

第13回資金運用基本問題研究会

平成27年7月22日（水）

地方公務員共済組合連合会

午後4時20分 開会

○津田企画管理課長 ただいまから第13回資金運用基本問題研究会を開会いたします。

まず、配付資料でございます。大冊になっておりますけれども、次第、それから座席表。その後に、まず基本方針につきましての資料でございますが、資料1-1、それから1-2、こちらが基本方針と現行の基本方針、運用方針との相違点の資料でございます。

すみません、番号だけで紹介いたします。資料1-1、1-2、それから2-1、2-2、こちらが横の資料でございます。資料3、資料4、資料5、それから参考資料1から4まででございますけれども、こちらが基本方針に係る資料及び参考資料でございます。続きまして、リスク管理の実施方針案といたしまして資料6。その後に、オルタナティブ資産の運用方針、資料7。それから、資料7の後に、附属資料がついております。それから資料8、マネジャー・エントリー制の実施方法。資料9といたしまして、アクティブ運用における公募について。それから資料10といたしまして、26年度の資金運用状況。

以上でございますが、落丁、乱丁等ございませんでしょうか。

それでは、以降の議事進行は座長にお願いしたいと存じます。

○若杉座長 改めてよろしくお願ひいたします。長時間にわたって恐縮ですが活発な議論をお願いしたいと思います。

本日の研究会の議事は5本あります。最初が「被用者年金一元化後の基本方針について」、次が「リスク管理の実施方針について」、3番目が「運用対象の多様化に係る運用方針について」、4番目が「国内株式アクティブ運用プロダクトの募集について」、最後が「平成26年度の資金運用状況について」ということでございます。

改めて確認ですけれども、これは地共連についての基本問題研究会でございます。

それでは、最初に議事の1ということで、被用者年金一元化後の基本方針についてですが、津田企画管理課長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、基本方針についてご説明いたします。

まず、資料1-1でございますけれども、こちらは1・2階の基本方針案と、それから管理運用の方針、それから現行の地共連の基本運用方針との対応を示したものがございます。こちらに従いましてご説明をさせていただきたいと存じます。

資料1-1の1ページ目でございますけれども、基本的には、管理運用の方針に適合するように、各実施機関は基本方針を定めなければならないとされておること。それから、現在の基本運用方針から、対応する項目につきましては、それを参考にして書いているというものでご

ざいまして、管理運用の方針、それから現行の基本運用方針から、異なる部分についてのみご説明したいと存じます。

1、基本的な方針の4でございますけれども、新設項目といたしまして、厚生年金拠出金負担金等の追加、それから財政融資資金への預託の削除等を行っております。

それから、6の運用手法の(2)具体的手法でございますけれども、まず、アの義務運用でございますが、ここは「P」となっておりますけれども、これは義務運用を規定する省令がまだ整備中でございますので、「P」といたしております。それから、この中では資産管理機関に係るガイドラインを新設するといったことを加えております。

それから、イの自家運用でございますけれども、国債、地方債、政府保証債以外は格付機関の格付等で判断をし、当該格付未満は売却等を行うこととなっております。これまでは必要に応じて売却等を行うということは書いておりましたけれども、「必要に応じて」を削除いたしまして、売却等を原則行うということにしております。

それから、他経理への貸付を行う旨を明確にしているところでございます。

2ページ目でございますけれども、ウの信託による委託運用につきましても、格付機関の格付等で判断をし、格付未満につきましては売却等を行うということを規定しております。

それから、飛びまして下のほう、7の運用対象の多様化、オルタナでございますけれども、こちら管理運用の方針では、多様化を図ることを検討するとなっておりますが、「多様化を図る」ということで明記しております。

それから機動的な運用、8でございますけれども、こちらにつきましては、行う場合には年間の資金運用計画にも記載することを規定しております。

それから9、ESG投資等でございますけれども、こちらは取り組む旨を努力規定から実施規定に変更ということで、地共連として実施するというように書いております。

それから3ページ目、IIの遵守すべき事項でございますけれども、運用にかかわる全てのものに慎重な専門家の注意義務等を徹底ということで、対象を明記しているところでございます。

それから、真ん中少し下の部分ですけれども、IIIの資産の構成に関する事項の2、基本ポートフォリオでございますが、地共済の基本ポートフォリオと同様ということで置いているほか、4の見直しのところでは、検証の頻度を毎年1回ということで明記しているところでございます。

これが、1・2階の基本方針と、それから1・2階の管理運用方針、現行の基本運用方針との対応、比較でございます。

資料1-2は、これを具体的に文言に落としただけでございますので、これは後ほどご参考に見ていただければというふうに思います。

続きまして資料2-1でございますけれども、こちらは左から、今ご説明いたしました1・2階の基本方針、真ん中が旧3階の基本方針、一番右が新3階の基本方針、いずれも案でございます。

この構成でございますけれども、今ご説明いたしました1・2階の基本方針に沿って、それぞれ真ん中の旧3、それから一番右の新3と書いておまして、特に変更がないところは空欄といたしております。変更あるいは削除等がある箇所に関しましては、真ん中の旧3、右の新3に関しましては、削除する旨ですとか、このように変更しますという旨を記載しているものでございます。

一般的に申しますと、旧3階につきましては、オルタナの記述を削除しているということ。それから右の新3階につきましては、国内債券のみの運用ということでございますので、それ以外に係る部分、株式ですとか、外国債券・株式等に関する部分につきましては削除しているというのが主な変更点でございます。

説明は以上でございます。

○大森資金運用部長 今後の予定も含めて若干補足させていただきます。

本日、今説明をさせていただいた案でご提示しておりますけれども、これで先生方のご意見をいただくということが1点。それから、義務運用を初め、政省令の規定で若干変更が今後あり得ると思います。そういうことも含めて、次回9月に予定をしておりますけれども、その研究会でまたその修正案をお示しして、最終的にご了承いただくということで考えておりますので、本日は案についてご意見を賜る場とさせていただきたく存じます。よろしく願いいたします。

○若杉座長 説明ありがとうございました。資料1が基本方針ということで、資料2のほうは積立金ごとの基本方針ということです。「P」という記号がありますけれども、「P3」と「P」に数字が着いているのはページです。角括弧で「P」とだけ書いてあるのは、これはまだ政省令が決まらないという意味で、このPはペンディングの意味とのことです。

これらに基づいてご意見をお願いします。なお、大森部長から説明ありましたように、最終的には9月のこの基本問題研究会においてファイナライズされますが、今日はそれに向けて、できるだけ動いておきたいということでございます。

何回か検討してきたことですが、何かご意見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 質問も兼ねてですが、資料1-1を見ると、自家運用に関して、特に国内債券ですけれども、格付機関の格付で判断するとあり、A格以上となっています。片方で、信託によるものでは、特に外国債券に関しましては、トリプルB格以上ということになっています。この格付に差を設けている理由は何かということと、現状、これは格付機関の格付に全面的に依存しているように読めますけれども、独自の信用力の判断をどう考えられているのか、その2点をお伺いしたいと思います。

○若杉座長 大森部長お願いします。

○大森資金運用部長 ちょっと技術的ですけども、課をまたいでしまいますので、私のほうから。

自家運用は、国内債券のパッシブ運用、ラダー運用とベンチマーク運用とありますけれども、そういった形でアクティブ運用をやっていないということがありますのと、やはり私どもも内部のレベルアップには努めておりますものの、民間の運用機関のほうがこういったことのレベルは圧倒的に高いということで、委託運用を緩めているということではなく、自家運用をより制限をかけているということでご理解をいただければと思います。

基本ルールとしてはこのような形で、あるいはトリプルBということで基準を設けておりますけれども、その中で具体の銘柄について買うか買わないかということについては、内部の自家運用でも個別の判断を行っているところがございます。固有の銘柄について申し上げるのは差し控えますけれども、現実問題として、これは買うのを控えようというような銘柄のリストというのは内部で持っているところがございます。

