

## 第21回資金運用委員会

平成24年11月26日（月）

【吉田事務局長】 では、定刻となりましたので、ただいまから第21回資金運用委員会を開会いたします。

これから議事進行につきましては、浅野会長にお願いいたしたいと存じます。それでは、浅野会長、よろしくお願ひいたします。

【浅野会長】 それでは、議事に入ります。まず協議事項ですが、本年度の答申書案について、事務局より説明をお願いいたします。

【篠田運用企画課長】 それでは、答申書案につきまして、ご説明を申し上げます。

今年度の答申書案につきましては、基本ポートフォリオの検証・見直しについて、被用者年金一元化への対応について、新たな運用手法についての3点につきまして、答申書案としてまとめてございます。

それでは、恐縮でございますが、答申書案のほうを読み上げさせていただきたいと思っております。

### 答申書（案）

当委員会は、平成24年7月19日付け平成24年度諮問第2号により諮問があった「長期給付積立金の安全かつ効率的な運用のあり方」について、下記のとおり答申する。

#### 記

##### 1 基本ポートフォリオの検証・見直しについて

「長期給付積立金に関する基本運用方針」（平成19年2月22日制定）のⅡの3に基づき、現行の基本ポートフォリオについて、策定時の前提条件等を検証した。

その結果、現行の基本ポートフォリオは、①前提値については策定時と比べ大きな乖離は見られなかったこと、②これらの前提値から導出される効率的フロンティアと比較しても概ね効率的であることが確認された。

また、基本ポートフォリオに基づく運用に当たっては、年金収支差のマイナスが急速に拡大してきている中で、キャッシュフローの確保にも充分

留意する必要がある。加えて、欧州において国家の債務問題から国債の利回りが高い水準にある状況に鑑み、日本国債の金利上昇等の下方リスクにも引き続き留意する必要がある。

なお、市場環境の変化に応じた、基本ポートフォリオの策定手法や検証手法の高度化について、引き続き検討していく必要がある。

## 2 被用者年金一元化への対応について

厚生年金保険制度に公務員等も加入すること等を定めた「被用者年金制度の一元化等を図るための厚生年金保険法等の一部を改正する法律」が成立し、平成27年10月から制度が一元化される。

さらに、被用者年金一元化の前には、平成26年12月に指定都市職員共済組合の連合会への加入という連合会独自の課題がある。

次期基本ポートフォリオの策定にあたり、これらの課題に適切に対応するため、引き続き、国及び関係機関から情報収集するとともに、指定都市職員共済組合の資産の承継に遺漏がないよう準備を進める必要がある。

## 3 新たな運用手法について

平成27年10月の被用者年金一元化後の運用については、主務大臣が定める積立金基本指針や地方公務員共済組合連合会が定める管理運用の方針に適合するように連合会が基本方針を定めなければならない。

現時点では連合会独自の裁量がどの程度認められるか明らかではないが、それが判明した段階で、新たな運用方法が取り入れられるよう、引き続き検討を行っていく。

日付をいたしまして、本日、平成24年11月26日付とし、浅野会長名で、私ども連合会の久保田理事長宛てに答申を出すということにしてございます。

以上でございます。

【浅野会長】 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、お願いいいたします。はい、どうぞ。

【宮井委員】 基本ポートフォリオのところに、「年金収支差のマイナスが急速に拡大してきている中で、キャッシュフローの確保にも充分留意する必要があ

る」と書かれていますが、その程度については触れていません。キャッシュフローは、今でもマイナスになっているという認識で、そのマイナスが将来かなり拡大してくるというような書きぶりですが、もう少し具体的に示せませんか。というのは、それがどの程度か気にする人がいるかもしれませんというのが1点目の質問です。

それから、3番目の新たな運用手法の最後のところで、「新たな運用手法が取り入れられるよう、引き続き検討を行っていく」ということですが、この新たな運用手法の目的が、先ほどのキャッシュフロー確保に留意するというところと関連して、キャッシュフローを確保するような運用手法ということなのか、その辺の位置づけはどうでしょうか。

【浅野会長】 それでは、お答えをお願いします。

【馬場総括投資専門員】 お答えいたします。年金収支のマイナスについては、今年度の委員会の中でも、その収支差に対応する運用手法ということで、国内債券の運用手法というところで、いろいろご議論いただいたところでございまして、今、見渡せる範囲内では、近い将来の見渡せるところでは、3,000億円程度のマイナスになるといったような推計が出ているところでございます。ただ、もう少しその先のところにつきましては、その委員会の際にもご説明いたしましたが、まだ正確な推計が今のところできないと、こういったような状況でございます。

それから、新たな運用手法につきましては、今、宮井委員ご指摘のとおり、この年金収支資産のマイナスに対応するという意味もございますが、それだけに限らず、そもそも収支差がマイナスというところでございますので、資産の取り崩しという形ででも確実にキャッシュフローを確保する必要もございますので、そういったことも含めて、広い観点から新しい運用手法というところは検討していくべきと。そもそもが、運用利回りの向上ということも第1では当然ございますけれども、そういった観点も含めて新しい運用手法について検討していくべきと、このように考えてございます。

