

## 第25回資金運用委員会

平成26年9月16日（火）

**【青山事務局長】** おはようございます。10時にはまだ時間がございますけれども、皆さんおそろいになられましたので、ただいまから第25回資金運用委員会を開会いたします。私は、協議に入るまでの間、司会を務めさせていただきます事務局長の青山でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

それでは、開会に当たりまして山口常務理事からご挨拶を申し上げます。

**【山口常務理事】** おはようございます。本日は新たな任期のもとでの初めての委員会でございますので、一言ご挨拶をさせていただきます。

先生方には、このたび本委員会の委員をお引き受けいただきましてまことにありがとうございました。また本日は大変お忙しい中、ご出席いただきまして、重ねて厚く御礼申し上げます。

さて、来年10月から被用者年金一元化がスタートいたしますが、積立金につきましては皆様方ご案内のとおり、モデルポートフォリオや管理運用方針の策定といった新たな枠組みが設けられまして、その枠組みのもとで私ども連合会をはじめ、各実施機関がポートフォリオを策定して実際の運用に当たることとなります。既に財政検証、財政再計算は行われておりますが、モデルポートフォリオや管理運用方針はまだ示されておられません。モデルポートフォリオにつきましては、地共連、国共連、GPIF等が共同で策定するとされておりますが、GPIFの動向もあって、その見直しはやや不透明な状況にあると思われまます。

このような中で今回ポートフォリオの見直しを行うわけでございますが、従来にはない難しい作業になることも予想されるところでございまして、どうか先生方にはよろしくご指導のほど、お願い申し上げたいと存じます。簡単でございますが、開会に当たりましてのご挨拶とさせていただきます。どうかよろしくお願い申し上げます。

**【青山事務局長】** それでは本日は委員の皆様方、改めて委嘱されまして初めての資金運用委員会でございます。初めに委員の皆様方を私からご紹介申し上げます。

す。まず横浜国立大学名誉教授の浅野委員でございます。よろしくお願いいたします。

【浅野委員】 よろしく申し上げます。

【青山事務局長】 関西学院大学大学院経営戦略研究科教授の甲斐委員でございます。

【甲斐委員】 よろしく申し上げます。

【青山事務局長】 京都大学大学院経営管理研究部教授の加藤委員でございます。

【加藤委員】 よろしく申し上げます。

【青山事務局長】 ニッセイ基礎研究所金融研究部上席研究員兼年金総合リサーチセンター年金研究部長の徳島委員でございます。

【徳島委員】 徳島です。よろしく申し上げます。

【青山事務局長】 成蹊大学経済学部客員教授の俊野委員でございます。

【俊野委員】 俊野です。よろしくお願いいたします。

【青山事務局長】 日興フィナンシャル・インテリジェンス理事の宮井委員でございます。

【宮井委員】 宮井です。よろしく申し上げます。

【青山事務局長】 続きまして事務局の幹部職員をご紹介します。総務部長の大山でございます。

【大山総務部長】 大山でございます。よろしくお願いいたします。

【青山事務局長】 財務部長の平沢でございます。

【平沢財務部長】 平沢でございます。よろしくお願いいたします。

【青山事務局長】 年金部長の入澤でございます。

【入澤年金部長】 入澤でございます。よろしくお願いいたします。

【青山事務局長】 年金部審議役の小松でございます。

【小松審議役】 小松でございます。よろしくお願いいたします。

【青山事務局長】 運用企画課長の篠田でございます。

【篠田運用企画課長】 篠田でございます。よろしくお願いいたします。

【青山事務局長】 投資専門員の鈴木でございます。自家運用課長を兼務しております。

【鈴木自家運用課長】 鈴木でございます。よろしくお願いいたします。

【青山事務局長】 投資専門員の西部でございます。運用管理課長を兼務しております。

【西部運用管理課長】 西部でございます。よろしくお願いいたします。

【青山事務局長】 以上でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

議事に入ります前に会長をお決めいただく必要がございます。当連合会資金運用委員会設置要綱第5の規定によりまして、会長の選出は委員の互選によることとされております。ご発言をお願いいたします。

【宮井委員】 日興フィナンシャル・インテリジェンスの宮井です。会長には、昨年度まで当資金運用委員会の会長を務められました横浜国立大学名誉教授の浅野委員が最適だと思います。浅野委員は、我が国の資産運用分野の理論研究の第一人者でありますし、実務経験も豊富で、さまざまな委員会等でもご活躍されております。高い見識とリーダーシップのある浅野委員に当資金運用委員会の会長の職を引き続き務めていただきたいと思います。どうか、各委員の皆様方のご賛同をお願いします。

【青山事務局長】 ありがとうございます。ただいま宮井委員から会長に浅野委員とのご発言がございましたが、皆様、いかがでございますか。

(「異議なし」の声あり)

【青山事務局長】 ご異議がないようですので、会長には横浜国立大学名誉教授の浅野委員が選任されました。

なお要綱には、「副会長1人を置き」となっておりますが、平成20年度から副会長が空席となっております、今回の任期中につきましても、副会長は置かず、空席とさせていただきたいと存じますが、いかがでしょうか。

(「異議なし」の声あり)

【青山事務局長】 ありがとうございます。ご異議がないようですので、副会長は空席とさせていただきます。それでは浅野会長には会長席にお移りいただきたいと存じます。お願いいたします。

それでは、ここで浅野会長に一言ご挨拶を頂戴できれば幸いです。よろしくお願いいたします。

【浅野会長】 ただいま皆様のご推挙により、引き続き本委員会の会長の重責を担うことになりました。皆様のご協力をいただきながら、これからの任期中、会長の職を務めさせていただきたいと存じますので、どうぞよろしくお願いいたします。申し上げます。

本委員会は、これまで委員の皆様方に精力的にご議論いただき、市町村連合会における長期給付積立金の安全かつ効率的な資金運用に貢献してまいりました。今後は、指定都市共済の加入や、被用者年金一元化への対応といった課題が山積する中、本委員会において引き続き当連合会の安全かつ効率的な資金運用のあり方について精力的に検討してまいりたいと考えております。この委員会が円滑に運営できますよう、皆様方のご協力をお願い申し上げます。私からのご挨拶とさせていただきます。

【青山事務局長】      ありがとうございました。

それでは、この後の議事進行につきましては浅野会長にお願いしたいと存じます。浅野会長、どうぞよろしくお願いいいたします。

【浅野会長】      それでは、早速議事に入ります。初めに報告事項の「平成25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。

【篠田運用企画課長】      それでは私から、平成25年度長期給付積立金の運用状況につきまして、ご説明させていただきます。

まずグラフでございますが、真ん中太線で書いてありますところ、平成25年3月末を100といたしまして、平成24年3月末から平成26年6月末までの主要4資産のベンチマークの推移をあらわしているものでございます。

平成25年度の金融市場は、前年度から続く株高・円安傾向に加え、4月に行われました日銀の質的・量的金融緩和政策や、政府の成長戦略への期待等を受けまして、年内は上昇基調で推移しておりましたが、年明けから年度末にかけては中国景気の不透明感、外国人投資家の利益確定売りや、ウクライナ情勢の悪化などから下落基調となりました。為替につきましては、対ドル、対ユーロともに大幅な円安水準となったことに伴い、外国債券、外国株式は上昇基調で推移したところでございます。

今年度に入りましてからの金融市場の動向ですが、国内株式は4月に日銀金融政策決定会合で量的緩和拡充への期待が低下したことで、一時円高株安となりましたが、5月に発表されましたアメリカや中国の経済指標が好調だったこと、6月に欧州中央銀行が追加金融緩和策を決定したことが好材料となりまして、アメリカ、ドイツの株価がともに市場最高値を更新

するなど、全世界的な株高により、良好な推移を示しているところでございます。

国内の長期金利につきましては、10年国債利回りが4月から6月にかけて0.6%前後で推移しておりましたが、イラク・ウクライナ情勢の緊迫化により、金利は低下し、8月末には2013年4月以来となる0.5%を下回る水準となりました。

海外金利におきましてもドイツの10年国債利回りが初めて1%を下回るなど、低金利水準が続いているところでございます。いずれにいたしましても、今後も金融市場の動向に注視してまいりたいと考えております。

次に、資産構成割合の推移でございます。平成26年3月末の時価総額の合計は10兆74億円で、平成19年度からの長期給付積立金の一元的処理以降初めて10兆円を超えとなりました。

平成25年3月末の時価総額と比較いたしますと、約2,400億円増加しております。平成25年度の投資行動といたしましては、将来の年金給付のためのキャッシュフロー確保のため、第1四半期においてオーバーウェイトとなっておりました国内株式を委託運用機関の総合評価や資産構成割合の状況により、国内株式を1,000億円、外国株式を1,000億円売却いたしまして、国内債券へ2,000億円追加投資したところでございます。また第3四半期におきましては、外国株式を50億円売却し、新興国株式ファンドに50億円追加投資し、国内株式を300億円、外国株式を300億円売却し、国内債券に、合わせて600億円追加投資をしたところでございます。その結果、平成26年3月末の資産構成割合につきましては、全ての資産において許容乖離幅の範囲内に入っているところでございます。

