

第21回地方公務員共済資金運用委員会

平成30年6月19日（火）

【確定版】

午後 2時56分 開会

○合田企画管理課長 ただいまから、第21回地方公務員共済資金運用委員会を開会いたします。

議事に入らせていただく前に、委員及びオブザーバーに交代がございますので、ご紹介させていただきます。

まず、新たにご就任された委員をご紹介させていただきます。

佐藤委員でございます。

芹田委員でございます。

長澤委員でございます。

なお、本日、喜多委員、徳島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。

次に、オブザーバーの変更についてご紹介させていただきます。

地方職員共済組合団体共済部、須藤部長です。

公立学校共済組合、近藤事務局長です。

続きまして、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としまして、管理運用方針等の変更について。資料2-1としまして、業務概況書概要版。資料2-2から資料2-4としまして、各各積立金の業務概況書。資料2の参考資料としまして、運用実績の状況。資料3-1から資料3-3としまして、平成29年度各積立金のリスク管理の状況。資料4と横のホチキスどめの資料、資料4の参考資料、こちらですけれども、退職等年金給付の積立金の基本ポートフォリオの検証について。最後に資料5としまして、経過的長期給付積立金におけるオルタナティブ投資について、でございます。

資料等に不足等はございませんでしょうか。

それでは、続きまして、第19回、20回地方公務員共済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をお配りしておりますので、こちらをご覧ください。

なお、本議事録案につきましては、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。本議事録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19回、第20回の議事録につきましては、これで確定したいと思います。

なお、本議事録は、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。

また、今回は新しい任期での最初の委員会となります。

地方公務員共済資金運用委員会設置要綱第5条第3項に、座長不在時の職務代理者について規定されております。後ほど、若杉座長からご指名をお願いいたします。

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思いません。

よろしくをお願いいたします。

○若杉座長

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。

最初に、先ほど事務局からの説明の中で触れられていた座長が不在時の職務代理については、川北委員を指名させていただきます。

川北委員、よろしくお願いいたします。

それでは、早速、議事に移ります。

本日の委員会の議事は、「管理運用の方針等の変更について」、「平成29年度各積立金の管理及び運用に関する業務概況書」、「平成29年度各積立金のリスク管理の状況」、「退職等年金給付積立金の基本ポートフォリオの検証について」、「経過的長期給付積立金におけるオルタナティブ投資について」の5本となっております。

それでは、始めに、議事1「管理運用の方針等の変更について」の説明を、合田企画管理課長よりお願いいたします。

○合田企画管理課長 それでは、管理運用の方針等の変更につきまして、ご説明させていただきます。

資料1をご覧ください。

まず、管理運用方針の変更でございますけれども、厚生年金保険事業の管理積立金と経過的長期給付調整積立金、この2つに関します管理運用の方針の変更となります。

変更内容ですけれども、外国債券のベンチマークでありますシティ世界国債インデックスの名称が変更になったことに伴い、名称を変更するものでございます。

次に、2としまして、運用対象の多様化、オルタナティブ資産への投資、これに係ります運用方針の変更です。変更内容につきましては、現在、厚生年金保険事業の管理積立金と厚生年金保険給付調整積立金、双方に関します運用方針につきまして名称が同一となっていることから、それぞれ区別できるよう、名称を変更するものでございます。

今後のスケジュールでございますけれども、当委員会でご説明後、関係共済組合に意見照会、総務省への申請を行い、総務大臣承認後、今年の早い時期に施行予定でございます。

以上で、資料1の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した。

それでは、ただいまの説明につきまして、ご質問等ございましたらお願いいたします。

運用方針の名称の変更と、それから外国債券のベンチマークの名前が変わったということで、名称変更の件2つでございます。

よろしいでしょうか。

ありがとうございました。

管理運用の方針等の変更につきましては以上で終了します。

次に、議事2「平成29年度各積立金の管理及び運用に関する業務概況書」について、これも合田運用第一課長より説明をお願いいたします。

○合田運用第一課長 それでは、平成29年度各積立金の管理及び運用に関する業務概況書につきまして、ご説明させていただきます。

資料につきましては、資料2-1から2-4。最後に資料2、参考資料となりますけれども、最初に運用状況につきまして、資料1-1、業務概況書の概要版でご説明させていただきます。

それでは、業務概況書の概要版をご覧ください。

ページをおめくりいただきまして、5ページをご覧ください。

始めに、平成29年度におけます市場環境につきまして、簡単にご説明させていただきます。

5ページの国内債券市場についてですけれども、年度当初から日銀の政策によりまして0.10%を下回る水準で推移しておりましたけれども、7月に海外金利上昇などを背景に0.10%超まで上昇しますと、日銀の同時オペにより低下に減じ、その後、北朝鮮情勢の緊迫化を受けまして、9月初旬には一時マイナスに転じたところでございます。

北朝鮮情勢への警戒感が和らぎますと、平成30年1月には一時0.1%超まで上昇しましたけれども、再び日銀の同時オペにより、その後は0.10%を下回る水準で推移いたしました。

続きまして、6ページをご覧ください。

国内株式についてですけれども、好調な国内の企業業績や設備投資の拡大による景気回復への期待感から底堅く推移したところでございます。

8月に北朝鮮情勢の緊迫化や円高が重石となる局面がありましたけれども、9月中旬以降、米国株の上昇等により上昇基調が継続し、1月には日経平均株価の終値で2万4,000円台をつ

けるなど、1991年以来の高値を記録したところでございます。

しかしながら、2月に入りますと、米長期金利急上昇をきっかけにしました海外株の下落や円高によりまして、直近高値から10%程度下落するなど、調整する局面もあり、その後も値動きの荒い展開が続いたところでございます。

おめくりいただきまして、7ページの外国債券でございます。

米国10年国債利回りにつきましては、FRBの金融政策や米政権運営の不透明感から年度当初から概ね2.1から2.4%の範囲で推移しましたが、9月の米連邦政府債務上限引き上げ問題の再燃などによりまして、一時2.1%割れの水準まで低下したところでございます。

その後、FRBの年内追加利上げ観測の高まり等から、利回りは上昇しまして、2月には一時2.9%台まで上昇いたしました。

ドイツの10年国債利回りでございますけれども、年度当初から概ね0.2から0.6%の範囲での推移が続きましたが、年明けに金融政策正常化が早期に実施される、こういった観測が優勢となりまして、米金利上昇にも連動しまして、一時0.7%台まで上昇したところでございます。

続きまして、8ページをご覧ください。

外国株式につきましては、米国株式市場は年度当初から底堅く推移し、年明け以降につきましては、最高値を更新しましたが、2月以降、米長期金利の急上昇をきっかけに、株価は乱高下する展開となりました。

ドイツ株式市場でございますが、5月から8月、また11月にユーロ高により低迷しましたが、欧州景気の回復期待から上昇しました。しかしながら、2月以降、米株価が乱高下する展開になりますと、ドイツ株式もつられて軟調に推移いたしました。

続きまして、9ページをご覧ください。

外国為替につきましては、ドル/円は、9月に米長期金利低下、北朝鮮情勢の緊迫化などから、一時、107円台まで円高が進みましたけれども、その後は米長期金利の上昇や地政学的リスクなどへの警戒感が後退し、11月には114円台まで円安が進みました。年明け以降ですけれども、円高が進みまして、3月には一時104円台をつけるなど、円高が進みました。

ユーロ/円につきましては、4月に一時115円台まで円高が進んだ後、2月初旬に137円台をつけるなど、円安が進みましたけれども、その後、株価が軟調に推移したことで、リスク回避のための円買いによりまして、一時、129円割れの水準まで下落いたしました。

このような市場環境の経過を受けまして、平成29年度の運用実績につきましてご説明させていただきます。

ページをおめくりいただきまして、11ページをご覧ください。

まず始めに、厚生年金保険給付積立金につきまして、ご説明いたします。

運用利回りにつきましては、時価ベースで6.83%のプラス。運用収益額は1兆3,744億円のプラス。結果的に運用資産残高は21兆3,577億円となっております。

続きまして、12ページの資産構成の割合でございます。

こちらは、左の表を見ていただきますと、平成28年度末から平成29年度末にかけて、こちら、簡単に申し上げますと、国内債券の比率が低下。他の国内株式、外国債券、外国株式の比率が上昇している。そういったことがございまして、基本ポートの中心に向かっている流れになっております。

