

第 1 1 回地方公務員共済資金運用委員会

平成 2 8 年 2 月 2 5 日（木）

地方公務員共済組合連合会

午前9時28分 開会

○津田企画管理課長 それでは、定刻少し前ではございますけれども、皆様おそろいですので、これから第11回地方公務員共済資金運用委員会を開会いたしたいと思います。

議事に入らせていただきます前に、新たな委員がご就任されましたのでご紹介させていただきます。井手委員でございます。

○井手委員 井手でございます。よろしくお願いいたします。

○津田企画管理課長 続きまして、本日の資料の確認をさせていただきます。

冒頭に次第がございます。続きまして、座席表でございます。その後でございますけれども、運用状況について、1－1、1－2から1－3、1－4、こちらは地方公務員共済組合連合会の運用状況でございます。同様に1－5、それから、1－6と、1－7までで、こちらは運用状況の、それぞれの各階の仕様となっております。

それから、資料2といたしまして、地方公務員共済の運用リスク管理状況、それから、資料3といたしまして、海外出張調査報告書でございます。こちらにつきましては、委員及びオブザーバーの皆様のみ配付しております。関連共済組合の方々には後ほど事務局よりメールでお送りいたしますのでご了承いただきますようお願いいたします。

資料、以上でございますけれども、落丁、乱丁等はないでしょうか。よろしいでしょうか。

では、続きまして、第7回から第10回の地方公務員共済組合資金運用検討委員会の議事録の確認をお願いしたいと存じます。本日、委員の皆様には議事録（案）をお手元に配付しておりますので、そちらをご覧ください。委員会議事録作成及び公表要領では、「議事録は、委員会の確認を得て作成するものとする。」とされておりますので、本日ご出席の委員各位のご了承の上確定となります。

なお、委員の先生方とメールでやりとりをさせていただき、発言された委員のご確認の上、発言の趣旨を損なわない範囲で訂正・加筆を行っておりますので、本議事録につきましてはこちらの内容でよろしいかお諮りいたします。こちらの内容でよろしいでしょうか。

（委員からの了承）

○津田企画管理課長 ありがとうございます。それでは、第7回から第10回の地方公務員共済組合資金運用検討委員会の議事録はこちらで確定したいと思います。

本議事録は検討委員会の開催日から7年後に公表することとしておりますので、ご了承願います。

では、議事に入らせていただきます。以降の議事進行は若杉座長にお願いしたいと存じます。
どうぞよろしくお願いいたします。

○若杉座長 皆さん、おはようございます。それでは、本日もたくさん議事がありますのでご協力よろしくお願いいたします。

本日の委員会は、「平成27年度第3四半期における積立金の運用状況」、「平成27年度第3四半期における積立金のリスク管理状況」、「資金運用に係る海外視察報告」の3本となっております。

初めに、内容が関連しますので、議事1、「平成27年度第3四半期における積立金の運用状況」と議事2、「平成27年度第3四半期における積立金のリスク管理状況」を2つあわせて取り扱います。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説明をお願いいたします。

○津田企画管理課長 それでは、まず議事1、平成27年度第3四半期におけます積立金の運用状況につきましてご説明申し上げます。

お手元の資料1-1をご覧くださいと存じます。

資料1-1は、こちら、総括表でございますけれども、左側に地共連の1・2階、それから旧3階と地共済の1・2階、旧3階につきましてまとめたものでございます。なお、第3四半期の運用状況の公表でございますけれども、GPIFにならしましてKKRとともに四半期報告を行うこととしたものでございます。

資料といたしましては、1-1はまとめたものでございますけれども、1-2から1-7につきまして今月末ごろを公表予定として最終調整中でございます。その旨、どうぞよろしくお願いいたします。

資料1-1でございますけれども、まず、1枚めくっていただきまして、2ページ、一元化に伴います積立金の概算仕分けについて、でございます。

平成27年9月末時点で地方公務員共済組合全体といたしまして41兆1,786億円の積立金がございます。こちらから政府から示されました概算政府積立比率4.9年分に地方公務員共済の平成27年度の1・2階支出の見込み額4.2兆円を掛けまして20兆545億円、左上の枠内の①としている数字でございますけれども、こちらの20兆545億円を地方公務員共済全体の1・2階の積立金としたものでございます。残余21兆1,241億円を地方公務員共済全体の旧3階の積立金と仕分けております。

また、地共連の1・2階の積立金でございますけれども、先ほどの地方公務員共済全体の

1・2階の積立金20兆545億円のうち地方公務員共済に占める地共連の割合は49.5%でございましたので、49.5%掛けまして9兆9,323億円、②の数字でございます。こちらからの残余10兆6,434億円を地共連の旧3階の積立金として仕分けております。なお、こちら概算の仕分けでございまして、正式には秋に確定する予定でございます。

それから、3ページ目はご案内のとおりでございますけれども、第3四半期の運用環境をまとめております。

1ページ目に戻っていただきまして、地共連のまず1・2階の運用状況でございます。国内債券の比率47.56%、国内株式22.93%、外国債券11.94%、外国株式15.92%ということになっておりまして、合計では10兆1,895億円で、収益率といたしましては全体で3.12%、収益額は3,092億円ということになっております。

それから、右の欄に行っていただきまして、地共連の旧3階でございますけれども、国内債券でございますが、48.8%と若干高くなっているものでございます。合計といたしましては10兆9,700億円、収益率は内債が少し高いことが影響いたしておりまして3.06%、収益額は3,262億円ということでございます。

それから、右の大きな枠の中でございますけれども、地共済全体の運用状況でございます。

地共済全体の、まず厚年、1・2階のほうでございますけれども、国内債券は49.26%、こちらは地共連よりも少し高くなっておりますけれども、他共済が少し国内債券を多く持っておりまして、割合が高くなっているということでございます。こちらに従いまして、他の資産につきましては比率が少し地共連よりも下回っているという状況でございます。

それから、短期資産でございますけれども、4.63%ということになっております。こちらは各組合の給付対応のために短期資産が少し増えているということでございます。合計といたしましては19兆8,129億円ということでございます。収益率につきましては2.69%、こちらは国内債券が多い等の影響によるものでございます。それから、収益額は5,286億円となっております。