次に、平成25年度の運用状況でございますが、平成25年度の時価を基準にした修正総合利回りはプラス6.64%となったところでございます。平成19年度に各構成組合の長期給付積立金を、連合会において一元的処理を始めて以来、前年度のプラス9.04%に次ぐ高い利回りとなったところでございます。

次に、信託運用の収益率でございますが、国内債券につきましては、約

6割を占めるラダー構築ファンドのデュレーションが政策ベンチマークに比べて短いことが、第1四半期の金利上昇局面ではプラスに働きましたが、以降、金利が低下した局面ではマイナスに働きまして、国内債券全体の年度通期の収益率はベンチマークを0.36%下回ったところでございます。

国内株式につきましては、パッシブファンドで信用リスクが高いとの判断から保有していなかった銘柄の収益率が相対的に高かったことや、アクティブファンドでは利益水準に対して株価が割安との判断から、保有していた銘柄の収益率が相対的に低かったことなどがマイナスに働きまして、国内株式全体の収益率がベンチマークを1.04%下回ったところでございます。

外国債券につきましては、パッシブファンドで時価を算出する際に用いる債券価格が、ファンドとベンチマークで一時的な差異が発生したことや、アクティブファンドでの国別配分がマイナスに働き、外国債券全体の収益率はベンチマークを0.22%下回ったところでございます。

外国株式につきましては、配当にかかる税金の影響などで、パッシブファンドの収益率がベンチマークを下回ったことや、新興国市場が先進国に比べて低い上昇にとどまったことから、外国株式全体の収益率がベンチマークを0.23%下回ったところでございます。

次に、平成25年度通期のパフォーマンス評価要因分析でございまして、表の中央にございます収益率の一番下の合計欄をごらんいただければと思いますが、連合会ポートフォリオはプラス6.64%、ベンチマークは6.72%となっております。超過収益率はマイナス0.08%となっております。この主な要因といたしましては、先ほどご説明いたしました、国内債券の個別資産要因によるものでございます。平成25年度の運用状況につきましては以上でございます。

続きまして、平成26年度の第1四半期の運用状況につきましてご報告させていただきます。

資産構成割合の推移でございまして、平成26年6月末の時価総額の合計は9兆7,399億円で、3月末の10兆74億円からは2,675億円の減少となっております。これは4月から6月の運用収益が約1,473億

円のプラスだったものの、年金収支が約4,147億円のマイナスとなったことによるものでございます。第1四半期の年金収支につきましては、4月分の掛金負担金が前年度分の未収金として計上されるため、掛金負担金が2カ月分、年金支給が4月の支給、6月の支給の2回分となりまして、通常の四半期よりもマイナスが大きく出る傾向にございます。平成26年度の資金運用計画といたしましては、昨年度に引き続きまして将来の年金給付のためのキャッシュフローを確保するため、国内債券を2,000億円追加投資することとしてございます。

次に、運用状況でございます。短期資産運用等につきましては若干マイナスとなったものの、その他の資産はプラスとなり、中でも内外株式が大きくプラスの利回りとなったことによりまして、全資産合計でプラス1.50%となっているところでございます。

次に、信託運用の収益率でございます。国内債券につきましては、ラダー構築ファンドのデュレーションが政策ベンチマークよりも短かったことがマイナスに影響いたしまして、国内債券全体の超過収益率はマイナス0.20%となっております。なお、アクティブファンドを6月12日に全部解約いたしまして、昨年の委員会でご議論いただき、答申をいただきました第2自家運用ファンドの運用を開始しているところでございます。

次に、国内株式につきましては、アクティブファンドでは利益水準に対して株価の割安な銘柄がオーバーウェイトしていたことなどがプラスに寄与し、ベンチマークを1.42%上回りました。パッシブファンドにおきましては、6月に解約いたしましたアクティブファンドからの現物移管により、銘柄の保有割合が一時的にベンチマークと乖離したことや、その現物移管に伴う修正ディーツ法の計算差異要因などからベンチマークを0.44%下回ったところでございます。結果といたしまして、国内株式全体の超過収益率はプラス0.13%となっているところでございます。

外国債券でございますが、アクティブファンドではユーロ圏のアンダーウェイトなどの国別配分や、イギリスポンドのアンダーウェイトなどの通貨配分がマイナスに影響し、ベンチマークを0.35%下回りました。パッシブファンドにおきましては、価格評価要因などがマイナスに影響し、ベ

ベンチマークを0.02%下回ったところがございます。結果といたしまして、外国債券全体の超過収益率はマイナス0.04%となったところがございます。

外国株式でございます。アクティブファンドにおきましては、先進国アクティブファンドの銘柄選択がマイナスに影響したことから、ベンチマークを0.56%下回ったところがございます。パッシブファンドにおきましては、配当課税要因がマイナスに影響し、ベンチマークを0.04%下回ったところがございます。その結果といたしまして、外国株式全体の超過収益率はマイナス0.11%となったところがございます。

第1四半期のパフォーマンス評価要因分析をごらんください。表の中央にございます収益率の一番下の合計欄をごらんください。連合会ポートフォリオはプラス1.50%、ベンチマークの収益率はプラス1.56%、超過収益率はマイナス0.06%となっておりございます。その主な要因といたしましては、先ほどもご説明いたしましたけれども、国内債券の個別資産要因によるものでございます。私からは以上でございます。

**【事務局（佐藤）】** 続きまして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きましてご報告させていただきます。

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共分散指数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、6月末時点で平成26年3月末に比べまして、日経平均株価、VIXともに低下いたしました。

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は低下、中期はほぼ横ばいとなっております。

これらの推移につきまして日経平均株価のボラティリティのグラフ、VIXのグラフにおいて、それぞれ赤の折れ線でボラティリティの推移をお示ししております。基本ポートフォリオ策定時に用いました1990年以降のデータ、上下5パーセントを赤の横線で、上下10パーセントを緑の横線で示しておりますが、足元におきましては日経平均株価のボラティリティ、VIXともに低位にございます。



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、短期のグラフにおいて、赤色の折れ線が短期のボラティリティを示しておりますが、昨年度からの動きとしましては、円貨建て株式と外貨建て株式のボラティリティの低下を主因に低下いたしまして、足元では上下5パーセントの赤の横線を下回る水準でございます。これらにつきましては、基本ポートフォリオ策定時の前提条件をチェックする項目の1つでございます。後にご説明いたします。実際のリスクレベルの対応につきましては、後にご説明いたします。実際のポートフォリオのトータルリスクを確認しております。

中期のグラフにつきましては、基本ポートフォリオの策定時の想定リスクに近い水準で安定した状況でございます。

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をお示ししております。これらを比較いたしますと円貨建て株式と外貨建て債券の相関係数は想定値と離れた状態となっております。

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をいたしました基本ポートフォリオとトラッキングエラーの状況は、平成26年3月末に比べまして横ばいとなっております。

続きまして長期給付積立金に係るリスク状況につきましてご説明申し上げます。6月末の長期給付積立金全体のトータルリスクは4.53%でございます。こちらは、管理上の目安の3.1%から5.4%の範囲内でございます。

トータルリスク推移について、長期給付積立金全体のトータルリスクの推移を赤のラインでお示ししておりますが、過去から足元までにおきましても管理上の目安の範囲内で推移しております。

次に、推定トラッキングエラーの状況でございます。推定トラッキングエラーの推移をごらんください。昨年末は株式資産の構成比率の上昇により、推定トラッキングエラーが上昇しましたが、その後、国内株式と国内債券のリスクの低下を主因に足元にかけて低下しております。

個別資産ごとの推定トラッキングエラーをごらんください。赤でお示し

しております国内株式の推定トラッキングエラーが、足元が大幅に低下しておりますが、これは実績不振により解約しましたアクティブファンド、5ファンドの解約資産をパッシブファンドに移管等した結果、アクティブ比率が低下したことと、解約したファンドの推定トラッキングエラーが比較的高かっ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、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、また必要に応じて資金運用委員会に報告させていただくこととしております。リスクの状況につきましては以上でございます。

**【事務局（原）】** 続きまして日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ表明についてご報告いたします。本連合会の株式の運用は、全て運用機関に委託して行っており、原則として保有する全銘柄について株主総会において議決権を行使させてきたところでございます。今般策定されました日本版スチュワードシップ・コードは、本連合会のような機関投資家が、日ごろから投資先企業の企業価値の向上や持続的成長を促すよう期待するもので、法的拘束力を有するものではありませんが、それぞれの取り組みが期待されているところでございます。

本連合会としましては、本コードの受け入れを表明することが趣旨に賛同する他の機関投資家と同様、投資先企業の持続的な成長を促し、実質的な株主として本連合会の株主価値、ひいては組合員、受給者の利益の最大化を図ることが期待できると考え、5月30日に本コードの受け入れを表明いたしました。

6月初めに金融庁から受け入れを表明した団体として、本連合会をはじめ、GPIF、地共連、信託銀行等運用機関、合わせて127団体が公表されており、9月初めの時点ではさらに33団体が追加され、160団体が公表されております。本連合会が運用を委託している運用機関もすべて本コードの受け入れを表明しており、運用機関に対してはこれまで行っている議決権行使の状況に関する報告に加えまして、企業との対話等の活動