【浅野会長】 よろしいでしょうか。

ほかに。はい、どうぞ。

【加藤委員】 細かいことで恐縮ですが、基本ポートフォリオの検証・見直しについての3パラグラフ目にある「加えて、欧州において国家の債務問題から」とそれに続く「日本国債の金利上昇等の下方リスクにも引き続き留意する必要がある」という3行の文章についての意見です。これは欧州において国家の債務問題から国債の利回りが高い水準にある状況に鑑みという前段に対して、日本の国債金利上昇等の下方リスクに引き続き留意する必要があるという後段に続くものと思われますが、前後がややずれている感じがします。日本国債の金利上昇等の下方リスクは、欧州の問題も引き金の一つかもしれません、必ずしもそれだけの問題ではなくて、そもそも日本の問題であると思います。前段と後段が若干ずれている感じがします。双方とも独立して問題なので、明確にそれぞれ問題だと明記したほうがいいのではないかと思います。

【浅野会長】 いかがでしょうか。ここは、欧州で今、債務問題から金利が非常に高くなっているが、日本にもそういうリスクがありますよという趣旨で書かれていると思います。

【加藤委員】 言いたいことは分かります。

【浅野会長】 そういうふうに読み取っていただくということで、いかがでしょうか。この文言は、欧州の問題を特に考慮してというよりは、それを参考にすると、日本でもそういうリスクがありますよということで、それに対して留意するというような趣旨に、一応、なっているのではないかと思いますが。

【細田財務部長】 ご指摘のとおりでございます。

【浅野会長】 どうでしょうか。そういうご理解で、お願ひできませんか。

【加藤委員】 皆さんによければ、それで私は構いません。

【浅野会長】 はい、どうぞ。

【甲斐委員】 私も違和感を別の意味で感じています。確かに欧州が債務問題で利回りが急上昇したことを受け日本の国債も注意する必要があるという趣旨だと思うのですが、日本国債のリスクは債務問題だけではないと思います。要するに財政の問題もありますが0.7%という、世界中でも際立って低い利回りとか、カントリーバイアスが強過ぎてグローバルなアセットアロケ

ーションに比べて、かなりいびつになっている。そういう問題も含めて、やはり国債については非常に危険なゾーンに入りつつあるという認識にすべきで、債務問題に加えて、いろいろ理由を入れたらどうですか。何かこれだけですと、欧州の問題だけに見えますので、そう感じました。

【浅野会長】 事務局、何かご意見ございますか。

【細田財務部長】 おっしゃるように、ここは前段と後段で因果関係があるかどうかというと、微妙な表現になっているかと思いますので、もしよろしければ、委員の方々、ご発言いただいた内容を踏まえまして、会長ともご相談させていただければと考えております。

【浅野会長】 ついでに、これに関してほかにご意見のおありの方、発言をお願いいたします。

【宮井委員】 マスコミが一時、欧州各国の債務問題が原因で、利回りが高い水準にあるというようなことをかなり報道しました。翻って日本の国債を見たらどうかというときに、日本の債務もGDPに対して約200%ですから、非常に高くなっているというような認識から類推されて、多分、こういう書きぶりになったのではないかと思います。ただ、その「鑑み」というつながりが、確かによく見てみれば若干ひっかかるかなという気はします。

【浅野会長】 ありがとうございました。

それでは、皆様からのご意見を踏まえて、ただいま事務局のほうからご発言がありましたように、この続き具合、前段と後段の続き具合のところの文言を少し修正していただくということにし、その文言については事務局と私のほうですり合わせを行って、それを皆さん方にメールで確認していただくという形にしたいと思います。内容的には、ここに記載しているものから変えないということでおきたいと思いますが、それでよろしゅうございますでしょうか。

(「異議なし」の声あり)

【浅野会長】 それでは、そのように取り扱いをさせていただきます。

それでは、その次ですが、報告事項に移ります。平成24年度長期給付積立金の運用状況等について、事務局より説明をお願いいたします。

【事務局（中島）】 平成24年度長期給付積立金の運用状況につきまして、ご報告申し

上げます。

まず、グラフですが、中央やや右寄りの太い縦線を引いております24年3月末を100といたしまして、右端の今年9月末日までの主要4資産のベンチマークの推移をあらわしております。

水色の国内債券についてですが、国内の長期金利は、欧州財政不安、世界経済の減速懸念、長引く円高の進行などにより、投資家のリスク回避志向が高まったことから、資金の逃避先として日本国債買いが進行し、10年国債金利で一時0.72%まで低下いたしました。その後は、0.8%前後の水準で一進一退の推移となりましたが、9月末のベンチマークは3月末に比べまして大きく上昇いたしました。

次に、赤色の国内株式ですが、4月から5月にかけて、市場予想を下回る米国雇用統計や、世界的な株安・債券高を背景に急落いたしました。6月には、欧州債務問題緩和に向けた政策が報じられ、反転いたしましたが、7月以降、世界景気の減速懸念、さらには尖閣問題に端を発する対中摩擦の影響から軟調に推移し、9月末の配当込みTOPIXは3月末に比べて大きく低下いたしました。

次に、紫色の外国債券についてですが、米・独の長期金利は、世界的な景気減速懸念や欧州債務問題を背景に、投資家のリスク回避志向が高まり、債券買いが加速したことから、10年利回りは、一時、アメリカで1.39%、ドイツでは1.13%と史上最低を記録しました。為替は、米国景気減速懸念、欧州債務問題により、消去法的に円が買われる展開となりました。8月以降、対ユーロでは欧州債務問題が後退したことにより円安に戻しましたが、対ドルでは77円80銭、対ユーロでは100円8銭という円高水準で9月を終えております。