地共済全体の旧3階でございますけれども、国内債券の比率が51.15%となっております。こちらは基本ポートフォリオの許容乖離幅、上限50%でございますけれども、こちら、少し超過しておりますが、まだ移行期ということで少し超過しているものでございます。合計額といたしましては21兆5,398億円ということで、収益率が2.64%、収益額は5,583億円ということでございます。

それから、こちらは1・2階、旧3階のご説明でございましたけれども、1－3は地共連の

新3階の運用状況でございます。ただ、一番下の丸の最後の一文でございますけれども、各組合からの地共連の払い込みが最初、今年は1月末ということでございまして、12月末では地共連としての積立金はございませんのでこのような記載となっております。

それから、地共済全体の新3階でございます。資料1－6をご覧くださいと思います。1枚おめくりいただきまして2ページ目でございますけれども、平成27年度第3四半期でございますが、10月から積み立てを開始したということで地共済全体としては654億円となっております。

それから、3ページ目でございますけれども、その内訳でございますが、国内債券43.83%、短期資産が56.17%ということでございますが、こちら、短期資産は12月のボーナスが入ってきて、債券購入は1月になるということで、その分が短期資産としては積み上がっているものでございます。

あと、3ページの表の上のほう、各四半期の下に「簿価（時価）」となっておりますけれども、こちら、新3階につきましては、予定利率は10年国債利回りをもとに決定される保守的な制度でございますので、簿価基準とされております。したがって、新3階のみ簿価で括弧として時価を併記するという事となっております。

運用状況につきましての説明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、運用リスク管理の状況につきましてご説明申し上げます。お手元の資料は資料2の2枚、こちらをご用意させていただきましたのでご覧いただきたく存じます。

それでは、こちらの2枚の資料ですけれども、1枚目の表がいわゆる1・2階と旧3階のこの第3四半期の収益、資産リスクの状況、それから、裏面をご覧くださいますと、こちらに新3階の状況、それから、2枚目の表にマーケットの概況をざっくりとお示ししているところでございます。

まず、2枚目の表の部分、マーケットの概況のところをご覧くださいますと、債券のところ、ざっくり申し上げますと日本国債、日本の長期金利はこの10－12月期は低下し、国内債券については良好な環境だったこと、一方、外国債券につきましては、特にアメリカ、米国債のところ、期中変動幅をご覧くださいますと0.23%上昇と、利上げ等々あり、金利上がりということで外国債券にとってはマイナスの環境、その下、株式につきましては、日本株並びに米国、ドイツ株とも上昇ということで、株の運用ではこの期においては良好な環境だったという状況でございます。

為替のところは、特徴としましてはユーロ／円のところ、3円ほど、これは円高ユーロ安に動いたというのがポートフォリオのパフォーマンスに影響を与える大きなポイントとなっており、ございます。

このようなマーケットの環境のもとでのパフォーマンスをご説明いたしますので、1枚目、上段のところの収益状況をご覧いただきたく存じます。こちら、厚生年金保険給付積立金と経過的長期給付積立金、横並びでお示ししております。

一番上の収益要因の状況のところ、こちら、基本ポートフォリオベースの収益率というものを参考までにお示ししておりますが、こちら、GPIFで使われておりますいわゆる複合ポートフォリオに相当するものでございまして、こちら3.96%、これに対して各1・2階、旧3階のポートフォリオのパフォーマンスがマイナス1.2%とマイナス1.32%となっております。

それをまとめたのがその下の資産配分要因等とのところございまして、大半がこの資産配分要因、資産構成割合の影響を受けたものと説明されております。

また、個別資産要因の中では、国内債券のところマイナス0.08%、マイナス0.07%となっておりますが、これは後ほど下でご説明いたしますけれども、いずれも地方公務員共済全体の国内債券のポートフォリオのデュレーション、これが基本ポートフォリオに比べて短いということで金利低下のうまみを相対的にとれなかったということを示しております。

資産状況のところ、項番2のところをご覧いただきますと、1・2階がそれぞれ記載のとおり国内債券が49.3%、以下20.1%、11.2%、14.9%と、基本ポートフォリオをその左にお示しておりますけれども、乖離がこのようなとなっております。

旧3階はその右隣、51.2%以下をお示しておりますけれども、1・2階と旧3階を比べますと旧3階はまだ若干基本ポートフォリオより乖離している状況というのがお分かりいただけるかと存じます。

このような資産構成割合の状況でございますので、その下、ポートフォリオリスクの状況というところに推定トラッキングエラーとございますが、こちらは実際に持っているポートフォリオとこの基本ポートフォリオ、その相対リスクをお示しして計測したものでございます。1・2階のところが2.84%、旧3階が2.85%となっております。

こちら、ご参考までですけれども、GPIFの3月末、昨年3月末時点のこの数字、公表されている数字を見ますと、大体2%を下回っておりますので、やはり、地方公務員共済全体としては基本ポートフォリオとの乖離がまだGPIFに比べれば大きいということで、この相対リスクである推定トラッキングエラーが大きめに出るという状況でございます。

次の債券のデュレーションですけれども、外国債券はほぼ基本ポート並み、国内債券のところが、先ほど申し上げましたとおり、1・2階、旧3階とも8.30年の基本ポートフォリオのデュレーションに対して6.86年と7.07年と短めになっております。こちらはラダー運用等々で持っておるポートが、デュレーションが短く、その影響が出ているということでございます。

株式のベータにつきましては、国内株式、外国株式ともに1強程度ということではほぼ基本ポート並みの状況となっております。

さらにその下、バリュー・アット・リスクとございますが、こちらはこれまでのところは基本相対リスクのお話でしたが、いわゆるバリュー・アット・リスク、トータルリスクの水準でございます。1・2階は10.72%、旧3階も、これ、たまたまですけれども、10.72%と同じになっております。この数字だけを見ると何ともいうところがございますが、ご参考までに基本ポートフォリオ、これのトータルリスクを計測いたしましたところ、これが15.30%と出ております。当然基本ポートに比べて国内債券を多めに持っているということで、いわゆるトータルリスク、絶対リスクは1・2階、旧3階、ポートフォリオとも低目、リスク抑制、絶対リスクで見たところではリスク抑制的なポートフォリオでなされているということでございます。