状況に関するヒアリングを行い、ファンドの定性評価に反映することとしております。具体的には、定性評価項目としまして、これまで議決権行使として定めていた内容をスチュワードシップ活動の状況に改めることといたします。なお今回、新たに投資先企業のガバナンスのあり方を定めましたコーポレートガバナンス原則を制定し、株主議決権行使ガイドラインを一部変更しておりますので、後ほどごらんいただければ幸いです。ご説明は以上となります。

**【浅野会長】** ありがとうございます。それでは、ただいまの説明について、ご意見やご質問等がございましたらお願いいたします。まず、運用実績とリスクに絞ってご質問、ご意見をいただきたいと思いますが、いかがでしょうか。

**【加藤委員】** 平成26年度の第1四半期の運用状況における信託運用の収益率について、国内債券の第2自家運用のパフォーマンスが0.1%となっています。これは、単純に第1自家運用のパッシブ運用と比較すると低くなっています。当然中身が違うということだと思しますので、この運用状況についてご説明いただければと思います。

**【浅野会長】** それでは事務局、お願いします。

**【鈴木自家運用課長】** 第2自家運用ファンドにつきましては、6月2日に新規設定をいたしまして、これは6月1カ月間の運用利回りでございます。こちら、野村の事業債インデックスが0.26%ということで、これに対して5ベシスほど、単純に比較すれば負けていますが、こちらについては、野村の事業債インデックスのデュレーションが5.48に対して、第2自家運用ファンドは4.85となっております。こちらのファンドは、もともとは事業債アクティブファンドから移管したものでございます。A格以上の事業債だけに移しまして、従前の事業債アクティブ運用においては、国債等でデュレーションの長期化を図っていましたが、その部分がこのファンドに入っていなかったため、デュレーションが短くなった結果、野村の事業債のインデックスに対しては多少負けている状況になっています。

ちなみに、これと同じデュレーションの国債と比べますと、若干信用クレジットによる複利利回りが上乘せされているということで、プラスになっている状況でございます。

【浅野会長】 よろしいでしょうか。これは、前回、この委員会で皆さんに承認していただいた新しい事業債、信用リスクのある債券のファンドですね。

【鈴木自家運用課長】 そういうことでございます。

【浅野会長】 それが6月にスタートしたところだということでもよろしいでしょうか。

【鈴木自家運用課長】 はい。

【加藤委員】 ベンチマークは野村の事業債インデックスを使うということでしょうか。

【鈴木自家運用課長】 いいえ、こちらにつきましてはラダー構築ファンドと同じような形でノンベンチマークとしております。将来のキャッシュフロー確保のための運用の一部を代替する役割を担っていますので、特にベンチマークを設定しておりませんが、我々の管理する中でどういう状況になっているかということ把握しており、今比較して説明させていただいたということでございます。

【浅野会長】 よろしいでしょうか。ほかに。どうぞ。

【甲斐委員】 各商品のアクティブ運用についての評価をお聞きしたい。平成25年度の信託運用の収益率が代表的な数値だと思うのですが、アクティブ運用がパッシブ運用を常にアウトパフォームすることは当然期待できないわけで、できるだけ長い目でアクティブ運用は評価すべきです。昨年度通期の数字は芳しくないですが、アクティブ運用についてどういう評価をなさっているのか、その見解をお聞かせ願えればと思います。

【西部運用管理課長】 委託運用の管理方法でございますが、昨年度につきましては、数字はごらんいただいたとおりですが、アクティブ運用機関が12社ございまして、そのうち、ベンチマークにアウトパフォームしたのが4社ございました。かつてはベンチマークに勝っている会社が多かった時期もありますが、先ほどのご説明の中にもありましたけれども、バリューと言いますか、利益面で割安な銘柄が不振で、わりと連合会のファンドはバリュー系のファンドが多かったものですから、その辺が逆風になったということです。

評価につきましては、毎年度末を基準といたしまして、過去3年と過去5年の2つの期間で定量評価を行っております。その際に超過収益やトラッキングエラーを見て、将来の改善に期待がもてないということであれば

解約する措置をとってございます。その結果として具体的に申し上げますと、今年度に入って4社、実績の悪かったところを解約したということでございます。

定量評価も、あまり短期間のものでやるのはすぐわないということですので、平成19年度にこの委員会でご議論いただいて評価基準を策定しましたが、その結果として過去3年、過去5年という評価期間を設定しました。加えて定性評価、組織体制面であるとかガバナンスの問題といったところで、運用機関がちゃんと遂行する能力があるのかを定期的にチェックして行って、年度末の総合評価に加えているということです。

悪かったかよかったかをここで一言で言うのは難しいんですが、昨年度については、昨年だけではなくて、過去3年、5年でも実績が不振であった会社が多かったものですから、4社解約という措置をとっております。運用状況については月次でフォローしておりますので、変化があればその都度確認しているという体制でございます。以上です。

【浅野会長】 よろしいでしょうか。

【甲斐委員】 はい。

【浅野会長】 ほかに。はい、どうぞ。

【徳島委員】 後半の議論に係る点でございますけれども、昨年の12月末以降、国家公務員共済組合連合会ですとか、地方公務員共済組合連合会ですとかは、資産配分を見直されたり、許容乖離幅を修正されたり、GPIFに至っては今年度の4月に入ってから乖離許容幅を撤廃し、さらにこの8月からは資産配分の上下限を撤廃することまでされていらっしゃる。被用者年金の一元化という動きを考える中で、こちらの連合会様は、昨年度に關しましては運用方針に定めた通りリバランスを実行されていらっしゃるように先ほど説明を伺いましたけれども、今年度につきましてどう取り組まれるか、既にご方針を決めていらっしゃるようだったら教えていただけたらと思います。

【浅野会長】 お願いします。

【篠田運用企画課長】 今年度につきましても、私ども連合会といたしましては、昨年度に引き続きまして、将来の年金給付のためのキャッシュフローの確保を

念頭に置きまして、オーバーウェートになっているような資産がございましたら国内債券に振り分けていくという将来の年金給付に重きを置いて考えていきたいと思っております。

【浅野会長】 いいですか。ほかにございますか。どうぞ。

【宮井委員】 平成26年度の運用状況において、運用はよかったけれども年金の収支がマイナスになったということが報告されました。もともと給付に合うように債券を充てようということだったと思います。ただ先ほど、運用のよくなかった株式を売却してキャッシュフローに充てたというお話だったと思いますが、将来的には安定的なキャッシュフローを得るための債券の運用を意識しながら、従ってキャッシュフロー対応の資産はあくまでも国内債券であって、そこからうまく年金収支に合うように対応していくという考えだと理解しております。それは間違いないですか。

【篠田運用企画課長】 現在の状況では、今までの考え方と同様といたしまして国内債券でキャッシュフローに対応していきたいと考えております。現状ではということでございます。今後一元化を踏まえましてどういう議論になっていくのかをまた見据えながら、そういったことを考えていかなければいけないと考えてございます。

【浅野会長】 よろしいですか。ほかにございませんか。それではもう一つの報告でありますスチュワードシップ・コードの受け入れについて、ご質問、ご意見がございましたらお願いします。どうぞ。

【宮井委員】 先ほど非常に簡単にご説明をいただいたと思うのですが、中を事前に読ませていただきますと、結構それなりにアグレッシブというか、積極的な表現があります。例えば株主議決権行使ガイドラインの総則の2に、下線が引かれている部分が追加された分だと思えますけれども、「ただし」と書いてあるところの3行目ぐらい、中央付近に、「受託者が利益相反のために当該議決権を行使しなければ、必要に応じて連合会が行使する」ことになっております。これは具体的に誰がどのようにモニターをされるのかお伺いしたいと思います。

【鈴木自家運用課長】 こちらにつきましては、委託運用機関に、我々の議決権行使ガイドラインを示しまして、運用機関は運用機関独自の議決権行使基準を持

っておりますが、それを全て我々が内容をチェックしまして、その中で、例えば同一グループ内の企業への議決権行使とか、利益相反に該当するような箇所がある場合は、その対応をどうするのかを聞いて対応していきます。現状におきましては、同一グループ内の企業への議決権行使につきましては、そういう株を保有しているところについては第三者の議決権行使を判断する機関に委託をしている等、それぞれ委託運用機関が独自に、利益相反にならないような状況になっているのは確認しております。今後につきましてはそういう状況を確認した上で、万が一そういう状況ではない場合にはそのとき考えてみるということで、今の段階では全ての運用機関については問題ないと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】** よろしいでしょうか。

**【宮井委員】** もう1点、今の話とも絡むのですが、コーポレートガバナンス原則が下のほう、3の少し上にあります。今のようなことで、議決権について株主の意見を反映させるには、投資先企業とミーティング等を一生懸命やらないといけないと考えられます。連合会としては委託運用機関への定期的なヒアリングを行って、必要に応じて投資先企業からも聞き取りをするという表現になっております。本来は委託運用機関に委託しているわけですが、そうではなくて、必要に応じてと書かれており、これは投資先企業に自らヒアリングをすることだと思っておりますが、これは結構コストもかかるのではないかと思いますし、運用機関との役割分担を、どのように整理されて聞き取りを行うのかお伺いしたいと思います。

**【鈴木自家運用課長】** 委託運用機関に、スチュワードシップ活動についてどういうことをやっているのかを今後10月以降にヒアリングを行っていくことを考えておまして、現段階ではその中で、ほんとうに投資先まで聞く必要があるのかどうかを判断して考えていくということで、現状においては、第一義的には委託運用機関を通じてスチュワードシップ活動について行っていくことを考えております。

