいと思います。

次に、議事の3で、「平成30年度第1四半期及び第2四半期の各積立金の運用状況」の説明

を合田運用第一課長よりお願いいたします。

これは大分先の会議と重なりますので、適宜短縮してください。

○合田運用第一課長 それでは、平成30年度の運用状況につきまして、ご説明させていただきます。

こちら資料3-4から資料3-6の第2四半期の資料でご説明させていただければと思います。

それでは、資料3-4 厚生年金保険給付調整積立金の管理及び運用実績の状況をご覧ください。

運用利回りですけれども、時価ベースで3.21%プラス、運用収益額が3,657億円のプラス、結果的に運用資産残高は11兆7,554億円となっております。

おめくりいただき、4ページ市場環境につきましては、先ほど地共済でご説明していますので、割愛させていただきます。

6ページの資産構成割合をご覧ください。国内債券につきましては、29年度末の35.9%から35.1%、33.6%と減少しているところでございます。また、国内株式でございますけれども、年度末の27.3%から26.3%と減少、また第2四半期にかけては26.9%と上昇しているところでございます。外国債券につきましては、年度末の14.2%から第1四半期の14.4%と上昇しましたけれども、第2四半期末には14.1%と減少しています。外国株式につきましては、年度末21.9%から第1四半期末が24.0%、第2四半期が24.9%と上昇しています。

おめくりいただきまして、7ページの運用利回りをご覧ください。

第1四半期につきましては、外国株式市場の上昇等によりまして、収益率は全体で1.52%のプラスとなっております。資産別につきましては以下のとおりでございます。

また、第2四半期につきましては、内外株式市場の上昇等によりまして、収益率が全体で3.21%のプラスです。資産別は以下のとおりでございます。

続きまして、9ページの運用収入額をご覧ください。

第1四半期につきましては、全体で1,701億円、第2四半期は3,657億円といずれもプラスとなっております。

次におめくりいただきまして、11ページの資産額でございます。

第1四半期の資産総額は11兆3,602億円、第2四半期11兆7,554億円となっております。

以上で資料3-4につきまして説明を終わらせていただきます。

続きまして、資料3-5、経過的長期給付調整積立金についてご説明させていただきます。

運用利回りですけれども、時価ベースで3.34%のプラス。運用収益額は3,961億円のプラス。結果的に運用資産残高は12兆2,516億円となっております。

おめくりいただきまして、6ページの資産構成割合でございます。国内債券につきましては年度末36.2%から第1四半期末35.1%、第2四半期33.7%と減少しているところでございます。国内株式につきましては、年度末から第1四半期末にかけて27.5%から26.5%に減少、第1四半期末から第2四半期末にかけましては26.5%から27.2%と上昇しているところでございます。

外国債券につきましては、年度末14.3%から第1四半期末14.4%に上昇、第2四半期末は14.1%に減少しております。外国株式については、年度末の21.9%から第1四半期末24.1%、第2四半期末が25.0%と上昇しているところでございます。

次に、おめくりいただきまして、7ページの運用利回りでございます。

第1四半期につきましては、外国株式市場の上昇等によりまして、収益率は全体で1.53%プラス、資産別については以下のとおりでございます。また、第2四半期につきましては、内外株式市場の上昇によりまして、収益率は全体で3.34%のプラス、資産別につきましては以下のとおりでございます。