続きまして、13ページ、運用利回りですけれども、時価ベースの運用利回りは、6.83%でした。

四半期ごとに見ていただきますと、第1四半期から第3四半期まではプラスでしたけれども、第4四半期はマイナスとなりました。各資産の内訳ですけれども、国内債券は金利の低下により1.01%。国内株式は市場の上昇により16.57%。外国債券はユーロ/円の円安により3.64%。外国株式は市場の上昇により9.74%と、全ての資産でプラスになっております。

14ページは前年度の運用利回りとなっております。

おめくりいただきまして、15ページでございます。

こちらはまだ総務省から数値がきておりませんので、作成中でございます。

続きまして、16ページでございます。

資産別の超過収益率の要因分解をしております。

資産全体の収益率ですが、こちらは6.83%。超過収益率はマイナス0.51%となりました。

この要因分解につきましては、下の表で資産の配分と個別資産の要因に分けております。

資産配分につきましては、外国債券のアンダーウェイトがプラスに寄与しましたがけれども、国内債券のオーバーウェイトと内外株式のアンダーウェイト、短期資産がマイナス寄与しまして、マイナス0.43%となりました。

一方、個別資産の要因でございますけれども、国内株式の収益率、こちらがベンチマーク収益率を上回ったことを主因にしまして、プラス0.11%となりました。

続きまして、17ページの運用収入額でございます。

時価ベースで、1兆3,744億円のプラスとなっております。第4四半期に大きくマイナスになった、そういった状況でございます。

18ページにつきましては、前年度の運用収入額でございます。

おめくりいただきまして、19ページでございます。

こちらは平成29年度の資産額の推移を四半期ごとに簿価、時価、それから評価損益について記載しております。前年度末の資産額20兆478億円が平成29年度末には21兆3,577億円に増えている状況でございます。

20ページにつきましては、前年度の資産額について記載しております。

21ページでございますけれども、こちらにつきましてはリスク管理の状況の資産全体を記載してございます。

左側に資産構成割合の推移、右側に推定トラッキングエラーの推移を書いております。

資産構成比の推移ですけれども、全ての資産につきまして許容乖離幅の範囲内で推移いたしました。また、推定トラッキングエラーにつきましても減少しております。厚生年金保険給付積立金についてのご説明は以上でございます。

続きまして、22ページ以降が経過的長期給付積立金でございます。

23ページをご覧ください。

平成29年度の運用利回りですけれども、時価ベース6.80%のプラス。運用収益額は1兆4,318億円のプラス。結果的に、運用資産残高は21兆7,888億円となっております。

24ページの資産構成割合ですけれども、傾向的には先ほどご説明いたしました1・2階厚年と同じ傾向でございまして、国内債券の比率が減少し、他の3資産の比率が増加するという状況でございます。

25ページ、運用利回りでございますけれども、収益率は6.80%となっております。

26ページにつきましては、前年度の運用利回りでございます。

おめくりいただきまして、27ページでございますが、こちらも総務省から数値が来ておりませんので、作成中でございます。

28ページ、超過収益率の要因分析でございます。資産全体の収益率は6.80%。超過収益率がマイナス0.54%となりました。この要因につきまして、資産配分につきましては外国債券のアンダーウェイトがプラスに寄与しましたけれども、国内債券のオーバーウェイトと外国株式のアンダーウェイト、また、短期資産がマイナス寄与しまして、マイナス0.34%となったところでございます。

一方、個別資産要因ですけれども、国内株式の収益率がベンチマークの収益率を上回った、これを主因にしまして、プラス0.01%となったところでございます。

なお、全体の収益率につきまして、先ほどご説明しました1・2階厚年は6.83%、経過は6.80%と厚年の収益率が高くなっております。この理由につきましては、厚年が経過よりも債券のデュレーションが長い、こういったことによるものでございます。

29ページ、運用収入額でございます。時価ベースで1兆4,318億円のプラスとなっております。

30ページは前年度の運用収入額となっております。

おめくりいただきまして、31ページでございます。

前年度末の資産額21兆1,471億円が、平成29年度末には21兆7,888億円に増えている状況でございます。

33ページ、リスク管理の状況でございますが、こちらも1・2階厚年と同様の傾向でございまして、資産構成割合の推移は全ての資産につきまして許容乖離幅の範囲内で推移いたしました。

また、推定トラッキングエラーにつきましても減少しております。

経過的長期給付積立金の説明は以上となります。

続きまして、34ページからは退職等年金給付積立金、新3階についてご説明いたします。

35ページをご覧ください。

平成29年度の運用実績でございますが、簿価ベースで0.56%のプラス。運用収益額は30億円のプラス。運用資産残高は6,872億円となっております。

続きまして、36ページの資産構成割合でございます。

退職等年金給付積立金の基本ポートフォリオは、国内債券100%となっております。実際に、95.8%が債券での運用となっているところでございます。

次に、37ページの運用利回りをご覧ください。

退職等年金給付積立金が保有します国内債券につきましては、満期持ち切りを前提としますため、簿価評価としております。時価ベースの数字につきましては、それぞれの参考をご覧ください。

運用利回りについては、平成29年度において収益率全体で0.56%のプラスとなっております。

38ページは、前年度の運用利回りでございます。

おめくりいただきまして、39ページの運用収入額をご覧ください。

簿価ベースで、30億円のプラスとなっているところでございます。

40ページは前年度の運用収入額です。

次に、41ページの資産額をご覧ください。

簿価ベースで昨年度末、4,110億円から6,872億円と増えている状況でございます。

退職等年金給付積立金の説明は以上になります。

引き続きまして、2-2以降の資料につきまして、内容をご説明させていただきます。

資料2-2をご覧ください。

先ほどは概要版でご説明いたしましたけれども、実際の業務概況書につきましては、3部構成になっております。

2ページの目次をご覧ください。

第1部につきましては、運用の管理、運用の状況。先ほど申し上げました状況につきまして、こちらに記載しております。第2部につきましては、積立金の管理、運用に關します仕組みや取組について記載しております。具体には運用に関する基本的な考え方、基本ポートフォリオに関する部分ですとか、スチュワードシップ責任、運用の多様化、運用機関構成の見直し、運用受託機関の管理、評価について、低金利、マイナス金利対応、ガバナンス、取引先企業に対します訴訟等について記載しているところでございます。

ページをおめくりいただきまして、3ページをご覧ください。

第3部につきましては資料編となっております。共済組合制度や運用利回りの一元化以降の推移、それから運用手数料の推移、各運用の受託をしております機関の運用資産額の一覧を各組合別に記載しております。

同様に、各受託機関の運用実績につきましても各組合別に記載しているところでございます。

続きまして、今回の作成に当たりまして、内容等につきまして拡充等した箇所につきまして、若干触れさせていただきたいと思っております。

資料2-2の29ページをご覧ください。

運用に関する基本的な考え方ですが、なぜ長期投資をするのか。なぜ分散投資をするのか等につきまして、組合員の方に対し、より分かりやすい形に内容を変更しました。

続きまして、35ページから41ページでございます。

こちらはスチュワードシップ責任につきまして、拡充しております。

具体には、35ページをご覧ください。

ESG投資への取組につきまして、組合ごとの詳細な状況を記載いたしました。

続きまして、36ページから38ページですが、外国株式の議決権行使状況やエンゲージメントについて、新規に記載しているところがございます。

続きまして、39ページから40ページ、こちらは昨年行いましたスチュワードシップコードの改訂につきまして記載しているところがございます。

続きまして、47ページでございます。

ガバナンス①ですけれども、こちらは（１）の組織、（２）地方公務員共済資金運用委員会の欄に、地共済各組合等との情報交換、連絡調整の具体につきまして新たに記載させていただいているところがございます。

