

第38回資金運用委員会

平成29年9月29日（金）

【嶋事務局長】 それでは、定刻にはまだ少し早いようでございますが、ただいまから第38回資金運用委員会を開会いたします。私、7月11日付で事務局長を拝命いたしました嶋と申します。よろしくお願ひいたします。
今後の議事進行につきましては、宮井会長にお願いしたいと存じます。
どうぞよろしくお願ひいたします。

【宮井会長】 皆さん、おはようございます。本日も、時間が限られている中で、かなり検討項目が多いので、いつも同様、効率的な議論にご協力お願いします。
それでは、議事に入りたいと思います。諮問書についてと、本年度の検討課題と検討の進め方につきまして、一括し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でございます。私から諮問書及び本年度の検討課題と検討の進め方につきまして、あわせてご説明をさせていただきます。

まず、平成29年度諮問第2号の諮問書でございます。こちらにつきましては、本年9月15日付で連合会理事長より、「厚生年金保険給付組合積立金、退職等年金給付組合積立金及び経過的長期給付組合積立金の安全かつ効率的な運用のあり方について」、本委員会の意見を求めるとの諮問が本委員会会長宛てになされておるところでございます。

以上が諮問書でございます。

次に、平成29年度の検討課題と検討の進め方についてでございます。
本年度ご議論いただきたい諸課題につきましては、基本ポートフォリオの検証・見直し、及び、諮問書にありましたとおり、各積立金の安全かつ効率的な運用のあり方の2つの項目でございます。

基本ポートフォリオの検証・見直しにつきましては、現行の基本ポートフォリオ、3本ございますけれども、これの検証でございます。

また、各積立金の安全かつ効率的な運用のあり方については、後ほど具

体的な内容をご説明させていただきたいと思います。

なお、これらの項目のほかにも、資金運用に関して検討する事項が生じた場合におきましては、必要に応じてご審議いただきたいと考えております。

続きまして、29年度の検討項目（予定）でございます。

本日、9月29日の第38回委員会では、新3階の基本ポートフォリオの検証、経過的長期給付組合積立金、旧3階の国内債券売却の一部前倒し、物価連動国債への投資の検討、リスク管理の高度化に向けた検討についてご議論していただきたいと考えております。あわせて、新3階の基本ポートフォリオの検証と物価連動国債への投資につきましては、ご回答をいただきたいと考えております。

続きまして、次回でございますが、第39回委員会では、平成30年度のポートフォリオ運営方法の検討、それから、本日この後説明をいたしますが、総務省において新3階を財源として活用した組合員向けの貸付を検討しておりますので、それへの対応、具体的には基本方針の改正やポートフォリオへの影響などについてでございます。それから、本日の議論の継続ということでございますけれども、リスク管理の高度化に向けた検討、これにつきましてご議論いただきたいと考えております。

第3回目、40回の委員会でございますけれども、2回目に引き続きまして、平成30年度のポートフォリオ運営方法の検討とリスク管理の高度化に向けた検討を議論していただきたいと考えております。また、1・2階と旧3階の基本ポートフォリオの検証につきましてご審議をいただきまして、これにつきましてはご回答をいただきたいと考えております。

説明は以上でございます。

【宮井会長】

ありがとうございました。

それでは、ただいまの説明につきまして、ご意見、ご質問等がございましたらご発言をお願いします。

今年度はあと2回やるということですね。今日9月29日を含めて3回という予定をさせていただいているということです。よろしいですか。

それでは、この内容で今年度、検証等を進めていきたいと思います。

次は、新3階に係る基本ポートフォリオの検証について、事務局より説明をお願いします。

【西川運用企画課長】 新3階の基本ポートフォリオの検証につきまして、引き続き運用企画課長の西川からご説明をさせていただきます。着座にて失礼いたします。

まず、地方公務員共済全体の基本ポートフォリオの検証についてでございます。

地共済全体の基本ポートフォリオにつきましては、地共連におきまして、新3階の年金額等を計算するための利率であります基準利率に見合った年金資産を確保できているか、検証を行ったところでございます。その結果といったしまして、財政上の不足金が発生する可能性は極めて低く、長期的には投資額の増加に伴って基準利率をもとに計算した利息分を確保できる見込みであることから、現行の基本ポートフォリオを変更する必要はないとの判断されておるところでございます。

資料をご覧いただきますと、平成28年度の運用実績という表があります。ここでは、地共済全体の基準利率と実際運用実績との比較を行っているところでございます。地共済全体でみると、実績が目標値を0.15%上回っておるところでございます。この要因といたしましては、この内訳にございますけれども、地職や警察が、新3階を使って組合員貸付を行っているということでございまして、その部分で少し利率が高くなっています。全体の数値を押し上げているところでございます。

当連合会単体で見ますと、マイナス0.01%となっておるところでございます。このマイナスの要因といたしましては、基準利率の設定方法によるところが主でございます。

基準利率の現状の決め方といたしましては、過去1年間の10年国際利回りの平均を使っております。28年度以降というのは、28年の3月ではマイナス0.024%ということで、3月以降非常に利回りが低い状態になっておりますので、実際の当連合会の運用の数値は厳しい状況となっているわけでございますけれども、比較対象となっております基準利率の設定は、実際には27年度の利率が高い実績数値を使っているため、基準利

率としては0.32と非常に高い数字となっております。このようなタイムラグの関係もあり、そのギャップが大きくなっているというのが現状でございます。

次に、当連合会の基本ポートフォリオの検証であります。

検証の必要性でございますけれども、基本方針上、毎年1回基本ポートフォリオの検証を行うこととされているところでございます。

続きまして、検証方法でございます。まず検証方法といたしましては、地共連が行ったように基準利率に見合った年金資産が確保できているかの確認を行っております。まず、基準利率と運用実績との比較ということで、地共連と同様、平成28年度、それから被用者年金制度一元化以降の基準利率と運用実績との比較を行います。

この検証のほかに、こちらは当連合会独自の検証方法でございますけれども、地共済と国共済の新3階に係る年金財政につきまして、最近の経済情勢を踏まえて設定した金利シナリオに基づきまして、10年国債100%、20年国債100%、10年国債と20年国債を50%ずつといった3パターンで運用した場合の試算を行っております。これは、基準利率と運用実績との関係を見ますとマイナスが出ているため、それを補強する意味で行うものでございます。

続きまして、検証結果でございます。まず、基準利率と運用実績との比較でございますけれども、平成28年度の運用実績につきましては、基準利率を0.01%下回っております。また、一元化以降についても0.10%下回っております。これにつきましては、先ほど説明しましたけれども、基準利率が過去の平均を使っているため、大きく出ているということが影響しておるところでございます。

基準利率の推移を見ていただきますと、直近、来月から適用される利率というのは、現状の低い利回りを反映いたしまして0.00%という設定になっているのが現状でございます。

また、平成28年度の運用状況を見ていただきますが、こちらは簿価評価でございますけれども、当連合会の特徴といたしましては、債券の種別は地方債、機構債が中心でございまして、地方債は40.7%、機構債、こ

ちらは国債に一定の上乗せ利率のある縁故債でございます。こちらが 5.4. 1 % でございます。また、債券の年限でございますが、10 年債、20 年債、それぞれ半分ずつとしておるところでございます。

次に、地共済と国共済の新 3 階に係ります年金財政の試算結果でございます。

試算でございますけれども、10 年国債 100%、20 年国債 100%、それから当連合会の実際の運用に近い 10 年国債と 20 年国債を 50% ずつといった 3 つのパターンで運用した場合でございますけれども、結果といたしましては、いずれも短期的には不足が生じる可能性はありますが、最も悪いパターンの前提条件としては、低金利継続シナリオで、10 年の国債を 100% で運用した場合でございます。これにつきましても、20 21 年以降はプラスに転じておりますので、中長期的に不足が生じる可能性は極めて低いという試算結果となっておるところでございます。

結論でございますけれども、実際の運用実績というのは基準利率を下回っておりますけれども、1 つ目として、機構債の発行条件については、国債に一定の上乗せ利回りが確保されていることから、長期的に財政上の余剰を確保する方向に寄与すること。2 つ目として、現行の基準利率は過去 1 年の国債応募者利回りの実績に基づいて決定されているので、金利低下局面においては、機構債取得時の金利が基準利率を下回る可能性がある一方で、金利上昇局面では、逆に基準利率を上回る可能性があること。それから 3 つ目でございますが、年金財政の試算を行ったところ、中長期的に不足が生じる可能性は極めて低いという結果となったこと。以上の 3 つなどから現行の基本ポートフォリオにつきましては、特に問題ないと結論づけております。

続きまして、当連合会の対応でございます。まず、地共連と同じ理由でございますけれども、検証の結果、現行の基本ポートフォリオについては、年金財政上の不足が発生する可能性が極めて低く、長期的には基準利率をもとに計算した利息を確保する見込みであることから、現行の基本ポートフォリオを変更する必要はないとの判断いたしました。

次に、運用方法についてであります。国債利回り等に連動する形で給

付水準を決めるキャッシュバランス型年金の特性を踏まえ、基準利率を最低限のリスクで確保するように、国内債券100%の基本ポートフォリオを策定し、機構債を中心に国債に対する金利の上乗せを図る運用を行うことについては、現状特に問題はないという判断をいたしております。

