

### 第36回資金運用委員会

平成29年2月9日(木)

【杉田事務局長】 おはようございます。定刻となりましたので、ただ今から第36回の資金運用委員会を開会いたします。

今後の議事につきましては、宮井会長にお願いしたいと存じます。

それでは、よろしくお願いたします。

【宮井会長】 それでは、議事に入りたいと思います。

まずは、報告事項です。平成28年度第2四半期の各積立金の運用状況について、事務局より説明をお願いします。

【西川運用企画課長】 おはようございます。運用企画課長の西川と申します。私のほうから、平成28年度第2四半期の各積立金の運用状況等について、ご説明を申し上げます。

まず、ベンチマーク収益率の推移のグラフでございます。6月30日に太線が引いてありますけれども、6月下旬に英国のEU離脱決定で大きく下落したものが、9月30日に向けて大分回復してきているというのがこのグラフから見てとれるかと思えます。

表のベンチマーク収益率でございます。合計で第2四半期がプラスの2.03%、上半期通期がマイナスの2.30%となっているところでございます。

次に、第2四半期の主な市場動向及び主な経済指標の推移も載せてございますが、こちらは後ほどご高覧いただきますようお願いいたします。

続きまして、第2四半期の積立金の資産構成割合でございます。まず、厚生年金保険給付組合積立金、1・2階でございます。9月末時価総額は、平成27年度末と比べまして、年金収支等がマイナスの2,966億円、運用収益がマイナス776億円となったことで、合わせて3,742億円減少して、合計5兆398億円となっております。それぞれの資産構成割合は許容乖離幅の範囲内となっております。

続きまして、経過的長期給付組合積立金、旧3階でございます。9月末

の時価総額につきましては、年金収支等がマイナスの938億円、運用収益がマイナスの822億円となったことで、合わせて1,760億円減少して、合計で5兆5,888億円となりました。資産構成割合は許容乖離幅の範囲内となっております。

退職等年金給付組合積立金、新3階についてでございます。9月末でございますが、国内債券が949億円、短期資産が2億円の合計952億円となっております。

次に、各積立金の運用利回りでございます。

まず、厚生年金保険給付組合積立金、1・2階の利回りでございます。第2四半期が、合計は、プラスの1.02%で、ベンチマークと比べましてマイナスとなっております。上半期通期で、同じように合計でマイナスの1.50%、ベンチマーク比でプラスとなっております。

経過的長期給付組合積立金、旧3階の利回りでございます。第2四半期の合計ではプラスの1.34%で、ベンチマークと比べますとマイナス、上半期の通期は、合計がプラスの1.43%で、ベンチマーク比でプラスとなっております。

退職等年金給付組合積立金、新3階の利回りでございます。第2四半期は、プラスの0.10%、上半期通期は、プラスの0.22%となっております。

次からは、厚生年金保険給付組合積立金と経過的長期給付組合積立金の、それぞれのパフォーマンスの評価要因分析ということで、基本ポートフォリオですとか計画ポートフォリオ、当面の運用との比較をし、超過収益率の要因分析をした資料となっております。個々の比較において主にプラスに働いている要因といたしましては、資産配分によるものが多くなってございまして、ベンチマーク収益率の合計を上回った国内債券の資産構成割合がオーバーウェイトであったことによるものでございます。本日お時間の関係もございまして、詳細につきましては後ほどご確認をいただければと思います。よろしく願いいたします。

続きまして、信託運用の収益率でございます。こちらは四半期ごと、及び上半期通期の資産別、経理区分別、アクティブ・パッシブ別の時間加重

収益率による実績をあらわしたものでございます。

国内債券につきましては、1・2階がNOMURA-BPI総合をベンチマークとした委託運用を行っております。一方旧3階につきましては、自家運用でラダー型の運用を行っております。

国内株式以下3資産につきましては、アクティブ・パッシブとも同じ運用機関構成、同じ戦略のファンドで運用してございますけれども、1・2階と旧3階で各ファンドの構成割合が微妙に異なっているため、両經理の間で若干収益率に差が生じてございます。今日は詳細な数字につきましてはご説明を省略させていただきますけれども、後ほど、こちらにつきましても数字をご確認いただければと思っておりますのでございます。

次に新3階の10年、20年ラダー構築ファンドの状況でございます。ポートフォリオの状況をごらんください。額面で948.6億円で債券の種別は、国債が0.9%、地方債が38.3%、地方公共団体金融機構債、こちらは全て縁故債でございますが、60.8%となっております状況でございます。修正デュレーションで13.94という状況でございます。

パフォーマンス実績として、総利回りは年度通期でプラスの0.23%でございます。

償還年度別保有状況でございますが、こちらのファンドは、今年は10年債、H38と、20年債、H48をそれぞれ半分ずつ購入する方針で運営をしておる状況でございます。

ここまで、第2四半期の運用状況をご説明いたしましたけれども、第3四半期の運用状況につきましても3月上旬、具体的には3月3日を想定して公表すべく、現在取りまとめ作業中でございます。その速報値をご説明させていただきます。

こちらの数値はまだ速報値でございますので、今後変更する場合がございます。また、まだ公表前の数値ということでございますので、その取り扱いにつきましてはご留意いただきますよう、お願いいたします。

まず、1・2階、厚生年金保険給付組合積立金の12月末でございます。時価総額については、この第3四半期で年金収支等がマイナス2,419億円、運用収益がプラスの2,899億円、詳細はこの後ご説明いたしますが、

旧3階からの移管額、これがプラスの724億円、以上の数値異動の結果、合わせますと1,204億円増加いたしまして、合計で、5兆1,602億円となっております。資産構成割合は許容乖離幅の範囲内となっております。

次に、経過的長期給付組合積立金、旧3階でございます。同じように12月末でございますが、年金収支等がマイナス530億円、運用収益がプラスの3,497億円、1・2階への移管額がマイナス724億円、以上の数値異動の結果、合わせますと2,243億円増加いたしまして、合計で5兆8,131億円となっております。資産構成割合は許容乖離幅の範囲内でございます。

最後に、退職等年金給付組合積立金、新3階でございます。12月末でございますが、国内債券で1,135億円、短期資産で1億円の合計1,136億円でございます。

続きまして、第3四半期の運用利回りでございます。厚生年金保険給付組合積立金、1・2階の利回りでございます。第3四半期の合計はプラスの5.81%で、ベンチマーク比ではマイナス、12月末までの通期の合計はプラスの4.13%で、ベンチマーク比ではマイナスとなっております。これにつきましては、第3四半期に大きく収益が上昇いたしました国内外の株式につきまして、当連合会の資産構成の割合がアンダーウェイトであることによるものと考えるところでございます。

次に、経過的長期給付組合積立金、旧3階の利回りでございます。第3四半期の合計は、プラスの6.29%で、ベンチマーク比ではマイナス、12月末までの通期の合計は、プラスの4.67%で、同じくベンチマーク比ではマイナスということございまして、数値の傾向は先ほど申し上げました1・2階と同様でございます。

それから、退職等年金給付組合積立金、新3階の利回りでございます。第3四半期の、合計でプラスの0.09%、12月末までの通期の合計でプラスの0.31%ございました。

以上が第2四半期、第3四半期を通じての運用状況でございます。

最後に、先ほど資産の移動の話を上りましたが、被用者年金制度の

一元化に伴う資産仕分けが確定して精算が行われましたので、それについてご説明をさせていただきたいと思います。

平成27年10月の被用者年金制度の一元化に伴いまして、指定都市共済から承継されました資産を含めまして、従来の長期給付積立金一本だったわけですが、これを厚生年金保険給付組合積立金、実施機関積立金とも申しますけれども、1・2階分と、経過的長期給付組合積立金、旧3階分に仕分けて承継されることとなったところでございます。

