

## 第40回資金運用委員会

平成30年3月29日（木）

【嶋事務局長】 おはようございます。ただいまから第40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、宮井会長にお願いいたしたいと存じます。よろしくお願ひいたします。

【宮井会長】 それでは、早速協議事項に移りたいと思います。

次第の（1）協議事項の1つ目、基本方針の一部改正について、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でございます。基本方針の一部改正（案）についてご説明をさせていただきます。今回、基本方針の一部改正ということで、1・2階と旧3階の基本方針につきまして改正を行うものでございます。改正の概要に書いてあるとおりでございますけども、外国債券のベンチマークにつきましては現在「シティ世界国債インデックス」ということで規定があるところでございますけども、この当該インデックスのブランド名が「シティ」から「FTSE」に変更されたことから、それに伴いまして関係規定を整備するというものでございます。

基本的に1・2階、旧3階とも同様の改正でございます。

今後のスケジュールにつきましては、私ども市町村連合会のみならず、他の地方公務員共済の組合につきましても、同様に基本方針の改正が必要になっておるところでございますので、今回この場でご審議をいただき、ご了承いただいた後は、地方公務員共済組合連合会と全体の調整を図った上で、本年6月をめどに総務大臣へ変更の承認申請を行うという手続にしたいと考えておるところでございます。

私からの説明は以上です。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お願いします。

これは特に何かするようなものではないと思います。

ご発言がないようですので、基本方針の一部改正については、ご了解いたいものといたします。

では、次の議事、協議事項に移ります。1・2階、旧3階にかかる基本ポートフォリオの検証について、それと、答申書（案）について、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】 投資専門員の鈴木です。それでは厚生年金保険給付組合積立金及び経過的長期給付組合積立金にかか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。厚生年金保険給付組合積立金を中心のご説明し、経過的長期給付組合積立金については相違点をご説明いたします。

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30年3月22日に開催された第20回地方公務員共済資金運用委員会において検証が行われ、地方公務員共済の基本ポートフォリオを変更する必要ないと判断し、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。

次に、当連合会の基本ポートフォリオの検証についてです。基本方針において毎年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ことから、今回の検証を行いました。

検証内容についてです。検証については地方公務員共済の基本ポートフォリオの検証と同様の方法により行いました。シミュレーション分析の内容は、基本ポートフォリオでモンテカルロシミュレーションにより推計した積立比率等、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した。

確認事項の1点目は、予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）が、確保されてきているかどうかという観点で実施しております。なお、本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方公務員共済組合連合会が算出した金額です。

具体的な確認事項としましては、①平均的な運用を行った場合の積立金が、予定積立金を上回るか（平均積立比率が100%超となっているか）

と、②想定する運用利回りを達成できるかを確認いたします。なお、想定する運用利回りについては、厚生年金保険給付組合積立金が名目賃金上昇率+1.7%、経過的長期給付組合積立金では財政再建上の2017年から2023年までの平均運用利回りです。

確認事項の2点目は、下振れリスクの確認です。具体的には①平均積立比率が100%を下回る確率（積立不足になる確率）について、国内債券100%の場合を下回るかどうか。②想定する運用利回りを下回る確率（下方確率）について、国内債券100%の場合を下回るかどうか。③短期的な資産下落が生じた場合の影響等です。

シミュレーションの前提についてです。検証のシナリオは、1・2階の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。それぞれ短期資産を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。なお、経過的長期給付組合積立金は短期資産を1%とします。

期待リターンの前提是、①1・2階の基本ポートフォリオの策定時（平成26年1月発表内閣府経済見通し）、②直近（平成30年1月発表内閣府経済見通し）、③足元（平成30年1月末）インプライドフォワードレートの3通り。リスク及び相関については足元までの実績、1998年から2017年のデータで算出しました。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リスクプレミアムを上乗せして算出しております。外国債券及び外国株式のリスクプレミアムについては、昨年と同様に直近値に更新しましたが、国内株式のリスクプレミアムはシナリオのケースAとケースHからケースEとケースGを線形補間により推計しておりますが、直近値に更新するとケースHの数値がシナリオの前提と整合性が合わないため、基本ポートフォリオの策定時のリスクプレミアムとしました。

賃金上昇率については、実質賃金上昇率と物価により推計しております。昨年までは物価のみを直近の推計値に更新しておりましたが、今回は実質

長期金利と整合的な実質賃金上昇率の推計値を用いました。

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予定積立金を貰えるかどうか、つまり、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%以上を維持できません。参考として50%t ileの積立比率も記載しております。また、積み立て不足になる確率は25年後及び50年後とも、基本ポートフォリオの方が国内債券100%の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%になる確率も記載しております。

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+1.7%について、ケースEでは、2.2+1.7で3.9%。ケースGは1.7+1.7で3.4%を達成できますが、国内債券100%の場合は達成できません。

なお、経過的長期給付組合積立金については、想定される平均運用利回りのケースEでの4.1%、ケースGでの3.0%、及び賃金上昇率+1.7%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、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である下方確率では、国内債券100%の場合よりも基本ポートフォリオの方が低いです。参考として、想定される運用利回りである賃金上昇率+1.7%、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方が低いです。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場合が高いです。

参考として、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率の状況も記載しております。

短期的な下方リスクについてです。バリュー・アット・リスク95%についてはマイナス15%程度、99%についてはマイナス23%程度になります。

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%の下落率となり、バリュー・アット・リスク95%で試算したマイナス15%の下落率に近い数字になりました。

以上の結果、現行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の判断し、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】** 続きまして、この検証の結果を受けまして、答申書の案をご説明させていただきたいと思います。今、鈴木投資専門員が説明をいたしましたが、1・2階と旧3階の基本ポートフォリオの検証結果を受けまして、答申書（案）をつくっております。厚生年金、それから経過的長期でございますが、両方とも記載内容としては一緒のものでございますので、厚生年金の方を例にとってご説明をさせていただきたいと思います。

検証の結果といたしまして、平均的な運用を行った場合に、①年金財政が予定している積立金に対する平均積立比率は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を達成できること、③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も低くなっていることが確認されました。以上の検証の結果といたしまして、基本ポートフォリオについては問題がないとなっております。

下のほうに経過的長期の検証のことが書いてございますが、厚生年金と同様の検証結果ということで同じ内容になっております。

本日ご審議をいただきましてご了解を得られましたら、この答申書につきまして、宮井会長から当連合会の小谷理事長に提出をさせていただきたいと考えておるところでございます。ご審議を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発言をいただきたいと思います。

甲斐委員、お願いします。

【甲斐委員】 非常に重要な検証だと思います。以前にも少し申し上げた記憶があるのですが、確認をさせてください。

平均積立比率と積立不足確率についてです。確かに平均の積立比率は100%をそこそこ超えていて、これだけを見ると大丈夫だということですが、一方、50% t i l e の積立比率を見ると、これは100%を割っているケースが大半で、そのため積み立て不足になる確率も相当高く、50%前後になっています。つまり、平均で見るとオーケーなんだけども、中央値、ミディアムで見るとだめだということです。なぜ中央値と平均が変わっているかというと、これは分布が左右ひずんでいるからです。所得とか貯蓄の現象と一緒にです。収益率は正規分布していても、積立比率等の指標は正規分布にならないので、こういう現象が出てくるのは当然です。

問題にすべきはその平均じゃなくて、この50% t i l e や、全体で不足する確率がより重要な指標だと思われます。そこを使わずに大丈夫だというのは、ちょっと理解できないですね。その根拠を、もう1度説明していただけますか。

