

### 第37回資金運用委員会

平成29年3月29日（水）

【杉田事務局長】 おはようございます。定刻前ではございますが、委員の皆様おそろいのようなので、第37回資金運用委員会を開会いたします。

今後の議事進行につきましては、宮井会長、よろしくお願ひいたします。

【宮井会長】 それでは、議事に入りたいと思いますが、初めに報告事項の、平成28年度第3四半期の各積立金の運用状況等について、説明をお願いします。

【西川運用企画課長】 運用企画課長の西川でございます。私から、平成28年度第3四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月下旬に英国のEU離脱決定で大きくグラフが下落しておりますけれども、9月30日に向けて大分回復し、さらに11月の米国大統領選挙の後に世界的に株価が上昇しましたので、内外株のグラフ、こちらが大きく伸びているものでございます。

次に、ベンチマーク収益率でございます。合計で第3四半期がプラスの8.56%、12月末までの通期でプラス5.96%となっております。

また、第3四半期の、主な市場動向及び主な経済指標の推移も載せてありますが、こちらは、後ほどご高覧いただきますようお願いをいたします。

続きまして、第3四半期の各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。12月末の時価総額につきましては、この第3四半期で年金収支等がマイナスの2,419億円、運用収益がプラスの2,899億円、前回の委員会でご説明をさせていただきましたが、旧3階からの移管額がプラスの724億円、以上の数値異動の結果、合わせて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。

それから、経過的長期給付組合積立金、旧3階でございます。同じく1

2月末の時価総額は、1・2階と同様、年金収支等はマイナスの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の724億円、以上の数値異動の結果、合計で2,243億円増加いたしまして、合計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となっております。

最後に、退職等年金給付組合積立金、新3階でございます。同じく12月末でございますが、国内債券が1,135億円、短期資産1億円、合計の1,136億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。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けれども、第3四半期合計でプラスの5.81%、ベンチマーク比でマイナスでございました。12月末までの通期が合計でプラスの4.13%ということで、こちらもベンチマーク比マイナスとなっております。こちらにつきましては、第3四半期に大きく収益が上昇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ております。

参考としてGPIF及び地方公務員共済全体の数値も載せておりますので、後ほどご確認いただければと思います。

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。第3四半期の合計でプラスの6.29%で、ベンチマーク比マイナスでございます。12月末までの通期が、合計でプラスの4.67%で、同じくベンチマーク比マイナスということでございます。傾向は、1・2階と同様でございます。

参考といたしまして、地方公務員共済全体の数値も載せてございますので、後ほどご確認いただければと思います。

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が、第3四半期がプラスの0.09%、12月末までの通期がプラスの0.31%でございます。

続きまして、厚生年金1・2階と、経過的旧3階のそれぞれのパフォーマンス評価要因分析ということで、超過収益率の要因分析を行っております。個々の比較におきまして、マイナスに働いております主な要因でござ

いますけれども、資産配分要因によるものでございますが、ベンチマーク収益率の合計を下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、それからベンチマーク収益率の合計を上回った国内株式の資産構成割合がアンダーウェイトであったことによるものということでございます。

詳細な数値につきましては、後ほどご確認いただければと思います。

次に、信託運用の収益率でございます。こちらにつきましては四半期毎及び12月末までの通期の、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でございます。

国内債券につきましては、1・2階がNomuraBPI総合をベンチマークとした委託運用を行っております。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るところでございます。

国内株式以下の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いるもので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に、両経理の間で若干収益率に差が生じておるのが現状でございます。詳細な数値につきましてはの説明は省略させていただきたいと思っておりますので、後ほどご確認をいただければと思います。

次に、10年、20年ラダー構築ファンド、新3階の状況でございます。ポートフォリオの状況でございますが、額面は1,133.4億円、債券の種別構成割合は国債0.8%、地方債41.4%、縁故の地方公共団体金融機構債が57.8%となっております。修正デュレーションは13.68となっております。

続きまして、パフォーマンスの実績でございますけれども、総利回りは年度通期でプラスの0.32%でございます。

償還年度別保有状況でございますけれども、こちらのファンドは10年債、H38と、20年債、H48を半分ずつ購入する方針で、運営をしておるところでございます。

次のリスクの関係はリスク管理の担当からご説明をさせていただきます。

**【事務局（高田）】** 基本ポートフォリオに係るリスクモニタリング指標の状況について

ご報告いたします。

リスクモニタリング指標等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12月末時点は、平成28年9月末時点と比べ、日経平均ボラティリティ・インデックスは低下、一方で、米国のVIXは上昇しました。インプライド・ボラティリティは米国大統領選に向け上昇したものの、その後低下し、落ちつきを取り戻しました。

ヒストリカル・ボラティリティにつきましては、12月末時点は、9月末時点に比べ、外国株式を除く全資産において低下をしました。

相関係数が足元大きな変化がないかモニタリングをしておりますが、12月末時点は、9月末対比で大きな変化はございませんでした。

次に、金融市場にかかるストレスをあらわす指標の一つを載せておりますが、米国大統領選前後や12月上旬のイタリア国民投票前に上昇する場面があったものの、12月末時点では落ちついています。

また、信用不安の高まりをあらわすTEDスプレッドを載せておりますけれども、水準は欧州の債務危機のときと同水準ですが、この背景には米国MMFの新規制を控えて高どまりを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12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参考の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、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。

次に、厚生年金保険給付組合積立金に係るリスク状況をご覧ください。

まず、トータルリスクにつきましては、短期資産及び国内債券の構成割合が減少し、それ以外の資産の構成割合が増加したことにより、12月末時点は9月末対比で上昇しました。

また、推定トラッキングエラーに関しましては、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。

国内債券につきましては、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けれども、キャッシュアウト対

応ファンドの残高減少により、ベータ値は1に近づいております。また、デュレーションのベンチマークとの乖離はマイナスとなっております。

続きまして、信用リスク、外国資産に係るカントリーリスク、及び通貨リスクの3つのリスクにつきましては、外部委託分につきましては、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、ご参考までに、自家運用分につきましては、株価、CDS、ニュースヘッドライン、及び格づけを日々確認することで信用リスク判断を実施しております。4つ目の流動性リスクにつきましても、特に問題はございませんでした。

バリュアットリスクにつきましては、時価総額ベースと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。比率ベースでご覧いただきますと、リスク性資産の構成割合が増加したことで、12月末の比率は9月末対比で上昇しております。

次に、バリュアットリスクを超えて発生する損失の平均値であるExpected Shortfall (CVaR) ですが、こちらは比率ベースでご覧いただきますと、基本ポートフォリオ及び計画ポートフォリオのものと比べ、低くなっております。9月末時点につきましては、計測をしておりませんので数値はございません。

過去の出来事の発生を現在のポートフォリオで再現するストレステストと、将来起こり得るシナリオの発生をポートフォリオで想定するストレステストについてですが、詳細の説明は割愛させていただきます。

なお、以降のページにつきましては、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。

**【西部投資専門員兼運用管理課長】** 運用管理課長の西部でございます。私からは、為替ヘッジ付き外国債券の運用についてご報告申し上げます。参考資料といたしまして、昨年の9月に行われました35回委員会の資料も、お手元に念のために置かせていただいております。

昨年9月の35回委員会におきまして、国内債券の運用の強化、補完策

として、ヘッジ付きの外国債券を導入するということを検討させていただきまして、一定の前提のもと、円債の10%程度を新しく選んだヘッジ付き外債の運用機関に委託するということが方針として審議いただきました。その後、若干時間もたっておりますので、その後の市場環境の変化と、選定の進捗状況についてご報告申し上げます。

まず、市場環境でございますが、国内金利の推移、これは釈迦に説法になりますけれども、日本国債の5年もの、10年もの、20年もの利回りの推移と、イールドカーブの推移を載せています。イールドカーブの2月末時点のものをご覧いただきますと、利回りそのものについては、今年の6月あたりをボトムに若干上昇に転じてきてはおりますけれども、日銀の金融政策で10年ゾーンがコントロールされているということで、全体として見ると依然マイナス圏のものが多いということで、利回り全体としては低位にあるというような認識でございます。

続きまして、ヘッジコストでありますけれども、これも象徴的なドルの金利が少し上がってきてヘッジコストが上昇してきているという報道がされておまして、事実数値としてはそのようなことだろうと思っておりますけれども、一方で、ユーロ圏では相変わらず短期金利はマイナス圏にあるということで、こちらについてはヘッジにプレミアムがついてくるというような状況になっていまして、シティの世界国債インデックスWGBIベースのヘッジコストで見ますと、足元1.2%程度ということになっております。

各国別に代表的な市場として、米国、ドイツのヘッジコスト控除後の利回り推移のグラフを載せております。こちらについても、利回りの水準そのものは今年の半ばあたりから上昇に転じてきておりますけれども、この米国、ドイツ、この10年債のヘッジコスト控除後の利回りで見ると、直近の日本の国債に比べれば高い水準にあるということでございまして、一時に比べればコストは上がってきているのですけれども、まだヘッジ付き外債ということを検討する有効性はあると考えているところであります。

ヘッジ外債の期待リターンについては、これは今年の委員会のときに、ヘッジ付き外債そのものの期待リターンというのはどのように考えるのだろうかというご指摘がございまして、検討したものでございますけれども、今年の委

員会のおきには、ヘッジ外債のアクティブに求める期待リターンを、国内債券プラス0.75という数値を前提に議論をさせていただきました。これは代表的なインデックスやファンドのユニバースに存在するファンドの過去のリターンの実績をベースに考えたものですが、ここで改めて将来のリターンの考え方を一定の前提のもとで整理して、再検証してみようということでもあります。

算式については、外国債券の期待リターンからヘッジコストの推計値を引くということなのですが、外国債券そのものの期待リターンは、ここでは基本ポートフォリオを策定、あるいは検証した際に使った25年の長期の運用期間を想定したもの、これを試算の前提に置いています。

