

## 平成 30 年度第 3 回資産運用委員会議事録

日時 平成 30 年 6 月 18 日（月）

場所 勤労者退職金共済機構 19 階役員会議室

### 1 開会

#### (1) 資産運用委員の出席状況の確認

○清水資産運用部長 皆様、ご準備のほうはよろしいでしょうか。出席予定の皆様がおそろいになりましたので、始めさせていただきます。

資産運用委員 5 名の出席を確認できましたので、本委員会は有効に成立いたしました。

ただいまから平成 30 年度第 3 回資産運用委員会を開催させていただきます。委員の皆様におかれましては、大変お忙しい中お集まりいただきまして、誠にありがとうございます。

初めに理事長の水野からご挨拶申し上げます。

#### (2) 理事長挨拶

○水野理事長 本日もお忙しい中、また梅雨空の中、平成 30 年度第 3 回資産運用委員会へご参集賜りまして、誠に有難うございます。

また、前回の資産運用委員会では、課題が山積する中で、時間的な制約もあって、数多くの宿題を出させて頂きましたが、委員の皆様におかれましては、ご多忙にも拘らず真摯なご協力を賜り、誠に有難うございました。円滑な委員会運営へのご協力、ご尽力に重ねて御礼を申し上げます。

さて、本日の資産運用委員会ですが、29 年度の資産運用結果に対する評価報告書の仕上げと、マネジャー・ストラクチャー見直しの継続検討です。

評価報告書につきましては、7 月 25 日に予定されております独立行政法人の評価に関する有識者会議労働ワーキンググループに、当機構の業務実績を評価するための参考資料として提出させていただくものでございます。

マネジャー・ストラクチャーの見直しについては、内国債アクティブ・マネジャーの一次選考結果のご報告と、外国債アクティブ・マネジャーの公募に関する意識合わせ、そして国内株式アクティブ・マネジャーの公募に掛かる要件等事項に関するご相談、前哨戦ということで、いよいよ国内株式の登場になります。

国内株式につきましては、債券には無かった難しい論点が出て参ります。典型的には、

ESG 投資です。社会的に注目を集めている分野であり、当機構の今期中期目標にも ESG 投資の適否の検討が入っております。フィデューシャリー・デューティー、スチュワードシップ・コード、SDGs など関連する問題が多く且つ、議論も未だ発展途上にありますので、拙速は厳に慎まなければなりません。行政の一翼を担う当機構としては、中期計画期間を通じて研究していくべきテーマであると考えております。

当委員会においても、是非、委員の皆様の多彩なご経験から示唆に富んだご意見を頂戴し、活発なご審議をお願いしたいと思っております。

今回も盛りだくさんの内容となっております。ご負担をおかけ致しますが、引き続きご協力とご指導のほど、よろしく願いいたしまして、ご挨拶とさせていただきます。

### (3) 資料確認

○清水資産運用部長 それでは、資料の確認をお願いいたします。

座席図、委員会次第に続いて、左綴じになっております資料の確認をお願いします。いつもどおり右上に資料番号を付けてございますので、お願いをいたします。資料 1-1、平成 29 年度第 7 回議事録であります。資料 1-2、平成 30 年第 1 回議事録（案）であります。資料 1-3、平成 29 年度第 6 回議事要旨（案）となります。資料 2 「平成 29 年度資産運用結果に対する評価報告書（案）」、これはクリップ綴じになってございまして、後ろには資料 2 の別紙 1 も綴じてございます。横長になります。赤い印刷のものです。資料 3-1 「国内債券アクティブ運用委託先の一次選考について」、資料 3-2 「外国債券アクティブ運用委託先の公募について」、こちらはクリップ綴じになってございまして、もう 1 枚 3-2 附属というものも付いてございます。資料 3-3、1 枚紙です。「株式アクティブ運用における検討事項について」、ここまでが本資料になりまして、もう 1 枚横長でカラー印刷の机上配付になっているものがございます。

なお、今回の資料の中で、資料 3-1 「国内債券アクティブ運用委託先の一次選考について」というタイトルの資料につきまして、応募先につきましては会社名を伏せておりますが、入札関連情報となりますので、本委員会終了時に回収させていただきますことをご了承ください。

この後の議事進行につきましては村上委員長をお願いいたします。どうぞよろしくお願いいたします。

## 2 議題

### (1) 資産運用委員会議事要旨及び議事録の確認

○村上委員長 本日の議事進行につきまして、円滑に進行いたしますよう皆様方のご協力をお願いいたします。

それでは、次第に沿って議事を進めて参ります。

議題1は資産運用委員会議事要旨及び議事録の確認です。事務局からご説明をお願いいたします。

○都築運用リスク管理役 初めに、資料1-1「平成29年度第7回資産運用委員会議事録」についてご説明申し上げます。

こちらは全委員の確認が得られましたので、最終版としてご報告いたします。本議事録につきましては、資産運用委員会議事録作成及び公表要領第5条に基づきまして、7年を経過した後に公表いたします。

次に、資料1-2「平成30年度第1回資産運用委員会議事録(案)」をご覧ください。

こちらは、委員の皆様からご指摘いただきました部分を修正したものになります。恐縮ですが、本議事録につきましては、7月2日金曜日を目処に、修正の要否について事務局までご連絡いただきますようお願いいたします。全委員に問題のないことをご確認いただきましたら、資産運用委員会議事録作成及び公表要領第4条における確認が得られたものとして、次回運用委員会にて最終版としてご報告した上で、同要領第5条に基づきまして、7年を経過した後に公表することといたします。よろしく申し上げます。

最後に、資料1-3「平成29年度第6回資産運用委員会議事要旨」をご覧ください。こちらは、委員の皆様からご指摘いただいた部分を修正したものになります。恐れ入りますが、この場で再度お目通しいただき、修正の要否についてご確認をお願いいたします。

なお、平成29年度第7回資産運用委員会議事要旨につきましては、先週メールにて第一案を皆様に送らせていただきましたが、確認をお願いしている状況でございまして、今回の委員会での案の提出は見送らせていただきました。第6回の議事要旨と同様、皆様の確認が終わり次第メールにて修正案を送らせていただき、全ての委員からご了解が得られましたら、最終版を皆様にお送りするとともに、ホームページ上で公表させていただきたいと考えております。

○村上委員長 では、ただいまのご報告について、ご質問、ご意見等がございましたでしょうか。

よろしいでしょうか。それでは、まず資料1-1になりますが、先ほど事務局からご説明がありましたように、平成29年度第7回資産運用委員会議事録につきましては、委員の皆さんにご確認済みということでしたが、この事務局案を最終版とすることにご異議がある委員の方がいらっしゃいましたら、挙手をお願いしたいと思います。

ご異議がないようでございますので、資料1-1の議事録につきましては、本案を最終版といたしたいと思います。

それから、1つ番号が飛びますけれども、資料1-3、平成29年度第6回資産運用委員会議事要旨については、先ほど事務局からもご説明がありましたように、この場でお目通しいただきたいということで、多少の時間をお取りしますので、お目通しいただきまして、決をとりたいと思います。2～3分でお目通しをお願いいたします。

よろしいでしょうか。それでは、資料1-3、平成29年度第6回資産運用委員会議事要旨（案）についてお伺いいたします。この事務局案を最終版とすることにご異議がある委員の方がいらっしゃいましたら、挙手をお願いいたします。

よろしいでしょうか。ご異議がないようですので、本案を最終版といたします。事務局においては速やかに対外公表されますようお願いいたします。

また、先ほどの資料1-2、平成30年度第1回資産運用委員会議事録（案）につきましては、各委員の皆様においてご確認の上、先ほど事務局からご説明がありましたように、修正の要否については7月2日月曜日を目処に事務局までご連絡をお願いいたします。2週間後の月曜日になりますね。よろしくをお願いいたします。

## （2）平成29年度資産運用結果に対する評価報告書（案）について

○村上委員長 それでは、次の議事に移ります。

議題2は、平成29年度資産運用結果に対する評価報告書（案）でございますが、ご説明をお願いいたします。

○西川理事 それでは、ご説明させていただきます。

前回提出させていただきました一次案へのコメント、大変にありがとうございました。目次の設置を含めまして、いずれも的確なご指摘でございますので、基本的に全てご指摘のとおり修正をさせていただいたつもりでございます。修正部分につきましては赤字で見え消しになっております。ただ、1点だけ、いただいたご提案から少し違った形で修正させていただいた部分がございますので、本日もご検討いただきたいと思います。

具体的に申し上げますと、4ページから5ページにかけての運用利回りに関する記載部分でございます。運用利回りについて説明するのであれば、最も重要な利回りである予定運用利回りとの関係について記載すべきではないかというご指摘をいただいたところでございます。大変ごもっともでございます。採算利回りという一般の方にはなじみのない概念のみが記載されているのは、確かにいかがなものかと思われまます。

ただ、一方で、予定運用利回りにつきましては、中退共と建退共等特退共では意味合いが異なるため、単純な比較がなかなか難しいという問題がございます。すなわち、特退共の予定運用利回りというのは、共済手帳1冊当たりの積立額に対して付加される割増金の率でございます。積立期間に応じた利回りというものではございません。そこで、財務状態に直結する採算利回りでの記述とさせていただいたわけですが、確かに唐突感があると思われまますので、制度間での予定運用利回りの意味合いの違いについて注記をさせていただく形といたしました。こうした記載内容でよいかどうか、ご検討をお願いできればと考えております。

そのほか大きな変更点といたしましては、前回の案の段階では数字が出ておりませんでした。29年度末時点の累積剰余あるいは欠損金や、責任準備金の水準が記載されております。計数につきましては前回口頭でご報告申し上げましたので、ご説明は省略させていただきます。

今後の手順でございますが、本日頂戴いたしましたご意見を踏まえた再修正版を速やかに作成いたしまして、一両日中にお送りいたしたいと思っておりますので、恐縮ですが、内容をご確認いただいた上で、追加修正の可否を6月25日までに事務局のほうへご連絡いただきますようお願いいたします。全委員からのご了承が得られました段階で、最終版として、独法評価に関する有識者委員会へ、業績実績評価書の参考資料として提出をさせていただきます。

ちなみに、今後の日程感ということでございますが、実績報告書本体のほうは22日に暫定版を厚労省さんのほうにお送りさせていただいて、調整の上で、28日に内部的に最終版を作成し、29日に最終版を厚労省様のほうへ提出させていただくという日程になっております。

それと、冒頭の理事長からのご挨拶でもありましたが、有識者会議労働ワーキンググループにつきましては、7月25日の水曜日に開催予定となっております。

私からの説明は以上でございます。

○村上委員長 ありがとうございます。それでは、ただいまの西川理事からのご説明について、また、評価報告書の最終案という形で今日出されていますけれども、これにつきまして、何かご質問、ご意見等がございましたら、よろしくお願いたします。

○中島委員 資料2の別紙1も資料ということによろしいでしょうか。

○村上委員長 どのような内容でしょうか。

○中島委員 これ、既に1回議事に付されたものでしたっけ。

○都築運用リスク管理役 前回の委員会資料です。

○西川理事 年度末の数字が入っていませんでしたので、それが加わったということでございます。基本的に前回と変えておりません。

○中島委員 1枚目をめくった裏側ですが、金銭信託の運用実績が4つの経理別に並んでいて、恐らく見るのは、太い枠で書かれたところの右下及び太い枠の左側のほうの右下、ファンドとベンチマーク収益率の差ということで、1番目の中退共を除くと、建退共0.63%、要因分析のところの合計も0.63%になっている。その下の建退共は1.78%、1.78%、清退共2.61%、2.61%ということで、ここは一致するのが普通だと思うんです。

以前もこれお話をちらっと伺ったことがあると思うんですが、中退共さんで太枠ではないところの差が0.39%となっていて、これは全体の合計とは一致せずに、個別資産効果と一致する形になっている。それを説明するために、注の※1で、ここはこんなふうに計算して、ほかとは違うんですよみたいなことが書いてあるのですけれども、この根拠というのをご説明いただけないでしょうか。

○都築運用リスク管理役 こちらの収益率ですが、過去中退共については、マネジャーを選んだことによる効果を評価するという形になっていますので、資産配分効果のところではなくて個別資産効果を見ることが重要です。誤った認識を与えないようにということで、この差額は個別資産効果の合計額と同じ数字を載せています。これは、昨年度もそうなんですけれども、過去からこういった形にさせていただいております。

○中島委員 たしか以前そんな話があって、前々回あたりの資産運用委員会で、機構さんの規律付けみたいな話があって、評価指標ということで、全体を見るのではなくて、個別資産効果のところA、B、Cみたいに評価されるというのを伺って、ちょっと変わっているなと感じました。そこで前回、そこだけがクローズアップされている理由は何ですかと一度質問させてもらって、ご説明いただいたんですが、個人的な感じとしては、何で個別資産効果だけが特別の評価対象になるんだろうかというのがごく普通の疑問です。それ

