

第12回資金運用基本問題研究会

平成27年6月9日（火）

地方公務員共済組合連合会

午後3時03分 開会

○津田企画管理課長 それでは、定刻より少し前ではございますけれども、ただいまから第12回資金運用基本問題研究会を開会いたします。

議事に入ります前に、本日の配付資料の確認をさせていただきます。

まず、次第でございます。その次に、座席表、資料1といたしまして、外国債券公募の選考結果について、それから資料1の附属資料、外国債券公募の概要と新旧比較でございます。次に資料2、被用者年金一元化後の基本方針について、項目（案）でございます。それから、参考資料といたしまして、現在の地共連の基本運用方針、その次に資料3といたしまして、オルタナティブ投資に係る運用方針の記載項目について。資料3の附属資料といたしまして、優先運用候補資産がございます。それから、資料4といたしまして、マネジャー・エントリー制の導入についてでございます。最後に資料5、スケジュールでございます。

資料は以上でございますけれども、落丁、乱丁等ございましたらお願いいたします。よろしいでしょうか。

続きまして、第8回から10回の研究会の議事録の確認をお願いしたいと思います。委員の先生方には議事録（案）をお配りしておりますので、そちらをご覧いただきたいと思いますが、研究会議事録作成及び公表要領では、「議事録は、研究会の確認を得て作成するもの」とされておりますので、本日ご出席の委員の先生方のご了承の上、確定となります。なお、発言された委員にご確認の上、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。

本議事録につきまして何かございましたらお願いいたします。

では、こちらの内容でよろしいでしょうか。

ありがとうございます。それでは、議事録につきましてはこれで確定したいと思います。本議事録は、前回研究会の開催日から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。

以降の議事進行につきましては、若杉座長をお願いしたいと思います。

○若杉座長 改めて皆さん、長丁場になりますけれど、よろしくをお願いいたします。

議事進行についてもいつものようにご協力よろしくをお願いいたします。

本日の研究会の議事は、「外国債券の公募について」、「被用者年金一元化後の基本方針について」、「オルタナティブ投資について」、「その他」の4本となっております。

最初に、議事1「外国債券の公募について」ですが、初めに、内容について事務局より説明をお願いいたします。

○馬場運用第二課長 運用第二課の馬場でございます。私から、資料1の外国債券の公募状況の選考結果についてご説明いたします。

外国債券につきましては、既にご案内のとおり、現行のシティ世界国債インデックスをベンチマークとするプロダクトに加え、長期給付積立金に関する基本運用方針で認められている範囲内において、国債以外の社債等にも投資対象を拡大する方向で新規プロダクトの公募を行い、選考を進めていたところですが、今般、選考を終え、採用するプロダクトを決定いたしましたのでご報告いたします。

まず、1ページでございますが、これはこれまでの振り返りになりますけれども、昨年10月の公募に対し、72のプロダクトの応募がございました。

また、これまでの選考についてであります。応募資格要件を確認する事前選考、定量的評価を行う一次選考、並びに運用哲学、運用手法、運用体制などを評価する二次選考を行いました。

選考の評価項目等につきましては、次のページに記載してございます。今回、これらの過程を踏まえ、17のプロダクトを採用するところとさせていただきます。なお、これらのプロダクトの運用開始は本年7月を予定しているところとさせていただきます。

また、参考にありますように、今回のアクティブプロダクトの採用によりまして、アクティブ・パッシブ比率は地共連の目標比率の50対50に近づくこととなります。

次に、今回、採用するプロダクトにつきましては、3ページ目に記載してございます。

新規先のプロダクトでございますが、これは今回の公募により初めて採用するプロダクトでありまして、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（除く日本）で6プロダクト、国債以外の社債等を含む債券で構成されていますパークレイズ・グローバル総合インデックス（除く日本、ヘッジなし・円ベース）で4プロダクト、その他のインデックスとしまして、スマートベータタイプを1プロダクト採用することとしております。

それから、既存先でございますが、これは既に採用しているプロダクトのこととさせていただきます。成績優秀なプロダクトのほか、新たに為替ヘッジの導入など、改良によりパフォーマンスの改善が期待できるプロダクトであることから、引き続き採用することとしております。

続きまして、次の資料ですけれども、外国債券全体の状況をご確認いただくために、今回新たに外国債券のパッシブ運用のプロダクトの残高、アクティブ・パッシブ比率の変化、既存のアクティブプロダクトの改良前のパフォーマンスについて記載をしたものを参考にお付けいたしましたので、後ほどご覧ください。

変わりました。資料1附属資料、外国債券公募の概要と新旧比較について、採用前のプロダクトと、今回採用しましたプロダクトのポートフォリオについて比較をしてご説明申し上げます。

まず、1ページでございますが、概要について述べております。従来のポートフォリオは少数のマネジャーに対する集中により、全体のリターンが個別のパフォーマンスに大きく依存しておりましたが、手法の分散、投資対象の拡大によるカテゴリーの追加・再編、マネジャーの追加などにより、新たなポートフォリオは特定のカテゴリー、個別のマネジャーのパフォーマンスに過度に依存せず、中長期的に安定的な超過リターンの獲得をするものとなっております。