ヘッジコストの推計は1.1という形で入れていますが、これにつきましては、内外の金利差の予測と足元のベースコストを勘案して求めたものでして、向こう5年間の各年のコストの予測をいたしまして、その平均値を取ったものでございまして、詳細につきましては、以降のページに掲載させていただいたとおりでございます。

そこから得られる結論として、ヘッジ外債の期待リターン①-②が2%から2.6%程度、平均を取りますと2.3%程度ということであるところでもあります。

あくまでも国内債券と比較して、国内債券の補強強化ということなので、国内債券の期待リターンにつきましても、基本ポートフォリオの検証、策定の際に使ったものを利用しています。

その結果、「ヘッジ外債の期待超過リターン」をご覧くださいますと、その数値の時点によって若干ばらつきはあり、ゼロコンマ台ではありますけれども、平均すると0.4%程度のリターンが期待できるという格好になってございます。

そうした中で、昨年議論させていただいた国内債券プラス0.75という水準が、まあまあ今の時点でも妥当なのか、無理のないところかということを考えるにあたりまして、ヘッジ外債そのものの国内債券に対する上乘せが平均値0.4ということですので、差分の0.35をアクティブの超過収益で求められればよいということになります。現在選定中のプロダクト、

かなりいろいろなタイプの応募がございまして、現在精査中なのですが、過去の実績がそのまま再現されるという保証はありませんけれども、年率で見れば0.5%以上のアルファを獲得しているものが多くあるということで、算式のプラスアルファの0.35については、あながち高過ぎる水準ではない。この期待リターンについては、達成可能なのではないかと、このように認識をいたしました。結論といたしましては、試算の前提については、現時点においてもそれほど大きくは変わっていないと考えまして、組み入れの目安といたしましては、国内債券の投資額の10%目安という形で考えたいと考えております。

この10%につきましては、前回はそうなのですが、1・2階の厚生年金の部分についてのお話とさせていただいておりまして、旧3階につきましては、後ほど出てきますけれども、ラダー型運用を続けるかどうかといったようなことも含めて、改めて前提を整理させていただきたいと考えています。

3のプロダクト選定につきましては、そこに書かせていただいたとおり、昨年の12月28日から本年1月18日まで募集を行いまして、書類選考とか実績で絞り込みを行いまして、14プロダクトにつきましてヒアリングを行いました。現在その評価を精査中ではございまして、かなり終盤に差しかかってきておりますけれども、3月中を目標に、委託機関の顔ぶれについては決めていきたいと、今作業を進めてございます。

最後に、管理方法につきましても、昨年の委員会のとときに幾つかご指摘をいただきましたけれども、運用の目的としては、国内債券パッシブの補完補強ということなのですが、明らかに国内債券のパッシブ運用とはリターンの出方なども異なってきますので、ディスクロージャーの表記方法等については、まだ検討中ではございますけれども、円債のアクティブ比率が30%、ヘッジ外債を10%、パッシブを60%というように区分管理をいたしまして、表記方法等については、これから検討させていただきたい。

あと、個々のプロダクトの評価につきましては、商品性に即したと書いていますけれども、ファンドの性格ですとか、参照するベンチマークはや

や異なりますので、ファンド評価に適したマネージャーベンチマーク等の付与でモニタリングをしていきたいと考えています。

以下、モニタリング方法につきましては、これはいろいろ思いつくものをざっと挙げてみました。当然、内外の金利差ですとか、イールドカーブの形状変化やヘッジコスト、この辺が主たる着眼点になってこようかと思えますけれども、こういった戦略を続けるのが妥当であるのかどうか、円債の魅力度が十分上がってきた際には、どこかで出口戦略も考えるということになるかと思えますので、その辺はあわせて総合的に管理していきたいと考えております。

以上でございます。

**【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、ご発言のほど、よろしく申し上げます。

では、和田委員申し上げます。

**【和田委員】** まず、3点ございます。リスクモニタリング指標の状況についての資料の中にCDSが書いてあるのですが、これはもう少し時系列で各国について、過去5年ないし10年ぐらいのデータを頂戴できればと思います。

2点目は、同一の資料に、正規分布に収益率の変動が従うと書いてあるのですが、株式の収益率はファット・テールといわれていて、正規分布よりはもう少し大きな変動が起こる確率が高いので、それを考慮すると、この金額はもう少し大きくなると思うので、シミュレーションのやり方をもう少しご考慮いただきたいと思います。

あと、最後に3点目ですが、為替ヘッジ付き外国債券の運用についての部分のモニタリング方法なのですが、これは例えば、債券の中身はよくわからないのですが、流動性プラス、例えばCDSないし見て、それでリスクとかは考慮しないでよろしいのですか。

以上3点、お願いいたします。

**【事務局（高田）】** それでは、運用企画課の高田より回答させていただきます。まず1点目につきましては、イタリアのCDSということでコメントを書かせていただいておりますけれども、グラフにつきましては、次回よりその推移を記載したいと思います。失礼いたしました。

それから2点目につきましては、バリューアットリスクのシミュレーションの部分でありますけれども、MSCI社のBarraツールを使っておりまして、株式のモデルを使っておりますけれども、そのところも技術的にファット・テールを想定することは可能かどうか、そのところは検討してまいりたいと思います。

**【西部投資専門員兼運用管理課長】** 3点目のヘッジ外債のモニタリングの方法のご指摘に関して、流動性とかCDSの活用ということですが、これは必要に応じてという、すごくファジーになってしまうのですが、流動性を考慮しないとけないような、例えば国であるとか、あるいは個別銘柄でレアなものが、あまり今は想定していないのですが、ただ、そういったものが絶対がないということではないので、それは個別のモニタリングとして、ファンドのモニタリングの中で必要に応じてやっていくということになるかと思えます。

あるいは、少し市場が動いたときに、個別にヒアリングをかけるとか、そういった形で対応させていただければと考えています。

**【宮井会長】** よろしいですか。

ほかに。では、徳島委員。

**【徳島委員】** 第3四半期の運用については、順調にうまくいっているかなという気がいたしますが、この中で1つ気になることがございます。また、さらにヘッジ外債を入れて考えたときに、国内債券の推定トラッキングエラーをどのように考えるべきかという論点を、1点投げかけておきたいと思えます。

何が言いたいかといいますと、例えば1・2階の国内債券の推定トラッキングエラーを見ていただきますと、パッシブが0.35で、アクティブの0.13より大きくなっているわけです。これは我々が意図的に地方債に、種別構成を変えてリターンを結果的に稼ぎにいった部分です。実際、今年度後半の国債金利の上昇局面ですと、地方債のスプレッドが結果的にタイトニングしていますので、この部分が超過収益源に確かになっているのですが、国内債券全体で見たときの推定トラッキングエラーをどれぐらいに設定しようとされるのか。さらにこの後、ヘッジ外債を組み込んで、モニタリング項目の一番下のところにも、国内債券全体でのトータルリスク、

推定トラッキングエラーの数値を記載されているのですが、計測するのは簡単ですが、どのあたりに水準感を置かれるのかどうか。

もしご見解があったら教えていただけたらと思います。

**【鈴木投資専門員兼自家運用課長】** ただいまご指摘がありましたように、国内債券のパッシブ運用については、種別構成が違っているということを勘案して、その部分についてはモニタリングをしながら、違っている部分のリスクは我々は取っ払いこうということ考えております。

国内債券全体でヘッジ外債を入れたときにどうなるのかということについては、今後ヘッジ外債についてもB a r r aに入れて管理を行おうと思っていますので、実際ファンドがどのようなファンドになるかというのが決まりましたら、それを入れてみて、どのぐらいの水準になり、その中で、どのぐらい寄与するのかということについても、考えていきたいと考えております。

以上でございます。

**【宮井会長】** 今の点、確認なのですが、地方債のウェイトが高いといった種別構成は前から違いますね。そのときもトラッキングエラーというのは、このぐらい出ていましたか。最近大きくなったと思うのですがそれは、ベンチマークが大分ずれてきたことの影響が大きいのですか。

**【徳島委員】** マイナス金利の影響で、一旦、地方債の спреッドが極端に拡大をした後に、国債の利回りが上がったことでspreッドが極端にタイトニングしているのです、spreッドの拡張が顕著に出ているものです。

**【鈴木投資専門員兼自家運用課長】** ありがとうございます。

**【和田委員】** 今の徳島委員と宮井会長の点で、さらに質問なのですが、外国債券のアクティブのトラッキングエラーが0.94で、国内株式の1.10とほとんど変わらないのですが、片やリスクというのは外国債券、国内株式の半分ぐらいしかないのです、これは大きいと見なせるのか、小さいと見なせるのか、いかがなのですか。

つまりパッシブは0.04で、アクティブが0.94でかなり違うのですが、これはいかがですか。

**【西部投資専門員兼運用管理課長】** 水準的に、どの水準であれば高いとか低いという

議論は、明確にはしていないのですが、一昨年から昨年にかけてマネージャーの入れかえをした際に、いろいろなタイプのファンドに分散しようというコンセプトの中で、ポートフォリオを組み上げた結果として、今このような形になっているということで認識しておりまして、今後パフォーマンスの出方などを見ながら、もう少し集約するのがいいのか、拡大するというのは、すぐにはないと思うのですが、あるいは配分を変えていくのがいいのかということは検討していくことになるかと思いません。