【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】 甲斐委員のご指摘は非常に重要なことを示唆していると認識しております。実はこの基本ポートフォリオ策定時においての基本ポートフォリオ、例えばケースEの場合、50% t i l e のときの平均積立比率が85.3%、不足になる確率も50%を超えてます。当然この基本ポートフォリオを策定する段階でそういった状況については、策定した主体はこれを認識しているということでございます。そういった上でこの基本ポートフォリオを採用したということでございますので、そういった意味で、ある意味、このことは認識しながら採用したポートフォリオだと考えられます。甲斐委員のおっしゃるとおり、ここはやっぱり制度的にほんとうにどうなのかという重要な問題だと思いますけれども、この基本ポートフォリオを策定した時点においては、このような認識のもとで採用されていますので、これと大きくかけ離れてはいけない、今の基本ポートフォリオは特に問題ないというような解釈ができると考えております。

【宮井会長】 今の説明でよろしいですか。

【甲斐委員】 基本ポートフォリオ策定のとき、このやり方でやったのだから、それを前提として今後進めていくということですが、策定したときにこの数値が軽視されたということは振り返って拙かったかという思いがします。過ちとまでは言いませんが、少し問題のある基準だというように認識されたほうがいいと思います。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 甲斐委員のおっしゃるとおりでございますので、このことについては、次回の基本ポートフォリオを策定する際に、我々、地共済グループの中でも、各実施団体の委員会の意見等も反映できるような仕組みを今、つくりつつございますので、そういった仕組みの中でうまく反映できればということを考えております。

【宮井会長】 これは、検証といいながら、実は最初につくったときの方法は変えずにデータだけ更新して結果に違いがないかという検証に終わっているわけです。私も今、甲斐委員と同じで、与えられた方法に固執しないでいろいろ検討して、改善すべき点は思考停止に陥らないようにするというのが非常に重要だと思います。この委員会でもそういう意見を上げていけば、それが反映させられるような場所もできつつあるということですので、そこでぜひ反映させていただきたいと思います。

ほかに。それでは加藤委員、お願ひします。

【加藤委員】 今せっかくそういう話が出たので、ちょっと追加します。今、甲斐委員からは50% t i l eの話が出たのですが、もう1つ気になるのが条件つき平均不足率というか、要するにテールのところですね。平均値で見るとオーケーだけど、テールで見ると実はやっぱり危ないということで、テールをちょっと意識したほうがいいのではないかと思います。要するに、このところずっとパフォーマンスがよかつたわけですので、ちょっとテールが怖くなっているのではないかと思います。今、会長からお話が出ましたけども、いろいろ検討するということであれば、テールのところもどうやって交換していくのか。テールのところを見ると、やはり債券100%のほうがいいのではないかということも当然あり得るだろうと思いますので、ぜひ加えていただければと思います。

【宮井会長】 ほかに。では和田委員、お願ひします。

【和田委員】 積み立て不足になる確率について、前には積み立て不足になる確率のみ出ていたと思うんですけれど、私がお願ひして鈴木投資専門員に95%、90%、85%まで出していただいたと思うんですが、やはりこの数字を見るとあまり下がっていかないので、95%、90%、85%じゃなくて、例えば90%、80%、70%、60%ぐらいまで出していただいて、それがさらにこの確率が下がっていかないとすると、より深刻度が明確になっていくと思うので、数字をもうちょっと低い数字まで出し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】 ほかにいかがですか。では甲斐委員、お願ひします。

【甲斐委員】 別の観点ですが、リスクと相関係数の説明で気になるのは、賃金上昇率と資産収益率との相関です。特に国内株式と賃金上昇率の相関係数が従来0.12から0.22程度、相関係数としては期待しているほど大きくありません。考えてみると、賃金上昇率というのは労働分配率に依存し、それから株価の上昇率というのは企業の付加価値からの株主への配分に影響を受けます。つまり、企業から見れば1つのパイをどう分けるかという問題であると同時に、パイの成長に双方とも依存します。で、相関が常識的に考えれば強いはずだと予想されます。だから株式がインフレヘッジになる。債券にはない独特のプラス点を持っていると言われるわけですが、過去の実績では、この相関がそんなに高くないという。この辺の現象をどういう具合に解釈するのか。今後ポートフォリオ、特にリスク管理の適正を決める上では土台になる部分なので、ここの説明を、もしできるのであればお願ひします。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 企業業績と賃金上昇率との関係について、特にバブル崩壊後だと思いますが、企業業績の中での労働分配率というのは非常に低くなっています傾向がございました。その影響を受けてこのような状況になっていると解釈しております。今、政府のほうで賃金上昇率を上げていこうというような話がございますので、そういうところについて、年次のリスクで見るとあまり変化がないとかいうことがあるかもしれません

が、その中身についてはよく把握していきたいと考えております。

【宮井会長】 よろしいですか。ここには、データの計算方法があまり書かれていません。1998年から2017年の年間のリターンデータを使って、そのリターンデータで相関係数等を計算しているということです。これは月次でローリングしているわけじやなくて、年次でやっていますから、データ数としては1998年から2017年までの、年次ですから、これは幾つになるのですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 20個です。

【宮井会長】 20個ですね。系列相関とともに一応考慮して20個のデータでやるということです。例えばバブル崩壊後の話が出来ましたけど、1998年ということはもうかなり昔になるわけで賃金上昇率との関係でさらにどういう構造の変化になっているかみたいな話になると、もう少し長い期間のデータをそろえて分析する必要があるのかなという気がします。

今、国内株式と賃金上昇率の間の相関係数は0.22という数値になっています。新しい2017年のデータを入れて、古い1997年のデータを除いたわけです。その1年ずらしただけで0.12から0.22に変わるので、もう少し周辺のデータを分析することも必要かなという気がします。だから、今、甲斐委員の意見にあわせて、少しこのデータの分も含めて説明ができるのか、できないのか、ご検討いただければと思います。

【加藤委員】 1つよろしいでしょうか。

【宮井会長】 では加藤委員、お願いします。

【加藤委員】 今の観点でいうと、私はマクロ経済の専門ではないのですが、株式のリターンと賃金上昇率は同じタイミングで変化するかというと、若干疑問です。株価というのはどんどん先を読んで反応していきますけども、賃金上昇をするためにはいろんなプロセスを経なくてはいけないので、同じタイミングの期間だけで、しかも単年度だけというのは若干厳しいような気がします。例えば期間を何年かとるとか、それをどうオーバーラップさせていくとか、というようなこともあるので、ここは検討していただきたい。

【宮井会長】 そうですね。

ほかにいかがですか。答申（案）も出されておりますけども、答申（案）

の文言等も含めてご意見をいただければと思います。

【甲斐委員】 もう 1 点だけ。

【宮井会長】 はい甲斐委員、お願ひします。

【甲斐委員】 先ほど加藤委員から出た条件つき不足確率の話ですが、確かに債券 100 % のほうが小さくなっている、言ってみれば、債券 100 % というのは安定的に負けるポートフォリオです。だから、ここが低くなるのは当然ですが、問題はこれの持っている意味です。運用するに当たってこの数字の使い方を説明してください。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 もともとリスク許容度の定義として、国内債券 100 % 運用における名目賃金上昇率から下振れリスクを超えないことというのが、この基本ポートフォリオを策定するときのリスク許容度と定義されています。そういったことから、国内債券 100 % と比較の上での条件つき平均不足率を出しているということです。