イメージ図で整理をしておりますが、従来のベンチマークはシティ世界国債インデックスだけでしたが、新たなポートフォリオは、このほかバークレイズ・グローバル総合インデックスを加えるほか、運用手法の管理分類を変更いたしました。

従来のシティ世界国債インデックスの運用手法の分類は市場型とクロスヘッジ型ですが、これは為替ヘッジの利用のありなしで区分をしておりました。新たなポートフォリオにおきましては、大半のプロダクトは為替ヘッジを利用していることから、これらの区分方法を変更することといたしました。

新たな区分の方法は、超過収益の源泉に着目し、金利予測は将来の金利を予想してその方向感にベットするプロダクト、バリューは投資価値と実際の価格との乖離に着目して超過収益の獲得を目指すプロダクト、また分散は金利予測、バリューのいずれにも分類されないプロダクトに整理するものでございます。

次のページをお開きください。次にパフォーマンスの比較について、でございます。

グラフにおきまして、青は従来のポートフォリオ、オレンジは新ポートフォリオを示しております。縦棒の超過収益のリターンにつきましては、新ポートフォリオのオレンジが概ね上に向かっていくところが確認でき、また累積のリターンにおきましても、青の従来のポートフォリオよりもオレンジの新ポートフォリオが上回ることを確認できます。

また、過去6年におきましては、リターンが向上することにより、超過収益獲得の効率性を示すインフォメーション・レシオがよくなっております。

次のページをお開きください。新旧ポートフォリオのウエートとリスクの配分でございます。従来のポートフォリオは市場型にウエート・リスクが集中しておりましたが、新ポートフォリオにおいては、運用スタイルなどの分類ごとにウエート・リスクがともに概ね分散されていることが確認できます。国債型の金利予測型のリスク配分が小さくなってございますが、これはこ

の中の一部のマネジャーのパフォーマンスがほかのマネジャーと逆相関関係にあることによるものでございます。

次のページをお開きください。新旧ポートフォリオの年度別リターンの寄与度でございます。従来のポートフォリオでは、リターンが青で示した市場型に大きく影響を受けていることが確認でき、新ポートフォリオにおいては各運用スタイルなどの分類ごとにリターンが分散され、全体として安定的に超過リターンを獲得することが確認できます。

以上、簡単でございましたが、外国債券公募の選考結果についての説明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 ただいまご説明いただきましたが、ご質問やご意見ございますか。

はい、どうぞ、浅野委員。

○浅野委員 今回のこの公募では、ベンチマークはシティの世界国債インデックスということを示して募集されたのでしょうか。もしそうだとすると、この応募者数を見ると、シティのBIGとか、バークレイズの総合とかの応募が非常に多いと感じました。アクティブになると、やっぱり国債に限って金利予測とか国別ウェイトを変えとかだけではなかなかできないから、どうしてもこういうBIGとか、バークレイズの総合とかをベンチマークにするということになってくるだろうと想像できます。

そういうことを考えると、前にも申し上げましたが、アセットアロケーションのベンチマークもバークレイズ総合にしたほうがいいのではないかと。繰り返しになって申し訳ありませんが、再度検討していただきたいと思っております。

それから、もう一つ、採用プロダクト一覧のほうを見ると、幾つか再委託というのがございますが、直接はできないのでしょうか。それと、もう一つ、採用に至る過程において、再委託とあるのはどういう形で面接しているのでしょうか。インタビューとか、手法等の確認とかはどう行っているのか。間接的じゃどうなのかという疑問がどうしても残りますが、こちら辺はいかがされたのでしょうか。

○若杉座長 はい、2点質問がありました。大森部長お願いたします。

○大森資金運用部長 まず、1点目につきましては、委託運用にとどまらないので、私から代表してお答えを申し上げます。

今回の募集に際しましては、募集プロダクトのベンチマークとしてシティ国債インデックス、それからシティ世界BIG債券インデックス、他のインデックスまたはベンチマークなしでの応募も可とすると、こういう条件で提示をさせていただいております。他のインデックス等々

というところをご覧いただいた結果、このバークレイズ総合の15プロダクト、あるいはその他の21プロダクトなどの応募をいただいたものと考えております。

私どもの政策ベンチマークについてのご意見も頂戴いたしましたけれども、今回バークレイズ総合で4つ、それからスマートベータで1つということで、各400億ですので、1,600億ないし2,000億円のこのシティ国債、シティ世界国債以外のプロダクトを採用いたしております。

ただ、私ども、パッシブ含めまして約2兆4,000億円の外国債券を持っておりまして、これを政策ベンチマークとしつつ、社債等の超過収益を我々のベンチマークからのアクティブリスクとして今回バークレイズ総合のプロダクトを採用したということでございますけれども、全体のシェアとしてはまだ1割に届かないという状況でございますので、この状況で直ちにこのバークレイズ総合等の他のインデックスに乗りかえるということについてはまだ検討はいたしておりません。