このように、主要国の長期金利が大きく低下した一方で、対ドル、対ユーロともに円高が進行したため、9月末のベンチマークは3月末に比べ低下いたしました。

最後に、黄緑色の外国株式ですが、5月末までは米国景気減速懸念や欧州債務問題により株価は大きく下落いたしましたが、6月以降は金融緩和期待を背景に上昇基調に転じ、上半期前半の下落を帳消しにする展開とな

りました。一方、為替は、円高が進行したことから、9月末のベンチマークは3月末に比べ低下いたしました。

この結果、上半期を通して見ますと、4資産のベンチマークは国内債券以外の3資産がマイナスとなっております。

足元の状況でございますが、衆議院解散・総選挙後の安倍政権誕生に対する期待から円高の動きが強まっており、国内株も反発しております。先週、11月23日現在のベンチマークでございますが、国内債券が158、国内株式が1,020、外国債券が315、外国株式が1,246という状況となってございます。

続いて、24年度の資産構成割合の推移でございます。表の右から2列目の24年9月末の合計欄をごらん願います。時価総額の合計は8兆8,320億円で、左端の24年3月末の時価総額の合計9兆2,890億円から4,570億円減少しております。時価総額が4,570億円減少した主な要因といたしまして、年金収支がマイナス3,622億円となったことに加えまして、株価の下落と円高により運用収益が948億円のマイナスとなったことによるものでございます。

9月末の資産構成割合につきましては、表のとおり、全ての資産において基本ポートフォリオの許容乖離幅の範囲内となっております。

資料にはございませんが、10月末の資産構成割合の状況は、国内債券が5兆6,305億円で割合が63.7%、国内株式が1兆140億円で11.5%、外国債券が4,163億円で4.7%、外国株式が9,256億円で10.5%、貸付金が4,002億円で4.5%、短期資産運用等が4,527億円で5.1%となっており、合計は8兆8,393億円で、10月末の資産構成割合も全ての資産において基本ポートフォリオの許容乖離幅の範囲内となっている状況でございます。

続きまして、24年度上半期の修正総合利回りでございますが、第2四半期は、国内株式の利回りがマイナスとなったものの、国内債券がプラスの利回りを維持しており、第1四半期にマイナスだった外国債券及び外国株式がプラスに転じたことから、プラス0.46%となりましたが、第1四半期のマイナスを取り戻すことができず、通期ではマイナス1.05%

となっております。

次に、信託運用の収益率でございますが、24年度通期の超過収益率をごらんください。

国内債券は、アクティブ運用の収益率については、クレジットスプレッドの縮小が進んだ東京電力債の保有比率がベンチマークよりも低かったこと等によりまして、ベンチマークを0.36%下回っております。

パッシブ運用の収益率については、短期・中期ゾーンよりも長期・超長期ゾーンの金利のほうが大きく低下する環境下、自家運用ファンドではデュレーションがベンチマークより若干長かったことによるプラス効果がありましたが、ラダー構築ファンドではデュレーションがベンチマークよりも短かったことによるマイナスの影響が大きく、パッシブ運用全体でベンチマークを0.33%下回りました。その結果、国内債券全体の超過収益率はマイナス0.34%となっております。

国内株式ですが、相場が大きく下落する中、アクティブファンドの収益率は円高、欧米及び中国の景気減速懸念や、日中関係の悪化などの影響を受けて、割安な企業の株価がさらに売られて下落するという市場状況の中、各運用機関の銘柄選択手法が効果を発揮できず、ベンチマークを1.52%下回りました。

パッシブファンドの収益率は、相場下落下でキャッシュ効果などによりプラス0.16%となりましたが、国内株式全体の収益率はベンチマークを0.49%下回りました。

外国債券は、全てパッシブ運用であり、収益率はベンチマーク並みとなっております。

外国株式ですが、アクティブファンドの収益率については、第1四半期に個別企業の成長性や割安度といったファンダメンタルとは無関係に売られるという展開の中、欧州金融セクターや一部ハイテク銘柄が不振であつたことが影響し、年度通期でもマイナス0.97%となりました。

パッシブファンドの収益率は、ベンチマーク並みとなり、外国株式全体の超過収益率はマイナス0.08%となっております。

続いて、パフォーマンス評価要因分析の通期の表をごらんください。

真ん中の表、収益率の合計欄をごらん願います。連合会ポートフォリオの収益率はマイナス1.05%、ベンチマークの収益率はマイナス0.51%、超過収益率はマイナス0.54%となってございます。

その内訳は右側にございますが、資産配分要因がマイナス0.18%、個別資産要因がマイナス0.35%となってございます。

資産配分要因がマイナス0.18%となった主たる要因といたしましては、国内株式のマイナス0.12%で、⑤の欄の国内株式のベンチマーク収益率がマイナス12.66%と、下の⑦のベンチマーク収益率の合計でありますマイナス0.51%を大きく下回っており、その資産が、③のところにありますが、1.0%のオーバーウエイトであったことによるものでございます。

個別資産要因がマイナス0.35%となった主たる要因としましては、基本ポートフォリオにおける資産構成割合が63%と、最も大きな割合を占める国内債券の超過収益率がマイナス0.45%となったことによるものでございます。