○若杉座長 よろしいですか。自家運用は初めてなので、体制が整うまでというご説明だったと思います。

ほかにいかがですか。よろしいですか。もしなければ先に進みたいと思いますが。

では、そういうことで、最終の案に向かって頑張ってください。

では次に、議事の2でございますが、リスク管理の実施方針について、に移りたいと思います。藤原総括投資専門員より説明をお願いいたします。

○藤原総括投資専門員 それでは、資料6、題としましては、調整積立金の運用に関するリスク管理の実施方針（案）、こちらの資料をご覧くださいたく存じます。

先ほどの検討委員会のところで、管理運用の方針レベルの、この実施方針案をご説明申し上げまして、基本的に、似た構成となっておりますので、異なる点を中心にご説明いたします。

まず1 ページ目の前段のところ。前書きですけれども、こちらは1・2階、旧3階、新3階、各基本方針、これに基づいてこのリスク管理の実施方針を定める旨を記載いたしております。

それから、項番に移りまして、1番、リスク管理に関する基本的な考え方。こちらは先ほどの管理運用の方針のものと同様でございますので、先ほどの課題と同様と認識いたしてございます。

その次に、管理運用の方針レベルですと、地共済全体と各組合という形がございましたので、誰が何を管理するかということ、リスク管理の主体、対象ということでありましたが、本件につきましては地共連ということで、自明のものでございますので、あの項目は削除いたしております。

それから、次の項番2のところ、具体的なリスク管理の方法というのをお示ししております。こちらの(1)のところ、各調整積立金に共通して行うリスク管理という部分、この中で特に2行目のところ、「実施にあたっては、各指標の算出の対象とする期間を複数設定するほか、各指標の推移の把握を行う等、指標に応じて適切な方法にリスクの状況を多面的に把握するよう努める。」とございますが、こちらはご案内のとおり、ポートフォリオのリスクを把握する場合に、標準偏差なり相関係数等々を見てまいります、そのデータのサンプリング期間、現状の地共連におきましては1年と5年といった形で複線的に見ておるところ、このような形の把握を進めていくということと、あと標準偏差なり、この後バリュアット・リスクを見ていくということを書いてございますけれども、この数値についても、ある特定の時点での数字をどうこうするというよりも、過去からの推移、傾向を見て、現状のリスクの状況というのが大きい小さいか、過去並みのものかといったことを見てきておりますので、そういう形のような使い方をするという趣旨でこの記載をいたしております。

次のところの、①の資産全体に関する事項のところの後段に、こちら先ほどの管理運用の方針に追記しているところですが、「イ～エに掲げる指標」というのが、これはまさにバリュアット・リスク等々なのですけれども、リスクの状況が事前に想定していない状況、ここでは「意図せざるリスク」としております、これが生じていないことを確認することを含むということで、このような形で見まいります。

ちなみに、ご案内と存じますけれども、GPIFは、バリュアット・リスクを計測する場合、その活用の仕方として、たしか行政評価書のところで意図せざるリスクを取っていないか見ておるということを拝見しておりましたが、そういった形、我々も見ておりますので、このような記載にさせていただいております。

それから、裏面にお進みいただきまして、こちらは具体的に見ていく事項というのを、ア～カという形でお示ししており、この中でエのバリュース・アット・リスク並びにストレステスト、こちらは、地共連レベルでは既に一部参考、試みという部分も含めて見てきておりますので、これを今後も見ていき、リスク管理に活用してまいりたいということで記載をしております。

それから②のところ、各資産に関する事項。こちら先ほどと同様に、意図せざるリスクが生じていないか見るということを3行目から4行目にかけて書いておるといこと。並びに各資産——債券、株等々のリスク管理指標について、大きな地共済全体の管理ですと、債券であればデュレーション、株であればベータとかなり大きな目線で指標を見ておりますけれども、当然地共連レベル、実務に近いレベルになりますので、そのリスクの構造といいますか、内容というものを、こちらに記載のようなものをより詳しく見ていくといこと、リスクの変化に意図せざるものが出ていないかといことを確認していくといことを考えてございます。

それから、3ページの③各運用受託機関並びに④各資産管理機関のところにつきましては、それぞれ各機関に対して、手前どもから提示するガイドラインの内容と実態のチェックといことを行っている旨を記載してございます。

それ以降、⑤、⑥は先ほどと同様でございまして、(2)各調整積立金に固有の事項といことですが、こちらは、アのところは先ほどと同様ですが、さらに資料をお進みいただいて4ページのところのイです。地共連に置かしましては、機動的な運用といことを進めるとい方向で準備を進めてまいっておりますので、リスク管理におきましても、当然、機動的な運用といえますのは、相対的に短期的なマーケットの動きについても、それを考慮した運用をすといことはありますので、当然、より短期の観点でのモニタリング頻度を高める等々を行っていくといことを、こちらに記載いたしております。

また、ウのところ、オルタナティブ投資に関する部分につきましては、後段のところ、リスクやリターン、コストなど、投資の状況を少なくとも1回把握すると、より具体的な記載を追加している次第でございまして。

最後に、基本的にはこちら、この地共連におきましても運営審議会等々、地共連のリスク管理状況をご報告するといことを記載し、継続的に改善に取り組む、調査分析を定期的に行うとい構成になってございます。

簡単ではございますけれども、リスク管理の実施方針に関するご説明は以上でございまして。○若杉座長 先ほど検討委員会で、管理の実施方針について議論をしましたが、その地共連版といことになります。

どうぞ、浅野委員。

○浅野委員 先ほどの検討委員会の時に質問をし忘れたので、ここで改めて質問させていただきたいと思います。

3 ページの一番下のところに、厚生年金のリスク管理について、下方確率と条件付き平均不足率、これを管理の指標として使うということになっていますが、基本ポートフォリオを決めるときには下方確率だけが条件に入っていて、平均不足率は参考でしたけれども、このリスク管理の場合には両方を見るということですね。

その場合、当然、基準値というものが必要になりますが、下方確率については、多分、基本ポートフォリオをつくったときの下方確率が基準値になるかと思えますけれども、この条件付き平均不足率も、あのとき参考に挙げられていた数字が基準値になると考えてよろしいでしょうか。

○若杉座長 その点いかがですか。

○大森資金運用部長 ご指摘のとおりで、政府から示されましたのはリターン、名目賃金＋1.7%ということと、この下方確率でございました。したがって、下方確率がこの名目賃金上昇率を下回るというような条件に抵触しますと、この政府から示された条件を満たさないという状況に陥りますので、そこは精査が要るということだと思います。

一方、条件付平均不足率は、これは参考として見ておりましたものですので、これについてトリガー、一定の値を超えれば見直さなければならないというものではなくて、引き続きやはり参考の値としてチェックをしていく項目ということであろうかと思っております。

○若杉座長 よろしいですか。

○浅野委員 同等な扱いになるのかと思っていたので、この確率よりも平均不足率のほうが指標としてはいいから、こちらをもっと前面に出したほうが良いのではないかと思いましたがけれども、今のご説明だとどうも逆みたいです。

○若杉座長 その点について何か追加説明がありますか。

○大森資金運用部長 国から示された要件を満たすべく、ポートフォリオを作り運用するのが我々の使命ですので、公式の答弁としてはこのようなことではありますけれども、要件でもない平均不足率を残しているというところで、趣旨はご理解いただけたら大変ありがたく存じます。

○若杉座長 そうしたことだそうで、ご理解をいただければと思います。基本問題研究会では、引き続き厳しく見守っていただければと思います。

ほかにかがですか。

どうぞ、千田委員。

○千田委員 株式については、スタイル分散を図られていると認識していますが、例えばバリューとか、グロースなど、その市場によって特徴が出やすいという局面は当然出てくると思いますが、リスク管理の観点からどのようにお考えでしょうか。

○藤原総括投資専門員 実際のリスク管理といいますか、リスク分析という意味では、その観点でも捉えてまいるというのは実態でございます。

ただ、あえてリスク管理の観点という意味で申し上げますと、2ページの②のウの株式市場の変動制に関するリスクという中で、もう少し分解した指標で、そのポートフォリオの持つ株式のリスク特性を見ていくほうが、ある面で、よりリスク管理という意味では意味があるところかなと。当然、バリューなりグロースといった、その傾向の強さが出て、それをどう見ていくかということはあると思いますが、先生のご指摘はごもっともだなという点も感じつつ、リスク管理の中で要因分析、ファクター分析等々をしてみたい。実態としては、やってまいるということでご理解いただきたく存じます。