今後の運用状況、あるいはそのマーケットの状況を勘案して今後の検討課題かとは思っておりますけれども、現時点においてはこのシティ世界国債というものを引き続き政策ベンチマークとして採用をしまいたいと考えております。

2点目については、二課のほうからお答え申し上げます。

○運用第二課係長 まず、再委託という形につきましては、我々、まずこちらの外国債券のアクティブ運用につきまして公募という形をとっておりますので、その中で再委託という形でご応募いただいたものについては、そのものとして扱っております。

また、再委託先の運用状況等の確認につきましては、これは採用結果に至るまでにヒアリング等で確認しておりまして、ヒアリングの場で直接、運用者が来て、運用手法ですとか、運用体制を説明していただいているほか、また直接の委託先についても、再委託先をどのようにモニタリングしているのかということもあわせて確認しております。

○若杉座長 浅野委員、よろしいですか。

○浅野委員 フィーが無駄なような気がしますけど。

○若杉座長 それについてはいかがですか。

○浅野委員 そこまで、再委託先の人に来て説明してくれるのであれば、直接やればよいと思いますが。

○若杉座長 大森部長、その辺の仕組みはどうなっていますか。

○大森資金運用部長 当然、これは特に外資系が基本的にこういうスキームでやらせていただいている部分が一部ございますけれども、やはり彼ら外国のほうにオフィスがあつて、東京の

オフィスもしっかりあって、彼らとそのパフォーマンスの評価なり、我々へのレポートもしていただけるというような体制にあるところは彼らも直接応募されますし、我々も直接コンタクトをとらせていただくという関係でやっておりますが、優秀なプロダクトであっても日本に拠点がないですとか、日本語のサポートがないというようなところでお互い手が届かないようなところが一部ございます。

そのようなところの機会を捉まえて、これは日系の運用機関なり、あるいは信託会社、信託銀行等において、そういう機会を捉まえてこの再委託というスキームで応募されていて、そのフィーが高いところ、そうでないところ、種々ございますけれども、そういった中で報酬控除後のリターンにおいて一定の超過収益あるいはIRというものが見込まれるということの評価させていただいた上で採用させていただいておりますので、これはあくまで報酬控除後の運用成績というところに着眼して、我々、総論としては選んでいるということでご理解賜ればと思います。

○若杉座長 よろしいですか。

ほかに。千田委員、どうぞ。

○千田委員 今回、アクティブ運用マネジャーを6社から17社に増やされました。パッシブは4社ということで、全体で一部重複があるようですが20社前後になります。管理上も煩雑になり、それに見合ったリターンが得られるのか、見極めていただきたいと思います。採用後、意図された通りにリターンが出ていない等何か問題があるときには、冷静に対応していただきたいというのが1点です。

それから、2点目は、一次選考における主な評価項目の中で、3年及び6年の報酬控除前の超過収益がともにマイナス等の実績という既存のアクティブマネジャーのパフォーマンスについて、評価基準をクリアされているか確認させてください。

○若杉座長 よろしいですか、2点質問がありました。

○運用第二課係長 まず、外国債券の既存のパフォーマンスの一次選考の基準との関係でございますが、今回、既存のアクティブファンドにつきましては、成績等はそのままですが、一方で、特に成績の悪いところについては一部改良したプロダクトのご提案をいただいたところでございます。この改良したものの実績を見ますと、こちらは一次選考の、例えばマイナスになっていないかどうかというところの基準はクリアしているところでございます。

また、あわせて、今後につきましては、今回の新規のプロダクトを採用したことで、全体としてリスク・リターンがきちんと向上しているかどうかということは定例的なヒアリングを通じ

で確認していくとともに、もし何か問題があれば、時々で適切な対応をとってまいりたいと考えております。

○若杉座長 ありがとうございます。

ほかにはいかがですか。

はい、川北委員、どうぞ。

○川北委員 確認に近いですが、資料1の附属資料の2ページ目に新旧ポートフォリオのパフォーマンス比較がありまして、ずっと見ていると、08年から09年にかけて、青い線が上に突き抜けているのに対して赤い線が下にきている。1期置いてその後、逆転している。それと同じような現象が11年9月と12年3月のところにもあります。ここで新規に採用されたものはどういうふうなパフォーマンスをとっているのか、そのあたりの確認をされているのかどうか。

それと、このパフォーマンスが、新ポートフォリオのプラスに効いていると思いますけれども、今後同じような状況が起こったとき、もしくは金利が上昇プロセスに入ったときに、このような関係の再現性に関してどのような評価をされたのか確認をしたいと思います。

○若杉座長 係長、お答えいただけますか。

○運用第二課係長 新しい外国債券ポートフォリオにつきましては、今回、バークレイズ総合のプロダクトも採用しているということもございまして、全体として社債の保有割合が少し増えています。こちらの過去の新旧ポートフォリオのパフォーマンス比較でお示ししておりますオレンジの棒の下に出ているところにつきまして、最初のところにつきましてはリーマンショックの後に社債が割れた時期がございまして、その社債のスプレッド拡大に伴って社債を保有しているプロダクトを中心に、全体として超過収益がマイナスになった影響が出ているものでございます。