なお、一番左の連合会ポートフォリオの資産構成割合が、資料の9月末の資産構成割合と異なっておりますけれども、こちらにつきましては、下の注1にございますが、24年4月から9月までの簿価平残に、前期末である24年3月末の未収収益及び評価損益を加えたものを基準として計算をしているためです。

【事務局(迎)】 それでは、引き続き基本ポートフォリオに係るリスクモニタリングの指標の状況につきまして報告いたします。

まず、モニタリング指標等の状況でございます。ボラティリティ及び分散指標の状況についてお示ししております。

インプライド・ボラティリティは、9月末時点において、平成24年3月に比べまして、日経平均株価は低下し、VIXはやや上昇しました。

ヒストリカル・ボラティリティは、基本ポートフォリオ全体につきましては、3月末に比べまして短期、中期ともやや上昇をいたしました。基本ポートフォリオ策定時の想定リスクと比較いたしますと、短期、中期ともに想定リスクの水準内にございます。今年度については、短期、中期とも

想定リスクを下回る、安定した状況が続いております。

共分散指数につきましては、9月末は3月末と比べまして、ほぼ横ばいとなってございます。

ボラティリティの水準感をご確認いただきますために、グラフをごらんください。インプライド・ボラティリティのグラフのうち、日経平均株価のボラティリティのグラフでございますが、基本ポートフォリオ策定時に用いた1990年以降のデータ上下5パーセンタイルを赤色の横線で、上下10パーセンタイルを黄色の横線で示しております。今年度については安定的に推移しており、黄色の横線の範囲内にございました。

VIXのグラフにつきましても、米雇用統計の悪化が確認され、上昇する局面もありましたが、今年度については黄色の横線の中にあり、落ちついた状況にございます。

基本ポートフォリオ全体のヒストリカル・ボラティリティのグラフでございますが、今年度は基本ポートフォリオ策定時の想定リスクを下回り、黄色の横線の下側付近の水準にございます。

中期のグラフにつきましても、基本ポートフォリオ策定時の想定リスクを下回り、かつ黄色の横線の間の水準にございます。

続きまして、相関係数の状況でございます。

過去1年間の各資産間の相関係数の状況と、参考のところで現行基本ポートフォリオの策定に用いた相関係数とをお示ししてございます。これらを比較いたしますと、9月末の算出分におきましては、円貨建債券と外貨建資産の相関係数について、基本ポートフォリオの策定に用いた相関係数と符号が逆となっております。また、円貨建債券と円貨建株式、及び円貨建株式と外貨建債券の相関係数についても、想定時と離れた状態となっております。全体として、円貨建債券とその他3資産におきまして負の方向への相関が強く、その他3資産間において正の相関が強い状況にございます。

続いて、過去3年間の推移をお示ししております。最近の市場では、リスクオン、リスクオフの局面で、国内債券とその他3資産とが交互に買われるという特徴をあらわしております。このような短期的な傾向が今後も

継続していくのか、引き続き注視してまいります。

続きまして、トラッキングエラーの状況でございます。基本ポートフォリオの前提値に基づき算出いたしました基本ポートフォリオとのトラッキングエラーは、実際の資産構成割合とが基本ポートフォリオとの乖離率が縮小したことにより、平成24年3月末に比べ低下をしております。

なお、その他の経済指標について参考までに記載をしております。

引き続きまして、長期給付積立金に係るリスク状況についてご説明申し上げます。足元の長期給付積立金全体のトータルリスクは、4.39%でございます。こちらは、管理上の目安の3.1%から5.4%の範囲内であり、特段問題のない水準にございます。

トータルリスクの推移についてご説明いたします。ベンチマークである基本ポートフォリオのトータルリスクを青のライン、長期給付積立金全体のトータルリスクを赤のラインでお示ししております。4月から9月までの期間のトータルリスクは、管理上の目安の3.1%から5.4%の範囲内におさまっておりました。

本年度の長期給付積立金全体のリスクの変化としては、5月にかけ低下した後、6月に上昇し、以降、ほぼ横ばいにございます。

5月にかけ低下した主な要因は、フランスやギリシャの選挙結果等が市場に嫌気され、内外株式が売られたことにより、ハイリスクである内外株式の構成比率が低下したことによるものです。

また、6月に上昇した主な要因は、内外株式の構成比率が上昇し、かつ資産ごとのリスクも上昇したことによります。トータルリスクの推移、個別資産ごとのグラフをごらんください。グラフの中の緑のラインが外国株式、赤のラインが国内株式のリスクを示しております。個別資産のリスク値が5月にかけ低下した後、6月に上昇していることがご確認いただけると思います。6月初めには、米雇用統計の改善の遅さが確認され、内外株は売られたものの、月中旬のギリシャ再選挙での緊縮派の勝利や、下旬のEU首脳会議を受け、内外株が大きく持ち直す形となり、株価や為替の変動率が急速に高まった時期でございました。なお、基本ポートフォリオのトータルリスクの動きは、この2資産のリスクの動きとほぼ連動しており

ます。

続きまして、長期給付積立金全体のバューアットリスク、及びBarraモデルを用いたストレステストの結果についてです。足元のVARにつきましては、3月末と比較して低下しております。また、ストレステストの結果としては表のとおりでございます。

最後に、推定トラッキングエラーの状況でございます。今年度につきましては、0.6%近辺を推移しております。主な変動要因は資産配分リスクであり、外国株式の資産構成割合が市場の変動により上下したことによるものでございます。