次に、9ページの運用収入額をご覧ください。

第1四半期は1,759億円、第2四半期は3,961億円といずれもプラスとなっております。

おめくりいただきまして、11ページ、資産額でございますけれども、第1四半期の資産総額は11兆8,656億円、第2四半期は12兆と2,516億円となっております。

以上で資料3-5の説明を終わらせていただきます。

続きまして、資料3-6、退職等年金給付調整積立金、新3階でございます。

運用実績でございますけれども、簿価ベースで0.09%のプラス、運用収益額は3,300万円のプラス、運用資産残高は357億円となっております。

おめくりいただきまして、6ページの資産構成割合でございます。

こちらの基本ポートフォリオにつきましては国内債券100%となっており、実際に99.8%、債券での運用となっております。

おめくりいただきまして、7ページの運用利回りでございます。

第1四半期につきましては0.10%、第2四半期につきましては0.09%のプラスとなっております。

次に、9ページの運用収入額でございますけれども、第1四半期は全体で3,200万円、第2四半期は3,300万円といずれもプラスでございます。

おめくりいただきまして、11ページの資産額でございます。

第1四半期末の資産総額は簿価ベースで336億円、第2四半期末は357億円となっているところでございます。

以上、駆け足でございましたけれども、平成30年度の第1、第2四半期の各積立金の運用状況について説明を終わらせていただきます。

○若杉座長 ありがとうございます。

何かこれについてご質問等ありませんか。

よろしいですか。

それでは先に行きたいと思います。

議事の4で「平成30年度第1四半期及び第2四半期の各積立金のリスク管理状況」でございます。

これは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、地共連の平成30年度第1四半期及び第2四半期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。各スライドのポイントを絞って、第2四半期中心にご説明を進めさせていただきます。

それでは、資料4-1、地共連の厚生年金保険給付調整積立金の状況です。

上段のスライド1にある、資産構成割合の中では、基本ポートフォリオからの乖離の列で、特に外国株式の推移をご覧ください。第4四半期末がマイナス3.1%、次の2四半期がそれぞれマイナス1.0%、マイナス0.1%となっており、外国株式のウェイトが中心値に近づいているのは、先ほどの地共済での説明と同じでございます。第1四半期ではリバランスと時価の上昇、それから第2四半期は主に時価の上昇がこの中心値に近づくことに影響しています。

下段のスライド2は、推定トラッキングエラーの状況です。こちらは下のチャートをご覧くださいと、いずれのグラフにつきましても低位で推移していることがご確認いただけるかと存じます。

裏面にお進みいただきまして、上段のスライド3では、国内債券のデュレーションをご覧ください。

第2四半期末のデュレーションが7.65であり、一番右の列のベンチマークとの差異をご覧くださいと、マイナス1.36のデュレーションショートという状況がご確認いただけるかと存じます。

さらに進んでいただきまして、下段のスライド4は、国内債券の償還期限別時価ウェイトの

状況です。

特徴は地共済と同様でございます。ベンチマークとの差異の列をご覧くださいますと10年より手前のゾーンがオーバーウェイト、11年より先のゾーンが概ねアンダーウェイトというのをご確認いただけるかと存じます。

さらに、次のページにお進みいただきまして、上段のスライド5をご覧ください。

国内債券の種別保有状況です。こちら地方債の中に機構債を含んでおりまして、地方債が第2四半期末ですとベンチマークとの差異でプラス38.2%、国債がマイナス39.8%、それ以外の種別の中では事業債並びにヘッジ外債等々が若干プラスになっているのがこの第2四半期末の状況でございます。これは従来と同じ傾向でございます。

それから、下段のスライド6は、国内債券の信用格付け別保有状況です。特に上段の保有比率をご覧くださいますと、AAA、AAの上位の格付がベンチマークに比べて若干アンダーウェイトで、その下の格付がプラスというのがこちらに表れてございます。

裏面にお進みいただきまして、上段のスライド7は、外国債券の通貨別保有状況でございます。これは地共済と概ね同様でございます。ユーロが第2四半期末でマイナス1.1%、それ以外ではメキシコペソが若干のプラス0.5%というのがこの第1、第2四半期を通しての傾向でございました。

下段のスライド8は、外国債券の信用格付け別保有状況です。こちらは国内債券と同様で上位の格付がベンチマークと比べてアンダーウェイトで、そのかわりにA等を中心にオーバーウェイトとなっていることが示されてございます。

次のページにお進みいただきまして、上段のスライド9にある株式のベータについては、こちらに記載のとおり、内外株式ともにほぼ1近辺での推移を確認いたしております。

下段のスライド10は、国内株式の業種別保有状況ですが、第1、第2四半期を通じてほぼ同じ傾向が続いております。情報通信などが若干のオーバーウェイト、電気機器、輸送用機器等が若干のアンダーウェイトである状況が続いています。