逆にその後、大きくプラスが出ておりますのは、その社債のスプレッドがまた急速にタイトニングしていく中で、そこで超過収益を稼ぐことができたということでございます。11年の9月期のところにつきましても同様でございまして、こちらは欧州債務危機の後で社債のスプレッドが拡大した時期がございまして、そこで社債を保有するプロダクトを中心に超過収益はマイナスになり、その後、スプレッドのタイニリングに伴って大きくプラスを獲得できたというものでございます。

○若杉座長 そういう説明でよろしいですか。

○川北委員 その再現性に関してはどういう評価をされていますか、今後に関してですけど

も。

○運用第二課係長 今後も社債の спреッドが拡大する局面では一定程度マイナスになる可能性はあるかとは思いますが、過去のヒアリングの振り返りの中でも、その時々に応じて、プロダクトはその経験を踏まえて銘柄の選定の仕方を少し変えろとか、社債の спреッドが広がって行く中でもその影響を軽減していくような、そういう方策を提示しているプロダクトもございましたので、同じような傾向が出てくる可能性はあると思いますが、この影響としてはよりよいものになると確信しております。

○若杉座長 最近のパフォーマンスが良いところが選ばれる可能性が否定できないと思われませんが、どうなっていますか。定性的な評価とパフォーマンスなどの定量的な評価のバランスはいかがでしょうか。

○運用第二課係長 一次選考の中で、ある程度、定量的な基準で選んでおりますので、そこでは一定程度の基準を満たしたものは選んでおりますが、二次選考につきましては具体的にヒアリングを通じまして、運用手法が超過収益の源泉として、やり方として超過収益の獲得に結びつくことと確信できるかどうか、そういった定性面の評価を中心に選んでおりますので、そういう意味では必ずしもパフォーマンスだけで今回のこのプロダクトを選んでいるというわけではございません。

○大森資金運用部長 補足しますと、附属資料で過去6年という余り見なれないパフォーマンスの評価をしておりますけれども、これはお気づきのとおり、リーマンショックの前後の対応という定量的パフォーマンスと、あと定性的にそのときにどういうポリシーでどういう対応をとったかということをお欧州債務危機とあわせてきちんと押さえた上でプロダクトを採用したいという思いでございました。当然定量的に良いプロダクトが揃ってはおりますけれども、定性面、そういう危機時においてもきちんと対応できるプロダクトの選定に努めたところでございます。

○若杉座長 よろしいですか。

村上委員、どうぞ。

○村上委員 先ほどの川北先生のご質問に関係してなのですが、資料1の附属資料の2ページのグラフの過去6年のところについて、まずバークレイズの総合インデックスをベンチマークで採用している4社だけをくり出して、バークレイズのインデックス対比でどういう状況になっていたかというのを見せていただきたいというのが一つございます。言ってみれば、過去6年のこのグラフの中で、どのくらい採用インデックスの違いが影響しているかというよ

うなことです。この資料は全部シティのインデックスに対しての評価だと思いますので、そのあたりの要望が1点目です。

それから、先ほど大森部長のご説明にありましたように、6年間で見ると前半のほうの3年はリーマンショック時を含んでその後少し市場が落ちついていく間ということではありますが、またその後の3年間も世界的な金利低下もあり、状況がかなり変わった3年だったと思いますので、本当は9年とかの長い期間で3年、3年、3年を見て、本当にその辺の超過収益の継続性、普遍性があるのかどうかというところを見ていただくようにすると良いのではないかと思います。2つの局面だけだとなかなか継続性の評価というのは難しいかと思います。

それから、もう一つは質問ですが、評価する際にインフラであるとか、あるいはプロセスがちゃんと執行できる体制になっているのかなど、ヒアリングの中でそのような実地の精査はされていらっしゃるのでしょうか。

○若杉座長 係長、その点はいかがですか。

○運用第二課係長 プロダクトの選定におきましては、基本的にはヒアリングを中心にしておりまして、実地の選定は行っておりません。また、それ以外の、例えば総合型のパークレイズに対する過去の実績、ベンチマーク対比の実績でございますとか、あと、さらにもう3年延ばした例えば過去9年の評価につきましては、これはまた別途作成してご報告したいと思っております。

○大森資金運用部長 これまで私ども、節減ということではないですけど、なかなか実地で精査するというようなところができておりませんでした。

話題は変わりますが、オルタナ等々やはりありますし、今般の外債もそうですけれども、外資系のところがかなり増えてきたということもありまして、今年度から外国旅費の確保をしたところでございます。直ちにこれを選定で一つ一つ回ってというところはなかなか難しゅうございますけれども、先生の問題意識ごもっともだと思いますので、そういうところをできるだけきちんと、ヒアリングのみならず押さえていく方向では問題意識を持って取り組んでまいりたいと考えております。