質問に対する直接的なお答えになっていないのですが、水準的な高い低いというのは、きっちりとした見解としては、今持ち合わせておりません。

**【宮井会長】** これも時系列的に見ると、大体このような感じになっていたのでしたか。この1年間の推移とかです。

**【西部投資専門員兼運用管理課長】** そうですね。株については大体このような感じだったと思います。外国債券につきましては、もともとアクティブは当初ほとんどなかったものですから、当然上がってきていますけれども。

**【宮井会長】** では、加藤委員お願いします。

**【加藤委員】** リスク管理という観点ですが、近いところでフランス大統領選挙が待ち構えていて、昨年のブレグジットと同様のリスクが高まっています。何かシミュレーションのようなことはやっぴらっしゃるのかどうかについてお伺いしたいというのが1つ。

それから為替ヘッジ付き外国債券の運用について2つ質問させていただきたい。1つは、徳島委員の質問と近い話ですが、ヘッジ付き外債のリスク特性がどのようなものか、リスク水準がどのくらいなのかということがこの資料になかったと思います。もしあれば教えていただきたいと思いません。

**【宮井会長】** それは、0.35%をリターンで狙う上で、リスクはどのくらい取っているのかということですか。

**【加藤委員】** そうですね。ヘッジ付き外債のトータルリスクがどのくらいあるのかということ。当然普通の日本国債よりもリスクは高くなっているとは思

いますが、どのぐらいあるのかということです。そのリスクの大きさによって、想定する国内債券全体のリスク特性に影響を与えるのであれば、その想定を変える必要が出てくるので、どう考えているのかということです。2つ目はアルファのところですが、資料に0.35%程度は超過リターンが期待できるとあるのですが、過去そうだったから今後もできるというのには疑問もあります。過去の0.35%の超過リターンの内訳ですが、過去においてファンドマネージャーがどうやってその超過リターンを上げてきたのかということについて、より詳細に精査された上で、それが今後も維持可能かどうかということ进行分析された方がいいのではないかと思います。これはサジェスションです。

以上です。

**【事務局（高田）】** それでは、1点目のご質問に対して、運用企画課の高田より回答いたします。

まず、フランスの動向につきましては、大統領選に当たって、どのような候補が出てくるか、どれぐらいの支持率があるかというところは、日々情報を追っております。それと同時に、CDSスプレッド、私の手元に今ございますけれども、フランスソブリン債の期間5年のCDSを見ておまして、一時期、少し前2月ぐらいには70を超えて上昇したと。不透明感が漂っていたと理解しておりますけれども、足元その70を超えから32、3ぐらいまで低下しているということで、それは先行き不透明感が後退したことなのかなと理解しております、こういったところでモニタリングをしております。

シナリオにつきましては、昨年のブレグジットや大統領選の前の段階で、いろいろな世論調査の結果等を見て、何か先が予測できるのかというところを見ておりますけれども、数字がぶれたり、結果が予想どおりにならないといったところで、きちんとした統計的な手法が確立されたものがあるのであれば、そういったところを見るのもいいと思いますけれども、現状では予断を持ってやっているということはございません。

1点目は以上です。

**【西部投資専門員兼運用管理課長】** 2点目のヘッジ付き外債のリスク等にかかわるご

質問ですけれども、これもストレートなお答えになっていないかもしれませんが、今選定しているファンドについては、まず1つには、円債にない、外国債券固有のリスクというのは、なるべく抑えようという発想でやってきています。ただ、当然イールドカーブの形状が各国によって違いますので、その辺のデュレーションですとか、イールドカーブのリスクは当然負っていくということなのですから、特定のカントリーリスクとか、そういったものはなるべく排除していこうというような発想ではやっていません。

あと、数値としての、例えばリスク水準については、今、定性評価で定性面と商品性について高く評価はできるということに絞り込んだものの過去リターンなども、いろいろ検証しておるところです。これまでの通常の選定と違いまして、ベンチマークといたしますか、運用の目標とするものは結構多岐にわたっておりますので、今回は中心的にはシャープレシオです。リターンそのものとリスクを比較して、それで優位性を見ているというところでもあります。

過去の実績がそのまま再現されるという保証はありませんし、応募のあった各プロダクトとも市場環境が非常にフェイバーだったということもありますけれども、シャープレシオで見ると1を超えているようなファンドが多くて、その中で、ある程度ハイリスクなものやミドルリスクのものを組み合わせて、今考えているというところでもあります。

過去の収益源泉、要因分析についてもというご指摘がございましたけれども、これも1個1個の要因について配分をしていくというのは非常に難しいと思っていますけれども、過去のシミュレーション期間も含めて、金利上昇時にどれぐらいの耐性があるかとか、金利低下時にどれぐらい大きく取れたかというような局面の比較のようなものは行ってございまして、その辺は参照しながら、今、選定をしておるところでもあります。

**【宮井会長】** 私もそのリスクのところは気になります。多分選定されるときに、いろいろなプロダクト、要するに同じものではなくて、違うプロダクトを中心にできるだけ分散して、目標とする0.35といった超過リターンを得られるようなことをご検討いただければと思います。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 その辺につきましては、次回の委員会で可能などころまで選定したプロダクトのプロファイル等を含めて、ご報告をさせていただきます。

【宮井会長】 それでは、甲斐委員。

【甲斐委員】 今回のヘッジ付き外債についてお尋ねします。円債をアクティブ、パッシブ、ヘッジ外債と3つに分類するということが資料に書かれています。当然この前提になっているのは、リターンのレベル、あるいはリスク、特に相関です。それに基づいて、別の管理にしたほうがいいのか、どうするか決めるということなのですが、その辺の前提がここには書かれていないのですけれど、どのような結果だったのか、まずそれについて、何かやられているのであれば教えてください。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 この30対10対60という、この数字の中でのヘッジ付き外債10というのは、昨年の35回委員会の際にいろいろ協議させていただきましたけれど、発想としては、インデックスとかポートフォリオのマイナスリターン部分を埋め合わせるために、どれぐらい補強が必要かという発想でやってきたものです。

その当時と比べると、確かに円債の金利水準は若干上がっていますので、緩和してもいいのかなというところはあるのですが、昨年の委員会の際にも、参考資料としておつけしている資料の中で、これもかなり前提付きの試算ではありますが、その当時の野村BPIの構成銘柄のマイナスリターン部分を何らかの形で補強しようとする、12%強の追加的な補強が必要という一方で、連合会の場合は、先ほどからお話ありますが、地方債ですとか、金融機構債といった若干スプレッドが乗っているものがあって、利回りが少し高いので、この3.5%というのが必要所要額として出てきて、10%というのは、その間を取ってという形で前回議論をさせていただいたところです。

今回もヘッジ付き外債の期待値としては、前回とおおむね大きな変化はないということにさせていただいていますので、この補強部分を10%という形で置かせていただいています。

もちろん今後の状況変化に応じて、これがゼロになったり、あるいは場

合によって、これをもっと増やしたほうが有効だということはあると思いますので、これは今現在の目安ということでございます。

**【甲斐委員】** ヘッジコストは結構上下にぶれます。ということで、臨機応変にと言ったら言い過ぎかもしれないですけども、あまり固定的に考える必要はないのではないかと思います。

もう1点、ご質問したいのですけれども、リスク管理のところですか。これは全体を見て信用リスク等をチェックされているわけなのですけれども、外国資産に係るカントリーリスクや通貨リスクです。ベンチマークと比較して問題のない水準であるという。これはベンチマークとあまり乖離していないから問題がないという意味ですか。それとも、ほかに何か意味があるのですか。

**【鈴木投資専門員兼自家運用課長】** こちらの、ベンチマークと比較してということについては、地共済全体のリスク管理実施方針の中で、このような観点で見たいこうということです。外債、外株について実際に運用しているのは全て委託ファンドですので、その方針にのっとって、当然アクティブファンドがリスクを取るのであれば、方針に見合ったベンチマークよりも大きなウェイトを取っても問題ないということで考えております。

別の観点で、本来の通貨リスクとか、カントリー、あとは株のリスクについては、委託運用機関がそれぞれの信用に関しての考え方というのを持っております。それについては委託運用機関から彼らの基準はスタイル登録のような形で報告を受けておまして、それについては、最低月次ではモニタリングをしておりますし、何かあったときは速やかに連絡がありますし、我々でも、ニュースヘッドラインとか、気になることがあれば委託運用機関に聞いてヒアリングを行っているということでございますので、1つの見方としては、ベンチマークの見方が1つある。さらに委託運用機関の考え方をきちんと把握して、それをモニタリングして見ているということです。

**【甲斐委員】** そこはわかるのですが、ここで見ているのはカントリーリスクとか通貨リスクの観点です。要するに、ベンチマークどおりだということと、カントリーリスクについて問題がないというのは、別の話ではないかと思って

いるのです。カントリーリスクにはいろいろな意味があり、信用リスクのほかに、発行している債券とか株式に付随する諸制度、税制の問題もあります。これらがカントリーリスクです。

だからベンチマークとして比較して乖離がないということで、カントリーリスクはなくなっているのだというのは、あまりにも矮小した見方ではないかと思うのです。

**【鈴木投資専門員兼自家運用課長】** おっしゃるとおりで、ここで書いているのは最低限のリスク管理実施方針に基づいた内容でして、先ほど申し上げたように、例として信用リスクという話をしましたけれども、それ以外の、例えば今おっしゃった、税制などが大きく変わったとか、そのようなところの話も委託運用機関から速やかに連絡がくるような形になっておりまして、それについてはきちんと委託運用でモニタリングしているという形です。

委託運用については、こういったベンチマークどおりということではなくて、広い意味でのリスクというのは彼らの中で見えていますので、パッシブ運用についても同様な形で、我々はモニタリングしているということですので、そういった意味で、ここはほんの一部分のことです。おっしゃるようなことについては委託運用機関が見て、我々もそれをきちんと管理しているということです。

**【甲斐委員】** 委託運用先に任せておいて、そこでしっかりやってもらっているのだから大丈夫だというのではなくて、連合会としてカントリーリスクとはこのようなものかという、きちんとした定義が必要だと思うのです。それをそれぞれの委託運用先がしっかりマネージしているかどうかをモニターすればいいのです。まずはカントリーリスクの定義を連合会から出すべきだと思います。