当連合会の厚生年金、1・2階の当初額につきましては、総務省福利課長通知におきまして、時価ベースで5兆5,573億円とされ、残りの部分、これが旧3階の当初額ということで、5兆8,014億円でございます。

この仕分けにつきましては、「概算」実施機関積立金額（平成27年10月1日仕分け）と書いてございます。この時点では額の算定に当たりまして、概算の政府積立比率「4.89…」と書いてありますが、この比率と、予算ベースの平成27年度厚生年金保険事業費等、4兆1,018億円をもとに計算を行っております。

その後、平成28年の秋ごろでございますけれども、平成27年度の決算が確定しましたら、「確定」実施機関積立金額として、確定の政府積立比率「5.15…」と、決算ベースの平成27年度厚生年金保険事業費等3兆9,441億円、この2つをもとに再計算をして額を確定しまして、概算との差額を精算するという制度になっておりましたので、その精算を今年の12月1日に行ったところでございます。

再計算の結果でございますけれども、概算で5兆5,573億円であったものが、確定で、5兆6,294億円となったところでございます。結果といたしまして、概算額に比べまして確定額のほうが大きくなっておりますので、経過的、旧3階のほうから厚生年金、1・2階のほうへ、721億円資産移管をされたところでございます。このほかに、平成27年10月2日から移管日までの利息相当として、年0.4%でございますが、これを3億円加算するというので、合計で724億円の精算となっております。

この724億円の精算につきましては、平成28年12月1日に大口定

期で221億円、普通預金で503億円、これを経過的、旧3階から厚生年金、1・2階へ移管したところでございます。

運用状況と精算につきまして私のほうからご説明申し上げましたが、リスク関係につきましては、リスク管理担当のほうからご説明をさせていただきます。

**【事務局（高田）】** それでは、続きましてリスクモニタリングについてご説明いたします。

まず、モニタリング指標の状況でございますが、インプライド・ボラティリティにつきましては、平成28年9月末時点は、平成28年6月末時点と比べて、日経平均株価、VIXともに低下をしております。

次に、ヒストリカル・ボラティリティにつきましては、平成28年9月末時点は、6月末時点に比べて全資産において低下をしております。

両ボラティリティともに低下した背景には、6月下旬までの英国国民投票に向けて不透明感が高まっていたこと、その後、投票後は落ち着きを取り戻したことが挙げられます。

次に、相関係数についてですが、相関係数が足元大きな変化がないか確認をしていますけれども、平成28年9月末は6月末対比で大きな変化はございませんでした。

続きまして、金融市場にかかるストレスをあらわす指標の一つを見ることの出来るグラフを載せております。グラフにありますとおり、英国のEU離脱を問う国民投票前に上昇してピークを迎えたものの、9月末時点では落ち着きを取り戻しております。

また、次に、信用不安の高まりをあらわすTEDスプレッドを記載しております。水準的にはギリシャ危機及び欧州の債務危機のときと同水準でありますけれども、背景には米国MMFの新規制を控えて高どまりしていたと考えております。

続きまして、基本ポートフォリオの有効性の確認についてです。

基本ポートフォリオの有効性の確認についてですけれども、基本ポートフォリオと同様の算定方法で求めたベンチマークのリターンの標準偏差を管理上の目安と比較したものです。平成28年9月末時点において、全て

の資産で各資産のベンチマーク及び、複合ベンチマークは管理上の目安の範囲内におさまっております、基本ポートフォリオの有効性に問題はないものと判断しております。

続きまして、厚生年金保険給付組合積立金に係るリスク状況についてご報告いたします。

まず、積立金のトータルリスクですけれども、リスク性資産の構成割合が上昇したことにより、トータルリスクはやや上昇しました。トータルリスクの水準ですけれども、アラーム基準及び基本ポートフォリオの有効性確認基準の範囲内であり、問題ないものと判断しております。

次に、推定トラッキングエラーについてですけれども、基本ポートフォリオに近づける資産構成割合の調整を行いましたので、低下をしました。

続きまして、国内債券では、キャッシュアウト対応ファンドがあるため、ベータは1を下回る数値になっております。また、デュレーションのベンチマークとの乖離についてはマイナスとなっております。デュレーション対ベンチマーク乖離幅の推移が別のグラフに記載をしております。

続きまして、4つのリスクについて言及をしておりますけれども、最初に3つのリスク、1つ目が信用リスク、2つ目が外国資産に係るカントリーリスク、3つ目が通貨リスクの3つのリスクについてお話をさせていただきます。3つのリスクとも運用機関の信用リスク判断を調査し、その対応方針について妥当性を確認しており、特に問題はございませんでした。また、4つ目の流動性リスクについても、特に問題はないと判断をしております。

続きまして、ポートフォリオのVaR（バリューアットリスク）につきましては、一つ目の表では時価総額ベース、金額ベースで算出をしております、二つ目の表では積立金総額に対する比率ベースの算出結果を載せております。比率ベースでごらんいただきますと、リスク性資産の構成割合が減少したことを受けて、平成28年9月末の比率は、6月末の比率に比べて低下をしております。

次のストレステストについては、説明を割愛させていただきます。

なお、これ以降の資料につきましては、経過的長期給付組合積立金に係

るリスク状況を説明したものとなっておりますが、おおむね厚生年金部分と同様の状況となっておりますので、後ほどご高覧いただければと存じます。

リスクモニタリング及びリスク状況のご報告については以上となります。

**【宮井会長】** それでは、ただいまの説明につきまして、ご意見、ご質問等ございましたら、発言をお願いしたいと思います。

徳島委員も来られました。

私のほうから質問させていただきたいと思いますが、当連合会では債券の運用につきまして、地方債とか地方金融機構債のウェイトが出ているわけですけれども、これの効果がパフォーマンスに若干あらわれていると考えてよろしいですか。そこを確認させていただきたいと思います。

**【鈴木投資専門員兼自家運用課長】** 結論から言いますと、プラスもマイナスも出ているということがございます。

まず、地方債等につきましては、国債に比べてスプレッドが乗っているということがございますけれども、スプレッドにつきましては、縮小したり拡大したりするというところで、第1四半期について言いますと、国債とのスプレッドが拡大しました。国債の利回りが低下する中で、地方債等はそれほど利回りが低下しなかったということで、パフォーマンスは悪くなったという状況でございます。反対に第2四半期につきましては、国債の利回りが上がっていく中で、地方債等につきましてはそれほど利回りが上がっていかなかったということで、プラスになりました。

もう一つの要因としましてはもともとクーポンについてはスプレッドが乗っています。

**【宮井会長】** ほかに。加藤委員、お願いします。

**【加藤委員】** パフォーマンスのところですが、外国株式のアクティブがあまり良くなかったようです。これはブレグジットなど市場の変動が激しくて、業種間のパフォーマンスの格差が結構大きかったというような理由があっかなか厳しかったということは理解しています。しかし、一般的には海外の先進国のアクティブのポートフォリオのパフォーマンスがあまり高くないということが、いろいろな研究で示されています。日本株で推進している

スマートベータの利用も、そろそろ検討されたいかがでしょうか。

以上です。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 ありがとうございます。海外物についても、スマートベータの検討というのはこれまでも何度かサジェスションというか、ご意見としていただいていますので、研究を進めていきたいと思います。

