

令和元年度第2回資産運用委員会議事録

日時 令和元年5月27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

○松永資産運用部長 定刻となりましたので、始めさせていただきます。

資産運用委員4名のうち3名の出席を確認できましたので、本委員会は有効に成立しました。

なお、中島委員におかれましては、遅れて出席されとの連絡を頂戴しております。

ただいまから令和元年度第2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、新しい資産運用委員について、厚生労働省雇用環境・均等局勤労者生活課、宇野課長よりご報告がございます。宇野課長よりお願いいたします。

○宇野勤労者生活課長 委員会開催前に、私のほうから1点だけご報告がございます。

先般辞職されました小枝先生の後任といたしまして、武蔵野大学の田中准教授を任命することとなりました。田中准教授は、マクロ経済学、国際金融、金融論の専門家でございます。任命日は6月1日を予定しております。そのため、次回からのご参加ということになります。

委員の皆様におかれましては、このたびのことに関しまして大変ご迷惑をおかけしまして、申し訳ございませんでした。

以上でご報告を終わります。

○松永資産運用部長 宇野課長ありがとうございました。

続きまして、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、またお暑い中、令和元年度第2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。

新しい時代、令和最初の委員会であります。

最近の出来事を見ておりますと、政治、経済、科学技術、あらゆる分野において、世界

的に時代が大きく変わりつつあることが実感されます。

そうした中で、公的機関のアセットオーナーとして、時代の要請に応え得る経営を行っていく上では、皆様方を始めとした、各委員会での有識者委員の方々のご意見、ご助言が大変ありがたいと思っております。

どうぞ、引き続き、ご指導とご鞭撻を賜りますようお願い申し上げます。

ただ今、宇野課長からお話がありました様に、小枝委員のご後任も決まりました。先日、当機構の概要のご説明に伺った西川からは、素晴らしい方で、ご推薦頂いた小枝前委員と、選定された勤生課さんに感謝したい、との報告を受けております。

さて、本日ご審議いただく主な議題ですが、まずマネジャー・ストラクチャー見直しの継続審議として、国内株式二次選考と外国株式一次選考の結果についてのご報告、資産運用状況に関する定例報告、平成 30 年度資産運用に関する評価報告書案のご提示、などとなっております。

マネストについては、国内株式の選考が最終段階に入り、同時に外国株式の二次選考が来月から始まるというところです。

国内債券、外国債券と同様、この委員会でそもそも論から、大変な時間と労力をかけて議論を重ね、事前準備をしっかりと行った上で、1 資産 10 先以上の候補先を各 2 時間かけて横並びで面接しますので、運用機関間の実力の差は自ずと炙り出されると思います。

ただ、内外株式は内外債券と比べ、判断の難しい場面も出て来ると思われます。引き続き要所要所でご報告、ご相談をさせていただきますので、ご助言を宜しくお願い致します。

定例報告は、平成 30 年度の仕上りの数字のご報告になります。相場が難しい局面に入ると、今まで見ていなかった問題が見えてくる面もあるようです。詳しくは後ほど説明がありますが、規模の小さい経理の運用業務の難しさも、こういった局面になると見えてきた観があります。

評価報告書は、厚生労働大臣に提出する平成 30 年度における資産運用業務の総括になりますが、マネストの実施や ESG 投資の検討、スチュワードシップ活動本格化など、当委員会で適時適切にご助言を頂けたので、何とか時宜を逸することなく、実施できたのではないかと感じたところです。

本日も非常に盛り沢山な内容でございます。ご忌憚のない活発なご審議を頂きますようお願い致します。

（３）資料確認

○松永資産運用部長 それでは、資料の確認をお願いいたします。

お手元１枚目、座席図、２枚目、委員会次第、続いて議題資料になります。右上に資料番号を付してございます。

資料１－１「平成３０年度第８回資産運用委員会議事要旨（案）」、資料１－２「平成３０年度第６回資産運用委員会議事録」、資料１－３「平成３０年度第７回資産運用委員会議事録」、資料１－４「平成３０年度第８回資産運用委員会議事録」、資料１－５「平成３１年度第１回資産運用委員会議事録（案）」、資料２－１「国内株式運用：カテゴリー別選考通過及び採用予定ファンド数」、これは１枚物です。資料２－２「外国株式運用委託先の一次選考について」、資料２－３「外国株式のマネジャー選択 定量評価資料の確認」、資料３「平成３０年４月から平成３１年３月の運用実績報告（６経理）」、資料４「平成３０年度資産運用に関する評価報告書（案）」、その別紙になりますが、資料４別紙１「平成３０年４月から平成３１年３月の資産運用実績報告」、資料５「自家運用対象債券の検討状況②」、そして進行シナリオです。

今回も幾つか机上配布資料がございます。タイムスケジュールの次に、右上に「机上配布資料」と付しております野村證券のマークの入った平成３１年５月１０日付の資料、１枚物です。そして、その附属資料になりますが、「（別紙１）t検定による検証結果の相違」、ホッチキス止めの２枚物です。続いて、頭に「（１）各ファンドの超過リターンの正値仮説の検定（国内株式）」とありますホッチキス止めの４枚物です。そして、「応募ファンドの超過収益率の統計的有意性」、１枚物です。「中小企業退職金共済法（抄）」と「資産運用委員会規程」、それぞれ１枚物です。そして、「平成３１年度政府保証債発行予定額」、これも１枚物です。最後に計数の資料ですが、「中退共資産（金銭信託）の時価評価額日次推移」のグラフと、「運用資産の損益・構成状況（令和元年５月推移）【概算値】」、それぞれ１枚物です。

以上になりますが、不備はございませんでしょうか。もし足りないものがございましたら、その都度で結構ですので、お申し出ください。

それでは、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。

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 それでは、議事に入りたいと思います。

まず1つ目の議題ですが、議題1の資産運用委員会議事要旨及び議事録の確認から参りたいと思います。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30年度第8回資産運用委員会議事要旨(案)」をご覧ください。こちらは、委員の皆様からご指摘を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、修正の可否についてご確認をお願いいたします。

次に、資料1-2「平成30年度第6回資産運用委員会議事録」、資料1-3「平成30年度第7回資産運用委員会議事録」、資料1-4「平成30年度第8回資産運用委員会議事録」につきましては、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。なお、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をいたします。

最後に、資料1-5「平成31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、6月7日を目処に修正の可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。

○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すでしょうか。

枝番で資料が5番までありますが、議事録のうちの資料1-2から1-4までは皆さんが確認済みということで、これは7年後に公表される予定のものということです。

資料1-5につきましては、今事務局からご説明がありましたように、6月7日までに最終的な確認をしていただきたいということで、こちらのほうはよろしく願いいたします。

この場で再確認のうえ承認が必要なのは資料1-1の議事要旨のほうということで、これについては既にお目通しいただいているものだと思いますが、最終確認の意味で、2分ぐらいお時間をとりますので、ご確認をいただけますでしょうか。よろしく願いします。

それでは、よろしいでしょうか。まず、資料1-1「平成30年度第8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でご異議がある委員の方は挙手をお願いします。

ご異議がないようですので、本案を最終版といたします。事務局におかれましては、速やかに対外公表されますよう、よろしくお願いいたします。

続いて、先ほどご説明がありました資料１－２「平成 30 年度第 6 回資産運用委員会議事録」、資料１－３「平成 30 年度第 7 回資産運用委員会議事録」、資料１－４「平成 30 年度第 8 回資産運用委員会議事録」についてお伺いいたします。これらを最終版とすることにご異議がある委員の方は挙手をお願いいたします。

ご異議がないようですので、本案を最終版といたします。

最後に、資料１－５「平成 31 年度第 1 回資産運用委員会議事録（案）」については、先ほどもご説明がございましたように、各委員の皆様におかれては、内容をご確認の上、修正の要否については 6 月 7 日を目処に事務局までご連絡をお願いいたします。