それから、1つ言い漏れましたけれども、先ほどの資産構成割合のところ、旧3階のところ、国内債券51.2%とございましたが、こちら、一元化以降、各組合から各組合におけるこの12月末のポートフォリオの状況というのをご報告いただいております、地共連のところは50%を下回るところでございますが、それ以外の各組合ともまだ50%はあるところで移行状況にあるということを確認いたしているところでございます。

新3階の状況でございます。こちらは、先ほど津田課長からご説明申し上げましたとおり、まだちょうど資金が入り始めたというところで、現状、12月末時点の状況ということで、基本ポートは国内債券100%でございますが、国内債券、実績上は43%強ということ、順次国内債券を購入しているという状況でございます。

簡単ではございますが、この第3四半期末の運用のリスク管理の状況のご説明でございます。
○若杉座長 ありがとうございます。

それでは、ただいま2つ説明を続けていただきましたけれども、これに関しましてご質問等があったらお願いいたします。

徳島委員、どうぞ。

○徳島委員 まだ移行過程ということなんですが、それはそれで置いておきまして、具体的に今回何をどのように開示されようかと予定されていらっしゃるのかをお聞きしたいと思います。

すなわち、今回、地方公務員共済全体のもの、それから、地共連のもの、資料でいえば1－2以降たくさん資料をつけていただいています。これを全部開示されるのか、また、さらに地方公務員共済の傘下に入っていられっしゃいますほかの各共済組合、そのあたりにも開示されるのか、そして、恐らく資料2の運用リスク管理状況は開示されないのだろうなと思いつつ、まさかこれも開示されるのかどうか、そのあたりのご計画を教えてくださいと思います。

○若杉座長 これはどなたから回答いただけますか。

○津田企画管理課長 ご質問、お答えいたします。公表するものとしたしましては、先ほど申しました資料1－2から1－7でございます。地共連の各階、1・2階、旧3階、新3階、それから、地共済全体の1・2階、新3階、旧3階でございます。リスク管理状況は公表いたしません。

それから、各組合におかれましては、公表されるかどうかはそれぞれの組合のご判断になるかと存じております。

○若杉座長 そういうことでよろしいですか。

ほかに、千田委員、どうぞ。

○千田委員 ご説明、ありがとうございます。最後の運用リスク管理状況についてのご説明の中で、基本ポートフォリオベースとの差異がマイナス、これは結果としてそうなっているということではあるにしても1.24%ということで、金額にしてマイナス2,500億円ぐらいでしょうか、そういった中で資産配分要因が非常に大きかったと。

乖離幅を大きく捉えている中で基本ポートフォリオに徐々に近づけて、これは途中であるというようなこともあろうかとは思いますが、運用方針の中でアセットアロケーションについて機動的に対応すると、非常に奥の深い言葉で表現されていますが、この第3四半期の結果をどのように捉えられていて、第4四半期、また、相場がかなり違った状況になっておりますけれども、機動的というところについて具体的にどのように対応されようとされているのかというところについてお願いいたします。

○津田企画管理課長 この第3四半期におきまして1%を超える基本ポートフォリオに対するレスを生じているというこの数値自体は残念な結果ではあるとは思いますが。しかしながら、今、千田委員もご指摘いただいたとおり、まだ移行期ということで、これはマーケットへの影響などにも配慮しながら徐々に基本ポートフォリオの中に向けて構築の途上ということでやむを得ない面もあろうかと考えております。

一方、年明け以降の状況を考えますと、これはベンチマークベースでの推計ではありますけ

れども、基本ポートフォリオよりも2%ないし3%、マイナスの幅が小さいという意味で下げ幅がとどまっているというポートフォリオになっておろうかということでもありますので、引き続き基本ポートフォリオのこの中心値及び許容乖離幅を意識しながらその範囲内に入っていくという投資行動をする方向感を持ちながらも、変動幅の大きい相場環境であるということに留意しながら、その近づけるペースというものは十分に考えながら慎重にその運用を行っているというのが足元の状況でございます。

○若杉座長 よろしいですか。

ほかに、はい、どうぞ、井手委員。

○井手委員 ありがとうございます。徳島委員と少し関係するんですけども、私は専門が地方財政論でございましてちょっと皆さんとは視点が違うかと思います。収益が上がる、上がらないという話の中で、普通、債券か、株式かということが1つ論点になってくると思うのですけれども、財政学者の目から見て気になるのが、その収益だけではなく地方財政との関係なんです。

この国内債券の中身が今の時点で地方債が中心であるということはよく承知しておりますが、今後、この国内債券の中身がどのような形で動いていくのかということを基本的に情報として収集できるのか、あるいは、この場でお示しいただくことが可能なかどうか、教えていただければと思います。

○若杉座長 では、大森部長、お願いします。

○大森資金運用部長 基本ポートフォリオはじめ運用の大枠についてはこれまでお示しをし、ご議論いただいてきたところと、一方で個別の銘柄であるとか、そのあたりの詳細についてはこちら事務局にお任せをいただいていたというのがこれまでのこのご審議の状況であったかと思っております。

しかしながら、特に国内債券がマイナス金利に沈みまして、その中でどういう運用をしていくべきなのかということ、足元、今検証は行っておりますけれども、今後また先生方にお諮りをし、ご相談をしながらやっていかなければならないという局面になってこようかと思っておりますので、そのあたりをご相談するに際しては一定の中身もお示ししないと、そのクレジットであるとか、デュレーションであるとか、そのあたり、当然どうするかということになってまいりますので、ここは次回以降の会議においてある程度お示しをしながらご相談をさせていただくということになろうかと思っております。

ただ、やはり、運用ですので、詳細についてはお示しできるところと、その場その場の状況

で動くというところがあるということについてはお含みおきをいただけるとありがたいかと思っております。よろしくお願いいたします。

○若杉座長 よろしいですか。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 何をディスクローズするのかという徳島委員の質問とも関係してくるのですが、この数字だけを示されるのか、これを四半期ごとに示されると思うんですが、数字だけなのか、それとも多少コメントがついているのかどうか、その点を確認させていただきたい。それから、企業の四半期の開示とも関係するのですが、これだけ示されると、每期每期、良い悪いという、議論にどうしてもなってしまうと思います。