**【浅野会長】** よろしいでしょうか。ほかにスチュワードシップ・コードについて何かご質問、ご意見はございませんか。

**【甲斐委員】** いいですか。今の件ですが、投資先というのは本来間接的な関係ですよ

ね。そういうところに直接ヒアリングをする、あるいは何らかのコミットメントを引き出そうという活動に当たるわけで、今もありましたように機関投資家との関係でガバナンス上、非常にゆがんだ関係が出てくる可能性があると思います。個人的意見ですけれども、そこの関係は直接的に対話をするような関係でないことを原則として明記した方がいい。どのような状況を想定されているのか、よくわからないですね。

**【鈴木自家運用課長】** 先ほども申しあげましたように、第一義的には運用機関を通じてと考えておりますので、ほんとうに必要なに応じてということでございまして、そこは基本的には、先ほどから申しあげているように運用機関を通じてと考えております。

**【浅野会長】** よろしいでしょうか。非常に意欲的ですが、意欲的なだけに、こちら側の体制とか能力とか、追いつくのかどうかという懸念が若干あるのではないかということです。その一方で、やり過ぎると運用機関との間で整合性がとれないということが起こるのではないかということで、そのあたり、配慮しながら進めていただきたいと思います。

報告事項はこれぐらいにしまして、次の協議事項に移りたいと思います。諮問についてと、本年度の検討課題と検討の進め方について、一括し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】** 本日付で、連合会理事長より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意見を求めるとの諮問が当委員会になされているところでございます。

続きまして、本年度の検討の進め方とスケジュールについてでございます。ここにお示ししておりますのは、現在、被用者年金一元化に向けた積立金のあり方につきまして、先ほど常務からもご挨拶がございましたが、モデルポートフォリオとか管理運用方針といった具体的な議論が進んでいない中で、仮に置かせていただいたスケジュールであり、従来と同様のスケジュールを置かせていただいております。

まず次回、一応11月予定と書かせていただいておりますが、こちらで今日ご議論いただきますけれども、基本ポートフォリオの検証・見直しについて、それから次期基本ポートフォリオの策定に向けた検討についてご



議論をいただきまして、年明け1月に置かせていただいておりますけれども、答申をおまとめいただきたくと考えてございます。ただし、全体の一元化の議論の進捗状況によりましては、この委員会の開催を増やしたり、また答申の時期を後ろにずらすこともございますので、その際には早目にご連絡させていただきますので、よろしく願いいたします。当面このようなことで置かせていただいているということでございます。

参考でございますが、地共済全体の有識者会議、こちら、まだ対外的に発信されている内容ではございませんが、5月に地方公務員共済運用担当者連絡会議がございまして、地共連から示された内容でございます。この有識者会議には本連合会からも事務局長がオブザーバーとして参加いたしまして、地共連における管理運用の方針の策定に関する議論を行う予定と聞いてございます。

平成26年度における検討課題についてですが、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、それから次期基本ポートフォリオ策定に向けた検討についての2つの項目でございますが、基本ポートフォリオの検証・見直しにつきましては、長期給付積立金に関する基本運用方針の2-3に、基本ポートフォリオは策定時の前提条件を毎年1回検証し、必要に応じて見直すこととする、また、急激な市場変動があった場合には必要に応じて見直しを検討すると規定されておりますことから、基本ポートフォリオの策定時の前提条件等を検証いたしまして、必要に応じて見直しについてご審議をいただきたいと考えてございます。

次期基本ポートフォリオ策定に向けた検討につきましては、後ほど詳細をご説明させていただきます。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をいただきたいと考えてございます。私からは以上です。

**【浅野会長】** ありがとうございます。それではただいまの説明に関しまして、ご質問、ご意見等がございましたらお願いいたします。いかがでしょうか。諮問書については特に、よろしいですね。今後の進め方ですが、基本ポートフォリオの検証・見直しと、次期基本ポートフォリオ策定へ向けた検討と

ということですが、次期の基本ポートフォリオは来年度からですか、4月スタートになるのですか、10月スタートになるのですか。

**【篠田運用企画課長】** 財政再計算上は4月からのスタートになりますが、現実的には10月の一元化を踏まえて、10月からになるかと思っております。

**【浅野会長】** 一元化との関連で10月スタートということなので、現行の基本ポートフォリオは、ルール上、検証していくことが課されておりますが、すぐ次期基本ポートフォリオになるわけですから、よほどのことがない限りは見直しではいけないという認識でよろしいかと思えます。

次の基本ポートフォリオの策定に向けた検討ですが、これは後ほどいろいろな資料で説明があると思えますが、基本的には有識者会議で全体の枠が決まらなると議論は進められない状況にあるという認識でよろしいでしょうか。

**【篠田運用企画課長】** はい、会長がおっしゃるとおり、先ほど参考でおつけさせていただきましても、地共連で地共済グループ全体の議論をしていくということで、有識者会議を立ち上げると聞いてございます。この中で管理運用方針等につきまして現実的な議論がなされると聞いておりますので、それらを踏まえまして、私どもでさらに基本方針をつくっていくことになりうかと思えます。

**【浅野会長】** はい。私の認識を申し上げますと、これまでと違って、一元化によってGPIF等と共通のモデルポートフォリオが示され、そのモデルポートフォリオに従って地共連が地共済グループの基本ポートフォリオをつくることになり、当連合会の運用も、かなりそれに縛られるのではないかと考えております。つまり、これまでと違ってそうした制約のもとでの運用になりますので、有識者会議の結論次第ではあります、これまでとは違ったアプローチも必要になってくるのではないかと思います。このあたりの前提となるような数字が後ほどコンサル会社さんから示されると思えますので、それを踏まえてご意見をいただくことにしたいと思います。

次の議題に移りたいと思えます。事務局より、基本ポートフォリオの検証・見直しについて説明をお願いいたします。

**【鈴木自家運用課長】** ご説明に先立ちまして、基本ポートフォリオの検証や次期基本

ポートフォリオの策定等に向けた検討について、事務局とともに作業を行うコンサルタントをご紹介します。

【コンサル会社】 いつもお世話になっております。

【鈴木自家運用課長】 それでは、基本ポートフォリオの検証・見直しについてご説明いたします。基本ポートフォリオは策定時の前提条件等を毎年1回検証し、必要に応じて見直すものとする、と長期給付積立金に関する基本運用方針に定められており、毎年基本ポートフォリオの検証を行う必要がございます。本年度の基本ポートフォリオの検証では、従来の検証方法に加え、今までの資金運用委員会での指摘事項を勘案し、次のような手法を用いて検証を進めたいと存じます。

まず経済シナリオの見直しについてです。前回検証時では、国内債券や国内株式の期待リターンの推計において、経済前提を短期では更新したものの、中長期では基本ポートフォリオ策定時の経済予測を用いており、経済状況の変化を十分反映できていない可能性がございました。そのため、短期・中長期ともに直近の経済予測を適用して検証を行うこととします。国内経済前提においては、2014年7月の内閣府の経済予測を基本シナリオとし、また、民間調査機関の悲観シナリオを用いて、経済環境が下振れした場合での期待リターンを推計し、下方リスクを検討いたします。

海外経済前提については、今回の検証時において英国の国際経済誌、The Economistの企業間事業部門であるEIU、Economist Intelligence Unitが公表する経済予測値を用いることとします。

次に、モデルの見直しについてです。現在、国内株式の期待リターンは、EPS成長率+予想配当利回り+PER変化率により推計しており、現行モデルにおいて将来のEPS成長率は経常利益成長率をEPS成長率の代理変数とし、過去の経常利益と名目GDPの関係を将来の名目GDP成長率に当てはめて推計する手法をとっております。

しかしながら、このEPS成長率推計では、金利や税率、負債比率等のファクターの影響が考慮されていないという留意点が指摘されています。そこで、現行モデルによる期待リターンの推計に加えて、金利や税率、負債比率等のファクターの影響を反映できるモデルを検討し、検討したEPS

成長率推計モデルによる期待リターンの試算を行うこととします。

具体的な案としましては、企業の事業利潤率をあらわすROAと名目GDP成長率がおおむね比例関係にあることを利用して、名目GDP成長率の予測値から将来のROAを推計し、ROEは税率、財務レバレッジ、負債利子率等を考慮して推計します。ROEにより将来のEPS成長率を推計し、EPS成長率はBPS成長率とROEの成長率の和により求めます。

最後にリスク・相関係数の検証についてです。現行のリスク・相関係数の推計は、1990年1月から直近までのデータサンプリング期間を通じて、統計値に与える影響が一定となる手法を用いています。そのため、毎年の検証時に、データサンプリング期間の終期を更新しても、約12か月のリターンデータが加わるに過ぎず、現在の変化の状況があまり反映されない構造となっております。年金運用は長期運用を前提としており、長期的な視点から運用を行うべきと考えられますが、短期的な変化が反映されにくいという留意点があります。

そこで、現在の状況をより反映したボラティリティや相関係数を推計し、現行手法による値と比較を行うこととします。具体的には、新しいデータほど足元の状況をより反映しているという考え方に基づいて、指数加重移動平均モデルを用いて、リスク・相関係数の推計を行います。