は過去の経緯があるのでそうなのかもしれないですけども、ここで書くときは全部平仄を合わせて書いた上で、「機構の評価項目が資産運用効果なので、評価については資産運用効果のところ見てください」というふうに書くのが自然というか、ほかの人から見て、ああ、そういう流れなのかと。

逆に言うと、何で個別資産効果だけがそんなにクローズアップされるんだろうかというところで、次の議論に繋がる場所もあると思いますので、正直言って、ミスリードというか、何か裏にあるのではないかと邪推させるような、何でここだけ違うのと。

○西川理事 ここはちょっと見直させていただいて、見直し結果をまたご連絡させていただくことにしたいと思います。

○中島委員 わかりました。お願いします。

○村上委員長 それでは、この点は見直しということで。

○西川理事 表記をどういうふうにするかも含めて。

○村上委員長 ご検討いただきたいと思います。

ほかには、いかがでしょうか。

○稲垣委員 実は私も前回ちょっと見落としたなと思って。たしか要因分析については、改善に向けた検討をしますみたいなお話を以前されていたような気がしたので、検討中であるという表記があったほうがいいのかなどと思いました。

国内債を見ても、複合効果は18 ベーシスもマイナスになっており、ちょっと違和感がある。個別資産効果・資産配分効果ともにプラスなのに合計がマイナスになっているのはちょっとぴんとこない部分があって、検討中なのかなど思ったものですから、現在検討中という表記があってもいいかなと思った次第です。

○村上委員長 両委員の方のご意見を合わせて、全体としてどのように整合性のとれた表記にするかという点で、またご検討いただいた案を…。

○西川理事 この数字の表記の仕方については検討いたしまして、早急に。

○中島委員 文章が書いてあるほうの評価報告書の8ページ目の上から2つ目のぼちのところ、パフォーマンスに関する情報については実現に向けて検討が進められていると書いてある。今の委員のお話はここにかかってくるのでしょうか。

○西川理事 このところは、四半期ごとにこちらでご説明をさせていただいている実績報告のことを念頭に置いた表現なので、この評価報告書を念頭に置いたものではないんですが、この数字のところについてはおっしゃるとおりで、誤解を招きそうなところもござ

いますので、これはこれで再検討させていただきたいと思います。

○中島委員 ついでということで申し訳ないのですが、都築さんのほうから、検討中ということで、パフォーマンス分析のたたき台というか素案みたいなものをいただいて、今日その話が出てくるのかなと思ったんですが、あれは。

○都築運用リスク管理役 個別にいただいた質問に関して、後ほど中島先生のご意見を伺いたいなと思っています。

○中島委員 あの分析資料がいずれかの機会が出てくる。

○西川理事 もちろんです。

○都築運用リスク管理役 そうです。そのため現在準備中です。

○中島委員 まだ準備段階ということですか。

○都築運用リスク管理役 そういう状況でございます。

○西川理事 内々ご相談させていただきたいということだとお考えいただければ。

○稲垣委員 先ほどの予定運用利回りと採算利回りの表記については承知いたしました。

○西川理事 ありがとうございます。

○村上委員長 このところは注書きにしたことで、非常にはっきり意味が伝わるようになったのではないかと思います。

ほかに何かございますでしょうか。

○徳島委員長代理 実は私も中島委員と全く同じで、別紙の中退共の収益率の差が合わないのが違和感を覚えます。前年度は途中で基本ポートフォリオを変更したので普通には使えなかったはずですが。差が0.65%になるように表示していただかないと、ユーザーとしては使いにくいと思いますので、見直しをよろしくお願いします。

○村上委員長 ほかにいかがでしょうか。

○稲垣委員 25日までに連絡ということだったんですが、4ページの下から8行目に、「平成29年度の運用利回りは、昨年度に引き続き」と「昨年度」という言葉が使われていますが、以前、具体的な年度にしたほうが良いというお話があったので、整合をとってここは28年度が良いのかなと。あと11ページの下から7行目も、同じように「昨年度」とあるので、ここも28年度に。

○村上委員長 使うとしたら「前年度」なのではないでしょうかね。

○西川理事 そうですね。はっきりと書くようにいたします。

○村上委員長 私からも細かな形式的なところで1つ。6ページから7ページに2つ表が

ありますけれども、表にタイトルがついていたほうが見やすいと思います。7ページでしたら、真ん中辺の表は「累積剰余金の状況」とか、どのようなタイトルになるか、マイナスの場合は累積欠損金ということだと思いますが、表のタイトルを入れておいていただければと思います。

報告書全体としては、パフォーマンスのことからいろいろ取り組んできた課題のことまで網羅的に記述がされていると考えておりまして、大きな手直しはなくていいのではないかと思います。先ほどの実績報告の要因分析の数字についてはまたご検討いただくということと、幾つか形式的な指摘の部分についてはご修正いただく、そんな形でよろしいでしょうか。

報告書のタイトルは、「資産運用結果」という言葉が、何かで決められたものだったのでしょうか。今年度はこれでいいと思うのですが、運用結果に対する報告だけなのかという感じもしないではないので、これは次年度以降でいいかと思いますが、またご検討ください。

それでは、この報告書につきましては、よろしいでしょうか。

ほかにご質問、ご意見がないようでしたら、平成29年度資産運用結果に対する評価報告書（案）につきましては、幾つか言葉とか形式的な点で本日出された点についてご修正いただくことと、それから要因分析のところの表記の仕方については、事務局のほうで再度ご検討の上、修正案を速やかに委員のほうにお送りいただきますようお願いいたします。

その最終版ができましたら、各委員はその送付を受けて、非常に時間が短いのですが、厚生労働省への提出のスケジュールもございますので、委員の方々においても速やかに内容をご確認いただいた上、再修正の可否については6月25日、来週の月曜日までに事務局のほうにご連絡いただきたいと思います。よろしいでしょうか。

それでは、この議題についてはそのようなことでよろしく申し上げます。

### (3) マネジャー・ストラクチャーの実施状況の報告と検討

○村上委員長　それでは、次の議題に移ります。

議題3は、マネジャー・ストラクチャーの実施状況の報告と検討です。

本日も、この議題については、マネジャー・ストラクチャーに関するコンサルタント業務を受託している野村証券株式会社から、清水さん、高松さん、川岸さん、野村ファンド・リサーチ・アンド・テクノロジー株式会社から秋田さんにご陪席をお願いしています。事

事務局におかれましては、皆様にご入室いただきありがとうございます。

ご準備のほうよろしいでしょうか。それでは、事務局からご報告をお願いいたします。

○西川理事 それでは、ご説明申し上げます。

本日のマネジャー・ストラクチャーに関するご審議につきましては、3つのパートに分けてお願いをしたいと思います。まず初めに、国内債アクティブ運用委託先の一次選考結果に関するご報告でございます。その次に、外国債アクティブ運用委託先の選考に関して、2点ご審議を賜りたいと思っております。最後3つ目に、国内株式アクティブ運用委託先選考について、主な要検討項目をリストアップさせていただきましたので、8月の委員会で提出させていただく資料の準備のため、各項目について、議論すべきポイントや用意すべきデータなど、ご指摘、ご発注をいただきたいと考えております。

まず、国内債アクティブ運用委託先の一次選考結果についてです。資料3-1、横長の赤い資料をご覧ください。

1枚おめくりいただきまして、2ページに結論が示してあります。過去5年、10年の運用実績の定量評価では、応募先20先中の12先が残りました。これは、①の「リターンデータを用いた定量スクリーニング」の「結論」というところに書いていただきました。5年、10年、両方ともベスト10に入った先が8先、どちらかでベスト10に入った先が4先の合計12先になります。

②の「定性面を踏まえたネガティブスクリーニング」ということで、これらの12先につきまして、ファクター感応度等のパフォーマンス指標及び野村ファンド・リサーチさんの情報等でネガティブスクリーニングをかけたところ、特段の問題先はなく、12先がそのまま二次選考に進むことになった次第でございます。

二次選考は6月26日から7月5日までの間に実施する予定でございます。ちなみに、それに先立ちまして、6月21日に事前勉強会を開催したいと考えているところでございます。

それでは、資料の見方につきましては、恐縮ですが、野村証券さんにご説明をお願いいたします。

○野村証券（清水） 野村証券でございます。よろしく申し上げます。

それでは、西川理事のお話について、3ページから私のほうでご説明させていただきたいと思っております。

まず3ページが、2ページでいうところの①のリターンデータを用いた定量スクリーニングの詳細でございます。3ページと4ページは基本同じテーブルでございますが、3ペ

ージは、真ん中の列の後半5年の超過収益率の高い順に並べています。左側のファンド1から10は後半5年の超過収益率上位10社でございます。

4ページのほうは、ファンドの掲載順番は同じですけれども、過去10年でスクリーニングをかけた形でございます。左側のシャドーがかかっているのは過去10年の上位10ファンドといった形になります。

ご覧のとおり、後半5年、過去10年とも全てプラスの超過収益か、リーマン・ショックも含む前半5年のみマイナスになっているファンドが散見されるわけでございますが、この背景としては、近年、良好なクレジット環境が続いたところでございます。クレジット戦略にシフトすることによって良好な超過収益率を獲得できたのかなといったところでございます。

ただし、前回の資産運用委員会でもご指摘させていただきましたが、前半5年と後半5年というのは、パフォーマンスだけではなくて、トラッキングエラー、リスクテイクの実績もかなり違いが見られるかなということで、3ページでも4ページでもどちらでも結構でございますが、ファンド6とかファンド7の前半5年と後半5年を見ていただきますと、ファンド6では前半で5年1.3%だったトラッキングエラーが、後半5年では0.18%になる。ファンド7では、前半5年で2.53%だったものが後半5年では0.17%になるなど、リスクテイクのスタンスが慎重になり過ぎているような要素もありますので、こういったところも見えていく必要があるのではないかといたところでございます。

5ページ、6ページは、同じく定量スクリーニング①のところ、多面的な分析を行っています。スタイル、スタイル調整後アルファ、ファクター感応度、局面別超過収益について、5ページは過去5年、6ページは過去10年での結果を並べさせていただいております。

5ページのほうは過去5年でございますが、例えばファクター感応度のところをご覧ください。たとえば、ファンド5、ファンド8、ファンド13はマイナスになっています。もともとこのファクター感応度は単純なリターンデータを使った回帰分析を行っているというところで、こういうイレギュラーな数字が出るケースがあることは想定はされていたのですが、特に過去5年でいきますと、歴史的な低金利、クレジットスプレッドの縮小ということもありまして、ちょっとした変動が大きく結果に影響してしまうといった、決定係数では読み切れないような説明力の低下が起きていたのかなと解釈しています。

そういったところを除きますと、タームの感応度でいきますと0.96~1.18、デフォルト

の感応度で見ても 0.10~0.51、右側の局面別リターンで見てもマイナス 0.23~1.05%のレンジに各ファンドとも入っているといたところで、問題のない水準で散らばっているのかなといったところでございます。

6 ページのほうは、過去 10 年となると金利が高かった局面も含んでいます。2008 年の年央には長期金利が 1.8%近くまで上昇したこともあり、十分に説明力の高い局面も含んでいるといったこともございまして、ファクター感応度のところをご覧くださいますと、過去 5 年のような異常値は見受けられません。タームの感応度は 0.9~1.03 で、過去 5 年以上に狭いレンジで散らばっています。デフォルトの感応度は 0.05~0.34 といったところで、過去 5 年以上に問題のない水準かなと解釈しています。

ただし、局面別リターンは、前半 5 年は非常にボラティリティの高い局面だったこともございまして、ファンドごとに見ていきますと、マイナス 1.32%~1.43%のレンジに広く分布しておりますが、これは前半 5 年と後半 5 年の投資環境の違いといったところで説明できるかなと思います。そういったことをまとめますと、過去 5 年、過去 10 年とも除外すべき問題となるファンドは見受けられなかったという結論でございます。

続いて、7 ページからは定性スクリーニング②でございまして、定性面を踏まえたネガティブスクリーニングになります。

7 ページでは、今までの委員会でもお出ししておりますが、各ファンドの属性、運用実績の長さとか目標リターン・リスク水準、超過収益源泉、そういったところをまず頭の中に入れておく必要があります。それを踏まえて、8 ページ以下で、前回の資産運用委員会でもお出したチャートですが、各ファンドのリターンの出方を各ファンドが標榜する超過収益源泉と整合的か、リターンの高い、低いだけではなくて、どういう局面でドロウダウンが出ているか、安定的にとれているかどうか、そういったことを確認しています。