○千田委員 よろしくお願ひします。各運用受託機関のところ、運用スタイル等々も把握して管理していきますというような表現はありますが、実際の管理のステージでは、より具体的に落とし込んでいただきたいと思ひます。

○若杉座長 これは、この次、9月の時に最終的に決めますので、盛り込むことができるかどうか検討してみてください。

ほかにかがですか。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 2ページの②の各資産に関する事項のところ、これは自分たちのポートフォリオのリスクという意味で多分書かれていると思ひますけれども、こういう認識でよろしいですね。

○藤原総括投資専門員 地共連のポートフォリオです。

○川北委員 そのときに、書き方としてよく分からないのが、ウのところ、株式市場の変動性に関するリスクで、ベータとか企業規模とか、割安度とか書いてありますけれども、ベータは分かるとして、企業規模とか割安度等というのは、これはマーケット全体と比べて、地共連としてのポートフォリオ自身が偏っているのかどうか、そういうことを把握されるということ、よろしいでしょうか。

それと、例えばP E RやP B Rの水準とか、P B Rは割安度が良いと思いますけれども、P E Rの水準のようなものを指標にされるのかどうか。言い出せば切りがないですけれども、そういう各種の指標をどう位置づけられているのかということ。それから次の3ページのク、上から2行目のところですが、流動性のリスクということで、市場規模に対する積立金の時価総額のウェイトです。これは全体の話ですが、逆に個別の株式で、特にたくさん持っているようなものがあると、それも一種の流動性のリスクですが、そういうものをどう位置づけられているのか。この文章だけで読み取れなかったので、その点お教え願いたいと思います。

○藤原総括投資専門員 まず、分かりにくい表現で誠に申し訳ございません。2ページのウのところにつきましては、これは実態としましては、今回の被用者年金一元化を踏まえてリスク管理強化したいということで、バーラーワンなりファクトセットという新しいシステムを導入しますので、そのファクターを活用するという意味でも、ただ片仮名言葉よりは日本語にしたいという趣旨もあり、こういう表現にいたしました次第でございます。

それからもう一つ、3ページのところの流動性リスクにつきましては、おっしゃられるとおり、当然リバランス等々を行う場合、個別の銘柄のマーケットへのインパクトというのを考える上では、先生のご指摘の点は重要だと考えておりますので、その点は検討いたしたいと考えております。

○若杉座長 どこまで細かく書くか、微妙な問題ですね。

もちろん、これだけを見るというわけではないですよ。次の各項目に掲げる指標等についてとありますから、含まれているといえれば含まれているのかもしれないけれども。書き方を工夫していただいたほうが良いかもしれませんね。

○大森資金運用部長 今のご指摘の流動性リスクの具体の記述は、実は先ほどの地共済全体のものと同じであります。地共連は、より具体的にわかりやすく書くという方針で結構かと思っておりますので、全体の話なのか、あるいは個別の話なのかということ、両方あるのであれば、ここも含めてもう少しわかりやすく記述をするということで、もう一度全体チェックをかけてみたいと考えております。ありがとうございます。

○若杉座長 分かりました。そういうことでよろしいですか。

ほかにいかがですか。

9月初めの時の基本問題研究会で最終的に決めたいということですが、よろしいですか。

それでは、いろいろご意見を伺ったことを反映して、手を入れていただくことにしたいと思います。

います。

それでは、これでリスク管理の実施方針については以上とさせていただきます。

次に、議事の3でございますが、運用対象の多様化に係る運用方針についてということです。高濱投資専門員より説明をお願いいたします。

○高濱投資専門員 それでは、お手元の資料7、運用対象の多様化（オルタナティブ資産への投資）に係る運用方針（案）というのをご覧ください。

先ほどの委員会でも、地共済全体をご審議いただきましたけれども、ここでは地共連としての運用方針案ということで、内容的にはあちらで定めたようなことを概ね踏襲するような形で、より具体的に運用対象の選定に関するところといったところを、細かく規定しているという内容でございます。そういった違いを中心にご説明させていただきます。

まず、1ページですが、ここは基本的に地共済全体と同様の内容の記載となっております。

めくっていただきまして2ページの中で、5番、ここは前回もお示したところでございますけれども、連合会が運用対象とする資産等ということで、これは最後のページ、別紙のとおりとなっております。

6番で、運用対象の選定に係る審査項目。これは先ほどの地共済全体の運用方針で、選定に係る審査項目をこちらで規定するとしてございますので、それに対応する規定になります。こちら、（1）運用機関に関する事項と、あと（2）運用戦略に関する事項と、（2）はどちらかという具体的なファンドですとか、そういった投資先というようなイメージになるかと思っております。

内容に関しましては、これは前回お示したものを基本的に踏襲してございます。

7番、オルタナティブ資産の管理といったところで、ここでは⑤、⑥、⑦といったところを前回からは多少追加してございます。これは地共済全体でも規定されておるようなところになります。

8番、オルタナティブ資産の状況への対応。これも今回追加してございますが、地共済全体でも規定してあるところでございます。オルタナティブ投資の状況に対してどういった対応を行うかという内容になります。

9番のところでは、これは報告ということでございます。

ですから、PDCAというところをこちらでも概ね踏襲するような形になってございまして、特にその6番のところでの審査項目というところを細かく規定しているというところがございます。

それで、最後の別紙のところ。これは不動産とインフラにつきまして、私どもとしては、まず投資対象として検討していきたいということで、内容につきましては、これは前回同様でございますが、より具体的に、こういったものが投資対象になってくるのかというイメージを持っていただくために、資料7ー附属資料1があるかと思えます。こちらをご覧ください。

これは、最初のページ、不動産でございまして、これは横軸にリスクをとりまして、縦軸に期待されるリターンということで載せてございます。一口に不動産といいましても、投資の手法等によって種類がございまして、まず一番リスクが低く、低リスク・低リターンなのが、デットといわれる債券ですとかローンといったところに投資するような商品。

以下、この右上のほうに行くに従って、リスク・リターンが高くなっていくわけでございませうけれども、コアというのは、ここでオフィス、あるいは住宅とかの賃貸の収入をリターンの主な源泉としているような投資手法。

もう一つ進みますと、バリューアッドとございます。これは、その賃料収入に加えて、物件をある程度手を加えて、価値を向上させて、キャピタルも少し加えて、リターンをもう少しとってこういうような手法になります。

オポチュニスティックといいますと、かなり物件の価値向上といったキャピタルに重きを置くような投資になってきまして、不動産の中では、リスク・リターンとしては高めになると。

私どもといたしましては、こういった幾つかの手法の中でも、比較的期待リターン、リスクに関してはマイルドなところと。ですから、この図でいきますと、左下のほうに寄るような部分。コア、バリューアッドなんかも、これは細かく見ればなかなかリスクを抑えているような商品もございますので、そういったところまでは対象になってこようかと思えますが、いずれにしましても、この左下のほうによるようなところを主な投資対象として考えていきたいと思っております。

めくっていただきまして、今度はインフラでございまして。

これも同じようにリスク・リターンを横軸、縦軸に書いてございます。これはデットが一番低リスク・低リターン。そのあと、ブラウンフィールド。これは稼働済み案件と書いてございます。実際にインフラが既にでき上がって、稼働してまして、キャッシュフローを生んでいると。キャッシュフローを生んでいるということで、既に将来のリターンなりがある程度予測できるようなフィールドになります。そういったものをブラウンフィールドとっております。

一方、この一番右上の新規開発インフラ、グリーンフィールドでございまして。グリーン

フィールドというのは、これはいってみればゼロから作り上げるようなインフラでございまして、キャッシュフローは当然まだ出ていないということで、その開発に対するリスクを取ると。そのリスクを取る分だけ、リターンは少し高めのもの期待できるような案件になります。

ここでは、電気、ガス、上下水道といった公益はかなりリスク・リターンとしては低めのほう。以下、パイプライン、貯蔵施設、送電等。空港、港湾、道路、鉄道等。一部の通信、発電等というふうに、案件の中身によりまして、これはインフラの場合がそれぞれございまして、リスク・リターンが変わってきますので、我々としたしましては、この中でもブラウンフィールドより、左下のほうに位置するようなところを中心に投資していくということを考えております。