先ほど大森部長おっしゃったように、この第3四半期だけを見るとマイナスなのだけれども、1－3見ると多分、まだ完全に基本ポートフォリオに移行していないというところがプラスにきいてくる。一喜一憂してしまうような気がします、コメントをつけてしまうとまた波紋を呼ぶことは分かるのですが、単に四半期の状況だけを報告されると、何のためのディスクロージャーなのかよく分からないような気がします。そのあたりはいかがでしょう。

○若杉座長 大森部長、お願いします。

○大森資金運用部長 まず、今回の公表方法として予定をしておりますのは、繰り返しの恐縮ですが、資料1－2から1－7、こちらをホームページに掲載をするという形で予定をいたしております。

このことにつきましては、3共済ですね、KKR、私学共済を所管しております国の3省、こちらのほうで公表方法、体裁、それから時期についても、まだ確定しておりませんが、今調整をいただいて、それに従ってやっているというような状況でございます。

これについて一定のコメントをどうするかということですが、例えば、前の期にかなり絶対額で下がっていたところを公表するときに、10月、11月に戻っていますというようなことを公表された団体もありますけれども、一方で、そのことが果たしてよかったのかどうかということもあろうかと思えます。

ですので、なかなか難しいところではありますけれども、今申し上げたような経緯でこの体裁決まっておりますので、所管の総務省とも相談をしながら、また、今回の公表結果を踏まえてのマスコミ踏まえた反応も見ながら今後については考えさせていただこうと思います。

○若杉座長 ただ、長期的な運用でこれはあくまで一つの四半期だという、そういうことはちゃんとはっきりしておいたほうが良いですね。

○大森資金運用部長 注釈でもつけさせてはいただいているのですが、目にとまっていないようですので、もう少し考えたいと思います。

○若杉座長 分かりました。

どうぞ、徳島委員。

○徳島委員 基本、今座長の言われたことに尽きるのですが、実は、ここ数日私のところにメディアから今回の第3クォーターの公表、特にG P I Fが注目を集めていて、どうなるのかと、国会で、このまま株がどんと下がると給付が削られる可能性があるようなことを首相がコメントされたりしている中で、逆に、この数字だけ出されたときに、大森部長言われているとおり一喜一憂四半期ごとにする必要は全くなく、座長の言われるとおり、中長期的な運用で安定しているんですということを言わないといけない、何らかの形でやはり組合員の皆さんに心配することはないというメッセージは伝えてあげることが必要なと私は思います。そのあたり、ほかの共済との関係もあるので簡単に地方公務員共済だけ先行してというのは難しいかもしれませんが、やはり、組合員の皆さんに安心していただけるという取り組みを少しお考えいただくこと、G P I FみたいにY o u T u b eを使うとかというのは違うかなとは思いますが、少しご工夫をいただけたらと思います。よろしくお願いします。

○若杉座長 よろしいですか。

○大森資金運用部長 これについては四半期報告での配慮も当然のことながら、そもそも共済の積立金の運用と、積立金及びその運用は何のためにやっているのか、どうやっているのかということを日ごろからきちんと周知することが大事だろうと思います。

特に一元化のことがありましたので、基本ポートフォリオ等々については広報誌P A Lというのがございまして、それでも一旦説明をさせていただいております。また、今年度、去年の夏ごろには全国のブロックを回りまして説明会というのを、初めてやらせていただいて、来年度もやる予定で予算を組ませていただいております。そういった場なども捉えながらきちんと正確に制度の趣旨というものをご理解いただいた上でその土台の上にこの四半期報告あるいは年度の報告があるということで組合員の皆様にはご理解いただけるように努めてまいりたいと思っております。

○若杉座長 村上委員、どうぞ。

○村上委員 今、議論されていることに関係してなんですけれども、やはり、G P I Fも過去には四半期ごとのディスクローズをすると、幾ら損益が出たとか絶対額ばかりが注目されて、その四半期ごとの数字だけが非常にひとり歩きして、それがまた不安をあおるという変な構造に

なっていて、それで次第に長期的な運用成果の公表を同時に出すような工夫をしてきたと思うんですね。

それで、共済の場合はちょっと断面ができていますので、長期的な成果を出すというのは難しいところがあるのですけれども、やはり、今、大森部長がおっしゃったように、運用の基本的な考え方でどのくらいリスクとどういうターゲットでやっているかというところをよく説明した上、このあたりもホームページ等でやはりもうちょっと充実させる必要があるんじゃないかと思うのですけれども、その上でこの四半期というのがどういう意味なのかという、そのところがよく分かるように説明するということが非常に大事じゃないかと思います。そのあたりの、今回の四半期の次が特に問題になるかと思うしますので、工夫のほうをぜひご検討いただきたいと思います。

○大森資金運用部長 かしこまりました。次の四半期はちょうど年度末に当たりますので、年度の業務概況書、これがまたGPIFのボリュームって相当ありまして、それにまた見習いながらということになってまいりますので、ホームページの扱いも含めてよく検討してまいりたいと思います。ありがとうございます。

○若杉座長 地方で説明会をやられて、今のことに関する反応はどうでしたか。

○大森資金運用部長 説明会は去年の夏で、特に基本ポートフォリオの、国内債券中心のポートフォリオからこういう今のポートフォリオに変更するところを主眼に置いておりまして、分散投資効果を含めてまずはご理解いただくというところの整理でしたので、今、ご指摘いただいたことはまた、今年の説明会の中でよく考えていきたいと思います。

○若杉座長 では、たくさんの委員からそういう意見がありましたのでよろしく願いいたします。

ほかにいかがですか。俊野委員、どうぞ。

○俊野委員 詳細なディスクローズということで、非常に重要な第一歩を踏み出されるのかなと認識しております。

いろいろな委員の方からご指摘があった点と関連するんですけれども、資料2でリスク管理のディスクローズ、これは当面2から7に入っておりませんので、今後の業務概況書とかそこから辺での今後の開示ということになるかと思うのですけれども、トラッキングエラーとバリュー・アット・リスク、大きく2つのリスク指標が提示をされておりますけれども、このトラッキングエラーについて、内容を少し確認させていただきたいのですが。過去のポートフォリオ全体、地共済全体のポートフォリオのリターンを時系列で取りまして、それから、基本