ここについては 12 ファンド並べさせていただいておりますが、後ほどもう一度ここに戻ってきて、取り上げるべきファンドについてはご説明したいと思います。

12 ページに飛んでいただきまして、定性面を踏まえたネガティブスクリーニングの 2 つ目のファンド・リサーチのファンドアナリストによるネガティブチェックでございますが、下のテーブルにありますとおり、ファンド 13 と 20 は定性面で非常に厳しいと判断したファンドで、ファンド 17 はそこまで悪いレーティングは付かないけれども、注意を要するといったファンドで、この 3 ファンドがネガティブスクリーニングにひっかかったという形になりました。

先ほどの①の定量スクリーニングのところでの合格ファンドは、ファンド 10 までのファンドとファンド 12、15 です。11 以下のところはファンド 12 と 15 しか残っていないといったところで、赤のシャドーがかかっているところは定量スクリーニングで残っていなかったといったところで、ここで脱落するファンドはなかったということでございます。

13 ページは特殊事情があるファンドでございます。特殊事情があるファンドはファンド 3 とファンド 7、薄いシャドーをかけているところでございます。

ファンド 3 については、赤ぼちの箇条書きの 2 つ目に簡単に整理させていただいていますが、超過収益源泉が個別銘柄選択 100% といったファンドでございます。ほかの 19 ファンドはいわゆる金利戦略とクレジット戦略、デュレーション・イールドカーブ戦略を中心とした金利戦略と銘柄選択を中心としたクレジット戦略をブレンドした戦略ですが、このファンドだけはクレジットオンリーでございます。直近 5 年はクレジットの投資環境がかなりよかったということもあってパフォーマンスは良好でしたが、クレジットにシフトするファンドが多い中で、こういった極端なファンドを採用する必要があるかどうかは改めて整理する必要があるというのが 1 つ目です。

ファンド 7 については、リーマンのときは、前半 5 年のところですね、超過収益で見るとマイナス 0.48% で、リーマン・ショックのところのドローダウンが大きかったといった形です。直近後半 5 年のパフォーマンスは 0.56% の超過収益で好調ですが、2014 年にファンド 19 の運用会社から運用責任者が移籍して運用しているファンドです。要は、最初の 5 年と後ろの 5 年で別物であるといったことを踏まえると、トラックレコードの短さには留意する必要があるのかなといったところでございます。

14 ページ、まとめのところになるのですがけれども、今申し上げてきたような①、②、③、定量スクリーニング、定性スクリーニング、特殊事情があるファンドを述べさせていただきましたが、一旦割愛させていただきました②定性面で確認すべきファンドのところを箇条書きの 3 つ目でまとめさせていただいています。ここではファンド 1 とファンド 12 を挙げさせていただいております。

ファンド 1 は、もう一度戻っていただきまして、8 ページの一番左側のチャートになります。5 年、10 年とも超過収益率は一番よかったファンドですが、標榜しているスタイルが、箇条書きの 1 つ目に書いてあるとおり、金利戦略が 70%、クレジットが 30% です。これだけの高いリターンはクレジット戦略を重視しなければ成し得ないといったことではあります。一方で、リーマン・ショックのときにほとんどマイナスが出ていないというア

ロケーションの巧みさもうかがえるということもありますので、クレジット・金利戦略を中心としている一方で、実際に行った運用についてはクレジットを重視しているといったことについては、二次ヒアリングのところで確認したいなということです。

ファンド 12 は、10 ページの左から 3 つ目のチャート、簡条書きは上から 3 つ目です。こちらは、登録しているスタイルは、金利戦略 50%、クレジット戦略 50%といった形でございますが、逆にパフォーマンスが安定している。ほとんどドローダウンがなくて安定した運用が行われているといったことがございます。逆に、リターン水準とかりスクテイクに少し物足りなさを感じるなといったところがございますので、標榜しているスタイルについて、今後どう取り組んでいくのかといったところは確認すべきかなということです。

両ファンドとも運用上は問題ないけれども、ちょっと方針面のところを確認したいといったところで、定性スクリーニング②のところであえて挙げさせていただいているといったところがございます。

14 ページにお戻り頂き、定性スクリーニング②、特殊事情があるファンド③でそれぞれ 2 ファンド指摘させていただきましたが、定量スクリーニング①で挙げさせていただいた 12 ファンドを二次選考に進めるといった判断をさせていただいたということでございます。

私のほうからは以上でございます。

○村上委員長 ありがとうございます。ご説明の方はよろしいでしょうか。

それでは、ただいまのご説明について、ご質問、ご意見等がございますでしょうか。

○徳島委員長代理 事前にこの委員会です承した 10 年間を通じた成果、それから後半 5 年の成果といったところを見ていただいて一次スクリーニングをやっていただいております、きれいにやっていただいてよかったと思います。

候補という形で 12 ファンドを挙げていただいておりますが、その中で懸念を指摘されていらっしゃる 2 ファンドについては、私も特殊事情があるのかなという気がしています。

特にファンド 3 に関しましては、個別銘柄選択 100%が収益源ということです。この後金利はなかなか上がらないという想定を置いている中で、逆にクレジットでこの後収益が挙げられるのかといった懸念を持ちます。確固たるビジョンを持ち合わせていないと、ファンド 3 はなかなか採用できないのではないかと。特にファンド 3 の場合は、目標トラッキングエラーが 2.5%以内ということを表明しているのですが、今後リターンを稼ぎ難い中でリスクを積極的に取りにいく行動に、ブレーキをかけられません。そういった意味では、フ

ファンド3を採用することにはやや危惧があると感じますので、ぜひヒアリングの際に確認をいただけたらと思います。

同様にファンド7につきまして、途中で方針が全然変わっています。ご指摘のとおり、前半と後半でマネジャーがかわっているのも想像できる事実だと思います。そういった中で、投資行動が前半と後半で全然違うので、本当にこのファンドで後半のような投資の継続性が確保できるのかどうか、きちんとご確認をお願いします。

今回応募されている20ファンドを見ると、明らかに後半の5年間のトラッキングエラーは低くなっています。超過収益の源泉をなかなか見出しにくい局面なので、かなり微小な差をご判断いただくこととなります。引き続き、慎重に見ていただければよろしいかと思えます。

○村上委員長 何か今の点について事務局のほうはございますでしょうか。

○西川理事 ご指摘いただいたとおりだと思いますので、ヒアリングにおいてはしっかりとチェックをしていきたいと思っております。

○村上委員長 ほかにご意見は…。

○中島委員 かなりいろいろ難しいというか、多岐にわたるところを要領よくまとめていらして、抽出された注意書きとか結論についても、皆さんがお話しされたように妥当なものかなというふうに思えます。

11 ページのところは落選した8つのファンドですが、通ったほうは通ったほうなりに気を付けなくてはいけないところがある一方、落ちた中で惜しいところがなかったかなと思って見たんですけども、ファンド14というのがあって、これはそこそこいいなと。これを10ページの例えばファンド12と比べると、14のほうがマイナスの回数と幅が少なく、プラスのほうも14のほうが多いような気がするんですけど、赤と黒の乖離を見ると、12は着実に広がっていつているんですが、14のほうは広がってなくて、これはミスプリとかではなくて、こんなふうになるのかなというのがまず1点です。

例えば14みたいなところは惜しいかもしれないですけども、14みたいなところが運用手数料がもし安かったとしたら、もしかしたら魅力的に見えるのではないかな。そう考えると、スクリーニングをかけられた中でフィーの話は出ていなかったのですけれども、それはどんな感じで織り込まれたのでしょうかというのが次の1点で、この2点お願いできないでしょうか。

○野村証券（清水） ファンド12と14でございしますが、グラフではわかりづらいのです

けど、超過収益の水準でいくと全局面で12のほうがよく出ているといったところで、定量スクリーニング①の基準が、過去5年あるいは過去10年の超過収益率上位10ファンドといたところでは残らなかった。

ただ、おっしゃるとおり、残った12本のファンドの中でも、今回漏れた8ファンドと似たようなファンドがあるといったところで、漏れたファンドの特徴としては、かなり安定的ではあるけれどもリスクテイクが不十分ということもあって、残念ながら期待したような超過収益がとれていないといったところがございます。ファンド12に関しては、パフォーマンス傾向としては似たような傾向があるのですが、ファンド14とかその他のファンドと比べると比較的高いリターンがとれているといったところで残ったのかなということがございます。

運用報酬については、ここではお載せしていないのですが、内債のところは本当に1桁前半のベースぐらいの差が多い中で、一部外資系は少し高めにとっているところはあるのですが、ファンド12も14も日系ということもございまして、結果が変わるような形にはなりにくいのかなと考えております。

○中島委員 わかりました。

○村上委員長 ほかにいかがでしょうか。

○水野理事長 今までの議論で、資産運用委員の方から大変いろいろな貴重なご意見をいただいて、一度、先々週ぐらいかな、野村さんと、皆さん方がおっしゃっているのはこういうパワーポイントではないかなということで、相当こちらで注文をつけて直してもらいました。今後もぜひこういうふうにしたほうが良いというのはどんどん言っていただくと我々の勉強にもなりますし、我々も、こうやって出てくると、今までのよりかなり見やすいなという感じがしておりますので、ぜひよろしくお願ひします。どうもありがとうございます。

○村上委員長 私のほうからも何点かお話ししたいと思います。

先ほど徳島委員長代理からも出ていましたが、ファンドマネジャーの交代とか、ファンド7みたいな存在、ご提示いただいた資料の中で4ページにありますように、運用方針の大胆な変更を実施しているファンドが幾つかあるというお話でした。このファンドについては後半5年の状況を重視する必要があるというように記述はされていますが、ファンド方針を変更した背景とか理由を十分確認するのが非常に重要になるかと思ひます。そのあたりが本当に妥当性がある変更だったのかどうか。ファンド7みたいに属人的に、マネジ

ヤーがかわればファンドの性質が変わるみたいなものと、そのようにこの資料からは見えたのですが、これはなかなか困ってしまうと思います。GIPS の定義上も継続したコンポジットというように定義ができるのかどうか、そのようなところは要確認事項ではなからうかと思えます。

それから、最終の段階で、この前の委員会でリクエストしたクラスター分析をやっていたきまして、ありがとうございます。15 ページ、16 ページにその表が出ているのですが、これは定量面だけを用いた分析しかできないので、限界があるといえれば限界があるのですが、量的な面で似たような属性になっているファンドの比較を重視するというのが、評価をするときに1つのポイントとしてあるのではないかと思います。

最終的に選んだのが、このカテゴリーの分類で非常に偏っているという結果にはきつとまらないのではないかと、上手くカテゴリーも分散されてというのが機構全体としては望ましい形ではなからうかと思うところもあるのですが、その辺も含めて、コンサルタントさんのほうから機構のほうにアドバイスをいただければいいのではないかと考えております。

私からは今の点を申し添えます。

○水野理事長 この運用先にとどまらず、うちはいろいろなコンサルタントも使いますけれども、必ずそこは私も聞いていまして、こういう世界は、チームでぼんと抜けてしまったり、渡り歩いているところがあって、これは気を付けないと、うちみたいに永続的にやっていくところについては致命的になりますので。だから、何で変わったんですかとか、何で入れかえたんですかとか、そういうことはよく聞くようにします。

○村上委員長 よろしく申し上げます。

ほかに、いかがでしょうか。

○中島委員 この資料については先ほど申し上げたとおりですが、次のステップの面談と定性評価のところを踏まえた場合に、これは質問なんですが、例えば8 ページ以降のファンドの並びは、成績のいい順に並んでいるのですか。

○野村証券（清水） 超過収益率が高い順に。5年のほうですね。

○中島委員 そうすると、例えば1番と2番というのはどうしても雇いたくなるような気がするんですが、ぱっと見ても似ていますし、17 ページ目の相関係数で見ても、ファンド1とファンド2、ないしはファンド1とファンド3とか、割と上位のところそこそこ似たようなものがあるって、例えば両方とも数字自体はいいけれども、似通ったものが出てきた場合はどういう扱いをされる。あえてスタイルを分散するために、成績はかなりいいん

だけれども、どちらかを選択するのか、それともあえて両方選択するのか。

○野村証券（清水） おっしゃるとおり、パフォーマンスが上位とはいえ似たような戦略というのは、超過収益の安定性という意味では、過去は上手く立ち回っているんですけど、どれもクレジットをある程度重視しているということもありまして、クレジット環境が逆流したときは総崩れになる可能性があるということですので、先ほどのカテゴリーなんかで、クラスター分析の結果等も踏まえて、クレジット戦略だけでなく、やや超過収益は低いけれども今回選んだ 12 ファンドは平等に扱って、収益源泉の違うもの、金利を中心としたものを組み合わせるといようなスタンスになるのかなと考えております。