甲斐委員のご理解のとおり、国内債券 100 % のときは条件つき平均不足率は低いですけれども、一方、運用利回りを確保する可能性は低くなっているということでございますので、実際に基本ポートフォリオを算定する段階においては、当然ながら運用利回りを確保できるものと条件つき平均不足率がなるべく小さいもの、その両方をバランスを見ながらつくっていったことだと思います。

【甲斐委員】 妥当性を判断する基準としてこの条件つき不足確率がどのように使われるべきなのか、すなわち、どういう形でこのポートフォリオの妥当性に反映されているのかについて、十分検討されるべきだと思います。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 こちらについては、先ほど申し上げたように、基本ポートフォリオ策定のときは比較対象として、幾つかのポートフォリオの中で条件つき平均不足率が低いものを選んだという話を伺っていますので、我々としましては、その条件つき平均不足確率が基本ポートフォリオの、先ほどと同じお答えになるんですけども、策定時の状況から大きく変化しているかどうかという観点で見ているということでございます。

【宮井会長】 基本ポートフォリオ策定時にはいろんな指標を使って基本ポートフォリオを決めたわけです。そのときに、従来だと多分下方確率とか、積み立て

不足になる確率とか、そのぐらいで決めていたのを、もっといろんな指標を使って総合的に判断しようということで、この条件つき不足確率というのも使ったのではないかと思います。それは基本ポートフォリオをつくったときの指標でありまして、だからこれだけで決めているわけではなくて、こういうちょっとネガティブな数値もあるけども、それを認識した上で基本ポートフォリオを決めたということです。従って、今回はこの不足確率を使う使わないというのではなくて、測定時とどれだけ変わっているかという観点で、計算したということだと思います。

だけど、今、甲斐委員ご指摘のように、今後基本ポートフォリオをつくるときどう生かすかというような観点が必要で、思考をそっちのほうに向けていくべきだというのが多分ご意見だと思いますので、そういう方向に考えていただければと思います。答申（案）ですが、確認させていただきました現状の原案どおり答申することでよろしいでしょうか。

（「異議なし」の声あり）

【宮井会長】 異議なしということで、原案どおりとさせていただきます。

では、次に協議事項に移りたいと思います。リスク管理の高度化に向けた検討について、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】 引き続きまして、投資専門員の鈴木からリバランスルールについて、ご説明いたします。

まず、リバランスルールの骨子についてです。リバランスルール上の許容乖離幅及び戻し幅は次のとおりで、構成割合は短期資産除きで管理いたします。

基準日及び実施頻度については、基準日は前月末とし、実施頻度は月次とします。なお、月中で抵触するおそれがある場合でも、リバランスルール上の許容乖離幅は月次のシミュレーションで決めたこと、日次の資産構成割合の計測は事務的な負担が大きいことから、その時点でリバランスは行いません。しかしながら、前月末から急変動した場合においては、正式な判断は月次で行いますが、日次で概算的な計測を行い、リバランスルール上の許容乖離幅から逸脱が生じる際に速やかに対応できるようにします。

実施・不実施の決定については、前月末の短期資産除きの資産構成割合

を基準としてモニタリングを行い、リバランスルール上の許容乖離幅から逸脱なしの場合は不実施、逸脱ありの場合は実施します。

実施手順については、リバランスルール上の許容乖離幅から逸脱ありの場合は、速やかに臨時資金運用検討会議にて状況分析を実施します。リバランス実施後は直近の資金運用委員会にて状況分析や執行状況等の報告を行います。

実施方法については、原則、パッシブファンドで売買を実施し、年金給付やアクティブファンドの追加減額等が利用できる場合は利用します。なお、リバランス実施に当たって、前月末の資産構成割合の認識が可能となるのは月初5営業日ごろであることなどから、売買が終了するまでの間に資産構成割合が基本ポートフォリオの中心値に近づくことが想定できる場合は、中心値を超える可能性があるため、目標とする売買量に対して実際の売買量の買い過ぎ・売り過ぎが生じないよう、日次で資産構成割合の概算的な計測を行い、可能な限り売買量の調整を行います。中心値から遠くなる場合は当月末の資産構成割合によって調整可能であるため、売買量の調整は実施しません。また、資産構成割合の計測を当連合会で実施し、リバランス実施の判断を行うこと、資産ごとのパッシブよりも運用報酬が高くなることが想定されることから、リバランスファンドは採用しません。さらに、アクティブ比率の調整については、目標とするアクティブ・パッシブ比率とリバランス結果によって生じた同比率の乖離状況等を把握した上で検討します。例外規定についてです。原則は、短期的かつ大幅な市場変化については、現行基本ポートフォリオはリーマンショック時を含むテールリスクを考慮して作成されているため、ルールどおりにリバランスを実施します。ただし、基本ポートフォリオの中心値の資産構成割合でスタートしたと仮定した計測用仮想ポートフォリオが、リバランスルールを適用しなかった場合において、 $3\sigma$ で設定されている基本ポートフォリオ上の許容乖離幅から直近1年間で逸脱する状況が発生した場合は、通常発生しない状況が発生しているものとして、資金運用委員会を開催して状況分析・検討を行います。リバランスルールを一時的に停止するかどうか、また、一時停止する場合、どのような条件で一時停止を解除するか意見を伺

い、当連合会が判断します。リバランスマネジメントについてです。リバランスマネジメントの実施・不実施の決定については、リバランスマネジメントルールの骨子でご説明した内容です。リバランスマネジメントを実施する場合の手順については、売買量の算出について記載しております。

参考として前回の資金運用委員会で検討し、実効的な許容乖離幅や、基本的にはルールに基づき運営し機動的な運用は行わないことや、厚生年金・経過的の両積立金においてこの考え方を適用するなど、合意された内容を記載しております。

ご説明は以上です。

**【宮井会長】** 今の説明につきまして、ご意見、ご質問等ありましたら、お願いします。では徳島委員、お願いします。

**【徳島委員】** 1点だけ確認をさせていただきます。このリバランスマネジメントの適用対象は、1・2階及び旧3階、両方に対して適用されるものであるということでおろしいでしょうか。

それから、旧3階の国内債券の把握に際しては、デュレーション調整分として持っている短期資産を国内債券として扱って管理するということでおろしいですね。

**【鈴木投資専門員兼自家運用課長】** そのとおりでございます。

**【宮井会長】** ほかにご意見、ご質問等。では俊野委員、お願いします。

**【俊野委員】** 今、旧3階については少し外債のウェイトが低いので、半年待つということがあったかと思うんですが、このリバランスマネジメントルールにつきましても旧3階については半年待つというのは、いつから始めるかということも関連するんですが、リバランスマネジメントルールについては半年待つという点につきまして明記しなくても大丈夫なんでしょうか。今ですと外債が過少なので、厳密にリバランスマネジメントルールをすぐ適用してしまうと抵触してしまう可能性がありますよね。

**【西川運用企画課長】** リバランスマネジメントにつきましては基本的な考え方ということで整理をさせていただいております。具体的な適用につきましては、それぞれ年度ごとの運用方針を定めて運営したいと考えてございますので、先ほど俊野委員からも少しお話がありましたが、リバランスマネジメントルールをどういう

ふうに適用するかということは、年度の運用方針のほうで決めさせていただきたいと考えております。ここでは基本的な考え方を整理するというものでございますので、よろしくお願ひをいたしたいと思います。