【宮井会長】 ほかにいかがでしょうか。

私から、もう一つ確認させていただきたいのですが、ベータの計算をされておりまして、国内債券について、キャッシュ対応の金額のためにベータがちょっと低い数値になっているというお話でしたが、この金額はどのぐらいなのですか。0.9というのは計算すればわかるのかもしれませんが。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 こちらのほうは国内債券全体2兆3,497億に対して、1,681億です。

【宮井会長】 はい、わかりました。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 ちなみに、旧3階のほうにつきましては、国内債券全体2兆7,025億に対して、286億という状況になっていますので、ベータのほうは0.94とほとんど1に近づいてきているということでございます。

【宮井会長】 ありがとうございます。

和田委員、お願いします。

【和田委員】 バリュアットリスクについて、3つ質問をお願いします。

1つ目は、資料には書かなくてもいいんですけども、もう少し具体的にどうやってバリュアットリスクを出しているかというのを、今度打ち合わせのときにでもお教えいただきたい。

2つ目は、バリュアットリスクもいろいろほかのやり方があると思うので、そのほかのバリュアットリスクも検討なさってもいいのかなと思う。

あと3番目として、ストレステストが出ていますけれども、バリュアットリスク以外もほかにも手法があると思うので、全部で3つぐらいあるといいかなと。逆に言うとバリュアットリスクというのは、これは運用で、しかも長期の3カ月ぐらいにそれほど有用性があるかというのは少し

疑問があるので、金融機関は例えば1週間とか出すと思うんですけども、そういう点もございますので、要するにロバストネスチェックをもう少し今後ご検討いただければ幸いです。

**【事務局（高田）】** ご指摘ありがとうございます。算出に当たっては、バリューアットリスクにつきましては、MSCI社のBarraOneのツールを使っています、それで乱数を発生させてモンテカルロシミュレーションを行っているというもので、その精度につきましては、乱数の種類とかそういったところもありますけれども、今後そのあたりを検証していきたいと思っております。

バリューアットリスクの期間につきましても、どういった期間がいいのか、適しているのかといったところも、知見をもとにアドバイスをいただきながら検討してまいりたいと思います。

それから、ストレステストにつきましては、現在こういったシナリオを載せておりますけれども、このシナリオ以外にも、資料には記載していないものを手元にデータとして、時系列データとして持っております、それらをそうやって見ているという状況でございます。それ以外のシナリオについては、どういったものが適しているか、見る必要があるかといったところを検討してまいりたいと思います。

以上です。

**【宮井会長】** ありがとうございます。

それでは、ほかに。甲斐委員、お願いします。

**【甲斐委員】** 前から気になっていたもので、ちょっと質問させてください。信用リスクの話です。

信用リスクの懸念される国や発行体の保有はないという具合に書かれており、信用リスクについてチェックされているわけですが、じゃあ、懸念される国とか発行体のブラックリストのようなものを常にお持ちで、それと保有資産との比較を常になさっているのでしょうか。要するに信用リスクのあるところを特定されているのでしょうか。

**【事務局（高田）】** リスク担当から回答させていただきます。資料にありますとおり、カントリーリスクということでありまして、補足的にまずCDSス

プレッドを見ておまして、ここでイタリアが問題じゃないかということ  
で思われる方もいらっしゃるかと思いますけれども、そちらは種々のデー  
タソース、ニュース等をもとに、CDSを見て、その推移を見ているとい  
うことで、総合的に付加的な情報も含めて見ているということが一つ挙げ  
られます。

【甲斐委員】 懸念のある国の一覧表というのはできているのですか。

【事務局（高田）】 お答えします。懸念のある国の一覧表というのは、現状データとし  
て持っておりません。やっております。

【甲斐委員】 CDSは格付けと違ってリアルタイムに変わっていく指標なので、そう  
いう意味でこちらのほうが信用力をビビッドに反映しているかと思えます。  
それも含めて、もう少し具体的に評価して、保有資産をチェックされたら  
いいと思えます。

【事務局（高田）】 ご助言ありがとうございます。今後、やり方等検討してまいります。  
ありがとうございました。

【宮井会長】 ほかにいかがですか。徳島委員、お願いします。

【徳島委員】 今の甲斐委員のご質問にちょっと関連して、意見を申し上げます。外国  
資産に係るカントリーリスク、それから外国資産に係る通貨リスクのと  
ころで、ベンチマークと比較して問題のない水準であるというコメントにな  
っていらっしゃいます。これはベンチマークが適切にマーケットの動きに  
合わせていたり、信用状況の変化に応じて動いているのであれば、このコ  
メントでいいと思えますが、果たして本当にベンチマークが常にビビッド  
に反映しているかどうかには疑問があります。

実はパッシブ運用においてもアクティブ運用においても、そういう状況  
のときにトラッキングエラーが拡大することを容認してもリターンの方  
を優先するのか、それとも、リスクを抑えにいくのか。運用の基本方針と  
もつながるところになりますので、意識をしっかり持って行動されること  
を期待しております。よろしくをお願いします。

【事務局（高田）】 ご指摘ありがとうございます。検討いたします。

【宮井会長】 よろしいですか。

それでは次に行きまして、協議事項に移りたいと思えます。

協議事項ですが、旧3階に係る基本ポートフォリオの検証、答申（案）、そして基本方針の一部改正（案）について、一括して事務局より説明をお願いします。

（コンサル会社 入室）

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 それでは、着座にて説明させていただきます。経過的長期給付、旧3階に係る基本ポートフォリオの検証についてでございます。

まず、1の旧3階の基本ポートフォリオ策定に係る検討経緯等です。

上段は、平成27年3月9日に開催された第5回地方公務員共済組合資金運用検討委員会における検討結果です。内容は、厚生年金制度及び経過的長期給付制度の性格が異なることから、仕分け確定後、速やかに積立金及び負債の分析を含む基本ポートフォリオの検証作業を行った上で、次期基本ポートフォリオの検討に反映させること、それまでの間であっても、その時々最新の知見をもとに可能な検討作業は随時行うとされたことでございます。

下段は、平成27年5月15日、当連合会の第28回資金運用委員会における検討結果です。内容は、閉鎖型年金の特性を踏まえ、年金給付の将来予測を的確に行い、資産・負債両面からの十分な分析を行った上で、基本ポートフォリオを策定することが求められること。積立金総額の確定・精算が行われるのが平成28年秋ごろの見込みとなり、被用者年金一元化時点で基本ポートフォリオ策定の前提条件が整っていない状況であることから、地方公務員共済組合の経過的長期給付に係る基本ポートフォリオは厚生年金保険給付に係る基本ポートフォリオと同様とされたこと。当連合会の基本ポートフォリオは策定の前提条件が整っていない中で、地共済の基本ポートフォリオと同一としたことです。

そのような中で、平成28年12月1日に資産仕分けが確定した後、平成29年1月30日に開催された第15回地方公務員共済資金運用委員会において、これまでの議論の整理を踏まえて、後述する当連合会と同様の方法による検証が行われ、地共済の旧3階の基本ポートフォリオについて問題がなかったことから、現行の基本ポートフォリオを継続することとさ

れました。

なお、これまでの議論の整理は具体的には次のページに記載されております。内容は、平成26年財政再計算では財政上の問題がなかったこと。厚生年金の経済前提と同様の割引率をすることを所与としていること。給付額のインフレ連動及びマクロ経済スライドの適用があることから、株式等のインフレに対応し得る資産を組み入れることについては合理性があること。リスクマネジメントが重要となること。旧3階は厚生年金部分との関係において、ともに長期運用であること。同一の経済前提やスライド調整の適用を受けることを確認したことでございます。