○中島委員 最終的に 5 ファンドぐらいを。そうすると、17 ページの相関係数のマトリックスみたいなものが最終的に 5 つ出てきた場合に、高い数字がマトリックス中に出てくることがないような形でリードされる。

○野村証券（清水） そうですね。できれば 5 ファンドとも相関が低いもの同士であればいいんですけども、多少金利に近いもの、クレジットに近いものというのはあるでしょうけど、少なくとも 2 つのグループには分かれるような感じが想定されるかなというところですよ。

○中島委員 わかりました。そこら辺を上手くリードして。

○西川理事 惜しいところはリザーブでということが考えられますので。

○中島委員 わかりました。

○村上委員長 よろしいでしょうか。

○徳島委員長代理 1 点だけ。今、中島委員からご指摘のあった採用するファンド同士の相関という視点も大事だと思いますが、もう一個考えておかないといけないのは、国内債券の運用に関しては機構に自家運用があるのと同時に内債のパッシブ運用もあります。パッシブ運用との相関が余りにも高いファンドはアクティブ運用として採用しても意味がないので、あわせてご検討をいただけたらと思います。

○野村証券（清水） ご指摘ありがとうございます。その点については、先ほどあまり説明しなかったんですが、15、16 ページ、クラスター分析によるカテゴライズのところで、ここでは 3 つぐらいに分けられるかなというふうには結果としては出たんですけども、実は低リスクのグループは 1 ファンドも合格した 12 ファンドには入っていない。これは、安定性という意味ではいいんですけど、安定性のあるファンドといえ、先ほどの 12 と 14 の議論にもありましたように中リスクのグループにもありますし、アクティブファンド

に委託している以上、期待したパフォーマンスを上げていないといった観点から、低リスクというところは今回見送られたという経過でございます。

○村上委員長 よろしいでしょうか。

それでは、国内債券アクティブ運用委託先に関する一次選考結果については、委員会として了承したことにいたします。今日、又委員会でも出されました意見をご参照いただきながら、二次プロセスに取り組んでいただくよう、よろしくお願いいたします。

それでは次の項目ですが、外債アクティブ運用委託先公募について、事務局からご説明をお願いいたします。

○西川理事 それでは、ご説明いたします。

外国債券アクティブ運用の委託先公募における評価基準等につきましては、コメントをいただき、ありがとうございました。資料3-2でございます。この関連で、本日は1点認識のすり合わせをさせていただきたいのと、もう1点はお助言のお願いをしたいと考えております。

資料3-2の付属というのが1枚紙でございます。こちらに、認識を共有させていただきたいことと、ご相談させていただきたいことを具体的に書かせていただいております。

まず認識のすり合わせでございますけれども、ヘッジ付き外国債券のアクティブ運用の委託におけるヘッジの取り扱いについてでございます。前回委員会でもご議論いただいたところでございますけれども、時間の関係もあって明確な結論には至らなかったと認識しておりますので、改めて確認をさせていただきたいと思っております。

ポイントは、ヘッジの手法とか実施につきまして、どこまで委託先の裁量に任せるかという点でございます。前回の一応の結論としては、為替ヘッジの実施方法については運用委託先に任せるということだったかと思っておりますけれども、そうはいつでも何かしら制限条項は付けるべきではないか。例えば今私どもデリバティブについては、使うのはいいけれども、ヘッジ目的でのみ使用可能というような条件を付けているわけですが、そういったものが必要ではないかとか、あるいはフルヘッジとっておきながら、大きな為替差損が発生した場合に受益者にどう説明するのかといったような声もありますので、同床異夢にならないように認識をそろえさせていただきたいということでございます。

私どもとしてここに書かせていただきましたが、こんなふうな考え方でどうかということでございます。現状の認識としては、外国債券のプロダクトについては、フルヘッジと言いながら、ほとんどのプロダクトが為替を収益源泉の1つとしているということでござ

います。現在委託している2先についてヒアリングしたところ、彼らも収益源泉の3～4割は為替要因だと言っているということでございます。なので、委託先には、為替戦略の一環として、ヘッジ比率の能動的な変更も含めて、為替を収益源泉とすることは認めるということなのかなと思っております。

そうはいつでも、先ほども申し上げましたが、フルヘッジと言っておきながら大きな為替差損が出るのも変な話だなということでございますので、ヘッジ比率のアクティブ度合いにつきましては、二次ヒアリング等において、上限等のリスク管理ルール等をちゃんとチェックをするというような形にすることで、言っていることとやっていることが大きく違わないようにするというのでいいかなというふうに思っているところでございます。

この点につきましてご意見を頂戴できればと思います。よろしく願いいたします。

○村上委員長 今の西川理事からのご説明につきまして、ご質問、ご意見等はございますでしょうか。

○徳島委員長代理 基本的には理事のご説明のとおりと思いますが、なかなか文章とか数字できっちり書けるものではありません。そこはまさに書かれているとおり、二次ヒアリングで厳格にチェックするということになります。例えばヘッジ比率の変更に関しても、前々から申し上げているとおり、いわゆるクロスヘッジをどう考えるかとか、そのあたりもありますので、かなりヒアリングを慎重にやっていただきたいと思います。

あと、今回コンサルから提案されているチェック項目の中で、為替についてあまりきっちり触れられていません。これは委員会での議論がはっきり決まっていなかったところだと思いますが、例えば一部の海外のファンドの場合には、為替ヘッジなしベースとヘッジありベースでどれだけ差があったのかとか、数値で出せると思います。我々としては、あくまでも原則はヘッジの付いた外国債券運用の成果を見るのですが、ヘッジがなかった場合どうだったのかという参考情報を集め、その差を見ることによって為替管理のパフォーマンスがどれくらいあったのかを見ることができます。上手く使っていたらと思います。

○中島委員 書いてあることで、ご心配はごく普通に自然な形でわかるんですね。為替フルヘッジをベースとしながら、実際運用すると為替の影響で損が出た場合は、ちょっと説明が難しいような気がするというのはぱっとわかるんです。

でも、よく考えてみた場合に、為替ヘッジをしないこと、ないしはすることというポリシー、政策に関わる部分と、アクティブ運用で為替リスクを取ったり取らなかったりとい

うのは本質的に違います。どこが違うかというと、政策的なものは常にプラス。例えばフルヘッジではなくてノーヘッジをベースにした場合に、為替リスクは常にロングで外国の通貨を買ういわゆる買いポジションです。一方、アクティブ運用はベンチマーク対比でニュートラルで、買いも売りも両方機動的に変えるので、長い目で見ると基本はゼロで動いているはずで。

政策部分というのは、買い、ロングポジションが基本ですけれども、アクティブの超過収益を狙う部分は、ロングもあればショートもあるという形で機動的に変更させますので、リスクの取り方としては根本的に違うものです。政策的に買いポジションしかとらない、買いポジションでやっていくのと、アクティブで買いポジション、売りポジションを機動的に変更させるというのは基本的に違うものなので、そこら辺を認識していただいた上で話をされたほうがいいかなと。

個人的には、そんなに大きな問題になることがないような気がするんですね。どこでこれはカバーするかというと、ファンドマネジャーは目標トラッキングエラーがあると思います。目標トラッキングエラーを彼らが遵守している以上、そんなに極端な為替リスクを取るということはない。逆に言うと、本当にちょこちょこしか取らないと思いますので、厳格に云々というところをチェックというよりも、極端な為替リスクの上げ下げはないですよねというのを確認するくらいで大丈夫ではないかと思います。

むしろ技術的に難しいのではないかなと思うのは、ノーヘッジの場合であれば、例えば米ドルのポジションを増そうとした場合に、米ドルをオーバーウェイトすればいい。米ドル債をオーバーウェイトすれば、アメリカの米ドルのリスクをより増すことができる。そうするとドル高になった場合儲けることができる。逆にドル安になると思えば、ヘッジをかけてドルのポジションを下げればいいということになる。一方、ベンチマークがフルヘッジになった場合は、プラスのポジションをとることはリスクを取ることで可能だと思うんですけども、よりショートポジション、為替をフルヘッジしたところからショートポジションをつくるのは技術的にかなり難しくなってしまう。要はオーバーヘッジの状態をつくる必要がある。その部分を、ヘッジ目的に限るといった場合に、オーバーヘッジ状態を認めるのか認めないのかというところが一つ大きな問題になると思うんですが、そのあたりはどんなふうに整理されているんでしょうか。

○野村ファンド・リサーチ（秋田） 通常は円に対する外貨ネットショートは認めないというガイドラインが多いですね。ドルをヘッジする、上限持ち分まで。持ち分以上のドル

をヘッジして、外貨をネットショートにするポジションをとるということは、ガイドライン上通常は禁止行為になっていることが多いです。

○中島委員 そうすると、アクティブ・マネジャーにとっては、超過収益の源泉が、フルヘッジをベースとした場合は限られてしまう。

○野村ファンド・リサーチ(秋田) ドルは50%以上のエクスポージャーがありますから、十分なエクスポージャーがあるので、ネットショートを禁止したからといってリスクが限られるということはないと思います。

○中島委員 でも、基本フルヘッジですよ、為替リスクは。フルヘッジなので、為替リスクのポジションは全く持っていない。ニュートラルでは為替リスクのポジションは全く持っていないので、そこからヘッジ比率を少し落とすことでロングにすることができると思うんですけども、そこから米ドルのショートポジションをつくるというのは、さっき言ったオーバーヘッジを認めない限りはできないと思うんです。

○野村ファンド・リサーチ(秋田) ポートフォリオとしてはオーバーヘッジですから、ちょっと議論が交錯していると思うんですけども、オープンなポートフォリオがあるわけですね。例えばドルのエクスポージャーが50%でした。その50%がドルのオープンのポートフォリオを持っているということですね。ベンチマークのウェイトが40%で、10%オーバーウェイトしていますというポートフォリオでしたということですね。

ヘッジをかけるというのは、10%分のオーバーウェイトは残すんです。おわかりになりますか。通常のオープンな戦略で彼らは運用しております。債券と為替戦略をやっております。ポジションをつくります。そして、原則的にはオープンのマネジャーがベンチマークのウェイトでヘッジをするということになりますので、彼らが意図している債券なり為替のエクスポージャーは残るということですね。したがって、ここにもありますように、委託先の収益源泉の3割、4割は為替要因になっているということになります。

○中島委員 今のご説明だと、ベンチマークは例えば米ドルが4割だと。ところが、実際のポートフォリオは米ドルを10%オーバーして5割にしている。その場合、ベンチマークに従って為替ヘッジをかけると、米ドルが10%オーバーウェイト、これはわかるんです。むしろ米ドルを10%アンダーウェイトにするというのができるのか。

○野村ファンド・リサーチ(秋田) そうすると、ネイキッド・ショートになりますから、円を買い持ちしないといけないことになりますから、お客様がそれを許容するかどうかですね。

- 中島委員 まさに私が質問したのはその点で、どうされるんですか。
- 野村ファンド・リサーチ（秋田） そうすると、全く為替のリスクを取らないでください、為替戦略はなしにしてくださいということになります。
- 中島委員 だから、そこを整理しておく必要があるのではないかなと。
- 野村ファンド・リサーチ（秋田） だから、為替戦略をとるのであれば、そこはゼロにはしない、ネイキッド・ショートにはしないということになると思いますけど。
- 村上委員長 今の点は、もう一度整理する必要があると思うのですが。といいますのは、ヘッジの考え方として、ベンチマークの通貨バスケットに対してヘッジをするという考えか、ヘッジ外債ということで、基本的には裸の外国通貨のポジションはない状態を基準として考えるのか、というところが、ひょっとしたら認識がすり合っていないかもしれないのです。今の議論を聞いていますと。
- 野村ファンド・リサーチ（秋田） もし御共済様で為替のリスクを取りたくないということであれば、為替戦略はゼロにしてください、そして買った外国債券の分だけ為替予約をかけてください、そういうことになります。
- 村上委員長 そうですね。むしろそちらに近い議論であったと思うのですね。というのは、基本ポートフォリオのときの議論というのは、外国ポジションがない外国債券について、他の資産との相関を考えてそのようなヘッジ 100%のベンチマークを採用したというようなことになっていますので、通貨バスケットに対するニュートラルなものを基準として考えるというのと、少々方針が違うというように考えられるのですが、その辺はどうでしょうか。
- 水野理事長 高松さん、基本ポートフォリオをやったときの外債をヘッジするかしないかという議論のときの外債のヘッジの考え方は、フルヘッジだったんでしょう。
- 野村証券（高松） それはそうです。それはインデックスベースです。
- 水野理事長 だから今の議論おかしいよね。
- 野村証券（高松） ただ、アクティブファンドの話はまた別だと思うんです。要するにパッシブに対してアクティブリスクを取るわけですから、アクティブリスクのところでは為替のリスクも含めて考えるか、為替のリスクを排除するか、その違いだと思うんです。そこはあくまで方針の違いとか、あるいはトラッキングエラーの水準とか、そういうことで、どちらでも考え方としてはとり得るはずだだと思います。
- 村上委員長 確かに考え方としては2通りとり得ると思うのですが、ただ、その辺の認