次のページ、これは資料7-附属資料2でございましてけれども、以下4ページにわたって、国内不動産、海外不動産、国内インフラ、海外インフラというふうに、これは実は私どもにいろいろと運用会社等々から紹介いただいている案件を載せてございます。

例えば、1ページ目のところの国内不動産だけご覧いただきますと、例えば、区分といったもので、「土地建物の持分取得」ですとか、「私募リート」、「セパレート・アカウント」とかといったように、それぞれいろんな投資のやり方、それに対する想定するリスク・リターンの水準が変わってくるものですから、こういった幾つかの案件を精査して行って、先ほど申し上げたようなフィールドのところに投資を進めていきたいと考えてございます。

2ページ以降は、中身としては同じようなことが書いてございますので、ここは説明を省略させていただきます。以上でございます。

資料8、マネジャー・エントリー制の実施方法についてというのをご覧ください。

実際にオルタナティブに投資するに当たって、前回もご審議いただきましたエントリー制につきまして、これは具体的な実施方法について書いてございます。

まず、マネジャー・エントリー制、前回もご説明いたしましたけれども、オルタナティブ投資の場合は、そのファンド等の性格によって、公募というところがなかなかないという性格がございまして、運用プロダクト等について、運用会社からこういう登録をしていただいて、これをエントリーといっておりますけれども、登録を受け付けておいて、連合会でこれを随時評価して選定していくというようなものでございます。

具体的な方法としましては、1番のエントリーの方法で細かく書いてございますけれども、概要だけ申し上げますと、まずホームページにエントリー制について行いますというような掲載をして、それを見ていただいた運用機関のほうから、「エントリーを希望する」というメー

ルを送っていただく。それに対して私どもからエントリーに必要な資料を送って、それを提出していただくということでございます。

2番のエントリー資格・要件でありますけれども、ここでは運用機関、エントリーの資格・要件が書いてございます。2ページまで書いてございますが、これは基本的に、今の伝統的運用資産で行っているのと同じ内容の項目を載せているというところでございます。

2ページ(2)の運用プロダクトでございますが、先ほど来申し上げていますように不動産の運用プロダクト、あるいはインフラの運用プロダクトとなっております。上場ものをメインとするようなものは除くというような内容でございます。

3番は、マネジャー・エントリーに必要な資料であります。これも細かい説明は省かせていただきますが、基本的には運用機関ですとか、あと運用のプロダクトについての概要ないし詳細を出していただいて、特にそのパフォーマンス等については、定期的にアップデートしていただいて、こちらでそれを管理していくというところになります。

3ページの下、4番、その他であります。ヒアリングにつきましては、基本的には連合会から、必要に応じて行うということでございます。

4ページ目、エントリーの評価につきましては、定量評価と定性評価をあわせて行うと。これは当然でございますけれども、評価、選考経過とかについては、問い合わせとかは受け付けないというところでございます。

こちらの選定の結果、選定されたプロダクトに関しましては、その運用機関に対して通知を行うというところでございます。

(4)で、エントリーの取り消し・解除とありますけれども、一度エントリーしていただいても、随時エントリーを取り消すことができるということ、あるいは、情報のアップデートが正当な理由なく3カ月以上滞ったような場合には、エントリーをこちらサイドから解除するというような規定を載せてございます。

最後の6番、注意事項。これも当たり前でございますけれども、エントリー制の申し込みというのは、将来の契約を約束するものでもございませぬし、その申し込みの時期ですとか、どの程度の期間エントリーしているかといったものも、これは評価に影響を及ぼさないというようなことで考えてございます。

以上でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。オルタナティブ投資については今までも議論してきましたので、今日この場で運用方針を固めたいと思います。いかがでしょうか。

ところで、このエントリー制の資料はこの運用方針とは別のものですね。これは単なる説明ということですね。

○大森資金運用部長 はい、具体の取り組みの説明です。

○若杉座長 ここで決めるのは、運用方針ということですね。

○大森資金運用部長 はい。

○若杉座長 そういうことで議論をお願いいたします。

これは今回が初めての議題ですが、今後も取り上げることになるということです。かなり具体的にいろいろな項目が挙がっていますが、今後の議論の際にいろいろご意見が出てくるかもしれません。この場ではとりあえず運用方針の案ということで決めておこうということなのです。

資料7の写真を見ると、不動産も外国の建物とか商業施設だし、次のインフラも外国の施設のようなので、海外を志向しているという印象を受けますが、たまたまいただいている資料がこういうものだという事かもしれません。いずれにしろこの資料をもとにオルタナティブ投資に関する運用方針を検討していただきたいということだと思いますが、いかがでしょうか。

千田委員、どうぞ。

○千田委員 特にオルタナティブの場合は、ご承知のように、伝統的な資産と比較するとマネジャー間の巧拙に差があることから、有能なマネジャーを発掘していくことも重要かと思えます。

その前提で考えた場合、こちらから積極的にリサーチすることも必要ではないか、ということもあるかと思いますが、そのあたりはどのようにお考えでしょうか。

○若杉座長 高濱専門員、その点はどういうふうにお考えですか。

○高濱投資専門員 おっしゃるとおり、オルタナティブの場合、4資産とは違うプレーヤーというのはかなり出てまいります。その違うプレーヤーも、例えば海外に特化している、特に不動産とかですと、それぞれの地域で活動している運用会社などございます。それ以外に、グローバルプレーヤーといわれまして、全世界でやっているプレーヤーなどございます。

私どもも、いろいろと調査しておりまして、どういう人たちがこういった業界の中でメインプレーヤーといいたいでしょうか、実績のある人たちなのかというのは、ある程度調査もしております。

ありがたいことに、私どもに、かなりの方々からお申し出があり、いろいろとお話を伺っております。そういった意味では、ある程度の運用機関のユニバースというところで見れば、ある程度もうコンタクトはとれているのかなと考えてございます。

ただ、先ほど申し上げましたように、不動産ですと、その国に特化しているようなプレーヤーとかもありますので、こういったところは、逆に日本にまだ進出していなくて、我々から、例えばカナダまで行って、そこの不動産会社と直接行くかどうかという、体制や管理というところで問題もあるというところがございますので、基本的には日本に拠点のある運用会社、あるいは日本に窓口を持っているような運用会社を相手に、まずはお付き合いを始めさせていただこうかなとは考えてございますけれども、そういった観点からしますと、それなりのユニバースは、もう来ていただいているというような状況でございます。

○大森資金運用部長 それと、私どもはやはり公的年金ということでありますので、企業年金で求められないとは申しませんが、やはり一定の手続についても公正性、透明性というのが求められると考えております。ですから、このセパレート・アカウントも含めて、個別のこちらのニーズできちんと伝える、あるいは掘り下げていく、発掘していくということも大事だと思いますけれども、そういうものも含めて、このような同じ手続、同じ基準の中で選定をしていくということも求められるかと思っておりますので、千田委員ご指摘のことも含めて、最終的にはこの中で載せていくというのが基本線かなと考えております。

そのほかの、特に個別性の強いものがあれば、また別途ということも否定はいたしませんけれども、基本的にこのような手続の中で進めていきたいと、このように考えております。

○若杉座長 今の千田委員のご意見ですと、今までだったら運用対象が来るのを待っているという姿勢だったわけですが、むしろ自分から見つけに行くという態度でないと、本当に良い投資対象はないということですね。

○千田委員 そのぐらいの働きかけが必要な投資対象ではないかとは思いますが。

○若杉座長 そうすると、運用の仕方として本質的に違うところがあるわけですが、連合会がそのようなオルタナティブ投資をできるかどうかという問題もあるわけですね。

○千田委員 体制等も勘案する必要もございますね。

○若杉座長 その辺のことをよく理解してオルタナティブ投資をやる必要があるという貴重なご意見だと思います。大森部長、どうぞ。

○大森資金運用部長 確におっしゃるとおりだと思いますけれども、先ほど高濱専門員も申し上げましたように、この不動産インフラというものの案件の紹介というのはかなりの運用機関から来ておまして、毎日のように外国語で会話を強いられるというのが昨今の状況でございまして、それで全てとは申しませんが、かなりの部分、業界をカバーできているという実態はあるのかなというのが個人的な実感でございます。