ポートフォリオのリターンをとりまして、その乖離の標準偏差といいますか、ですから、基本ポートフォリオに比べましてどの程度実際の運用がぶれていたかということかと思うのですけれども、途中で基本ポートフォリオとか結構変わっていますよね。

具体的にどのように計算されているのかを教えてくださいませんか。

○藤原総括投資専門員 こちらのトラッキングエラーでございますが、これは推定トラッキングエラーでございますので、この12月末時点のポートフォリオの資産構成を踏まえて推定している数字でございます。

多分、委員のおっしゃられているのは実績トラッキングエラーのお話かと思いますが、こちらはまだまだいろいろな組合全体一緒になる等々、あるいは、階層が分かれる等々ありましたので、ここの状況のところというのは、そもそもデータが正直ないという中でどうするかというのは少し検討課題といいますか、今後のデータが蓄積していく中で積み重ねていくものかなと。

現状としては、やはり、この理論値で出していく推定トラッキングエラーベース、それで、今後の運用の中でこのリスクの状況を生かしていくという方向で考えている次第でございます。

○俊野委員 少し私誤解しておりました。過去のリターンを使っているのではなくて、12月末時点での地共済グループ全体の20兆なら20兆の個別銘柄の株式の構成なんかも含めて、現在保有しているポートフォリオがどのようなリスクを持っているかということを基本ポートフォリオと比べて推計していると、そういうことでございますか。

○藤原総括投資専門員 はい。

○俊野委員 分かりました。そういう意味では理解が少し難しいかなというところが1つ感じました。

そうしますと、意味合いとしては、2.84%というのは基本ポートフォリオ35%、25%、15%、25%と比べて株がアンダーウェイトになっていたりとかそういうことを加味して基本ポートフォリオとのぶれがこのぐらい予想されますよと、そういう意味合いでございますね。

○藤原総括投資専門員 そのとおりでございます。

○俊野委員 ありがとうございます。

○若杉座長 よろしいですか。

ほかにはいかがですか。

もしなければ、ただいまの議事1、「平成27年度第3四半期における積立金の運用状況」及び議事2、「平成27年度第3四半期における積立金のリスク管理状況」については以上にした

と思いますよろしいでしょうか。

どうもありがとうございました。

それでは、次に議事3に進みたいと思います。議事3は「資金運用に係る海外視察報告」で
ございます。これは高濱投資専門員よりご説明お願いいたします。

○高濱投資専門員 それでは、お手元の資料3「平成27年度海外出張調査報告書」をご覧ください。

まず、めくっていただいて1ページ目、目次でございます。この報告書は第1章といたしまして、調査の概要、総括を第1章で、第2章にそれぞれ訪問した年金基金における調査内容、そして、第3章に訪問いたしました運用会社あるいは年金コンサルティング会社での調査内容というような詳細を記載してございます。本日は時間の関係もございますので、第1章のところを中心にご説明したいと思います。

それでは、またおめくりいただいて2ページでございます。海外出張調査の今回の調査の目的と概要というのが1番でございます。オルタナティブ投資ということで昨年からいろいろこの委員会でも検討等重ねていただきまして、いよいよ特に地共連ではオルタナティブ投資を開始するというフェーズに入ってきてございます。それを実際に実施する以前の問題として、そもそも海外で公的年金がこういった不動産ですとかインフラですとかオルタナ投資を行うに当たってどういう考え方で行っているのか、どういう管理をしているのかという観点を調査するために今回出張を行ったものでございます。

特に地共連では、今回インカムゲインを収益のメインと据えているリスク・リターン特性が比較的穏やかと考えられるような不動産とインフラ、これを最初の投資対象として考えておりますので、そこにフォーカスをするような形で年金基金、あるいは、実際のファンドを運用しています運用会社を訪問してきたということになります。

2番の調査概要でございますが、これは昨年度の11月1日から14日の2週間、欧州と北米を回ってきたということになります。

3ページ目の上のほう、視察のメンバーでございますけれども、若杉座長、田中委員、それと地共連から大森部長以下4名ということで回ってまいりました。

訪問先でございますが、2番に記載してございます、オルタナティブ投資というところ、この年金基金のところをご覧くださいとご覧になったことがあるような名前が並んでいるかと思いますが、オランダの公務員年金でありますAPG、あるいは、イギリスの大学職員年金でありますUSS以下、Hermes、カナダですとCPPIB、OMERS、アメリカで

すとニューヨーク州の年金のNYSLRS、あるいは、カリフォルニアの年金でありますCalPERS、CalSTRSといずれもインフラですとか不動産でそれなりの投資経験を持っている公的年金というところでございます。

その隣、運用会社でございますけれども、Partners Groupというのはプライベートアセットのみを投資対象としているオルタナに特化した運用会社でありまして、以下、LaSalle、Morgan Stanley、これは不動産関連、Goldman Sachs、BlackRockはインフラ、不動産も行っているというところであります。

あと、年金のコンサルタントといたしましてはPCAというところ、これはCalPERSなんかのコンサルタントを務めていますコンサル会社でございます。

その下に伝統資産既存委託先と書いてございます。出張に際しては一部既に地共連で運用を委託しています既存先について、外債と外株になりますけれども、そこについて、運用の状況について一部ヒアリングを行ってきたというところであります。

めくっていただいて4ページ以降になりますが、ここは調査の日程と実際に面談をしました相手方のお名前等々書いてございますのでちょっと飛ばさせていただきます、12ページまでお飛びください。

12ページは調査項目でございます。どういったことを調査してきたかと申しますと、まず、年金基金におきましては1番の基金の概要、特徴、これからまず入りまして、2番の政策アセットミックスにおける不動産・インフラの投資配分の考え方と、どういう考え方でこの資産配分を行っているのかというところ、3番で実際の不動産・インフラの投資に関して、(1)ですとそもそもどういった意義をこの投資に見出しているのかとか、2番の自家運用、外部委託運用、こういった運用の形についてどう取り組んでいるのかと、3番、分散投資の考え方、これは不動産投資の中における分散投資、あるいは、インフラの中での分散投資の考え方、4番のリスク管理について、5番、その他でございますけれども、これは新しく不動産・インフラを投資するに当たって公的年金として留意すべき点は何かと、地共連等々に対して何か先輩としてアドバイスはないかというところでございます。