識がすり合わないで議論をしているところがあります。そのところはどちらだというのが決められていないで議論しているので、全然かみ合っていない議論になっているところがあると思うのです。

○中島委員 アクティブに関しては為替リスク取るということでこの資料は作られているので、今おっしゃったとおりだと思うんです。政策ポートフォリオに関してはとらない。ただ、アクティブに関しては、それを超過収益の源泉としてもいいよと。その場合に、もしヘッジ無しインデックスの通貨ポートフォリオにかけてヘッジをかけるのであれば、実際に持っているアメリカのファンドを落とせば、事実上為替のショートになると思うんですけれども、ヘッジ付きインデックスもしくは持っている実際のリアルなポートフォリオに対してのヘッジ比率ということになると、ショートがつかれないのではないかと。そうすると、アクティブ・マネジャーとしては、ショート局面で儲ける機会が奪われてしまうので、ちょっと不利になるので、そのあたりの……。

○野村ファンド・リサーチ（秋田） あくまでも対象はベンチマークになりますので。ベンチマークよりも多いか少ないかということで彼らは競争しておりますので。

○中島委員 それはわかります。

○野村ファンド・リサーチ（秋田） ないことはないんです。

○中島委員 ただ、ヘッジの問題をどうするのかというのは。

○野村ファンド・リサーチ（秋田） もしも本当に為替リスクを取りたくないのであれば、委託するときに為替戦略はゼロにしてくださいと。

○中島委員 いや、それはしないということですよ。為替戦略はアクティブ戦略として……。

○野村ファンド・リサーチ（秋田） 為替戦略が入るのであれば、それは許容するしかないですね。アクティブ・マネジャーが取る為替リスクは許容する。

○中島委員 そうすると、さっき言ったネットでオーバーヘッジの状態になっても、それはアクティブ運用に関する限りは大丈夫ですという。

○野村ファンド・リサーチ（秋田） 大丈夫という意味は何を許容しているかわからない。

○中島委員 委託者側として許容しますという。

○野村ファンド・リサーチ（秋田） それはアクティブ運用の委託ですということだと思います。

○中島委員 それは内規に抵触しないですかね。そこら辺をクリアしておかないと、マン

デートとか、ファンドマネジャーと話ができなくなってしまうと思うんですね。

○徳島委員長代理　そこを厳密に突き詰めると本当に大変なことになると思うので、ずっとクロスヘッジと明確にして来なかったところです。例えば加ドル債をヘッジするのに、加ドルをショートする必要はなくて、米ドルとの相関係数を見て米ドルでヘッジすればいいわけですし、スウェーデンのクローネとか周辺通貨もユーロでやればいいと考えられます。結局、ドルの部分を 100%以上オーバーヘッジしてはいけないといったルールを導入すると、クロスヘッジが使えなくなって、アクティブ・マネジャーは困ると思います。

その辺りは、我々がまず方針を決めて、ヒアリングできっちり、どこまでオーケーかを示しておかないと、議論のかみ合わない可能性は極めて高くなると思います。

○中島委員　ヒアリングの前に、多分運用規則みたいなものがあると思いますので、そこに抵触する可能性がないかという点を確認して、もし抵触するのであれば、修正をした上でファンドマネジャーとの面談に臨むという形にされたほうが。

○野村ファンド・リサーチ（秋田）　為替戦略をゼロにして、債券戦略だけでポートフォリオ運用を委託するというのは、現実的には困難であると思います。

○西川理事　その意味では、まさに為替戦略をゼロにしなくていいですよというのが（1）に書いてあるというふうに思っています、（2）で言っていることは、そうはいつでも、トラッキングエラーとかそういったところを押さえなければ、先ほどおっしゃっていただいたとおりで、そう無茶はできませんよねと。ただ、そこまで野放図にしてしまうと何が起こるかかわからないので、そのあたりはちゃんとチェックしなくてはいけないでしょうねということなので、あまり厳密に縛らなくてもいいのではないですかというつもりでの提案ではあるんですが、そのときに、（2）のところで、では、どんなところに注目すればいいかというところは、もちろん議論のあるところだとは思いますが。

○村上委員長　今西川理事がおっしゃったように、ベンチマークに対して大きなエラーがないかどうかをチェックしていけば、基本ポートフォリオとの齟齬は起きないというようなことにはなるかと思うのですが、議論するときの軸がどこに置かれているかということ自体を共有しておかないと、変な方向にいつてしまいます。通過バスケットに対してニュートラルなのか、原債券の国別ウェイトがベンチマークと違ってても 100%フルヘッジをするところが出発点なのか、要は出発点のありようがどこかということですね。それが異なっていると、議論がかみ合わないところが出てくる可能性がありますので。

○西川理事　ヘッジ付きの外国債券といったときには、パッシブまで全部含めたときには、

先ほど委員長がおっしゃったように、ベンチマークと同じような動きをしていてくれないと、全体としてのリスク分散ができていないということになってしまうので、そういう意味では、全体として捉えれば、持っているものに対してのフルヘッジだということになると思います。

一方で、パッシブはもともとそういうものだとする、アクティブについても、全部合わせたときにはそうなっていてくれないと困るということなのかなというふうに思うわけです。ですけど、それぞれ個々を取り出したときには、それと同じ動きをしていなくてもいい、そういう整理なのかなと。

○村上委員長 今の西川理事からのご説明でいかがでしょうか。整理が共有できますでしょうか。

○中島委員 整理自体はそれでいいと思うんですけど、先ほど徳島委員長代理がおっしゃったように、アクティブ・マネジャーが動きやすいような運用をやってもらうのがいいと思うので、機構さんのほうの運用制約というか、そこをちょっと見ていただくというのは。先ほどお話があって、多くの機関投資家の方は厳密な意味でオーバーヘッジみたいなのを認めないというのがあるというお話でしたから、もし同じような文言があるとすれば、厳密に言うとアクティブ・マネジャーは困ってしまうと思いますので、そこもちょっとどうするのか。

○野村ファンド・リサーチ(秋田) 複数のマネジャーを採用されることになりますので、全部のマネジャーの凸凹が一致してトータルするとニュートラルですよということにはならないと思うんですね。ドルのオーバー、2%オーバー、3%オーバーがあって5%オーバーになりますという世界になってきますので、もしも厳密にそれをならしたいということであれば、カレンシーのオーバーレイマネジャーを採用なさって、出ている通過をへこます、へこんでいる通過を増すというのがオーバーレイマネジャーの役目なので、そこをやらせるという手は一つあると思います。

○村上委員長 今野村さんのおっしゃったように、合算してベンチマークどおりには必ずしもなりません、基本的には、全体像をみたときに、ベンチマークとしてそのような性質のものを採用しているということを意識したような範囲で動いている。それでないとベンチマークを採用した意味がないというところがありますので、厳格に合計が一致するというにはならないにしても、ベンチマークの周りで動いていて、長期的な属性はそのベンチマークにかなり近いところになっていくのだろう、そのようなイメージではないか

と思うのですが、いかがでしょうか。

○西川理事 ルールのところは今のところ恐らく何も無いと思うので、逆に何か必要ではないかと言っていたというのが実際なんです、改めてチェックはいたします。

○村上委員長 デリバティブの利用というのが現物の範囲内とかいうルールはありませんでしたか。

○西川理事 デリバティブについては、ヘッジ目的以外はというものはあるんですね。

○村上委員長 そのような意味では、オーバーヘッジもヘッジ目的であればルールの中で読めるという考え方ですね。クロスでヘッジする場合などもですね。

○徳島委員長代理 基本は、西川理事が言われたとおり、今回委託運用をしようとしているのはあくまでもヘッジ付き外債であるということで、歴史的に見て、ベンチマークベースのヘッジ外債と大きく乖離していないこと。為替は収益要因として存在することを認めるけれども、積極的に為替だけで収益を上げるといった運用は認めないということではないでしょうか。

今、既存の委託先で収益に占める為替要因が3～4割と書かれていますけれども、実際にこれが5割だったら、やや大きいなという気がします。適正水準がどのあたりになるのかといったこともヒアリングしていただきたいと思ひますし、為替ヘッジの考え方やノウハウとか、実績も含めて二次のインタビューできっちり見ていただく必要があるのかなと思ひています。

外部のマネジャーに話を聞くと、インデックスベースでヘッジしたらとか、そんなシミュレーションがすぐ出て来ますが、本当に実務として、実際のパフォーマンスとして上がってきたものがどうなのかを見極めるべきと考えます。要するに外債の運用の中での債券運用の担当と、為替のヘッジに関するコントロールがどういう位置付けになっているのかとか、二次でヒアリングをしていただきたいと思ひます。今日議論させていただいたように、ヘッジ外債に関しては意外と同床異夢的なところや、今まで曖昧にしてきたところもあると思ひますので、今までの考え方と齟齬のないように、二次のヒアリングをしていただければいいと思ひます。

○村上委員長 ほかの方はよろしいでしょうか。

ヘッジ運用に関する認識の共有という点ですけども、基本的には冒頭で西川理事からご説明がありましたようなことを軸といたしまして、共有認識といたしたいと思ひますが、今日この委員会でも出されておりました点は十分ご留意の上、選考に臨んでいただきたいと思ひ

います。よろしくお願いいたします。

それでは、資料3-2の続きについて、西川理事のほうからご説明をお願いします。

○西川理事 続きまして、ご助言いただきたいところがございますけれども、外債アクティブ運用委託先選考の際のヘッジなしプロダクトの扱いについてでございます。

外債については、基本ポートフォリオ見直しの際に、外債をフルヘッジとすることは、ヘッジなし外債を否定したものではなくて、たまたまヘッジなし外債の割合がゼロになっているものであって、毎年実施している基本ポートフォリオの定例検証の結果、ヘッジなし外債を加えたほうが効率性が上がるという結論になった場合には、ヘッジありとヘッジなしを場合によっては併存させることもあり得るということで合意をしております。

したがって、毎年実施する基本ポートフォリオの定例検証のタイミングで、ヘッジなし外債の運用を委託することになる可能性が発生するわけであります。そうであれば、その場でマネジャー・ストラクチャーをもう一回行うよりは、このタイミングで予定委託先を決めてしまっておきたいということを前回の委員会で申し上げたところがございます。

しかしながら、その後皆様からいただいたコメントの中で、ヘッジ付き外債の得意な委託先が必ずしもヘッジなし外債が得意とは限らないのではないかとのご指摘をいただいたところがございます。そこで、一応それを踏まえて、以下のようなスキームを考えてみたところです。

1つは、フルヘッジ外債委託先の募集ではあるけれども、同時に、ヘッジなし外債プロダクトに関するデータの提出を求める。

それから、二次選考ヒアリングでは、ヘッジなし外債導入ないしは切りかえの可能性を示唆しつつ、その場合の対応可能性と対応方法、体制についてもヒアリングを行う。

3つ目、対応可能と回答し、候補たり得ると判断された先については、ヘッジなし外債委託先の候補、ヘッジなし外債委託先のリザーブというふうに位置付ける。

4つ目、ヘッジなし外債投資再開が決定された場合、リザーブ先から改めてプロダクト関連詳細情報の提出を求める。

5つ目、上記の改めて求めたヘッジなしプロダクト関連情報をもとに金額の配分を決定する。フルヘッジ委託先が多く金額を得るとは限らない。また、結局委託されないで終わるリザーブもあり得るというふうに考えております。

なお、リザーブ先については、フルヘッジについては委託するというフルヘッジ委託先兼ヘッジなしのリザーブ、それからフルヘッジリザーブ兼ヘッジなしリザーブ、両方とも

リザーブの状態、それからフルヘッジのみリザーブになる場合、それからヘッジなしのリザーブになる場合、理論的には4種類のリザーブがあり得るものと考えております。

一応、両者のスキルに差があるということを前提にしますと、以上の4類型が出てくるということですが、こういったやり方についてご意見をいただければと考える次第でございます。