**【酒巻財務部長】** 財務部長の酒巻でございます。ご指摘ありがとうございます。そういったリスク管理については、委託運用だからといって、委託機関任せにせず、我々でそういった目を、尺度を持つということも非常に重要でございますので、ご指摘を踏まえて多角的にそういった要素、こういった観点に目をつけて、こちらでもモニタリングしていけばよいかというのを検討して、反映をさせてまいりたいと思います。

ご指摘ありがとうございます。

【宮井会長】 時間が押していますけれども、どうぞ。手短かに。

【俊野委員】 ヘッジ外債のリスクにつきまして、加藤委員の方からコメントがあったのですけれども、私もハイインカムという形である程度のリターンを上げるには当然一定のリスクを取らないと取れないわけですので、過去の運用パフォーマンスとか分散という観点はわかるのですけれども、先ほどのハイリスク型とミドルリスク型を半分程度ということで、ヘッジ外債のハイリスク型を半分入れるのですよねと、少し心配です。過去の運用パフォーマンスとか分散ばかりでなく、当然、中身もちゃんと見ていらっしゃると思うのですが、例えば新興国債券とか、MBSとか、いろいろと闇鍋（やみなべ）状態ではなくて、中をきちんと見ていらっしゃるのでしょうか。

そのハイリスクというのは、具体的にどのようなものなのか心配なので、これを採用しましたということで、結果だけをお伺いするのではなくて、具体的にどのようなことを検討されているのか教えていただけますか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 少し舌足らずな説明で、大変失礼いたしました。ハイリスクタイプとミドルリスクタイプというのを明示的に分類して、それを何対何ということではなくて、もちろん戦略とか体制を聞いた上で絞り込んだものの中で、過去のパフォーマンスを検証した結果、比較的短期的なぶれが大きいものと、ぶれが小さいものがあると。それは戦略上、ポートフォリオの変更頻度が高いからとか、あるいは外債ですからデュレーションの短いものについては、相対的にリスクは低いというのが結果的にあるわけですが、先ほど、ある程度分散したと申し上げたのは、選ばようとしている候補の会社の顔ぶれを見た上で、過去のパフォーマンスから推定するとこれぐらいのところがよかろうというアプローチを取っているということです。

あと、もう1つは、リスクといいましても、ポートフォリオそのもののトータルリスクという概念と、一定の何らかベンチマークを置いたときのトラッキングエラーというか、アクティブリスクがありますので、アクティブリスクの取り方については、残念ながら、今のところ例えばBPIに対してトラッキングエラー何パーセントというような想定は置いていませ

んけれども、外国債券の今回選ぼうとしているカテゴリーの中で、シャーププレシオといったような投資効率で見て相応の高い水準を取れるという組み合わせで考えていきたいと考えておるところです。

**【俊野委員】**　ますます心配が高まってきたのですけれども、要するに、ストレートボンドに限っているとか、国を先進国に限っているとか、全く見ていないようにも見受けられるのですが、その辺を教えてくださいませんか。

**【西部投資専門員兼運用管理課長】**　トリプルB格以上という縛りは、全ての対象に共通する制約ですので、その制限の中で、投資対象国はどこか、そういう債券への投資を想定しているのかということは聞いた上で絞り込んできているということですので、ものすごくレアなものでやっているということではございません。

**【俊野委員】**　ものすごくレアではなくても、このようなものが入っていたのかというような、そのようなことがないように、ちゃんとしていただきたいということです。でき上がりの、大体、新興国は入れていないとか、ストレートボンドに限るとか、その辺は何か目安を持っていらっしゃるのでしょうか。それとも、それは運用機関に任せていて、結果が出てきて、このようなことが起こりましたよという事後的な説明……。

**【西部投資専門員兼運用管理課長】**　これは、あくまでも投資適格債に限るというのは大前提です。

**【俊野委員】**　投資適格債、トリプルB以上であれば大丈夫ということなのですね。

**【西部投資専門員兼運用管理課長】**　はい。

**【俊野委員】**　そこは、きちんとその方針をもって、リターンを取りにいった、思わぬリスクが発生したということがないようにお願いできればと思います。

**【宮井会長】**　よろしいですか。それでは、時間が限られていますので、次の議事、協議事項に移りたいと思います。

それでは、以降の資料について事務局より説明をお願いします。

**【鈴木投資専門員兼自家運用課長】**　それでは、厚生年金保険給付組合積立金、1・2階にかかわる基本ポートフォリオの検証についてご説明させていただきます。

まず、地方公務員共済の基本ポートフォリオの検証についてです。平成

29年3月23日に開催されました第16回地方公務員共済組合資金運用委員会において、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1・2階の基本ポートフォリオを変更する必要はないと判断し、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。

詳細につきましては、参考資料として添付しておりますので、後ほどご高覧をお願いいたします。

当連合会の基本ポートフォリオの検証についてです。各資産の期待収益率、及びリスクを直近の市場環境を踏まえて基本ポートフォリオの検証を行いました。検証対象は、当連合会が管理する積立金で、検証内容として、想定する運用利回りに見合った年金資産（以下、予定積立金といいます）の確保をできるか、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%のポートフォリオで同様に推計した結果との比較を行います。

なお、当連合会の予定積立金は、平成26年財政再計算との整合性を考慮して、地共連が算出した金額で資料に記載しておりますので、後ほどご高覧をお願いいたします。

次に、モンテカルロシミュレーションについてです。検証のシナリオは、1・2階部分の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5%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、①1・2階の基本ポートフォリオ策定時、平成26年1月発表の内閣府経済見通し、②直近平成29年1月発表の内閣府経済見通し、③足元、平成29年1月末のインプライドフォワードレート of 3通りで、リスク及び相関係数については足元の実績、1997年から2016年を反映いたしました。

期待リターンは、基本ポートフォリオ策定時と同様の方法で、国内株式、外国債券及び外国株式については、短期資産の期待リターンに各資産の更新したリスクプレミアムを上乗せして算出しております。

算出方法については、後ほどご高覧をお願いいたします。

期待リターンとリスク相関係数は以降のページのとおりです。

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、予定積立金を賄うことが可能か、平均積立比率が100%超かどうかについては、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%ポートフォリオは、積立比率100%を維持できません。参考として、50%マイルでの積立比率も記載しておりますが、投資期間25年間では同様の傾向です。

また、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が国内債券100%ポートフォリオよりも低いです。

参考として、積立比率が95%、90%、85%以下になる確率も記載しておりますが、同様の傾向です。

基本ポートフォリオの場合、想定される運用利回り、賃金上昇率プラス1.7%、ケースEの場合は、2.7プラス1.7で、4.4%、ケースGの場合は、2.1%プラス1.7%で3.8%を達成できますが、国内債券100%の場合は達成できません。リスク許容度は国内債券100%運用における名目賃金上昇率から下振れるリスクを超えないこととされておりますので、それを達成できるかどうかについては、名目賃金上昇率を下回る確率、下方確率は、国内債券100%よりも基本ポートフォリオの場合のほうが低いです。

参考として、想定される運用利回り、財政再計算上の負債の利回りを下回る確率も記載しておりますが、国内債券100%の場合よりも、基本ポートフォリオの場合のほうが低いです。条件つき平均不足率は、国内債券100%の場合より、基本ポートフォリオのほうが高いです。

次ページは、下方確率の基準点を変えた場合の下方確率と条件つき平均不足確率の状況でございます。

なお、これらのシミュレーションはリスクプレミアムを更新した期待リターンに基づく結果でございますが、リスクプレミアムを更新しない期待リターンに基づく結果においても、投資期間25年間において積立比率を100%を超え、積立不足になる確率、賃金上昇率を下回る確率は、国内債券100%の運用に比べて低いことを確認しております。

次に、短期的な下方リスクについてです。V a R（95%）についてはマイナス15%程度、V a R（99%）についてはマイナス22%程度となります。

過去のイベントを踏まえたストレステストについては、下落率の一番大きいサブプライム及びリーマンショックについては、その後の回復局面を含めた資産変動を試算するとマイナス15%程度の上昇率となり、V a R（95%）で試算した15%程度の上昇率に近い数字になりました。

以上の結果を資料の「検証結果」の部分にまとめております。

次に、対応についてです。現行1・2階の基本ポートフォリオについては、積立比率100%を維持できる見込みであり、想定する運用利回り（賃金上昇率+1.7）を充足しています。

また、下方確率については、国内債券100%のポートフォリオよりも低くなっていることから、総合的に勘案し、現行の基本ポートフォリオを変更する必要はないと判断し、現行の基本ポートフォリオを継続するものとします。

ご説明は以上です。

**【西川運用企画課長】** それでは、続きまして運用企画課長の西川からご説明をさせていただきます。

それでは、まず平成29年度における各積立金の運用についてでございます。こちらの資料につきましては、平成29年度の各積立金の運用の考え方を整理したものでございます。

まず、厚生年金保険給付組合積立金、1・2階からでございます。年金収支差額につきましては、基本ポートフォリオの中心値から上方に乖離しております国内債券、こちらを売却して対応することとしておるところでございます。

次に、平成29年度末に目標とする資産構成割合でございますけれども、基本ポートフォリオの中心値近傍としたいと思っております。なお、時価変動や短期資産保有を考慮して幅を設けたいと考えております。この幅の考え方でございますけれども、基本ポートフォリオの許容乖離幅では広過ぎるため、それを3分の1といたしまして、例えば国内債券であればプラスマイ

ナス15%を3分の1として、プラスマイナス5%という形で設定をしております。ほかの各資産についても、プラスマイナス4、プラスマイナス2、プラスマイナス4と同様の考え方で設定をしておるところでございます。