なお、以上のリスク指標につきましては、直近の10月末時点におきましても特段の変動はございません。

以上のようなこれらの指標を総合的に注意深くモニタリングしつつ、特にトータルリスクが管理上の目安を超過するなどが確認される場合には、資金運用検討会議の構成員に一報の上、要因分析を行い、資金運用検討会議において対応を検討することとしております。また、必要に応じて資金運用委員会に報告することとしております。

リスク状況につきましては以上でございます。

【浅野会長】 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、お願いをいたします。はい、どうぞ。

【加藤委員】 リスク状況の、国内株式と外国株式のトータルリスクのところですが、国内株式が19か20ぐらいです。外国株式が大体23ぐらいだと思います。ところで、前にあったリスクモニタリングのところの資産別の、これはベンチマークベースだと思いますが、ヒストリカル・ボラティリティのところを見ると、TOPIXが中期で5.26になっています。これは多分月次だと思いますが、年次にすると20にならないのではないかと思います。つまり、ポートフォリオのリスクがベンチマークに比べてかなり高い感じがしますがいかがでしょうか。

【浅野会長】 お答えをお願いします。

【鈴木運用管理課長】 国内株式と外国株式のトータルリスクがベンチマークに対して

高いという件について、こちらはBarrageのほうで見ているトラッキングエラーが、国内株式について0.6、外国株式について0.25というところでございますので、そういう意味でポートフォリオについて、これが高いというような感じではないと思います。

【浅野会長】 Barrageのほうのリスクが、実際のヒストリカルなリスクよりも大きく出ているということですね。

【鈴木運用管理課長】 はい。 Barrageのほうが、ヒストリカルよりも大きく出ているというような認識ができると思います。

【浅野会長】 Barrageのほうは、GARCHを使って計算しているのでしょうか。

【鈴木運用管理課長】 Barrageのほうも、ヒストリカルを使ってますが、資産によっていろいろ計算の仕方が違い、足元に加重をしていたり、多少工夫をしているということで、その分、単純なヒストリカルと違う結果が出ます。

【浅野会長】 ということで、よろしくございますか。

ほかに、ご質問、ご意見等ありましたら、お願いします。

【宮井委員】 貸付金のところで、これは0.6、一応その金利で貸し付ける、もう定まったもので貸しているということで、四半期ごとに同じ数字が出ているということでおよろしいですか。確認です。

【馬場総括投資専門員】 今、おっしゃられたとおりでございまして、貸付金は年率2.4%の決まったレートで貸し付けておりますので、それが出てくると、こういうことでございます。

【浅野会長】 よろしいですか。はい、どうぞ。

【宮井委員】 国内株式の信託運用の収益率を資産ごとに見ているところについて、パッシブ運用とアクティブ運用を分けて見ていると思います。連合会の株式の場合は、たしかアクティブの運用比率がそれなりに高かったと思いますが、そこで超過収益率がほかの資産に比べて少し大きなマイナスになっています。先ほどの説明ですと、これは銘柄選択が良くなかったというようなことだったのですが、運用会社の中には良いところもあったのではないかと思います。その辺の状況を教えていただければと思います。

【浅野会長】 特に問題のある、パフォーマンスが継続して悪いようなところはないかということですね。

【宮井委員】 はい。

【鈴木運用管理課長】 マーサーのユニバースで見ますと、国内株式の上半期でいいま  
すと、中央値でもマイナスになるというような状況になっています。これ  
は、マーケット自体がモメンタムで上がっていたという部分があって、ア  
クティブ運用機関については、比較的パフォーマンスを上げにくいマー  
ケットでした。上半期についてはそういうことです。

その次に、我々のファンドのほうで、長いこと悪いファンドがあったか  
どうかというご質問だと思いますが、これにつきましては、3年たちま  
したので、昨年度から運用機関の見直しを行ってまして、今年度も一部見  
直しも行っていますし、そういう中で、来年度になりますと5年の長期の  
データが出ますので、そこでまた過去、悪いものについては見直しを行つ  
ていきたいということで考えております。

【浅野会長】 よろしゅうございますか。

ほかに。はい、どうぞ。

【徳島委員】 信託運用の収益率の表のところですが、先ほど国内株のところで同様の  
指摘がありました。国内株については、運用パフォーマンスが結構振れる  
ので、これぐらいの負け幅は十分、機会があれば取り返せるかなと思いま  
すが、一方、やはり国内債の運用パフォーマンスが少し気になります。ア  
クティブ運用に関しましては、先ほど東電債のスプレッドがタイトニング  
したためという理由をご説明いただきました。パッシブ運用につきましても、現  
在、デュレーション長期化の最中だというお話を伺いました。正直  
言いまして、パッシブ運用でベンチマークに対し33bps負けるとい  
うのは、それだけデュレーションが短いということと思われます。やはり金  
利上昇を意識してデュレーションの長期化を少し止めているのか、あくま  
でも運用資産のロットが大きいので長期化の作業中なのか、国内債券運用  
のスタンスと今後の方針についてお聞かせいただけたらと思います。

【馬場総括投資専門員】 このデュレーションショートになっている状況の本来の要因  
といったしましては、私ども一元処理の当初から被用者年金一元化というも  
のが課題としてございましたので、一元化後の姿がまだ見えない状況にお  
いては、一気に20年ラダーをつくり上げることはちょっと控えたほうが