とはいえ、それに満足することなく取り組んではいきたいと考えております。

○若杉座長 意地悪く言うと、本当に良いものは水面下で刈り取られてしまうので、待っているだけでは平凡なものしか得られないということを理解した上で運用すべきだということですね。経験を積んでいるうちに、そういう面白いところが分かってくるかもしれませんが、最初から欲張ってもうまく行かないと思いますので、慎重にやっていくべきですね。

運用方針について、ほかに。

村上委員、どうぞ。

○村上委員 運用方針ということで2つ、マネジャー・エントリーも含めての確認です。

まず1点目は、運用方針ですが、運用方針の一番後ろについているこの別紙というもののまで含めて運用方針（案）として考えてよろしいでしょうか。

そこで、例えばインフラですと、投資目的が「主にこの施設使用料等に基づく長期的なインカムゲインの獲得」となっていますが、そうすると、こちらの付属資料1の後ろに具体的事例3という国内インフラの事例が載っている中で、再生可能エネルギーのところというのはこの方針からは外れているという解釈でよろしいでしょうか。この辺の整合性、インカムを目指したのと違うリスクがたくさんあると思われるところについてはどうでしょうか。

それから2点目ですが、やはり運用方針の中で、オルタナティブですと3年とか5年でマネジャー見直しというのはなかなか難しい案件が多いと思われ、非常に長期的に付き合うことになるのではないかと思います。すると、この運用方針の2ページの6の運用対象の選定に係る審査項目の中の（1）の①経営状況の安定性というのは非常に重要な項目になってくると思いますが、それにしては、公募のエントリー項目のほうの2ページの一番上に書かれている経営上の問題がないことの条件の例示として、債務超過、3年連続経常赤字が載っている点、これは余りにもレベルが低過ぎる話で、むしろ長期にわたって当事業を継続して営むだけのしっかりとした経営基盤を持っていることを証明してもらう必要があるということになるのではないかと思います。

ですから、ビジネスのビジョンだとか、この事業から正当な収益が上がっているかどうかの確認が必要であり、スチュワードシップにエントリーしている機関ということで考えれば、このところの表現はあまりにもレベルを下のほうに置き過ぎているのではないかと思います。そのところをもっと高く求めるべきではないかと思われませんが、いかがでしょうか。

○高濱投資専門員 最初のご質問で、別紙はこの運用方針の一部かということですがけれども、これは資料の2ページの5番で、連合会が運用対象とするオルタナティブ資産については別紙

のとおりとすると規定してございまして、最初、不動産、インフラストラクチャーの投資をするということで、この別紙も一部としてございます。ですから、何か追加する場合は、ここにさらに追加していくということでございます。

一方、再生可能エネルギーみたいなケースはこれの対象にならないのかということですが、投資目的のところ、これ実は主に施設使用料等に基づく長期的なインカムゲインの獲得と書いてございまして、再生可能エネルギーにつきましても、施設使用料そのものではなく、電力の売却による収入でございますけれども、この「等」というところで実は読んでいまして、長期的なインカムゲイン、インカムが入ってくるということで、とりあえずは投資の目的にはかなうと考えております。

ただ、実際にこの場合ですと、リスクが高いので、果たして実際に投資するかというのは、また別問題でございます。

○若杉座長 これは今までいろいろオファーがあった案件を整理したもので、そういう意味でいうと完全なリストではなく事例ということですか。

○高濱投資専門員 そうですね。これはインフラにしても不動産にしましても、いろいろな案件があって、当然その対象によってはリスクも高い、低いいろいろありますというところをご理解いただくために、あえて低いものから高いものまで載せているということでございます。

○村上委員 この事例では、収益の源泉が案件の売却益となっており、キャピタル目的というように捉えられましたので確認させていただきました。そうすると、これは拡大解釈しても、やはり投資目的からはかなり外れているのかなと思ったのです。

○高濱投資専門員 そうですね。ですから、この案件としては、私どもとしてはそぐわないなと思ってございますが、例えば、再生可能エネルギー自体が施設使用料と関係ないじゃないかというところは、「等」で、まとめさせていただいているというところでございます。

もう一つの、エントリーさせるに当たって、この経営の問題、レベルが低いのではないかとということでもありますけれども、ここは、あくまでもこういった書き方をしてございますけれども、実際には、この2ページ目の一番下のところで、「様式●」とかがいろいろ書いてございまして、もちろん、実際エントリーいただく場合には、こうした調査票とかを出していただく予定です。そちらのほうで、きちんと精査して、それに耐えうるものなのかどうかといったところは見ていきたいと思っております。

○若杉座長 ③はマネジャーの経営上の問題ですね。投資対象ではなくて。

○村上委員 はい、そのとおりです。

○若杉座長 それにしても、これでは緩過ぎるのではないかというご指摘ですね。

○村上委員 括弧内の例示を書く必要があるのでしょうか。

○大森資金運用部長 この資料8は最低限の要件のところを定めているところをごさいますて、一つは、調査票できちんと精査するというのを専門員も申しました。そのことと加えて、一つ戻って資料7の運用方針の中に、審査項目というのが2ページから3ページにかけて、6という項目で掲げております。これが主な審査の項目ということになってまいりますけれども、これらの項目について、どのような基準で見えていくかと、いわゆる審査基準というものについては、今後そのエントリーされた状況も見て、具体的に基準をたてていきたいと考えております。これはまた、早ければ次回以降のこの研究会の中で提示して、基準についてはご議論をいただきたいと考えております。この募集を開始するに当たって、最低限の要件としてはこのような形で、株、債券のアクティブ運用も参考に始めさせていただきたいと思っておりますけれども、これであれば何でも通るということでは全くありませんので、次回以降またご指導いただければと思います。

○若杉座長 今回の議事は、なるべく早く運用態勢に入りたいということで、運用方針だけは決めたいという事務局の説明です。もう一つのマネジャー・エントリー制については実際にやっていくときのガイドラインということになると思います。オルタナティブ投資の運用方針については、先に進むためにここでファイナライズしたいということですが、いかがでしょうか。

どうぞ、川北委員。

○川北委員 資料7の、2ページの6の(2)の⑥のところに含まれている可能性があると思っておりますけれども、当初、そんなに心配する必要性はないのかもわかりませんが、例えば、不動産なりインフラなりだとすると、特に海外のものだと、法的な安定性の問題がありますよね。そういうことも、一つ考えておく必要があるのではないかと。それは仕組みのリスクだといえども、そうだと思いますけれども、特に新興国のものが出てきたときには、問題になってくる可能性があるのではないかと思います。

それからもう一点、タイミングの問題があると思います。当初、とりあえず投資するというのであれば、ここは余り関係ないのかもしれませんが、将来規模が大きくなってきたときに、特に不動産は高いところにつかまされる可能性というのが結構あるわけで、マーケット全体の状況もきちんと把握しておく必要があるのではないかと思います。

それともう一点、同じ資料の1ページの3の(1)、資産の区分に関しまして、リスク・リ

ターンの特性に応じて区分するということですが、これは当初は、先ほどの説明だと、リスクの低い、デットに近いところということなので、やはり債券の区分に該当するようなものをイメージされているのかどうか、教えていただきたい。

○若杉座長 高濱専門員、お願いします。

○高濱投資専門員 まず、法的安定性のお話をいただきました。これはご指摘のとおり、実際の投資スキームといえますでしょうか、SPCとかを使っている場合の安定性のお話かとは思いますが、この運用方針では1行で書いてございますけれども、これはチェックしていくところでございます。

あと、新興国に関しましては、やはりかなりカントリーリスク的なところも多く、先ほどご覧いただいたリスク・リターンの図でいきますと、やや右上のほうに寄るかなというところがございますので、そういった意味では、現状では余り投資対象としてはまだふさわしくないかなというふうには考えてございます。

○若杉座長 買ったものをどのアセットクラスに入れるかという問題はどうなりますか。

○高濱投資専門員 そうですね。比較的なマイルドなリスク・リターンというものを私どもとしては想定してございますので、そういったこともありまして、この国内債券あるいは外国債券に分類するというようなことを考えております。