なお、四半期はないですけども、先ほどのこの横長の4ページに、年度別のリターンは今回の資料の中でお示しをしております。その中で下の新アクティブポートフォリオのうちの緑が総合型ですので、やはり2008年度に若干沈んで、2009年度に大きな戻りをとっているというのが年度単位の特性としては見られるかと考えております。四半期必要でしたら、また別途お届けをしたいと思っております。

○若杉座長 少し前の問題に戻りますけど、スクリーニングをするときに、この一次選考と二次選考、どちらを先にやるかによって結果がまったく異なることが考えられます。今度一度試してみてください。米軍が将校を選抜する際のスクリーニング・システムに関してですが、スクリーニング基準の順番を変えると結果が大いに変わるということを知ったことがあります。

今の説明によりますと、最初の第一選考でパフォーマンスが良いところを選んでいきますから、結局、最後までパフォーマンスが効いてくるわけですね。順番を変えるとどうなるか興味があるところです。

○大森資金運用部長 実はこの順番でやっておりますのは、ヒアリングというのはかなりエネルギーを要するということの物理的な制約もございますけれども、ご指摘も踏まえて今後状況に応じて検討していきたいと思っております。ありがとうございます。

○若杉座長 この件はよろしいですか。

では、この問題につきましては以上にしまして、2番目の議事「被用者年金一元化後の基本方針について」に移りたいと思います。津田課長、説明をお願いします。

○津田企画管理課長 それでは、被用者年金一元化後の地共連としての基本方針につきましてご説明したいと思います。資料は2と、それから参考資料として、現在の地共連の基本運用方針をつけております。

資料2でございますけれども、基本方針の項目案ということで、まだ項目のみ羅列したものになってございまして、右の枠に現在の基本運用方針のどこに対応するかという対照表となっております。この項目でございますが、最終的に省令で内容が提示される予定になっておりまして、現在は法律の項目、管理運用の方針の項目に従って並べており、これはまだ若干動く可能性がございます。

項目だけご説明いたしますと、まず第Ⅰとして、管理及び運用の基本的な方針として、目標、計画、それから研究会の活用ですとか、運用手法、それから多様化、機動的な運用等について書くことにしております。

それから、Ⅱとして、遵守すべき事項として受託者責任、それからスチュワードシップ責任等を書く予定にしております。

それから、Ⅲといたしまして、長期的な観点からの資産の構成に関する事項、ポートフォリオ、それからベンチマークを書くことにしております。

それから、Ⅳその他といたしまして、透明性の向上ですとか、人材の確保、調査研究といった内容で書くことを現在検討しているところでございます。

案文につきましては、また次回以降にお見せしたいと考えているところでございます。

説明は以上でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

そういうことで、まだ突っ込んだ検討できない状況だということですが、何かご意見とかあればご発言ください。

いかがですか。よろしいですか。

では、次のオルタナティブ投資の議題がありますので、そちらに移りたいと思います。

○高濱投資専門員 それでは、高濱からご説明させていただきます。

お手元でいきますと、資料の3番でございます。先ほどの地共済全体の検討委員会でお示した地共連としての運用方針の記載項目についてというのとこれは同じ資料でございます。でするので、内容のご説明は割愛させていただきますが、この中で1ページ目の4番で、連合会が運用対象とする資産・投資目的・資産区分というのを明確にするということで、別紙に記載してございます。

これも先ほどご覧いただきましたが、最後のページ、別紙をあけていただきますと、不動産とインフラストラクチャー、投資目的はそれぞれ賃料収入に基づく長期的なインカムゲイン、あるいは施設使用料に基づくインカムゲインの獲得ということ、資産区分はそれぞれ債券というように記載してございます。

これが現行、地共連としてまず何を取り組むかは、このあたりがよろしいのではないかと、いうところが今のものございまして、それを検証したものが、次の資料3附属資料、運用対象の多様化（オルタナティブ投資）における優先運用候補資産でございます。

中身を簡単にご説明いたしますけれども、まず今回は、公的・準公的等の高度化に関する有識者会議で、運用対象の多様化あるいは分散投資を検討するように求められたと。

現行の私どもの基本運用方針では、長期的観点に立って、安全かつ効率的な運用方法により運用するというのを大前提にして、オルタナティブ投資についてはリスク・リターン特性、あるいは流動性、評価方法等慎重に検討して、適切であるものを見極めよと規定がございます。これに基づいて検討したものがこのペーパーになります。

1番のところ、まず表でお載せしていますが、リスク・リターン特性でございます。これは国内の不動産、米国の不動産、REIT、インフラ、ベンチャーキャピタル、プライベート・エクイティ、コモディティとお載せしてございます。

こちら、インデックスをベースにリターンとリスク、あるいはシャープレシオというのを計

算したものでございます。この中でインフラにつきましては有用なインデックスがございませんので、これはOMERSとCPPIBの実績を使って出したものでございます。ですから、参考程度かと思えます。