いいということで、段階的に20年ラダーポートフォリオをつくっていく、こういう考え方で進めてまいりました。その後、やはり超低金利が進んでまいりましたので、今、先生おっしゃいましたような金利上昇への備えといったことも、考えの裏側にないとはいえないんですけども、本来は段階的に進めるという中で、今、こういう状況になっているということでございます。

【浅野会長】 よろしゅうございますか。

それと、キャッシュフローの対応上、デュレーションが全体として当初のもくろみよりは短くなっている、こういう要因もあろうかと思いますが。

【馬場総括投資専門員】 はい。それはもう会長おっしゃいましたように、今年度の議論もございましたように、年金収支のマイナスへの対応ということも一部ございます。これは直近で出てきたことでございます。

【浅野会長】 はい、どうぞ。

【甲斐委員】 いつも出てくる相関係数の話ですが、先ほどのご説明では、基本ポートフォリオを考えたときと相当相関係数が異なっているということでした。値動きからすると、国内債券とほかのグループに分かれるようです。今後、この傾向が続いているか注視するとおっしゃったんですけども、この傾向が続くかどうかの判定はどのようになされますでしょうか。

【浅野会長】 難しい質問ですが、どうでしょうか。

【馬場総括投資専門員】 大変難しいご質問で、私どもが断定的にお答えすることは多分難しいだろうと思っておりまして、これはまさに先生方のご意見を聞きながら、改定すべきであるかということは総合的に判断すべきものだと思っております。

【甲斐委員】 この数字がもう2年ぐらい続いているわけで、これが定着するかどうかについて、何か別の角度から検証材料を持ってこないと、イエスか、ノーか判断できないと思うのです。要するに、非常に判断の難しい話ですが、どういうリサーチを今後進めていこうとしているのか、どんな手段でこれを明らかにされようとしているのか、その辺の計画がやはり必要だと思うのです。

【馬場総括投資専門員】 相関係数の問題とか、それからリスク値の問題ですよね。こういうことについて、長期のこういった関係で現在は想定をしているわけでございますが、それがほんとうに適正かどうかということについては、過去の委員会でも、短期間をとった場合のローリングの結果等も検討して、ご報告もして、ご議論もいただいておりますが、そういったような新しい、従来とっているやり方とは違うようなこともいろいろ検討して、また、それに対してご意見をいただいて、変えるべきかどうかということは、今後、議論していくことかなと、このように考えております。

【浅野会長】 むしろ、甲斐先生はじめ委員の先生方から、この問題についてどういうふうに考えるか、アイデアをいただけたらと思いますので、今後、また折に触れてアドバイスをお願いいたします。

はい、どうぞ。

【宮井委員】 今の点なんですが、結局、ここでの目的は、基本ポートフォリオでリスクが想定内にあるかどうかというのをモニタリングすることが趣旨だと思います。基本ポートフォリオのリスクがどういう影響で変化するかというと、資産ごとのボラティリティが変化するというのと、相関による分散効果でリスクが低減されるというところがあると思います。今、説明のように、各資産のボラティリティは若干下がっていて、相関が少し高くなっているけれども、全体としては、当初の基本ポートフォリオの全体のリスクよりも少し低くなっているという理解だと思います。

したがって、多分、結論としては、モニタリングの結果、基本ポートフォリオはリスクの想定内の範囲で運用されているということになると思います。ただ、今、いろいろ議論があるように、注意深く見ていくときに、ボラティリティとやはり相関ですが、それを組み合わせたときにどうなのかというところを、見ていく必要があると思いますし、ポートフォリオ全体で見るというのは重要なと思いました。

【浅野会長】 私の見解を申し上げますと、国内債券と株式、あるいは外貨建証券との相関が以前はプラスだったのが最近はマイナスになっていますが、これは経済がデフレかインフレか、どちらがドミナントかということによると思います。今はデフレの傾向が強いからマイナスの相関ですが、インフレと

いうか、金利が上昇する過程を考えると、プラスになってくる可能性も捨て切れないと思います。ただし、この相関よりも、実を言うと、リスクに占める割合からすると、国内株とか外国株とかの寄与度が大きいわけです。そうすると、むしろ円貨建株式と外貨建株式、あるいは外貨建債券との相関が高くなっている方が気になります。つまり、グローバルな連動性、しかも為替がそれに輪をかけているということになると、こちらのほうがちょっと気になる。こんなような感じがいたします。

**【加藤委員】** 今のボラティリティの件で質問です。基本ポートフォリオの検証・見直しの最初のところで、1の基本ポートフォリオの検証・見直しについての第2パラグラフのところに、「その結果、現行の基本ポートフォリオは、①前提値については策定期と比べ大きな乖離は見られなかったこと、②これららの前提値から導出される効率的フロンティアと比較しても概ね効率的であることが確認された」とあります。私の理解では、またもとの資料に戻っていただいて、相関係数は右のほうに2つテーブルがあって、下のほうの相関関数テーブルに基づいて基本ポートフォリオはつくりましたということですね？そして現時点で評価して、つまり今度は上のほうの相関係数に基づいて効率的フロンティアをつくったが、ほぼ効率的フロンティアに乗っているという理解だと思われます。

気になったのは、今、浅野会長もおっしゃられましたが、株式間の相関、日本株と外国株の相関がかなり高まっているのですが、多分これだけ高まると、効率的フロンティアも変わってくるのではないかということです。それでも、検証するとあまり変わらなかったという理解でよろしいでしょうか。