以上で、厚生年金保険給付積立金につきましての説明を終わらせていただきます。

経過的長期給付積立金につきましては、厚年と同様ですので、割愛させていただきます。

次に、退職等年金給付積立金につきまして、新規に追加、又は拡充したところについてご説明させていただきます。

資料2-4の退職等年金給付積立金の業務概況書をご覧ください。

15ページ、基本ポートフォリオをご覧ください。

基本ポートフォリオの検証につきまして、今年度から記載をしております。検証の詳細につきましては、後ほどご説明させていただきます。

以上で、退職等年金給付積立金についての説明は終わらせていただきます。

最後に、資料2、参考資料について簡単にご説明させていただきます。

平成29年度運用実績の状況（組合別）をご覧ください。

こちらには各組合の資産残高、資産構成比、基本ポートフォリオからの乖離、収益率、収益額が記載してあります。

簡単にご説明いたしますと、3ページの資産残高につきましては、地共連が11兆2,246億円で52.6%を占めており、次いで、全国連が5兆7,238億円で26.8%、次に公立が2兆3,897億円で11.2%、警察が1兆5,171億円で7%、都職は3,017億円で1%、地職は積立金がわずかとなっているところがございます。

4ページ、資産構成比につきましては、国内債券が都職の28.42%から地共連の35.94%までの間に分布。短期資産につきましては地共連の0.66%が最小。地職の100%

を除きますと、都職の17.31%が最大となっております。

6 ページ、収益率、修正総合収益率につきましては、地職を除きまして、警察の5.96%から地共連の7.25%までの間に分布している状況でございます。

経過的長期退職等年金につきましては説明は割愛させていただきます。

駆け足でございましたけれども、私からの説明は以上でございます。

○若杉座長 どうもありがとうございました。

それでは、ただいまの説明につきまして、ご質問とかご意見がありましたらよろしくお願いたします。

竹原委員、どうぞ。

○竹原委員 1点確認をさせていただきたいんですが、資料2-1の21ページで、推定トラッキングエラーの推移で、グラフが掲載されておまして、推定トラッキングエラーがゼロに近づいて低下している傾向は分かるんですが、これはベンチマークと、それから現在のポートフォリオの差だけでしょうか。それともここにアクティブ運用の部分のトラッキングエラーもここに入っているのでしょうか。

○藤原総括投資専門員 両方の影響が入っています。

○竹原委員 入っているとすると、もしかするとアクティブなんだけれども、リスクをとらないでインデックスに近い運用をしているために下がっている部分と、それから基本ポートフォリオに近づいているために下がっている部分と、これは合計でトラッキングエラーが出ていると思うのですけれども、違いますでしょうか。

○藤原総括投資専門員 仰るとおりでございまして、次の議案のリスク管理の状況で、もう少し追加して説明させていただきたく存じます。

○若杉座長 よろしいですか。

ほかにいかがですか。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 これは多分、各公的年金で共通してフォーマットをつくられていると思いますが、資産構成割合が、今、竹原委員が質問されたリスク管理とも関係するんですけれども、全体として中心値に近づいているわけですね。それがどういうふうな売買行動なり理由で生じたのか、そのあたりの説明は、報告書全体の構成の議論としてはなかったのでしょうか。

○北澤資金運用部長 今の2-1の概要版で言いますと、19ページ、厚年の例がありま

す。資産額の表ですが、下に各資産の配分、回収額とありまして、注にありますけれども、リバランスとキャッシュアウトに伴う各資産の出入りが書いてあります。これに伴う資産構成比の変化と、あとは冒頭で説明のあった市場環境の変化と両方が合わさって資産構成比の変化が起こっています。

○川北委員 地方公務員であれば組合員の方が見られるわけなので、資産構成割合の変化が、かなり意図したものだったのか、それとも先ほど満期での回収のことを仰ったと思いますけれども、そのことで自然的に真ん中に寄ってきたのか。今年度はもう議論が終わっているので無理だと思うのですが、できればそのあたりを多少説明を加えていただいたほうが、見る人にとって親切かなと思ったんですけれども、いかがでしょうか。

○北澤資金運用部長 全体の各組合の投資行動なんですけれども、全体を概括的に言うと、基本ポートフォリオを目指すリバランス、売買をしていったり、あるいは償還をそのままにしていたりすることが多いので、説明ぶりについては次に向けての工夫の参考にしたいと思います。

○若杉座長 その点、よろしく願いいたします。

ほかにいかがですか。

芹田委員、どうぞ。

○芹田委員 1点、教えていただきたいんですけれども、最近、スチュワードシップ責任で、資料としては、資料2-3の36ページのスチュワードシップ責任で議決権行使について、最近はその内容を個別に公表する流れになっておりますけれども、この内容について、ここでは細かく何社、受託機関を通じて、24社を通じてと書いてありますけれども、その通じたときの、こちらの地共済の立場はどのような形でやっているのか。それとも、地共済である程度こういうふうな方針でやっているのか、それとも受託機関の方針にある程度一任しているのかどうか、その辺を教えていただきたいと思います。

○北澤資金運用部長 資料2-3、経過的ですけれども、31ページをご覧くださいませでしょうか。

スチュワードシップ責任についての概要です。総括的な記述があるんですけれども、2つ目に地共済の取組概要とありまして、3段落目ですか、「地共済ではコーポレートガバナンス原則、株主議決権行使ガイドラインを策定し、地共済の株主議決権の行使についての考え方を明確化するとともに、運用受託機関にこれらに沿った議決権行使を求

めています。」となっております、これは多くの組合がこうなっているものと理解しておりますけれども、議決権行使に関する大きな考え方、方向性をガイドラインで示しております、そこで、場合によって原則は、例外的にこうだよという書き方はあるんですけども、個別の議案の賛否の当てはめについては運用受託機関に一任している形をとっております。

○若杉座長 よろしいですか。

○北澤資金運用部長

冒頭にお話がありました議決権行使の個別の公表を当該年度、平成29年度から行っております、運用受託機関が議決権行使を行っておりますので、その受託機関に個別の行使の結果を公表してくださいと依頼をしております、結果として40ページにご紹介しておりますように、それぞれの、これはアセットオーナーのホームページに各運用機関がどのように公表しているのか、そのページのリンクを張っている形の案内をしております。

○若杉座長 芹田委員、よろしいですか。

ほかにいかがですか。

○長澤委員 確認だけさせていただければというところですけども、資料2-1のスライドの16ページを拝見させていただくと、資産全体で超過収益率が51bpsのマイナスであった。足もとのリスクの状況は21ページに出ておまして、先ほど竹原委員からお話がありましたけれども、トラッキングエラーは足もと、大体50bpsで推移しているという意味では、50bpsのトラッキングエラーがあって、50bpsのアンダーパフォーマンス、1標準偏差はあり得る話かと思えます。

その幅という意味と方向性という意味で、アクティブ運用を使っていくのはその方向性は良いのかなと思うのですが、どういうふうの評価をされておられるかについては何かコメントがございましたでしょうか。

○若杉座長 北澤資金運用部長、お願いします。

○北澤資金運用部長 これは年度で区切った、平成29年度の運用状況、利回りにしても超過収益にしても、トラッキングエラーにしても、この1年間において超過収益であったりとか、トラッキングエラーの状況がこうだったということでもありますので、評価していく上では、もうちょっと長い目線で見なければいけないのかなと思っております。

今年度、平成29年度につきましては、超過収益については2-1の16ページにありますように、資産配分要因で、先ほどの説明と重なりますけれども、マイナス43bps、個別資産要因でプラス11bpsでありますので、資産配分要因がある程度大きかったのかなと思っております。ここについては、先ほどご質問がありましたけれども、各組合でポートフォリオを変更していく中での結果と、あとは大きな要素は短期資産の要素が地共済の場合ありますので、短期資産によりますこの資産配分のマイナス、こういったものが影響したものと理解しております。

○若杉座長 長澤委員、よろしいですか。

ありがとうございました。

ほかにいかがですか。よろしいですか。

それでは、平成29年度各積立金の管理及び運用に関する業務概況書につきましては、以上で終了いたします。

それでは、議事3に移ります。「平成29年度各積立金のリスク管理の状況について」、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、資料3-1をご用意ください。

平成29年度におけるリスク管理の状況につきまして、ご説明いたします。

業務概況書にもリスク管理の状況に関する記載がございましたが、その内容は、いずれもこの資料3より抜粋した内容となっておりますので、この場におきましてはこの資料3に沿って主にご説明をさせていただきます。

資料3-1をご覧ください。

上段のスライド1ページ、こちらから厚生年金保険給付積立金の状況です。

資産構成割合の状況ですけれども、上段のスライドの中ほど、実績ポートフォリオ、構成割合、年度末の欄に記載のとおり、年度末におきましては、国内債券が34.3%、国内株式が25.2%、外国債券が13.6%、外国株式が21.4%、短期資産が5.5%でした。