この数字でございますけれども、国内不動産ですとリターンとリスクが5%台と、アメリカの不動産、これは為替の影響等々が入ってきますので、リスクのほうやや高めに出ているというところ。上場のREITになりますけれども、これはご存じのようにかなり株的な動きをする商品でございますので、リスクがかなり高めに出ています。

インフラはミドルリスク・ミドルリターン。ベンチャーキャピタル、プライベート・エクイティ、こちらは、未公開株、あるいは非上場株への投資ということでございますので、リスク・リターン、相互に高めに出てくるということでもあります。コモディティにつきましては、キャッシュフローを生まないような資産が投資対象になってきますので、リスクはかなり大き目に出ますけれども、リターンのほうが余り大きくないという結果でございます。

ちなみに、その下には伝統的4資産のリターンとリスクをお載せしてございます。ご参考までにご覧ください。

めくっていただきまして、2ページ、上のグラフでございます。今ご覧いただきましたリスク・リターンをグラフにしたものでございます。横軸にリスク、縦軸にリターンでございます。これプロットしていきますと、概ね株系のもはやリスクが高めに出ておりまして、一方、債券ですとか、実物資産と言われます不動産ですとか、インフラというのは、ややリスクのほう低めに出ているというところでございます。

中ほど、伝統的4資産との相関というところの表でございます。これも左からでいきますと、例えば国内不動産ですと、これは比較的、株式との相関が低めに出るところ、アメリカの不動産は若干為替が入ってくる関係でやや高めに株との相関等出てきてございますけれども、REITは先ほど申し上げたように株との相関がかなり高いと、インフラに関しては株式と逆相関、ベンチャーキャピタル、プライベート・エクイティ、あるいはコモディティですが、こちらは株式とかなり相関が高めに出てくるという結果になっております。

こういった相関のもとになりますリターンの源泉は何なのかというところで、この一番下のポツのところ簡単にまとめてございますけれども、ご案内のように、上場REITですと賃料収入あるいは物件の価格変動といったものをベースに、上場商品でございますので、REITのマーケットの需給要因というところかなりこの価格が振られます。

不動産はそういった上場マーケットがございませんので、賃料収入、物件価格変動という

ころが中心になっております。インフラも同じようなものでございます。

ベンチャーキャピタルにつきましては、これは投資先企業の業績、非上場の株式でございますので、これも評価の仕方に基づくところがあるのですが、一定程度はやっぱり株式のリターンに影響を受けるというところであります。コモディティは、先ほど申し上げましたように、基本的には需給要因のところでは価格が決まってくるというところであります。

続きまして、3ページでございます。流動性です。流動性は上場物か否かということではかなり差が出るわけではございますが、上場REIT以外は、流動性には難があるというところであります。

4番目、透明性でございます。これは実際の値づけがどうなっているかということと、あるいは実際に投資した場合のファンドの内容の透明性がどうかというところで評価してございます。上場REITは、これ市場の価格で評価されるため透明性が高くなってございます。それ以外の不動産ですと、例えば保有物件の鑑定価格に基づいた評価であり、比較的中身についてはやや高いのかなと。インフラ、ベンチャーキャピタルといったところは、これは基本的に自己評価、運用者の評価が中心になってきます。もちろん、監査等は受けるわけではございますけれども、透明性では少し劣るのかなというところであります。

あと、ファンド内容の開示という意味では、やはり上場商品でありますREITにルールがはっきりと定まっていますので、そこが一步抜き出るというところではございます。

こういった特性をベースに全体をまとめたものがこの3ページ、下の表でございます。

リスク・リターンですとか、高い、低いとか、中とか書いてございまして、我々が投資する商品の特性として望ましいであろうと思われる順に、○、△、×とつけてございます。

これでご覧いただきますと、○が一番多いのは実は上場REITでございますけれども、先ほど来申し上げていますように、分散投資という観点からしますと、やや株式との相関が高いということもあって、REITは少し難があるかなと考えておまして、一方、残りの部分で評価しますと、比較的マイルドなリスク・リターンを期待できる不動産ですとか、インフラ、あるいは相関関係が低いということで、こういった実物資産への投資というところが優先的に検討するべきではないかと考えている次第でございます。

4ページ下のほうには、参考までに市場規模というのを掲載させていただきます。後ほどご覧いただければと思います。

引き続き、資料4のほうもご説明させていただきます。これはマネジャー・エントリー制の導入についてでございます。

先ほど来申し上げています非上場物の資産に投資するに当たって、これもご案内のことかと思えますけれども、こういったファンドは常に投資可能な時期が一年中あるわけではなくて、一定の期間だけ投資、募集を行って、一定の期間が過ぎるともうクローズして、また一定の期間が過ぎたところで再度募集の期間が始まると、常に投資ができるわけではないという特徴がございます。

こういったオルタナティブ物に投資するに当たっては、なかなか伝統的資産で行っておりますような公募のやり方というのですと、その時々に応じて応募してこられる、要は募集を行っているファンドというのが限られてしまいますので、募集をかけるというよりは、その時々で最適と考えられるような商品に投資をしていくのが正しいのではないかと考えております。