次に、基本ポートフォリオの検証についてです。旧3階の基本ポートフォリオの検証については、地共済と国共済の合算値により行います。

理由は、第1に地共済と国共済の間で財政調整される。第2に地共済内における各実施主体の財政窮迫時に財政調整される。第3に当連合会に限定した負債情報は公表されていない。第4に地共済に資金を拠出しているため、当連合会固有の負債が認識されても、負債に対応する積立金と現実の積立金は一致しないからです。

ただし、参考として「当連合会が管理する積立金」と「当連合会の積立金予定金額」の比較による検証も別途行います。

まず、地共済と国共済の合算値による検証についてです。検証内容として、まず資産仕分け確定後の旧3階の積立金額が、平成26年財政再計算における経済前提のAからGの各ケースにおける収支差の現価を超えているかを確認し財政再計算時と同様に年金財政上の問題がないことを確認します。

検証結果として、確定仕分け後の積立金2兆6,314億円は、各ケースの収支差の現価に対して2兆7,000億から4兆円ほど超過していることが確認でき、年金財政上問題ないことが確認できます。

次に、各種シミュレーション分析です。負債に見合った年金資産の確保ができていないか、下振れリスクはどの程度かという観点から、モンテカルロシミュレーションにより、積立比率等の推計を行うとともに、国内債券100%のポートフォリオの同様の推計結果との比較を行います。

モンテカルロシミュレーションは、負債のシナリオについて、1・2階部分基本ポートフォリオ策定時にベースとした経済再生ケースとしてのケースEと、参考ケースとしてのケースGを対象とします。それぞれ短期資産を3%とした現行基本ポートフォリオと、国内債券100%におけるシミュレーション結果を比較します。

期待リターンの前提は、①の1・2階基本ポートフォリオ策定時（平成26年1月発表内閣府経済見通し）、②の一元化時（平成28年1月発表内閣府経済見通し）、③の直近（平成28年7月発表内閣府経済見通し）、④足元（平成28年12月末）のインプライドフォワードレートの4通り。リスク及び相関係数については、足元の実績（1997年から2016年）を反映しました。

期待リターンは、以降の資料のとおりでございます。

検証の結果についてです。平均的な運用を行った場合の積立金が将来の年金給付を賄えることが可能か、平均積立比率が100%超かについては、基本ポートフォリオでは25年後・50年後の平均積立比率が全ての前提で100%以上を維持できますが、国内債券100%ポートフォリオにおける50年後の平均積立比率は、基本ポートフォリオ策定時（ケースG）を除き、積立比率100%以上を維持できません。

基本ポートフォリオの場合、想定される平均運用利回り、こちらについては2015年から2039年で、ケースEについては3.96%、ケースGについては2.93%、こちらを達成できますが、国内債券100%の場合は、想定される平均運用利回りを達成できません。

次に、下振れリスクについてです。積立不足となる確率は、25年後・50年後とも、基本ポートフォリオのほうが国内債券100%ポートフォリオよりも低いです。想定する運用利回り、ケースE 3.96%、ケースG 2.93%を下回る確率、下方確率については、基本ポートフォリオの場合は全て50%を下回り、国内債券100%のポートフォリオの場合は全て50%を上回ります。

最後に、短期的な資産下落が生じた場合、平均積立比率が100%を維持できるかについてでございます。VaRについては、基本ポートフォリ

オ及び国内債券100%のポートフォリオについて、全てのケースで資産が負債を上回る状況を維持しています。

次に、過去イベントを踏まえたストレステストについてでございますけれども、サブプライム及びリーマンショックのような事象が再現した場合は、短期的に資産額が負債を下回る資産不足の状況が発生しますが、回復局面を含めると剰余を維持します。

「当連合会が管理する積立金」と「積立金の予定金額」との比較による検証についてです。検証内容は、積立金の予定金額に見合った年金資産の確保ができているか、下振れリスクがどの程度かという観点から、モンテカルロシミュレーションに積立金の予定金額に対する積立比率等の推計を行うとともに、国内債券100%のポートフォリオの同様の推計結果と比較を行います。

モンテカルロシミュレーションは、積立金の予定金額はケースEに対応するものしかいないため、シミュレーションもケースEのみを行います。それぞれ短期資産を1%とした現行基本ポートフォリオと、国内債券100%におけるシミュレーション結果を比較します。

期待リターンの前提がケースEのみですので、地共済と国共済の合算値の検証で、ケースEに適用される①から③の3通り、リスク及び相関係数については、足元までの実績を反映しました。

検証結果についてです。平均的な運用を行った場合の積立金が、積立金の予定金額を賄うことが可能かどうかについては、基本ポートフォリオにおいて、25年後及び50年後の平均も全ての前提で100%を維持していますが、国内債券100%ポートフォリオにおいては、平均積立比率100%を維持できていません。下振れリスクについても、積立不足になる確率は25年後及び50年後とも基本ポートフォリオのほうが国内債券100%のポートフォリオよりも低いです。

最後に、対応についてです。現行の旧3階の基本ポートフォリオについては、検証において問題がなかったことから、現行の基本ポートフォリオを継続するものとします。なお、今後の運用については、基本ポートフォリオに基づく運用を基本としつつ、新規の掛金収入が発生しないという閉

鎖年金の属性を踏まえ、下振れリスクも留意しながら、現状保有する資産を活用することなどを考慮した運用を検討することが必要です。

説明は以上でございます。

【西川運用企画課長】 今日、これからご議論いただく旧3階でございますけれども、今日のご議論の後、答申としてどのような案を考えているかをご説明させていただきます。

「答申書(案)」についてでございます。「記」と書いてある部分、こちらのほうを読み上げさせていただきたいと思います。

1、経過的長期給付組合積立金(旧3階)に係る基本ポートフォリオの検証について。

資産仕分け確定後の経過的長期給付の積立金(地方公務員共済と国家公務員共済の合算)が、平成26年財政再計算における経済前提の各ケースにおける収支差の現価を超えているかを確認し、財政再計算時と同様に年金財政上の問題がないことが確認された。

また、現行の基本ポートフォリオについて、平均的な運用を行った場合、①将来の年金給付(負債)を賄えること、及び、②将来の年金給付を賄えない確率等の下振れリスクが国内債券100%のポートフォリオの場合を下回っていること、が確認された。

以上の検証の結果、経過的長期給付組合積立金の基本ポートフォリオについては問題がない。

続きまして、経過的長期給付組合積立金(旧3階)に係る今後の運用について。

これまで経過的長期給付組合積立金の運用については、積立金総額が判明しなかったことから、管理面やコスト面などを勘案し、国内債券についてはNOMURA-BPI Ladder 20年に基づく運用を行うこととし、その期待リターン・リスク及び相関係数を用いてサープラス最適化を行い算出した資産構成割合を目安として運用を行ってきた。

平成28年12月に積立金総額が確定し、基本ポートフォリオの検証を行った結果、問題がなかったことから、今後の運用については、基本ポートフォリオに基づく運用を基本としつつ、新規の掛金収入が発生しないと

いう閉鎖型年金の特性を踏まえ、下振れリスクにも留意しながら、現状保有する資産を活用すること等を考慮した運用を検討することが必要である。

こちら2つが本日の答申書の（案）でございます。この答申書につきましては、本日のご議論の後、本日付で宮井会長から連合会の理事長宛て提出をさせていただければと考えておるところでございます。