この表の一番右の列、基本ポートフォリオからの乖離をご覧ください。

年度末におきましては、国内債券がマイナス0.7%、国内株式がプラス0.2%、外国債券がマイナス1.4%、外国株式がマイナス3.6%でした。

また、この表、ちょっと小さい字となっておりますが、この一番下の行にある、うちオルタナティブ資産の部分をご覧ください。オルタナティブ資産の資産構成割合は、年度末で0.2%となっていました。

表の下にあるチャート、資産構成割合の推移は、4資産の過去1年のそれぞれの推移をお示ししております。いずれの資産ともに、年度を通して見ますと、基本ポートフォリオの中心値に近づくか、もしくは中心値近辺で推移いたしております。

下段のスライド2ページは推定トラッキングエラーの状況でございます。この表の中にあります資産全体の推定トラッキングエラーは、年度末におきまして0.60%でした。こちらは先ほど竹原委員からのご質問にあった数値ですけれども、これは年度末の実績ポートフォリオをベースに、対複合ベンチマーク比の推定トラッキングエラーをお示ししております。この中には資産構成割合の乖離による影響と、個々の資産におけるアクティブリスクによる影響の両方を含んだ推定トラッキングエラーとなっております。

その内訳をお示ししておりますのが、下の4つ、国内債券以下の各推定トラッキングエラー、それぞれは各資産のベンチマークに対する推定トラッキングエラーです。さらに、一番下に参考、資産配分効果とございますけれども、こちらは今回より追加したものでして、個々の資産についてはパッシブ運用とし、資産構成割合だけ実際の乖離が生じた仮想ポートフォリオについて、対複合ベンチマーク比の推定トラッキングエラーを試算したものでございます。

これら6つの推定トラッキングエラーの過去1年間の推移は、その下の6つのグラフでお示ししてございます。上の2つのうち、左側の資産全体の推定トラッキングエラーは先ほどの業務概況書のものと同じでございます。

その右側でございます資産配分効果、これは純粋な資産配分効果だけの推定トラッキングエラーですが、この1年を通してみると、だんだん減少しています。

また、その下の4つのグラフは、個別資産のそれぞれの対ベンチマーク比の推定トラッキングエラーでございますが、各資産について各資産全体、アクティブ、パッシブの別でお示ししているところ、いずれも横ばいとなっております。したがって、資産全体の推定トラッキングエラーが低下しているのは、主に資産構成割合の乖離幅が縮小していることが要因となっていることがお分かりいただけるかと存じます。

資料、裏面にお進みいただきまして、上段のスライド3ページは、債券のデュレーションの状況でございます。国内債券のデュレーションは年度末におきまして8.18、外国債券のデュレーションは7.10でした。表の一番右の列、ベンチマークとの差異、こちらをご覧くださいますと、国内債券がマイナス0.86、外国債券がマイナス0.10となっております。今回より追加しましたアクティブの状況はこちらに記載のとおりでございます。

下の2つのグラフは、デュレーションのベンチマークとの差異を示したものです。左側が内外債券について、それぞれの資産全体の状況です。右側がそのうちのアクティブの状況でございます。いずれも年度を通して見ますと、薄い線が示す国内債券のベンチマークとの差異は縮小傾向となり、濃い線が示す外国債券の差異は横ばいとなっております。

下段のスライド4ページは、国内債券の償還期限別時価ウェイトの状況でございます。

この表の一番右の列、ベンチマークとの差異をご覧ください。中期3年から7年のゾーン及び長期7年から11年のゾーンがオーバーウェイト、超長期11年から15年のゾーン及び超長期20年超のゾーンがアンダーウェイトとなっております。

資料を先へお進みください。

上段のスライド5ページは、国内債券の種別保有状況です。国債の保有比率が44.7%と、ベンチマークとの差異がマイナス38.4%のアンダーウェイトの一方、地方債の保有比率が35.5%でベンチマークとの差異はプラス29.1%のオーバーウェイトとなっております。

その下の表は国内債券の、主に事業債などの信用格付別の保有状況でございます。こちらの保有比率のベンチマークとの差異をご覧ください。

AAA/AAがプラス2.8%、Aがプラス3.0%、BBBがプラス0.6%です。国内債券につきましては、マイナス利回り対応などで保有しております事業債、円建外債等々が主に上位の格付でオーバーウェイトとなっていることが示されています。

下段のスライド6ページは、外国債券の通貨別保有状況です。この表の一番右の列、ベンチマークとの差異をご覧ください。ユーロがマイナス1.1%のアンダーウェイトとなっております。

その下の表、外国債券の信用格付別保有状況ですが、こちらの保有比率のベンチマークとの差異をご覧ください。AAA/AAがアンダーウェイト、A及びBBBがオーバーウェイトとなっていることがご確認いただけるかと存じます。

ここまでの債券の状況でございます。

裏面へお進みいただきまして、こちらからは株式の状況でございます。上段のスライド7ページ、こちらは株式のベータの状況です。

株式のベータは年度を通して見ますと、内外株式の各資産全体、及び各アクティブにつきまして、いずれも1近辺で横ばいとなっております。

下段のスライド8ページは、国内株式の業種別保有状況です。ベンチマークとの差異を同様にご覧いただきますと、いずれの業種もプラスマイナス0.5%の範囲内となることがご確認いただけるかと存じます。

次のスライドにお進みください。上段のスライド9ページは、外国株式の業種別保有状況です。ベンチマークとの差異の列をご覧くださいますと、いずれの業種もプラスマイナス0.4%の範囲内となっております。

さらに、下段のスライド10ページは、バリュー・アット・リスクの状況です。年度末におけるバリュー・アット・リスク値は実績ポートフォリオの計測値が12.94%、基本ポートフォリオベースの計測値は13.80%でしたので、両者の差異はマイナス0.86%となっております。

年度を通して見ますと、いずれの計測値もマーケットのボラティリティ低下による影響と考えられますが、ともに低下しています。

下の2つのチャートのうち、右側のチャートは両者の差異を示すグラフを今回より追加したものでございます。実績ポートフォリオは相対的に個別ボラティリティの高い内外株式の構成割合が上昇していますので、年度を通して見ますと、両者の差異が小さくなっていることが示されております。

さらにこの下に、今回より信用リスクの状況を追加いたしました。

業務概況書にも同趣旨の内容で記載しています。債券につきましては格付別の保有状況などを、また株式につきましては同一銘柄の株式保有状況などを記載いたしております。いずれも、こちらに記載のとおり、特段の問題はございませんでした。

資料の裏面にお進みください。

上段のスライド11ページは、ストレスシナリオ、ヒストリカルイベントに基づくシミュレーション分析の結果をお示ししております。

地共連におきましては、このようなシミュレーション分析を、地共連内の会議である、運用リスク管理会議で以前より報告していたものでございます。

これまでのこの委員会の場におきまして、資産価格の大幅変動時のモニタリングに関するご意見等々を、幾度か頂戴いたしましたので、今回、この場をお借りしまして、地共連内で行っている取組をご紹介させていただくものでございます。

この表のポイントをざっとご説明いたしますと、シナリオは6種類ございまして、ブラックマンデーをはじめ、リーマンショックなどが含まれています。

各シナリオにつきまして、左からイベントの概要、そのイベント時における主要なマーケット指標の変動、さらにそのマーケット指標が変動前水準を回復した時期、加えて資産価値の変動率を、資産全体と資産別でお示ししております。

通常、このような分析におきましては、資産価値がどれだけ下落するか、もしくは資産価値が振れるか、その変動幅が注目されるところではございますが、この表の左から3番目にあります変動前水準の回復時期につきましては、流動性リスクを相対的に許容できるという観点から見ますと、大幅な下落とともにその後の上昇もしくは戻りを考慮すること、このような観点も大事であると考えまして、この項目を追加している次第でございます。

以上が、地共済の厚生年金保険給付積立金、1・2階部分のご説明でございます。

次に、資料3-2をご覧ください。

こちらは経過的長期給付積立金、旧3階部分です。

この資料では主に1・2階部分と異なる点を中心にご説明させていただきます。

上段のスライド1ページは、資産構成割合の状況です。1・2階部分と同様に、表の中ほどの実績ポートフォリオ、構成割合、年度末の部分をご覧くださいますと、年度末におきまして国内債券が38.0%、国内株式が26.3%、外国債券が13.3%、外国株式が21.4%、短期資産が1.0%でした。