【俊野委員】もう1点よろしいですか。

【宮井会長】お願いします。

【俊野委員】もう1点確認なんですが、月次でリバランスを実施するというのがルールになっておりますので、1年ルールというのに関しては、要するにローリングで、その時点からさかのぼった過去1年間が要するに3σ、ですから、2月であれば前年の2月から1年間で3σを超えるような動きがあった場合には相談するというような、そういうことですね。それについてはルール上明確になってますか。それは念のための確認で、多分大丈夫だと思いますけど、念のため確認をさせてください。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】おっしゃるとおり過去1年間という考え方で、月がたてば、またそのひと月後からを基準とした過去1年間という考え方で実施していきます。

【俊野委員】ありがとうございます。

【宮井会長】よろしいですか。

では甲斐委員、お願いします。

【甲斐委員】例外規定のところで、許容乖離幅が3σを超えた場合には通常発生しない状況が出たということで、状況分析・検討を行うとあります。しかし、多様な原因が考えられるので、あまり固定的に決めないほうがいいと思います。別に3σをオーバーしなくても、何か異常な状況、想定していない状況が起こっていれば、これとは関係なしに緊急対処を行うというぐらいに、柔軟で機動的な運用のほうがいいんじゃないかと思いますけど。

【宮井会長】事務局はいかがですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】内部でもいろいろ検討した結果、やはりある一定の基準で考えたほうがいいんではないかということとなりました。基本的に先ほどもご説明したように、この基本ポートフォリオ自体がテールリスクも含めた状況で策定されていて、過去のリーマンショック時においてもシミュレーションを行ってみたところ、やはりリバランスしたほうがパフ

オーマンスはよかったですという結果も出ておりますので、そういう意味で、1つの基準としてこういう形で運営させていただきたいと考えております。

【宮井会長】 ほかにいかがですか。和田委員、お願いします。

【和田委員】 この $3\sigma$ の3なんですけれど、今のご意見だと、リーマンショックのとき、結果論ですが、リバランスしたほうがよかったですというお話だったんですけど、リーマンショックは $3\sigma$ を超えていないんで、ですから、そうすると、この基準だとリーマンショックみたいのが起こってもリバランスしないことになると思うんですが、その $3\sigma$ という3がどこから来たという説明はないんでしょうか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】  $3\sigma$ というのは、地共済の許容乖離幅が $3\sigma$ で決まっているという、そういうところを1つの基準としました。 $3\sigma$ の状況がどうだったかというのは、後で過去の状況を調べたところ、リーマンショックのところはぎりぎり $3\sigma$ に引っかからず、さらに過去にさかのぼってみると、ロシア危機のときにかなり高まっているような状況でございます。そういう意味で、さらに過去にさかのぼればどうなっているかというのはまだ承知していないところでございますけれども、基本的には本当にまれな事象なので、そういうときには立ちどまって考えていったいという考え方でございます。

【宮井会長】 これは一応 $3\sigma$ ということですから、正規分布を仮定しているわけですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 正規分布を仮定の上の $3\sigma$ です。

【宮井会長】 ちょっと分布がゆがんでいたりする可能性も当然実際の運用だとあります。だけど、 $3\sigma$ に達しないとやらないということですか。 $3\sigma$ までいかない場合は通常のリバランスルールを適用するということですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 現状考えている段階では、 $3\sigma$ にいかなかつたら原則どおり行つていきたいということです。 $3\sigma$ の幅の決め方は正規分布ですが、実際の部分は当然、実際のヒストリカルな分布というのは正規分布でない分布になるので、正規分布で決めた幅に対して、実際の過去1年間については別にテールのところも入ってくる分布になるはずですので、今の現状の考え方としては、 $3\sigma$ を超えたときに考えます。実際、 $2.9\sigma$

とかいったところでどのようになっているのかという状況は見ていくことと思いますが、今の考え方の中ではこういった一定のルールで運営していくたいということです。

【宮井会長】 はい。ほかによろしいですか。それでは、今、事務局から、各委員からいろいろ意見が出されましたので、効率的な運用のあり方についてさらにご検討を進めていただきたいと思います。

次に、協議事項ですが、平成30年度の各積立金の運用に関する基本的な考え方について、事務局より説明をお願いします。

【西川運用企画課長】 運用企画課長の西川でございます。先ほどのリバランスルールの中でも少し話がございましたが、平成30年度の具体的な運用に当たつての基本的考え方につきまして整理をしておりますので、ご説明をさせていただきたいと思います。

厚生年金、1・2階のほうの運営の考え方でございます。まず、平成30年度は基本ポートフォリオの資産構成割合、この中心値を目標とする運営を行いまして、機動的な運用は行わないということでございます。

2番目といたしまして、リバランスルールにつきましては、年度当初から適用をしていきたいというところでございます。リバランスルールにつきましては、短期資産を除くということで整理をしております。現状35.2%、25.6%、14.3%、24.9%ということで、非常に基本ポートフォリオの中心値に近い値になっているところでございます。

続きまして、年金収支差額(マイナス)の対応ということでございます。平成30年度の年金収支差額、これは掛金負担金等の収入から年金給付等の支出を引いた運用収支以外の収支差額のことですけども、これが平成30年度といたしましてはマイナスとなる見込みでございますので、このマイナスとなります年金収支差額につきましては、平成30年度の目標資産構成割合から上方へ乖離しております資産を売却して対応したいと考えております。資産ごとの売却額ないしは対象ファンドの考え方は、リバランスルールのほうでもご説明しましたが、そのリバランスルールに準じて具体的に売却額、それから対象ファンドを考えていきたいと思います。なお、具体的な売却額の考え方につきましては、リバランスルールと同様の方法

で算出いたしまして、売却していきたいと考えております。

次に、退職等年金、新3階のほうでございます。新3階については、平成30年度から構成組合による預託金運用を開始いたします。これは前回の委員会の中でご説明をさせていただきましたけども、組合員への貸し付けに使っていただくというものです。

平成30年度の年金収支差額でございますが、新3階のほうは年金の給付がほとんどございませんので、ほとんどが入りということでございます。現状の入りが約1,000億円でございますので、この1,000億円につきまして3割程度、約300億円でございますが、こちらを国内債券へ投資させていただきまして、残り7割ということで700億円程度でございます、こちらを構成組合への預託金に回すということでございます。預託金運用につきましては国内債券へ区分するという形になっておりますので、国内債券100%の運用という形になります。国内債券、300億円をどのように買うかというところでございますけども、年限構成につきましては10年を50%、20年を50%と考えております。種別でございますけども、こちら地方公共団体金融機構債のうちの縁故機構債、これは地共連を通じまして機関とお約束をさせていただいて、きちんと買える額を確保していただくものでございます。この縁故機構債につきまして9割程度ということで270億円程度、それから残り30億円程度を地方債でと考えておるところでございます。以上が退職等年金でございます。

続きまして、経過的長期給付組合積立金でございます。経過的長期につきましては、平成27年の10月以降、当面の運用ですとか、あと昨年度、剰余と負債という分離管理というような形を考えまして、若干資産構成割合の中心値から乖離するような形での運用をしておったところでございますけども、平成30年度といたしましては、中心値に近づきつつあるということと、地共連等が基本ポートフォリオに基づく運用を行っている中で、当連合会が独自の手法で運用した結果として運用成績に乖離が生じた場合に、対外的に説明が困難であるというような事情も勘案いたしまして、平成30年度につきましては基本ポートフォリオの資産構成割合、中心値を目標とする運営を行いたいと思っております。