場合によっては、そんなに差が出ないからここまで厳密にやってもあまり意味ないぞというご意見もあると思いますので、率直なご意見をお伺いできればと思います。

以上です。

○村上委員長 ありがとうございます。では、ただいまの西川理事からのご説明について、ご質問、ご意見等がございますでしょうか。

○徳島委員長代理 4種類のリザーブがあり得るという結論は、別に違和感はありませんが、今回の外債の公募に関しては、あくまでもヘッジ付き外債という形で募集をかけようとしています。そのときに、1社1プロダクトまでという制約がかかったときに、実はヘッジ付き外債としての商品化はしていないけど、オープン外債としては自信のあるプロダクトがあったとき、それを排除することになるのではないかなという懸念があります。

結論はこれでいいと思いますが、基本イメージはヘッジ付き外債の募集で、参考までにそのヘッジなしだったらどうだというのを募集するようになっていると思います。一方で、今回は採用はしないけれども、リザーブとしてのオープン外債を別途応募することを認めてはかがかかと思えます。

○西川理事 はなからリザーブを募集するという格好にする。なるほど。

○稲垣委員 私も、やるんだったら方途はあるのではないのかなと。参考のデータだけになると、いざ投資が決定したときに、本当に大丈夫なのか不安もあるので、(4)に記載しているプロダクト関連詳細情報を事前にキャッチしてヒアリングをしてリザーブ先を登録した方が良くはないでしょうか。

○西川理事 そうすると、それぞれにそれなりの数が来ると思うので、同時にやるのはなかなか難しいかなというのが正直なところなので、やるとすると、今回はフルヘッジのところだけやらせていただいて、すぐにオープンになるとも思いませんので、後でリザーブのところを別途のタイミングでやらせていただくというような。

○徳島委員長代理 別途のタイミングでやるのか、情報だけヘッジ付きと一緒に集めてしまつて、ヘッジなしのものについての判断はもう少し先ですとかアナウンスしておく。い

ずれにせよ、次の基本ポートフォリオの検証まではオープン外債がすくに入ることはないわけですから、早くても来年の頭ぐらいといった時期感があります。この後我々は国内株、外株という大きなマネジャーの選定を抱えていますので、順番はその後になることは伝えればよいのではないのでしょうか。実際に運用会社の立場からいうと、今回ヘッジ外債で、またオープン外債でというよりは、一回まとめて情報をというものが1つの手かだと思います。ただ、これは事前にちゃんと説明しておかないと、結果についてなしのつぶてだと言ってしまうかもしれません。

○野村ファンド・リサーチ（秋田） 実務上は、例えば外資系の債券マネジャーにとって円ヘッジプロダクトというのは隅っこの商品なんですね。だから、レコードも短いですし、運用額もオープンに比べると小さいんですね。円ヘッジ付きであっても、オープン外債のレコードをもらわないと、なかなかそのものの分析が難しいのではないかなと思いますので、好むと好まざるにかかわらず、オープン外債のリターンも必要だと思います。

○中島委員 今いただいた3-2の付属資料の2の意図がちょっとわからない。これは、リザーブの選定プロセス案ということか、それともヘッジなし外債運用……。リザーブというのがどこにかかっているのか。

○西川理事 リザーブというのは、ヘッジ付き外債のリザーブをまず選定しなくてはいけないというがあるわけですけど、あわせて、この際にヘッジなしのほうの、そこは委託先は当分ないので、リザーブを今回は選ぶ、そういうことを考えているわけです。

○中島委員 今回、国内債券で5先とか最終的には選びますよね。あれと同じように、外債のヘッジ付きのアクティブファンドを5先ぐらい選ぶという話ではないんですか。

○水野理事長 まず、基本ポートフォリオの中で、ヘッジ付き外債とヘッジなし外債は別のカテゴリーなんです。だから我々は、この前の基本ポートフォリオを決めたときに、国内債券、ヘッジ付き外債、国内株式、外国株式、この4つだけなんです。だから、ヘッジなし外債というのは基本ポートフォリオに入っていない。

今回違う潮目に来ているんですけど、あのころはどちらかというとヘッジ付き外債なんてどうかと相当議論があったんだけど、当時は旬だった。そこでヘッジ無し外債に加え、ヘッジ付き外債というカテゴリーを立てて、基本ポートのシミュレーションをしたら、ヘッジ無し外債はゼロになった、という経緯があります。だから、ヘッジなし外債というカテゴリーは、アクティブ、パッシブにかかわらず、今の基本ポートフォリオではゼロです。

ただ、今これだけ金利が変わってくると、ひょっとすると基本ポートフォリオを変えな

きやいけなくなるかもしれない。そのときには、もう一回、ヘッジ付きもヘッジなしも外債をそれぞれシミュレーションしたときに、ひょっとすると、ヘッジ付き外債からヘッジなし外債に移る可能性があるので、今からリザーブみたいなものを考えておきましょう、参考資料としてとりましょうというのがこの趣旨です。アクティブは、実務的にはヘッジが多少ないのはあるのかもしれないけれども、我々の基本的な考え方は、外債は全部ヘッジ付きで考えています。

○中島委員 ヘッジ付き外債のアクティブ・マネジャーを最終的に今回5社採択したい、それに幾つかリザーブが付くかもしれないというのが1つあって、それとは別に、基本政策アセットミックスを見直した場合に、ヘッジなしというカテゴリーがもう一回復活するかもしれない。それに備えて今回もう一つ、レギュラーはゼロで、リザーブだけの募集をかける。

○西川理事 おっしゃるとおりです。

○中島委員 そうすると、2カテゴリーの募集をかける、先ほど徳島委員長代理がおっしゃったように、そういうイメージですか。片方は5プラス幾つで、片方はゼロプラス幾つ。

○村上委員長 恐らくこのプロセスは、整理しなければならないのは、2の(4)に書いてありますように、仮に将来、実際に採用するとなった場合に、リザーブ先からだけなのか、その時点でまた募集というのがあるのか、そちらのほうははっきりしていないとかなかなか……。

○西川理事 前回ご説明したのは、その段階で改めてやるのが大変なので、リザーブ方式でやらせてください、そういう格好で、かつ、今回選ぶフルヘッジ先の中からそれを選ばせてもらえませんかという話をさせていただいたんです。ただ、そのときに、それだけだと余りにも狭過ぎるのではないかということで、少しリザーブを拡大するような格好を今回提起させていただいたということですが、今日出てきた新たな話は、もともとリザーブだけという募集をしたほうがいいのではないかというお話をさっきいただいて、その一方で野村さんのほうから、どっちにしてもデータは取るんだしというお話をいただいたところであり、どちらかというやっぱりヘッジなしのほうが主力なので、そうだとすると、いただいた情報の中から選べるかもということかもしれません。

○村上委員長 リザーブに応募しておかないと将来的には結局本戦に出られませんよ、そのようなことをアナウンスしておくのかどうかということですね。そうすると、リザーブといいましても、募集のプロセスの一番初期段階のステップに近くなる。そのこのところの

整理ですね。

○野村ファンド・リサーチ（秋田） 外国債券だけリザーブ制度を用いるというのも何か恣意的な感じですね。そうすると、ほかの資産もリザーブ制度を用いたほうがいいのかなと思うんですけど。

○西川理事 リザーブはほかも全部入っています。ただ、リザーブだけ募集するというのはこれが。

○水野理事長 問題なのは、基本ポートフォリオでそういう項目が立っていないのを、いきなりリザーブで入れるかどうかというのはなかなか難しいところなんだけど、書き方だよ。募集の仕方だと思う。

○西川理事 何でこれ外国債券だけ変な格好になっているかということ、外国債券の中でヘッジなしの外債はたまたま今ゼロだけれども、いつでもこれは50・50にもなり得るし、80・20にもなり得る、そういう整理をしているわけです。5年に1度ぐらいにやる基本ポートフォリオの見直しのときに飛び出してくるのではなくて、年に1回やる基本ポートフォリオの再検証のときに飛び出してき得るものなので、あらかじめ準備をしておきたい、そういう話なわけです。

○中島委員 ちょっとよろしいでしょうか。今、野村さんから話があったとおり、過去のパフォーマンスレコードを出してください、ないしはファンド規模を出してください、それはヘッジ付き外債に限られますということになると、多分対象先がすごく限られて、マネジャー・ストラクチャーの効率性が阻害されると思う。ファンドマネジャーにとってある程度為替ヘッジをかけるのは多分造作もない作業だと思いますので、基本は、「これまでのヘッジなしのプロダクトをヘッジ付きでやってもらいたい」ということで良いのでは。

これまでのヘッジなしのプロダクトをヘッジ付きで運用することにどれほど困難が伴いますかとまず聞いて、ほとんど伴わないということになると思いますので、プロダクトのレコード等はオープンのほうがやってもらって。ヘッジで問題が多分ないですよ。あるのかな。

○村上委員長 今の中島委員の発言に関連するのですが、結局、過去のパフォーマンスレコードでヒストリカルな要因分解を出してもらって、為替効果というところは除いたときに、要は為替の部分を除いたほかの超過収益のファクターについて……。

○中島委員 いや、為替もあって多分いいと思います。ベンチマークがオープンになっているだけで。

○村上委員長 そうですね。だから、為替のところは除いたファクターですぐれているところであれば、それをそのままヘッジ付きを運営するのもそんなに困難ではないはずという考え方が成り立つのではないのでしょうか、ということなのですね。

○水野理事長 そうですかね。でも、為替でとりにいくところもありますよね。

○村上委員長 為替でとりにいくマネジャーは別として、ほかの要因でとりにいつているマネジャーについてはですね。

○中島委員 ベンチマークがヘッジ付きかヘッジなしかの違いだけなので、ファンドマネジャーはどちらでも対応できる。プラスアルファは基準がどこになっているかの違いなので、100を基準に101にしたり99にしたり、ないしはゼロを基準にプラス1にしたりマイナス1にしたりするだけの違いなので、そう考えると、「とりあえずヘッジありで雇ったんだけど、今回方針が変わってヘッジなしというカテゴリーもある程度入れなくてはいけなくなったので、ヘッジなしのほうに切りかえてね」と。

逆に言うと、既存の外債のファンドマネジャーは、途中からヘッジ付きに変えてねというふうに言われて今変えていらっしゃるんですよ。だから、彼らはそんなに困難もなしに、それまでオープンベンチマークでやったものをヘッジ付きベンチマークにさくっと1カ月なんかで変えて臨んでいると思いますので、その逆も全然問題なくできると思います。

○水野理事長 できるけど、ヘッジ付きで募集をしないとまずいのではないですかね。ヘッジ付きであくまで募集をして……。

○中島委員 方針はヘッジ付きだけれども、過去のパフォーマンスレコードがヘッジ付きのものに限られるということになると、ほとんどファンドマネジャーが集まってこなくなるというか、対象が限られてしまうので、現実問題としては、今回の募集はヘッジ付きだけれども、過去の定量評価とか何かに関してはヘッジなしのほうのベンチマークで十分評価することも可能ですし。

○水野理事長 両方見てみるということですかね。

○中島委員 ヘッジ付きのほうは仮想のパフォーマンスレコードになってしまうと思うんですが。

○村上委員長 ヘッジの部分のファクターはシミュレーションでも可というようなイメージでしょうかね。

○西川理事 そういう意味では、ヘッジの巧拙というんですか、それはあんまり差はない

という前提のもとに立てば、中島委員おっしゃるように、オープンの方で見ておけばいいのではないかと。

○中島委員 ヘッジの巧拙があるからこそオープンベースでのヘッジの巧拙がそこでわかるので。

○徳島委員長代理 そこはちょっと注意が必要だと思います。シミュレーションベースでやったら、インデックスのベースで為替ヘッジの効果を織り込んでしまいます。結果として、すごく効率的なヘッジができてしまいます。実務の場合は、為替ヘッジの手法やタイミングとか、いろいろなものにパフォーマンスが左右されます。シミュレーションベースであること意識せずに同じ土俵で比較すると、シミュレーションベースで出してくる運用会社のほうが明らかに有利になります。

○水野理事長 それはそうですよ。

○西川理事 どういうふうにティルトするかとか、ベースコストをどう見るかみたいな話は極めて実務的な話になってくるので、差はあるのではないかとは思いますが、どのくらい差が出得るのかというのは、ちょっと今のところ私どもあまり。

○野村ファンド・リサーチ（秋田） 御機構様のような大規模なご資金を委託しようとしている運用会社の多くはヘッジ付きも設定をしておりますので、全くないということは多分あまりないのではないかなと思いますけど。