1・2階部分と比べますと、国内債券の構成割合が高めでした、また旧3階部分につきましては、新規の資金流入がありませんので、短期資産の構成割合は低めとなっております。

下段のスライド2ページは、推定トラッキングエラーの状況です。資産全体の推定トラッキングエラーは年度末におきまして0.57%でした。その下のチャートが示しますとおり、過去1年の傾向につきましては、1・2階部分と概ね同様の傾向でございました。

資料の裏面にお進みください。

上段のスライド3ページは債券のデュレーションの状況です。内外債券のうち、国内債券のデュレーションは、年度末におきまして、7.54であり、表の一番右の列、ベンチマークとの差異は国内債券がマイナス1.49となっております。こちらは、主に地共連における義務運用の影響などによりまして、1・2階部分に比べデュレーションが短くなっております。その下のグラフのとおり、デュレーションのベンチマークとの差異につきましては、年度を通して見ますと、各資産全体及びアクティブ、ともに概ね横ばいとなっ

ていました。

下段のスライド4ページは、国内債券の償還期限別時価ウェイトの状況です。表の一番右の列、ベンチマークとの差異をご覧ください。

中期3年から7年及び長期7年から11年のゾーンがオーバーウェイトの一方、超長期20年超のゾーンがアンダーウェイトとなっています。

資料は、次のスライドへお進みください。

上段のスライド5ページは、国内債券の種別保有状況です。国債の保有比率がアンダーウェイト、地方債の保有比率がオーバーウェイトは1・2階部分と同様でございます。

また、その下の国内債券の信用格付別の保有状況ですが、こちらはベンチマークとの差異をご覧くださいますと、AAA/AAがアンダーウェイト、A及びBBBがオーバーウェイトでした。

下段のスライド6ページ以降、裏面のスライド7から8ページ、さらにその次のスライド9から10ページにかけて、外国債券、内外株式、バリュー・アット・リスク及び信用リスクの状況につきまして記載していますが、こちらはいずれも1・2階部分と同様の傾向でございますので、この場でのご説明は割愛させていただきます。

また、この裏面のスライド11ページに、旧3階部分においても、先ほどのシミュレーション分析の結果をお示しいたしておりますので、後ほどご覧いただきたく存じます。

資料3-3へお進みください。

退職等年金給付積立金、新3階部分の状況でございます。

上段のスライド1ページにあります資産状況の、資産構成割合につきましては、年度末におきまして、国内債券が95.8%。短期資産が4.2%でした。その下に、参考として記載しています債券のデュレーションは、年度末におきまして13.59です。

また、国内債券の種別保有状況は、大半が地方債などとなっております。

残高の状況は、下段のスライド2ページに記載のとおりでございます。

以上が、地共済の各積立金の平成29年度におけるリスク管理の状況でございます。

なお、最後に、業務概況書に記載のリスク管理の状況につきまして若干補足させていただきます。

お手数ですが、資料2-2にお戻りいただき、その18ページをご覧ください。

この18ページから厚生年金保険給付積立金のリスク管理の状況を示しております。このスライドは資産構成割合と資産全体の推定トラッキングエラーをお示しして、

それ以降のスライド19ページから22ページにかけては、内外債券の推定トラッキングエラー、デュレーション、さらに内外株式の推定トラッキングエラー、ベータ値、それぞれの推移をお示ししております。

それぞれの内容につきましては、先ほど資料3でご説明した内容と同様ですので、後ほどご覧いただきたく存じます。

資料2-2の経過的長期給付積立金につきましても、同様の構成で記載させていただいております。

また、資料2-3は退職等年金給付積立金でございますが、こちらはデュレーションの状況をグラフとしてお示しいたしていますが、これは昨年度と同様のものがございます。

以上が、業務概況書を含めまして、平成29年度のリスク管理の状況に関するご説明でございます。

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。

竹原委員、先ほどの質問の件、よろしいですか。

少しずつですが地共連による開示のデータが増えています。大変良いことだと思います。ただいまの説明についてご質問等がありましたらお願いいたします。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 1点だけ、分かれば教えていただければと思います。資料3-2、3-1も同じなんですけれども、ここのスライドの2枚目、ポートフォリオの状況で、各資産のトラッキングエラーの推移があるのですが、見ていますと、外国株式のアクティブのトラッキングエラー、これが徐々に落ちてきている。年度を通じて、そういうふうに見えます。ほかの公的年金の委員をやっていて、気になっている点がありまして、受託しているアセマネ会社がアクティブ運用と言いつつも、パッシブに近い運用をしているのではないかと議論がされています。地方公務員の共済に関してもそういうふうな傾向が見てとれるのかどうか。このような観点から分析をされたことがあるのかどうか、そのあたりをお聞きしたいなと思ひまして、もしありましたらお教えいただければとの趣旨です。

○唐澤運用第二課長 地共連の外国株式につきましては、コンサルタントから委託先のアクティブのリスクテイクが小さくなっているご指摘もいただいておりますので、今、

仰る内容が、もしかすると原因としてあるのかもしれませんが。地共済の分析はコンサルタントに委託していないので分からないんですけども。

○川北委員 そういうことがもし見られるようでしたら、委託先の変更も含めて、少し考えられたほうが良いのかなと思います。それだけの趣旨です。

○若杉座長 理由は多少とも分かっているのですか。

○唐澤運用第二課長 地共連の外国株式におけるアクティブ運用の関係につきましては分かっています。

○若杉座長 アクティブがだんだんパッシブに近づいているということですか。

○唐澤運用第二課長 そうですね、コンサルタントの検証結果で、そういう指摘もいただいております。

○若杉座長 どうしてアクティブがアクティブらしくなくなっているのでしょうか。

○唐澤運用第二課長 どうも全体的にマイルドになってしまっているところになっているみたいですね。細かいところはいろいろご指摘等いただいておりますが。

○若杉座長 マーケットが良いからということが、あるのですかね。

長澤委員、どうぞ。

○長澤委員 この辺は、個別のマネジャーにおけるリスクテイクの状況と、株式ポートフォリオ全体としてのリスクテイクの状況にまず分ける必要があると考えていまして、個別のマネジャーにおけるリスクテイクが、リスクを3つに分解できるんですね。

先生方はもちろんご高承のとおりだと思いますけれども、どれだけエクスポージャーとしてアクティブリスクをとっているか。その1単位のアクティブリスクにおけるボラティリティ、あとはファンド内で持っている相関、ですので、リスクが減ったといった場合に、アクティブマネジャーが同じだけのリスクをとっていたとしても、例えばVIXのような指標で、数年前だったら、20%リスクだったものが今は10%なので、そういう意味だと、同じリスクをとっていたとしても、ボラティリティがそもそも減ったから減りました。あとは相関が高まったのか、減ったのか。

エクスポージャーの量とリスクの量と相関の3つがあるんですが、それがまず1つ分析する必要があるかな。

加えて、ポートフォリオ全体として見た場合、各マネジャーは同じだけリスクをとっていても、ポートフォリオ効果が高まっている、もしくは逆に減少しているところがあるので、少なくともこの10bpsぐらい減っているような機関において言えば、マーケット

のリスク自体は減ってきている傾向がずっときているので、そこは1つの理由としてあるかなと思います。

○若杉座長 アクティブのマネジャーの数が多いですね。悪い意味で分散効果が出てしまっているのかもしれないですね。

その辺りのこと、急がなくて良いですが、分析する機会を作って結果を報告していただければと思います。

よろしく願いいたします。

それでは、リスク管理の件は以上でよろしいでしょうか。

佐藤委員、どうぞ。

○佐藤委員 初めてなので、ちょっとテクニカルな確認なのですが、資料3-1と3-2で同じような数字があるのですが、スライドの5番目の国内債券の保有比率の乖離で、これは地方債を多くお持ちになる事情があるかと思うのですが、ベンチマークとの乖離がかなりあるのにもかかわらず、高めとか少な目と言われましても、リスク管理レポートなので、「ああ、そうですか」とは思いにくいところもあるので、どうしてこんなに差が開くのか説明もあったほうが良いように思うのですが、いかがでしょうか。