次に、今回の答申を踏まえまして、基本方針の改正が必要になりますので、基本方針の改正についてもあわせてご説明をさせていただきます。

まず、厚生年金保険給付組合積立金、1・2階の基本方針の一部改正についてでございます。

前回、昨年9月の当委員会におきまして、国内債券運用における投資戦略の拡大を図るため、為替ヘッジ付き外債等の運用は妥当であるという旨の答申をいただいたところでございます。この答申を受けまして、現在為替ヘッジ付き外債等の運用を新たに行う準備をしておりますが、現行の基本方針上、ヘッジ付き外債建て資産の取り扱いが明記されておりましたので、今回の改正でその取り扱いについて追加をするものでございます。

具体的には、新旧対照表の改正案のところ、「ヘッジ付き外債建て資産については、リスク・リターン等の特性に応じて、国内債券、国内株式、外国債券又は外国株式に区分し取り扱う。」という旨の記述を追加いたします。なお、このヘッジ付き外債建て資産の記述につきましては、地共連等、他の組合の基本方針の記述と同様にしておるところでございます。

次に、経過的長期給付組合積立金、旧3階の基本方針の一部改正でございます。

ヘッジ付き外債につきましては、今ほどの1・2階と同様の改正内容でございますので、説明のほうは省略をさせていただきたいと思っております。

次の「当面の運用を終了することに伴い、関係規定を削除する」という項目につきましては、これからご審議をいただきますけれども、先ほどの答申書（案）で2番目の旧3階の今後の運用、こちらに関係するものでございますが、経過的長期給付組合積立金、旧3階に係る基本ポートフォリオの検証を行った結果といたしまして、現行の基本ポートフォリオに問題

がなかったということでございますので、当連合会でこれまで行ってきました当面の運用に係る規定を置く必要がなくなったということから、この部分の記述を削除するというものでございます。

具体的には、新旧対照表の現行のほうに、「ベンチマーク」と書いてございます。更にその中に「国内債券、NOMURA-BPI総合」と書いてございますが、この下に括弧書きとして、「当面の運用はNOMURA-BPI Ladder 20年」という記述がございます。この部分を削除するというものでございます。

それから、その下「5.当面の運用」ということで、「国内債券はNOMURA-BPI Ladder 20年による運用とし、それを前提として算出した資産構成割合に留意して、管理及び運用を行うこととする。」という、この当面の運用に関する部分を削除するというものでございます。

改正内容は以上のとおりでございますけれども、基本方針の改正に当たりましては総務大臣の承認が必要となります。来週開催されます当連合会の役員会等での審議、総会への報告を経た上で総務大臣へ申請を行い、予定といたしましては今年の4月1日から改正し、施行することを考えておるところでございます。

以上、私のほうから答申書（案）及び基本方針の一部改正についてご説明をさせていただきました。よろしくお願ひいたします。

**【宮井会長】** それでは、ただいまの説明につきましてご意見、ご質問等ございましたら、ご発言よろしくお願ひします。和田委員、お願ひします。

**【和田委員】** 基本ポートフォリオ検証についての資料で、平均積立比率が100%以下になる確率が基本ポートフォリオ策定時33.0%と載っておりますが、これは例えば追加として、平均積立比率が95%以下になる確率、90%以下になる確率、80%以下になる確率くらいまで出していただけると、もう少し情報があると思います。

また、同じ資料で、今度は条件付き平均不足率ですが、これは運用利回りが3.96で9.58%となっておりますが、これももう少し例えば場合分けして、例えば33%ぐらいの確率で何%不足になる、33%ぐらいの確率で何%不足になるというふうを書くか、もしくは5%の不足になる確

率が何%、10%の不足になる確率が何%、15%の不足になる確率が何%、こちらは条件付きですけれども、というふうに、もう少し場合分けをして書いていただけると、より詳しい情報になると思います。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 ご指摘ありがとうございました。こちらのほうについては分析した上で、資料のほうを提供させていただきたいと思っています。

【宮井会長】 今回の分析は、ここの連合会だけではなくて地共済グループ全体でもう一回計算するということですね。データはありますか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 ございますので、可能だと思っています。

【宮井会長】 わかりました。  
俊野委員、お願いします。

【俊野委員】 一元化後、1・2階部分と旧3階の間でようやく資産が確定して、これから、それぞれ資金の性格が違いますので、それぞれ独自の運用ということで議論が本格的に始まる状況と理解しております。基本ポートフォリオにつきましては、債券100%と基本ポートフォリオを比較して、基本ポートフォリオで問題ないと、非常に乱暴な議論というような印象は持っています。ただいずれにしても、どちらの資金も非常に長期間の運用となり、許容乖離幅がかなり広めに設定されておりますので、その中で、エクイティをかなりの程度入れて運用するという、そういう大枠ではそのとおりでと思います。そのため、旧3階部分の基本ポートフォリオは固まりましたということで、よろしいかと思えます。その中で、ニューマネーがないとか、1・2階と旧3階の資金の性格も違いますので、具体的にどのような運用方針をしていくのかということが次の議論になると思われます。

現状、1・2階と旧3階では、比例配分方式という形で基本的に同じような運用をやっているということですので、これから具体的にどのような違いを出していくのかという観点から、これから具体的な検討を始めるといことで、出発点に立った状況と理解しております。

それで、ちょっとわかりにくいところがあるので、ここで確認をさせていただきます。資料の中で、基本ポートフォリオ、それから計画ポートフォリオ、それから「当面の運用」という、いろいろな資産配分があるので、ち

よっと整理をさせていただきたいという趣旨です。基本ポートフォリオがあって、これはどちらの資金も同一で、次の計画ポートフォリオというのは、1・2階部分に関するものですね。これについては35、25、15、25という基本ポートフォリオがある中で、当面どこら辺をターゲットにしていくのかという性格のもので、1・2階部分については若干債券の比率が多くて、エクイティの比率が低いとか、そんな感じになっているのでしょうか。1・2階部分については、そうになっていますと。

一方、旧3階部分につきましては、基本ポートフォリオがあって、資料1を拝見させていただいたところ、計画ポートフォリオがなくて、「当面の運用」があるということですね。旧3階については、基本ポートフォリオと当面の運用というのがあって、これも旧3階の性質を踏まえて、なおかつ国内債券全部がラダー運用という特徴がありますから、1・2階とは違った形で運用を行いますと。旧3階部分の当面の運用では、1・2階部分の計画ポートフォリオよりも多分エクイティのほうが少し多かったんですよ。なぜそうなのかということは、あまりよく理解できていなかったのですけれども、そうになっていますと。今後は、「当面の運用」をやめるということですから、そうすると、旧3階については、今後、旧3階用の新たな計画ポートフォリオを作っていくのか、ちょっとそこら辺の構造が理解しにくいので、今後の見通しも含めて教えていただけますでしょうか。

**【鈴木投資専門員兼自家運用課長】** まず、今後どのような違いを出していくのかということですが、基本ポートフォリオと実際の運用の中で違うことというのは、やはり当連合会の運用はキャッシュアウトフローがあるということですので、ある意味それを意識した部分で、そこをどの程度確保していくのかという観点が1つございます。

もう一点としましては、下振れリスクをどうするのかという考え方があるかと思いますが、そこについて、トータルリスクをどうやって減らしていくのかという考え方もございます。

その中で、例えば今の基本ポートフォリオの中では、外貨建てのウェイトが、外株25%プラス外債15%ということで40%になっています。為替の考え方は、長期で期待リターンを生まない中でリスクはあるという

ことですが、そのこのところをどうするのかということもあるかと思えます。あともう一つは、資産の中で、これもベンチマークどおりでなくリスクを低くする考え方もございます。

そういうことについて、まだ事務局の中でも、具体的にどうやっていくかということについては今検討している最中でございますので、予定としましては次回の委員会のところで、事務局でどのような検討をしたかということ踏まえて、ご検討させていただければということ今のは考えている次第でございます。