また、平成29年度は基本ポートフォリオの中心値近傍を目標とすることから、平成28年度のように計画ポートフォリオを策定して計画レンジを目指すといった運用は行わないことといたしますけれども、経済環境や市場環境の変化が激しいことから、基本ポートフォリオの許容乖離幅の中で市場環境の適切な見通しを踏まえまして、基本方針に定めてあります「機動的な運用」を行うことができるものとしております。

なお、この「機動的な運用」を行う際には、その運用方針を、この委員会にお諮りすることになっておりますので、その際にはこの委員会を開催してご審議いただきたいと考えておるところでございます。

次に、退職等年金給付組合積立金、新3階でございます。こちらは基本ポートフォリオが国内債券100%での運用でございますので、平成29年度につきましても、年金収支差額を全て国内債券に投資することといたします。

年限構成につきましては、10年債、20年債をそれぞれ半々ということと考えてございます。また、債券種別でございますけれども、縁故の地方公共団体金融機構債、こちらを平成28年度より少し多めの7割程度ということで、残り3割程度を地方債と考えておるところでございます。

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。こちらでございますけれども、先般の委員会でもご審議いただいたところでございますが、平成28年度までは積立金総額が判明しなかったことから、管理面、コスト面などを勘案しまして、国内債券についてはNomura BPILadder 20年に基づく運用を行うこととして、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、これが「当面の運用」という形になっていたわけでございますけれども、「当面の運用」を行っていたところでございます。

しかしながら、積立金の総額が確定いたしまして、基本ポートフォリオ

の検証を行った結果、問題がなかったということから、今後の運用につきましては、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こと等を考慮した運用を検討することが必要というご答申、これを前回の委員会でいただいたところでございます。その答申を踏まえまして、今回、考え方を整理したものでございます。

まず1・2階と同様に年金収支差額につきましては、基本ポートフォリオの中心値から上方に乖離しております国内債券、こちらを売却して対応することといたしております。

続きまして、平成29年度の資産構成割合につきましては、3つの考え方に基きまして、平成29年度末の目標資産構成割合を算出しております。まず一つ目でございますが、資料の後半に前回の委員会で、基本ポートフォリオの検証の際に使った資料がございます。この中に丸囲みのところがございますけれども、確定仕分け後の積立金2兆6,314億円につきましては、負債の部分と剰余の部分に分けております。負債の1兆7,599億円につきましては、資産に対しまして、83%というところでございます。残りの剰余部分、こちらが3兆6,715億円、17%ということで、83対17という比率となっております。

経過的長期給付組合積立金の平成29年度末の目標資産構成割合についてのところがございますけれども、この83%対17%という比率を用いまして、当連合会の積立金を同じように負債部分と剰余部分に区別するというところでございます。

続きまして、二つ目として、負債部分、こちらは必要となる運用利回りを確保するという観点から、基本ポートフォリオと同じ資産構成割合といたしまして、剰余部分につきましては、キャッシュフロー確保の観点から時価変動の少ない国内債券での運用といたしまして、各資産の資産構成割合を算出したところでございます。一元化時点の平成27年10月当初ということで、平成27年10月当初と書いてあるところでございますが、国内債券が46.05%、国内株式20.75%、外国債券12.45%、外

国株式20.75%ということで、これをスタート地点といたします。

次に三つ目ですが、今申し上げました資産構成割合から毎年の年金収支の赤字、こちらにつきましては毎年大体1,850億円程度と想定しておるところでございますけれども、これを国内債券100%であります剰余の部分から毎年度売却するものとしてシミュレーションを行っております。これを進んでいきますと、平成29年度末でございます平成30年3月末の見込資産構成割合、これを算出しております。それが、国内債券41%、国内株式23%、外国債券13%、外国株式23%ということでございます。

平成29年度の資産構成割合については、いま申し上げた数値の近傍、こちらを平成29年度末の目標とするものでございます。

1・2階と同様でございますけれども、時価変動や短期資産保有を考慮して幅を設けております。幅は1・2階と同様、許容乖離幅の3分の1という設定でございますので、プラスマイナス5%、プラスマイナス4%、プラスマイナス2%、プラスマイナス4%という幅を設けておるところでございます。

また、1・2階と同様に経済環境や市場環境の変化が激しいことから、基本ポートフォリオの許容乖離幅の中で市場環境の適切な見通しを踏まえて、「機動的な運用」を行うことができるという記述をしておるところでございます。

なお、国内債券の具体の運用についてでございますが、現状、旧3階の国内債券につきましては、20年ラダー型ポートフォリオで運用しておりますけれども、これをベンチマークであるNomuraBPI総合に基づく運用に変えていくのかどうかというのを検討いたしましたところでございますが、検討の結果といたしましては、以下4つの理由によりまして、現状の20年ラダー型ポートフォリオを継続したいということでございます。

まず、理由の一つ目でございますけれども、リスク・リターン特性、「期待リターンとリスク」ということで表がございまして、表を見ただけですとNomuraBPI総合よりラダー20年が優れているということでもあります。

また相関係数も書いてございますけれども、相関係数も大きな変更はないというところでございます。

理由の二つ目でございます。現状20年ラダー型ポートフォリオの運用におきましては、自家運用で行っておりますので、委託運用に比べますとコスト面から優位性があるということでございます。

次に三つ目でございます。Nomura BPI総合に基づく運用を行う場合、管理の難易度が上がり、自家運用での対応が困難になるおそれもあります。また、銘柄入替等を行った場合には、移行コストも生じるなど、デメリットもございます。

最後に四つ目でございます。現在のマイナス金利の状況の中、ベンチマークでありますNomura BPI総合に合わせにいきますと、現状マイナス金利ゾーンの購入も行わなければならないということになりますので、そのようなことをすると非効率であるということでございます。

以上の4点から、20年ラダーでの運用を継続したいというものでございます。

最後に、管理及び運用に係る基本方針上、ベンチマークはNomura BPI総合となりますので、Nomura BPI総合に基づく評価を行うこととなるわけでございますが、20年ラダー型ポートフォリオファンドにつきましては、引き続きNomura BPI Ladder 20年のベンチマークによる評価も行っていきたいと考えておるところでございます。

平成29年度の運用の考え方につきましては、以上でございます。

続きまして、最後になりますが、答申書の案でございます。本日、これからご議論いただきます厚生年金保険給付組合積立金、1・2階に係る基本ポートフォリオの検証についての答申書（案）ということで答申書（案）を読み上げさせていただきます。

厚生年金保険給付組合積立金（1・2階）に係る基本ポートフォリオの検証について。

「厚生年金保険給付組合積立金の管理及び運用に係る基本方針」のⅢの5に基づき、現行の基本ポートフォリオについて、各資産の期待収益率及

びリスクを直近の市場環境を踏まえて検証を行った。

その結果、平均的な運用を行った場合①年金財政が予定している積立金（以下「予定積立金」という。）に対する積立比率は25年後及び50年後も100%を維持できること、②想定される運用利回り（貸金上昇率+1.7%）を達成できること、③予定積立金を賄えない確率（下方確率）等の下振れリスクが国内債券100%のポートフォリオより低くなっていることが確認された。

以上の検証の結果、厚生年金保険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。

この答申につきましては、本日付で宮井会長から当連合会の理事長宛出させていただければと考えております。よろしくお願いいたします。

以上、説明を終わります。

**【宮井会長】**      ありがとうございました。

それでは、今の説明につきまして、ご意見、ご質問等ございましたら、発言よろしくお願ひします。

和田委員お願ひします。

**【和田委員】**      1・2階の基本ポートフォリオの検証についての資料の中で、積立金比率、積立不足になる確率に加えて、積立比率が95%以下になる確率、90%以下になる確率、85%以下になる確率を追加していただいて、ありがとうございました。これは、前回追加をお願いしたのは、例えば基本ポートフォリオの策定時、基本ポートフォリオで2040年と比較すると、ベースラインが47.5%ですけれど、これがかなり下がってくると予想していたのですけれども、出していただくと47.5は44.1、40.8、37.5というのは、私の当初の予想よりはあまり下がっていないので、例えば追加として積立比率が、少しドラシックですけれど、50%以下になる確率というのを計算していただけると、かなりあり得ないようなことですけれど、その確率がどのくらいあるかというのをすると、株の運用のかんりの最悪ケースがわかると思いますので、ご検討ください。

**【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】**      それでは、ほかに。俊野委員お願ひします。

【俊野委員】 平成29年度における各積立金の運用についてのご説明で、4月以降の新年度の運用方針として、機動的運用を可能にするということと、許容乖離幅が少し広過ぎるので3分の1に縮小するというお話ですが、具体的な方針があまりよくわかりませんでした。当然新年度に入ってからいろいろな状況が起こり得ると思いますけれども、この許容乖離幅を縮めるということは、通常為替が変動したり、株価が大きく変わったり、そのときのバッファーのために許容乖離幅というものを設けているわけですので、それを縮めるということは、機動的運用をやりにくくなるのではないかという印象を持つのですけれども、その点はいかがでしょうか。例えばトランプ政権で政策が失敗して、大きく株価下落のリスクが高まったとか、そのようなときに、これだけ枠を小さくしてしまうと、機動的運用をやりにくくなっていると思うのですけれども、機動的運用についての考え方を教えていただきたいということが1点です。

あと、幅を縮めるということは、外債だと13から17%ですから、極端な円高が生じて構成比が枠より低くなったりとか、そのようなときのリバランスの方針ですとか、これだと、どのようなことをやられるのかというのがほとんどわからないのですけれども、その辺を教えてください。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 まず、この幅について申し上げますと、中心値の幅は、先ほど説明があったように、こちらについては時価と短期資産保有を考慮して設定しています。機動的な運用の方針で、下の囲みに書いてありますように、基本ポートフォリオの許容乖離幅の中で動くというのが、機動的な運用方針の定義でございますので、目標資産構成割合に書いてある幅とは、また別の幅の中で動いていけるということです。