先ほどちょっと俊野委員からもお話があったところでございますけど、経過的長期給付組合積立金については、国内債券、国内株式、外国株式については、年度当初からリバランスルールを適用させていただきますが、外国債券につきましては、半年間猶予を設けたいと考えております。

こちらにつきましても、短期資産を除いての管理でございます。先ほど徳島委員から、金利リスク緩和分の短期資産をどうするのかというお話がございましたが、この金利リスク緩和分は国内債券に含めて資産構成割合を計測してございます。その計測の状況を見ていただきますと、外国債券以外は現状リバランスルール上の許容乖離幅に入っていますが、外国債券につきましては現状 11.5% ということで、リバランスルールの下限であります 15% マイナス 2% の 13% を大きく下回っているというのが現状でございます。

このように大きくリバランスルールの下限を回っている中、年度当初にリバランスルールを適用いたしますと、すぐに 14% に戻さなければならぬのですが、それですと、資産構成比が急激に上がってしまうものでございますから、それを少しゆっくりと戻させていただきたいと考えています。リバランスルールにおいて抵触した場合に戻す水準の構成比 14% を超えるように半年間追加投資を実施しまして、14% になった時に、リバランスルールを外国債券については適用させていただきたいというものです。

それから、先ほど徳島委員からもご発言があったところでございますけども、国内債券の運用につきましては、前々回の第 38 回の資金運用委員会でご協議をいただいたところでございますけども、現状、当連合会ではラダー 20 年の運用を行っておりますが、政策ベンチマークであります Nomura-BPI とのデュレーション乖離による金利リスクを緩和するために、今年度末までに一部資産を売却し現金化しております。それが 680 億円程度ございまして、現状短期資産でございます。この別に保有しております短期資産の部分につきましては、国内債券に含めて管理をしていくということでございます。この 680 億円につきましては、引き続き平成 30 年度につきましても保有をしていきたいと考えておるところでご

ざいますが、デュレーションにつきまして、平成31年3月末見込みでのシミュレーションを行っておるところでございます。ラダー20年とN o m u r a - B P Iとのデュレーションをはかりまして、実際にどの程度の短期資産を保有すればいいかというのを再度計算したところ、平成30年度末でございますが、約400億円程度と試算が出てございますので、現状の680億円程度は平成30年度末には400億円程度に減らしながら引き続き保有をしたいということでございます。ただし、この部分につきましては、リバランスルール上は国内債券に含めまして管理をしていきたいというところでございます。

次に、年金収支差額（マイナス）の対応でございますけども、旧3階はもともと閉鎖年金ということでどんどん出していくということでございますので、当然年金収支差額はマイナスとなる見込みでございます。また、外国債券への追加投資が半年間必要になってまいりますので、これらにつきましては、1・2階と同様に上方乖離しているものからどんどん当てていきたいということと、1・2階と同様に計算式に基づきまして計算をし、売却をしていきたいと考えておるところでございます。

平成30年度の基本的な運用の考え方についてご説明をさせていただきました。ご審議を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、ご質問等ありましたらご発言お願ひいたします。

では甲斐委員、お願いします。

【甲斐委員】 機動的な運用は行わないということですが、以前、機動的な運用をやつていこうというようなこともありました。特に平成30年度では行わないとした背景というか、理由はどのようなものですか。

【宮井会長】 事務局、ではお願いします。

【西川運用企画課長】 従前機動的な運用を使わせていただいていた背景といたしまして、移行直後、やはりなかなかこの基本ポートフォリオと現状の資産構成割合の乖離も大きかった部分がありまして、それを埋めるというような手法での機動的な運用を使わせていただいていたというのが現状でございます。ただ、先ほど1・2階の現状の資産構成割合をご説明させていただき

ましたけども、今は中心値に近づいておりますので、その中で、中心値をずらして機動的な運用を行うという判断は現状なく、基本ポートフォリオに基づいて運用を行っていきたいという背景から、機動的な運用は行わないということを書かせていただいたものでございます。

なお、基本方針上、機動的な運用を行う場合は、運用の方針を定めまして、この委員会の中でご審議をいただいて行うということでございますので、今後、例えば市場変動等があった場合に行うかどうかというのは、またこの委員会で諮らせていただきますが、現状、年度当初の考え方としては、機動的な運用は行わないというスタンスで臨みたいと考えておるところでございます。

【宮井会長】 ほかに。では徳島委員、お願ひします。

【徳島委員】 2点ほど申し上げておきます。まず、新3階のところでございます。前回の委員会で新3階の国内債券に貸し付けを、預託金運用を含めて進めるということで、我々もご了解しているところでございますけど、その中で国内債券の年限構成については、10年債を50%、20年債を50%とするという、これは地共済全体がこういう方針で取り組んでいただいているところでございます。この場合に預託金運用の年限をどう考えるのかといったところです。この平成30年度に金利が上昇するというのはほとんど期待しておりませんが、将来のことを考えたときに、預託金運用の年限についてどう考えておくかについてお聞かせいただけたらと思います。

2点目です。その下の旧3階のところというか、年金収支差額の対応のところでございますけど、1・2階と同様に資金対応するということでございます。国内債券では、差額でいきますと280億円ぐらい短期資金が出てまいりますので、まずこれを給付等に充てるということが適切ではないかと考えております。そのあたりのご見解をお聞かせいただけたらと思います。

【西川運用企画課長】 それでは後段のほうからご説明させていただきます。今、ご質問いただきました680億円を400億円に減らしていくわけでございますので、これにつきましては一気に680億を400億に減らすということではありませんけども、当然のことながらその部分につきましては1年

間かけて徐々に減らしてまいりますので、その部分は優先的に年金給付等に回していきたいと考えておるところでございます。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 前段の貸付金の年限についてですけれども、まず貸付金については基本的には金利が変動するということです。実際その借り入れている人がいつ返すかとかいうこともございますが、金利が変動するということですので、その年限については特に考慮しなくていいと認識しております。

【宮井会長】 では和田委員、お願いします。

【和田委員】 1点だけ。外国債券のリバランスルールの適用が、なぜ10月以降なんでしょうか。

【西川運用企画課長】 これは明確な理由があるということではございませんけども、先ほど申し上げましたリバランスルールを一気に適用しますと、資産構成割合が急に上がって、金額としても一千何百億を一気に投資しなきやいけませんので、それを緩和したいということで、それが半年ということで、これが1年でもいいのか、3カ月でいいのかとかありますけども、これは6カ月ということで事務局のほうで決めさせていただいたというものでございます。

【宮井会長】 よろしいですか。月に200億ということですか。

【西川運用企画課長】 200億強ですね。

【宮井会長】 200億強で一応買い付けをしていくと。

【西川運用企画課長】 はい。

【宮井会長】 ほかにいかがでしょうか。

それでは、ご発言等ございませんようですので、事務局はただいま各委員から出された意見も踏まえて、平成30年度の運用をお願いしたいと思います。

次に報告事項としまして、平成30年2月末の各積立金の運用状況（速報）について、それから、オルタナティブ資産への投資に関する進捗について、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】 運用企画課長の西川です。第3四半期までの運用状況につきましては、先般の委員会の中でご説明をさせていただいたところでございま