**【浅野会長】** はい、お願いします。

**【鈴木運用管理課長】** 前提値の検証について、基本ポートフォリオを策定した際は相関係数等については長期のデータを用いておりまして、ここの数値は2008年までに基づきますが、これを延ばした前提値を出して、その前提値に基づいて効率性を確かめたということでございますので、上の表の短期の1年間の相関を用いて検証したわけではないということでございます。

**【浅野会長】** 少し補足しますと、効率性の検証は、2008年にやった作業を今、同

じようにやったとしたらどうなるか、こういう検証をするのであって、直近の数字を使ってやっているわけではないということです。その意味では、直近の数字の影響はどうかというような意味での検証もあわせてすべきでないかというご指摘もあるうかと思いますが、今のところそれはやっておらず、ただリスクモニタリングとしてチェックしているという状況です。

【加藤委員】 長期的な相関係数は、もとのものとあまり変わってないということですね？

【浅野会長】 そうですね。3年分か4年分ぐらいデータが加わっているということなので、リスクのほうは、そういう意味ではあまり変わりはないと思います。

【鈴木運用管理課長】 はい、そういうことでございます。12年の6月まで延ばしているという形でございますけれども、その結果、策定時のころとほとんど変わってないというような感じになっています。

【浅野会長】 そういう意味では、この検証のやり方も、こういうやり方でいいのかどうか、議論の余地がなくはないと思っていますので、今後また、こうしたことについてもご意見をいただければと考えています。  
ほかにありますか。

【芹田委員】 委員の方々のコンセンサスから少し言うと、宮井委員おっしゃられたように、現状の、直近での基本ポートフォリオのリスク状態というものを少し、各資産だけではなくて、モニターする上で、まとめのサマリーのような形で少しまとめていただけだと、我々も見ながら、直近の状態と長期の状態が比較しやすくなるのではないかと思います。

【浅野会長】 それは一応、共分散指数とか、その他の指数とか、それからトータルリスクの推移とかで、現状はつかんでいるということです。ただ、こちらの表では先ほど説明がありましたようにB a r r aのリスク指標を使っているので、それが別の表の長期金利のリスクなどとどうかかわっているかは、もう一つつかみ切れてないという問題はあるかと思います。  
そういうことで、よろしいでしょうか。

【鈴木運用管理課長】 先ほどもちょっとご説明しましたように、B a r r aのほうは比較的直近のリスクも反映させている部分がございますので、そこで我々

のモニタリングのところのBarraのトータルリスクが当初の管理上の範囲内に入っていればということで、そういう意味で少しだけ足元の状況も、反映されている部分のリスクも見ているという形になっております。

【浅野会長】 よろしくございますでしょうか。

ほかに、ご質問、ご意見ございませんでしょうか。

それでは、ご発言がないようですので、次の事項に移りたいと思います。

最後のテーマですが、指定都市職員共済組合の加入について、事務局より説明をお願いいたします。

【篠田運用企画課長】 この資料につきましては、先般11月16日に開催されました、私ども連合会と指定都市職員共済組合の合同会議の資料より、長期給付積立金関係を抜粋したものでございます。

内容いたしましては、6点ほどございますけれども、まず1点目につきましては、平成27年12月に、先ほど来申し上げておりますが、資産については、地共連に預けている預託金も含めまして、連合会が引き続き一元化をしていきますということでございます。

2点目いたしましては、移管直前までは各指定都市職員共済組合で運用していただきまして、今後の運用につきましては、私ども連合会の基本運用方針に沿う形で運用してくださいということで、基本運用方針等の資料についてもお示しをさせていただいているところでございます。

3点目としては、新しく金融商品に投資する場合とか、運用機関や資産管理機関を新規採用する場合は、私ども連合会に事前にご相談をいただければと、お願いを申し上げてございます。

あわせまして、運用に関して現在抱えている訴訟とか、今後、訴訟になりそうな案件につきましても、事前にご報告をいただければということでお願いを申し上げてございます。

それから、資産を移管するに当たりまして、資産の調査については今現在準備中でございまして、まとまり次第、至急調査をさせていただきたいということでお願いをしてございます。連合会の基本運用方針により保有できない資産につきましては、移管するまでに適切に処理をしていただきたいというお願いを申し上げたところでございます。

最後には、預託金管理経理の設定をしていただくことになりますので、こちらについても指定都市職員共済組合に伝えたところでございます。

今後の予定でございますが、12月20日に指定都市職員共済組合のみの会議が行われるということでございまして、この会議では、これら長期給付積立金以外の連合会全体の事業につきまして、決定事項の確認ということを指定都市職員共済組合の中でやられると聞いてございます。この内容をもとにいたしまして、明年1月もしくは2月に第2回目の合同会議を開く予定となっているところでございます。

現時点では、以上のとおりでございます。

【浅野会長】 ありがとうございました。

それでは、ただいまの説明について、ご意見、ご質問等がございましたら、お願ひいたします。ございませんか。

では、私のほうから一つ。前回、各都道府県の組合を吸収したときには、制度的には債券等を各都道府県の組合で運用をするという条項というか、そういうものがあったと思いますが、現実にはそういう運用はほとんどなくて、全部連合会に統合されたということだったと理解しております。今回、指定都市の場合は、可能性としてそういうものは残すのですか、それは全くないのですか。