○大森資金運用部長 資料7の別紙に、資産区分、内外の債券と書いております。

○若杉座長 そうですね。この別紙の表はこういうところから始めるという決意表明でもあるわけですね。

○高濱投資専門員 決意表明と申しますか、やはり目的が長期的に安全かつ合理的に行うことを目的として、分散投資を行うということですので、リスク水準が高いようなところというのは、現状では考えておりませんで、そのあたりも、投資する場合にはまたいろいろと考えなければいけないかなとは思っております。

○若杉座長 決意表明と強い表現をしましたが、むしろセルフディシプリンですね。こういう姿勢で始めるということだと思えますが。これはよろしいですか。以上の議論で決めさせていただきますか。

細かな修正等も含めて、私と事務局で最終的にまとめたいと思いますが、お任せいただけますか。

どうもありがとうございました。

次に、国内株式のアクティブ運用プロダクトの募集について、に移りたいと思います。これ

は馬場運用第二課長から説明していただきます。

○馬場運用第二課長 では、資料9をご覧ください。

国内株式アクティブ運用における公募について、でございます。

国内株式アクティブ運用におきましては、このたびパフォーマンスの不芳先の解約と管理上のカテゴリーの見直しを行い、計量的手法、いわゆるクオンツに基づくファンドと、環境社会、ガバナンスの観点から、投資を行うE S Gファンドの2つの運用スタイルにつきまして公募を行っているところでございます。その内容につきましてご説明をさせていただきます。

初めに、1の国内株式アクティブ運用におけます足元の状況についてですが、4年連続でパフォーマンスがマイナスとなっているバリュー型と市場型のクオンツそれぞれ1ファンドずつの解約を実施したところであります。また、あわせて管理上のカテゴリーの見直しを行ったところであります。詳しくは、次の別紙でご説明いたしますので、そちらをご覧ください。

まず、左側の「見直し」と書かれた図表ですが、このうち、スマートベータ型、ノンベンチマーク型、銘柄集中型、中小型につきましては、昨年度の平成26年度の国内株式のアクティブの公募により組み入れられたカテゴリーとなっており、その上のバリュー型、市場型、グロース型は従来型の、主にTOP I Xを投資ユニバースにする運用となっております。

ここでバリュー、グロースのスタイルにつきまして若干補足をさせていただきたいと思えます。スタイル管理という意味におきましては、スポンサーサイドでスタイルインデックスを定め、マネジャーベンチマークとしてそれぞれを評価する積極的なスタイル管理もあれば、広い意味での市場型運用において、着眼点に応じてバリュー、グロースの管理をする方法もございます。主にTOP I Xを投資ユニバースとします図表のバリュー型、市場型、グロース型ですが、これらにつきましては、マネジャーベンチマークにスタイルインデックスを採用するようなファンドは入っておらず、TOP I Xをベンチマークとする、いわゆる市場型ファンドで構成されています。

その意味で、広い意味では全て市場型運用でございますが、着眼点に応じてバリュー型、市場型、グロース型のカテゴリーに分類をし、管理を行っているという状況でございます。

さて、昨年度の平成26年度、国内株式アクティブの公募におきまして、スマートベータ型のファンドの採用を行ったところですが、その際、既存の、主にTOP I Xを投資ユニバースとしますバリュー型、市場型、グロース型ですが、これらのカテゴリーの見直しというのは、そのときには実施してございませんでした。

このたび、この部分につきまして、今般マネジャーが標榜している着眼点と、連合会におけ

るカテゴリーの管理に基づき、ジャッジメンタルのカテゴリーの見直しを行いまして、市場型に分類されていたファンドにつきまして、2ファンドをバリュー型、2ファンドをグロース型に、それぞれ再分類したところでございます。

次に、パフォーマンスの不芳先の解約とカテゴリーの見直しを踏まえたものが、右の図の「見直し後」になりますが、バリュー型、市場型、グロース型の各カテゴリーにおきまして、マネジャー数は相当に確保されてはおりますが、一方で市場型におきまして運用手法がジャッジメンタルに偏っており、クオンツ型は1ファンドとなっております。

また、ESG投資につきましては、市場型の1ファンドのほかに、スマートベータに分類されているものを入れても2ファンドのみとなっております、また残高も少額ということになっております。

これらの状況を踏まえまして、また1枚目のペーパーに戻っていただきたいのですが、2番の公募対象及びその背景というところで、以下の2つの運用スタイルの公募を行ったところでございます。

1つ目が、国内株式アクティブ運用のコアとなります市場型運用において、投資手法、着眼点の観点から、市場環境にとらわれずに安定的な超過収益の獲得を目指すクオンツ運用に基づいたファンド。2つ目は、ESGの観点から、長期的な超過収益の獲得を目指すファンドです。

連合会におけるESG投資につきましては、取り組みから5年が経過しており、今後制定されます積立金に関する管理運用方針においてその検討が求められていることや、運営審議会におきまして、ESG投資における拡充の旨の意見をいただいているといったようなことを踏まえたところでございます。

最後に、今後のスケジュールについてですが、今月24日が公募の締め切りとなつてと、その後、選考を踏まえ、11月を目途に運用を始めたいと考えてございます。

以上、簡単でございますが、国内株式のアクティブ運用における公募についての説明を終わらせていただきます。

○若杉座長 いかがですか。

浅野委員、どうぞ。

○浅野委員 前にもスタイルマネジャーの管理をどうするかという質問をしましたが、今のお話を聞いても、どうやっているのか全く理解ができません。例えば、今回、バリュー型1ファンドを解約して、その理由が4年連続でパフォーマンスがマイナスとなっていたと書いてありますが、このマイナスの意味は何なのか。リターンが絶対値でマイナスというようなこ

とは、この4年間連続ではあり得ないと思います。そうすると、これはTOP I Xとの比較でマイナスということでしょうか。

でも、そうだとすると、バリュースコアがTOP I Xよりも悪かったとしたら、このマネジャーがそんなに悪いというわけでもないかもしれません。どういうふうこれを評価されたのか。スタイルをどう管理しているのかということをごきちつとしていただきたいと思います。

そのスタイル管理の場合、スタイルベンチマークをごきちつと示さなければ、マネジャーがどの程度、例えばバリュースコアにしているのか、グロースにしているのかという見当がつかないのではないかと。それによってパフォーマンスが随分違ってくるわけだから、そこら辺を曖昧にしたまま、グロースですか、バリュースコアですかといつても、リスク管理になっていないと言わざるを得ないのではないかと。思います。

それから、もう一つ注意しないといけなことは、例えばスリーファクターモデル、あるいはBARRAによってスタイルをごきちつとおさえて、それでアルファを見ているというのであれば、それなりにわかるけれども、そうした場合、どの程度バリュースコアなのか、グロースなのかによって、成績が大きく変わってきます。そういうような問題も含めて、スタイルということを採用しているのであれば、そのスタイルの分析というものをごきちつとやっていただきたい。TOP I Xでベンチマーク比較評価しますよと言っていたのでは、全然お話にならないと思います。

○若杉座長 その点についてお答えをお願いします。

○運用第二課係長 浅野先生から前回もご指摘いただいたのは十分認識しているところですが、まず連合会の状況といたしましては、例えばそのスタイルインデックスを設定して、PBRを設定して、そのバリュースコアインデックスをつくって、それに対してマネジャーにやらせるということにはしていません。

その一つの理由としては、先ほど、公募を過去にさせていただいたということもありますけれども、まずその公募の段階で、そもそもバリュースコアインデックス、あるいはグロースインデックスの応募がほとんどないというのが実態でございます。

これは浅野先生から前もご指摘いただいて、資料も見て見ましたが、やはりそこでもTOP I Xに対するベンチマークのファンドが8割、9割を占めていて、バリュースコアですかグロースのベンチマークは少ない。その数字自体は、やはり我々の実感に近いのかなと思っています。

その中で、我々がそのスタイルインデックスとして、例えばPBRをベースとしたバリュースコアインデックスを設定して募集をかけるのかという観点からすると、我々としては、そのPBR

にベットしてまでも、今の段階でスタイルベンチマークをセットしてまでやることはできないのではなかろうかというように考えています。

ですので、先生がおっしゃるように、そのスタイルインデックスをセットしてやるのが正しいのではないかと、これはおっしゃるとおりでございますけれども、まず実態上がそうになっているというのが一つ。