先ほども説明がございましたように、具体的にまた機動的な方針、運用を行う場合については、その実施方法等について委員会に諮って考えていきたいということです。

【俊野委員】 であれば、この3分の1に許容乖離幅を縮めるということは不要なのではないですか。これがあると、かえって邪魔です。何のために来年度末の目標をこれだけ狭くしているのでしょうか。

機動的運用が必要になった場合に、この制約の位置づけがどうなってい

るのか、その辺がよくわからないのです。

【杉田事務局長】 いいですか。申し上げますと、法的な根拠に基づく許容乖離幅は広いところで持っています。今日お諮りするの、あくまで29年度の我々の投資行動のルールベースを定める。これに基づいて資金計画に落とし込んでいくつもりです。

その意味で、狭いところ、具体的に年間どのような資金計画にするのかというところを定める1つの内部の方針として持っています。公的に外に出る方針は、あくまで大きい許容乖離幅ですので、機動的にはその中でできます。俊野先生がおっしゃるような経済クラッシュが起きたときにどうするかというのは、またその幅はあるわけです。

一方で、我々がこの経済情勢が平穏に続くとしたら、どのような投資行動をとるかという内部のルールベースです。それとは別に、裁量的に機動的運用があるわけですので、そのような経済クラッシュが起きたときに、どう投資行動をとるかというのは、またこの委員会に、例えば緊急でお諮りして、方針をご審議いただくとか、そのような形になると思います。

【俊野委員】 ありがとうございます。これまで行われてこられた機動的運用というのは、少し特殊なものだったので、同じ言葉を使っているのですけれども、要するにこの機動的運用というのは、多分、本来の日本語の意味での率直な機動的運用ということで、そのような意味での、経済情勢の変化があった場合に機動的に対応できますよということですね。

そうすると、この網かけの部分は、現在の経済情勢が平穏な状態が続いて、特に問題がない場合は、これで行きますということですね。ただし、何らかのリスク要因とか、そのようなことが起こった場合は、別途これとは別の、そのようなことに対応する可能性がありますということを、もう少しわかりやすく書く必要があるような印象を持ちました。

少しこれはわかりにくいので、その辺、ご意見等いただければと思います。

【宮井会長】 これは29年度末の目標です。29年度末に、この乖離許容幅の中で収まるようにということです。

【俊野委員】 来年度末ですね。

【宮井会長】　　そうです。運用していく中でその幅は、先ほど言った広い幅で許容しながら、最後の29年度末には、このような感じになっているということです。

【杉田事務局長】　　少し補足しますと、公務員共済は、許容乖離幅が最初の27年の見直しの際、GPIFの1.5倍という、極めて緩やかな幅で設定されていますので、実は我々の投資行動の実際の指針になり得ていないのです。それで、去年いろいろ工夫して、経過的には当面の運用とか定めまして、今年については、そろそろ基本ポートフォリオをしっかりと見据えてどうするかということで、今回この狭い許容乖離幅、狭義というか、内規としての許容乖離幅としている。

今、特殊な経過的な関係にあることはご理解いただきたいと思います。この記述の趣旨につきましては、俊野委員ご指摘のようなところを十分念頭に置いておきます。

【俊野委員】　　ありがとうございます。そうしますと、今のような状況で、特に何もなければ、中心値に近づけていくということですね。そうではなくてリスク要因が発生した場合は、株の比率を増やすのを少し待つかもしれないとか、そのような意味合いですね。

ということ、もう少しわかりやすく書いてほしかったなということですので、よろしく願いできればと思います。

旧3階は、そうではなくて、先ほどの理由があるので、中心値ではなくて、国内債券が少し高い比率が当面の平穏な場合のターゲットですよということですね。

【杉田事務局長】　　先の話なのですけれども、厚生年金は年金収支に赤字が出てきて、資金の回しが出てきて、あと、旧3は閉鎖年金で赤字ばかり出てくるということで、そこで四資産をどう移していくのかとか、私たちもいろいろ勉強しているのですけれども、どのようなものが実務として、理論としてあるのかというのは、今勉強しているところですので、また来年度に向けていろいろご相談したいと思います。

【宮井会長】　　それでは、ほかにご質問等あれば、甲斐委員お願いします。

【甲斐委員】　　基本ポートフォリオの検証において、収益性については積立比率で見て

おり、もう一方の安全性については、不足の確率で見ようとしているのは、妥当だと思います。

長期になればなるほど、シグマリスクよりもショートフォールリスクが当然重要になってくるわけで、そのような意味では、債券100%というのは極めて脆弱な資産であるということは明らかです。

それで、債券100%と比較をするという話なのですが、これは前回の議事録をもう一度読み直すと、3月に整理をするというようなことが議事録に書かれています。要するに、基本ポートフォリオは債券100%よりいいというのは必要条件で、十分条件ではないわけです。もっといいポートフォリオが存在する可能性もあるわけです。

このようにショートフォールリスクを見ていくのであれば、よりハイリスク、ハイリターンの組み合わせのほうが、もっと安定するというか、安全になることは容易に想定されます。

そのような意味で、基本ポートフォリオでもなく、債券100%でもない、第3のポートフォリオを考えても良いのではないのでしょうか。おそらくもう少しハイリスクのほうがいいという結果が出てくるように想像されます。その辺の検討が十分でないまま、このような結論にしてもいいのでしょうか。

これは前回も徳島委員からの指摘がありましたが、その辺の考え方の整理というのはついたのでですか。

**【鈴木投資専門員兼自家運用課長】** 基本ポートフォリオ以外で、違ったいろいろなポートフォリオはあるのではないかというのは、まさしくご指摘のとおりです。それについても今回の一元化前までの基本ポートフォリオの検証のときは最適化を行い見ておりましたので、今回も、最適化の結果なども見てはおります。

ただ、GPIFの方法や地共済全体の基本ポートフォリオの検証の仕方等を踏まえて、委員会にはこういった資料を出させていただいています。

中では最適化の結果も把握はしており、基本ポートフォリオと違った比率も出てくるのは確かです。

**【宮井会長】** 今の件は、一応地共済グループで検討されているわけです。同じような

質問も多分出て、だけど一応、基本ポートフォリオの検証のやり方という意味において、この基本ポートフォリオをつくったときと同じ条件で比べるということですから、やり方を変えれば、当然違う方法もあり得るということですが。

甲斐委員は、もう少しそれを連合会でやってもいいのではないかとということですか。

【甲斐委員】　　そうです。

【宮井会長】　　そうですね。決められたもので、そのまま、はい、わかりましたとやるのもいいけれど、もう少し自分たちで主体的にやったらどうですかということなのですが、これはどうなのですか。

【酒巻財務部長】　　そこは我々あくまで地共済全体のポートフォリオがあって、全体の中で適合するようなポートフォリオを定めているということでありまして、もちろん内部的にそういったシミュレーションをやってみたりして、知識として持っているというところ、ご指摘を踏まえて、そういったものを内部ではもちろんやっておりますけれども、今回の趣旨は、地共済全体のポートフォリオに適合するようなポートフォリオとしてつくったものが、検証の結果、妥当なものかどうかという趣旨で検証を行ってまいりますので、その手法などにしましても、地共済全体のポートフォリオの検証ですとか、あと地共連単体でも同じようなやり方でやっているやに聞いておりますけれど、そういったものを踏まえて、このような形でやってお示ししてお諮りしているということをご理解いただければと思います。

【杉田事務局長】　　被用者年金制度が一元化され、私たちもその枠の中でやっていますけれども、年金基金の運用当事者として、うんと質の高い観点の分析は必要だと思いますので、いただいたご指摘について、どうできるかというのは検討して、また対応してまいりたいと思います。

【甲斐委員】　　もう1点だけ。基本ポートフォリオ、まさに基本にするのはいいのですが、非常に長い年限になると、最初は少しリスクの高いものにして、徐々に資産の比率を変えていく。具体的には徐々に債券の比重を多くしていくのも有力だと思われます。一定の比率を25年、50年維持するのではなくて、少し投資環境や積立比率等の条件を見ながらダイナミックに変えて

いくほうが、より安全だと思うのです。

そのようなシミュレーションもできれば、現在の決定プロセスから外れているかもしれませんが、検討していくほうがいいと思います。最後は、基本的に債券100に近づくのですが、最初はもう少しリスクを取れると思います。この検証結果でしたらです。

【宮井会長】 では、和田委員お願いします。

【和田委員】 甲斐先生と同じ趣旨なのですが、例えば、シミュレーションのやり方を別のやり方というのは、例えば細かい点になってしまうのですが、先ほどのリスクモニタリング指標の状況の資料で非常に細かく、先ほどの例えば正規分布だと、短期だとファット・テールなので、持っているリスクは高いということを申し上げたのですが、今度は逆に、これは日次の話ですが、月次とか四半期で取れば逆で、ミーン・リバージョンもあるので、逆に今度はリスクが下がってくるので、ですから例えば単にB a r r aで正規分布とやるのではなくて、もう少し現実の、例えば株価のデータにしても、日次で取るのか、月次で取るのか、四半期で全然性質が違ってきますので、そのようなことも考えて、例えばいろいろなシミュレーションをしていただいたほうが。

要するに、与えたものをそのままやるのではなくて、かなり10兆円のお金のお話ですので、もう少し自分でもシミュレーションを、前提をより現実に近いデータの性質を反映したシミュレーションというのをやっ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。では、俊野委員お願いします。

【俊野委員】 基本ポートフォリオは平穏なときはということで、当然今の状況が続いたときは方針を変えないのは当然のことです。ただし、株の比率が5割で、海外もの、外貨建て資産が4割というとても高いリスクを取って、リスクの高い運用をしているということで、異常な状況が起こった場合の対応と申しますか、その辺に対するリスク管理の真剣さがほとんど感じられないということで、懸念をしております。