裏面にお進みいただきまして、スライド11は、外国株式の業種別保有状況です。

第1、第2四半期末それぞれ、ベンチマークとの差異をご覧くださいますと、大体プラスマイナス0.3%程度の差異となっております。

下段のスライド12にお進みいただきまして、上段はバリュエーション・アット・リスク値の状況です。こちらにある2つのグラフのうち、左側のグラフは、過去1年の、基本ポートフォリオベースの計測値とファンドの計測値とを比べています。この1年を振り返りますと、両者がほぼ同水

準で推移する中、濃いグラフの方がファンドの状況ですが、直近では資産構成割合で外株等の保有比率が増えていますので、現状は少し上回っています。

その下段の信用リスクでは、地共連におきまして外国債券でBB格の銘柄保有を、この第2四半期より開始しましたので、それに関するコメントを追加いたしました。格付別の保有状況では、3行目の後段からBB格の銘柄の保有を一部で開始していることを記載したことと、項目を1つ飛ばしてソブリンリスクも同様に、BB格の銘柄の保有を始めていることを記載いたしてございます。

1・2階の状況は以上でございまして、資料4-2にお進みください。旧3階の状況です。

1枚目の上段のスライド1にある資産構成割合は、1・2階と概ね同様でございまして、外国株式がこの9月末ではかなり中心値に近づいてきたというのが特徴です。

下段のスライド2のトラッキングエラーは、こちらに記載のとおり第2四半期末におきまして資産全体で0.53%となっています。また、個別資産の特徴としましては、国内債券のNOMURA-BPI総合対比の推定トラッキングエラーが1%近辺と高めで推移しているところですが、これも若干下がってきています。

裏面にお進みいただきまして、上段のスライド3は、国内債券のデュレーションです。一番右の列のベンチマークとの差異にある第2四半期末の数値をご確認いただきますとマイナス2.79です。コメント欄にも記載いたしましたが、義務運用などによる機構債保有ウェイトが旧3階は高めとなっていますので、その影響が出ていると考えられます。

下段のスライド4にある国内債券の償還期限別時価ウェイトは、10年より手前のゾーンがオーバーウェイト、11年より先のゾーンがアンダーウェイトという傾向は1・2階部分と同じですが、ただ義務運用などによる機構債保有のウェイトが相対的に高いことが、ベンチマークとの差異が大きめになっていることに影響していると考えてございます。

次のページにお進みください。上段のスライド5は、国内債券の種別保有状況です。こちらも地方債のウェイトが高めで、逆に国債のウェイトが低めになっていることがご確認いただけるかと存じます。

下段のスライド6以降、裏面のスライド7及び8、さらに次ページのスライド9から12まで、1・2階とほぼ同様の状況でございまして、1点だけ補足いたしますと、外国債券では旧3階におきましてもBB格銘柄の保有を開始していることを追加いたしてございます。

最後に資料4-3、退職等年金給付調整積立金、新3階の資料をご覧ください。

こちらに記載のとおり、この第2四半期末におきましては国内債券99.8%、短期資産0.2%

です。地共連での新3階の運用につきましては、その2つ下の種別保有状況にありますとおり、いわゆる機構債並びに地方債等々により100%運用していることが示されています。

簡単ではございますけれども、この第1、第2四半期の地共連の各積立金のリスク管理の状況のご報告を終わらせていただきます。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。

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。

どうぞ、川北委員。

○川北委員 少し意見です。スライドの7で債券、外債の通貨別保有状況、対ベンチマークとの比較がありますが、ここで結局ユーロがアンダーウェイトというのは、イタリアとか、そういう国が入っているということだと思いますので、単に比較するだけじゃなくて、そこまで多分やっておられると思いますが、対外的に公表する場合は何かコメントしておかないと、何でユーロがアンダーウェイトなのか、何でドルがオーバーウェイトなのか、そこに疑問がいつてしまうのではと思いました。