○浅野委員 コメントしていいですか。マネジャーが、今こういうスタイルで、スタイルインデックスを使っていませんというから、そのまま受け入れるというのと、こちらとしてはちゃんとスタイルを標榜してやってほしいからベンチマークをこう決めて募集しますよといってやるのとでは、答えは違ってくると思います。

だから、そもそもそうする気がないのだったら、スタイルを云々と言わないほうが良いのではないか。スタイルというからには、こちらからスタイルベンチマークを与えれば、それなりに応募者はいるのではないのでしょうか。そうやらなければ、いつまでたってもTOPIXでやっていこうが便利だからということだと思えます。

○運用第二課係長 先生のご指摘はごもっともでございます、まさにそこまでやるなら、地共連がそのインデックスを設定して、バリュウのインデックス、これをやりなさいというのを出して、まさにそういう運用機関を育てていけば良いというお気持ちだとは思いますが、我々としては、先生がおっしゃるように、そこまではまだ至っていないというのが実態です。

先ほど途中になってしまいましたけれども、まずTOPIXに対して4年連続負けているという話については、まず、運用機関からは、TOPIXをベンチマークとして戦いますという言い方をされています。それに対して、自分たちとしては、バリュウのスタイルでこのTOPIXに対して勝ちますという言い方をしていますので、あくまでそのベンチマークにして戦うのはTOPIXになりますので、TOPIXに対してどうかという判断をさせていただいたという形になります。

先生がおっしゃるように、スタイルベンチマークを設定せずに、今アクティブの中で、市場型の中であえてバリュウだ、グロースだと分けている理由はなにかと言えば、逆な意味から申し上げますと、市場型の中でも、先ほど申し上げたとおり、バリュウやグロースを標榜しているファンドはあるけれども、それぞれベンチマークはどれかという、先生が今ご指摘いただいたように、皆さんTOPIXに対して勝ちますと言ってきます。

そうしますと、TOPIXに対してどうかとなりますと、定量で見えてしまいますと全てTOPIX対比になりますので、バリュウであろうがグロースであろうが、TOPIXに対しての

比較になってしまいます。そうすると、我々の過去の経験からも、そのスタイル、ベットして
いますバリューとかグロースとかの相場環境で勝ち負けは出てきますので、そのときに片方の
ファンドについて、例えば解約をしてしまったりですとか、片方に基づいて追加をしてしまっ
たりですとか、それぞれの市場型の中での偏りというのはどうしても出てきてしまうと。

ですので、我々のなかで、その市場型の中でも彼らが標榜していますバリュー型ですとか、
グロース型というのを言うてくるのであれば、それぞれのカテゴリーに分けた管理をしたほう
が良いのではなかろうかということで、市場型の中で、あえて分けたらこうなるという形でご
説明しております。

市場型とバリューとグロースを分けてやったほうが良いじゃないかというのはおっしゃると
おりでございます、ただ、実際その市場型の中でも分かれていますので、その中で分ける観
点からとして、そのカテゴリーというのを分けて管理していきたいということのご説明でござ
います。

○浅野委員 そのマネジャーがTOP I Xをベンチマークにして、バリューだとか言っている
のであれば、そのマネジャーは、バリューがTOP I Xに対して勝つか負けるかによって、バ
リューの程度を動かしたりするのでしょうか。たぶんそうじゃないでしょう。こちらとしては、
この人はバリューでやってほしい、この人はグロースでやってほしいと役割を分担させ、合わ
せて全体でTOP I Xに勝てるようにということをやっているのではないのでしょうか。

マネジャーがそんなにふらふらしたのでは、こちらでは管理できません。そういう意味から
も、ここのところはきっちりしないと、スタイルをやっている意味がないわけです。いまおっ
しゃるようなのだったら、どうやってマネジャーを評価するのかということです。

それから、ここの4年連続でパフォーマンスがマイナスというのはどういう意味ですかとい
う質問もしたはずですが、それも答えていただいていません。

○運用第二課係長 パフォーマンスがマイナスとはどういう意味かといいますと、定量的な話
といたしまして、先ほど申し上げたTOP I Xを標榜……

○浅野委員 TOP I Xでマイナスですか。

○運用第二課係長 そうです。

○浅野委員 最初からTOP I Xをベンチマークにしているのであれば、そのTOP I Xでマ
イナスだということだけれども、それだと、バリューだとかグロースだとかいうことは意味が
ないじゃないですか。私がマネジャーだったら、TOP I Xに勝とうと思ったら、グロースと
いっていったってスタイルを変えますよ。そういうことがないようにするのが、リスク管理じゃ

ないでしょう。バリューやグロースと分けている意味がないでしょう。そのところをどういうふうに管理するのか、マネジャーをどういうふうに評価するのか、その点をもう一度きちっとやってください。

○運用第二課係長 先生のご意見も踏まえて、我々の中では検討してまいりたいと思っておりますが、そうしますと、例えば市場型という形になりますと、先生のご意見を拝聴しますと、市場型の中であまり分けないほうが良いという結論になってしまいますので、そうすると……

○浅野委員 市場型だと言っているのであれば、TOPIXをベンチマークにして市場全体でやったらどうですかということです。標榜しているスタイルを意味するように、ちゃんと運用してくださいということです。スタイルの分散はこちらのほうでやりますとしないと、おかしいでしょう。そうじゃなかったら、こちらはバリューだと思っているのに、いつのまにかグロースになっているなど、管理にならないということです。

それから、そういうマネジャーはどう評価するのかということです。スタイルをドリフトするようなマネジャーを採用したいということですか。スタイルをどんどん変えるようなマネジャーを採用して、それでTOPIXに勝つという、そういうことをお願いしているのでしょうか。今の話だと、そういうことになりかねないと思いますが。

○大森資金運用部長 浅野委員のおっしゃるような管理の仕方というのは当然あり得るし、妥当だと思います。一方で、私どもの政策ベンチマークはTOPIXということで、これをいかに勝つかというのが我々の目的であります。TOPIXに対する超過収益を中長期で上げるに当たって、バリュー型なのかグロース型なのか、またそのほか市場型の中でもいろいろありますけれども、ESGも含めていろいろなやり方で、中長期でTOPIXを超過してもらうということで、我々はアクティブファンドを採用してやっているということで、例えるならば、100メートルを走るのにストライド走が良いのか、ピッチ走が良いのかと。ストライドだと、向かい風だと負けるけれども、追い風だと有利であるというようなことも含めて、要は100メートルをいかに速く走るかという観点で、多種多様な選手を集めているというイメージで、我々はこれまで管理をしてきているわけです。

それにとどまらず、このスマートベータ型以下のものについて、特にその中小型、こういうものについては、TOPIX以外のベンチマークも新たに採用して、去年新規に公募した部分については、委員ご指摘のような方法も新たに踏み出しているということですが、従来、過去から長期でやってきましたファンドについては、TOPIXにいかにか勝つかと、さまざまな方法で勝つという観点で募集をし、ずっと運用をしてきたという契約関係もありますので、

その契約、条件のもとで成績の悪い、TOPIXを中長期で明らかに劣後している、特にバリュー型の複数ある中でも劣後しているというものについては解約をさせていただいたというのが今回の経緯でございます。

○浅野委員 TOPIXを上回るリターンを上げるということについて、なぜスタイルのマネジャーを採用するかということについての基本的な理解が間違っていると思います。スタイルを標榜しているマネジャーを雇うのはどういうところにあるかということ、それぞれグロースだとか、バリューだとかで得意なところがマネジャーごとにあるだろう。そのスタイルのベンチマークに勝つ、そういうマネジャーをそれぞれ集めてきて、だけれども全体ではTOPIXと同じような構成になるようにバリューとグロースを組み合わせるのは、こちらの責任としてやる。そうすることによって、全体でTOPIXを上回らしましょうということです。これがスタイル管理の考え方です。

もしその偏りは余り気にしないのであれば、バリューが長期的には勝つということがアカデミック及び実務的な蓄積としてあるわけですから、単にバリューに傾けたら良いわけです。そのあたりをどういう具合に管理するかということで、このスタイルというものを持ってきているわけです。それを持ってきていながら、それを全く無視したような運用の仕方をしていたのでは意味がないのではないのでしょうか。あるいはマネジャーをどう評価するかということも、これじゃできないのではないかと考えます。