○西川理事 申し訳ありません。前回の平成 31 年度第 1 回資産運用委員会の関係で、1 点ご報告をさせていただきたいと思います。

前回、外国債券の投資対象につきまして、デフォルトで認めている BBGA の組入対象であって当機構の格付基準を満たすもの以外の資産担保証券については、エージェンシーMBS とかカバードボンドのような信用リスクのないもの以外は個別検討で承認していきたいという案について、ご意見を頂戴したわけですが、その際、当機構の現在の陣容でそういったことが可能なのかというご指摘をいただいたところでございます。

その場では、可能なようなやり方を考えてみますというふうに申し上げて引き取らせていただいたわけですが、その後再検討させていただきましたけれども、やはりご指摘のとおりで、現在の陣容や繁忙度等を勘案した場合、しっかりとした審査ができるか疑問であろうという結論に至りました。

したがって、この件については撤回をさせていただきたいと思っております。引き続き、対象範囲の拡充可能性については検討を続けては参りますが、当面は、BBGA の組入対象外の資産担保証券については、エージェンシーMBS とかカバードボンド以外は組入対象にはしないという扱いにさせていただきたいと思います。

こうした方針につきましては、いずれガイドライン等に明記した上で、また改めてご報告、お諮りをさせていただきますが、とりあえずご報告をさせていただきます。

的確なご指摘本当にありがとうございました。御礼方々ご報告を申し上げます。以上です。

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

か。よろしいでしょうか。

それでは、今後、先ほど西川理事からご説明があったような方針でということで、よろしく願いいたします。

(3) 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(6 経理)

○村上委員長 では、次の議題に移ります。次は議題3のほうに飛ばさせていただきたいと思います。議題3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」、6 経理分です。事務局からご説明をお願いいたします。

○西川理事 ご説明申し上げます。資料3に飛んでいただけますでしょうか。

1 ページおめくりいただきまして、「平成30年4月から平成31年3月の資産運用実績報告」というページをお開きください。平成30年度通期での実績になります。

まず運用利回りでございますが、上のほうの表をご覧ください。清退共の給付経理以外ではプラスという格好になっております。清退共の給付経理は、委託運用部分の収益が唯一マイナスとなっております、これが全体の利回りもマイナス領域まで押し下げた格好になっております。

中段の表でご覧いただけますとおり、こちらに基本ポートフォリオの構成が書いてございますが、清退共については国内債券と国内株式のみで運用しておりますので、ほかの経理のように、国内株式の昨年度の下落分を外国株式や債券価格の上昇で埋め合わせることができなかったという格好になっております。これなどは、資産規模の小ささによる資産種類の減少の悪影響が如実に出たものと言えるかと思っております。

まだ決算の数字が固まっておりますので、運用実績の結果としての剰余金の水準がまだお示しできないわけですが、基本的には、ご覧いただいた利回り、収益額では予定運用利回り相当分と業務費用をカバーできず、累積剰余金が減少することになると思っております。中退共の場合ですと、100億円程度の減少で4300億円前後になるものと考えております。

ただし、清退共につきましては、昨年度行いました加入者の実態調査の結果を踏まえて、責任準備金の減額をただいま検討中でございますので、その結果次第では累積剰余金が逆に増えるというような可能性もございます。こちらは、結果が出ましたらまたご報告いたしますが、一応この特殊事情をお含み置き下さい。

なお、机上配布資料の一番最後に2枚お付けしておりますが、中退共の最近の運用状況

について、グラフと表でお示ししたいと思います。

まずグラフのほうでございますが、前々回辺りからお示したものでございまして、赤と青で時たま色が入れ替わっている実線の折れ線グラフが委託運用部分の実額の推移でございます。一番右側の令和元年度でございますが、現在、前年度末の金額よりはやや落ちるような格好になっております。赤い点線部分より下に行きますと差損が出る水準でございますので、現在、差損ぎりぎりのところを動いているという格好になっております。もしこのまま横ばいで行ってしまうと、年間で、予定運用利回り相当分と業務経費分の 450 億円程度が剰余金のマイナスになってくることになります。

現状の数字を全体で、中退共の自家運用まで含めたものが次のページでございます。黄色や水色のしまの入っている 5 月 21 日現在の表でございますが、右側の中段でございます。赤で囲ってある小さな枠のところをご覧ください。5 月 21 日現在、自家運用では 23 億円プラスが出ておりますが、金銭信託が前年度末から 100 億円程度のマイナスになっている関係で、この時点では全体でも 70 億円程度のマイナスになっております。株式相場のほうはまだ大分不安定な状況が続いておりますので、引き続き状況を注視して参りたいと考えております。

もう一度先ほどの資料 3 にお戻りいただきまして、2 ページの下段の「金銭信託の内訳」という表をご覧ください。平成 30 年度につきましては、全経理で年度の超過収益率がマイナスになってしまいました。いずれにおいても国内株式におけるマイナスが主因でございますけれども、建退共特別経理と清退共のマイナス幅の大きさが目立つところでございます。

いずれも運用規模が小さく、建退共の特別経理ですと 320 億円、清退共ですと 41 億円ということでございますので、いずれも単独委託となっております。リスク分散が効きにくいという問題があります。しかし、それにつけても大幅でございますので、運用受託機関に対してそれぞれ原因の分析と対策についての報告を求めてきたところでございます。

分析結果はほぼ同じような内容でございまして、いずれのファンドもリサーチ力に定評があるボトムアップ型の意思決定プロセスをとっているファンドでございますけれども、その結果、全体としてのリスクの偏りの管理がやや甘く、環境急変時の方向転換にも時間がかかる傾向があるという問題があぶり出されて参りました。

こうした分析結果を受けまして、スタイルの偏りのチェック体制強化ですとか、ファンドマネジャーによるマクロ環境を眺めたトップダウンによる意思決定プロセスの強化とい

った対策が示されたところでございます。対策の効果がどの程度出るか、今後の動向を引き続き注視して参りたいと思っております。

なお、余談ではございますが、同じような分析結果と対応方針ではありますが、報告における力の入り方は、建退共の委託先と清退共の委託先との間でかなり落差があったような印象がございました。委託先の対応振りにおいて、委託金額の差は大きいのではないかなと勘ぐりたくなるような面もあったところではあります。資産や委託先の数によるリスク分散力の違いだけでなく、委託先の対応も含めて、資産規模の違いは運用成績にかなり影響することが改めて認識された次第であります。

なお、1点おわびでございます。継続検討を進めております運用実績の要因分解の方法、解釈、プレゼンの仕方につきましては、マネストに予想以上に労力がかかっていることもありまして、今回新しい成果をお示しすることができませんでした。誠に恐縮ですが、もう少々お時間をいただければと思っております。おわび方々お願い申し上げます。

私からのご報告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、ただいまのご報告について、ご質問、ご意見等がございますでしょうか。

例えば林退共は、一応予定運用利回りは上回っていますけれども、採算利回りよりマイナスなので、やっぱり累積損が増えてしまうということになるわけですね。

○西川理事 仰るとおりです。

○三富理事 今のところ若干増える見込みで、今5億台まで減らしてきたんですが、また6億台に戻ることが見込まれております。

○村上委員長 先ほどの株式運用でアンダーパフォーマンスが多かった2つのところについては、全体のトラッキングエラーをどのぐらいまでに抑えとか、ファンドの方針としてはあらかじめあったのでしょうか。

○西川理事 当該期間中のTEは、もともと先方の提示してきているTEの予想範囲の中には入っております。したがって、TE自体から見ると、当初想定を外れたようなものにはなっていなかった、という形です。ただ、よくよく中を見ると、スタイルのところの偏りが思ったよりもいっていた、そこの管理が甘かったというのが先方の結論、報告でございまして、今後はスタイルの偏りについても注視をして参りますという報告を受けております。

○稲垣委員 中島委員がいないので言っているものか迷ったのですが、前々回の委員会の第3四半期の実績報告のときに中島委員が結構強く、2ページの「金銭信託の内訳」の超

過収益率の合計欄についてはちゃんと説明した方がいいのではないかとおっしゃっていた記憶があります。具体的には超過収益率の合計欄には資産配分効果も含めていますよということを注意書きで入れた方がいいのではないかとということだったと思います。