機動的運用ができますよと書いているのですが、具体的にやろうということも全然感じられません。それからオルタナティブのような市場

リスクの影響を受けにくいものを入れることはできます。方針もできました。ところが、それについても全く触れられていません。ということで、地共済でも40兆の中の10兆円という非常に大きな資金を運用されています。今後、異常な状況が起こる火種はたくさんあります。例えば、安倍政権が退陣に追い込まれましたと、株下がりそうです。トランプ政権が大変なことになりましたなど、異常なリスク要因が目の前に差し迫っていると感じられるのですけれども、その辺の異常な状況が全くレアケースではなくて起こり得ます。そのようなときの対応というのを、もう少し真剣に考えていただきたい。考えていらっしゃると思いますけれども、明確に方針の中に盛り込んでいただきたいのです。

異常なリスクが起こった場合の対応が、全く感じられないということは非常に懸念をしております。オルタナティブ投資はまだ検討状況なので、今の段階では書きませんよということでもいいのかもしれませんが、少なくとも異常な状況が起こった場合の対応については、早急に導入を検討するとか、常に危機感を持って何か下方リスクの回避に対する方針案を作成してほしいのです。

でないと、リスク管理が大丈夫なのかなと、非常に心配をしてしまいます。その辺、基本的な考え方ということなのですから、当然10兆円という大きな資金を運用されているわけですので、その辺のリスク管理意識といいますか、その辺をもう少し徹底していただきたいというお願いでございます。

それからオルタナティブについては、どうされるのかということも教えていただければということでございます。

**【酒巻財務部長】** ご指摘の点に関しまして、内部でもいろいろな経済環境分析ということで、引き続きいろいろ情報収集などして、それをまとめて今後起こり得るケースなども踏まえて、リスクモニタリングを今年度に引き続き来年度も続けてまいります。

それが感じられないということで、その辺が真剣さが足りないということでしたら、そこはご指摘踏まえまして、気を引き締めて、より具体的な想定なども行いながら備えてまいりたいと思います。

オルタナでございますけれども、前々回のこちらの委員会で一度、方針についてお諮りして、ご答申いただいたところでございまして、引き続き内部で担当に情報収集など幅広く行ってもらっているところでございますので、オルタナに関しましては、実はこの4月から金融機関で、そういった分野の経験を積んだ人を1人、主任専門員として迎えることが決まっております、その人を迎えて新たな体制を整備した上で、さらにそちら取り組んでまいりたいと考えておりますので、今後まとまったタイミングで、またそのご報告をこの場でいたしたいと考えております。

以上でございます。

**【原常務理事】** まさしく俊野先生おっしゃるとおり、10兆円の資産を預かっている立場として、大変重い責任は感じております。その中で、リスク管理の仕方はいいのですけれど、具体的にどのようなポートフォリオを組めばいいのか、どのように組めばちゃんと危機に対応しようとしていると見えるのか、そのあたり、もしもお考えあればご指導いただければと思います。

**【宮井会長】** 多分、先ほど加藤委員から、フランスの選挙の結果は、結構大きく影響するのではないかとか、それから前から甲斐委員からは、リスクモニタリングは行っているけれど、いざ何かあったときにどうするのだと、そこが重要だという指摘がありました。それから今、俊野委員からもそのような、要するにモニタリングしていればことは済むというような感覚でいられると困るという、多分そのようなご指摘だと思います。

私もそう思いますので、これは例えば、防災訓練というものがあります。災害が起こったら、起こったときにどう対応するか訓練を事前にやります。だから例えばリーマンショックのようなことが起こったらどうするかという、1回訓練をする必要があると思うのです。

もちろんシミュレーションでこのような結果に出るかもしれない。もし、起こったときに、どのような体制で、どのように変えていけばいいのか。基本ポートフォリオの許容範囲の中でどうするかとか、そのような訓練をやる必要があるのではないかと私は思いました。

**【杉田事務局長】** リスク管理についての取り組み状況ですけれども、28年度にリスク管理係というものを設置しまして、人員も金融機関からの派遣で増員を

しまして強化していますけれど、おそらく公的年金の中でも10兆円規模のところ、あるいは企業年金連合会と比べると、まだ不十分だと思っています。そこは強化していこうと考えています。

それで、おっしゃるような危機時の対応をどうするかなのですけれど、これも先ほど言ったGPIF、地共連、企業年金連合会、そういったところの情報も収集しながら、どのような対応ができるのか考えていきたいと思えますけれど、緊急時の対応手順書をまずつくって、そしてどのようにやるかとか、それこそ先生方の携帯電話をちゃんと教えておいていただいて、急に集まっていたとか、おそらく、そのような話をやっていかないといけないのだろうと思います。

あるいは経済クラッシュが、例えばおとしですか、チャイナショックで、去年ブレグジットが起きたときに、私たちは何を考えたのかというのも、例えば中でも検証したり、そのようなことを積み重ねていく必要があると思っています。

**【原常務理事】** 実は私、よくわからないところがあるのですけれども、一時的な現象、例えばリーマンショックは結構大きな現象だと思っています。ただ一方で、ブレグジットとか、あるいはトランプ大統領の当選とか、これは予想できない事態で、例えばトランプ大統領が当選したときに、日本の株価がどっと1,000円下がったわけです。ところが翌日になったら、これはアメリカの動きを見てのことだったかと思うのですけれど、追隨してすぐ戻ってしまった。さらにずっと上がっていった。あのとき、売ったほうが正しかったのか、それとも持っていたほうが正しかったのか、もっといえば、そのようなことにいろいろ危機意識を持たなければいけないのですけれども、どれだけの現象かというのは、後から見て、実はわかってくることも結構あるものですから、大きさ、重さ、そのあたりはどのように考えればいいのかなど。

要するに、将来のことはなかなかわかりにくいという思いがあるものですから。

**【宮井会長】** そうですね。我々も、この委員会で議論して、当てるということを議論しているわけではなくて、どのような対応をするか。その時点で皆さん意

思決定するときに、いろいろな情報を集めて、それで合理的に決める、そのプロセスが重要だと思うのです。

トランプ大統領のときに相場が下がり、そのときにある意思決定をしたとします。だけどその意思決定がちゃんとしたプロセスにのっとなって、我々がいろいろ考えてやったというのであれば、それはそれでよいと思うのです。しかし、そのようなプロセスというか、事前にそのようなことがなくて、何か行動するというのはよくないということだと思います。委員の方はどうお考えかわかりませんが、多分、我々が何人か集まって議論するというは、何か当てにいくわけではなくて、トランプ大統領で下がって、また上がるだろうなどということを考えるのではなくて、どのような対応を取る必要があるのかというのを、要するにプロセスを明確にしておくことだと思います。それを積み上げていくというのが重要だと思います。

**【原常務理事】** まさしく会長のおっしゃるとおりだと、私思っておりまして、対外的にこのような行動をとったときに、どう説明していくか。10兆円の資産を運用している立場とすると、合理的な説明責任というのを問われていると思いますので、そのようなプロセス等を大事にしていきたいと思います。

**【宮井会長】** ほかに。和田委員お願いします。

**【和田委員】** 例えば危機管理で、今、杉田事務局長が、我々の携帯電話とおっしゃいましたけれど、極端な話、例えば東京で大地震が起こったら、我々は集まれないわけで、例えば事前に我々に連絡取れなければ、何人以上集まったらどう意思決定するとか、そこまで決める。例えばアメリカですと、大統領がだめなときは副大統領とか、国務長官とか、上院下院議長とか、順番が決まっていますけれど、日本の場合、例えば小渕首相が亡くなったとき、実は決まっていなかったというひどい状態がある。事前に意思決定の順番まで決めておかないと、実は問題なのです。そのような具体的な卑近なことまで決めておかないといけないと思うので、大上段のこともいいのですけれど、細かい手続もかなり大事なので、例えば我々の意見がなくても、この意思決定は飛ばしてもいいのかということがあると思います。

**【杉田事務局長】** 先ほど常務から申し上げたとおり、このことについてどう考えるかというのを、我々はほんとうに素人の世界で、今日の資料に添付してあり

ますけれども、1回のクラッシュと回復期間を含めた場合というのを、過去の部分を検証すると、これをどう判断すればいいのかというのは非常に問題意識を持っていて、それこそ参考になるようなところというのは、先ほど言った法人ですとか、海外のそのような巨大な年金基金とか、そのようなところも少しリサーチしていかなければいけないのかなという感じはしています。

これだけの巨大な規模ですので、短期間で何か売却するとかということ自体が市場に対するリスクになりかねませんので、そのようなことをどう捉えるのかというのは、我々も大きな課題として捉えていきたいと思えます。

**【宮井会長】** では、徳島委員お願いします。

**【徳島委員】** 若干皆様のご発言に危惧を感じるのですが、私たちはあくまでも中長期的な基本ポートフォリオを作成して、それに基づいて運用しているので、本来的には市場にクラッシュというのがあっても、それは投資行動には関係ないはずで。だから、そこで慌てて売るなどという行動を、本来は一切してはいけないものです。

ただ、考えないといけないのは、そのクラッシュが発生したときに、これまでの基本ポートフォリオ策定の前提が変わっているかどうか。レジームが変わっているかどうかをチェックすることです。変化の有無の判断をすることは重要なのですが、なかなか市場変動の過程ではできないので、難しいとは思っています。

したがって、市場にクラッシュが来たときに、慌てて何かするというのは、実はしてはいけないものです。我々はあくまでも中長期のポートをつくり運用しているのですから、そこを見失わないでいただけたらと思えます。