最後に、その他でございます。今後の新3階に関する動向ということでございますけれども、組合員に対する貸付についてであります。現在、組合員に対する貸付につきましては、旧3階を財源にして行っておりますけれども、これを新3階から行えるよう、現在総務省が制度改革を検討中でございます。この目的といたしましては、組合員の貸付利率を引き下げるということでございまして、旧3階から新3階に行きますと、現行2.66%の貸付利率が制度改革後は1.26%となる見込みで改正が進んでおるところでございます。この制度改革に対応するためには、現行の基本方針の変更が必要となってまいりますので、総務省の改正を踏まえまして、次回の委員会で基本方針の変更等につきましてご審議をいただきたいと考えております。

以上、新3階の基本ポートフォリオの検証についてご説明をいたしました。

【宮井会長】 ありがとうございました。

それでは、ただいまの説明につきまして、ご意見、ご質問等、ありましたらご発言をお願いします。俊野委員、お願ひします。

【俊野委員】 細かいことで申しわけないのですが、現在はまだ新3階では貸付ができないというお話なのですが、ほかの実施団体さんでは既に新3階から貸付をされているという説明があったのですが、その整合性を教えていただけますでしょうか。

【西川運用企画課長】 当連合会、総務省から示された準則というもので縛られていたところがございまして、その準則に旧3階としか書いてなくて、新3階とは書いてなかつたのです。それで、私どもは、旧3階からの高い利率のままではなかなか組合員の貸付が伸びないということで、福利厚生も考えて新3階からの貸付ができるように要望等をしておりまして、それが今回改正をしていただけるような見込みになっております。ただ、地方職員など

も、既に新3階へ財源は移行しているところでございますけれども、職員向けの貸付利率についてはまだ下げておりませんので、実際の職員向けの貸付利率を下げるのは、足並みをそろえて行うような形になると聞いてございます。私どもは直接貸付の制度を担当しているものではございませんので、詳しい説明ができなくて申しわけございませんが、そのような形と聞いております。

【俊野委員】 ありがとうございます。

【宮井会長】 それでは、ほかにいかがですか。和田委員、お願ひします。

【和田委員】 1点だけ。利率を下げるということで、逆選択の可能性があるのですけれども、鈴木さんに調べていただきまして、保険会社に保証があるのでデフォルトの可能性はないということをお教えいただいております。

【宮井会長】 ほかにいかがですか。

では、ないようですので、次に、物価連動国債への投資の検討につきまして、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】 物価連動国債への投資の検討について、投資専門員の鈴木からご説明させていただきます。

まず、目的についてです。物価上昇率は、現在の水準からさらに下落するリスクより上昇するリスクが大きいと思われます。そのような中、年金給付積立金の実質価値保全の観点から、物価上昇への対応を検討します。物価上昇への対応については、幾つかの物価連動性が認められる資産が考えられますが、より物価との相関が高いと考えられる物価連動国債への投資を検討するものです。

次に、物価連動国債の商品性、メリット、デメリットについてです。商品性の中で特徴的なのは、2013年度以降に発行された物価連動国債については、物価が下落した場合に額面金額が保証されるということです。メリットは、インフレリスクヘッジによる年金給付積立金の実質価値の維持と、リスク分散効果による投資効率の改善です。デメリットは流動性リスクです。

次に、物価連動国債の組み入れ効果について、2つの切り口で分析しております。まず、基本ポートフォリオへの組み入れ効果として、運用目標

が名目賃金上昇率に連動していることから、物価連動国債を組み入れた場合の効果を把握します。

試算の方法は、ポートフォリオのリターンと賃金上昇率の差、サーブラスについて平均分散最適化を行いました。試算の前提値の推計方法、期待リターン、リスク、相関については、資料に記載したとおりです。

試算の結果についてですが、投資効率については、内閣府経済再生ケースでは物価連動国債へ振り向けるほど、民間平均ケースでは11.5%まで振り向けると向上する結果となりました。

国内債券への組み入れ効果は、国内債券の中に物価連動国債を組み入れた場合の投資効率が最も高くなる組み入れ比率は約5%となり、1・2階の積立金においては約900億円となります。

次に、地共連の取り組み状況についてです。インフレリスクを軽減することを目的に2014年度より組み入れ、自家運用にて運用し、1・2階のみでの保有でございます。2016年度時点では、1・2階国内債券積立金額の約3%を保有しております。ちなみに、GPIFは約5.4%保有しております。

最後に、本連合会の取り組み方針（案）についてです。自家運用で運用すること、1・2階及び旧3階での組み入れを検討します。国内債券に対する組み入れ比については、流動性、基本ポートフォリオへの組み入れ効果、国内債券の組み入れ効果、政策ベンチマークに対するトラッキングエラーなどを考慮し、5%程度を上限とすることを検討します。また、目指すポートフォリオは10年ラダーを検討します。なお、実際の投資に当たっては、市場環境を考慮し、ポートフォリオの構築の仕方、投資時期や構築スピード等を検討します。

次ページ以降に物価連動国債の特性等をご参考までに添付しております。
ご説明は以上です。

【宮井会長】 ありがとうございました。

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をお願いします。甲斐委員、お願いします。

【甲斐委員】 事前説明でも少し申し上げたのですけれども、物価連動国債が定期的に

発行されていますので、それを検討対象にすることは当然だと思います。問題は、その組み入れ比率を5%に決定した根拠です。リスク分のリターン、これが最大になる水準が組み入れ比率5%だということですが、このリスク分のリターンを最大にするということがなぜ運用上よいのか。投資効率というのは、極めて曖昧なイメージで、もう少しそこを具体的にすべきだと思います。

それと、従来のアロケーションにおいて、リスク分のリターンを最大にするという決め方はやってこなかったですよね。従来の決め方と違う決め方を今回とられているはどうも整合性がとれていないのではないかと思います。

それから、これは実際最適化をやってみたらわかるのですが、少しリターンのところが変化しますと、この5%というのは大きくぶれます。ということで、安定的な5%ではないということです。いかにも唐突で理論的に決めたとは思えません。こここの根拠が一番大事なところですから、もう少しクリアにしていただきたい。

この問題が1点と、もう一つの問題は、流動性リスクがあるということです。現実の運用において、流動性リスクとはどういうものを想定しているのか、これが実際うまくコントロールできるというのか、そこら辺に対するコメントをお願いしたいと思います。

【宮井会長】 それでは、事務局からお願いします。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 まず第1点のリターンをリスクで割ったことについてということですが、基本ポートフォリオについても、運用目標について、最小なリスクで達成するというのが課題になっているかと思います。そういう考え方を準用して、各資産においても最小のリスクでリターンを得られる、国内債券の中ではそういうポートフォリオをつくるのが良いのではないかという考え方でこの手法を使うということです。

あとは、安定的ではないというのは確かにおっしゃるとおりでして、先ほどの説明のところで、若干補足的に説明いたしましたが、これは1つの材料としてこういう考え方、切り口もあるということです。あとは流動性の部分と、先ほどの説明でトラッキングエラーの話をしましたが、35%

全額物価連動国債にすると3.2%のトラッキングエラーになりまして、これはかなり大きいので、その幾つかの理由を含めて5%にしたいということです。

2点目としまして、流動性のことですが、これに当たっては、新発債は、今、四半期ごとに4,000億発行され、年間1兆6,000億ということですので、新発を買うに当たっては、流動性は特に問題ないです。既発についてですが、これは、2013年からの額面保証があるという銘柄については、普通の国債に比べるとかなり流動性は低いのですが、ゆっくり買っていこうと思えば何とか買っていけるだろうというような状況です。売却するときどうなのかということですが、基本的にこの運用については満期保有を考えていますので、売却のことは考えなくて良いと思います。組み入れ比率も上限5%ということで、給付のために売却することもないだろうということによるものです。

以上でございます。

【宮井会長】 今のお答えについて、甲斐委員からお願いします。

【甲斐委員】 5%程度であれば、債券を売却する場合、優先的には普通債券を売却して、この物価連動国債については、優先順位として後なので、これを売却するような状況にはならないだろうということですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい。

【甲斐委員】 わかりました。

疑問が残るのは1番目の問題です。鈴木さんがおっしゃったのは、できるだけ小さなリスクでリターンを上げるということでこの手法を選んだと言われますけれども、それはこういうケースだと思うのです。あるリターンの水準が所与であって、これを何とか実現したいと。それを実現するための最低のリスクはどんな組み合わせであるかというケースは確かにおっしゃるとおりなのですけれども、今回この基準を用いるのが的確なのかはもう少し理論的に分析する必要があろうかと思います。また検討してください。

【宮井会長】 これは、国内債券の35%について物価連動国債を少しずつ入れていって、実質的な期待收益率を標準偏差で割ったものも計算しているわけです

ね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】　　はい。

【宮井会長】　　これによると、ここでは5%のものしか書いてないのですが、もっと比率を上げていくと、先ほど少し説明がありましたけれども、国内債券の全部がこの物価連動国債になるまで分析を行っているわけですね。その全体で見れば、この物価連動国債を十何%入れたら、5%よりもよりリスクとリターンの観点で見るとよかつたというわけですね。だけれども、伝統的な資産の中でこの物価連動国債というのは、そんなに長いデータがあるわけでもないし、データにあまり固執してもよくないという部分もある。国内債券の中の10%というとかなりのウェイトになるということもあり、今の流動性の問題もあり、大体5%ぐらいがせいぜいできる範囲ではないかという、そういう目星があって、それに基づいて確認をしてみましたということだろうと思うのです。