以上です。

○藤原総括投資専門員 ユーロのアンダーウェイトなんですけれども、主なポイントは2つございまして、外債アクティブファンドで銘柄選択の結果としてユーロがアンダーになっている点と、もう1点は地共連の外債アクティブファンドの中にバークレイズ総合インデックススペースのファンドが約5%ございまして、そもそもそのバークレイズ総合インデックスとWGBIを比べますと、ユーロが10%ぐらい、バークレイズ総合の方がアンダーウェイトです。大体この1.1%のうちの半分ぐらいは、バークレイズ総合インデックスを採用している影響と、残りが外債のアクティブファンドの影響と理解いたしてございます。

○川北委員 バークレイズの指数自身も、そういう債務の状況を勘案しての構成だと思いますので、単に数字をどうのこうのと言うだけでなく、ベンチマークとして何を使うのかとか、そのベンチマークの特性がどうなのか、そういうところが重要だと思います。特に債券の場合は、債務国のウェイトが高くなるのは当然の傾向なので、それをどう評価し、判断するのかを明確にしておかないと思います。

○藤原総括投資専門員 各リスク指標に関するコメントの工夫につきましては、前回の委員会でもご意見を頂戴したところではございますが、次回よりさらに工夫してまいりたいと考えてございます。ありがとうございます。

○若杉座長 ベンチマークも状況によって変わるので、適宜補足説明をしておいたほうが良い

かもしれないですね。よろしくお願いいたします。

ただいまのリスク管理の状況はよろしいでしょうか。

それでは、以上でリスク管理の状況につきましては終わりしたいと思います。

次に、議事の5で「平成30年度（4月～10月）の資産配分の状況について」でございますが、これは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3をご覧ください。平成30年度の4月から10月までの資産配分の状況についてご報告いたします。

最初にマーケットの振り返りでございます。

9月までの状況は先ほどご説明のとおりでございます。上の表を見ていただきますと、9月末から10月末、こちらは大きくマーケットが変動してございます。特に内外株式が大きく下落した状況になってございまして、3月から10月末までの変化を見ますと、特に国内株式におきましては、日経平均は上昇していますが、TOPIXはマイナスに、それからNYダウにつきましても上昇幅が減っている状況、ドイツDAXはマイナスになっている状況でございます。

結果としまして、ベンチマークの収益率は4月から10月を通しますと国内債券がマイナス0.59%、国内株式がマイナス3.10%、外国債券がマイナス0.06%、外国株式がプラス3.69%、複合ベンチマークが0.06%で、かろうじてプラスになっているところがございますので、9月までとは大きく状況が一変している状況でございます。

下にマーケットコメントを書いてございますが、詳細な説明は割愛させていただきまして、資料の2ページに進んでいただきたいと思います。

「（2）当初の見通し」についてでございますが、経済環境の見通しや市場の環境についての見通しとの比較をしてございます。3月に策定しました平成30年度の経済環境見通しでございますけれども、マクロのファンダメンタルにつきましては、世界経済は緩やかな回復基調が継続、財政政策などから上振れする可能性がある一方で、景気サイクルが世界的に終盤を迎えていること、アメリカをはじめとしまして金融施策が正常化に向かっていることから、景気減速の可能性があるということでございます。今のところ世界経済につきましては緩やかな回復基調を続けておりますので、景気動向につきましては想定どおりと考えてございます。

一方で金融市場動向でございますけれども、当初から幾分荒い展開を想定していたところでございますけれども、景気回復は続く中で、米中摩擦の長期化ですとか、中東情勢の不安定化などによりまして、株式は足もと大きく下落している状況でございます。

9月末までにつきましては、特にアメリカの株がかなり好調でございまして、国内株式と外

国株式の収益差がかなり大きかったこと、それから10月単月で国内株式がマイナス9.41%、外国株式がマイナス7.99%と大きく下落したことにつきましては、当初の想定を超える展開になったとの考えでございます。