マネジャー・エントリー制というのはこの1番のところではありますが、選定するに当たって運用受託機関ですとかあるいは運用商品、こういったところの参加の申し込みを随時に受けつけて、それを評価して選定するというような制度を想定してございます。広く門戸を開放することによって、現状行っているような公募と同じような効果を得つつ、かつ適切なタイミングで投資を行うことができると考えております。

3番のところ、国内での採用事例と書いてございますけれども、企業年金連合会が、伝統的資産ですけれども、マネジャー・エントリー制を採用しております。GPIFに関しましては、現行の中期計画の中で導入を検討すると謳ってございます。

裏面に移っていただきまして、こういったエントリー制につきまして、現行、私どもとしては、今年4月を目途に受付を開始して、先ほど申し上げました不動産、インフラといったところから募集をできれば行っていきたいと考えております。

以上でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

ただ今説明していただきましたオルタナティブ資産への投資とマネジャー・エントリー制について、ご質問、ご意見がありましたらお願いします。

はい、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。

オルタナティブについて、結果としてその不動産とインフラに絞られている点ですが、国の方針として成長戦略を掲げている中で、公的年金の立場で、例えば国内のベンチャーキャピタルなどに投資していくことを検討しなくてよいか。そのあたりの方針を確認させてください。

○若杉座長 これはどなたが答えてくださいますか。はい、大森部長、お願いいたします。

○大森資金運用部長 成長戦略等々という議論もありますけれども、まず我々の立ち位置といたしましては、やはり長期に安全かつ効率的にお預かりしている年金積立金を運用していくということでございますので、その観点から、分散ですとか、あるいは超過収益というようなことにまず着目すべきであろうといったことで考えております。

その結果として、この経済の発展等々に貢献できればなおよろしいということではあるのですが、年金の資産運用という観点からいたしまして、今の別紙にありましたように、リスク・リターン等々の特性、それから私どもの能力といったことを勘案いたしますと、このリスク・リターン特性に象徴されますように、一定、低リスクとは申しませんが、ミドルリスク・ミドルリターンレベルですが、そういったところから始めるのがまずは妥当であろうかというような方針を持っておりまして、そういったことで、今、説明をいたしました高濱専門員、それから先ほど検討委員会のほうでご紹介させていただきました山縣専門員、特に山縣は不動産を民間の機関において長年手がけてきたという実績もございまして、そういった観点から人材面、一元化に向けてということもありますが、システム面でもこのオルタナ、特に不動産といったところに着目した機能強化を図ってきたところでございます。

したがって、まずはこの不動産、インフラというところから始めさせていただいて、横できちんとプライベートエクイティ等々の他の資産についても十分に検討を進めまして、今後の対象の拡大というところは引き続き検討してまいりたいと考えております。

○若杉座長 これは私の感想ですが、いろいろな場で議論していると、日本の政府の発想は、企業の中にモチベーションがあるけれども、お金がないからできないという認識に基づいていると思います。それは間違っていると思います。お金は幾らでもあるのであり、いい事業のアイデアがあれば資金調達は難しいことではないと思います。

現在の日本で一番足りないのは知恵とかアイデアではないでしょうか。私が見るところでは、企業に投資機会を生み出す力が乏しいから、あるいは潜在能力があってもリスクをとるインセンティブが働かないからではないでしょうか。だからこそ金余りでもあるわけです。金融緩和を行っても、日銀に銀行預金が溜まるばかりです。

アベノミクスに協力するということを考えたときに、アベノミクスを進めたいけどお金がないからうまく進められない、でもお金があればうまくいくということであれば、年金も結果的にアベノミクスに乗ることは考えられますが、そうではないのではないかと感じています。

我々の目的は何かというと、パフォーマンスを上げることであって、アベノミクスに乗ったほうが、パフォーマンスが上がるというときだったらどんどん乗ったら良いと思いますが、そ

うでない限りはそうすべきではないという、大森部長の考え方に大賛成です。もちろんいろいろ意見があると思いますが。

○千田委員 念のため、方針を確認させていただきました。

○若杉座長 わかりました。

はい、川北委員、どうぞ。

○川北委員 当面、不動産とインフラということですけど、インフラはともかくとして、不動産の場合、国内なのか海外なのかでかなり違うと思いますが、これはどちらをとりあえずお考えでしょうか。

○高濱投資専門員 こちらに関しましては、当然、情報面とか、我々の肌感覚で見られるものという意味では国内が優先されるかと思いますが、一方で、海外もそれなりに歴史のある投資対象としてきておりますので、海外の制度等に精通した運用会社を通じて行うことになるかと思えます。

一方、それぞれの国ですとか都市の不動産の市況なり、サイクルというのも微妙に異なっていますので、これは総合的に勘案して、どちらに今、投資すべきなのかというところを考えてやっていきたいとは考えております。

○川北委員 今のお答えにも関連しますが国内に関していうと、不動産価格がかなり良いところに来ていて、特に良い物件に対する競争が激しいような気がしています。余りそういう相場感を言うところではふさわしくないと思いますが、そのあたり慎重にやっていただければ良いのではないかなと。単にみんながオルタナをやっていてということにだけ乗ってやると余りよろしくないということで、慎重で、かつやるにしてもタイミングを分散しつつやっていかれるのが良いかなと思っています。後半は意見です。