○若杉座長 地共済のそれぞれの組合の中では分かり切っていることなのかもしれませんが、その説明をお願いします。

○藤原総括投資専門員 特に、地共連におきまして、過去に機構債での運用、義務運用等々で引き受けているものがありました。そのときに、機構債を引き受けるかわりに、国債等との引き受けを押さえ、かつ、2年前の一元化までは、機構債は最長10年の運用でしたので、10年の機構債を引き受ける一方で、長めの国債等々の保有を押さえることもあり、種別で言えば、国債がアンダーウェイト、地方債がオーバーウェイト、さらには期間構造としては、10年より先の部分がアンダーウェイト、手前がオーバーウェイトという状況になっております。

さらには1・2階部分と旧3階部分で、この差が違う部分につきましては、特に旧3階部分で、義務運用等々で運用している部分のウェイトが高い状況にありますので、機構債の影響が大きいほうが国債、地方債のプラスマイナスのインパクトが大きく出ることと、期間構造も、10年より先と後のプラスマイナスがきつく出るとともに、デュレーションも旧3階部分が短くなるという特徴になっています。基本的に機構債での運用を取り組むスタンスの違いから1・2階部分と旧3階部分の差が出ておきまして、これに

つきましては、リスクレポート上での説明を今後工夫してまいりたいと存じます。

○佐藤委員 ありがとうございます。

今、ご説明があったところを加味してということなのですが、その他の通常のところでも本当に乖離がないのかどうか確認はあったほうが良いのかなと思った次第です。

ありがとうございました。

○合田企画管理課長 補足説明させていただきます。資料2-2の23ページをご覧ください。

上段の四角で囲まれているところでございますけれども、私ども地共連におきましては積立金の一部の運用につきまして、組合員の福祉の増進、また、行政目的の実現といった地方公務員等共済組合法の目的に沿って運用している。これに基づきまして具体的には地方債、又は地方公共団体金融機構債が発行する債券、これを取得しなければいけないことになっておりますので、こういった法律上のものがございますので多くなっているところでございます。

○若杉座長 よろしいですか。

ほかにいかがですか。

もしないようでしたら、議事3につきましては、以上で終了します。

次に、議事4「退職等年金給付積立金の基本ポートフォリオの検証について」に移りたいと思います。

これは企画管理課よりお願いいたします。

○企画管理課 それでは、資料4と参考資料に基づきまして、ご説明させていただきます。

まず、資料4、A4縦の紙をご覧ください。

退職等年金給付の積立金の基本ポートフォリオの検証について、でございます。

冒頭の記載のとおり、新3階の基本ポートフォリオの検証につきましては、管理運用方針で、定期的に検証を行うこととされてございますので、地共済全体の基本ポートフォリオの検証を行うものでございます。

1に記載してございますけれども、基本的な考え方といたしましては、私どもの運用の目標でございます基準利率に見合った年金資産が確保できているかという観点から検証を行ってございます。

また、新3階の制度的な検証につきましては、別途、事業年度終了後に検証を行うこ

とになってございます。

2で、新3階の運用の方法について、改めましてご案内させていただきますけれども、新3階の基本ポートフォリオにつきましては、国内債券100%となっております。

また、先ほども議論がありましたけれども、国内債券の運用につきましては、地方公共団体金融機構債、私どもでは機構債と呼んでございますけれども、機構債の10年債と20年債を購入してございます。

また、機構債の発行条件につきましては、国債に一定のスプレッドをプラスしています。10年債、あるいは、20年債にそれぞれ3bps、2bpsのスプレッドが確保された発行状況になっている形になってございますので、長期的には財政上の余剰を生む方向に寄与するものと考えて投資を行ってございます。

また、新3階につきましては、こちらは満期保有となっておりますので、簿価評価での評価とさせていただいているところでございます。

新3階につきましては給付の算定基礎額、年金算定の基礎額に対して、基準利率を設定してございまして、この基準利率の設定ルールが、その下のポツにございますとおり、10年債の国債の利回りの直近1年の平均、あるいは直近5年の平均のいずれか低いほう。

又は、国共済又は地共済の運用利回りの見通し、これの低いほうに設定する形になってございますので、極めて保守的な制度設計になってございます。

また、基準利率につきましては、仮に10年国債がマイナスの場合につきまして基準利率はゼロを下回らないとなっておりますので、ゼロと設定されてございます。

詳しい検証につきましては、参考資料でご覧いただければと思いますので、参考資料をご覧ください。

1ページは今説明したところでして、めくっていただきまして、2ページをご覧ください。

平成29年度の運用実績を記載してございます。こちらは組合ごとに記載してございまして、地共済全体でいきますと、実績は0.56%で、先ほど業務概況書でご報告したとおりの数字でございます。

年度で区切りますと、平成29年度の目標につきましては年度の前半が0.32%の期間、年度の後半がゼロ%の期間になりますので、年度を通して見ますと0.16%が目標値になります。ですので、各共済組合、あるいは全体といたしましては目標率を達成していません。

また、ページをおめくりいただきまして、3ページ目になりますけれども、先ほどご案内させていただいた運用利回り、先ほど種別で区切って作成してございます。上段が種別ごとの簿価残高になってございまして、下段が先ほどご案内させていただきました、全体実現収益率のそれぞれの種別ごとの数字になってございます。

こちらをざっと見ていただきますと、下から2段目、あるいは3段目にごございます投資不動産、貸付金の利回りが若干高くなっているのをご覧いただけるかと思えます。

また、それぞれの地方職員共済組合ですと、投資不動産の利回りは2.2%、貸付金が2.05%、その比率で見えますと、投資不動産は17%、貸付金が44%になってございます。

目を右に移していただきまして、警察共済組合でも同じような、利回り1%に対してウェイトが29.5%になってございますので、貸付金、利回りが高いところの残高が多いところ、共済組合の運用成績がよくなっていると状況でございます。

また、若干補足させていただきますと、短期資産につきましては、基本的に年金支給額が多くございませんので、基本的には債券を購入していくことになるんですけども、地職及び団共の短期資産の利回りが高いので、若干補足させていただきますと、地職の短期資産の資産構成比は16.1%となっておりますけれども、先ほどご案内させていただきました貸付金が旧3階から新3階に移ってきまして、貸付金が移ってきたことによりまして、貸し付けの利率が低くなることに対する組合員の借入需要の増加に対応するため、組合員への貸し付けがきちんとできるように、比較的、短期を厚めに保有しています。

年度に入りまして、貸し付けも増えてきてございますので、この辺の貸し付けの状況等を踏まえまして、短期資産の残高確保ですとか、あるいは効率的な運用について取り組んでいくことを確認してございます。

ページをおめくりいただきまして、4ページが比較的長期、一元化以降の数字を記載してございます。ここの上の表の真ん中くらいに記載してございます基準利率は0.80%です。平成27年度は0.24%、平成28年度が0.40%、平成29年が先ほどの0.16%で、当該期間全体で0.80%になります。地共済全体の収益率は、1.31%となっておりますので、これも全体で達成できています。

また、5ページ目につきましては、先ほどご案内させていただきました基準利率の設定ルールです。6ページにつきましては直近の基準利率のゼロ%の根拠で、10年国債の

利回りの計算式を用いて参考で記載してございますので、後ほどご覧いただければと思います。

A 4 の縦の本文にお戻りいただきまして、裏面になります。3 の検証結果をご覧ください。

先ほどご紹介させていただきました平成29年度の運用状況につきましては、それぞれ全体で基準利率を上回っていることを確認させていただきました。

また、一元化以降の運用状況についても基準利率を上回っております。

先ほどご確認をさせていただきましたけれども、貸付金の貸し付け等を行っている組合につきましては、貸付利率が1%程度と比較的高いことを確認させていただきました。

このため、国債利回り等に連動する形で給付水準を決めるキャッシュバランス型の年金の特性を踏まえて、私どもとしては国内債券100%の基本ポートフォリオで機構債を中心に、スプレッドを享受しながら運用しておりますけれども、こちらの運用については、現状、特に問題はないという考えでございます。