す。その後、1月につきましてはまだ上昇傾向でございましたけども、2月に入りまして株価の下落が生じたところでございます。なお、3月、今月についてもまだ下落が続いているという状況でございますが、現状2月時点でのひと月どの程度当連合会の年金資産に影響があったかというのをご報告させていただきたいと思います。1・2階と旧3階でございますけども、まず修正総合利回りをごらんいただきたいと思います。これは2月ひと月の数字でございますけども、修正総合利回りでいきますと1・2階ではマイナスの2.84%、その下の旧3階ではマイナスの2.76%という状況でございました。

金額ベースでどんな感じだったかというところが右はじめの数値で、1・2階でいきますと、総合収益額でマイナスの1,670億円で、旧3階の、総合収益額でマイナスの1,704億円ということでございました。先ほど申し上げましたが、3月の方はまだ出ておりませんので、現状2月末までの通期ではということでございますが、修正総合利回りの通期を見ていただきますと、1・2階、旧3階ともプラスの7%を超えるというような状況でございますので、第4四半期はちょっと厳しい状況ではございますけども、現状1年間を通してはプラスの利回りになるのではないかと考えておるところでございます。ただ、当連合会のみならず、ほかの運用機関におきましても同様の状況ということでございますので、この辺はいたし方ないのかなという部分でございます。

2月の現状につきまして、ご報告をさせていただきました。

【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。オルタナティブ資産への投資に関する進捗についてご報告申し上げます。

オルタナティブ資産への投資でございますけれども、これまでの流れをざっと振り返りますと、平成27年の被用者年金一元化にあわせまして、地共済グループ全体の取り組みとして新たな投資手法についてという検討が始まりました。共通の方針を持って当面国内外の不動産、インフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、この辺を準備しつつ、投資を検討していくという流れでまいりました。

本連合会におきましても、本委員会で何度かこの方針等についてご審議

いただきまして、まず手始めとして国内外の不動産の募集を始めるということで、一昨年以来、ご協議をいただいている。昨年9月の委員会で、初のマネジャー・エントリーとして、国内外の不動産のマネジャー・エントリーを開始しましたというところまでご報告させていただいていたかと思います。

その以降の進捗でございますけれども、1番から順を追ってご説明しますと、平成29年7月3日、本連合会のホームページにおきまして国内外の不動産を投資対象とするマネジャー・エントリーを開始。従来は期間を決めて一定の数のマネジャーを選ぶという選定方法をとっておりましたけれども、このオルタナティブ資産については広く門戸を開くということもありまして、特に期間を設けずに募集、応募者を募るという形態をとらせていただきました。

国内外の不動産ということですが、投資エリアは国内、米国、グローバルとなっていますが、いずれもコア不動産ということで、今ある物件をリニューアルして全く新しいものをつくりえるとか、更地に何か新しいものをつくるということではなくて、既にあるオフィスビルですとか、賃貸マンションや商業施設を取得して、そこからの賃料収入を主な収益源とするというようなものを当面の投資対象としてございます。

応募状況でございますが、特に期限を設けずにエントリーしてと申し上げましたが、8月31日、募集から2カ月経過したところで、一旦中締めのような形で集計を始めまして、応募要件を満たす応募がその時点で25件、その後追加が4件ありましたが、今、書類精査等を行って、要件を満たすものが26件、マネジャーとして登録がなされております。

この中から実際に投資する会社、プロダクトを選定していっているという状況ですが、応募内容の内訳は国内ものが4件、米国のエクイティもの、ファンドの投資物に投資するようなものが15件と、いわゆるデットものが3件、グローバルに分散投資するものが7件という形になってございます。各応募商品につきまして、会社概要ですとかプロダクトについて慎重な検討を重ねておりまして、国内不動産については候補先をおおむね絞り込んで、現在精査を行っているという段階でございます。海外不動産につ

いては書面の審査ですとか、資料の徴求は済んでおりますけども、今後ヒアリング等を行って、地域分散などを考慮しながら評価を進めていくといった段階になってございます。

今後の予定でございますけれども、平成29年度につきましては今申し上げたような状況でございまして、マネジャーを募つてある程度審査が進んできたというところで、私どもとしましてはマネジャー選定の知見ですか、情報収集はかなり進んできたと考えております。先行している地共連ですか、あるいはこういった投資を既に始めている他団体との意見交換や情報交換なども進めておりまして、平成30年度につきましては、このオルタナティブ資産の中での分散ということも考慮しまして、プライベート・エクイティとインフラストラクチャーについてもマネジャー・エントリーを開始したいと考えております。

従来から、どういう形態でという議論はいろいろありましたけども、海外ものの資産の投資に当たりましては、やはりそのリスク分散ですか、私ども連合会の事務負担の軽減といった観点も踏まえまして、ゲートキーパーの活用も検討するというような形で考えております。これも従来からのご報告のとおりです。

次ページ以降、オルタナティブ投資受託者の選定基準ということで別添資料をつけさせていただいているが、これは昨年9月の委員会で1度ご提示させていただいたもので、不動産に限らずオルタナティブ資産の選定に当たって共通の考え方ということでございますし、ゲートキーパーという形になったからといって、何かこれが大きく変わるというものではございませんので、このプロセスに沿って引き続き選定あるいは募集を始めていきたいと考えております。

ご説明は以上です。

【宮井会長】 それでは、ご質問、ご意見等ありましたら、お願ひします。いかがでしょうか。

では私のほうから、このオルタナティブは資産全体の5%ということで、株式じゃなくて債券のオルタナティブという位置づけでしたか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 リスク・リターンの特性に応じて分類するという

規定になっておりますので、今申し上げたようなインカム収入を主たるリターンの源泉とするものについては、為替リスクのある・なしにもよると思いますけども、内外の債券のいずれかに分類することになろうと思います。実際にはものが決まってからということになりますけど。

【宮井会長】 なるほど。

では和田委員、お願いします。

【和田委員】 定性的な資料しかないんですけれど、定量的な資料はタイムラインでいうといつ時点ぐらいから出てくるんでしょうか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 定量的な資料といいますと、対象ファンドの過去の実績とかいうことですか。

【和田委員】 はい。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 これは選定が済めば、過去にこういうリターンを持った商品ですということはご報告させていただきたいと思っていますし、こういう商品と、定性・定量を含めて可能な範囲でご報告したいと思っています。

【宮井会長】 その定量的なデータは、あまりないですか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 そのファンド自体の履歴は当然あるんですね。ただ、ほかのものと比較してというのが、ユニバースがある程度限られているということはあるかと思います。あとは伝統的資産のようにインデックスで何か比較するというのになかなかないまじないので、可能な限りご報告はしようと思っていますが、かなり個別性が強くなってしまうんじゃないかなと思います。

【宮井会長】 では加藤委員、お願いします。

【加藤委員】 これ、運用開始した後ですけども、時価評価は一応されるということでおろしいですか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 上場R E I Tなどと違いまして、例えば日々市場で値段がつくものではありませんけど、一定の間隔で鑑定評価というのは出てきますので、それに基づいて収益はカウントしていくということになりますかと思います。

【加藤委員】 どのぐらいの頻度で出てくるんですか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 基本的には年2回ですね。

【加藤委員】 年に2回。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 不動産の場合ですね。

【宮井会長】 ほかにいかがですか。

今日は何か思いのほか議事が進行しまして、予定の時間より大分大幅に短く、まだ時間を残しております。この際、何かご意見、言っておきたいというようなことも含めて、あるいは前半のところでちょっと言いそびれたみたいなことも含めて、何かありましたらお願ひします。