○若杉座長 浅野先生が言われるのは一つの考え方で、やっぱりマーケットは理論とは違うわけで、いろいろな側面があるわけです。いずれにしても、マーケットよりも上回りたいというわけです。それで募集するときに、自分はバリューでやるとか、グロースでやると言ってくるわけです。

結果だけを見ればとにかくインデックスを上回れば良いわけですが、始めに宣言をしたスタイルを貫いてそれを実現したかどうかは、マネジャーの運用能力を示す重要な事項で、次のマネジャー選択の時に重要な情報となります。本当にバリューでやっていたのか、あるいはグロースでやっていたのかを検証することは重要な問題ですよ。もちろん、とにかく結果を出すことが大事だというスタイルもあり得ると思います。

○浅野委員 勝てば良いけれども、なかなか勝てないから、それぞれバリューだとか、グロースだとか、得意なところで勝ってくださいというのです。それをスポンサー側としては、全部まとめてTOPIXに勝つようにするという、これがスタイルマネジメントの考え方です。ただ勝てば良いといっても、それが難しいからこういうことをするわけです。

○大森資金運用部長 先ほど係長からお答え申し上げたように、理論と実務の、なかなか整合というところで苦勞しているというのが実態、現状でございます。今、座長には一部私どもの至らない面をフォローしていただいたような気もいたしますけれども、やはり浅野委員のおっしゃるところが理論的には正しいですし、我々、一定の、かなり大きな規模を持って、多数の分散ができるという主体も他になかなかない中で、我々がそういうあるべき姿を目指さないのはいかなるものかというご指摘、これは全くごもっともであると思っております。

今後一層その検討を進めまして、できるだけあるべき方向に進むべく努力をしてみたいと考えております。

○若杉座長 川北委員、どうぞ。

○川北委員 1点だけ補足ですが、見直し後の資産配分を見ると、バリューかグロースか、その議論はさておいて、グロースとバリューと、それから市場型が、多少のこぼこはあってもほとんど一緒です。あと新しい運用方針のところざっと合計すると3,000億ぐらいと、少し少なめです。こういう配分になっていると思いますけれども、この中で、日本の株式市場の特性としては、ほかの市場と比べて、やっぱりバリューの効果が結構高いわけです。これは厳然たる事実で、そこが高いので、グロースといわれているもののパフォーマンスは、やっぱりよろしくないわけです。そういう現実を踏まえて、本当にこういう見直し後の配分で良いのかどうか。そこは検討していただければなと思います。むしろ、下の新しいベンチマークなり、新しい方法のところに、もう少しウェイトを傾けたほうが良いのではないのかなという印象を、私自身は持っています。

○若杉座長 千田委員、どうぞ。

○千田委員 今後の検証に当たって、今は残高と会社数ぐらいしかないですけれども、リターンとか、リスクの出方等を開示いただいた上で議論をするのも一つの方法ではないかと思いません。

○若杉座長 いずれにしても、いろいろ工夫する余地はあると思います。そのために実証研究や理論も重要ですが、実務との兼ね合いということも重要だと思います。それらを参考にしつつ実務を改善していかなければいけないと思います。時々こうやって浅野委員に厳しい指摘をいただくのはありがたいことだと思います。

以上いろいろご意見をいただきありがとうございました。これから募集をするということですが是非参考にさせていただきたいと思えます。

最後になりますけれども、平成26年度の資金運用状況についてということでご報告いただけ

ればと思います。

○津田企画管理課長 それでは、資料10でございますけれども、地共連の平成26年度の資金運用状況でございます。

先ほど地共済全体の表の中でもございましたけれども、地共連は、1枚目の表の一番上の段の、平成26年度末で、時価総額で21兆685億円、簿価で18兆2,654億円。この1年間の増減でございますけれども、2兆1,401億円の増ということでございます。

1枚おめくりいただきまして、構成比でございます。上の段の一番右でございますので、平成26年度末、地共連といたしましては、国内債券が50.5%、国内株式21.6%、外国債券11.4%、外国株式15.1%ということございまして、新しい基本ポートフォリオから見ますと、国内債券が0.5ポイントまだ超過しているという状況でございます。

それから3枚目、収益率の状況、運用形態別でございますけれども、一番右の平成26年度末の修正総合利回りは11.35%ということございまして、ちなみにGPIFは12.27%、KKRは7.45%、私学共済は8.96%ということでございます。

ご説明は以上でございます。

○若杉座長 今の各年金のパフォーマンスの違いは、資産構成の違いによると考えて良いわけですか。

○大森資金運用部長 ほとんどの部分が資産構成で説明できる要因かと思っております。

○若杉座長 GPIFは、株の運用が多いということで、パフォーマンスが地共連よりも多少上回っているということですね。

○大森資金運用部長 そうですね。説明を漏らしましたが、この資料の最後の4ページをご覧くださいと、4資産の修正総合利回りが載っております。今、座長ご指摘の国内株式が30.88%ということで、これは私どものアクティブも入った様相ですけれども、各ベンチマークとほぼ類似の率ということになっておりますので、この高い順に、多く持っていたところが高かったということになるかと思っております。

○若杉座長 浅野委員、どうぞ。

○浅野委員 この収益率とか、運用状況のデータを出していただくときに、やっぱりベンチマークの収益率がどうだったのかと比較して出していただきたい。それから、要因分析もきちっとしていただきたいと思います。例えば資産配分効果なのか、銘柄選択効果なのかとか、それこそスタイル効果だとか。

○大森資金運用部長 この部分、全くご指摘のとおりだと思っております。特にGPIFの業

務概況書と比べますと、彼らは100ページ近いですが、私どもはこういう状況で、かつ、去年までは3ページまでで、4ページは新たにつけたというような、増はしておりますけれども、圧倒的に劣後しております。10月以降一元化して、当然4管理運用主体間の比較、また私ども地共済グループの中でも比較というものが求められますので、ただいまそのGPIFの業務概況書並みの報告、透明性の確保ということを目標に、システムの拡充も含めて準備を進めております。したがって一元化後、すなわち来年度以降は、ご指摘の面も含めて、GPIF並みの公表ができますようにやっておりますので、ご理解を賜ればと思っております。

○若杉座長　そういうことで、期待するしかないと思います。

ほかに何かありますか、いいですか。

村上委員、どうぞ。

○村上委員　このテーマではなくて、さかのぼって申し訳ないのですが、最初の運用方針のところで1つだけ話をさせてください。

運用方針のところで1つ話し漏らしてしまったことがございました。資料1-2の20ページに、「機動的な運用」という項目がございますね。先ほど株式の運用スタイルの話もありましたが、この機動的な運用を行うに当たっては、必ずしもこの表現の市場環境の確度の高い見通しを行った上で行うというものだけではなくて、さまざまなアプローチ方法があるのだらうと思います。このあたりについては、また次回でも結構ですが、ご検討いただきたいと思います。

○若杉座長　その辺はGPIFの方針とも関連していると理解していますが、今日時間がなければ、詳しい説明はこの次にということでも結構です。

○大森資金運用部長　機動的運用については5月20日、前々回に簡単なものをお示ししております。具体的なやり方というのはさまざま、村上委員ご指摘のとおりであろうかと思いますが、少なくとも、市場環境の確度の見通しを行わない上でやることはなかろうということで、この基本方針としてはこのような記述にさせていただいております。

具体的なやり方というのは、またやるときに、方法についてはこの研究会にお示しをした上でやるということに基本方針上も明記しておりますので、その段階でご審議をいただければと思っております。

○若杉座長　ありがとうございました。

ほかによろしいですか。大変申し訳ありませんが、大分時間をオーバーしておりますので、この5番目の議題はこれで終わりにしたいと思います。どうもありがとうございました。

最後に、連合会から連絡事項はありますか。

○津田企画管理課長 検討委員会で申しましたけれども、次回は9月を予定しております。またメールにて日程調整等をさせていただきたいと思えます。よろしく願いいたします。

○若杉座長 どうもありがとうございました。

午後5時59分 閉会