だから、データで全部決めているわけでもなくて、できる範囲の中で可能性のあるやり方として5%ぐらいがいいのではないかというわけです。だから、必ずしも理論的にきっちりやっているわけではなくて、ほかの地共連等も横目にみながら、初めからこういう数字があったのではないかと言われてしまうと困りますが、一応それも横目に見ながらこういう数値にしたということですね。ただ、甲斐委員から指摘があったように、もう少し何か説明できるようなことがあれば、もう少し定性的な要因を補完して少し納得性のあるような説明ができればありがたい、していく必要があるということですね。

では、徳島委員、お願ひします。

【徳島委員】　　物価連動国債を購入する、投資対象にするということは、1・2階及び旧3階の給付が物価ないし賃金に連動しているということから申し上げれば、概念的には好ましいということは否定しません。

一方で、甲斐委員からもご指摘のあった、この組み入れの上限をどうするかというところですが、試算が余りにもずさんかなという気がいたします。何がずさんかと申し上げますと、ここでBPI総合とJ-TIPSのIndexを使ってリターンとリスクと相関を使っているのですが、そも

そもこのJ-TIPSのデータは2004年から発行されていた、投資対象としていない元本保証のないものを含んでいます。さらに2007年、2008年というリーマンショックのところで物価連動国債が著しく外人投資家に売り込まれた局面を使っています。したがって、2013年以降に発行されている元本保証つきの物価連動国債だけでは、こんなに高いリスクになるはずがありません。そういう意味でこの5%の算出基準というのは、あまりにもざんざな試算という気がいたします。

一方で、ほかのGPIFや地共連の取り組みから見ると、5%という上限を置いているのは違和感がありません。実際、今回の投資対象である2013年以降の元本保証つきの物価連動国債で10年ラダーを組まれるということから考えると、現在購入ができるのはそのうち3、4、5、6、7ですから、5年分ぐらいしかありません。この5%をめどにラダーを組み始めるということ自体には、反対しないつもりでいます。ただ、なぜ5%、900億なのかというところは、改めてきっちりロジックを詰めていただかないと、組合員の方へのご説明としては少し足りないと思いますので、今回、方針を定め投資を始めることには反対いたしませんが、きっちりロジックを詰めていただけたらなと思います。

【宮井会長】 ありがとうございました。

では、加藤委員、お願ひします。

【加藤委員】 私が聞きたかったことは甲斐委員のおっしゃったことと同じなので、その点は今後検証していただければと思います。特に基本ポートフォリオへの組み入れ効果と国内債券への組み入れ効果の整合性、2つのロジックが出てきていますので、この整合性について検討していただければいいと思います。

1つ追加の質問です。10年のラダーで運用するということなのですけれども、その理由を教えていただけるでしょうか。

【宮井会長】 それでは、事務局、お願ひします。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 物価連動国債については、理論価格と若干季節性があつて違ってくることがありますし、基本的には、10年ラダーであれば10年間の物価上昇に対する期間がある。要するに、最初のうちは残存

短いものを買っていく可能性はありますが、10年という物価上昇に対する期間を得られるということですので、そういったことを踏まえて10年ラダーが良いのではないかということで考えております。

【宮井会長】 はい。

【加藤委員】 ありがとうございました。

実は私も物価連動国債の専門家ではないので、質問ということでお聞きしたいのですが、物価連動国債の組み入れにはラダーがこういう理由で適しているといった研究等があれば教えていただければと思います。

【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】 ほかに。俊野委員、お願ひします。

【俊野委員】 すみません、今の、加藤先生から、基本ポートフォリオへの組み入れ効果と国内債券への組み入れ効果の2種類の試算が行われていて、整合性というご指摘があったのですけれども、私もこの整合性がしっくりしない気がしていまして。基本ポートフォリオへの組み入れ効果は、国内債券の一部に物価連動国債を入れるというよりは、物価連動国債を独立した資産とみなして、国内債券が30%、物価連動国債が5%ということになりますと、これは35分の5ですから、1割以上物価連動国債を入れると。要するに物価連動国債を入れれば入れるほど投資効率がよくなりますよという試算があつて、国内債券への組み入れ効果は基本ポートフォリオへの組み入れ効果とは別にということで、それはそれでさておきということで、少しこれはつながりが何かよくわからないのですけれども。ただ基本ポートフォリオへの組み入れ効果の検証結果はほとんど採用されないといいますか、何なのかというのがよくわからなくて。直感的に国内債券の5%ぐらいという結論については、私は賛成なのですけれども、この資料のつくり込みとして何か説得力がない試算なのだなという印象を持ちましたということで、この整合性について、もう少しご配慮いただければなというところでございます。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 基本ポートフォリオの組み入れ効果についての試算では、一方は入れれば入れるほど良い、他方は3分の1ぐらいまで入れたほうが良いという結果が出ていますが、先ほども申し上げましたように、

我々の政策ベンチマークがB P I 総合ということですので、そういった観点でトラッキングエラーもかなり大きくなることも考えられるということと、あとは流動性の課題もあるので別の切り口で試算をしてみたということです。

【宮井会長】 和田委員、お願ひします。

【和田委員】 基本的に基本ポートフォリオの組み入れ効果の分析が主になると思うのですけれども、このケースが2つぐらいしかないので、もう少し何ケースか、例えば、相関構造が変わるケースとかでロバストネスチェックをしたほうがいいかと思います。

国内債券への組み入れ効果に関しては、鈴木さんに質問して調べていたいだいたのですけれども、この試算の前提のJ－TIPSというのは、2004年から17年で、リターンが1.66でリスクが4.73となっていますけれども、実はかなり数字が違っていて、徳島先生の論点にかかわるのですけれども、2004年4月から2008年9月だとリターンが0.95、リスクが3.35、2008年10月から2013年9月だとリターンが3.48、リスクが6.76、2013年10月から2017年6月だとリターンがマイナス0.25、リスクが2.17ということで、各54カ月、60カ月、45カ月で出していただいたのですけれども、かなり数字がぶれているので、この辺のロバストネスチェックも、むしろ先ほど徳島先生がおっしゃったように、多分2013年10月以降が一番レレバントなサンプル期間だと思うので、そこはリターンがマイナス0.25になっているので、シミュレーションをどうするかというのは難しいと思うのですが、かなりインフレ連動債のリスク・リターンプロファイルが変わっているというのを考慮に入れて分析をしていただければと思います。

【宮井会長】 今、委員の皆さんからいろいろこの物価連動国債の組み入れにつきましては、少し整合性がとれないとか、説得力がないとか、あるいはラダー型にする意味などいろいろご意見をいただきましたので、これらの説得力が増すようにご検討いただければと思います。

【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】 それでは、答申を取りまとめたいということでありましたので、答申書

(案)につきまして、事務局より説明をお願いいたします。

【西川運用企画課長】 それでは、答申書(案)についてご説明いたします。

今ご議論をいただいたところでございますけれども、新3階の基本ポートフォリオの検証、それと物価連動国債への投資につきまして、答申書(案)を準備しておりますので、答申書(案)を読み上げさせていただきたいと思います。

1、退職等年金給付組合積立金(新3階)に係る基本ポートフォリオの検証について。「退職等年金給付組合積立金の管理及び運用に係る基本方針」のⅢの3に基づき、現行の基本ポートフォリオについて、基準利率に見合った年金資産を確保できているか等の検証を行った。

その結果、平成28年度及び被用者年金制度一元化以降の運用実績については基準利率を下回っているが、直近の経済情勢を踏まえて設定した金利シナリオに基づく年金財政の試算結果等を踏まえると、年金財政上の不足が発生する可能性は極めて低く、長期的には基準利率を基に計算した利息を確保する見込みであることから、現行の退職等年金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2番でございます。物価連動国債への投資について。厚生年金保険給付及び経過的長期給付は物価に連動し、また、当該給付の積立金の運用目標は名目賃金上昇率プラスアルファと設定されている。

このような中、今後の物価は、少なくとも現在の水準からさらに下落するリスクより上昇するリスクのほうが大きいと思われ、また、各民間調査機関の物価予想も同様に上昇を予想している。

そのため、積立金の実質価値保全の観点から、物価等の相関が高いと考えられる物価連動国債を投資対象とすることは妥当である。

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てに出させていただければと考えております。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、ご質問等がございましたらご発言をお願いします。俊野委員、お願いします。

【俊野委員】 1点だけ文言の細かいところで恐縮なのですが、物価連動国債の投資についての3行目のところで、物価が「下落するリスクより上昇するリスク

のほうが大きい」という、両方ともリスクという表現になっているのですが、これは、ただ運用上、リスク、ボラティリティはどちらもリスクというファイナンスの考え方もあるのですけれども、「下落する可能性」のほうが表現として妥当なのではないかという印象を持ちました。これは文言の問題でございますけれども、ご検討をいただければと思います。

【宮井会長】 確かに物価が下落するのはリスクかと言われると、どうかなという気がします。

徳島委員、お願いします。

【徳島委員】 私も全く同じことを申し上げようと思っておりました。「下落するリスクより上昇するリスクのほうが大きい」というのは、少なくとも投資の専門家である委員会の答申としては出せない表現という気がいたします。これはメディアが持つリスクのイメージなですから、俊野委員からご指摘のとおり、例えば「可能性」とか、少し文言を修正していただかないと、これでよろしいと言うことは難しいです。