○中島委員 全くないとは思わないけど。

○野村ファンド・リサーチ（秋田） 全くないからシミュレーションが必要だという話ですよね。あった場合はそれを出させるわけですから。

○中島委員 まあそうですね。

○西川理事 考えることがあるとすると、ヘッジ付きということで募集をかけたことによって、応募してくる先のユニバースが狭まってしまうので、ヘッジなしでやったときに比べてヘッジなしのリザーブのところからいいものが落ちこちてしまう、そういう可能性はあるということですかね。その意味では、付随してもらうやり方は楽は楽なんですけど、ヘッジ付きには応募してこないけれども、ヘッジなしでは非常に実力のある先がこぼれ落ちてしまうリスクをどう考えるかということですね。

○中島委員 これはちょっとわからないんですが、お話があったファンドマネジャーのユニバースという点で、個人的なイメージとしては、ヘッジありという形でパフォーマンスレコード10年分という形で求めると、かなり減ってしまいそうな気がするんですけど、そ

それはそうではないんですか。

○野村証券（清水） 企業年金の世界では、リーマン・ショック後にリスク抑制、予定利率の引き下げとともに、為替は特に債券のほうはフルヘッジにするような動きが目立っていたので、そういう意味でいうと、10年ぐらいのトラックがあるかないかというようなイメージなのかなというようなところで、大手であれば、5年ぐらいであればほぼあるかなという感じなんですけど、10年というところとちょっと微妙なイメージなのかなというところなんです。日本の年金業界としては、フルヘッジというのはそんなにマイナーな話ではないのかなと。

○中島委員 そこら辺の実情はわからない。フルヘッジのパフォーマンスレコードで一次評価しますよと言ったときに、ファンドマネジャーのユニバースががごと減らないのであれば、それでいいと思うんですけど、減りそうなイメージがあったので、それは現実どうなっているのかというところになりますので、今のお話だとそこは大丈夫という。

○野村証券（清水） 募集をかけてみないとわからない部分はあるのですが、ヘッジありがあるところはそれを活用しつつ、ちょっと長いところは場合によってはヘッジなしにベンチマークヘッジ、それは多分運用機関がそういう形を出してくると思うんです。一部その留意点はあるんですけど、それを繋げて見るというようなやり方もあるのかなというところ。

○野村ファンド・リサーチ（秋田） 実績とシミュレーションを比較するのはよくないです。実績は実績で比較しないと。

○水野理事長 2年半前に私が来たときは、ヘッジ付き外債を持つ意義について、国内債券との差異が有意に出得るのか、というような点も含めて相当議論しましたが、その時点でそれなりの数のサンプルがありましたから、今から5年というのは多分あると思うんですね。10年というところと確かに少なくなるかもしれない。

○野村証券（清水） リーマンまではかなり、予定利率も企業年金平均で3.5%とかあって、為替のところに対する問題意識というのは薄かったと思うんですけど、急速にそこからリスク抑制、リスクの引き下げが強まった感がありますので、そこは出てきたものを見てという形だと思います。

○中島委員 さっき債券でプロダクトの内容の連続性みたいなのがあったけど、リーマン・ショック後、そこら辺で変えている可能性はあるので、できればリーマン・ショックの前あたりからカバーしているほうが望ましいとは思いますが、わかりました。

○村上委員長 ほかに何か議論がございますでしょうか。

それでは、基本的には、今回ヘッジなしのカテゴリーもあわせてリザーブ用のファンドを念頭に募集をかけるというようなことで、ご説明をいただいたような事務局案の方向性でよろしいでしょうか。

それでは、この点につきましては、この事務局案である、委託業者選定方法に関わるヘッジなし外債運用委託リザーブファンド選定プロセス案について、委員会として了解したことにしたいと思います。

なお、今いろいろ出たような議論の点については、また十分にご留意の上取り組んでいただけたらと思います。

それから、少々遡りますが、1のほうのヘッジ運用に関する認識共有のほうにつきましても、基本的にはご説明いただいた方向でということですが、留意点として出されましたことを事務局のほうで記録をして、共有化しておいていただければと思います。こちらのほうもあわせてよろしく願いいたします。

それでは、この件につきましては以上にいたしまして、次の項目、国内株式アクティブ運用委託先選考における主な要検討項目について、事務局からご説明をお願いいたします。

○西川理事 それでは、ご説明をさせていただきます。

資料3-3「株式アクティブ運用における検討事項について」という1枚紙をご覧ください。

マネジャー・ストラクチャーにおける株式アクティブ運用の検討事項と考えている項目は以下のとおりということで、5つ出させていただいております。本格的な議論については、次回の8月の資産運用委員会で行わせていただく予定でございますが、8月まで少し期間がございますので、資料を準備させていただくためにも、各項目において取り上げるポイントとか、こんな資料があるといいということを書いていただければと思って用意させていただいた資料でございます。

5つありますが、上から申し上げますと、まずマネジャー区分(カテゴリー)の設定(スタイル分散)ということでございます。

これは、前回1ファンド1カテゴリーという話が出たときに、そんなことをやったら一体幾つ来るかわからんぞというご指摘をいただきまして、そのとおりだなということでございます。そうすると、どういうカテゴリーを列挙するべきなのかということが必要になってくると思います。新しいものがどんどん出てきますので、どこかで切って、その他と

いうふうにしなきゃいけないと思うんですけども、どんなカテゴリーがあり得るかという  
ことについてご議論いただく必要があるかと思っております。これは最後の5つ目とも  
ちょっと絡んでいきます。

2つ目、スマートベータの活用及び募集方法でございます。

以前、もし良いアクティブ・マネジャーが見つからないときは、スタイル分散のために、  
足りない部分をスマートベータのほうで代替させるという案もいただいたわけですがけれど  
も、株式のアクティブ運用委託先が5つ以上見つかったとして、さらにパッシブの枠を削  
ってでもスマートベータを導入したほうがいいのかどうかということについては、ご議論い  
ただく必要があるかというふうに考えております。

3つ目、ESG 投資の可否というか是非でございます。

先ほど理事長のほうからも話がありましたけれども、投資理由とか投資の方法がいろい  
ろと出てきておまして、もともとはCSR 的な話があったわけですがけれども、それが2～  
3年前には、やや長い目で見れば収益がとれるという、新たな収益機会として捉える話が  
主流になりました。しかし最近は逆に、イギリスなんかではリスク回避要因だ、将来的に  
株価が落ちる、あるいは債券価格が落ちることを回避するために ESG ファクターに注目し  
ないと逆に受託者責任違反になる、そういう話も出てきているわけですが、どの  
理由にするかによって投資の仕方が全く変わってくる訳です。

社会貢献的な話になってくると、あんまり収益は関係ないという話になるわけですが、  
長期収益というのであれば、ちゃんと儲けられるものを探しにいかなくてははいけない。リ  
スク回避だというと、どちらかというとダイベストメント的な話をしなくてははいけないと  
いうことだと思えます。

私ども、ESG 投資を導入するに当たっては、ステークホルダーの方々に、こういう理由  
でこういう投資をしますということを言っていかななくてははいけないということだと思いま  
すし、また、長期的な投資案件だということからは、1～2年やってみてダメだったら変え  
ますというのものなかなか言いづらいなというところがございますので、ある程度こうい  
った理由、方法についての考え方を整理した上でないと導入できないかなというふうに思っ  
ている次第でございます。

そうだとすると、当面様子見するとして、どういった条件を整えば投資ができるのか、  
そういったタイミングに関する議論もあると思えますし、先ほどダイベストメントと申し  
上げましたが、長期収益を稼ぐとかいうことであれば、今はできていない先に投資をした

上で、エンゲージメントを通じてその行動を改善していく、そういう取り組み方もあると思います。一方、リスクファクターということになると、逆にそういうところには投資しないという話になると思いますので、スチュワードシップ活動との関係についても整理しておく必要があるかなと考えております。

ということで、この件については極めて多面的な検討が必要だということでございますので、委員の方々のご意見をぜひいただければと思っております。

4つ目がマネジャー・ベンチマーク導入の可否、是非でございます。

債券のときにもご議論いただいて、債券については管理負担の面で耐えられませんので勘弁してくださいと申し上げたのですが、株の場合だとここが結構大きな機会費用を生むことになり得るのかなと。そうすると、管理負担の面を考えても頑張る必要があるという結論もあり得るのかなと考えておりますので、こちらについて改めて議論をする必要があると思っております。

最後5つ目、応募プロダクト数の制限の設定方法であります。

前回は1カテゴリー1プロダクトと申し上げたんですけども、そのときに1社について何プロダクトまでというような制限を設けることで、過剰な対応負担を減らす必要もあるかなと思っておりますので、このあたりの制限の設定方法についてもご意見を伺えればと思っている次第であります。

現在考えているところはこんなところですが、これ以外にもこういった点について考えるべきである、あるいはこの5つのテーマにつきまして、具体的にこんな資料を出すべきではないか、用意すべきだということをお願いいただければ、用意したいと思っております。この場でお願いいただいても結構ですし、お持ち帰りいただいて後ほどご連絡をいただいても結構でございますので、よろしくお願いいたします。

○村上委員長 ありがとうございます。ただいまの西川理事からのご説明について、ご質問、ご意見等ございますでしょうか。

○徳島委員長代理 項番1、2、5はセットで考えないといけないという気がしています。そもそも株式のアクティブ運用で何ファンドぐらい採用するのかということもこのカテゴリー区分に影響してくると思いますし、実は項番4も絡んできて、例えばスタイルをバリューとしたときのマネジャー・ベンチマークは何なのか、2のところのスマートベータで、例えば最小分散のスマートベータを採用したときのマネジャー・ベンチマークは最小分散指数だろうと思いますが、そのとき TOPIX とするのかどうか。多面的に各々の項目がリン

クしてくると思いますので、たたき台を用意していただいて、それで議論をすることが必要と思います。

一方、スマートベータについては、あくまでアクティブ・マネジャーが足りないときに採用してはと申し上げた記憶があります。今までの内債、外債のマネジャーセレクションの考え方からいうと、応募があって、その中から選ぶという前提になっています。国内株で異なる方法を採用するのかどうか。今の方法でいうと、一つのカテゴリーに3ファンドが応募してきたとき、どれもだめだから外すという判断ができるのかどうかといったことも考えないといけません。

ESG に関して、かなり議論をしないといけない気がしております。実際、村上委員長と私が地方公務員共済の委員会で被用者年金の一元化のときに議論をした際には、地方公務員共済では、ESG 投資が超過収益の源泉であるという文言を基本方針に入れられてしましまして……。

○村上委員長 私はもう委員を外れていました、そのときは。

○徳島委員長代理 あのタイミングでは、もう外れていらっしゃいましたか。私は反対したかったのですが、このとき同時にオルタナティブ投資も超過収益の源泉であるという原案で、それを消すほうに精いっぱい、ESG 投資については消すことができませんでした。今でも、地方公務員共済の基本方針には明確に超過収益の源泉と書いてありますが、今の時点ではそれは必ずしも正しくないと思っています。少なくとも今の日本では議論がまだ煮詰まっていないところだと思います。

一方で、ご案内のとおり、GPIF が ESG 投資について率先してやろうとしているので、年金運用等の世界では結果的にはそうなっていくでしょう。同じ厚労省傘下の独法として、放置するのは難しいかもしれません。タイミングも含めて今回考えてはどうかと思います。

ただ、西川理事から資料でご指摘があったとおり、スチュワードシップとの関係、エンゲージメントをどうするのか。GPIF のように担当の組織を作ってまで取り組んでいる機関とは全然状況が違うわけですし、ESG に関して、今回このタイミングで議論するのか、もう少し時間を持って考えるのかというスケジュールは、検討しておかなければいけないのかと思います。

GPIF は最近、ESG 指数とそのパッシブ運用を導入することによって、結果的に ESG 投資を推進しているというポジションをつくっているように見えます。しかし、本当にそういった投資に効果があるのかどうかといったことも含めて検討しないといけませんし、GPIF

はユニバーサルオーナーだと言っています。こちらの機構は決してユニバーサルオーナーではありません。それなりの運用資産規模はお持ちですが、巨額の資産のうち25%も国内株式に配分している人とは違うという考えでいいと思います。ある程度今回きっちり議論をすべきと思いますが、即全面的に採用されるかどうかは、議論の後の結論次第かというふうに思います。

以上、私の感想です。

○村上委員長 ほかの方はいかがでしょうか。

○中島委員 スケジュール的には、どこら辺が議論の結論を出すまでの残された時間になるのでしょうか。

○西川理事 もととのスケジュールからいくとそんなにはなくて、2回ぐらいでこの議論をしなくてはいけないんですが、正直言うと、だんだん難しいかなと思ってきてはいます。ESGに限らずですけれども、もしこの議論が長引くようであれば、当初、1年間で4資産全部やりますと言っていたことについて、見直さざるを得ないということもあり得るのかなというふうには思っております。あまり時間に縛られておかしなことをやるよりは、そのほうがいいかなと。最初から白旗を上げるつもりもないのですけれども、できるだけ効率的なご議論をいただくために、ちゃんとした資料を用意してとは思っているんです。ただ、内容が内容だけに複雑ということもあるので、端折るつもりはありません。