したがって、4 の記載のとおり、新3階の基本ポートフォリオについては、引き続き、このポートフォリオでいきたいと考えてございます。

検証については、以上でございますけれども、新3階につきましては、今年度において、財政再計算を行う予定としてございますので、これを踏まえて皆様のご意見をいただく機会があるかと思っております。

説明は以上でございます。

ありがとうございます。

よろしく願いいたします。

○若杉座長 ありがとうございます。

ただいまの説明につきまして、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。特にないようですね。

それでは、時間が押していますので、先に進めさせていただきます。

次に、議事5で、「経過的長期給付積立金におけるオルタナティブ投資について」でございます。

これは、山縣総括投資専門員にお願いいたします。

○山縣総括投資専門員 右肩、資料5をご覧ください。

経過的長期給付積立金におけるオルタナティブ投資について、ご説明いたします。

本件につきましては、旧3階でオルタナティブ投資を始めるに際しての課題を整理し、対応策につきまして1つの案をお示しするもので、委員の皆様からご意見をいただければと考えております。よろしくお願いたします。

1ページの枠の中に概要を記載しております。最初の丸、連合会は平成28年1月から、1・2階でオルタナティブ投資を開始しまして、旧3階については、1・2階で知見と確信度を高めてから検討することとしておりました。

2番目の丸、今般、1・2階で一定の実績が積み上がったことから、旧3階でオルタナティブ投資を行う際の課題、留意点をまとめております。

3番目の丸ですが、旧3階は閉鎖型ですので、下振れリスクに留意する必要があります。本資料では下振れリスクへの対応として、投資金額の上限を1・2階の半分とし、当面の投資対象を1・2階で実績があるものに限定する案をお示ししております。

「1. これまでの経緯」ですけれども、最初の段落ですが、過去の委員会におきまして、旧3階でのオルタナティブ投資を検討するべきではないかというご意見をいただき、これに対して、連合会としましては、1・2階で実績を積んでから取り組む方針であることをお答えしております。

2番目の段落では、連合会の1・2階でのオルタナティブ投資の採用実績について記載しておりまして、今般この実績を踏まえて、旧3階でのオルタナティブ投資に係る課題を整理し、検討を開始するものです。

「2. パフォーマンス実績と伝統的資産との相関」でございます。

連合会が投資したプロダクトは、ほぼ想定どおりのパフォーマンス実績を上げております。分散効果につきましては、ページをおめくりいただき、2ページの表をご覧ください。

オルタナティブ資産と伝統的資産は長期で見た場合は、相関が低く、分散効果が享受できるものと思われま。

「3. オルタナティブ特有のリスクへの対応」ですが、最初の段落で、オルタナティブ資産は流動性が乏しく、オルタナティブ特有のリスクがございますので、投資済みプロダクトにつきましては、これらオルタナティブ特有のリスク項目を中心にモニタリングを実施しており、2番目の段落ではモニタリングの人的な体制と情報拡充について記載しております。

「4. 旧3階の課題への対応」でございます。

(1) は流動性に関してでございます。平成26年財政再計算ベースのシミュレーションでは、連合会、地共済全体ともに、将来にわたって十分な積立金が確保される見通しでございます。旧3階の運用資産の大部分が流動性の高い資産であることを考えれば、流動性については特段の配慮は不要と思われま

(2) 下振れリスクです。最初の段落では、旧3階の基本ポートフォリオを1・2階と同様としている理由について記しております。

3ページをご覧くださいまして、「ただし」からの段落ですけれども、旧3階は閉鎖型という特性がございますので、これを踏まえて、下振れリスクには留意する必要がございます。

そこで(3)旧3階における対応(案)ですけれども、ここでは①で投資金額を1・2階の半分に抑えること。②は投資対象等の制約でして、アでは投資対象資産を不動産とインフラに限定すること。それから、イでは、戦略を分散型のコア戦略に限定することを下振れリスク対応の1つの案としてお示ししております。

「5. 旧3階の投資方法(案)」ですが、(1)新規投資として、①は1・2階と同時実行、②は1・2階で過去にヒアリングを実施して手持ちとしているプロダクトがございますので、そこから採用するもの。それから、(2)は1・2階で既に投資しているプロダクトと同じものに投資する投資方法案を記載しております。

ページをおめくりいただきまして、「6. その他」ですけれども、手続は管理運用の方針等の組合全体にかかわるルールの変更が必要となります。本資料では、地共連が旧3階でオルタナティブ投資を始めるに当たってについてご説明しておりますが、手続としては組合全体のルール変更にかかわってまいります。

5ページの添付資料をご覧ください。

別添1は、過去の委員会の議事録ですけれども、最初の議事は、平成27年5月20日のものがございます。これはオルタナティブ投資を開始する前の委員会です。このときに俊野委員より、リスク管理の観点から、市場変動の影響を受けにくい、例えばインフラ投資のようなものを旧3階に組み入れるべきではないかというご意見をいただいております。

次に、6ページの中ほどですけれども、こちらは平成29年1月30日の議事録です。

これは既にオルタナティブ投資を開始してからの委員会ですけれども、このときに、やはり俊野委員から、このときは超過収益の獲得という観点から、収益源泉の異なるオ

ルタナティブ投資を旧3階でも検討すべきではないかというご意見をいただいております。

それから、7ページ、別添2は投資対象のイメージとして、旧3階の投資対象を不動産とインフラに限定し、また、1・2階よりリスクがおだやかな投資を行うことをイメージ図としてお示ししております。旧3階の投資領域は、太い点線で囲った部分でございます。

それから、最後の別添3、A3の資料ですけれども、こちらは連合会の投資実績です。右から2列目に実績リターンを記しております。為替の影響で円ベースのリターンが低いもの、それから、下の2つはマイナスリターンとなっておりますが、これはプライベート・エクイティとして、このマイナスリターンは当初から想定したものでございます。各プロダクトのリターンの出方としては想定どおりの結果となっております。

私からの説明は以上です。

よろしく願いいたします。

○若杉座長 経過的長期給付積立金においてオルタナティブ投資を実行するに当たっての考え方が重要になりますが、案を作りましたので、それについて皆さんのご意見を伺いたいところでございます。

蜂須賀委員、どうぞ。

○蜂須賀委員 旧3階については、流動性と下振れリスクに十分配慮するということで、そこが最も重要だとは思いますが。一方で1・2階と比べて、リターンが低くて良いこともないと思っておりますので、何らかの形でオルタナティブ投資をやっていくことなのかなと思っております。

ただ、その中身をどうするかということで、基本的には投資対象が増えれば、分散も効くようになるので、最適のリスクリターンを達成できるようになることだと思います。ただし、3ページの旧3階における投資対象の考え方がこういうことで良いのかは、本来であれば、それぞれのプロダクトのリスクリターンを考える必要があります。不動産であってもリスクの高いもの、低いものいろいろあると思っておりますので、そういうところを留意してやれば、現状、債券と株式だけでやっているものを、債券と株式の間のリスクのものも、やはりオルタナティブ投資と呼んでいる部分に入っていたりすると思います。あるいは株式のリターンを超えて、さらに高いリターンをどこまで狙っていくのかということで、旧3階はあまり極端な高いリターンは狙わないのであれば、株式で

きるだけ近い部分に押さえておくとか、そういう発想なのかなと思います。そういうふうにリスク、リターンのプロファイルが広がって、選択肢が増えると、その中で、できるだけ流動性、下振れリスクを考えて極端なところはとらないようにやっていくところから、スタートするのであればよろしいのではないかなと思います。

一方で、1・2階でうまくいったものを選ぶところとかは、必ずしもうまくいったものはそのままうまくいくかどうか分からないとか、そういうところもあるので、やはり同じことなんですけれども、やはりそれぞれのプロダクトを1個1個見て、リスク、リターン、この辺のやつをとろうとか、そういう判断をやっていくことがあると思います。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございます。

森本委員、どうぞ。

○森本委員 旧3階のオルタナティブ投資については、閉鎖型年金である特性を踏まえて、「下振れリスクに特に留意をすること」と管理方針の中では記載されていると思います。本日の資料の中にも入っているんですが、基本ポートフォリオの検証等の中において、積立比率100%が十分維持できるという今の検証結果にもある中で、必要以上に収益を狙っていく必要があるのかというところに疑問を感じます。