**【宮井会長】**       どうぞ。

**【俊野委員】**       ありがとうございます。それでは、3月の委員会では、この答申を踏まえて、資金の性格の違いに応じた今後のもう少し具体的な運用方針を考えていくということよろしいのでしょうか。

**【鈴木投資専門員兼自家運用課長】**       はい、そういうことでございます。

**【俊野委員】**       ありがとうございます。先ほどご質問した点の確認ですが、1・2階では基本ポートフォリオと計画ポートフォリオという構造になっており、旧3階については今のところ計画ポートフォリオがないので、「当面の運用」に替えて、旧3階用の新たな計画ポートフォリオを作っていくのかという、その枠組みについてはいかがでございましょうか。

**【酒巻財務部長】**       今、俊野委員のご質問いただいた点に関しまして、旧3階の基本方針上は基本ポートフォリオがあって、それと別途当面の運用という記述をこれまで入れていました。今回それを状況が変わったので削除したいという、今お話ししたところでございますが、もしそのような方向で進めさせていただけることになった場合、今、鈴木課長からお話ししましたこの29年度の運用方針というのを考える中で、新しい基本ポートフォリオ、確定した基本ポートフォリオと比してどのような運用を行っていくかということを検討した上で、必要によっては旧3階の基本方針にも「機動的な運用」という記述は厚年部分と同じように入っておりますと。ただ、現状はそれを使ってはいないんですが、29年度はどのような運用を今後していくかということを検討した上で、必要なのであればこの「機動的な運用」という文言を踏まえたような形で方針を立てていくと。その必要性の有無

も含めて検討をしてみたいという方針でございます。

**【俊野委員】** ありがとうございます。そうしますと、今のご説明ですと、1・2階部分については機動的運用という形で、基本ポートフォリオとは少し中心をずらした形で計画ポートフォリオを作っており、これは当面ちょっと債券を少し高めとか、そういう状況になっていますと。ところが、今のご説明ですと、旧3階については「当面の運用」は止めることによって、中心値が基本ポートフォリオの35、25、15、25になりますよというふうに聞こえるのですけれども、そのとおりなのでしょう。要するに、旧3階部分の下振れリスクを抑えなくてはならないとか、そういうことは全く配慮しないというふうにも聞き取れるのですけれども。

**【酒巻財務部長】** いや、そのようなことではございませんで、そういったものを配慮した上で、基本ポートフォリオを確定した趣旨を損なわない範囲で、積立金の性質を踏まえて、説明可能な範囲でそういった選択をすることもあり得ると。基本ポートフォリオの趣旨を損なう範囲で、何か明らかに別途基本ポートフォリオを独自に定めてしまうような形での進め方は、やはり基本ポートフォリオを定めた趣旨からしてはよろしくないのかなと。

ただ、当方の独自の性格に基づいた形でそれを反映させる、例えばキャッシュフローですとか、独自資産を活用する場合には、うち独自に中心値から結果的にずれたような形を目安にする運用方針を立てることもあり得るということで、そこは今後、今のご指摘を踏まえたような形で検討した結果、そのようなことになることもあり得るということは考えております。

基本ポートフォリオを中心にしますというのはあくまで基本方針上そのようになっていると。実際の運用については、場合によっては今お話ししたようなことも踏まえて、目安としてつくるものもあり得るということでございます。

**【俊野委員】** ありがとうございます。オルタナティブ採用や為替リスクのヘッジの是非とか、そういう別の論点はありますが、やはり資産運用の中で政策資産配分はいろいろな意味でとても重要な意思決定になりますから、1・2階部分と同様に、計画ポートフォリオという形で基本ポートフォリオとは中心値を少しずらした形で誘導していくのかどうかという問題は非常に重要

なところだと思います。そのため、この問題については、是非とも3月の委員会における議論の論点には盛り込んでいただきたいと考えております。

以上です。

【酒巻財務部長】 はい、承知いたしました。

【宮井会長】 この答申書（案）に「基本ポートフォリオに基づく運用を基本としつつ」と書いてあります。そして、「新規の掛金収入が発生しないという閉鎖型年金の特性を踏まえて下振れリスクにも留意しながら、現状保有する資産を活用する等」ということですので、今、まさに俊野委員から指摘がありましたように、この「基本としつつ」というところの中に、計画ポートフォリオも考えてくださいということですね。多分そこも今検討していただけるということで、よろしいですか。

【酒巻財務部長】 はい。

【宮井会長】 徳島委員、お願いします。

【徳島委員】 今、事務局からご説明のあったとおり、旧3階の運用に関しては今回のこの方針、規則の改正が4月施行ということですので、来年度の運用ということで考えることとなりますが、1点だけお忘れなきようお願いしたいのは、今日の資料でも旧3階の運用について「パッシブ」と書いてあります。今度は、L a d d e r 20年を廃止することとなりますから、ここはパッシブという表現ではなくなりますし、当該箇所の運用を本当にアクティブと表現するのかどうか。

それから、パッシブファンドの構成比率という表も、全くつくり変えないといけなくなりますので、この3月末にはまだ関係ない話でございますけれども、来年度の旧3階の運用方針を考える際に、表の体裁とかも含めてご検討をいただけたらと思います。

以上です。

【宮井会長】 今の件、よろしいですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい、承知いたしました。

【宮井会長】 加藤委員、お願いします。

【加藤委員】 2つ質問させていただきたいと思います。

1つは、この基本ポートフォリオで検討した結果問題ないという結論に

至ったということは納得しましたが、ほかの選択肢は検討されなかったのかどうか教えてください。基本ポートフォリオが最初の選択肢であるということは分かりますが、ほかに選択肢がなかったのでしょうか。特にこの閉鎖型年金で他の選択肢はなかったのかということが1つです。

2つ目が、このシミュレーションですが、負債サイドのリスクはどのように勘案されたのでしょうか。例えばインフレであるとか、長寿といったこともあると思いますが、その負債サイドのリスクはどのように設定されてシミュレーションされたのかということについて、教えてください。

**【鈴木投資専門員兼自家運用課長】** 今回の基本ポートフォリオの検証の仕方につきましては、GPIFが予定積立金額に対して、シミュレーションでの積立金額がどうなるかという方式にならって行っていることですが、ただ、基本ポートフォリオの検証をこのような方法で行う前に、実際剰余の部分を除いてどのようになるのかとか、実際最低の利回りで、要するに負債を賄える利回りでどのようになるのかということについては検討はしていましたけれども、ただ全体の方針の中で、GPIFと同じような検証の仕方をするということで、こういう方法をとったということですが、

2点目ですけれども、負債のリスクについては、財政検証の中で、当然インフレやマクロ経済スライドがどうなるのかとか、そういうのが入っているということですが、それ以外の想定したもの以外のリスクというのは、AからHの経済前提以上にインフレになること、反対に全然マクロ経済スライドが機能しないような状況になっていくこと。あとはご指摘があった長寿のリスクとか、そういうのはございますが、そういうところについては、今のところはAからHのほうでいろいろパターンがございますので、その中で今回は考えていったということですが、

**【加藤委員】** ということは、AからHのシナリオでのシミュレーションでは平均値を使うということですか。シミュレーションでは確率変数として与えるのですか。

**【鈴木投資専門員兼自家運用課長】** 負債ですか？

**【加藤委員】** 負債のほうです。

**【鈴木投資専門員兼自家運用課長】** 負債は、財政検証で出た1つのパターンです。

【加藤委員】 平均値を使うということですね。

【コンサル会社】 すみません。補足のご説明になりますけれども、負債につきましては、シミュレーションで使う負債というのは、1つはキャッシュフローで、あとは将来の責任準備金なんですけれども、将来の責任準備金はキャッシュフローと割引率が決まれば決まります。