運用会社では、1番、運用会社から見ました公的年金の状況、どういった状況にあるのかと、2番、分散投資の考え方、これは自分たちが運用していますファンドにおいて、中身で地域ですとかセクターとか、リスクプロファイルの分散をどのように考えているのかと、同じく3番のリスク管理、どういったやり方を行っているのか等々を調査してまいりました。

それでは、14ページにお進みください。これからが調査結果の総括になります。ここでは主

に下線部を引いているところを中心にご説明したいと思います。

まず、1番の政策アセットにおける資産配分をどのように考えているかということでございます。不動産ですとかインフラというリアルアセットの場合はなかなかリスク・リターンを定量的に捉えるのが難しいと、株や債券のように日々値段がついて価格変動が確認できるようなものではないので、そういった定量的に分析するのが難しい資産だということがあって、平均分散法と一般的に基本ポートを作成する場合に使われるような手法がなかなかうまくいかないということで、多くの基金、皆さんそれぞれ自分たちがベストプラクティスだと考えている一定のプロセスを用いて決めているというところであります。

後ほどご説明いたしますけれども、話を聞いていますと、実際にそれを行うに当たっては、これは相当大変な作業だなということを感じたということと、それに対してどの程度実効性が本当にあるのかというところはなかなか確信が持てなかったというところであります。

すなわち、自分たちがベストプラクティスと考えているのがこのやり方だということで、アカウンタビリティを確保することに重点を置いているような印象を持ったということであります。

具体的なやり方として大きく2つございました。①番の戦略的アセットアロケーション、これはオランダのAPGなどが採用しているやり方なのですが、アロケーションの中ではまず株と債券との比率という大枠を決めておいて、それに対して不動産とかのアセットをどのように組み込んでいくかというところ、彼らは戦略的アセットアロケーションという呼び方をしていますけれども、それぞれの資産クラスにおいて、リスク・リターンがどういう特性なのか、あるいは、中身の分散がどの程度可能なのか、実際のアセットとしての流動性がどのくらいあるのか、インフレヘッジの特性がどのくらいあるのかと、そういったところを総合的に判断して、最後は選択的に決定するんだと、言ってみれば、定性的に判断してアロケーションを決めているということでございます。定性的にチョイスをするんだというのが彼らの考え方があります。

2つ目の考え方が伝統的資産でリスク・リターンを代替して考えるというやり方でありまして、これはカナダのCPPIBが最小ポートフォリオということで日本でもかなり知られているやり方ではございますけれども、リアルアセットのリスク量というものを上場資産、株とか債券の上場資産でリスク量を代替してコントロールするんだというやり方になります。

どういうことかと申しますと、まず基本ポートにおいてはだまかにやはり株と債券というところの比率を定めておいて、そこに不動産を組み入れるといった場合に、不動産はどういった

特性を持った資産なのかと、不動産のリスクは株と債券に置きかえるとどういう特性なのかと、例えば、不動産では株式が4で債券が6の特性を持った資産だといった場合に、不動産を10組み入れるとしたら、その分株を4売却して債券を6売却すると、完全に株と債券に置きかえて不動産というものを考えるというようなやり方でございます。最終的には株と債券の比率で考えるということで、このリスク量をコントロールすることを行っているのがC P P I Bあるいはイギリスの大学年金であるU S Sなどでございました。

2番でございます。(1)でインフラ・不動産投資に取り組む意義について、これは(1)の中ほどにあります、これは大体予想されたとおりなんですが、①としては、皆さん安定したリターンを確保する、あるいは、インフレに対するヘッジを期待する、ほかとの分散効果がメインでございましたが、中には、流動性プレミアムを獲得してリターンを求めるところも目的にしているところもございました。

そういった目的を持ってポートを構築するわけでございますけれども、ただ、言われたことは、一気に投資を進めるのではなく少額ずつ時間分散を図りながらやっていくのが良いのだということを一様におっしゃっていました。なかなか株債のようにいつでも投資できるような資産というのものなく、投資機会が限られるような資産でございますので、投資機会をよく吟味して投資するのが良いのだということでございます。

(2)の自家運用／外部委託運用の実際のやり方でございます。これも概ね各基金共通しておりまして、下に①から④までございますけれども、まず、ほとんどの基金、やはり最初は合同運用のコミングルファンドと言われるファンド投資からスタートしまして、そこである程度知見なり経験を重ねていってセパレートアカウント、自分たちの専用ファンドの立ち上げ、さらに進めばL P投資、クラブディールといった形、あるいは、案件への直接投資というふうに難易度の高い投資形態にどんどん進んでいっているというところであります。

15ページに移っていただきまして、一番上ですけれども、地共連が始めるのであれば、やはり最初はトラックレコードが十分にあって信頼できる運用会社の合同運用ファンドからやるのが良いのではないかと勧められたということでもあります。その中で、やはり、運用会社の知見、ノウハウを吸収しながら内部の知見を高めていって、必要があれば次のステップに進んでいくのが良いのではないかとということでございます。

2つ目のパラグラフにございますが、直接投資のメリットとしては、主にフィーが安いのですとか、透明性が高い、あるいは、投資案件自体を自分たちでコントロールできるというものをメリットとして挙げられました。ただ、そういったメリットを享受するには、当然一定の人員

体制というのが必要になるわけございまして、3番目のパラグラフにございますように、比較的合同運用のファンドを中心に運用していますニューヨークのNYSLRSというところでは、不動産だけですけれども7人の体制と、ほかの基金では、難易度の高いほうにシフトしていくにしたがってどんどんスタッフ等を拡充しておりまして、大体20名から70名ぐらいのスタッフをそれぞれの資産で抱えているということでございます。

特にカナダのオンタリオのOMERSでは、これも直接不動産を運用する会社ですとか、インフラを運用する会社を子会社に持っておりますので、その人員を含めると1,000名体制になっているというところであります。