ご説明は以上でございますが、次回の委員会で検証内容の検討を行うに当たって、今回の委員会では従来の方法に加える方法としてのコンセンサスが得られればと存じますので、ご意見をお願い申し上げます。

**【浅野会長】**      ありがとうございます。それではご意見、ご質問をお願いいたします。どうぞ。

**【加藤委員】**      テクニカルな質問です。リスクのEWMAモデルを使うということですが、どのぐらいのウエートをかけていくとか、期間的にどうしていくとか、ある程度具体的に決まっているのでしょうか。

**【鈴木自家運用課長】**      半減期を5年から10年とは考えていますが、具体的な期間については状況を見て検討していきたいということで、具体的にどのように決めるかは決めておりません。

**【浅野会長】**      どうぞ。

【宮井委員】 今の点について、そういう形で求めて、その結果をどのように評価するのかについて検討しておく必要があると思います。ここでは現行手法による値と比較を行うということだとしても、どちらが良いかという話になるので、こういう結果が得られた場合はどちらを選ぶとかいうのを決めておく必要があると思います。例えば長い期間のデータがあるとなれば、検証の部分を1年か3年か残しておいて、どちらの方法がよりリスク推計に適しているか、何かしら基準というか、評価の方法が必要ではないかと思えます。

【浅野会長】 いかがでしょうか。何かお考えはありますか。

【鈴木自家運用課長】 こちらについては、現行の基本ポートフォリオについては今年最後でございますので、そのことを踏まえ、また、リスク管理とかで生かしていければとも考えております。

【浅野会長】 それも含めて、次回の報告を待つことにしたいと思います。

【宮井委員】 そうですね。

【浅野会長】 ほかにはございませんか。どうぞ。

【甲斐委員】 E P S成長率の推計方法ですが、以前に比べてより多くの要因を反映させており、基本的にはこういう方法のほうがいいと思います。そこで、以前から問題だと思っているのが、P E Rの変化率です。国際的に見た平均が幾らで、それに対して日本の高低を評価し、行く行くは世界平均に収れんしていこうというロジックが中心だったと思うのですが、P E Rは将来推計を含むゆえここをどう見るかは非常に難しく、しかも株式収益率にすごく影響があるところですね。その辺のアイデアが何かありましたら今のうちに教えてください。

【鈴木自家運用課長】 そのことにつきましては、先生のおっしゃるとおり非常に難しい点だと思いますので、ほかの先生のご意見を伺いながら検討させていただきたいと思えます。

【浅野会長】 これも当然、次回、どういう考え方でこういう数字を置いたかということが出てくると思いますので、それを踏まえてまたご意見をいただきたいと思えます。どうぞ。

【俊野委員】 すみません、私、今回初めてで、的外れのご質問になってしまうかもし

れません。今回の基本ポートフォリオの検証・見直しについて、前提条件も非常に重要ですので、ご質問させていただきます。このような形で直近の情報を反映させやすくということで、ボラティリティの推計方法について変更をご検討されているというお話ですが、今後、中長期的に、数十年のオーダーで考えて基本ポートフォリオを検討されているということで、30年後、40年後、2050年とかいう数字が検討資料の中に出てきていますので、頭の切り替えが必要だと私は考えております。直近の情報に重みをかけるとことになりますと、例えば金融危機の直後、非常にリスクが高まっている時期にはその時期のウエートが高くなりますから、リスクが高まった時期には株式のリスクが高い、外貨建てのリスクが高いと強く認識されて、株はリスクが高いので、比率を、ウエートを下げるべきだという結論になってしまうのではないのでしょうか。

おそらく今回最も重要な論点は基本ポートフォリオの策定ということだと思いますので、諮問にもありましたように、数十年間の収支をバランスさせていくための安定的な基本ポートフォリオの策定という本題を考えていく際に、直近の状況を強く反映させるようにモデルを修正していくことがふさわしいのだろうかという素朴な疑問がわき起こってきています。足元の経済情勢のほうを強く意識してしまうような懸念を感じてしまっていて、そういう意味では、数十年のオーダーということは今後メインにご議論していくのであれば、そこら辺の足元情報にウエートをかけることは逆効果じゃないか、視点がぼけてしまうんじゃないかという懸念を感じました。以上でございます。

**【浅野会長】** いかがでしょうか。何かご意見ございますか。

**【鈴木自家運用課長】** 現行基本ポートフォリオにおいては1990年からのリスクを見ておりまして、その間に先生がおっしゃるようなリーマンショックとかいろいろな、策定時に想定していなかったような状況が起こってきた中で、策定したときのリスク関連の環境をそのまま引き継いで、今の基本ポートフォリオのままでいいかどうかを見るのに当たって直近のデータも比べて見てみましょうということで、そういうことを何回か、委員会でも検討させていただいたということでございます。

今後につきましては、長期的な状況でどういう運用をしていくのかが第一義だと思います。その中でも、リスクの状況を把握するという意味で、短期の状況を見比べるということでありまして、今後の基本ポートフォリオに対する運営の仕方につきましては、機動的に動かすかどうかも含めて今後の検討課題だと考えております。

**【俊野委員】** ありがとうございます。そういう意味では、冒頭のご報告でも、非常に詳細にリスクのレンジについて、モニタリングをされていて、そういう異常事態であれば機動的に対応する必要があるとか、そういう意味では短期も長期も両方見ながら運用されているということで非常に精緻な運用をされていると思います。そういう意味ではこのような直近のリスクを強くウェイトづけすることで、短期的なリスク管理という目的で活用されることは私も賛成でございます。

ただこの資料の表題が、基本ポートフォリオの検証・見直しについてという、ちょっと大きな枠組みの中でのリスクの見直しということだったものですから、中長期的なロングタームでの基本ポートフォリオの策定という観点で言うと少しずれるのではないかとということをお願いただけでございます。そういう意味ではTPOで使い分けていくということでは好ましいのかなと思います。

**【浅野会長】** ありがとうございます。ほかに。どうぞ。

**【徳島委員】** 2点ほど質問させていただきます。まず1点目ですけれども、今回の基本ポートフォリオの検証について、新しい手法を幾つか取組まれようとしてされていて、これに関して全く異論はございませんが、例えばこれを今回取組まれることによって、次の基本ポートフォリオの策定においてこのような新しい手法を採用されようという意志がおりなのか、検討の候補に入れるということなのか教えていただけたらと思います。

2点目、これは細かなテクニカルな話でございますけれども、今回の経済シナリオの見直しのところの、今回の検証時には国内債券のところ、株式もそうですけれども、内閣府の中長期の経済財政に関する試算の7月25日版が使われると書かれています。同時に、もう一つとして、民間調査機関の悲観シナリオを使うと置かれていらっしゃるんですけれども、内閣

府の7月25日の試算においては、経済再生ケースと参考ケースと2つあって、かなり参考ケースは悲観的なシナリオを置いていると思います。それに対してさらに民間の悲観シナリオを用いられる意図について、もしあるようならば教えていただけたらと思います。

**【浅野会長】** はい、お願いします。

**【鈴木自家運用課長】** 今回の検証の手法につきましては、今後の被用者年金一元化の中でのモデルポートフォリオに対する乖離状況とか裁量の状況等がどのようになるのか、まだ不透明な状況でございます。期待リターンとかリスクの推計について、我々のほうで独自でできるかどうかはまだはっきりしていない状況でございます。そういった中でこういう検証が行われていくのですけれども、この手法を今後、基本ポートフォリオの策定において採用するというのは今の段階では言えないと思われまので、もし我々の裁量がある程度あるのであれば、そこについては検討していこうという状況だと考えております。

2点目の内閣府の参考シナリオは、確かにもう一つのシナリオに比べれば悲観的でございますけれども、その参考シナリオにおいてよりもっと悲観的な状況を、下方リスクということを考えるのであればそういうものを置いたほうがいいのではないかということで、もう一つの悲観シナリオを置いてみると考えております。

**【浅野会長】** よろしいでしょうか。ほかにご意見、ご質問ございませんか。

**【宮井委員】** 基本ポートフォリオの検証・見直しという話について、意見を述べさせていただきます。今いろいろお話を聞いていますと、基本ポートフォリオを中長期の観点で策定するということと、一方、リスク管理は実際の運用を行っているわけなので、短期的な直近の状況も十分把握してリスク管理をしていかなければいけないということで、2つの目的がここに込められているような感じがします。そこで、もし分けられるのであれば分けたほうが良いのではないかという気がしました。

というのは、初めに資料の報告をされたときに、過去の相関係数と今の相関係数が随分変わっていますというお話がありました。多分これはリスク計測上そういう数値になっており、ただ計測しているだけという感じに



なっているのではないかと思います。従って、そういうものも何がしかリスク管理上必要な分析をやっていこうという意図があるのではないかと思いますので、そこを基本ポートフォリオとして中長期の観点で考えて検証していくというものと、短期的な、実際の運用上必要なものを少しバージョンアップしていくという部分と、分けて考えたほうが理解しやすいのではないかと思います。

【浅野会長】 何か今の意見に対してコメントというか、感想はありますか。

【鈴木自家運用課長】 中長期的な観点で見ていくということにつきましては、策定時の方法に基づいて検証を行っていく、これはまず第1にやっていくことと考えております。あと、短期的な管理につきましては、我々、トータルリスクがどうなっているのかをモニタリングしていきまして、その中で、トータルリスクが基本ポートフォリオ策定時に比べて大きく外れている場合は、原因がどこにあるのかを見ていくに当たって、短期的な状況も把握して判断していこうと考えております。