○西川理事 おっしゃるとおりです。誠に申し訳ありません。

○稲垣委員 記憶が正しかったか曖昧なのですが。

○西川理事 ご指摘のとおりです。当方の手落ちです。申し訳ありません。速やかに注記を入れさせていただきます。ご指摘ありがとうございます。

○村上委員長 ほかに何かございますでしょうか。よろしいでしょうか。

では、ほかにありませんでしたら、「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（6経理）」は、運用委員会として了承したことといたします。こちらについては、今ご指摘があった点を…。

○西川理事 修正させていただいた上で、また改めて資料を送らせていただきます。

○村上委員長 よろしく願いいたします。

（４）平成 30 年度資産運用に関する評価報告書（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４の「平成 30 年度資産運用に関する評価報告書（案）」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。資料４をご覧ください。

本報告書は、7月12日開催を予定しております独立行政法人評価に関する有識者会議におきまして、参考資料として提出するものでございます。資産運用は専門的な分野であるため、評価に際して専門家の意見が必要ということで、理事長任命の資産運用委員会時代から提出しているものでございます。厚労大臣任命の委員会として提出するのは3回目ということになります。

平成 30 年度につきましては、最大のイベントはマネジャー・ストラクチャー見直しでございますので、その関連の記述が1つのポイントになっております。おめくりいただきますと、10 ページから 12 ページにかけてその関連の記載をさせていただいております。

ただ、本件に関する議論の内容につきましては、選考に影響を与え得るということで、選考終了後にまとめて公開するものとしておりまして、議事要旨にも掲載しておりませんので、本報告書の記載内容も、これまでの議事要旨に記載された内容の範囲内で構成させていただいております。

そのほか、前後しますが、運用実績につきましては4ページから8ページに記載させていただいております。今回は、平成29年度、前年度と比べますと大幅な減益になっておりまして、先ほどもご報告した一部運用受託先での大幅なベンチマーク比劣後などについて委員会で繰り返しご意見をいただきましたので、その点にも言及しております。

また、基本ポートフォリオの定例検証も何度のご審議いただきました案件ですので、やや詳しく記載いたしました。こちらは8ページから10ページでございます。

もう1点、30年度に本格化したスチュワードシップ活動と、中期目標に含まれている課題でございます社会的に優良な企業に対する投資に関する検討につきましても記載させていただいております。

振り返ってみますと、30年度は種々ご指摘いただくことが多かったように思われますので、昨年度、29年度と比べると、コメントとしては辛口めの印象があるかもしれません。

なお、今年度の評価報告書につきましては、それなりのページ数でございますし、内容も多岐にわたりますため、恐縮でございますが、またお持ち帰りいただきまして、こちらも6月7日の金曜日までにご意見をいただきますようお願い申し上げます。頂戴したご意見をもとに、次回委員会で修正版を提示させていただきます。次回委員会ではその場で審議をいただきまして、追加修正の可否についてご意見をいただき、6月中に完成できるようにしたいと考えております。

私からのご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、ただいまのご報告について、ご質問、ご意見等がございますでしょうか。

今、西川理事からご説明がありましたように、お気づきの点等ありましたら、6月7日金曜日までということで、事務局のほうにお知らせを願いたいと思います。ちょっと資料が厚いものですから、今日は議論しません。次回の委員会で、これは最終的な承認をするということになりますね。この報告書は、あくまでも、本来、資産運用委員会から機構の業務について評価して出すものという位置付けでございますので、その趣旨でお目通しをいただけたらと思います。6月7日金曜日までの宿題がもう一つ増えました。よろしくお願いいたします。

では、この場では今の暫定版の状況についてご報告をいただいたということで、ご報告を了解の上、次の議題に移らせていただきたいと思います。

次に、マネジャー・ストラクチャーに関する議題に入る前に、事務局からご報告がある

とのことですので、ご説明をお願いいたします。

○西川理事 それでは、議題とは別に、一言おわびとご説明をさせていただきたいと思えます。

先日、4月17日にメールにてご連絡をさせていただきました前回委員会提出資料、具体的に申し上げますと国内株式応募先の超過収益率の有意性に関する検証結果が誤ってありました件について、おわびとご報告をさせていただきます。

まずは、委員の皆様にご適切なご判断をいただくための資料について大きな誤りがありましたことを心からおわび申し上げます。しかも、これからご報告申し上げますとおり、類似のミスがこのところ続いておりまして、本当に面目次第もございません。心からおわび申し上げます。

今回はたまたまご判断いただいた結果に影響のあるものではありませんでしたが、ご判断をいただくための資料に大きな誤りがあったことは非常に重く受けとめております。私ども事務局の管理不行き届きでありまして、重ねておわびを申し上げます。

本件は、中島委員からのご指摘に拠り発覚したものでございます。中島委員、ご指摘有難うございました。

誤りの発生原因は、コンサルタントによる資料作成過程において、第三者によるチェックの過程が省略されたことによる単純ミスのチェック漏れでございます。

受け取った私どもも、10年のほうが有意性が低いということにつきまして、10年の長い間の中で投資戦略の変化が発生するというようなことが有意性を低下させる原因ではないか、というふうに考えてしまいまして、そういった勝手な解釈のもとに計数に疑問を持たなかったということでありまして、猛省しているところでございます。

同様のミスが、2月25日にお手元にお届けしました国内株式一次選考に関する資料でも見つかっております。こちらは、中島委員からのご照会を受けて計数を精査していたところ、誤りが発覚したものでございます。

今回の事案を踏まえまして、資料作成過程における担当要員の増員、複数名によるチェック体制の厳格な運用という再発防止策を講じております。

簡単ではございますが、おわびとご報告とさせていただきます。

○村上委員長 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。

○中島委員 誤りやミスはある程度仕方がないが、できるだけなくしてほしい。なので、

今後、いろいろ改善、再発防止策をとられるということで、これはこれでよろしいかと思
います。

ただ、報告のあった誤りのうちの一つは、「単純ミス」というよりも「統計の知識不足」
というべきものです。この点は、しっかりと認識して頂く必要があると思います。

なお、統計的なチェックの関連では、マネジャー・ストラクチャーの定量評価について、
収益率の平均値だけで評価するのではなく、リスクの取り方が運用機関の申告どおりに行
われているかといった観点からもチェックすることが重要。これにより、適切な評価と共
に、資料の計数間の整合性チェックにもなると思われます。

○村上委員長 中島委員のお話があったように、クオンツの分野というのは、同じ計算過
程を複数人が遡ってチェックするということは、ほとんど行われていないと思うのです。
なかなかそれができないような膨大な量のデータでいろいろなことがある。ただ、今まさ
に中島委員のご説明にありましたように、いろいろなデータを見て、本当に整合が取れて
いるのかどうかというところに気がつくかどうか、そちらのほうの訓練のほうが非常に大
事だと思うのです。それで一貫した説明が付くか、結果・結論が整合的であるか、その
ところは本当にいろいろな観点から見ていかないと気がつかない部分があるかと思ひます。

○西川理事 材料はいっぱいありますので、それを組み合わせて整合性が取れるかどうか
をチェックしていくということでやらせていただきたいと思ひます。

○水野理事長 どうもありがとうございました。理事長といたしましても、うちの機構の
ある意味では足りないところを、ご指摘頂いたと思っております。非常にいろいろな問題
はあるんですけども、この中期計画期間中で、あと4年ですけれども、私がいる間に何
とか、100%までは行かないけれども、そういう計数感覚を持った核になる人材を育てな
ければいけないと考えております。中島委員には大変に貴重なご助言を頂いて本当にお礼を
申し上げたい。

○村上委員長 ほかの委員の方はいかがでしょうか。よろしいでしょうか。

(2) マネジャー・ストラクチャー見直しに関する継続審議等について

○村上委員長 それでは、次の議題に参ります。資料2-1「国内株式アクティブ運用：
カテゴリー別選考通過及び採用予定ファンド数」と、資料2-2「外国株式運用委託先の
一次選考について」、この2つにつきまして、事務局よりご説明をお願いいたします。