○若杉座長 はい。村上委員、どうぞ。

○村上委員 2点ございます。1つは、インフラ投資などでG P I Fの行動を見てきますと、委託調査研究等で何年か調査研究も続けてきて、それでもノウハウの蓄積がない分野だということで、結局、初めての分野に当たるのにいろいろなリスクや未知のこともあるということで、カナダと年金とのジョイントに踏み切ったというような経緯がございましたが、そのあたりの体制面の整備は、G P I Fより整っていると考えて良いのか、それともG P I Fのスキームにまた参加する可能性というのも検討の対象になるのかどうかというのが1点目です。

それから、オルタナティブは従来のリスク・リターンで語れないようないろいろなリスクというのがたくさんありますので、案件ごとに考えられるリスクの一覧表を網羅的につくるべき

ということですが、これは公募を行うときにマネジャーに全部出させるというのをぜひ課していただきたいと思います。それに記載がないようなリスクがもし起こった場合には、これは契約違反にもなるというような強い縛りをそのところにつけていったら良いと思います。

○若杉座長 はい。大森部長、どうぞ。

○大森資金運用部長 恐らく、自分のことは語りにくいと思いますので、中の体制面だけ私から申し上げます。

申し上げたとおり、民間の経験のある専門員、あと申しおくれましたけれども、担当者についても増員を図っております。そういった形で、これまでの地共連よりは一定の機能強化を図りつつあると考えておりますけれども、ただ、このことをもって直ちにGPIF並みあるいはそれ以上とは全く考えておりません。引き続き、やはりGPIFの体制面あるいは研究成果面というところからすると、劣後する部分はあるかと思いますので、そこはしっかりとレベルアップを図っていきたいと考えております。

その上で、具体のどういうことをやっていくかということについては、高濱専門員からお答えを申し上げます。

○高濱投資専門員 2つ目のご質問で、GPIFのようにどこかと組んでやるかというご質問でございますけれども、あの事例だけとりますと、あれはもうGPIFがご自身で、言ってみればジョイントベンチャーのように直接ご自身でインフラに投資を行うと、直接投資にかなり近いようなスキームで考えていらっしゃるかと私は理解しております。

現行、私どもの体制からしますと、まずいきなりそういったジョイントベンチャーなりに参加するにはやはりまだ時間が足りないかなと思っております。まずはファンド投資ですとか、そういったところ、それで先ほどおっしゃられましたように、マネジャーなり商品の選定のところできっちりとデューデューリを行った上での投資ということを考えております。

○若杉座長 ほかにいかがですか。

不動産投資に関して単なる思いつきですが、不動産会社に集中的に投資するポートフォリオをつくったとき、パフォーマンスがどのくらい違うか、興味があります。それも分散投資ではないアクティブ投資という意味ではオルタナティブ投資に入ると思います。

○高濱投資専門員 私の知識レベルでお話しします。上場の不動産会社というのは、確かに不動産でございますけれども、当然のことながら土地を仕込んで開発して、それを売却してキャピタルを狙うとか、そういった特性がございます。

REITですとか不動産ファンドというのは、基本的には賃料収入をベースになっていると

いったところで、特に不動産ファンドと上場の不動産会社に投資するファンドでは相当動きと
いいでしょうか、リターンとかは変わってくるかと思えます。

特に不動産ファンドにしましてもREITにしましても、あくまでもこれは物件から上がっ
てくる賃料収入というところに限定した投資スキームで、それ以外のものが入ってこないよう
なスキームでやっておりますので、かなり上場の不動産会社とは特性等は変わってくるかと思
います。

○若杉座長 事業が分散されている分だけリスクが小さいのではないかと思えます。単なる
思いつきですが、時間があったら調べてみていただけますか。

ほかによろしいですか。

では、オルタナティブ投資に関しては以上にしたいと思えます。よろしいですね。

それでは、次が「その他」ということになりますが、これ事務局のほうから説明をお願いし
ます。

○津田企画管理課長 今後のスケジュールでございます。

先ほど検討委員会でも申しましたけれども、次回は7月22日水曜日を予定しております。時
間でございますけれども、検討委員会に引き続きまして、16時10分から17時30分の予定とさせ
ていただきたいと存じます。

内容でございますが、まず、オルタナティブ投資の運用方針について、次回、案文を出した
いと思っております。それから、年金一元化後の基本方針についてということで、1・2階、
旧3階、新3階と、次回はボリュームが多いですけれども、それぞれ案を検討していただきた
いと考えております。

また、その次に、9月でございますけれども、9月は基本方針について、ここでご決定いた
だくということで考えております。

以上でございます。

○若杉座長 どうもありがとうございました。

次回は7月22日とのことですので、よろしく願いいたします。

これで本日の議事は全て終わりました。どうもありがとうございました。

午後4時05分 閉会