【宮井会長】 ほかにいかがですか。

私も改めて読んでみると確かにそう思います。リスクというのは、我々はふだん運用からやっている面からすると、こういう上も下もリスクというふうに考えるのですが、ただ、答申ということになると変な誤解があつても困るので、ここはもう少しこいつ文言を、今の「可能性」というのも含めて検討していただきたいと思います。

そこで、事務局において修正し、その確認については私に一任していただければと思いますが、よろしいでしょうか。

はい。それでは、そのようにさせていただきたいと思います。事務局もそれでよろしいですね。

【西川運用企画課長】 はい、承知いたしました。修正の上、宮井会長とご相談して決めさせていただきたいと思います。どうぞよろしくお願ひいたします。

【宮井会長】 それでは、次の協議事項に移ります。経過的長期給付組合積立金の国内債券売却の一部前倒しについて、それから、リスク管理の高度化に向けた検討につきまして、一括し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、経過的長期給付組合積立金の国内債券

売却の一部前倒しについてご説明いたします。前回の委員会でお諮りしました平成29年度末の目標資産構成割合を修正する内容でございます。

まず、売却の目的についてです。経過的長期給付組合積立金の国内債券運用については、長期的な観点から効率的であるなどの理由からラダー20年による運用を行っております。ただし、当面は、政策ベンチマークであるBPI総合よりデュレーションが2017年6月現在0.2長いことにより、金利に対する感応度、リスクが高い状況にあります。このため、デュレーション乖離による影響を緩和させることを目的に、経過的長期給付組合積立金の国内債券の中で将来のキャッシュアウト用として運用しておりました国内債券の一部を前倒しして売却することです。

次に、売却の効果の確認と売却ウェイト案についてです。金利が上昇した場合の金利リスクが、BPI総合で運用するのと同等となる売却ウェイトの水準を確認します。結果は、国内債券の一部を売却し、キャッシュ比率をポートフォリオの3%にすることにより、時価変動金額をBPI総合と同等に抑制可能であることから、当該水準が妥当と考えられます。

参考として、仮に金利が低下または変化しなかった場合の機会損失を試算しております。いずれの場合も機会損失は大きくないことがわかります。

続きまして、参考の2として、売却した場合の本連合会の予定積立金額に対する平均積立比率の状況を試算しております。基本ポートフォリオの検証時に用いたシナリオ、ケースEとGにおいて、25年後、50年後、いずれのケースも平均積立比率は100%を大きく超過していることがわかります。

最後に、平成29年度における経過的長期給付組合積立金の年度末の目標資産構成割合の修正についてです。以上の結果を踏まえ、現行の平成29年度末目標資産構成割合の国内債券を3%減、短期資産を新たに3%と設定した数値を目標資産構成割合とします。

経過的長期給付組合積立金の国内債券売却の一部前倒しについての説明は以上です。

続きまして、リスク管理の高度化に向けた検討について、ご説明いたします。

まず、工程（案）についてです。今年度予定しております3回の委員会において、現状整理、課題抽出、施策の検討、実施報告を行っていくことを予定しております。1回目は現状整理と課題抽出です。

現在行っている基本ポートフォリオ及び各積立金の運用に係るリスク管理を積立金別、対象別にまとめた概要について説明します。

基本ポートフォリオについては、基本ポートフォリオの前提が崩れてい るかどうかを定量的に把握するために月次で行っているもので、基本ポートフォリオ策定時の前提値算出方法に準じて求めた各資産及び複合ベンチマークの収益率の標準偏差について、閾値を設けて管理しております。以降の項目は、リスク管理実施方針に基づくリスク管理です。

次に、基本ポートフォリオ及び積立金の運用に係るリスク管理のモニタリング項目についてです。概要、確認項目、手法・ツール、比較対象をまとめています。「基本ポートフォリオ策定時の前提の状況確認」は、先ほどご説明いたしました内容ですが、管理目標を逸脱した場合は詳細分析を行うこととしております。「トータルリスク」は、「基本ポートフォリオ策定時の前提の状況確認」がベンチマークベースを対象としているのに対して、実際の積立金を対象として積立金ポートフォリオのリスク水準、各資産、運用スタイルごとのリスク水準を確認しております。積立金ポートフォリオのリスクについては、管理目標を設定し、逸脱した場合は、適切に対応できるよう、その原因がどの資産、どの運用スタイルから起因しているかを把握しております。また、「基本ポートフォリオ策定時の前提の状況確認」の分析材料にもしております。「推定トラッキングエラー」、「ベータ」、「修正デュレーション」については、「トータルリスク」の構成要因でもあるため、「トータルリスク」の分析を材料としております。「VaR及びCvaR」及び「ストレステスト」については、積立金ポートフォリオがこうむる損失状況を基本ポートフォリオの損失状況と比較して認識するとともに、どの資産の影響が大きいかを認識しております。また、「トータルリスク」と関連づけて変化の傾向を把握しております。

「信用リスク」、「カントリーリスク」、「通貨リスク」、「流動性リスク」は、信用及び流動性に係る項目です。参考は現在モニタリングに対応可能

な項目で把握している項目です。

次に、リスク管理の現状認識と課題（1）についてです。前回の委員会において、イベントにどのように対応するかがテーマとなりましたので、当連合会の現在の考え方を示したもので。結論としましては、イベントに対応する形で積立金ポートフォリオを基本ポートフォリオから乖離させる調整等は原則行わないということです。その理由は、基本ポートフォリオ策定時に一定のリスクが想定されており、また、リスクが変動することも認識しております。つまり、テールリスクも考慮して基本ポートフォリオが策定され、また、長期的な運用が可能な資金であることを生かし、短期的な対応は避けたいからこそ長期的な過去データを基に基本ポートフォリオを策定したのではないかということです。

また、積立金ポートフォリオを基本ポートフォリオから乖離させる調整等をすること、すなわちイベントに対応し、リスクを低減することや、基本ポートフォリオと同水準のリスクに戻すことを行わないことで、現行基本ポートフォリオが実現し得るリターンと比べて低い期待リターンとなる可能性を許容するのかについて、明確化・共有化が必要と考えるからです。長期的に運用可能な資金としての許容できるリスク水準及び逸失利益に対する考え方の明確化・共有化、リスク水準をもとに戻すタイミングを適切に行えるか、意思決定を行える体制はどうあるべきかなどについて、十分検討した上で結論を出すことと考えられます。

したがって、テールリスクを考慮して策定した基本ポートフォリオに基づく運用を基本とし、イベントをトリガーとしたポートフォリオ調整は原則行いません。ただし、基本ポートフォリオの前提が崩れたと想定される際に、積立金のポートフォリオを基本ポートフォリオから乖離させる調整等は実施します。そのために、経済構造の変化など、大きな変化を捉えること、基本ポートフォリオの年次モニタリングの分析頻度を上げることなど、定性、定量の両面において、基本ポートフォリオの前提が崩れたかどうかを判断する能力の高度化を目指します。

次の課題（2）は、基本ポートフォリオに対するリスクのとり方についてです。こちらは、課題（1）と異なり、通常運用におけるリスク管理に

ついてです。今年度の方針として、積立金の資産構成比を基本ポートフォリオの中心値に近づけることとしていますが、中心値近辺の運用を行っていくに当たって、現状は基本ポートフォリオに対してどの程度のリスクを許容するか、あるいは取るかは定まっておりません。課題（2）としましては、許容乖離幅が大きいため、時価変動により基本ポートフォリオの想定するリスクから乖離が大きくなる可能性があることや、各資産の政策ベンチマークに対するリスクのとり方が明確でないこと。すなわち、資産配分から生じるリスクと各資産のアクティブリスクのとり方が明確でないことで、積立金全体のリスクが基本ポートフォリオの想定するリスクから大きく振れることを抑えることです。

解決策として、効率性、コスト、下方リスクに対する許容限度を勘案し、許容乖離幅、資産構成割合ベースやリスク寄与度ベースで設定することを考えます。

下の表はリスク管理の現状と今後の検討課題をまとめたものです。今後検討が必要と考えられる事項として、現体制で実施を目指す項目が3点あります。第1に、トータルリスク、推定トラッキングエラーを踏まえたポートフォリオ管理があり、実効的なリバランスルールの策定、各資産のトータルリスクや推定TE管理などがあります。第2に、VaR、CVaR及びストレステストについては、積立金ごとの活用を検討することがございます。第3に、資産配分以外の切り口によるリスク管理としましては、基本ポートフォリオにおいて40%を占める外貨建て資産にかかる為替リスクに対する考え方の整理や、その他のファクターも用いたリスク管理があります。現体制の強化を図り実施を目指す項目としては、基本ポートフォリオの前提が崩れるかどうかを判断する能力の高度化があります。

最後に、ポートフォリオに係るリスク管理モニタリングの対応プロセスのフローチャートを掲載しています。

ご説明は以上ですが、現状整理を行った上での課題や、課題に対する施策検討の順序などのご意見を頂戴できればと存じます。

次に、今ご説明した、実際にモニタリングをしている事項について、6月末の状況を報告させていただきます。

基本ポートフォリオの有効性の確認につきましては、平成29年6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、基本ポートフォリオの有効性には問題ないと判断しております。