投資行動の振り返りが次のページでございます。

上の表をご覧ください。投資行動につきましては、1・2階、旧3階ともほぼ同じでございます。若干金額の違う分につきましては比率の関係でございますけれども、4月につきましては、計画ポートフォリオのレンジ中におさめるために、国内債券の売却、外国株式の購入、それから5月、6月につきましては、基本ポートフォリオとの乖離を少し縮小させるため、国内株式の売却と外物の購入を行ってございます。7月から9月につきましては、基本的に投資行動は見送ってございまして、10月には少し株式等の荒れた状態でございますが、構成比が下がってきましたものですから、外国株式の購入を行ってございます。

こうした結果の構成割合の推移が下の表でございます。

こちらを見ていただきますと、右に計画ポートフォリオのレンジがございまして、基本ポートフォリオから概ね各資産プラスマイナス3%というレンジを計画ポートにしておりますが、このレンジの中におさまっており、その中で中心値に近づける運用を行ってございます。

特に9月末につきましては、外国株式の時価上昇がございましたものですから、基本ポートフォリオの構成比にかなり近いところでございます。足もとにつきましては、10月末の速報ではございますが、各資産の構成比は基本ポートフォリオに近い水準になっている状況でございます。

次のページに進んでいただきまして、リスク量の推移でございます。

今年度から資産配分につきましては、トータルリスク、それからベンチマークに対するトラッキングエラーを見ながら運用してございます。

3月末のトラッキングエラーでございますが、1・2階の0.35%、旧3階の0.36%、6月末が0.15%、0.16%と下がってございます。9月は少し時価上昇の関係で株式の構成比が上がりましたものですから、0.29%、0.35%と上昇しております。10月末におきましては0.09%、0.10%とかなり基本ポートフォリオに近い状態になっている状況でございます。こちらの推移につきましては、概ね年度当初にプラスマイナス3%で乖離した場合には、概ねゼロから0.7%ぐらいで推移するだろうと見ておりましたので、その範囲内におさまっている状況でございます。

(3) でございます。資産配分の効果についてでございます。

こちらにつきましては、ベンチマークの収益率では、10月までに見ますと複合ベンチマークがプラス0.06%でございまして、各資産を比較しますと外国株式がプラスになってございますけれども、内外債券及び国内株式については下回る結果になってございます。

それから、計画ポートフォリオにつきましては、レンジで定めてございますけれども、評価に当たっては計画ポートフォリオのレンジの中心を評価にしてございます。今年度につきましては、計画ポートフォリオのレンジの中心は基本ポートと同じになってございますので、資産配分効果はないということでございます。

実績のポートフォリオでございます。こちらの10月までの資産配分効果につきましては、基本ポート対比で1・2階がマイナス0.13%、旧3階がマイナス0.12%となっております。

下に表がございまして、資産別に記載してございますが、国内債券はオーバーウェイトを、それから外国株式は年度を通しましてアンダーウェイトでございましたものですから、この部分でマイナスになっている状況でございます。

簡単ではございますが、これまでの経過でございます。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。

それでは、ただいまの説明につきまして、ご質問、ご意見等お願いたします。

喜多委員、どうぞ。

○喜多委員 ありがとうございます。

以前伺ったことがあるかもしれませんが、3ページのこの投資行動の金額とタイミングについて、どのような意思決定過程を経て決められているのか、教えていただければと思います。

○寺岡総括投資専門員 いわゆるリバランスの意思決定でございまして、基本的に年度の運営方針はこの委員会でご審議いただきまして、計画ポートフォリオのレンジを定めてございます。そのレンジの中で、各四半期でどういったリバランスをしようかという大筋の決定をいたします。

ですから、4～6月のように少し計画的に構成比を変更しようとするときには、タイミングを見ながら、ある程度計画を立てて進めていくことといたします。それから、7～9月におきましては、かなり基本ポートフォリオに近い状態になってございましたものから、月次のリバランス計画の中で、どういった形になればリバランスをしていこうという形で大筋を決めてまいります。

しきい値は設けたり、設けなかったりするんですけども、今年度は月次のリバランス計画の中で入れています。その月次のチェックにつきましては、毎週、理事以下の会議がござい