○西川理事 ご説明いたします。先日メールにてご報告させていただいた内容ですので、

その後頂戴いたしましたご質問、ご意見へのお答えを中心にご説明させていただきたいと思えます。

まず、資料2-1をご覧ください。国内株式の選考通過状況をまとめたものでございます。本件については、せっかく作った新カテゴリーから二次選考を通過するファンドが出なかったのはなぜかというご質問をいただいております。超過収益率は圧倒的でしたので、大変ごもっともなご質問だというふうに思っております。

私どもも、一次を通過した2ファンドについては、かなり期待して面接を行いました。実際いずれも非常におもしろいファンドで、面接を行ったかいはあったというふうに思っております。

ただ、2つのうちの1つは非常にトラッキングエラーが大きくて、特にダウンサイドでのベンチマーク対比での劣後が大きく出るタイプのファンドだったということで、私どもの現在の付加退職金制度等を勘案すると、当機構の運用受託先としてはそぐわないのではないか、と思われたということでございます。また、このファンドについては、ファンドマネジャーへの属人的な依存度が高く、継続性にも若干不安があったということもございました。

もう一つのファンドは、最近ばちばち出てきたファンド名にESGを冠したファンドでございました。新しい発想で、非常に刺激的なプロダクトではあったんですが、新しいだけに、この戦略が将来にわたってハイパフォーマンスを維持できるのかという点について私どものほうで自信が持てなかったということと、収益率も高いんですけども、トラッキングエラーが高いということ、また、受託可能な金額が150億円がマックスだというお話がありましたので、私ども、1先平均大体300~400億円ぐらいかなと思っていたところもございまして、その金額に対してやや少な過ぎるということもありました。さらにいうと、当面ESG投資については、個別ファンドへの投資は慎重に対応するというような方針を打ち出したばかりであったということもあって、今回は見送ったということでございます。

非常に惜しいなという感じはあったんですけども、両ファンドとも今後の様子を見ながら、将来的にまた採用できないかを検討していきたいというふうに考えているところでございます。

それから、バリューとグロースの通過数をご覧くださいますと、2つずつ通過させておりますけれども、いずれも1先は満場一致で採用、もう1先については若干議論があったという格好になっております。したがって、本命候補とリザーブ候補というような位

置付けで、この2ファンドは二次を通過させております。もちろん最終決定ではなく、最終選考の結果、その過程で本命に何らかの問題が確認された場合には、リザーブ候補が本命に変わるということになると思いますけれども、事務体制等の最終点検で特段の問題がなければ本命候補が残り、もう1先についてはリザーブという形で残すことを考えている次第でございます。

続きまして、資料2-2「外国株式運用委託先の一次選考について」をご覧ください。基本的な選考の方法と考え方は国内株式の際と同様でございます。

今回の特徴点につきましては、8ページまでお進みいただきまして、2のところにご説明をしておりますけれども、今回は国内株式と異なり、市場型の応募がそれなりの数参りましたので、想定の上限に近い数を一次通過させております。

一方で、バリュー系統が非常に手薄でございまして、市場型の中にもリスク分析ではグロース傾向を示す先が多い上、バリュー型の中でもバリュー色があまり強く出ない先が多かったことから、グロースとのバランスをとるため、場合によってはバリューを2先取ることもあり得るべしということで、今回は4先バリュー型を通過させております。

通過数の概要につきましては10ページをご覧くださいと思います。右側の赤いところでございますけれども、市場型の一次選考通過数は9ファンドでございまして、左側の青いところを見ていただきますと、一次選考通過ファンド数は6から10と想定してございましたので、その上限に近いところであります。それから、グロースとバリューはゼロから2という想定でございましたが、バリューについては、2ではなくて4通過させたということで、理由は先ほど申し上げたとおりでございます。

その他のところについては、低ボラティリティのところが今回ゼロという格好でございますが、こちらにつきましては、スマートベータのほうで低ボラティリティが2つ来ておりまして、スマートベータとアクティブの低ボラティリティ戦略ファンドのパフォーマンスを比較した場合に、アクティブのほうでこの低ボラティリティを採用するだけの魅力のあるものではなかったということで、アクティブのその他カテゴリーからは通過ファンドが出なかったという格好になっております。

以上の結果といたしまして、アクティブファンド全体の通過数は、当初の想定よりも多い15ファンドとなっております。当初想定ですと10から12ということでしたので、3ファンドほど多いのですが、これはスマートベータのほうで当初もう少し出てくるかなと思いましたが、出てきたのが低ボラティリティのみということでございましたので、ここか

ら2ファンドということで、当初想定よりも少なかったので、その分、アクティブファンドと合わせた数で当初想定並みの17ファンドという格好にしております。したがって、当初想定と比べますと、アクティブファンドのほうが多くてスマートベータの数が少ないというような格好になっております。

そういった結果を踏まえて、二次選考に6月の上旬から入りますが、どんなところに注意したらよいかということについて、種々貴重なご助言をいただいたところでございます。要注意銘柄についてのご指摘については、いずれも大変ごもっともと思われるので、ご助言を念頭に二次選考に臨ませていただきたいと思います。

また、外国株式の場合、マネジャー・ベンチマークの異なるファンドが多数応募してきておりますが、この関連で2つご意見をいただきました。

1つは、各マネジャー・ベンチマークのパフォーマンス指標一覧があると、各ファンドのパフォーマンス評価の参考になったと思うというご助言をいただいたところで、全くとおりで、大変失礼いたしました。遅ればせながら、今の資料の15ページに主なマネジャー・ベンチマークごとのパフォーマンスを記載させていただいております。二次選考でも利用できると思っておりますので、利用させていただきたいと思っております。

もう一つのご指摘ですが、今の指標にも絡んでくると思いますが、マネジャー・ベンチマークを選考過程でどう使うのか、考え方と方向をまとめておく必要があるということでございます。こちらもおっしゃるとおりだと思いますので、二次選考までにはしっかりした形で取りまとめさせていただきたいと思っておりますが、例えば当該ファンドのパフォーマンスについて、ベンチマーク要因（ユニバースの違い）なのかスタイル要因なのか分析するため等に使うことになるかと思っております。いずれにしても改めて検討して整理した上でご相談をさせていただきますので、またそのときにご助言を賜ればありがたく存じます。この場でも、できましたらご助言をいただければ非常に助かります。

私からのご報告は以上でございます。野村さん、何か補足説明があればお願いいたします。

○野村證券・清水 外国株式の応募状況を拝見して、特に国内株式との比較で申し上げますと、幾つか特徴的なことがあったかなというところですね。先ほど西川理事から幾つかご説明いただいたんですが、国内株式では、いわゆるその他カテゴリーあるいは新カテゴリーに入るような中小型であるとか集中投資戦略を行うファンド、この辺りが少なかったかなというところですね。この背景としては、外国株式は投資対象国が複数にまたがりますの

で、ボトムアップリサーチのハードルが高いということもございまして、大型株で 30、40 以上の銘柄数まで広げているファンドが主力だったのかなというところが 1 点目でございます。

2 点目は、国内株式は、結果として、バリューはグロースとほとんどバランスするような形での応募だったんですけれども、外国株式に関しては、アクティブファンドとしてのバリューが非常に少なかったかなというところなんです。背景としては、ここ 10 年ぐらいのマーケットが反映されたかなといったところございまして、先ほど、バリュー度のマイルドなものが多いというご説明がありましたけれども、ディープバリューと呼ばれるようなバリュー度の強いものが少なかったというところですので、今回の一次選考通過ファンドにおいては、バリューファンドを少し多めに、最終的にファンド数を多めにとり、あるいは残高を多めにとることで、グロース／バリューのバランスを取るような方針を考えているというところでございます。

3 点目、スマートベータについてでございますが、先ほど西川理事からご説明がありましたとおり、今回低ボラティリティのみだったというところでございます。国内株式は低ボラティリティとファンダメンタルがバランスよく応募があったんですが、これは他の公的年金のスマートベータの採用状況というところが影響したと思われます。現状、そもそもスマートベータの採用自体が少ないんですけれども、ファンダメンタルの大手公的年金での採用実績がないことを踏まえて、運用機関が低ボラティリティに絞って応募してきたのかなと推測しております。