【浅野会長】 よろしいですか。

【加藤委員】 私は、実はちょっと違う捉え方をしています。これは期間をどのぐらいとるのかという話に帰着すると思います。例えば10年前、20年前に比べると相関構造が変わってきているので、最近のデータを重視するのはそれなりに意味があると思います。そういう意味で長期的な観点到立った議論だと思いましたが、より短期のリスク管理のような話になっていると思えます。それはそれでいいと思いますが、長期的な観点でも、構造変化をどうやって取り入れていくのかという観点であれば意味があると思います。これは意見です。

【浅野会長】 いろいろ見方は分かりますので、具体的に数字が出てきたときに、どう使うかも含めてご意見をいただければいいかなと思っております。

次に最後の議題というか、資料に移りたいと思います。

次期基本ポートフォリオ策定等に向けた検討について、コンサル会社さんからご説明をいただきます。お願いします。

【コンサル会社】 それでは、ポイントを絞ってご説明したいと思います。ご案内のとおり、来年10月に被用者年金一元化が実施されます。その実施に伴いま

して、市町村連合会の運用の枠組みが変わりますし、負債の性格も変わってくる可能性があります。したがって、次期基本ポートフォリオの策定に関しては、従来と違った観点での課題が発生すると考えております。そこで、この資料を使いまして、以下で新しい枠組みがどうなっているのか、課題としてはどういうことが考えられるのかについてご説明したいと思います。

まず2015年10月に被用者年金が一元化されるということで、これに伴いまして、サラリーマン向けの厚生年金の年金と公務員の方向けの共済年金の年金が同じ仕組みになるということです。それに伴いまして、公務員の方は、今給付の水準がサラリーマンの方より2割大きくなっています。それは職域部分と呼んでいます。その部分が来年9月末をもって廃止されることとなります。そのかわり、新しい制度である年金払い退職給付、新しい職域部分の制度が導入されるというのが基本的な枠組みになります。

ポイントの1つは、制度はこのように統一されますけれども、実際の資産の運用は従来どおりの組織が行うということです。ですので、公務員の方の資産につきましては、国共、地共済、あとは私学共済でそれぞれ運用する。これは1・2階も上も、廃止になる職域部分も同じということです。制度と事務は従来どおりの組織がそのまま実施することがポイントになります。

各主体間の権限関係ということで、まず共通になる年金の1・2階部分についてですが、その資産の運用は、4つの団体が共同でモデルポートフォリオを策定する形になります。まず主務大臣、4人おられるわけですが、その4人共同で基本指針を策定する。その上で4つの管理運用主体、具体的に言いますとGPIFと国共連、地共連、私学事業団が共同でモデルポートフォリオを策定する。各管理運用主体はこのモデルポートフォリオを踏まえて、自分のところの基本ポートフォリオ、あるいは管理運用方針を策定する仕組みになっています。2層構造ですね。全体があって、それを踏まえて各管理運用主体が策定することになります。

国共済と私学事業団に関しては今申し上げたとおりの仕組みなんですけれども、地共済の場合はさらに、地共済の中に組合が複数あります。した

がって、構造が2層ではなくて3層になっています。具体的に言いますと、モデルポートフォリオを踏まえた地共済全体の基本ポートフォリオ、あるいは管理運用方針は地共連が策定することになります。ただし、地共連は各組合の意見を聞いて策定する枠組みになります。その上で、各組合は自分のところの基本指針、ポートフォリオを策定するというので、地共済の場合は1・2階に関しては3層構造になるということです。

今申し上げたのは1・2階部分ですけれども、旧職域部分についても、制度はなくなりますけれども、現在給付している部分、あるいは既に受給権が発生している部分がありますので、そこは残るということで、旧職域部分の資産運用を考えなければならない。そこに関する地共済全体の管理運用方針とポートフォリオは、地共連が各組合の意見を聞いて策定する。各組合はその全体の方針とポートフォリオを踏まえて自分のところのポートフォリオを策定すると、2層構造になります。ですので、1・2階は3層構造、旧3階、新3階は2層構造ということです。

現在はどのような段階にあるかといいますと、1・2階部分の基本指針がこの7月に出されたところです。ここは、ポイントをハイライトしておりますけれども、それほど目新しいことはないんですが、第一の二にありますように、後でご説明しますけれども、名目の賃金上昇率を差し引いた実質運用利回りを目標とする、最低限のリスクで確保することを目的とするとしております。

あと、やや細かいところなんですけれども、1つポイントになるのが、第四の二です。「積立金の運用の状況については原則として時価評価し、実質的な運用利回りによる評価を行うこと」ということで、共済の場合は、今後は時価評価をしなければならないというところが1つ変わってくるようになります。

1・2階部分、旧職域部分、それから新しい職域部分である年金払い退職給付という3つの制度があるわけですけれども、それぞれ制度が違いますし、財政方式も違うということで、資産運用面での課題、あるいはリスク管理上の課題も違ってくることになります。1・2階部分は従来どおりの、いわゆる修正賦課方式の財政方式ですので、従来と同じような考え方

で示された目標利回りを、示されたリスク許容度の中で達成するという目標になります。

旧職域部分は、また後で数字を使ってご説明しますが、閉鎖年金になります。今後は保険料収入はない。ただ給付だけは今後100年間ぐらいまであることになりますので、2015年10月時点で割り当てられた積立金を使って今後100年間の給付をしなければならない制度になります。ですので、そういう閉鎖年金の運用をどう行うかが課題になります。

年金払い退職給付、ここはキャッシュバランスプランになります。ここはゼロスタートの制度になりますので、キャッシュバランスプランで、積立不足が発生しないような運用をどのように行うかが課題になります。

今後想定されるスケジュールですが、1・2階部分である、GPIFと共同でモデルポートフォリオをつくる部分につきましては、公的年金の財政検証ということで、負債側の情報は6月に出ている。今現在はGPIFが基本ポートフォリオを策定している最中で、その結果はなかなか出てこないということで、その次のモデルポートフォリオの策定に進めていない状況です。ですので、GPIFの基本ポートフォリオ策定が9月から10月ぐらいに固まるとして、その後モデルポートフォリオがつくられて、地共済全体の基本ポートフォリオを策定して、その上で市町村の基本ポートフォリオを策定する流れになりますので、この案で言うと3月ぐらいまでかかるかなということです。

それから、旧職域部分、閉鎖年金の部分ですが、ここは財政再計算の結果は出ていますので、負債側の情報は、地共済全体ではあるということになります。ただ、地共済全体の基本ポートフォリオの策定を地共連が中心となっていく必要があるんですが、それが、1・2階はまだ進んでいないこともあって進めないということで、1・2階の検討の後、あるいは並行して今後検討が行われることになるのではないかと見ています。

最後のキャッシュバランスプランは1・2階、あと旧3階が終わった後、あるいは並行して今後検討されるだろうと思います。

次に、まず1・2階部分について、資産運用の目標、あるいはリスク許容度が今どう示されているのかをご説明します。

運用目標は、6月に公表された公的年金の財政検証を前提とした運用利回りがベースになります。6月に公表された今回の公的年金の財政検証で、経済前提が最初の10年間、2023年までの足元期間と2024年以降の2つに分かれていまして、足元の10年間は内閣府の試算、経済再生ケースと参考ケースの2種類を使う。その後はTFP上昇率、経済成長率と違ってきますので、それを複数置いているところです。

次に、6月に公表された公的年金の財政検証の結果をまとめたものです。ケースAからHまで8通りありまして、この中で黄色に塗ってある部分、ケースEは、最初の10年間は経済再生ケース、2024年以降の名目運用利回りが4.2%。名目賃金上昇率に対する実質的な運用利回りは1.7%という前提になっているわけですが、それで今後100年間推移すると所得代替率50%を維持する、あるいは100年間で財政を均衡するという公的年金のいわゆる財政検証の基準を満たすこととなります。ケースF、G、Hだと成り立たない。ケースAからDは当然成り立つこととなります。厚生労働省から今回示されたGPIFに対する運用目標は、この黄色の部分の実質的な運用利回り1.7をどのケースであっても達成することが目標になっています。

次に、1・2階部分の目標運用利回り、先ほど申し上げましたが、厚生労働省が所管している経済前提専門委員会において、先ほどのAからHまでの8通りの経済前提、全てに対応できる実質的な運用利回り、賃金上昇率を超える運用利回りとして1.7%を目標にすることが管理運用主体、GPIFに対して示されたということです。ですのでそれを目標にポートフォリオを考えていくことになります。

運用目標だけではなくてリスク許容度についても厚生労働省からGPIFに対して制約が示されております。これに関しては、一番下にまとめていますけれども、運用利回りが名目賃金上昇率から下振れするリスクを全額国内債券運用よりも小さくすることという形で示されております。これを具体的にどういう計算で、あるいはどういう基準で判定するのかに関しては特に示されておきませんので、現在GPIFで検討中だろうなと思われるところです。