【甲斐委員】 じゃあ、よろしいですか。

【宮井会長】 はい。では甲斐委員、お願ひします。

【甲斐委員】 大きなテーマは基本ポートフォリオの検証のところだと思うのです。前提として先ほどはリスクと相關の話をしましたけど、リターンの推定が鍵です。基本ポートを策定したときに比べ、今回は当然変化しているわけですね。特に国内株のリターンが減少して、外株のリターンが上昇しており、これでオプティマイゼーションをやればがらっと状況が変わると思います。さて、株式のリスクプレミアムの見直しに基づいて新しくリターンが計算されるといった方法がとられています。TOPIXの收益率－短期金利、これは過去の時系列データから計算して、リスクプレミアムとする。それにPERの変化率をマイナスしています。前半のところは実績で、これはこれで結構ですが、PERの変化率をマイナスしているのが、要注意です。

PERの変化、成長率の変化によってもたらされます。将来の成長率の見込みが高くなったり、低くなったりするときにPERが変化するわけです。だから、例えば先進国と新興国では当然PERのレベルが違ってきます。PERの変化率は要するに成長率の変化だと考えると、これはリスクプレミアムの要因とは考えにくい。リスクの見返りに応じて与えられるものではなくて、やっぱり企業、産業の成長の度合いによってPERの水準が決まる。トレンドのようなものが変化したわけで、リスクプレミアムとの関係というのがちょっと釈然としませんが、これについて説明していただけませんか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 甲斐委員のおっしゃられるとおり、PERの変化

率は成長率との関係だと思いますが、日本の場合、特に今回、Aの場合は1983年から1989年を使っています。そのときのP E Rはご存じのように非常に上がって、成長率とは関係というか、一般的に考える成長率という以上にP E Rが大きく変化しています。現在は、バブル崩壊後も高どまりから、やっと昨今15倍程度という、一般的に考える状況になっているということですので、過去のリターンからリスクプレミアを算出するに当たっては、このようなノイズの部分はきちんと調整するのは妥当なのがなと思います。今後については、15倍程度というリーズナブルなP E Rになっているので、そこはまだ検討する余地はあるのかもしれませんと思っております。

【甲斐委員】 リスクプレミアムなんでしょうか。かつては50倍というP E Rがあつて、誰も不思議に思わなかつた時代もあり、今は10倍から20倍ぐらいが妥当だというのがコンセンサスで、これはリスクプレミアムと考えにくい。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 リスクプレミアムでないので、その影響を控除しているということです。

【甲斐委員】 補足しますと、期待リターンは2つじゃなくて3つの要素があって、1つはベースとなっている金利、言ってみれば時間のお駄賃みたいなもので、もう1つがリスクプレミアム。要するにリスクがあるからリターンが上がっている部分がある。もう1つは、これは株式に相当するのですが、成長のトレンドです。3つあると見て、それぞれを推計するというやり方のほうが望ましいと思います。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 今回は成長トレンドというよりも、先ほど申し上げたP E R、非常に高かった時代のところなど、その影響を除くということで、P E Rの変化というのを除いているということで、そもそもP E Rの変化を前提として入れていないというような考え方で算出していますので、おっしゃるとおり、P E Rの変化は成長率の変化という考え方に基づけば、そういうのをまた加えた3つの要素で算出するという考え方もあるのかと考えます。

【宮井会長】 いずれにしても株式の期待リターンをどう設定するかというのは、なか

なか難しいと思います。数値によって結果が大きく変わってしまうということですので、そこはいろんなケースを加味して、今の甲斐委員の意見も参考にしながら、さらに次回以降の基本ポートフォリオ見直しのときにも検討していただきたいと思います。

では加藤委員、お願ひします。

**【加藤委員】** 別件です。オルタナティブですが、スタートしてこれから増えていくのだろうと思います。世界的に見ても大手の基金のオルタナティブ投資は増える方向にあって、そうするとやっぱりその体制ですね。専門スタッフが必要とか、やはり体制が重要ではないかと思います。日本でも公的年金が、今どんどん強化しているわけです。その体制についてはどういうようなお考えをお持ちなのか、ちょっとお聞かせ下さい。

**【宮井会長】** そうですね。では事務局からお願ひします。

**【酒巻財務部長】** 財務部長、酒巻でございます。財務部の体制につきましては、これまでそのときそのときの取組の拡大に応じまして、総務省に定員要求したりとか、適宜人材を探りまして、オルタナに関しましても、昨年の4月ですか、オルタナ担当ということで1名増員しまして、そういう経験を持った方に、金融機関から来ていただいたりというのもしておりますし、もちろん金融機関からの方は出向期間が限られているということで、入れかわりがありますので、連合会のプロパー職員も運用知識の拡充を継続していくことが重要と思いますので、プロパー職員にも経験を積んでもらうということは意識しまして、業務分担なんかも決めております。今後オルタナ、中身拡大の方向に行った場合には、さらに拡充を図っていくということで、取り組みに応じた体制づくりというのは適宜進めているところでございますし、これからもそのようにしてまいりたいと思っております。

**【原常務理事】** よろしいですか。

**【宮井会長】** はい、お願ひします。

**【原常務理事】** もう少し具体的に申し上げますと、来年度、この4月から運用リスク管理室というのをつくりまして、リスク管理に関してより体制を充実していこうというのが1つと、それから今、部長から話がありましたが、金融機関から来てもらう人を増やして、体制をやはり強化していきたい。当面

そんな形で対応していくことを考えています。今、お話をございましたように、オルタナの場合、これからプライベート・エクイティとかあるいはインフラとか、そういうのに乗り出していくから、やはりそれに合わせた体制を考えていく必要があると思っています。

【宮井会長】 金融機関からというのは、出向の形ですか。

【嶋事務局長】 俗にいう出向という形といいますか、交流採用という形で来ていただく方、それから退職出向ですね、退職して来ていただく方、どちらのパターンもございます。今、必要な体制をとるべく、金融機関のほうにもお願ひをして、そういう体制づくりというのは進めているところでございます。また、西部の説明にもございましたけれども、オルタナティブ資産への投資については、現行体制でできるやり方で進めていくということも必要でございますので、ゲートキーパーを活用するということも含めて検討しています。背伸びをしてもできないことはできませんので、着実に管理できる方法を同時に考えながら進めていくということだと考えております。

【宮井会長】 わかりました。ほかにいかがですか。

【原常務理事】 今、2月末時点での運用状況の概要というのを説明させていただきましたし、また3月もなかなか厳しい状況になっています。こういう状況を見ますと、年金受給者や組合員の人たちは不安に思うんですね。ほんとうに大丈夫だろうか、自分たちの年金はきっと払われるんだろうかと。そういう人たちに対して私が説明しているのは、短期的な動きに過度に惑わされることなく、やはり中長期的に考えていくものなんだから、その辺は心配ないですよと。そんな言い方を私はしているんですけども、専門家の皆様から見て、そのあたりはどのように、特に今回の2月、3月の動きについて具体的にどのようにお考えなのか。また、私の今みたいな説明で特段問題はないのかどうか、そのあたりのことをご教示いただければと思います。