ただし、今回一次選考には残らなかったんですけれども、低ボラティリティの概念を入れたアクティブファンドですね、国内株式ではあまり見られなかったカテゴリーが応募してきたといったところで、今回は、トラックの短さとかパフォーマンスが冴えないということで見送られたんですが、外国株式は国内株式と比較して非常に超過収益が取りづらい、競争が激しいという中で、このような低ボラティリティのファンドにスポットが当たったのではないかと考えています。すなわち、国内株式であれば、普通のアクティブファンドであっても、下落局面にも上昇局面にも両方強いというファンドが幾つか見られたので、敢えて低ボラティリティに着目する必要はなかったのではないかと。外国株式はなかなかそこまでの両局面とも強いというファンドが見当たらないというところで、少なくとも下値リスクだけでも抑制するニーズはあるだろうと運用機関が考え、低ボラティリティに着目したようなアクティブファンドが応募されてきたのかなと個人的には考えている次第でござ

います。

以上でございます。

○西川理事 ありがとうございます。なお、外国株式の一次選考につきましては、中島委員から非常に精緻な分析をしていただきまして、せっかくですので、ご説明をお願いできればと思います。資料2-3になります。

○中島委員 その前に1点よろしいでしょうか。事前にメールで照会さしあげた件です。マネジャー・ベンチマークが、コクサイとか ex Japan 以外の先についてです。ワールドとかオール・カントリーをマネジャー・ベンチマークにしている先が複数あるんですけども、これは日本も恐らく投資対象に入っている。なので、「引き続き外国株というカテゴリーで日本を投資対象に入れることを認めるんですか」という質問に対して、基本的には認める方針ですと。詳しくは委員会で説明をということなので、ちょっとそこを。

○西川理事 失礼しました。一応、私どもとして以前に一度議論になったことがあって、そもそもマネジャー・ベンチマークをそのまま彼らの評価に使うかどうかという議論がまずありました。そのときは、外国株の中に日本株が入ってしまうものを外国株として運用することは、ただでさえ高い日本株の比率をさらに高めるのかという問題があるので適当ではないだろうということで、ベンチマークはコクサイのままでいこうということで考えております。

ただ、その中で、彼ら自身が自分たちで評価されるのはコクサイで評価されるんだけど、リスクをとって、発展途上国も含めてですけども、コクサイに入っていないような国で運用していくことは妨げないというふうに考えておりますので、そういう意味では、日本株がワールドの中に入っているもいたし方ないというふうに一応考えているところではあります。

○中島委員 政策ポートフォリオとちょっと不整合が生じるけど、そこについては目をつぶるという。

○西川理事 ほかの委員からご指摘のあった TE の矛盾のところですけども、先々違うベンチマークを使う中で、どうやって TE を管理していくのかというところは確認する必要があると考えております。

○中島委員 先ほどのお話にあった、ただでさえ高い日本株の比率がさらに高くなるのではないかという問題意識ですが、そこについては目をつぶるということですか。

○西川理事 そうですね。

○中島委員 わかりました。

では、先ほど話があった私の用意した縦長の資料の話に移ります。これを作ったのは幾つか理由があって、どちらかというと、今回の外株に関する資料というよりも、もう少し根本的というか、定量評価の在り方の見直しの必要性に踏み込んだ資料になっています。あわせて、野村さんの資料が正しいか正しくないかというようなクロスチェックの意味も含めました。この点は最初のほうに書いてあります。

逆に言うと、前回、日本株でこういう作業をして、幾つかおかしい点が見つかった。それで、先ほど話があった野村さんにある程度お任せするというのもあると思うんですけども、機構さんのほうでもチェックを入れるのが望ましい。この観点で、こういう方法を使えばいいのではないのでしょうかという資料にもなっています。

ということで、まず1番が割と根本的な話で、今の定量評価でいいんでしょうかというお話です。今の定量評価は、幾つかのカテゴリーに分けて、カテゴリー別に過去5年ないしは過去10年の超過リターンの平均値がいいほうを頭から取っていこうというものです。あとインフォメーションレシオも参照しますが、平均値を標準偏差で割ったものですから、平均値の役割が非常に大きい。そこで、念のために、過去5年と、その前の5年間、5年を1つの中期と考えて、5年の平均値が将来を占う上で役に立つのかどうかというのを確認したのが図1です。

そうして見ると、ファンド21はちょっと特殊ですけども、これを除くと基本的に右下がりです。これは、過去成績がよかったものをとるとむしろ将来の役に立たないということなので、今の定量評価が逆方向に作用している傾向が伺えます。ただ、これ自体は原因が定かではないので、直ちにどうこうというわけではないんですが、少なくとも統計的な有意性みたいなものを見る限りは、たかだかこの程度のファンド数でも有意になるぐらい右下がりの傾向があるというのは看過できない。そこで、次の2ページ目の5行目で書いてありますけれども、「過去の超過リターンの平均値を偏重するあり方はもう少し考えたほうがいいのではないのか」ということ。問題意識としては、定量評価をもっとバランスがとれた穏当なものにできないかということです。

資料には「例えば次の問題点が参考になるかもしれないと」書きましたが、これも今回に限った話ではなくて、非常に重要だと思う話です。この問題点は、過去5年間の平均値が高かったファンドが次の5年間、将来ちゃんと十分なリスクをとって運用してくれているかどうかというのを見たものです。結果、これも明らかに右下がり、さらに悪いのは、

一次通過した先、グリーンで囲っているんですが、これはより激しく右下がりになっている。

この点については割と説明がついて、非常にいいパフォーマンスを過去に得た場合、そのパフォーマンスを劣化させたくないというのは、ごく自然に出てくる合理的な判断だと思います。なので、2 ページ目の一番最後に太線で傍線を引いていますが、これが右下がりになるのは、ファンドマネジャーサイドとしてはある意味合理的だと。ただ、委託者サイドとして、これがうれしいかうれしくないかというと、多分全然うれしくない。ちゃんとリスクを取って運用してほしいのに、リスクを取らずに守りに入ってしまう。そんなファンドばかり取ってしまっていていいんだろうかということです。そこで、3 ページ目のところの「問題意識」に書いてあるとおり、定量評価において、過去の平均値ばかり見るのではなくて、安定したリスクテイクをしているかどうかというのを評価対象にできないか。

下に例え話を書いてありますけれども、ここは省くとしても、2 ページの図 2 でいうと、横軸近辺のところにいるのが、過去の成績にとらわれずにずっと安定的にリスクを取った先ということになるので、これで見ると、明らかに右下に位置する先は最初からネガティブに見る必要があるのではないか。

これは 1 つの案ですが、定量評価の項目を幾つかに分けて、各項目ごとに 1 点から 5 点の間で点数付けする。過去の平均値も項目の 1 つとして、過去の平均値がよかった先は 5 点とか、悪い先は 1 点とかにする。そうすると、例えばファンド 21 というのは、過去の平均値だけで評価されるとこれが断トツにいいんですけども、リスクテイクの観点で見ると整合的かどうかというのはまた別の観点になる。リスクテイクの観点から、言ったとおりのことをちゃんとやっているかどうかというのを得点化して定量評価すればいいのではないかなというのが、1 つのアイデアとしてこの場で申し上げておきたいと思います。

次に、3 ページ目の 2 以降は、先ほど、野村さんの資料を使って機構さんのほうでいろいろ分析をやられてはどうですかということの 1 つの参考になると思います。野村さんの資料の 28 ページとか 29 ページ目に非常に重要な数値が載っているんですけども、これを使ってやったのが 3 ページ目です。まず 3 ページ目の図 3 の上は、CAPM の β と 3 ファクターモデルの市場ファクターの間におかしな点がないかを見たものです。おかしな点があると何かがまずいということになりますので、そのチェックになる。

これで見ると、青い点は大体一直線で上がっていく傾向があるので、特に問題がない。

次に、野村さんの資料で、アップキャプチャーとダウンキャプチャーについての感応度についても問題がないか見ると、これも大体問題がなかろう。でも、ファンド 21 だけが極めて成績がいい。市況がいいときは更にいいし、市況が悪いときは非常にディフェンシブで下げ幅を大きく抑える傾向がある。これは余りにでき過ぎだなというのが見える。