すものですから、そこで実際に今週やるのか、やらないのかも決めながらやっている状況がプロセスでございます。

○喜多委員 ありがとうございます。

○若杉座長 リバランスにより中心に近づける基本方針でやって来たのだと思いますが、国内株と外国株を見ると、一般的に外国株のほうが国内株に比べてパフォーマンスが良い。また、相場の動きも、上がるときは大きい、下がる時はむしろ小さい。つまり回復力も強いように思います。

私の個人的な意見としては、機動的運用が認められているので、事実上、国内株のウェイトを下げ、外国株を上げるというポートフォリオ変更の有効性について検討していただきたいと思います。それは債券も同じですね。

○寺岡総括投資専門員 これまでも我々の中では、真ん中に近づければ良いということだけではございませんでして、これまでどちらかといいますと、国内株式のほうが多めで良かろうと考えておりました。去年までにつきましては、バリュエーションに少し重きおいて見ますと、アメリカの株は割高であろう、日本の株のほうが割安であろうということがありましたので、ポートフォリオの移行の過程ではございましたけれども、少し国内株は多めに持ってきたところでございます。

今年度の結果は逆に出てございまして、特にアメリカは好調な状況でございますので、そういった状況も踏まえて、我々の今年度の中でもそのアメリカの株を含めた外国株のアンダーウェイトと国内株のオーバーウェイトのバランスはとりたいということで、リバランスをやってきたところでございます。

○若杉座長 ただ、20年、30年で考えると、明らかにアメリカとかヨーロッパのほうが良いわけですが、もちろん、基本ポートフォリオはそう簡単に変えられないわけですが、幸い大きな乖離、許容幅がありますので、個人的にはそれを活用するのが良いのではないかと考えています。委員の方、これについてご意見ありませんか。

○川北委員 若杉座長の意見に私もほぼ同じというか、全く一緒かどうかはよく分からないのですが、ほぼ同じです。長期の運用なので、長期の海外の経済、日本の経済どう見るのかと、銘柄の構成などを勘案して決められるのが良いのかなと思います。

そういう意味では、日本の経済自身がアメリカの経済に後追的に動くし、振幅度が若杉座長が言われたように大き過ぎるので、現状は海外の株式のほうが私は望ましいのかなと思っています。個人的な見解です。

○若杉座長 佐藤委員、どうぞ。

○佐藤委員 基本ポートを変えたり、乖離幅を活用しての機動的な運営というのはなかなか難しいと思うので、そういう意味もあってマネストでグローバル株式を採用してお任せしてはどうかという案もあると思います。

○若杉座長 それが一元化でなかなか資産分類が変えられないようです。ですから、運用上は独自の分類で行い、公表するときには一元化のアセット分類方式を採ってはと思います。佐藤委員のご意見は、そういう意味で、グローバル株式と大きく括り株式の投資割合を決め、事後的に国内、海外それぞれ何%で開示するということですね。他の投資家は既にこの方法を始めていることです。今からでも遅くないので検討に値すると思います。

ほかによろしいですか。

佐藤委員はそろそろで退席されるのですね。ほかに仰りたいことがありましたらどうぞ。よろしいですか。

貴重なご意見、どうもありがとうございました。

この資料を回収いたしますので、忘れずに残して行ってください。

それでは、最後の議事になりますが、「退職等年金給付調整積立金における財政再計算等について」です。企画管理課、よろしくお願いいたします。

○企画管理課 お時間もありませんので、簡単にご説明します。

資料6でございますけれども、先ほどの資料と全く同じですので、内容のご説明は割愛させていただきます。先ほどのスケジュールと同じようなスケジュールで進めてまいりたいと思います。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございました。そういうことでよろしいですね。

それでは、財政再計算の問題については以上といたします。

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ったらお願いいたします。

○合田企画管理課長 ありがとうございました。

まず、冒頭にも申し上げましたけれども、資料5につきましては回収させていただきますので、机の上に置いていただければと思います。

また、次回の日程、今回の議事録の要旨、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ございます。

○若杉座長 以上で第28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00分 閉会