○水野理事長 一つ付言すると、最初に私から申し上げたように、この中でESGは、議論が始まったばかりではないのだけど、発展途上であるので、我々この4月1日から中期計画を始めました。これは5年の計画で、その期間を通じてという意味でございます。これだけちょっとスケジュール感が違うんですね。

○中島委員 3番のところは違うということですね。

○水野理事長 ただ、この中でそういう議論をしていきたい。

○中島委員 私もこれを拝見すると、3番はいろいろ難しいものもありますし、実証結果という話がありましたけれども、何せ期間が限られていますから、今実証をどうこうするレベルにはないと思います。以前お話があった機構さんはフロントランナーとして時代の先駆けをするつもりはない、どちらかという慎重にやっていくという話であると、3番は5年間通じて議論するというくらいのイメージであれば、私としてもよくわかります。

残り1、2、4、5で、5はちょっと特殊な決め事なので外すとすると、1、2、4で、2番だけが割と新しいテーマ、1と4は比較的従来型のマネジャー・ストラクチャーの話

ということになると思うんですね。

そうすると、問題は2になって、別の機会に野村さんとこの件についてお話しする機会があって、実際に募集をかけようとするといろいろ難しい問題がたくさん出てくるという話になって、やり方としては、スマートベータと言いながら、結局政策ベンチマークがTOPIXであるということ是不変なので、詰まるところマネジャー・ベンチマーク、要は4番の応用形、広い意味で4番に含まれる話に多分なってくるのかなと。その場合、一般論を繰り広げるよりも、具体的なファンドとか具体的な戦略を思い浮かべながら、これをとるとしたらこういう募集のやり方になるとか、個別ボトムアップ的にある程度対象を決め打ちにして、そうした場合の実務的なやり方がどうこうという形で議論をされたほうが、トップダウン的にそもそも論から入るよりは議論が進みやすいのかなというのが個人的な印象です。

そうすると、まず1と4をベースに従来型のマネジャー・ストラクチャーのイメージを一回考えてもらって、そこに2をどこら辺まで入れていくかという形で、とりあえず今回、向こう1年間か、それとももう少し延びるのかわからないですけども、やられるのがいいような気がします。

スマートベータの場合、インデックスが与えられて、TOPIXと違うインデックスをパッシブ運用として運用するやり方もあると思いますし、最小分散のようにアクティブ運用がある程度許容されるものもある。その場合のマネジャー・ベンチマークはどうするのという話になってくると思いますから、その場合、今申し上げたとおり、具体的なファンドをイメージして、これを雇うとした場合にどんなアプローチにするか、一つ一つ整理していく。スケジュールを見ながら、今回はここまでねというふうにやるのがいいのではないかなと思います。

○平嶋勤労者生活課長 3番のESGのところですが、中期目標上は平成30年度末までに検討をすることとなっております。

○西川理事 30年度までに検討して、入れられそうだったら入れる、そういう話です。

○平嶋勤労者生活課長 そういうことです。5年かけて検討というよりは、30年度末までに。

○水野理事長 すみません。30年度中の検討結果に関わらず、5年間の継続検討課題になるということです。

○西川理事 今年度だめだから諦めるということではなくて。

○村上委員長 ほかに何かございますでしょうか。

先ほどの徳島委員長代理と中島委員と関連するのですが、私のほうも、2と4につきましては、以前の委員会でも議論がありました。ミスフィットリスクを誰が取るのか、機構が管理するとしたら、それをどのような体制でやるのか、そのような条件がそろわないとできない部分があるかなということです。

それから、スマートベータというのも、アクティブ運用の一種と考えるかどうかによってアプローチが違ってきます。あくまでも TOPIX に対してと考えるのであれば、スマートベータがなぜ理論的、実証的に有効なのか。先ほど最小分散というのが話題にされていましたが、最小分散というのは、特にリスクが高い銘柄群について、それに見合うリターンがついてきていないというのが一番大きな要因になっているのではないかと思います。だから分散を低めたほうが超過収益が出てくる。それが本当に理論的な理由があって続くものなのかどうか、そこをきちんと機構が見極められるかどうか、採用の背景としてはそのようなところになってくるので、スマートベータで応募してくるマネジャーはアクティブ・マネジャーの一種として、その妥当性について判断するというのであれば、そのようなカテゴリーに入れることも可能です。

それから、1と5につきましては、あるいは1、2、5ということになるのかもしれませんが、マネジャー区分を最初から定めることが難しいかもしれませんし、いろいろなタイプのマネジャーが応募してくる可能性がありますので、むしろ1運用機関当たりの応募数について上限を設けたほうがいいのではないかと、1社当たり幾つのプロダクトまでというようにするのがよいと思います。

それから、ESGの問題については、今日事務局にお願いして、「責任投資原則 (PRI)」というのをお配りしていただいたのですが、私の記憶が確かであれば、この問題は、国連で昔、アナン事務総長が訴えたところによれば、持続可能な世界を作るためには、ESGの問題に対してファイナンシャルな面でもいろいろサポートしていく必要がある、それが国連のグローバルコンパクトに反映されて、言ってみれば、金銭面でもちゃんと支援するようなことで持続的な社会をつくっていきましょうというようなことが発端になっていると記憶しているのです。そのようなことを考えて投資家が投資をするということであって、もともと超過収益がとれるとかとれないの議論ではないという話なのです。

責任投資原則は、太い字のところの核となる項目だけでも読んでいただくと、これは運用会社とか金融機関として署名するものであるものなのですが、その運用会社や金融機関

が ESG のプロダクトを作りますよと言っているわけではなくて、その会社の行動原理としてこういう課題に組み込んで考えていきますよ、所有方針などについてもそのような問題をきちんと考える、だから、これに署名した運用機関は ESG の問題を検討するプロセスが意思決定の中に組み込まれるようになっていくということなのですね。

ですから、一つの考え方としては、PRI に署名しているかどうか。署名していれば、行動原理としてその運用機関はそういうことを配慮するプロセスが入っているのだ、1 プロダクトでそういうことをやろうとしているわけではない、そういうところの一つのメッセージはなるのではないかとと思われるのです。

結局、ESG が超過収益のファクターになるかどうか、あるいはリスク低減になるかどうかというのは、本当にそのような情報を市場参加者みんなが共有化していけば、効率的な市場であればそここのところに超過収益が生まれてこないはずだということになってくるわけです。逆に、そのような情報はむしろ市場価格に強く反映され過ぎてしまうこともあれば、過小のこともあるかもしれない。そのような問題であって、そここのところを常に超過収益のファクターとしてやるというのは、行動としては原理的にはおかしいなと私は思っているのですが。ということで、このテーマに関しては、「責任投資原則」みたいなもの考えるべき、これは検討に値する原則ではないかと思っています。

私個人の意見として、ご参考までに申し上げます。

○水野理事長 労金さんがご署名されているんですね。金融機関というカテゴリーで。

先ほどの話に補足しますと、この前 GPIF さんもちよっとおっしゃっていましたが、ESG という言葉だけが踊って、はやり廃りのような不安定な状態にある中で導入を検討するのは嫌だなと。別に CSR が悪かったわけではないけど、CSR を発展させたような形で ESG が出て来た。そうすると、企業側では、CSR 何とか室の様な形で ESG 何とか室ができて、それが経営企画の横ぐらいいあって、そこがレポートを取りまとめているだけ、ということになり勝ちな訳です。そうした形だけの取組というのはどうなのかなと。

ESG への取組みが、企業のそれぞれの事業部というか、事業のラインに組み込まれないと本当に力を発揮しないし、今 GPIF さんなんかは一番そこを恐れていると思うんですけど、そうなっていない中では ESG 投資に踏み切り難いなというのはあるんですね。そういう面でいうと、SDGs や責任投資原則を巡る最近の動きは、ESG への取組みが力を発揮する方向への変化だと思うので、その帰趨も注視しています。それが1つ。

もう一つは、今回ガバナンスコードの改定があって、スチュワードシップ活動に係る企

業年金の動向についても見ないけないくは、先端的な企業が何社かもう出ていますけれども、今まさに旬の6月の株主総会の状況を見てみたいなど思っています、それが取りまとめられたレポートが出てくると思いますが、我々が株を持つ相手が組織論まで踏み込んだ対応が出てくるかどうかを見極めたいなどというのがあるのですね。

あわせて、超過収益がとれるかとれないかということよりも、むしろこれは持続可能性でみんなやっていて、GPIFさんは100年、我々中退共は20年という長期的視点から投資対象を考える以上は、こういうことができていないと持続可能ではないのかもしれないというところのチェックが必要だと思うんです。その辺についてはもう少し見ておきたい。あえてここでESGの問題を出させていただいたのは、資産運用委員の方はいろいろな情報を持っていらっしゃるから、毎年毎年こうしようとか、そういうことを一回棚卸したいなど思っています、現実にするかどうかはまだ先になる可能性は高いと思います。

それから、PRI署名も相当体力が必要かなと思っています、その辺も見極めなきゃいけない。趣旨は非常にいいと思うんですけれども、そこを見極めていきたいなど思っています。

○村上委員長 PRIは、運用会社のかなり大手のところはほとんど署名しているのではないかと思いますので、署名の有無はヒアリングの際に確認しておく必要があるのではないかと思います。

○水野理事長 そのリストでしたらもう持っています。

○村上委員長 署名していないところについては、なぜ署名していないかについてきちんとヒアリングをするということで、まず機構としてのアナウンスもできるような一つの取り組みになるのではないかと思います。

○小枝委員 ESG投資に関しては、議論の発展段階で、指数一つをとっても、まだ確立されたものがない。例えば、多様性指標といっても、女性以外にも外国人など、多面的な視点を考慮した指標がまだ確立されていない。そういった発展段階で、検討していくのは大事だと思いますが、実施するのは先の話かなと思いついていました。

○水野理事長 もう一つ付言すると、全くそのとおりで、ただ、もう一つ我々にとっては使命があって、公的機関だということで、この資産運用委員会の初期に徳島委員長代理からも、機関投資家としてマーケットを育成する責務があると。そのとき私は、とてもそこまで行かないというようなことを答えたのだけど、やる、やらないは別にしても、そういうことについて我々が常に関心を払い、影響を与えることはできると思いますし、GPIFさ

んがあれだけ頑張っているのです、そこはやっていかなきゃいけないかなと思っています。

○村上委員長 この問題については、まだこの後に議論する場がございますね。

○西川理事 本格的には次回ということでございますが、これについてこういうデータがあると議論がしやすいぞとか、そういうご意見、ご助言をいただけると非常にありがたいと思っています。

まとめるのが非常に難しいなと正直思っています、大きく分けると、1、2、4、5と3だろうなと思っていますが、1、2、4、5をどういう順番で、どういう形で組み合わせさせていただくのがいいか、結構難しいなと思っています。先ほど中島委員のほうから、1足す4で、そこに2を加えるんだらうというお話もいただきましたが、そういった形のご助言をいただけると非常にありがたいなと思っています。

○村上委員長 今、西川理事からお話ございましたように、委員の方におかれましては、この議論に関連して、こういう資料があったほうが議論になるとか、あるいはこのような整理の仕方はどうか、というような、ご意見なり参考資料なりを事務局のほうにお送りいただけたらと思います。よろしく願いいたします。

○西川理事 他機関さんの検討の状況を教えていただいて非常にありがたいです。

○村上委員長 それでは、野村さんはここまでということで、ありがとうございました。

それでは、本日の議事全般を通して、ほかにご質問、ご意見等ございますでしょうか。よろしいでしょうか。

委員の皆さん、資料3-1は回収資料ということですので、事務局のほうに寄せてください。では、事務局は皆さんから回収してください。

ほかにご意見、ご質問等がないようでしたら、事務局より次回の委員会についてのご報告をお願いいたします。

○都築運用リスク管理役 次回の資産運用委員会は、8月27日月曜日の開催を予定しております。次回は、第1四半期の退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用状況についての報告、マネジャー・ストラクチャー見直しに関する継続審議等を予定しておりますが、ほかにも議題とすべき案件がございましたら、いつでも事務局までご連絡、ご提案いただきますよう、よろしく願いいたします。

○村上委員長 ただいまのご報告について、ご質問、ご意見等ございますでしょうか。

よろしいでしょうか。ないようでしたら、本日の資産運用委員会を終了いたします。本日も長時間にわたり円滑な議事運営にご協力いただきまして、誠にありがとうございました。

た。

(了)