続きまして、基本ポートフォリオの有効性確認のために補完的に行っている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、6月末時点は、3月末に比べ、日経平均ボラティリティ・インデックスとVIXはともに低下しました。インプライド・ボラティリティは、フランス大統領選を前に不透明感が高まったことを受け上昇しましたが、選挙後は安心感が広がり落ち着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、6月末時点は、3月末時点に比べ、国内株式を除く全資産において低下しました。

次に、相関係数が足元に大きな変化がないかをモニタリングしていますが、6月末時点は、3月末比で国内債券と各資産の相関が3月末から低下しているが、特段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は、フランス大統領選を前に上昇している場面があったものの、7月上旬時点で落ち着いています。また、信用不安の高まりをあらわすTEDスプレッドは、米国MMFの新規制を控えて欧洲債務危機のときと同水準まで高まっていましたが、若干低下しております。

続きまして、厚生年金保険給付積立金に係るリスク管理状況をご覧ください。トータルリスクにつきましては、6月末時点では、3月末対比若干上昇しました。また、推定トラッキングエラーを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しました。

続きまして、積立金全体については、ベータは下回る数値になっていますが、基本ポートフォリオに対する連動性をあらわしており、積立金と基本ポートフォリオの違いに起因して1.00から乖離しております。

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つにつきましては、外部委託分につきましては、運用期間の信用

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、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、格付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。また、6つ目の流動性リスクについても特に問題ないと判断しております。

続きまして、バリュー・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。積立金総額に対する比率ベースでご覧いただきますと、6月末の比率は3月末並みとなっております。次に、バリュー・アット・リスクを超えて発生する損失の平均値であるCVaRについてですが、積立金総額に対する比率ベースでご覧いただきますと、6月末の比率は3月末並みとなっております。

続きまして、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、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の結果を記載しております。なお、資料に記載はございませんが、4月にフランス大統領選の第1回投票日前に、ルペン氏などの当選を前提としたフランスのEU離脱とその影響についてのシナリオをストレステストにかけ、ポートフォリオに対する影響はさほど大きくないことを確認いたしました。

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に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でございます。

【宮井会長】 それでは、今の説明につきまして、ご意見、ご質問等がございましたらご発言をお願いします。俊野委員、お願いします。

【俊野委員】 債券の売却は、私は異存ございませんで、リスク管理につきまして2点ご質問をさせていただければと思います。

まず、最近いろいろなイベントが起こり得るという状況ですが、突発的なそういう危機的な状況が起こったとしても、もともとボラティリティ、例えば株式20%ともなりますと、マイナス2シグマでマイナス40%ま

では想定済みということでございます。慌てないということで、中長期的な運用を目指していますので、そういうイベントリスク的なものが発生したとしても、それは中長期的な観点から、全く基本ポートフォリオをいじるとかそういうことはされないということは、非常にそのとおりだと思っておりまして、賛成をいたします。

リスク管理の主なポイントとしては、基本ポートフォリオ策定をしていく前提条件に大きな変化があった場合には考えざるを得ないなというところで、基本ポートフォリオの前提条件が変わっているようなことが起こっているかどうかをチェックするためにリスク管理をしますよということで、そのとおりだなと感じております。そこら辺の流れで、そういう大きなイベントが起こったとしても慌てませんよと、中長期的なスタンスで、むしろ株の比率を下げて期待リターンは下げてしまうとか、そういうところのデメリットが懸念されますということで、この基本ポートフォリオの前提条件が変わっているかどうか、すなわち基本ポートフォリオ策定時の前提条件の状況確認を月1回行っていますということで、月次収益率を用いて算出した標準偏差が管理基準内であるかどうかの確認等を行いますよということを記されています。

私のご質問なのですが、1つは、基本ポートフォリオ策定の前提条件がこういうリスク、過去の標準偏差などからばかり得るのかというところです。例えば、物価連動国債のところで、内閣府の経済再生ケースですとか、民間平均の予測とか、今後金利がどうなるのか、物価上昇率、インフレ率がどうなるのかというのは、それ全体に基づいて期待リターンとかを策定して、金利上昇リスクがあるので債券の比率を少し下げる必要があるとか、インフレがある程度あるので株の比率は少し高めとか。基本ポートフォリオの策定の際の前提条件としては、このようなフォワード・ルッキングな見通しというのが多分大きな前提条件としてあって、こういう前提条件に基づいて株の比率を5割にしましたよとか、債券の比率を低めとか、そういうものが出てきているのだろうなというふうに私は認識しております。その基本ポートフォリオ策定時の前提条件というのは、むしろそのリスクとか、そういう計算したものは非常にいろいろなものが入っています

からよくわからなくて、こういうフォワード・ルッキングな前提条件というのが基本ポートフォリオ策定の際の前提条件としては、むしろ重要性が高いのではないかなど私は感じております。そういう意味では、この標準偏差とかそういうのをチェックしたことによって、前提条件が変化しているのかどうかというのがわかるのかというのが1点目の質問でございます。

2点目としましては、いろいろな突発的に何か、例えば、北朝鮮がミサイルを撃って株が大きく下落したとしても変えませんよというのがうたわれていて、前提条件が変わった場合には、どのような対応をされるのかという、その前提条件のチェックの仕方についてのご質問と、前提条件が変わったというふうに判断した場合にはどういう対応をされるのかと、この2点についてご質問させていただければと思います。

【宮井会長】 それでは事務局からお願ひします。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 まず、第1点としまして、フォワード・ルッキングというお話をなさっていましたけれども、今おっしゃった大部分については、どちらかというと期待リターンに関することでございまして、基本ポートフォリオは、基本的に過去20年の年次リターンの標準偏差に基づいておりまして、標準偏差を唯一勘案しているのは国内債券のところで、BPI総合が長期化するというところを勘案していますが、他は基本的に過去のリターンのボラティリティをベースにしています。その中で、こういうリスクが基本ポートフォリオをつくるときに起用されましたということになっていますので、その過去の状況と今の足元の状況を比べることについては意義があると考えております。

2点目としましては、前提値が変わったとしたらどう対応するのかということですが、ここについてはいろいろな考え方があると思います。本来は、基本ポートフォリオを変更するかどうかということを検討し始めることがだと考えております。ここについては、ただ、我々、被用者年金一元化の中で、モデルポートフォリオがあり、地共済の基本ポートフォリオもありますので、そういう状況を認識しながら、各関係各所との協議も含めて慎重に対応していくこととなると思います。

【宮井会長】 俊野委員、お願ひします。

【俊野委員】 どうもありがとうございました。

1点目のご質問に対しての標準偏差のところ、ご指摘があったのですが、当然前提条件というのは期待リターンと標準偏差と相関係数、これ全体が前提条件ということになるかと思いますので、リスクはその一部でございますので、そこをチェックされるというのは意義があると思うのですが、私の認識だと、本来は、全てのパラメーターについてフォワード・ルッキングですが、今後はどうなるかということが重要であって、期待リターンは、過去の平均リターンでは推計のやりようがないのでフォワード・ルッキングに見えますよと。リスクと相関係数についても、本来はフォワード・ルッキングに推計すべきなのだけれども、比較的過去と、時系列的に安定性が結構あるので、過去の標準偏差を将来の推計値として相関係数も含めて用いても差しさわりはないということで過去のデータを使っていると思うのですね。ですから、標準偏差のチェックだけをするということは、要するに時系列的な安定性が崩れたというところしか見られないので、そういう意味では、その標準偏差のチェックだけというのは、非常に限定的なチェックしかできていなくて、前提条件が崩れたかどうかということを判断するためには、若干その金利のインフレ率の2%というのではなく現実的ではないよねと、下方修正が必要だねと、そうすると株の比率は本来であればもっと下げるべきではないかとか、そちらの重要性が高いのではないかと感じております。テクニカルなチェックをしても少し限定的なというのが私の印象です。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 おっしゃるとおりで、定量面のリスクについては今言ったやり方を行っているのですが、我々が認識しているのは、経済構造が変わるような状況についての取り組みというのは、まだ至っていない部分がありますので、ここについては今後の課題として取り組んでいきたいです。そういうつもりで記載しておりますので、そこは重々承知しておりますので、そのような対応をしていきたいと考えております。

【俊野委員】 どうもありがとうございます。

特に、アベノミクスでこの前提ができていますから、それが総選挙でコイケイズムに変わったというようなことがあって、多分基本ポートフォリ

才の前提条件が大きく変わる可能性がありますので、そういうイベントが起こった場合には、またご検討いただければと思います。

【宮井会長】 ほかにいかがですか。それでは、甲斐委員お願いします。

【甲斐委員】 運用におけるリスク管理は非常に重要な課題であり、このように3回かけてしっかり議論をしようというのは歓迎したいと思います。

説明を聞いていましても、運転するに当たって、バックミラーだけを見て運転しているようなところがあるかなという気がします。半分以上は前を見て運転してほしいと思います。

こういう過去の、あるいは統計処理をしたデータを用いることが有効であるためには前提があると思うのですね。それは長期に何か安定的な原理が存在することです。もともと基本ポートフォリオという考え方自身も、長期最適なるもの、何かそんなものが存在して、何とか見つけそれに近づけていこうという考え方だと思うのですね。時間を超えて存在するのだから、過去と将来はイコールで、将来を推測するに当たって過去のデータをいろいろ分析する意味がある。そういうスキームの中で成り立っているのが基本ポートフォリオという考え方なのです。