次の下側は、アップキャプチャー、ダウンキャプチャーを別の切り口でやっている。同じ野村さんの資料ですけれども、市場の上昇局面と下落局面で β との関係がどうかというのを見たもので、これで見ると特におかしいものはないですけれども、やはり 21 だけは別格の動きをしている。あとわかるのは、応募ファンドの β が低い方に大きく偏っている。したがって、ランダムに選ぶと、 β が低いマネジャー・ストラクチャーができ上がってしまう可能性があるというのが、図 3 で注意点として見ることができる。

次の 4 ページ目の図 4 と図 5 が、同じ野村さんの資料の 28 ページと 29 ページを使っているんですけども、いわゆるグロス／バリュー、およびサイズの感応度と過去の超過収益率の関係を見たものです。これも一応整合的な関係になっているというのが 1 つわかるんですが、ファンド 21 は、この観点で見てもすごくいいことが分かる。

あと、4 ページ目の上から 6 行目ぐらいのところですか、応募ファンド群がグロス側に大きく偏っていることが分かる。野村さんの資料でバリューが少なくグロスの数が多かったとありますが、数だけではなくて、偏り具合から見ても、圧倒的にグロス側に偏っている。どうしてこうなったのか考えると、私も正確にはわからないんですけども、多分、過去数年間で見るとグロスファンドのほうがパフォーマンスがよかったので、どうしてもパフォーマンスがいいものを応募する。でも、それは多分機構さんの意図にかなわない。本来であれば、今後グロスがいいかバリューがいいかなんて全然わからないので、両方均等に來て欲しかったところが、恐らく過去のパフォーマンスなんかの影響で圧倒的にグロスに偏って來ているので、これは、今後の応募をかけるときの注意点というか、検討すべきテーマになる資料になるかなと思います。

次の 5 ページ目は何をやったかという、報酬単価が極端に割高になっていないかどうかの確認です。何に対して割高かという、アクティブファンドというのは、トラッキングエラーをとってプラスアルファをとるわけですから、トラッキングエラーを余り取らないでいっぱい報酬を取ろうとすると非常に割高になる。1 単位のトラッキングエラー取るのにどれだけ報酬がかかりますかというのを見て、高そうなところを赤で囲っています。これによると、過去 10 年で見る限り、採用したファンドでちょっと割高かなと思われるの

はファンド2ぐらいですけれども、よりデータがそろった過去5年で見ると、ファンド42がかなり割高になっています。こういう先については、聞いてみるなり、フィーの割引交渉をやったり、そもそもネガティブな評価を与えたりというのが望ましいのではないかと。

将来の運用成果は水ものですが、報酬は確実なマイナス要因なので、報酬の高い先はかなり慎重に見ていく必要があると思います。

最後の2.3が「リスクテイクの不整合のチェック」ということで、これもちゃんとやったおりのことをやっているかどうかという確認の1つです。マネジャー・ベンチマークに対するトラッキングエラーと政策ベンチマークに対するトラッキングエラーを比較したものです。本来であればマネジャー・ベンチマークのほうがファンドマネジャーの運用方針に沿っているわけですから、マネジャー・ベンチマークに対するTEのほうが小さくなるのが自然だ。でも、逆に、マネジャー・ベンチマークに対するTEのほうが大きくなる先は、図の中でマイナス方向に位置するのでちょっと不自然な先だと。

こうした先は幾つかあって、例えばファンド41は、採用候補で不整合が起きている先ですけれども、こういう先については、ヒアリングで何でこんなことが起きたんですかと聞いてみる必要がある。ここに書いてありますけれども、いいファンドマネジャーであれば、これについて納得のいく説明が直ちに返ってくると思います。逆に、ここについて十分納得のいく説明がすぐ返ってこないような先であれば、ネガティブな評価の材料になるのではないかと。

このくらいの分析であれば、機構さんのスタッフのほうでも十分対応可能だと思います。今後こういった分析をされて、野村さんの資料に関するチェックとファンドに対するチェックを合わせてやられればいいのではないですかというのが今回の話です。

ただし、一番の問題点は最初の1のところですね。平均値ばかり見ていていいんですかというのが本資料で申し上げたい一番重要な点であります。以上です。

○村上委員長 ありがとうございます。それでは、資料2-1から2-3まで、それぞれご説明いただいたのですが、ただいまのそれぞれのご報告について、ご質問、ご意見等がございますでしょうか。いかがでしょうか。

○中島委員 私のほうで今申し上げたとおり、一番の観点は、資料2-3でいうと図1と図2で、過去の平均値を見るというのがあまり役に立たないのではないかとということなんですけれども、この問題提起に対して、事務局さんのほうから何かしらのご回答がどこかの時点であると考えてよろしいでしょうか。

○西川理事 まず、直近の期待収益率が将来にむしろマイナスにいくという話については、そもそもマネジャー・ストラクチャーを始める最初に委員長のほうからご指摘をいただいて、あのときは確か3年だったと思いますけれども、過去の先行研究の結果として、過去3年に超過収益のよかったところは、7割ぐらいだったと思いましたが、続く期間のパフォーマンスがむしろ悪くなるというお話がありまして、実は私どもの今までのマネジャーの評価の仕方はまさにそれをやっていたわけで、まずそれを反省点として認識した上で、であれば、評価については中期的な評価をしなくてははいけないし、定性的な評価が非常に重要だろうという結論に至ったところであります。

その結果として、選考に当たってはできるだけ定性を重要視するという意味で、二次選考では面接を2時間ずつということになったわけです。ただ、応募してきたところ全てについて2時間ずつ面接するわけにもいかないので、次善の策として、一次では定量も使いましょうということにし、かつ、そのときに、株等についてはできれば10年間、スマートベータ等については15年間というような長い期間をとることによって、短期的な問題を解決したいと考えてやってきたところであります。したがって、一次のときにもできるだけ10年のデータを使って評価しているということです。

もっとも、10年で決着のつかないときには5年で決着を付けさせておりますので、ご指摘頂いた問題から全く免れているとは言えないとも思います。

ただ、何で直近良かったところが次の期間だめになるか、については様々な要因が考えられて、1つは、人間の一般的な能力の問題として、ずっとハイパフォーマンスを続けていくのが難しいということもあるのかもしれませんが、そのときの好調なスタイルの入れかわりもあるでしょうし、ご指摘いただいたようなモラルハザード的な要因も入っているということかと思われます。ただ、少なくともカテゴリー別に比較をすれば、スタイルの入れ替わりによる変動は避けられるかなということで、一次選考のときは、一応スタイル別にした上で、もし10年で決着がつかないときには5年でやるというようなこともやっているわけです。ただ、モラルハザードの問題についてはそれで解決ができないので、そこは考えていかなくちゃいけないかなと思った次第です。

若干このモラルハザード問題のところで伺ったのが、確かにデータを見ると、過去5年間良いところは後半の5年間悪くなるという数字になってきているわけで、今を起点として過去10年間見ればそういう格好ですけれども、例えばこの10年間で評価しますというのがあらかじめわかっているならば、前半5年間よかった人たちが、後半の5年間に

ついて少し安全策というのはあるかと思うのですが、どこかの10年間で評価するというのが決まっているわけではない中で、ここから先は安全策をとっていくというような判断をどういった形でファンドマネジャーが下すのかなというところをどういうふうに考えればいいのか、いま一つ悩んでいるところでありまして、そこをどういうふうに面接のときにチェックをしていったらいいのかなというのは、やや悩ましいなと思っているところではあります。

○中島委員 ちょっと私の意図が上手く伝わっているかどうか心配なんですけども、今のお話は、定量評価は基本的には平均値を見る、それだけでは心もとないので、定性評価のほうを重視するということかと。私が申し上げたいのはそうではなくて、定性評価は定性評価でやっていただければいいと思うんですけども、定量評価を平均値ばかり重視するのではなくて、もう少しほかの項目も見るような形にできないか、要は現行の定量評価を変えることができないかという提案です。