**【宮井会長】** ありがとうございます。

**【加藤委員】** せっかくリスク管理の議論が盛り上がっているなので、一言追加します。今の徳島委員と同じ意見で、長期と短期は違うので、それは分けた方がいいという気がします。

それで、短期について言えば、地震のような予期できないクラッシュの

場合はどうしようもないので、共通の対応プロセスをあらかじめ決めておくということだと思います。しかし、ある程度予見できる短期の個別事象、例えば先ほど言いましたフランスの大統領選挙のような場合。このような場合についてどうするのかというのは、ぜひ事前に1つのケーススタディーとして具体的に準備されておく方が良いと思います。せっかく機動的運用もありますので、そこは訓練として検討されるといいのではないかと。

**【杉田事務局長】** 今年リスク管理を強化しまして、資料もどんどん充実させる中で、イベントリスクですとか、いろいろなところを織り込んだ数カ月カレンダーというのをきちんとつくってまして、それを読むようにしています。

今回イタリアのCDSの追加も内部で議論してまして、イタリアのントリーリスクはかなり高まっているのだけれど、先ほどのベンチマークどおりでいいからという問題なのか、では何を指標で見なければいいかということで、CDSをウォッチをということで資料に盛り込むような、そのような思考サイクルはできております。

ただ、今の加藤委員のご指摘も踏まえて、さらにもう少しレベルアップさせていきたいと思っております。

**【宮井会長】** ほかにいかがですか。

では、徳島委員をお願いします。

**【徳島委員】** 少し話を戻します。今回の基本ポートフォリオの検証については、これでもやむなしと思っているのですが、正直言って、国内債券100%のポートフォリオとの比較というのは、今回のリスクと期待リターンを見ていただくとわかるとおり、短期資金100%の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期待リターンが高くて、リスクは低いわけです。

だから結局、国内債券100%のポートというのは、制約がない状況では投資対象として不適格なポートフォリオなので、それと比較しているというのは、実は大した意味がないと考えられます。極論すると、短期資金100%のポートというのは外部委託も一切要らないし、自家運用もほとんどしなくていい。資金管理の人間が数人いればいいポートフォリオなのです。そのほうが国内債券100%のポートフォリオよりリターンが高

くリスクも低いのです。それよりも期待リターンの低い国内債券100%のポートと比較しているというのは、基本ポートフォリオの検証手続としては、いかがなものかという気がします。

一方で、甲斐委員からもご指摘のあったような、最適化を毎年やるような取組みは、これもやり過ぎだと考えられます。基本ポートフォリオを検証しチェックするのは大事なのですが、それに基づいて基本ポートフォリオを毎年変えるという、ダイナミックアロケーションに踏み込むつもりはありません。先ほど申し上げたとおり、基本は中長期のポートフォリオですから、そのあたりのバランスが取れた手法ということを改めてお考えいただかないと、このまま国内債100%と比較して問題ないと判断することが適切であるとは、申し上げにくいのかなと思っています。

以上です。

**【宮井会長】** 今の発言は、地共済グループの委員会でも発言されて、どのような返答だったのですか。地方済グループ全体で一応議論しないといけない部分だと思いますが。

**【徳島委員】** 1つあるのは、明らかに期待リターンの置き方に問題が少しあるのではないのでしょうか。例えば、短期資金の期待リターンが過去の水準に戻ってくるというような、それで1.7%とか1.8%とかという利回り水準がほんとうに出るのでしょうかといった観点です。

それから、今回の地共済全体の委員会では、ほかの資産も含めて期待リターンの置き方がこれでいいのかという話が出ています。これはまた来年度以降に向けて、また次の財政検証に基づいた新しい基本ポートフォリオを策定する際も含めて、しっかり考えていかなければならないというのが課題だと認識しております。

**【杉田事務局長】** 私どもも今回、27年の10月からいろいろ見直しをされていて思いますのは、根っこに財政検証なのですが、そこから我々当事者意識を持って分析してやっていきませんか、ポートフォリオ分析にもつながっていきませんか、少し問題意識を高めまして、次の30年財政検証、その辺の作業からは我々もしっかり分析する体制を整えていきたいと思っています。

**【宮井会長】** では、俊野委員お願いします。

【俊野委員】 2つあります。1つは旧3階の債券については、債券ラダーそのままということで、私はそれでよろしいかと思えます。

それからリスク管理についての補足でございます。いろいろとリスク管理の指標として、テッド指数とかVIXとか計算されています。前回甲斐先生からも、リスクの指標を計算して、それで終わりではいけませんよ、それを踏まえて、どのような形で反映させていくかというところのつながりが重要ではないかというご指摘がありましたけれど、私も同感でございます。客観的なあり方というのは非常に重要だというご指摘も常務理事からありましたけれども、例えばテッド指数とかVIXとかに何らかのウォーニング的な指標を設けておいて、この指標が一定の水準を上回ってきた場合は、非常に高いリスクが発生している状況だと見なされるので、そのような場合には、それは国内株とか外国株式が21%を下回るとか、そのようなことが起こり得ますので、そのような場合には、下回った状況に戻すのか戻さないのかとか、緊急に委員会を開いてそのような検討をやるのかとか、そのようなところの具体的なプロセスを明記するなど、やりようはいくらでもあると思えます。それが全く感じられないといえますか、存在しないように見られますので、このようなことが起こった場合にどうするのか、委員の皆さん全員集まれない場合に、事務局さんの中で緊急避難的にできることがあるのかどうかとか、そのようなところのプロセスを明確にすることはとても重要性が高いと思えます。その辺が全く見られないというところで、リスク管理時の対応について少しご検討いただければと思います。

危機的な状況が起こってからだと間に合わないので、平穏なときにしかるべく。それが東京オリンピック後かもしれませんし、いつ起こってもいいように、少しずつ危機管理時の対応のご検討をしていただければということでございます。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 今お話があった、対応のことについてですが、先ほどご説明しました資料のリスク管理のところ、トータルリスクについてどうなのか、それと、基本ポートフォリオの前提値算定方法に基づいて各資産の標準偏差、並びに複合ベンチマークがどうなのか、それに対して

基準をそれぞれ設けております。その基準を超えた場合、基準だけでなく、この資料に書いてありますように、メリルリンチのストレステストとか、テッドスプレッドとか、その他の短期的な指標も見ております。問題があった場合の対応については、実はトータルリスクの管理を採用したとき、平成22年の10月から行っていますが、その場合は、トータルリスクの管理上の目安を超えた場合は、資金運用検討会議というのを毎月行っていますけれども、そのメンバーに一報の上、関連するデータについての要因分析を行い、資金運用検討会議において状況を報告して対応する。必要に応じて委員会に報告するというような対応はできているということです。

**【酒巻財務部長】** 俊野委員のご指摘を受けまして、正直そういった視点が前々からいわれておるのは、もちろん承知しては、知識とか、そういった面の不足もあって、具体的な閾値までは示しても、それを超えたときの対応は、もっと具体化すべきだというご意見ごもっともでございまして、その辺が意識としても足りないかなというところがございましては事実でございます。

リスク管理につきましては、最新の知見なども情報を入れていく必要がありますし、地共済でもリスク管理担当者の集まりというものが、事務的なものがあったり、そういったものもお互いに持っているものを出し合って、お互いに高め合っていこうという動きも今ありますので、そういった場も活用しながら、さらに検討を進めてまいりたいと思います。

ご指摘ありがとうございます。

**【俊野委員】** どうもありがとうございます。いろいろされているとは思いますが、その辺が全く見えていないので、全くないと非常に大変なことなので、あるのであれば、それが委員の方に見ていただいて、もしかしたら改善策というのが出てくるかもしれませんので、是非ともその辺、ある程度目に見える形で、ご検討いただいた結果を出していただければと思います。

**【杉田事務局長】** 新年度の委員会の1つの課題で。

**【甲斐委員】** リスク管理について一言申します。リスク指標ということで、いろいろなものを計算されて毎回出されている。これも必要だと思いますが、これだけではリスク管理の決め手になりません。また、先々どのようなイベン

トが起こりそうか予想して、それにどう対応しようかと検討するだけでも、十分ではないと思うのです。一番の問題はきちんとしたキャッシュフローが将来得られるかどうかです。これを生み出すのは、企業であったり、国家経済であり、取引市場以前の大元があります。そこが中期的に安定的に成長していけるかどうかです。ここのリスクを見ようとする努力が重要です。その前触れとしてリスク指標が位置付けられているのですが、市場で観察できる数字だけでなく大元に迫る方法を考えるべきだと思うのです。例えば、企業業績や経済動向に関するリスクです。

そこは定時定型情報にならないかもしれませんが。

そのような基本的なところのリスクを見るのだという姿勢が、リスク管理では大事だと思います。

**【宮井会長】** そろそろ時間が押し迫っております。答申案につきまして、ここを取りまとめたいと思います。今いろいろリスク管理の面についてご指摘がありました。今回の答申案につきましては、原案のとおり答申するという事でよろしいですか。

(「異議なし」の声あり)

**【宮井会長】** 皆さんから特に修正等のご意見が出ませんでしたので、答申案はこれを使わせていただきたいと思います。

ただ、今リスク管理についてさまざまな意見がありましたので、これについては、ぜひご検討いただきたいと思います。私からは、もちろんそうなのですが、リスク管理はいろいろな指標を使った後、判断をしないといけないわけで、ちゃんと判断できる人材が必要です。いくらいい情報が得られても適切に判断できないと使えないということになりますので、そこもぜひご検討いただければと思います。

ということで、これ以降は事務局にお任せしたいと思います。

**【杉田事務局長】** それでは、委員の皆様方におかれましては、ご熱心にご討議いただき、まことに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けれども、5月か6月ごろを予定しておりますが、今後委員の皆様方の日程調整をさせていただきます。

以上をもちまして、第37回資金運用委員会を閉会いたします。

— 了 —