オルタナティブ投資は、2年ほど前に始めたのですが、資産の実質的所有者である組合員は一体どのような運用が今行われているのかという点について、今のところ十分な認識、理解がないという状況でもありますし、特に急いでオルタナティブ投資を開始する必要性を感じないという意見でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

佐藤委員、どうぞ。

○佐藤委員 お話を伺っていると、当面の間、流動性を心配しなくてもよくて、キャッシュアウトを心配しなくても良いのであれば、閉鎖型であっても投資の時間軸は長いのではないかと思います。それであれば、逆に1・2階と分ける意味をあまり感じない。今、1・2階でやっているものは、どんどん旧3階に組み入れていっても良いのではないかと思います。

繰り返しですけれども、下振れリスクというのは別に元本が飛ぶわけではなくて、マーケットが振れるということです。時間軸が長いのであればそれは回復していく、そういう前提にあれば、もっと分散を進めて、収益の機会を狙っていくのは、良い考えでは

ないかと思えます。

○若杉座長 その点、下振れリスクについては金額で抑えようということで、資産の保有比率に2.5%という上限を設けることです。3ページの(3)の1の投資金額の節でそれが記述されています。

竹原委員、どうぞ。

○竹原委員 現状の1・2階で上限が5%であるのに対して、現在は0.2%しか資産構成割合がまだ達していないわけです。この段階で、収益源として有望であることは認めるとしても、0.2%しか組み入れてなくて、4.8%の余裕があり、1・2階の部分でほとんど上限に達していない段階で、さらに旧3階について2.5%という上限を現段階で設定して、すぐに運用に組み入れるのは、私はやはり時期として早いのではないかという気がします。

特に、モデルポートフォリオの問題がありますので、オルタナティブ投資部分のリスク管理をこれからどのように整備していくかについて着地点が見えてない状況で運用を開始するよりも、もう少し時間を長目に見て、ゆっくり進めても良いのではないかと私は思います。

○若杉座長 ありがとうございます。

ほかにいかがですか。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 2点、思いました。1点は、事前説明のときでも申し上げたのですが、旧3階の資金の位置づけです。多分シミュレーションすると受給者がゼロに近づいたときにも通常の場合は残高が残っていく。その残った資金をどういうふうに位置づけるのか、これが定まっていないと、収益性を目指すべきなのか、それとも安全に運用すべきなのか、そこの議論がなかなか収束しない気がします。

以上は今後の検討課題だろうとは思いますが、もう1点は、竹原委員と全く同じ意見を持っていて、1・2階の部分で、まだ十分に投資できていない段階で、本当に旧3階にも広げていく、その優先順位としてそれが正しいのかどうか。そこは当面の議論としてはあり得るのかなと思いました。

以上です。

○若杉座長 投資金額が思うように伸びていないという言い方が良いのかどうか分かりませんが、設定枠の5%にはるかに及ばないことは確かです。やはり投資対象がないと

ということですか。

○北澤資金運用部長 着実に積み上げていきたい意思はあるんですけども、一方で、やはり良いものを選んでいきたいと思っけていまして、マネジャーエントリーという性格上、エントリーしていただいたものの中から選ぶということで、良いマネジャーなり、プロダクト、いろいろ手を尽くして広報はしているんですけども、そういった機会をとらえたいということと、市場自体がご承知のように、いろいろな資金がたくさん、いろいろ煩多という言葉がありますけれども、4資産を超えて様々なオルタナティブ資産に集中していますので、やはり値が上がっているというのがありますので、そのあたりを注意して、良いものを選んで、少しずつ積み上げているところでございます。

○若杉座長 長澤委員、どうぞ。

○長澤委員 川北委員が仰られた位置づけ論がまず大原則で重要だと思います。そこをクリアしたときに、これは多分、以前の会議でも議論されているのかもしれないですけども、1・2階部分と旧3階部分の公平性をどう担保するか。上場証券であればどちらも、ある割り当てを買えるんですけども、この主のプライベート系のものというのは100億円しか割り当てがありませんと言ったときに、50・50で分けるのが公平なのか。それとも残高、持っている全体アセットの残高で内部で分けるのが公平なのか。同じ運用部隊が2つの資金、少なくとも会計上は違う資金を預かっておられる中においては、その公平性はどう担保するのか、1つ論点として次の段階で旧3階の位置づけ論が終わった後であるのかなとは思いますが。

○若杉座長 また新しい論点が出てきました。一見、成果を奪い合う感じになるわけですかね。基本になる分配ルールとして、何か考えていることはありますか。

○北澤資金運用部長 まず、川北先生からありました旧3階の資金の位置づけですけども、これは制度上の問題になってこようかと思うんですけども、川北さんが仰る、最後に資金が余ったりした場合、どうなるかなんですけども、それは今、制度上はまだ明確な規定はないです。こうするという方向性はないのが現状です。

長澤委員からありました1・2階と旧3階の取り扱いですけども、伝統的資産でもそうなんですけれども、たまたま資産規模が同じくらいの規模であります。基本ポートフォリオも同じということで、ともに給付に対して一定の賃金上昇率に応じた上昇が見込まれているので、基本的にはアクティブ運用についても同じような運用をしていますので、仮にオルタナティブ投資が行われて、同じようなプロダクトについて両方に適用

できるというときには同じような額を2つに分けて投資することになるのではないかなと想定しています。

○若杉座長 その枠を使い切っていないのにわざわざ新たに設けるのはどうかという考え方もありますが、増枠をしても投資対象がなければそれはそれで良いのだという考え方もあるわけです。一方で枠があると無駄な使い方をする、そういうビヘイビアのおそれもあるので微妙なところだと思います。この問題について他にご意見はありませんか。

佐藤委員、どうぞ。

○佐藤委員 弊社も従前からオルタナティブ投資には取り組んでおりますけれども、ポートフォリオの構築にはものすごく時間がかかります。プライベートの不動産とかインフラは、案件があるときしか窓が開きませんので、枠があるからといって拙速に投資を積み上げるのは別のリスクをはらみます。長い経済サイクルのなかで、だんだんと積み上げていくことによって、初めて成果の出る投資なので、この旧3階もその成果を見てからやろうというように考えると、キャッシュアウトの時期が来てしまって、手遅れというリスクも出てくるのではないかと思います。

ですから、枠が実務の上では余っているから使わなければいけないとか、投資成果を見届けてからというのはちょっとこの投資の場合にはそぐわないのではないかと思います。

○若杉座長 ありがとうございます。

本日、枠の問題を決めなければいけません。他にご意見はありませんか。

はい、どうぞ。

○森本委員 もう1点、旧3階なんですけれども、私、所有者、組合員の代表として考えると、とにかく安全に最後まで給付ができるように運用してもらえば良いということで、特にもうける必要はないと考えています。基本ポートフォリオなども、独自で設定ができるので、できる限り債券100%の運用に近づけていく形で運用していただきたいというのが本音の気持ちなので、そういう思いも含めて検討していただければと思います。

○若杉座長 組合によっても状況は異なると思いますが、オルタナティブ投資というと、組合員の間には、理解や受け入れ態度に大きなバラツキがあるのですか。

○北澤資金運用部長 森本委員が現場の声を代弁してお話ししていただいていると思うので、我々も今まで努力してなかったわけではないですけれども、一層努力はしていかなければいけないという課題意識は持っております。委員会は変わりますけれども、地

共連のオルタナティブ投資をやっていますので、地共連の運用報告書では従来からオルタナティブ投資について割と詳細に記述しています。例えば各12プロダクトについてそれぞれの運用の概要を書いたりとか、今回からの取組では後で紹介がありますけれども、コラム形式にしまして、どういう目的、狙いでオルタナティブ投資をしているのかを割と分かりやすく書いているつもりです。

ただ、なお一層の努力が必要なのではないかなと思っておりまして、もう少し分かりやすい広報、周知に努めたいと思っています。

○若杉座長 本日は、議論を詰める必要はないとのことですので、皆さんからいろいろご意見を伺いましたので、それを事務局でいろいろ検討する材料にいただければと思います。

よろしいでしょうか。それでは、そういうことでこの件は終了させたいと思います。

それでは、これもちまして、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。

次回の日程、また今回の議事要旨、また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をいたしますので、よろしくお願いいたします。

事務局からの連絡は以上でございます。

○若杉座長 それでは、以上もちまして、第21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。

午後 4時30分 閉会