この負債のほうの財政再計算自体は、厚生年金保険の1・2階部分の財政検証と同タイミングで、地共済全体と国共済全体のを対象に、恐らくその地共連の数理部門と国共連の数理部門で共同で行った結果がこの数字なんです。逆に言うところの負債はこれしかありませんので、ここで出されたこれをこのまま使っているということになります。

【加藤委員】 これを使うしかないということですね。

【コンサル会社】 あと、リスクにつきましても、そういう意味で言うとインフレ率とか、あるいは賃金上昇率とかのリスクにつきましても、このAからHの8つのシナリオをつくることで、そこは財政再計算のときにカバーしたと、そういう整理になります。

【加藤委員】 シナリオでリスクを評価するということですね。

【コンサル会社】 そうです。

【加藤委員】 わかりました。

【宮井会長】 甲斐委員、お願いします。

【甲斐委員】 2つ質問があります。確かに基本ポートで運用しますと、債券100%を上回っている、つまり株式等を適切に入れるべきというのは理解できますが、それだからといって基本ポートがベストであるという保証は何もないわけですね。

そうすると、いろいろシミュレーションなさっているんで、その過程でこういう方向に持っていったらもっと安全性が高まるとか、何かそういう知見が得られたのではないかと思うのですが、あれば教えていただきたいというのが1つ。

もう一点は、給付を賄えない恐れが生じるという、収益率が大きく下方に行ったときに大丈夫かという観点です。条件付き確率、あるいはバリュアットリスクを使ったとストレステスト等で、下方リスクを管理しよう

とされているのは非常によくわかりますが、そこについてコメントがなかったようです。それはいかがですか。その2点、お願いします。

**【鈴木投資専門員兼自家運用課長】** 1点目につきましては、それぞれいろいろシミュレーション等を行いながら、方向性や参考になるようなものがございましたら、またそちらについては提供させていただきたいと考えております。

2点目につきましては、短期的な下落についてどうなのかということですが、このシミュレーションの中では剰余が残っているということですので、問題ないということで判断しております。

**【宮井会長】** 徳島委員。

**【徳島委員】** 先ほどの和田委員や、今の甲斐委員のご質問にもかかわりますが、要するに今回この積立比率平均が何%になって、積立不足になる確率が何%でという、その水準に本当に意味があるのかというか、検証で何を検証しているかが明確でないのかもしれない。

例えば平均積立比率が34.5%とか22.4%になるということは、実はもっとリスクを取って運用しても良いと見ていいのかどうか。逆にその場合でも積立不足になる確率は50%とかになっているわけですので、半分以上の確率で積立不足になっていることを適切でないと判断するのかどうか。

先ほどからいろいろ皆様のご質問を聞いている限りでも、基本ポートフォリオの検証とは何をやる行為なのかということをお示しいただかないと、議論が整理できていないのかなと感じます。旧3階につきましては今回検証していますけれども、恐らく3月の委員会には1・2階の検証等を付議されると思いますので、またそこで同じような議論をするのは時間ももったいないと思います。今回は国内債券100%のポートフォリオと比較して大丈夫だという整理ですが、基本ポートフォリオの検証の手法はそれしかないんだと割り切って良いのでしょうか。

事前説明を頂いた際にも申し上げましたが、実は国内債券100%より、短期資金100%というさらに安全かつ利回りの高いポートフォリオが既にシナリオによっては存在します。基本ポートフォリオの検証とは、何をやるのかという方法論を改めて確認していただいたほうがいいのかと思

っております。

以上です。

【宮井会長】 今の件について。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 今、徳島委員のご指摘のとおり、今回の基本ポートフォリオの検証につきましては、国内債券100%と比較してということで行っております。1・2階につきましては、こちらについては地共済全体でどのように行っていくのかを踏まえまして、GPIFがどうするのかも踏まえまして、基本ポートフォリオの検証を行う際にご説明していきたいと考えております。

【宮井会長】 甲斐委員。

【甲斐委員】 先ほど鈴木課長がおっしゃったことですが、基本ポートで大丈夫というよりどころは、多少下方に変動が起こっても、剰余金がまだプラスで残っているということによろしいですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい。短期的な下落に対してはそういうことです。

【甲斐委員】 VaRの95%とか下方の条件付き平均不足率等で下方リスクを見られておられ、ストレステストの数字が言ってみれば結論に至った理由だということですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 短期的なリスクに関して言えば、VaRのところとストレステストのところで判断しているということです。

【甲斐委員】 それだけではちょっと心配かなと思っています。例えば過去のイベント、90年以降大きな4つの金融危機について推定されていますが、本当にそれだけでいいのか。もっと大きなものを想定しなくていいのかという問題があります。

それから、バリュアットリスクも95%ですよね。今、自己資本比率の規制で使っているのは99%です。95%の1年間というのは、結構そういう意味では甘い計算になっている可能性があり、もっと厳しくやって、それでも大丈夫かという検証も参考までにしたほうがいいのかどうか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 ご指摘ありがとうございます。今回はこういう形で行っておりますが、99%の数字も把握はしております。先ほども申

上げましたように、今後の1・2階のところでGPIF並びに地共済のグループの中の検証の中でどうしていくかというのを踏まえまして、今のご指摘のことについては対応させていただきたいと考えております。

**【宮井会長】** 徳島委員からも先ほど話がありましたけれども、委員皆さんの意見を聞いていると、やはり数字が単発で出ているわけですね。例えば9.58とか300%とかです。これをもう少しデータを集めて、例えば分布みたいにして、それでどのぐらいの位置にいるのかというのを示した方が分かり易いと思います。

少し上がったたり下がったりもちろん幅があるでしょうけれども、そしていろいろ場合があるけれども、この辺の基本ポートあたりが一番もっともらしいという図か何かで示す方が誤解されないのではないかと思います。これだと何か数字一点だけで決めたような感じになるので、だけど実はいろいろな観点から分析しているわけです。それをもう少し示し方、見せ方として示していただければ良いのではないかと思います。データは多分あるはずです。数字を出しているだけということですから。

**【鈴木投資専門員兼自家運用課長】** はい。ただいまのご指摘、ありがとうございました。この件につきましては、1・2階の基本ポートフォリオの検証のときに生かさせていただきたいと考えております。

**【宮井会長】** 俊野委員、お願いします。

**【俊野委員】** それで、多分3月の委員会では具体的な、旧3階についても下振れリスクの緩和という観点から、いろいろと具体的なお話があると思いますが、先ほどの徳島委員のご発言の中で気になった点が1点あります。「ラダーポートフォリオを廃止しますよね」というご指摘があったのですが、もちろん当面の運用でラダーポートフォリオの運用についての文言が削除されるということなんですが、「すぐに旧3階のラダー運用を止めて、NOMURA-BPIをベンチマークとした一般的な債券運用に移るということではありませんよね」というご確認ですけれども。

**【鈴木投資専門員兼自家運用課長】** 先ほどの徳島委員のご発言の趣旨というのは、Ladder 20年を続けた場合はもうパッシブとは表現できませんよねというご趣旨だと思いますので、当連合会のほうでLadder 20年をこ

のまま続けていくのか、B P I 総合にするのかについても、3月の委員会のところで検討した上で、L a d d e r 20年を続けていくとすれば、そこはパッシブでないということになるということでございます。

【俊野委員】 ありがとうございます。国内債券は資産配分の中で35%という一番ウェイトの大きいところになりますので、この国内債券の運用をどのようにするのかというのはとても重要な部分かと思えます。