(3) 番の分散投資でございます。分散投資に関しましては、不動産については大体実はベンチマークというのがございまして、株や債券ですとTOPIXあるいはNOMURA-BPIといったところになるわけなのですけれども、不動産ではNCREIFですとかIPDといった現地のインデックスがございまして、これは、ベストなインデックスとは思わないけれどもベターなインデックスだということで、皆さんこれを使って分散を考えていると。このそれぞれインデックスの中で、アメリカでしたら地域、東海岸、西海岸、南部とか、ヨーロッパでしたら国ですとか、あるいはセクター、不動産においてはオフィスですとか住宅ですとかのセクターといったロケーションを、このベンチマークなロケーションを参考にして設定していくやり方が主流だったということでございます。

16ページに移っていただきまして、インフラでございますけれども、インフラはそのようなベンチマークがございませんのでどうやっているのかというと、皆さん、やはりここは余りぎりぎり考えないほうが良いということで、セクターですとか案件の投資比率の上限を定めるぐらいは定めておいて、余り極端に集中しないようにということを考えながら広く分散することによってリスク低減を図るというケースがほとんどだったというところでございます。

投資戦略につきましては、これも皆さんやはりインカムの獲得を主な目的として、コア戦略と言いますけれども、インカム中心に獲得するような、余りキャピタルを取らないような戦略が中心だったということでもあります。

(4) 番、リスク管理とモニタリングについてでございますけれども、リスク管理につきましては、先ほど来申し上げていますように、こういった不動産インフラのようなリアルアセットはなかなか定量的にそういった数値で把握することが難しいということで、スタンダードとなるような手法が特に確立されていないと、最初申し上げましたように、自分たちが良い方法だと思うやり方でアカウンタビリティを確保するというようなところに取り組んでいるとい

う状況でございました。

ただ、一部、不動産においては先ほどのベンチマークを使った管理ですとか、個別の投資案件というベースで考えますと、個別案件に投資する前にどれだけデューデリジェンスをきっちり行うかと、あるいは、投資した後もきちんとモニタリングをして収益の安定性に変化がないかと、周りの賃料が動いていないかとか空室率が動いていないか、競合の物件ができていないかとか、あるいは、入居しているテナントの信用リスクに変化はないかとかそういった実物資産ゆえのリスク管理、モニタリングを中心に行っているというところでございます。

以上が年金基金のところでございます、17ページ、運用会社の調査結果でございます。これは、結果的にはほぼ年金基金で聞いてきた話とほとんど同じような話をやはりされてきました。

彼らは不動産のファンドあるいはインフラのファンドというものを運用するわけなのですが、そのファンドの中の分散投資としては、不動産においてはやはりベンチマークをベースに考えるというやり方、インフラにおいてはベンチマークがないので絶対値、これはL I B O Rプラス何%、あるいはC P I プラス何%というような形で目標を設定して、その目標に見合うような案件を組み入れていくということでございます。

その案件の組み入れに当たっては、ある程度分散というのが当然必要になるわけなのですが、その分散の考え方として、例えば、エネルギー関連ですとか港湾関連といったざっくりとしたそういったセクターの分け方の分散というものもあるのですが、それよりも重要なのは、その個別の資産がどういったリスク・エクスポージャーを持っているのかと、GDPの変動に振らされるようなリスクを持っているのか、あるいは、コモデティ価格の変動に振らされるようなリスクを持っているのかと、個別の資産がどういうリスクを持っているのかというのをきっちり把握して、そういったリスクが過度に集中しないように分散をするんだというのが主なやり方でございました。

18ページは伝統的資産のところでございます。本日は、ここは飛ばさせていただきます、19ページ以降4ページにわたりまして座長から今回の出張におけるコメントをいただいております。

その後、23ページ以降、これは今申し上げたところの個別の運用機関における調査内容は、量も多いので本日は割愛させていただきます。

ご報告、以上でございます。

○若杉座長 私も同行させていただいたんですが、2週間の間に16カ所、相当ハードスケ

ジュールだったのですけれども、皆さん一生懸命、体調も崩さず元気に最後まで一生懸命やっ
てくださって、こんな立派な報告書を作ってくくださったというところでございます。

ご質問とかご意見とかありましたらお願いします。

高山委員、どうぞ。

○高山委員 意見というより拝見させていただいた感想なんですけれども、本当に先生が今
おっしゃったように、限られた時間に欧米十数社回られて、インテンシブなインタビューをさ
れて、これほど立派な報告書を作られて、有益な情報がたくさんあるように思いますので、こ
れからのオルタナティブ投資の体制を整える上で非常に役に立つと思います。

私、実は、これいただいたのが昨日だったので読む時間がなくて、お話を聞きながら立派な
年金基金や運用機関がある中で、その中で強いて言えば、私どもの状況に一番近いと思われる
ニューヨークステートの状況、インタビューの内容を見ました。限られた予算と限られた人員
の中でいろいろ頑張っていらっしゃる状況等を拝見しながら、やはり、この総括や、それから、
若杉先生のご報告書にもありますように、「まず小から始めよ」、少額から少しずつ始めると
いうのが正しい方法であって、しかもかなり時間をかけて経験を積み上げていかなくてはいけ
ないなというのを強く感じた次第です。

以上、感想です。

○若杉座長 ありがとうございます。

ほかにいかがですか。

俊野委員、どうぞ。

○俊野委員 非常に膨大な報告書、参考になると思います。それで、恐らくアメリカの年金基
金の場合、不動産、平均すると7、8%とか、一つのアセットクラスとして確立をされていて、
数十人体制ということで従事して、年金資産の投資にとって非常にふさわしい運用対象という
ことでかなり本格的に力を入れてやっていたらということ、非常に参考になる情報多
かったと思います。地共済グループの中での情報の活用のある方ということなのですから、
当面、小から始めよということで国内債券等伝統的な資産の一部として代替的な位置づけで
ご採用されると思います。何らかの形でこのような知見というのを活用していかれる方向なのか、
地共済グループの中での活用の方角性ありましたら教えていただければと思います。

○高濱投資専門員 今のご質問の趣旨は、いろいろこういった情報を収集するなり、あるいは、
知見とかがある程度蓄積されていったところで、ほかの組合に情報還元とかをするのかという
ような趣旨かと理解いたしました。