ここまでが1・2階部分です。実は1・2階部分以上に運用の課題が多そうなのが旧3階部分、旧職域部分です。閉鎖年金になる部分。ここについて再計算結果が6月に出されておりますので、それを少し分析しましてご説明します。

国共連、あるいは地共連のホームページに掲載されておりますけれども、旧職域部分に関する再計算結果の表です。この資料のポイントは、(1)の上に経過的長期給付に係る積立金の額があります。これは旧職域部分に仕分けられる金額です。旧職域部分に割り当てられる資産ですね。例えばケースAからEであれば、19兆7,983億円が割り当てられる。それと、将来の給付の現価を比較して、財政的に資産と負債の関係が足りているか足りていないかを見ることになります。その将来の給付の現価について、例えばケースAであると、収支差額の現在価値の合計が18兆9,111億円ですので、一番上の積立金仕訳額と比較すると、積立金仕訳額は19兆7,000億円ありますので、8,000億円ぐらい余っているということで、この計算結果で見るとAからGまで全てのケースについて将来の給付の現在価値は積立金仕訳額を下回っているということで、財政的には成り立っていると言えると思います。

今の計算でポイントになるのは、給付現価を出すときの利回りは何を使っているのかということですが、ここで使っている利回り、割引率は、全てのケースについて、厚生年金の財政検証で用いられた運用利回りと同じものです。例えばケースAでありますと、2028年以降は5.4で回ると。先ほど申し上げた、いわゆる中心的なケースに近いケースEであっても、2028年以降は4.2で回るという前提で全ての給付現価をはじいたときに財政的には成り立つ。逆に言うと、この運用利回りを達成すれば財政は成り立ちますけれども、達成しなければ厳しくなるとも言えることになります。

財政再計算の結果について、実際に旧職域部分の運用を考えた場合に幾つか懸念点があります。1つ目として旧職域部分の運用目標を財政再計算の前提と置くと、ある程度リスク性資産が必要になる。それに耐えられるかということですね。あと、財政を維持するための最低限必要な利回り、

先ほどの資産と負債の関係で言うと若干剰余が出ていますけれども、その剰余をゼロにした場合にはもう少し目標利回りが低くて済みますので、それがどの程度余裕があるのか。

3つ目で、閉鎖年金ですので、キャッシュアウトの影響が大きければ、積立金に対する割合が大きい場合はリスク性資産が持ちにくいことがありますので、それはどういう構造なのか。そういった問題意識で再計算結果を分析しています。

例えばケースAでは、市町村だけではなくて国共済と地共済全部を合計したキャッシュアウトは徐々に増えていって、2050年前後をピークとして減っていくという構造です。

目標で、経済前提は、先ほど申し上げた、毎年運用利回りが変わって2028年以降は5.2という前提なんですけれども、それだと毎年運用利回りを変更になるのでわかりにくいので、一律の運用利回りであればこの経済前提の場合と同じ負債になる、給付現価になる利回りをはじいてみると、4.61になるということです。一律でいうと4.61で回った場合には先ほどの経済前提と同じ。それに対して負債と資産が同じになるような利回りをはじくと4.37ということで、目標利回りは4.61と4.37の間で決めていくこととなります。

また、キャッシュアウトと積立金の比率を見たものについては、結論的に言うと国共と地共全体で見ると当面のキャッシュアウトの影響はそれほど大きくないと考えられるということです。

もう一つの運用を考える場合のポイントが負債のデュレーションだと思います。国共と地共全体で負債のデュレーションを出すと大体19年ぐらいになるということです。したがって、かなり長期の負債だということで、このデュレーションから考えると、いわゆるリスク性資産を持って長期に運用するようなことは可能なキャッシュアウト構造と言えるかと思っております。

次に、今ご説明したのはあくまでも地共済プラス国共済全体なんですけれども、市町村連合会で考えると、自分のところのキャッシュアウトがどうなるのかを見る必要があります。組合別のキャッシュアウトの数字は公

表されておられませんので、私のほうで仮定を幾つか置いて推計をしております。まず仮定は、給付費については各組合別の給付費の比率を2012年の実績と同じ比率で分けたと。積立金についても2012年の実績の組合別の積立金の比率で案分したということで置いています。地共済の中で積立金の仕訳額をどのように各組合に割り当てるか、各組合ごとの仕訳をどうするかは今後の政省令で決まる予定で、今はまだはっきりしていませんので、一旦こういうやり方をしたということです。

ケースEとケースFについてやっていますが、ケースEでは、積立金の額が小さくなっている組合、この試算でいうと地職、あるいは公立といったところは、積立金がなくなればもう払えません。その後は地共連が払う仕組みになっておりますので、地職は7年間、公立で言うとも15年程度、それから東京都ですね。それから国共済。あと警察というように、各組合ごとに順次旧3階部分の資金が枯渇して、その後は地共連がその分を払うというキャッシュアウトの構造になります。市町村については、積立金の額が相当ありますので、この例で言うとも50年程度はキャッシュアウトが出ることになります。今の表をグラフにすると、積立金の額が小さいところは十数年で積立金が枯渇して、その後は地共連が払う。2064年以降は全ての給付金を地共連が支払うといったキャッシュアウトの構造になります。

幾つかパターンを置いて同じ試算をしていますので、その説明は省略します。この試算をして得られる課題と論点をまとめてあります。

旧職域部分に関しまして、今の推計をした結果の課題と論点。まず、1項目目でキャッシュフローですね。これは国共と地共全体で見るとキャッシュアウトの比率はそんなに大きくないということで、安定した運用も可能でありますけれども、組合別に見ると、ここに書いていますように旧3階部分のキャッシュフロー特性が組合ごとに非常に異なる。キャッシュフローの積立金に対する割合も組合間で差がある。したがって、全組合で同一の運用目標を設定するとか、あるいは全組合で相似形のポートフォリオにすることはすごく難しいのではないかと考えます。デュレーションも同じです。全体で見ると負債のデュレーションはかなり長いですが、組合別



で見るとまちまちだということです。

こういった構造の中で、地共済全体のポートフォリオ、各組合ごとのポートフォリオ。特にリスク性資産、給付対応部分とリスク性資産に分けたとして、その給付対応とリスク性資産についての役割分担を各組合がどう行うのが課題になるのではないかと考えております。

最後に、年金払い退職給付についてですが、ここはいわゆる民間で言うキャッシュバランスプランになります。ここはゼロスタートの制度になりますので、キャッシュバランスプランに対する付与利率と運用をどのようにするのが今後の課題になります。

ただ、不足金があった場合に5年に1回再計算をすることが決まっていますので、そこで掛金引き上げリスクをどう考えるかが、制約の中ではポイントになるかなと思いますけれども、その辺はまだはっきりしておりませんので、今後の枠組みがはっきりしてくれば運用も考えやすくなるという状況かと思えます。

最後にリスク管理の課題をまとめてありますけれども、ここについては省略したいと思います。以上であります。

**【浅野会長】** ありがとうございます。それではご質問、ご意見をいただきたいと思えます。いかがでしょうか。

最初に私からコメントしますと、今示していただいたシミュレーションの結果は、旧来の法律、政令等に基づいてやるとこういう資金負担になるという前提でのことですね。今後新しい枠組みが、これだとちょっと無理だから変えるというようなことが出てくるかもしれないという理解でよろしいでしょうか。

**【コンサル会社】** そこは、具体的に言いますと、多分旧職域部分かと。

**【浅野会長】** そうです。旧職域部分、いわゆる旧3階部分のことです。

**【コンサル会社】** 今回の推計の前提は、今回の一元化法の附則に旧3階の処理について規定されています。それにのっとった形になっていますので、少なくとも地共済に関しては各組合ごとで運用するということと、給付も各組合で行って、各組合の資金が枯渇したら地共連が払うという枠組みに今のところはなっています。法律はそこまで決まっていません。あとは政省令でど

ここまで細かい部分が決まってくるかという状況になっています。

【浅野会長】 それからも一つ、ここで負債というか、将来の支出については、現状での全体の数字が出ているだけで、各組合ごとには分かれていないので、各組合への配分は今の支出で案分しているということですから、必ずしもそれぞれの組合が持っているライアビリティを反映しているわけではないということですね。

【コンサル会社】 ないです。そこは注意が必要です。

【浅野会長】 だけど……。

【コンサル会社】 負債の構造を見るために……。

【浅野会長】 基本的な構造はこれで大体カバーできるということによろしいですね。

【コンサル会社】 そうです。

【浅野会長】 将来的には、負債はそれぞれの組合で把握するわけではなくて、地共連が地共済全体の負債を把握するという理解でよろしいでしょうか。それとも、この試算というか、今の枠組みでは国共済も一緒にまとめて負債とするというか、給付を行うことになるのでしょうか。

【コンサル会社】 法律上は国共済と地共済は財政の単位が違うというたてつけになっていると思いますけれども、旧3階、旧職域部分につきましても、国共済の資金が枯渇したなら地共済が払うし、逆に地共済の資金が枯渇したら国共済が払うという財政調整のルールが別途あります。したがって、財政再計算上は地共プラス国共で公表しているということではないかと想像します。実はこの資料しか公表されておりませんので。

もう一つの、組合ごとの数字なんですけれども、財政再計算の処理自体は地共連で行っておりますので、これを組合別に分解するのは、地共連でなければならないというか、地共連であればできるのではないかと、これは私の推測です。