最近ずっと報告を聞いていますと、相関係数が想定とかなり違ってきています。例えば、債券と株式の関係、あるいは、為替と証券との関係において、従来の均衡が維持されていくのだろうか、そこに疑問があるのです。

先ほど俊野さんも言われましたが、過去のデータだけでは当然限界があるので、もっと前を見る、そういうような工夫がバランスとしてもっとあってしかるべきだと思います。過去データをこれだけ計算して毎回報告されるのは大変だろうと思いますけれども、その労力の割には、実はあまり効果が上がっていないという危惧を持っています。

もう一つ言いますと、標準偏差や相関は、連続的に物事が動いている、ディフュージョンプロセスだと意味を有するのですが、現実を見ているとそんなきれいなことではなく、かなりドラスティックにいろいろなジャンプが起こっています。何か、こういうパラメーターで語り尽くせない動き、変動もあるうかと思うのです。というようなところを重点的に検討されることを期待します。要するに、フォワード・ルッキングとは何をすること

なのか、そこをこの3回にかけて検討するのが一番重要なことでしょう。基本ポートフォリオという考え方、これを崩すと運用戦略がひっくり返るような話ですが、これだけ経済の構造が変わりつつあることを思うと、基本ポートフォリオなるものがいいのかどうかも含めて考えられたらいいのではないかと思っています。

【宮井会長】 今の点について事務局から何かありますか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 今、甲斐先生がご指摘した基本ポートフォリオの前提、策定時に用いた相関係数と足元の相関係数はかなり違っていますよというお話は事実で、それは認識しております。ただ、実は、基本ポートフォリオの策定された時点というのは、14年の大体7月ぐらいでございまして、その時点においてもかなり違っています。例えば、国内株式、外国債券等については、かなり乖離をしているということも踏まえて基本ポートフォリオは策定されていますので、我々が今やっている過去の数字等を使って標準偏差を見るというのは、その時点でも基本ポートフォリオと前提値が離れているのですが、それを許容しているということがあるので、そういうことも踏まえて今の状態というのもある程度許容できるのかなということです。そういうこともあって、確かに構造変化は見ていかなければいけないということは考えていますけれども、今の基本ポートフォリオを否定するということは考えていません。

【宮井会長】 前提として基本ポートフォリオというのがあるので、これでリスク管理をやるというのは、これは1つの考え方です。ところが、今、甲斐委員が言われているのは、それだけで本当にいいのかという指摘です。本来我々の運用している資産のリスク管理をすることが目的であり、その1つの方法が基本ポートフォリオであって、ほかにも何かあるのではないかという多分ご指摘だと思います。私も、基本ポートフォリオによるリスク管理をベースにしながら、なおかつもう少し何か実効的なものが得られるよう研究していくことが、委託者に対する責任でもあろうと私は認識しているところです。

【甲斐委員】 もう少し例えば具体的に言いますと、10年前と現在を比較しますと、日本の製造企業の収益の源泉は、かつて半分以上は日本だったのですが、

今は逆転していますよね。日本で稼ぎ出している付加価値は3割ぐらいで、7割は海外で稼いでいると言われています。企業の収益構造が非常に変わったおり、これは当然株式の運用の在り方に影響します。

金利についても、従来景気がよくなってくるといずれ金融引き締めが行われ、金利とともに人件費、賃金上昇率も上がる現象が見られたのですが、今はそんなことがなくなりつつあります。要するに、企業が人的リソースをどう賄うか、従来は日本人を雇う、それがだんだん中国に行って、東南アジアに行って。今はロボットを雇おう、ロボットを使おうということになりました。だから景気がよくなつたから賃金が上がっていくという関係が崩れ出しているわけです。そのような変化を前取り、反映するような、具体的に数値として表現するのは難しいが、そういう要素を加味したものがリスク管理だと思うのです。それを何とか取り込むにはどうしたらいいか。難しい課題ですけれども、ここを避けて通れないように思います。

【宮井会長】 事務局からのリスク管理の高度化に向けた検討についての資料においても、現体制で実施を目指す項目と、それから現体制の強化を図った上で実施を目指す項目に分類されているものの、いずれにしてもここは基本ポートフォリオを前提にしたリスク管理というのを目指そうという内容でした。もちろんこれを否定するものではありませんし、また体制の問題との関係もあるけれども、それを言つていればいつまでたっても新たな管理の方法が出てこないということだと思いますので、リスク管理という大きな観点から、今ご指摘があったことは検討するに値するのではないかと思います。

【酒巻財務部長】 ご指摘ありがとうございます。今いただいた点を踏まえまして、また検討をしました上で、次回以降にお出しするものに反映させていければと思います。ありがとうございます。

【宮井会長】 では、加藤委員。

【加藤委員】 まず、最初にテクニカルな質問を1つと、その後でリスク管理の質問をさせていただきたい。モニタリング指標等のところで、TOPIXのヒストリカル・ボラティリティが6.51で、前期比でマイナス6.26ということで、かなり低くなってしまっているのですが、これは正しいのでしょうか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 こちらにつきましては、実は短期のデータでございまして、20日のベースで算出していますので、5月に大きくぶれたところが外れるという結果になろうと思います。

【加藤委員】 たまたまその20日間、低かったということですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 ボラティリティの高いデータが外れて低くなったりと推定できます。

【加藤委員】 20日間の日次収益率で計算して、何倍かするというやり方ですね。若干これは違和感があるので、この計算の仕方を少しご検討されたらいいと思います。

リスク管理の話ですが、私はフォワード・ルッキングリスク管理に若干懐疑的なところがあって、どこまで予測できるのかというところに疑問があります。そこは、もちろんベストエフォートベースだと思うのですが、あまり過度にフォワード・ルッキングを強調するとピント外れな予測を持ってくるということにならないように気をつけていただければと思います。

その観点で言うと、リスク管理の高度化に向けた検討についての資料にある今後検討が必要と考える事項の中の実効的なリバランスルールが現実的にはとても重要になるだろうと思います。例えば、イベントが起こったときにじたばたしないということはもちろん書いてあるのですが、では、基本ポートフォリオにどのタイミングで合わせに行くのか、つまり株をどのタイミングで買いに行くのかという、そういう判断が強いられるわけです。これもリーマンショックのとき、企業年金の中で放っておいた基金が5割で、調整しに行った基金が5割で、その後、パフォーマンスが全然違ってしまったという検証があります。したがって、このリバランスルールが極めて大きな影響を及ぼすということになると思います。この実効的なリバランスルールの検討ということで、これはぜひいろいろな研究をしていただければと思います。

それから、現体制の強化を図り実施を目指す項目の中で、基本ポートフォリオの前提が崩れるかどうかの判断能力の高度化とあるのですが、これはどういうことをイメージされているのかというのをお聞きしたいと思います。

というのは、これはなかなか難しいのではないかと思います。例えば、リーマンショックのときも、もうみんなこのまま市場は崩れるのではないかと思っていたわけです。だから半分の年金基金が結局リバランスタをせずそのままにしたわけです。でもその後V字回復してしまったわけです。だからその判断能力というのが本当に高度化できるのかどうかというのは、若干疑問のあることです。世の中が皆悲観的な状況に陥ったときに、当連合会だけ違うということができるのかどうかということは、かなり難しいのではないかと思います。無駄な徒労にならないように適切な研究をしていただければと思います。

以上です。

【宮井会長】 では、事務局から何かあれば、いいですか。

では、和田委員お願いします。

【和田委員】 先ほどフォーキャストということがありましたので、論文を書いている学者として、現場で3つぐらい指標があるということをご紹介します。

1つは、中央銀行は、日銀とかは10年以上前から使っている指標ですけれども、まず基本的に先物の価格を使うという指標があると思います。具体的に言うと、先物の価格というのは、リスク中立確率のもとではありますけれども、将来の期待を含んでおりますので、ただし、現実の確率とは違うので注意しないといけないのですけれども、そのリスク中立のもとのリスクの推移と変化というのは、現実のリスクとパラレルに動きますので、ですから現実の、例えば株とか債券のインデックスのリスク中立確率でのボラティリティを使うというのは現実に使われております。

また、2つ目は、これも10年くらい前ぐらいから現実に使われておりますけれども、マクロ経済の分野でDSGEというモデルがありまして、かなり中規模、大規模のモデルができていて、変数が10か20ぐらいのモデルですけれども、少なくともこのモデルですと、昔と違って今は最適化に基づくモデルですけれども、10や20ぐらいの変数の、少なくとも期待値はかなり正確に推定できているということが現実にあります。実際日本を始めアメリカ、ECB等、現実の中央銀行が意思決定に使っていきますので、このモデルを使って、例えば金融政策とか財政政策にショック

を与えると、月次ないし四半期でどういうふうに経済が動くのかというのは、かなり現実に使われているモデルですので、そういうものを使う方法もあります。

あと、3つ目は、最近の話ですけれども、テキストマイニングの手法で、具体例を申しますと、例えばF R Bの議長のステートメントの中の単語のニュアンスの変化等を用いて現実の株価ないしは債券価格を予想する。例えば、日銀の総裁もしくはいろいろな議事録を調べて、それから現実の株価ないしは債券価格の予測を行うという実験が実際最近出ておりまして、アメリカでも日本でも行われておりますし、証券会社でも実はそういうものを使っているというのが最近はやっておりますので、そういう手法もあるということで、3つぐらいあるということを申し上げます。