それで、具体的には多分委員の皆様は、国内債券の運用のあり方につきましては、ラダー運用でなくて、NOMURA-B P I 基準に戻した方がいいとか、その場合には、金利上昇リスクに対応するためにどのような運用にすべきかななどの議論が多分あると思えます。この点につきまして、私の個人的な意見といいますか感触を申し上げさせていただきますと、新3階の運用は簿価ベースですよ。10年債と20年債の運用で、要するにもう途中で売ることはありませんと決めたとあって、これは要するに仮に時価変動があったとしても途中で売らないので、満期保有目的債券のようなイメージですよ。簿価で評価されますから、時価変動の影響を受けません。デュレーションが平均14年と非常に怖いイメージですけども、全然問題ありませんよということですよ。

旧3階についても、私はラダー運用でいいと思っています。ちょっとこれは議論があるかもしれませんが、このポートフォリオは簿価で評価すべきだと考えています。要するに満期まで売らねえと、持ちきり型の運用です。キャッシュフローを給付目的で使います。金利の上昇があっても、その影響を受けませんよ。満期保有目的の債券なので、時価変動の影響を受けない簿価で評価します。そのぐらいの方針を打ち出していただいたうえで、国内債券はラダー運用でいいと思えます。

そうでないと、金利上昇が起こりますと、国内債券部分の評価が下がってしまいましたと、5兆が3,000億円減ってしまいましたという議論に巻き込まれてしまいます。このような議論を避けるためにも、私は、国内債券はラダー運用のままでいいと思えます。評価方法は、これは持ちきりなので簿価でいきます。下振れリスク回避します。そのぐらいの議論をやってもいいのではないかとというのが私の個人的な意見でございます。

もちろん、そこはかなり大胆なことといえますか、乱暴なことかもしれませんので、委員の皆様のご意見も伺いながら、旧3階部分の債券運用のあり方、すなわちラダー運用を廃止してNOMURA-BPIベンチマークの運用にして、別の観点からの下振れリスクを考えていくくらいであれば、ラダーでそのまま運用して、簿価的な満期保有的な持ち方でいいのではないかというのが私の意見でございます。この問題については、具体的にまた3月に議論していただければと思います。

【宮井会長】 ほかにいかがですか。加藤委員、お願いします。

【加藤委員】 先ほどの負債のリスクのところ、もう一点お聞かせいただきたい。政府のシナリオをベースにリスク評価をしているということでしたが、このシナリオは、閉鎖型年金の旧3階、つまり、地共済グループ独特の負債構造との整合性は問題ないという理解でよろしいんですか。

【コンサル会社】 この負債の計算は、先ほど申し上げたように地共済と国共済の数理部門で行っているわけですが、その前提となる基礎率、つまり死亡率であったり賃金上昇率であったり、あるいは金利であったり、それは全て1・2階と同じものを使っています。当然ながら、新規加入がないという前提でこの負債の計算は全てされています。将来100年分ぐらいのキャッシュフローを全部出して、その現在価値を出したものがこの収支差額の現在価値という欄にあります。その収支差額の現在価値と、一元化時点の積立金を比較して、財政的に剰余になっているか不足になっているか、そういう見方の再計算をこの時に行ったということです。

そういう意味で言うと、運用側で下振れリスクの影響を受ける運用をするとか、そういった要素はもちろん入っていないです。単純に収支差額、負債の現在価値とその時点の積立金を比較して、財政的に賄えているかどうかという見方をしているということでもあります。

【加藤委員】 私が疑問に思ったのは、パラメータの設定が、地共済グループの中の母集団と、日本全体の母集団との違いに影響されないのかということです。

【コンサル会社】 それは反映されているはずですが、具体的に言うと、新規加入は当然入ってきませんので、ただ、年齢別の死亡率であるとか脱退率で、死亡率は1・2階と同じものを使っていますし、あと脱退率も年齢別に出し

ているはずですので、あるいは賃金上昇率も、そういうもの全て1・2階と旧3階で同じものを使っているということになります。同じ賃金を使いますので、標準報酬は同じものを使います。という意味で言うと、基礎値の設定自体は整合的にされていると理解していますが。

【加藤委員】 わかりました。

【宮井会長】 甲斐委員、お願いします。

【甲斐委員】 これから検証作業を本格的にやられるというお話がありましたので、ぜひ検証してもらいたい点が1つあります。今日の説明にもありましたように、パフォーマンスの分析をしますと、やはり資産配分要因が非常に大きくて、それをどのようにマネジメントするかが大事だと。結局それは相関のない資産をどれだけうまく確保できるかということに関係している。

いつも相関係数の表が出ていますが、10年前とは変わってきたというような議論もあり、この相関係数がどのぐらい長期のパフォーマンスに影響を与えるかを確認できればと思っています。

現行、3つの数字が計算され、あまり差がないのを、もっとドラスティックに相関を変えたらどうなるのでしょうか。大した影響がないのか非常に敏感に効くのか、その辺について検証作業をやられたらいい。今後オルタナティブ運用商品を導入するに当たっても、こういう知見がそのときには非常に役に立つと思いますので、ここの頑強性をシミュレーションでも確認されたらいいと思います。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 承知いたしました。

【宮井会長】 和田委員お願いします。

【和田委員】 今の相関係数なんですけれども、その相関係数をいろいろ場合分けするに加えて、例えばこれは20年で計算していますけれども、相関係数の時系列構造というのもあるので、特にこの予想期間が長いので、その相関係数自体が何回か変わっていくというふうに、最初大変ですがやらないと、幾ら初めに場合分けしても、それ自体が変わってきますので、かなりずれる可能性があるので、もうちょっと長期のデータを使って、相関係数の例えば年次四半期ぐらいでどう変わってくるかというのを見て、それを入れた上でのシミュレーションをしていただけると、50年、100年の計算

をしますので、もう少しいいんじゃないかと思います。

【宮井会長】 相関係数もいろいろな計算方法があつて、これは例えば5年間のリターンの相関なのか、月次の相関なのか？

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 こちらについては年次のリターンです。

【宮井会長】 年次のリターンにしても、例えば月次のリターンデータを12個掛け合わせて年間のリターンにして、それを年次リターンとして相関係数を求めるという方法もあります。いろいろ考えられるのですが、できる範囲でトライしてもらつたとよろしいのではないかと思います。あくまでもこれは過去の数字であつて、やはり我々は将来の期待値を使うしかないわけです。相関係数もそうですし、リスクも。

リスクは過去の数値で決まりだと思われるかもしれませんが、これも将来に投資をする場合は期待値でしかありません。期待リターンの場合と同じことなので、だからどういう数字でもいいというか、そういうことなのですが、その分いろいろ考えられるということだと思いますので、いろいろ検討していただければと思います。

ほかによろしいですか。答申（案）についても、ご意見、いかがでしょうか。よろしいでしょうか。

格段、答申（案）等につきましてもご意見ありませんでしたので、原案のとおり答申するということにしたいと思いますが、よろしいでしょうか。

（「異議なし」の声あり）

【宮井会長】 ありがとうございます。それでは、そのようにさせていただきたいと思つています。

以上をもちまして、本日の議事については全て終了しました。

以後の進行については、事務局よりお願いします。

【杉田事務局長】 それでは、熱心なご意見、ご討議いただきましてありがとうございます。

次回の資金運用委員会でございます。3月29日10時からを予定しております。年度末でお忙しいところとは存じますが、よろしくお願ひしたいと思つています。

以上をもちまして、36回資金運用委員会を閉会いたします。

— 了 —