○西川理事 それは先ほどおっしゃっていただいた TE とかそういったものも全部見ていくという。

○中島委員 そうですね。

○西川理事 それは仰るとおりだと思います。

○中島委員 それについて、例えば私が申し上げたのは、野村さんの資料の4ページ目に、各ファンドが私たちはこんなファンドですと自己紹介をしているんですけども、このとおりやっているかどうかというのを、野村さんのこの後続く数値の具体的なデータでチェックして、言ったとおりにやっているのであれば高得点を与えるし、言っていることと矛盾があれば点数をそこから割り引いていく。定量評価をそんな形に変えていくことをご検討いただけないでしょうか、ということを申し上げたんですけども。

○西川理事 そういうことであれば、それはさせていただきます。

○中島委員 これについて、いずれかの時点でご回答があるというふうに考えてよろしいですか。

○西川理事 どういうふうにご回答すればよろしいですか。

○中島委員 例えば新たな定量評価を1つの具体例として考えたというものが資料として出てくれば。

○西川理事 なるほど。検討はしますが、ただ、一次選考は一応今回のマネストでは終わってしまったので、それはよろしいですか。

○中島委員 いいです。今回の話に絞った話ではなくて、そもそもの根本的なところで、今後の定量評価のあり方というので、期待値ばかり見るのではなくて、もう少し言ったとおりのことをやっているかというのを定量的にチェックするというのが定量評価ではないか、その観点でちょっと。

○西川理事 そこは検討させていただいて、検討結果についてはまたご報告をさせていただきたいというふうに思います。

○中島委員 今回の外株での定量評価を変えろと言っているわけではありません。

○西川理事 次回利用する局面がしばらくないなと思っただけなので。疎かにすることなく、ちゃんと検討した上で、ご報告をさせていただきたいと思います。

今おっしゃっていただいたような視点は、二次面接というか、二次評価でも使えることは使えると思いますので、そういった点も見ながら考えていきたいと思います。

○徳島委員長代理 初歩的な質問をしてよろしいでしょうか。今回の一次スクリーニングの結果に関して、私はよろしいのではと申し上げましたが、野村証券の資料 13 ページで結果が出ています。例えばファンド 8 のマネジャー・ベンチマークは MSCI ワールドと 13 ページには書いてありますが、資料 4 ページではファンド 8 について運用会社の申告してきた運用ベンチマークは MSCI コクサイと書いてあります。これはなぜ変えられているのでしょうか。

○野村証券・清水 ちょっとすみません、ここはちょっと元データを確認しないと分かりません。

○徳島委員長代理 この現象は 1 ファンドだけでなく、ほかにも何カ所か発生しています。ファンド 8 だけでなく、ほかのファンドでも複数発生しています。MSCI コクサイというこちらの機構のベンチマークに対する比較には直接問題ないのかもしれませんが、政策ベンチマークとマネジャー・ベンチマークの違いについて、誤った認識をしていないかという懸念があります。

○野村証券・清水 すみません、確かにご指摘のとおり複数ある可能性がありますので、そこは戻りまして原因を究明して報告させていただきたいと思います。

○村上委員長 その確認だけ速やかに行ってください、またお知らせください。

○野村証券・清水 申し訳ございません。

○村上委員長 ほかによろしいでしょうか。

中島委員からいろいろご提案があったように、今後、一次というもので何を見るかとい

うのは1つの課題として検討していくということですが、二次においても、要は、中島委員の1ページにありますリターンリバーサルと言われるような傾向は、かねてからよく報告されるような結果だと思えます。

二次に臨む視点も、継続的に本当にそれが将来にわたっても超過収益を生むような構造になっているのかどうか、結局はそういう視点になると思うのですね。それを様々なデータなどに照らして確認していくという意味でのデータの使い方、継続的にという中に、資料2ページにあるストラテジーがきちんと保たれているかどうかということも含まれてくると思うのです。そのようなことをチェックしようと思えば、みなこれらのようなデータに反映されてくるというようなことになると思いますので、ストラテジーの内容が本当に論理的で納得できるものかどうかというのとあわせて、データの上からもきちんと確認ができるかどうか、結局はそれを何をもって見ていくかというのが第二次の作業だと思えます。そのようなことでお願いできればと思うのです。

○西川理事 定量的な定性チェックというのをやらせていただきたいと思えます。

○水野理事長 ありがとうございます。大変ごもっともなご指摘だと思えます。我々、二次評価ではかなり様々な観点から定性評価をやっています。ただし、中島委員のご指摘は、それをせっかくやったんだから、今回二次評価で我々もいろいろなことがわかってきたので、それをフロンタイン、一次評価のところにもう少し入れられないかということだと思うんですね。数字との兼ね合いも踏まえて。

それは当然のことだから、今回、これだけの労力と時間を費やして4資産やったわけなので、当然、施策というのは総括が必要で、その総括のところ、どのくらいできるかわかりませんが、次への課題といいますか、そういうものを含めてご提示させて頂くということで、よろしくお願いいたします。

○中島委員 今回、応募ファンドがグロース側に偏っていることは、私の作った資料2-3の4ページ目の図で書いてあるとおりです。例えばファンド21はすごくパフォーマンスがいいので、ここを採用した場合に、かなりグロース側に偏って、バリューファンドとバランスを取らせようとする、今の応募状態だともしかしたら難しいかなと思えます。この場合、「今回はバランスがグロース側に偏ってもある程度仕方がない」と思ってマネジャー・ストラクチャーを考えるのか、それとも、やはりバランスを重視してマネジャー・ストラクチャーを考えるのか、その点はどちらのほうなのでしょう。

○西川理事 できるだけバランスはとりたいと思っています。完璧にできるかどうかわか

りませんけれども。ということもあって、バリュートを今回の第一次選考では4先通過させています。したがって、場合によっては、グロースは1先だけでもバリュートを2先にするとか、あるいは、さらにバリュートのほうの金額を増やすとか、そういった形でバランスを保つような努力はしたいと思っております。

○中島委員 結果論ですけれども、これで見ると、バリュートは応募した時点で合格みたいな感じになりかねないというのがあって、だとすれば、いっそそこら辺のバランスは目をつぶってでもプラスアルファのほうにいった方がいいのではないか、という考え方もあるかと。この場合、今回のこの応募状況でバランスを重視すると、本来の趣旨からもしかしたら外れる可能性もあるかなと思うんですけれども、野村さん、その辺りどういうふうにお考えでしょうか。

○野村証券・清水 おっしゃるとおり、二次ヒアリングでクオリティーが伴っていないファンドは採用できないということになりますので、それを踏まえた上で、バリュートは2先とかグロースより多めに採用、あるいは委託残高を多めにするということですので、いずれにせよ慎重に選んでいく必要はあるかなと考えております。現時点ではちょっとそこまです。

グロースがこれだけ多く出てきているので、良いファンドがあるのではないかとということかもしれませんが。とはいえ、今回一次選考の通過ファンドは2ファンドだけですので、その2ファンドが良いファンドである必要があります。一次選考で選んだファンドが良いファンドかどうかという点では、バリュートもグロースも同じような問題を抱えています。今後、バリュート、グロースも、まさに先ほど中島委員がおっしゃられたとおりどうなるかわからない中では、その前提を付けずにバランスさせる方針で進めるほうがまずはよろしいのかなとは考えております。

○西川理事 グロースに偏るという選択肢がゼロとは言わないんですけれども、まさに一昨年グロースで非常にいい成績を出していた運用受託先が、昨年一気にへこんだという痛い目を見たところなので、やはりできるだけスタイルは偏らないようにしたほうが良いと思っています。

ただ、だからといって、どうしようもないようなファンドを採用するわけにもいかないので、そういった場合に結果的に偏る可能性はあるかもしれませんが、考え方としては、バランスをさせるようにしていきたいと思っております。

○中島委員 わかりました。

○村上委員長 多少はしょうがないにしても、どのくらいまで偏りを取るかですね。そのところを最終的に大きな痛手を負わないように考えるというところだと思うのです。

それでは、ほかにご質問、ご意見等がなければ、マネジャー・ストラクチャー見直しに関する継続審議等については、運用委員会としてご報告を了承することといたします。ただ今いろいろ出されました意見のほうは、ぜひ事務局のほうでもお酌み取りいただいて、また選考に活かしていただきたいと思います。