逆に質問なのですけれども、基本的にイベントに対して起こってもじたばたしないというのは前回も徳島先生にご確認いただいた点だと思うのですけれども、私はサブプライムのときにはいなかつたのですが、具体的にそのサブプライムのときは、基本ポートフォリオの前提が崩れたということでご判断なさったと思うのですけれども、具体的にどういう基準でどういう手続でそういうふうにご判断をなさったかというのを、後でいいのですけれども、教えていただきたいのと、今度、今後は多分その判断基準を増やそうということだと思うのですが、事務局では、例えばどういう基準を増やそうということで考えられているのかというのをお教えいただければ幸いです。

【宮井会長】 それでは、事務局からお願いします。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 まず、後段の判断基準を増やそうということについては、1つは、定量的な部分で言いますと、今、年1回の基本ポートフォリオの検証というのを行っていますけれども、その中で期待リターンとか、そこについて予想をしていくことを行っております。それについて、もう少し内閣府のデータについても年に2回出していることもありますので、そういったところを踏まえて頻度を増やしながら、その際に今言った過去の経済構造と違っていることについて認識を反映できればということを考えています。

それ以外に判断基準をどういうふうに増やすかということについては、まだ具体的にはどういうことをするのかというのは、まだ想定できていませんので、ここについては、皆様のご意見を頂戴しながら考えていきたいと考えております。

【宮井会長】 リスク管理の高度化に向けた検討についての資料の中に、ポートフォリオに係るリスク管理モニタリングプロセスという資料があります。そして、基本ポートフォリオの前提が変わったときにどう対応するかというようなフローが書かれてはいます。しかし、例えばリーマンショックが起こったようなときというのは、マーケットが大きく下落したという事実はあるのですが、基本ポートフォリオの前提が変わったかどうかを判断するデータがまだないわけです。したがって、基本ポートフォリオをつくったときの状況とどう違うのかというときに、ある程度データが集まらない段階では判断できないので、少しおくれてしまう可能性があります。それで、その後、データがある程度そろってから、つまりこれは1年後ぐらいになると思いますが、多分、基本ポートフォリオのチェックのときにデータを使って検証するというようなことだったと思うのです。

したがって、基本ポートフォリオをやる限りにおいては、それに本当に状況が変わったかどうかというのは、すぐには多分判断できないという問題があるのではないかと思います。だけど、そこを何とかしようというのは、これは当然考えていかなければいけないので、それで先ほどから甲斐委員とか、何かいろいろな手立てを考えていくべきではないかということだと思うのですね。私もそういうふうに思います。例えば、ほかの年金の運用の中で、基本ポートフォリオとは別に実効アセットミックスみたいな、もう少し短期の観点でポートフォリオを見てみようというような動きもあるようです。

例えば、平成29年度第1四半期各積立金の運用状況等についての資料で、これも先ほど加藤委員から質問がありましたけれども、リバランスタップするのかという質問がありました。資料を見ると、結構乖離許容幅が広いのです。リスク（標準偏差）で言ってもかなりな幅があり、これでリスク管理かと言われると少し厳しい面もあると思われます。それで乖離許

容幅を狭めて、よりきちんとした観点でリスク管理をしていこうという方法は、1つ重要なポイントだと思います。したがって、実効的にリバランスをどうやっていくのかというのは1つのポイントで、そのときに基本ポートフォリオとあわせて、もう少し短い期間の実効アセットミックスとか、実践アセットミックスとかと言っていますが、そういったものも検討してもいいのではないかと思います。これは事務局には、ほかに優先すること等もあるうかと思いますので、検討していただければと思います。そういうことで、基本ポートフォリオをベースにはするのだけれども、もう少しそれにとらわれないでいろいろなチャレンジはしていくべきではないかなと思います。

徳島委員、お願ひします。

【徳島委員】 大きく2点か3点申し上げたいと思います。リスク管理に関してはこういった形で皆さんでざっくばらんに議論をし、あと2回予定されている議論の内容を深めていけたらいいと思っております。今までやっていらっしゃるリスク管理の取り組みは、ほかの団体と比べるときちんとやっていらっしゃるほうだと思っているのですが、まだ決して十分ではないと思っています。

1つだけ例を申し上げますけれども、流動性リスクです。こちらの団体にとって流動性リスクは何かということ、リスクの根本に対する考察が足りないのだと思います。例えば、平成29年第1四半期各積立金の運用状況等についての資料とかに、国内債券の保有残高が出てきます。しかも、BPI総合は八十数%国債ですから、容易に売却するために、流動性を懸念する必要は小さい。一方で、組合員から一気に積立金の引出しが殺到するといったことは考え難い。だったら、こちらにとっての流動性リスクとは、どう備えないといけないのか。そういうことも含めてお考えいただく、今回はいいチャンスだと思いますので、リスク管理全体に関して、既存のものも含めて謙虚に議論をさせていただけたらと思っています。

それから、2点目ですが、旧3階の国内債券の一部売却ですが、今後金利が上昇するという見通しであればこれは正しい判断だと思います。ただ、本当に金利が上昇するというビューをお持ちなのですかということが最初

のご質問です。

次に、20年ラダーとBPI総合の間に0.2ギャップがあるのでそれを売却するというご見解なのですが、そもそも0.2ギャップがあるのは2017年6月時点で、その半年前の2016年12月時点ではギャップは0.7ありました。ところが、BPI総合の野村証券によるシミュレーションでは、今度の6月には現在の20年ラダーと同じ9.0になっています。一方、BPIラダー20年も、BPI総合もどういった起債があるか、具体的にはどういった年限のどういった国債、社債がどれだけ調達されるかによって変わります。例えばこの半年を見ても、BPI総合は0.1長くなっています。一方で、BPIラダー20年は0.4短くなっています。こうした変化を無視して、6月の前提で0.2違うからその0.2に相当する国債を売りますというのは、何か短絡過ぎませんか。BPI総合が緩やかに長くなっていく見通しの中で、ラダー20年を売りにいく必要があるでしょうか。BPIラダー20年に影響しているのは、発行量と、その時点の金利水準ですから、単純に6月時点の差である0.2相当分を売るというには、違和感を覚えます。もしかしたら、逆に2018年6月ぐらいになつたら、両者のデュレーションが逆転しているという可能性すら十分あるのではないかでしょうか。そう考えると、今回の資料に関しては、売却ありきでつくられたのかなとうがつた見方をしてしまうような論理構成になつていると思います。売却すること自身に対して、大きく反対するものではありませんが。

最後に、もう1点だけ申し上げると、最後の結論として、こちらの目標として、短期資金3%と置かれるのは自由ですが、今まで短期資産の目標を設定しておらず、ほかの4資産について許容乖離幅がある中で、短期資産について3%という一点の目標を置かれることには意味があるのでしょうか。実際、別添でつけられている資料は3%近傍という書き方をされていらっしゃり、それでいいと思うのですが。4資産に乖離幅が設定されている中で、短期資産に3%というシャープな数字を置くのは何のためなのか。そういうことも含めてお考えいただかないと、実将来また基本ポートフォリオの議論をするときに、短期資産を資産クラスとして復活させる

かどうかという議論がまた出てきますから。安易に書くことに対しては、躊躇せざるを得ないかと思っております。

以上です。

【宮井会長】 事務局からありますか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 今のご指摘、いろいろありがとうございます。

この流動性リスク等については、我々も課題と考えておりますが、本質的な考え方をして、別の切り口なのですが、各資産が妥当な値段で売れるような金額はどうなのかとか、そういうのを内部では把握しております。

信用リスクやカントリーリスクについても、ベンチマークに対しての比率ということではなくて、実体的な格付けとか、そういうところについても見るようにしていまして、おっしゃられるとおり、リスク管理実施基準の中ではこういうことになっていますけれども、内部では問題意識を持つて対応しようとして、既にしているものもございますし、これからしようと思っているものもございます。

旧3階で金利上昇に対するビューのことですけれども、こちらについては、明確に金利が上昇するというビューを持っているわけではありませんが、資料の説明のときにもお話ししましたように、旧3階については、政策ベンチマークと違った運用を行っている中で、各団体、運用状況について開示がかなり進んでいるということですので、下がった場合は機会損失ありますけれども、今の段階で言うとラダー20年のほうがBPI総合よりもデュレーションが長いので、下がった場合の差、政策ベンチマークとの差というのは比較的小さくて、上がった場合はやられのほうが大きく出ることもあります。他団体の比較を考えると、当面のこの短い期間ですが、そこについては少し対応していったほうが良いという考えの上で、確かに1年たてば、もうデュレーションがほとんど一緒になるでしょうということがあります、この1年についてもできることはやっていきたいということです。

【宮井会長】 それでは、どうぞ、和田委員。

【和田委員】 では、短く1点だけ。物価連動国債への投資の検討についての資料ですと、内閣府と民間で2つの場合が出ていますし、経過的長期給付組合積立

金の国内債券売却の一部前倒しについての資料ですと参考の仮に金利が低下または変化しなかった場合の機会損失の試算で2つの事例が出ているのですけれども、本来、例えばご自身もしくは民間の人に委託してモデルをつくって確率過程でシミュレーションしてあげれば、それぞれのシナリオが何%ぐらいの確率でというのがわかると思うので、あまりにも、例えばこれ、物価連動国債への投資の検討についての資料だと内閣府の経済再生ケースが何%起こるか、民間が何%起こるかというのはそもそもわかりませんし、こちらの金利0.3低下する場合と変化しなかった場合というのも確率評価はされてないので、最終的な資料としてはいいかもしれませんけれども、本当はもう少しきちんとシナリオを分けて、それぞれの確率は付与してやったほうが、本来シミュレーションというのはそういうものだと思うので、内部の資料ではもう少しやっていただければと思います。