【宮井会長】 それでは、委員のそれぞれの人から。いかがですか、何か。

それでは私からまず初めに申し上げて、その後、もしご意見があればと思います。

ご説明の内容で私はいいと思います。ただ、GPIFではかなりディス

クローズを進めています。広報もちゃんとした広報担当の人を採用して、それでYouTubeにも載せるぐらいになっています。その広報の人は日経新聞からの採用だったと思いますが、女性でソフトな話し方で、非常にわかりやすく説明しようと心がけているようです。結局その部分はやはり国民向け、一般の人向けということですので、今ご指摘のように短期的な振れで大きく心配するようなこともあるでしょうから、そこはちゃんと説明しておく必要があると思います。振れた場合もどのぐらいマイナスになりましたというのではなく説明せざるを得ないですし、多分GPIFやほかの機関もその都度同じように説明していると思います。今、常務理事からお話がありましたように、長期運用で対応しているということを、繰り返しになりますけどというようなことで、説明していくということが基本ではないかなと思います。

それから、やはりその背景にはいろんな情報をディスクローズしていく方向で進めていくというのが重要だと思います。前回の委員会のときにも、組合員にはこの内容等を説明されているというようなお話がありました。ですから、そういう機会にも丁寧に説明するというが必要で、それを広げていくということが求められてくるのではないかなと思います。

ほかの委員の人からいかがですか。では加藤委員、お願いします。

**【加藤委員】** 今、会長からもお話がありましたけども、GPIFが広報を強化しているという理由の1つは、要するにメディアがだめなときだけ騒ぐという、日本の独特な状況があるからです。それに対してどんな場合も出そうということだと思います。どうしても多くの人はメディアに情報を頼りますので、メディアの反応はだめなときにたたくという傾向があります。そういう対応をどうするのかということをよくお考えになるのが一番いいのではないかということです。基本的には、今、会長がおっしゃられましたように、どんな場合でもディスクローズするということと、あともう1つは、メディアの教育というのが重要ではないかという話になっている。ただ、なかなかこれは難しいのではないかという話もあります。

以上、ちょっと感想です。

**【宮井会長】** ほかにご意見があれば。では甲斐委員、お願いします。

【甲斐委員】 短期的には皆さん納得するような説明は確かに難しいと思います。多様な人がいて、最近だと、ビットコインもFXも株も競馬も一緒に考えていて、値段が動くものは全部投資の対象みたいに考える人がいる。そういうのも無視していいわけじゃないですが、やっぱりバックにある経済とか企業、金利の動向、さらに実際の収益率の話ですね。そもそも不確実性があることを前提に、これらの関係を丁寧に説明するしか方法はないと思います。収益率はこうなんだけども業績はそこそこだとか、単に上がり下がりだけじゃなくて、実態をつけたような説明の仕方というのが、安心させる大きな要因になるだろうと思います。

【宮井会長】 それでは徳島委員、お願ひします。

【徳島委員】 基本的には常務理事のご説明、それから会長のお話のとおりだと思っております。大事なことをもう1点だけつけ加えさせていただくと、運用の成果については、ご説明のとおり、短期間でのぶれ幅は中長期で見てくださいということですが、もう1つ指摘させて頂くなら、運用成果が短期でどうなっても、給付には全く影響しないという構造にあることをご理解いただくべきだと思っています。

加藤委員からもお話があったとおり、メディアが触れているのはGPIFを含めて四半期や年度で損が出たという話ばかりなのですが、それは必ずしも給付には影響しません。もちろん5年、10年マイナスのリターンが累積すると影響が出て来ますが、それまでは全く影響しない構造になります。例えばリーマンショックのときに、株が下がりました。だけど給付は何も影響を受けていないといった事実が重要だと思います。ですから、運用というのは短期でなく中期、更に、給付にはすぐに影響しないものであるということを、皆さんご指摘のとおり、ある程度しつこく言い続けないと誰も理解してくれない。目前の損得だけ見てしまいがちなので、制度の構造を根強く、根気強く言っていくしかないのかなと思います。引き続き組合員の皆様へのご説明をよろしくお願ひします。

【宮井会長】 では俊野委員、お願ひします。

【俊野委員】 バリュー・アット・リスクが23%とか15%とか、標準偏差が25%とか、そういう数字を2σということで考えますと、マイナス50%とい

うのはあり得るという前提でやっているということで、それはまさに2兆円とか3兆円、10兆円の資金が飛ぶということは、前提の織り込み済みでやっているということになるかと思うんですけども、それをどのように不安感がないように伝えていくかということですよね。

今日の冒頭の検証にもありましたけども、短期的なリスク、当然覚悟の上で、25年後、50年後の積立比率が要するに100%を確保すると。国内債券のほうが多分精神的には安定すると思うんですけども、25年後、50年後の債券で運用していると確実に負けるというような運用の基本的な考え方を、やはり明確にそのリスクを隠さずにですか、そこは明確にお示しをするということがやっぱり重要なんだろうなということですね。

もちろんそういう意味では、2%、3%で動搖するということは、その5倍、10倍ということは覚悟の上の運用になっていますから、そこら辺は、運用の基本的な考え方は、皆さんの年金が皆さんの生涯にわたって確保できるような運用を目指していますということは、まず隠さずにお示しをして、だから大丈夫ですよと。この船は沈みませんよということで、あとは常務理事がご説明したような形になるかと思いますけども。

あと、やはりそうは言っても、短期的な価格変動というのはリスク要因としてありますので、オルタナティブ投資とか、そういうもので市場価格下落リスク、別の意味のリスクは当然あるわけですけども、価格下落リスクの変動については影響を緩和するような対策はとっていますということで、そこら辺の総合的な運用の基本的な考え方をやはり明確にお示しをするということを、これは想定の範囲内ですよというような、ですからちょっとそこら辺をちゃんとディスクローズしませんと、ですから、上昇があったときにあまり過度に楽観的なことを書く、言うべきではないということで、逆に言うとですね。そこら辺はいいところばかり言うと、悪いところの説明ができなくなってしまいますので、そういうものを対象に、リスクが高いものを対象にやっているんだということは明確に隠さずにお示しするということが重要なんじゃないかなと思います。

【宮井会長】 それでは和田委員、もし何かあれば。

【和田委員】 悪いときに説明すると、それで安心する方も、逆にさらに不安になる方

もいると思うので、定期的に間隔を決めて、年1回でもいいんですけど、とにかくそれを守って説明するというふうに規則的にやっていけばいいかなと思います。

あともう1つは、事実として、例えばアメリカのインデックスですと、10年をとると、どの期間をとっても過去100年プラスですので、日本の場合はちょっとこれはまずいんですけど、日本だと、30年とてマイナスの時期があるのでちょっと難しいです。ただ、この今のポートフォリオのウェイトで例えば30年とて、というのは過去のデータである程度検証できますので、実は全てがプラスにはならないと思うんですけど、非常に高い確率でプラスになっていますということは言えると思いますので、そういうある程度客観的な数値も、長期の数値も示して、かつ定期的に説明されるといいと思います。

【原常務理事】 どうもありがとうございます。大体我々がやっていることが間違っていないということがよくわかりました。

【宮井会長】 それでは、以上をもちまして、本日の議事については全て終了いたしました。以後の進行につきましては、事務局よりお願ひいたします。

【嶋事務局長】 ありがとうございました。委員の皆様方には、年度末の大変お忙しいところ、本日はどうもありがとうございました。

委員の皆様におかれましては、ただいまこの資金運用委員会の委員は2年間ということでお願いをしておりまして、この3月末をもって2年間の任期満了となります。引き続き次期の委員もお引き受けいただいているところと承知しております。今後ともどうぞよろしくお願ひいたします。

次回の資金運用委員会、開催時期は未定でございます。今後、改めて日程の調整を事務局のほうからさせていただきます。

以上をもちまして、第40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 ——