今回出張させていただいた、こういった情報というのは還元させていただいております。それから、個別の投資案件ですとか、投資におけるところというのはそれぞれまず各組合がどう判断するかというところが前提にあるわけなのですけれども、投資した結果、こういったところは気をつけるべきだとか、共通項として気をつけなければいけないような点、あるいは、こういうやり方でリスク管理をするのだというような点というのは、これはある程度共有させていただけるかなと思っています。

一方、個別の投資案件に関しましては、やはりなかなか共有するのが少し難しいかなと考えております。

○若杉座長　そういうことでよろしいですか。

ほかにいかがですか。

私の印象では、訪れた地方公務員の基金なんかはかなりオルタナティブ投資に熱心なのですが、印象としては、リーマンショックで相当資産が傷んでいるので、その回復があるのではないかという印象を受けて、そういう意味で結構リスクをとっているなという感じがしました。だから、気をつけなければいけないということも感じましたね。

だから、地共連が何を狙ってまずオルタナティブやるかということはすごく重要なことだなという印象を持ちました。

村上委員、どうぞ。

○村上委員　2点質問させていただきたいと思ひまして、まず、地共済グループとして今回見てきた中で、当面、走り出すのに当たって一番手本にしやすいなと感じられたところは何があったのかどうか、これはそれぞれやり方が違うんでいろいろなところを見ながらということにやっぱりなるのか、そのあたりが1点。それから、逆にこういう分野をやっていることについての悩みをどういう形で各基金は抱えられているのか、そのところについてコメントいただけたらと。

○若杉座長　では、大森部長、お願いします。

○大森資金運用部長　参考になる事例としまして、現状一番近いのは、先ほども出ていましたニューヨークのNYSLRSではありますが、それ以外のところは真似しようにも今できる状況にありません。

ただ、聞いてきた中で、彼らのスタートした段階、初期の段階の取り組みというのが非常に参考になったかなと思っております。そこを凝縮しましたのが14ページ以下に書いておりますけれども、小さく始めるということ、それから、やはり、知見のある、信頼の置ける機関のコ

ミングルフアンドから見て、その中の個別の粒々を、失敗事例も見ながらよくこの業界はこう
いうところだということをもまず知るところが大事なかなと思います。

2つ目のお尋ねとも重なるのですけれども、今非常に進んでいる、C a l P E R Sはじめ
等々のところで直接投資を手がけながら初期のコミングルフアンドで失敗したもの、あるいは、
直接投資の個別案件でもそうですけれども、それを手放すのに非常に苦勞していると、ミー
ティングの途中で抜けられた方がその最後の調印式で抜けたとか、そういうのもありまして、
ですから、失敗したものを抱えると大変苦勞するのだというところは目の当りにしたというこ
とも含めてよく分かったかなと思います。

それをしないために、ここに書いておりますけれども、安定インカムということもあります
し、特にリスク・リターン特性が本当におとなしいところ、あえて極論で申し上げるなら、リ
ターンを狙わないでも良いのではないかというぐらいおとなしいところから始めるべきだと
思っております。

○若杉座長 リターンを狙っていくと最終的にやっぱり直接投資になるんですよね。そうする
と、やっぱり、ガバナンスをしなきゃいけないし、あるいは、プライベート・エクイティのよ
うにかなり中に入っていかなきゃいけないということで、マネジメントにも関与する必要があ
るというので、1,000人ぐらいの規模のという、とてもここでは考えられないような問題に
なってくるのですよね。

そこに行くにはかなり時間がかかるわけですが、そういうことで、最初はやはり合同
ファンドなどでやっていくのが良いかなという、そういうふうにみんなと話したりなんかしま
した。

徳島委員、どうぞ。

○徳島委員 見てこられて、特にアメリカの公的年金の状況をご覧になっていらっしゃって、
やっぱりリスクを取っていらっしゃるというのはおっしゃるとおりなのですが、彼らは
コストが高いのですよね。アメリカの年金は、7%から8%ぐらい、下手したらまだ8%持っ
ている公務員年金さんあると思います。州単位とかで全然違いますけれども、そういった意味
で、私どもの場合には必ずしもそんな高い利回りが必要がない、そういった中でどこまでオルタ
ナやるのか。

ただ一方で、私どもは国内債券のかなりの低利回りをこれから甘受しないといけないとい
うところで、かなりアメリカと違うのかなということはあります。逆に、今国内債券の利回りが
低下している中でインカムが減っていますよね、明らかに。そうすると、キャピタルロスをか

バーすることがかなりバッファーとして低下していますので、そういった中でオルタナに関してはどこまでやっていくのか、どこまでリスクテイクするのかということはかなり慎重に考えていく必要があるのかなと思います。ただ、やらないといけないという必要性も十分分かっているつもりでおります。

○若杉座長 ありがとうございます。

では、そういうことをよく参考になさっていただければと思います。

千田委員、どうぞ。

○千田委員 ご説明ありがとうございました。私もカリフォルニア州立の基金を訪問した経験はあるのですが、当初からかなりの体制できっちりやられていましたので、それなりに時間をかけて、経験も積まれて今の姿があるというのは実感しております。

おっしゃるように、小さく始めるということ、そして、始めることが目的ではなくてという中で、今の徳島委員のお話にもございましたけれども、代替資産としてどういう位置づけでやっていくか、時間軸をどのように考えていかれるのかというところも含めてよく議論をしていただきたいと思います。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございます。

ほかによろしいですか。

では、ちょっといただいた時間が過ぎてしまいましたので、この議事3については以上で終了したいと思います。

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。ありがとうございました。

事務局から連絡があれば、お願いいたします。

○津田企画管理課長 まず、次回の日程でございますけれども、既にご案内しておりますとおり、3月16日、水曜日の15時半から行いたいと思いますのでどうぞよろしくお願いいたします。

それから、今回の議事録でございますけれども、また先生方に後ほどメールでお送りいたしまして確認をお願いしたいと思いますのでどうぞよろしくお願いいたします。

以上でございます。

○若杉座長 では、以上をもちまして、第11回地方公務員共済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10時36分 閉会