【篠田運用企画課長】 今、会長がおっしゃられたのは、多分、縁故地方債のことだと思いますが、こちらについては指定都職員共済組合もそれぞれ運用されているところだと思いますので、これは今後、調査して明らかになっていくわけですが、それについても同じように、引き続きそれぞれの指定都市職員共済組合で運用をしていただくことにしてございます。

【浅野会長】 そうですか。

何かご意見、ご質問等ございませんか。

【宮井委員】 今の縁故地方債は各指定都市で管理するという話ですが、これは何か理由があるのですか。

【浅野会長】 はい、お願ひします。

【篠田運用企画課長】 縁故地方債でございますので、それぞれの自治体で、いろいろな事情があろうかと思います。何といいましょうか、それぞれの

地元のつき合いとか、そういったところもありますので、それらについてはやはり一番身近なところで運用していただくほうがよろしいということで、そういった整理をされているんだというふうに理解しております。

【馬場総括投資専門員】 あと、ちょっと補足いたしますと、この縁故地方債はほんとうに市場に流通しない、証書引き受け受けみたいな形式も含めた、非常に引き受けロットも、1件当たり何百万円といったようなものもあるということでございますので、今、課長がご説明しましたように、引き続き地元のところでそのまま管理をしていただくほうが適性かなということで、前回もそういう方式をとりまして、今回もそれを引き継ごうと、こういうことでございます。

【浅野会長】 はい、どうぞ。

【徳島委員】 特に証書形態の縁故地方債の場合には、デュレーションはかなり長めのものが多いかなという気もしますが、逆に短期の縁故地方債を大量に引き受けた場合には、目標とする国内債ポートフォリオのデュレーションは、ベンチマークが20年ラダーになっていることを考えると、意図に反して短くなってしまう可能性はないのでしょうか。そういう懸念のある際には、短い年限の縁故地方債の引受けを抑制するようお願いすることは可能なのでしょうか。

【馬場総括投資専門員】 必ずしもデューションが長いというわけではございません。どちらかといえば、20年の新発国債を購入することに比べれば、それよりも平均的には短いものが中心になっております。

【浅野会長】 それについて、ある程度こちら側からの制約とか、指示とかはできるのですか。

【篠田運用企画課長】 これにつきましては、いろいろな事業でそれぞれ年数が決まっておりまして、大体10年ぐらいのものが多くなってございます。据え置き2年で、原則として10年といったものがおおむね多いかと思っております。

【浅野会長】 特に指示はできない？

【篠田運用企画課長】 私どもの構成組合の縁故地方債引き受けに関する取り扱い基準というものがございまして、その中で、一応、貸し付け期間としては原則

10年、うち据え置き期間は2年とするというようなことで、取り決めはございます。それ以外のものがございましたときには、その都度ご相談をしながらということにしてございます。

【浅野会長】 ありがとうございます。

ほかにご質問、ご意見等ございませんでしょうか。

【徳島委員】 具体的な資産調査はこれからということで伺っていますが、連合会の基本運用方針により保有できない資産、例えば仕組債とか、いわゆる投資適格未満の低格付社債とかがイメージできますが、ほかに耳にされている資産の具体的なものは、あるのでしょうか。

【篠田運用企画課長】 あと、あるとすれば、仕組定期というなんでしょうか、仕組預金というなんでしょうか、そういういたものがあるのか、ないのか、そこも含めてお聞きしようと思っております。

【浅野会長】 ありがとうございます。

はい、どうぞ。

【宮井委員】 先ほどの縁故債の部分は指定都市で管理するということですが、その各都市の共済組合での支払いを含む管理部分を除いて、連合会に移管されるという理解でよろしいですか。

【篠田運用企画課長】 預託金管理経理、先ほど最後のところで、設定ということでお願いをしているとご説明をさせていただきましたが、この預託金管理経理の中で経理をしていただく、地元のほうで逐次管理をしていただくというようなことになろうかと思います。

【浅野会長】 よろしいですか。

ほかに。はい、どうぞ。

【甲斐委員】 平成27年に一元化するということが、それまでに先方のポートフォリオを、できるだけ連合会に合わせていただき軟着陸するといった配慮はされるんですか。それとも、それはとりあえず一元化した後の話になるのでしょうか。

【浅野会長】 お願いします。

【篠田運用企画課長】 基本的には、一元化した後ということになるのではないかと理解をしております。

【浅野会長】 一応、今、おっしゃった趣旨の方向でやってほしいという希望は出されているということですね。まあ、弱い形ですが。

【馬場総括投資専門員】 そうですね。できればそういうふうにやりたいんですけれども、これ、ちょっとまだ、完全別法人でございますし、先方は先方の事情がございまして、完全に基本運用方針どおりやれといつても、これはまた無理な話もございますので、今、会長がおっしゃったような趣旨でございます。

【浅野会長】 ということで、一応、こちらの気持ちは伝えてあるということですね。ほかにございませんでしょうか。よろしゅうございますか。それでは、以上をもちまして本日の議事は全て終了いたしました。以後の進行については、事務局よりお願ひいたします。

【吉田事務局長】 委員の皆様方には、お忙しいところをご出席いただき、まことにありがとうございました。

以上をもちまして、第21回資金運用委員会を閉会いたします。ありがとうございました。

—— 了 ——