【宮井会長】 ありがとうございます。

少し時間がそろそろ押してきましたので、次の最後のテーマ、報告事項について、事務局から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。私から各積立金の運用状況等について、お時間の関係もありますので、簡単にご説明をさせていただきます。

まず、運用環境でございます。ベンチマークの数値につきましては、6月末で合計で3.70%でございました。主な市場動向ですとか、経済指標につきましては後ほどご覧いただければと思います。

次に、積立金の運用状況の第1四半期でございます。各積立金、厚生年金、経過的、退職等年金のそれぞれの6月末の時価総額、それから構成割合でございます。いずれにつきましても、構成割合につきましては、基本ポートフォリオの許容乖離幅の範囲内ということをご報告させていただきたいと思います。

次に、運用状況の利回りの関係でございます。1・2階につきましては、第1四半期は合計でプラス3.28%でございました。ベンチマーク比、マイナスでございますけれども、これにつきましては、国内外の株式及び外国債券について、当連合会の資産構成割合がアンダーウェイトでございま

すので、その影響があったものと考えておるところでございます。真ん中の経過的長期につきましても合計でプラスの3.37%で、ベンチマーク比マイナスでございました。一番下の退職等、新3階でございますけれども、第1四半期はプラス0.10%でございました。

1・2階と旧3階のパフォーマンスの評価要因分析については、後ほどご覧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。こちらは、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の実績でございます。なお、今回から国内債券の中に、これから説明しますけれどもヘッジ外債を導入しておりますので、平成29年6月5日運用開始ということでヘッジ外債をこちらに加えさせていただいたところでございます。

最後に、新3階のポートフォリオの状況でございます。先ほど新3階の検証でも申し上げましたけれども、当連合会は地方債が4割程度、それから機構債を6割程度持っております。パフォーマンスといたしましては、総利回りで0.10%でございました。

第1四半期につきましては、既に皆様方にもメールで資料をお送りさせていただきましたが、次回第2四半期でございますけれども、GPIFが11月2日の公表と聞いてございますので、当連合会、また地共済グループとしましても、11月2日の公表を目指して今後作業をしてまいりたいと思います。

私からは以上でございます。

【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。昨年度、委託運用関係でご審議いただいた中で、今年度に入りまして異動があったものについて3点ご報告を申し上げます。

まず、ヘッジ付き外債の選定結果でございますが、3月の委員会のときに選定過程の途中まではご説明申し上げましたけれども、結果的には47の応募商品があった中で4つを選定いたしました。各社の運用スタイルですとか、運用体制、リスク管理体制等を評価したことですけれども、その4つをどういう配分で金額配分するのかというシミュレーションを資料の表と、散布図で落としてございます。

結論としましては、これはかなり 100通りぐらいいろいろな組み合わせをやってみたのですけれども、結論は、4社に対して、40対10対25対25という形にいたしました。その理由は、数学的な厳密な解を求めたわけではないのですけれども、その右をご覧いただきますと、各社さまざまなリスクタイプのものがありますけれども、その組み合わせを幾つか検討した中で、リスクとリターンの置きどころとして、あまり過度なりスクを負わないでリターンが見込めるだろうということで選定したのがこの組み合わせでございます。

具体的には、次のページに、採用プロダクトの特色としまして、運用機関、4社、表記がございますけれども、実金額をそこの下に入れております。運用手法はさまざまですけれども、前回のこの委員会でも、あまり変なものが入ると困るねということがございましたけれども、ちょうど中段あたりの投資ユニバースのところ、基本的には国債ですか政地債、国際機関債が中心になりますけれども、一部適格社債といったようなものも入っていて、アルファの積み上げを図っていくというような商品構成になってございます。

次ページの図表はご参考でございますけれども、6月末時点での各社の国別の配分とか、あるいはその種別配分というものをお示ししてございまして、これも各社まちまちという形で、今後モニタリングを進めていこうというところに来てございます。

ヘッジ外債は以上でございまして、続きまして、オルタナティブ資産への投資についての進捗についてご報告いたします。オルタナティブにつきましても、昨年の委員会で国内外の不動産への投資を検討ということで、それ以降準備を進めてまいりましたけれども、7月3日、本連合会のホームページで募集を開始しました。一定の期間を区切って募集するような形ではなくて、随時応募を受け付けるマネージャー・エントリー制での募集でございます。

内容につきまして、公募内容及び応募状況についてでございますけれども、国内不動産を中心とするものと、米国不動産を中心とするもの、さらにグローバルの不動産に投資する、この3つのタイプで応募を受け付けて

ございまして、国内ものが現状4件、米国を対象とするものが14件、グローバルが7件ということで、これについては、今書類の精査等を行って、どちら辺にヒアリングをしていくのかというのを絞り込んでいる状況でございます。

オルタナティブ投資受託者の選定基準については、これも1度選定基準のあらましについて、昨年9月にご審議いただきましたけれども、その辺を踏まえて内部で策定したものでございまして、伝統資産の選定プロセスに加えまして、オルタナティブ投資については非常に長期の投資になる、あるいは開示情報がかなり限られているということで、より信頼できる運用機関を選ばなければいけないということがありまして、ヒアリングに加えてオンサイト・デューデリジェンス等も必要に応じて組み込んでいこうという形で今進めてございます。

駆け足ですが、オルタナティブについては以上でございます。

私から、最後はスチュワードシップ・コード改訂への対応ということで、これももう釈迦に説法かもしれませんけれども、5月29日、金融庁におきまして日本版スチュワードシップ・コードの改訂が発表されてございます。これまでの改革を「形式」から「実質」に深化させるというふれこみでございまして、今回の改訂で特徴的なところとしては、従来、機関投資家というふうに一くくりに表現されていたところが、運用機関、アセットマネージャーと、私どものようなアセットオーナーに書き分けられているというところで、私どもとしては、アセットオーナーというところを重点的に対応していかなければいけないと考えてございます。

検討事項は2つ抽出しておりますけれども、議決権行使結果の公表の充実。これは、新聞等ではかなり報道されていますけれども、従来の議案ごとの集計ではなくて、個別企業、個別議案ごとの開示というものが求められておりまして、これについては、既に契約のある委託機関に開示要請を行って各社の対応方針を今精査しているという状況であります。

あと、冒頭申し上げました「形式」から「実質」への深化ということで、私どもとしては、委託をしております運用機関への実効的なチェックというものが求められてきますので、これに対してもヒアリングですとか、い

いろいろな各種調査を通じて進めていきたいと考えておりますし、金融庁の指針にのっとって11月末までに新しい受け入れ表明と方針の開示をするということで現在準備を進めてございます。

私からは以上です。

【宮井会長】 ありがとうございます。

それでは、ただいまの説明につきまして、ご意見、ご質問等がございましたらお願いします。加藤委員、お願いします。

【加藤委員】 少し細かい話で恐縮ですが、平成29年度第1四半期各積立金の運用状況等についての資料のパフォーマンスのところです。ヘッジ外債のところを見るとマイナスになっています。これは、当初の取引コストとかファンドの設定が影響されているのか、そうではなくて、運用パフォーマンスとしてマイナスだったということなのかを教えていただけますか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 委託運用ということで私からお答えしますけれども、4~6月期のパフォーマンスとして開示してございますけれども、実際に設定したのは6月5日でございまして、極めて短期間の実績ということですので、もちろんコストなども入っていますけれども、実際のパフォーマンスはこの間はこうだったというふうにご理解をいただければと思います。

【加藤委員】 はい。

【宮井会長】 ほかにいかがですか。

為替ヘッジ付き外国債券選定の状況とか、オルタナティブに対する進捗状況等、報告していただきました。連合会で行っているいろいろな取り組みについて、順次この委員会に報告をしていくということになっております。よろしいですか。

それでは、時間もちょうど来ましたので、以上をもちまして本日の議事につきましては全て終了しました。以降の進行につきましては、事務局よりお願いしたいと思います。ただし、答申書の物価連動国債のところで表現、リスクというところを変えるというようなこともありましたし、この比率の納得性につきましてはいろいろなご意見がありましたので、それについてもこの後いろいろ事務局で検討していただければと思います。それ

から、今日の大きなテーマでありましたリスク管理のところにつきましてもいろいろな意見が出ましたので、まずは事務局で整理していただいて、順次各委員からいただいた提言といいましょうか、ご意見、方向性について、できるだけ前向きに検討していただければと思います。

それでは、ここで事務局にお返ししたいと思いますので、よろしくお願ひします。

【嶋事務局長】 ありがとうございました。

委員の皆様方におかれましては、お忙しいところを本日はご出席をいただきまして、まことにありがとうございました。改めて御礼申し上げます。

次回の資金運用委員会につきましては、12月から1月ごろを予定しております。今後、改めまして日程の調整を事務局からさせていただきます。

以上をもちまして、第38回資金運用委員会を閉会させていただきます。
ありがとうございました。

—— 了 ——