○西川理事 ご報告は、先ほど理事長のほうからも申し上げましたけれども、総括のときまでには何とかまとめたいと考えております。

○村上委員長 それでは、野村さんはここまでですね。どうもありがとうございました。

(5) その他

○村上委員長 それでは、最後の議題になるのでしょうか、議題5に移らせていただきたいと思います。議題5の「自家運用対象債券の検討状況②」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 ご説明いたします。こちら、本日は現状と問題意識を説明させていただきまして、後日ご意見を賜ればというふうを考えているところでございます。資料5です。

案件は、自家運用における対象債券の範囲拡大の可否、是非についてでございます。

この問題については、以前、商工中金債が万一購入できなくなった場合という想定のもとで一度ご意見を伺ったことがございます。これは29年度の第4回の資産運用委員会で行っていただきましたが、資料5を1枚おめくりいただいて、そのときの経緯は1ページの上段のほうにまとめてございます。

このときは、商工債のかわりに財投機関債3銘柄と金融債2銘柄を検討したわけですが、格付け的には対象債券とすることに問題はないけれども、マイナス金利状況が再出来した場合の国債の代替としては、発行金額、流通量が少な過ぎて限界的な手段としてしか使えないというふうと考えられたのと、それから、商工債の代替としては金融債を中心に利用可能かなということですが、ただ、中小企業の資金融通に特化しているわけではないので、あくまでも非常時等における限界的な代替手段と位置付けるべきものだろうというような結論になりまして、当面は、商工債を満期償還分見合いのみ購入し、拡大はしないという格好で結論付けさせていただいたところでございます。

今回は商工債の問題ではなくて、10年物の国債の利回りが再度マイナスとなっております。

すが、そういった中で、痛手となっておりますのが政府保証債の発行額の減少でございます。政府保証債につきましては、本年度については前年度から大幅な減額になる予定になっておりまして、机上配布資料の中の「平成 31 年度政府保証債発行予定額」という 1 枚紙の 30 年度当初と 31 年度の予定をご覧くださいますと、「小計」のところの国内債のほうでございますけれども、3 兆 5000 億円程度と言っていたものから 2 兆 3000 億ということでございますので、3 割から 4 割ぐらい減少する格好になっているところでございます。

もとの資料に戻っていただいて、2 ページをご覧ください。私ども、今年度の当初予定といたしましては、政保債 10 年のものを大体 900 億円近く購入予定でございますが、恐らくこれだけ買えないだろうと思っているところでございまして、堅めに見ると半分ぐらいとみております。買えない部分が預金になってしまうと、政保債の利回り分が減ってしまうという格好でございます。

ただ、これは毎月に分散しておりますので、もともと金利が低かったということもありまして、2 ページの下段の表を見ていただいて、どれぐらいの影響があるかという、ざっくり計算しますと、年度を通じて 2700 万円、率でいきますと、自家運用部分の運用利回りが 0.501% だったものが 0.500% になる。非常にわずかなパーセンテージではあります。もちろん、2700 万円というのは絶対額としては大きいんですが、全体から見ると小幅な差であるので、こういった中で、果たして新たなリスクを取って対象債券を広げるのが適切かどうかという問題意識でございます。ただ、もし広げるとすれば、ある程度流動性の確保ができるという意味で出てくる候補としては、地方債とか JFM 債、そういったものが考えられるのではないか、ということで、地方債、JFM 債に関する情報をまとめさせていただきました。

それぞれの安全性についての評価といいますか、記述をこちらにご参考までに挙げさせていただきます。平時であれば、地方債等についてそれなりに安全性が確保されるような制度にはなっているわけですが、今後、地方の景気はどうなるのか、地方の金融機関が破綻したらどうなるのか、あるいは、最近よくありますが、広域な自然災害等があつて歳入が大幅に減少するとか、支出が膨らむとか、そういうようなことになれば、想定外の問題が起こってくる可能性はあるということだと理解しております。

そういった中で、これを奇貨として地方債のほうまで範囲を広げてもいいのではないかなという考え方もあるでしょうし、このぐらいのことであれば、当面、回復するかどうか様子を見るという考え方もあるのかなと思っておりますので、正直ちょっと迷っているところ

ろでございます。ご意見を賜れればと思ひまして、今回問題提起をさせていただいたところでございます。

私からのご説明は以上です。

○村上委員長 ありがとうございます。ただいまのご報告について、ご質問、ご意見等がございますでしょうか。

○西川理事 こちらも急に持ち出したお願いなので、もちろんこの場でご意見をいただければありがたいんですが、この資料もお持ち帰りいただいて、ほかのものと同一ような格好になりますけれども、6月7日までにご連絡をいただければ、次回の委員会でご意見を取りまとめた上で、方針案としてご提出をさせていただきたいと思っております。

○村上委員長 この場で何かということはございますでしょうか。

○徳島委員長代理 一言だけ申し上げておきます。従来から申し上げているとおり、商工債に関しては中退法で規定があるという趣旨を十分理解しておるつもりですので、例えば商工債の格付けを下限のフロアにして、それより格付けの高い地方債ないし財投機関債を排除する理由はなかなか正当化できないかと思っています。

正直言って、同時に政府保証債を発行している財投機関の発行する財投機関債の信用リスクが政府保証債とどれだけ乖離するか、これは過去の破綻事例がないものですから、明確な答えが存在しません。同じ機関が出している債券で、政府保証債は守られて、財投機関債は守られなかったという事例は全くないのです。投資家サイドからは、制度上違うんだから違う意味はあるだろうと言っているのですが、財投機関債は格付けを取得していらっしゃる。そういった意味では、商工債とのバランスを考えて、商工債の格付けをフロアとすることでは1つの整合性が成り立つかと思います。

細かいことで1点申し上げておかないといけないのは、中退法の運用方針にも含めて、国債、地方債、政府保証債と列記されていらっしゃる。そのときに例えば財投機関債とかJFM債がどう位置付けられるのかについて、ご確認いただいたほうがいいと思います。明示的に限定列举されているものは当然投資対象になるのですが、財投機関債とか、JFM債については、法的な位置付けが別途になりますので、枠組み上の問題と信用リスク上の問題と両面からご検討を賜れればと思います。

○村上委員長 ありがとうございます。ほかに何かございますでしょうか。

ほかにご質問、ご意見等がなければ、「自家運用対象債券の検討状況②」について、運用委員会として現状に関する認識を共有したことといたします。

各委員におかれては、追加的なご意見がありましたら、6月7日金曜日までに事務局のほうにまたご連絡をいただきたいと思います。

事務局におかれましては、本日出た意見と追加的なご意見を踏まえて、方針案を作成していただくようお願いいたします。

3. 閉会

○村上委員長 これで一通り予定の議事が終了いたしますが、本日の議事を通してほかにご質問、ご意見等がございますでしょうか。よろしいでしょうか。

宿題が3つほど出ましたので確認ですが、まず資料1－5「平成31年度第1回資産運用委員会議事録（案）」につきましては、これはもう既に見ていただいていると思いますが、最終チェックをしていただいて、6月7日までに事務局のほうにお寄せいただきたいと思います。2点目は、資料4の「平成30年度資産運用に関する評価報告書（案）」につきましても、6月7日までにご意見をお寄せいただきたいと思います。3点目が、「自家運用対象債券の検討状況②」について、これについての追加的なご意見がありましたら、6月7日までによろしく願います。以上3点が宿題になっておりますが、よろしく願います。

それでは、事務局より次回の委員会について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、6月24日の月曜日の開催を予定しております。次回も今回同様9時半開始になりますので、ご留意いただければと思います。

なお、次回は、平成30年度資産運用に関する評価報告書（案）について、マネジャー・ストラクチャー見直しに関する継続審議等についてなどを予定しておりますが、ほかに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お願いいたします。

○村上委員長 ただいまのご報告について、何かご意見、質問等がございますでしょうか。

それでは、ほかにご質問がなければ、本日の資産運用委員会を終了いたします。本日も長時間、円滑な議事運営にご協力いただき、ありがとうございました。お疲れさまでした。

（了）