【浅野会長】 ありがとうございます。そういう前提での数字だということですが、いろいろ問題点がこれで明らかになっていると思いますので、それを踏まえてご意見をいただきたいと思います。あるいはもっとご質問等もあるかも知れませんが、それもお願いいたします。

【宮井委員】 結局、全国市町村で何ができるかというところは非常に限られていると

思います。一元化のところの部分もそうです。

【浅野会長】 1・2階。

【宮井委員】 1・2階の部分もそうですし、旧職域部分についても一体全国市町村で何をやればいいのかという感じがします。地共連の対応待ちになっていきますので、どうすればいいのかは何とも言いようがありません。そのときに少し思ったのが、旧職域部分の財政検証に関して、結局、積み立てが収支と合わせれば最後はプラスですよ、維持できますという話なのですが、その前提が結構高い利回りに依存しているわけです。この前提で全部、1・2階もできているはずですが、この前提が変わると結論も変わってしまうと思います。1・2階部分もそうなのですが、名目運用利回りが非常に高い値になっていて、この前提でいかにざるを得ないのですね。

【浅野会長】 そうでしょうね。私の感想を申し上げますと、給付はもう確定していますから、その債務を認識するにはリスクフリーのレートで割り引かないといけません。名目の金利は、今30年債、40年債で2%も行っていないので、それで割り引けば、その先もあるから、その先の金利をどう想定するかという問題はありますが、少なくとも三、四十年のところで見れば2%いっていないわけですから、債務はこれよりもうんと大きくなります。

さらにいうと、給付は名目ではなく、実質です。給付はインフレスライドしますから。そうすると、名目金利ではなく実質金利で割り引かなければなりません。今、実質金利は10年債までしかありませんが、マイナスです。割り引くどころか割り増しになるわけで、資産は全然足りないのです。逆に言うと、相当のリスクをとらない限り、給付は賄えません。しかし、リスクをとれば運用がうまくいかないことは当然あるわけで、その場合はどうなるのか。閉鎖年金ですから、後で掛金で埋め合わせすることができないので、給付を削るしかないことになってしまいます。そういう状況の中でどの程度リスクをとるかは非常に難しい判断です。もう胃が痛くなるような状況です。それをさらに各組合ごとにやって、またそのリスクのとり方がばらばらになってしまったらどうなるのか。制度上の大きな問題が残されています。

特にこのシミュレーションで言うと、地職などはすぐにお金がなくなっ

てしまいます。市町村の場合はこれだと50年ぐらいもつのでしょうか。といってもどんどん先細りになっていくわけだから、その中でそれぞれが運用するとなるとリスクのとり方が難しくなることを示しています。感想といいますか、こんな感じを抱いたのですが、皆さんどうでしょうか。

**【徳島委員】** 事前にこの資料をいただいたときに、何故に地共連が国家公務員共済の給付をカバーしないといけないのかと疑問に思っていました。先ほどご説明をいただいて、やっと構造を理解したのですが、ということは、国共連の運用についても地共連と何らかの協議をしないと、どちらか一方だけで決められないように考えます。このような両者の動きはこれまで何ったことがないのですが、何か具体的なものはございますでしょうか。

**【コンサル会社】** おっしゃるとおりで、地共連と国共連の協議は必須だと思います。ただそれが具体的にどういう場でどう進んでいるかについては、公表されていませんので、答える立場にない。ただ、事務局レベルではある程度情報交換はやっていたんじゃないかと思うんです。

**【浅野会長】** ほかにご質問、ご意見ございませんか。

**【俊野委員】** 基本的な質問になってしまうんですけども、6月末時点で9兆7,000億円、10兆円弱の運用資産があって、職域部分、さらに1・2階部分と年金払い部分という特性の違った負債構造が3つあって、それを一括して運用しているという理解でよろしいでしょうか。

**【コンサル会社】** 現在は一元化されていませんので、1・2階と旧職域という分割がありませんので、全体を退職共済年金としてまとめて運用しています。ただ、一元化後はそれぞれ分かります。少なくとも勘定は分かれるという整理になっていますので、1・2階部分と旧3階の部分と新3階との勘定は分かれる。ですので、当然運用もポートフォリオが変わってくる。実際のファンドをどのように分けるかとか、実務的なことまでは検討に至っていないと思いますけれども、枠組みとしては全て分けることになっていたはずだと思います。

**【俊野委員】** そうすると9兆7,000億円を、ここは1・2階部分、ここは職域部分、これは……。

**【コンサル会社】** 9兆7,000億円は旧職域部分に割り当てられた金額です。1・2

階部分はまた別にあります。

【俊野委員】 別にあるということですね。すみません。申しわけございません。そうすると、現在は旧職域部分だけを前提に運用方針とかを検討しているということでしょうか。

【コンサル会社】 1・2階部分に関しては、この……。

【鈴木自家運用課長】 次期基本ポートフォリオにつきましては、先ほど説明があったと思いますけれども、1・2階部分と旧3階と、新3階で、3つのことを考えなければいけません。コンサル会社さんがつくられた資料の今のご説明の中では、旧3階部分が中心であったということです。現状は、1・2階部分と職域部分を一緒に運用しているのですが、将来は3つに分けて、それぞれの枠組みで考えていくこととなります。我々のほうは9兆7千億円積立金があるのですが、これにつきましては、1・2階部分で、給付の4.2年分にして分けるのですけれども、ここは地共済全体でそうなるのですけれども、各組合で具体的にどう分けるかは政省令で決めていくということです。例えば地共連は全然給付を行っていないので、実際の給付で分けると地共連は1・2階部分を出さなくてよい形になってしまうのですけれども、そういうことがあるので、今後各組合の積立金についてはどうなるか、まだ決まっていない状況でございます。

【浅野会長】 そこら辺が多分有識者会議で議論されて、それが政省令に反映されるのではないのでしょうか。あるいはもう、総務省である程度お考えがあるのかもわかりませんが。

今日のコンサル会社さんの資料で明らかになったのは、共済は3つの部分に分かれるということですね。当初、総務省等が考えていたのは、3つの部分を合同運用できないか。それぞれの組合が3つの部分を合同運用してそれを各勘定に振り分けることを考えていたようですが、それは3つの負債の性格が全然違うから無理だと思います。多分総務省をはじめ地共連等もそういう考え方になっているとは思いますが、この資料はそこら辺をはっきり示したということだと思います。とても合同運用などできない。それぞれ負債の性格が全然違うので別のファンドとして運用しないといけない。ひょっとしたら株式部分だけ合同で運用することは考えられるかも

しませんが、債券の部分はそうはいきません。そうすると、地共済グループの中で、当連合会くらいの規模があれば3つの対応は可能かもしれないけれども、ほかのところはかなりしんどいでしょう。たとえスタート時点である程度の規模があっても、一番典型的に見られるのは公立学校ですが、今は規模がある程度あるけれどすぐなくなってしまいます。そういうところはどのようにするのかという問題があるという感想を抱きました。

**【甲斐委員】** 私も感想みたいなものなのですが、リスク管理についてのご説明が省略されています。海外の公的年金のリスク許容度が記載されていますが、ほんとうに各国まちまちですね。負債にマッチした的確な運用は、リスク許容度をいかに適正に決められるかに懸かっていると思います。地共済全体と市町村では、リスク許容度が違うだろうと思うので、ここについては全体と独自の部分との十分なすり合わせが必要で、リスク許容度をどのように定義していくかが運用上の大きな問題になるでしょう。

ちょっとお聞きしますが、リスク管理上の課題として、地共済全体にはいろいろなリスクが挙げられ、全国市町村単独となると資産側のリスクにぐっと絞られており、ここの趣旨はどういうことなんでしょうか。資産側のリスクだけ管理するので良いとされるための前提条件のご説明をお願いします。

**【コンサル会社】** 旧職域部分も年金払い退職給付もそうなんですけれども、地共済全体として資産と負債がバランスしているのか、要するに剰余の状態かどうかを毎年、どういう方法かまだはっきりしていませんけれども、検証していくはずだと。あるいは少なくとも5年に1回は検証すると。それはあくまで地共済全体なんですね。地共済全体で資産と負債がバランスする。その負債が各組合に分かれることは原理的には可能なんですけれども、実際の資産の運用は各組合に入ってきた保険料の一定割合を地共連に払ってきた経緯がありますので、今の時点で資産と負債がバランスしていないわけです。ある意味、地共連が各組合の再保険のような役割を担っていますので、そういう意味でいうと、各組合ごとで、実際にある資産と負債をバランスさせてもバランスしない。あくまでも全体でのバランスを見ていく。その全体のバランスを見る役割は地共連が担うとなっていますので、ここ

は地共連が見ると。地共済全体の分ですね。各組合は、その全体のリスク管理に関してどうかかわっていくのが課題だと思うんですけども、直接的には資産運用のリスクを管理していくのが役割だと想定しています。

**【浅野会長】** よろしいでしょうか。ここではそういう想定でやっているということですね。国自体が今後変わる可能性もなきにしもあらずでしょうが。よろしいですか。

**【甲斐委員】** そういうところが明確になって初めて運用の適切さが担保できると思われれます。つまり、負債サイドの情報をもとにしないと、資産側のリスクは特定できず、安全だとか効率的だと言っても、何に対して安全なのかということになってしまう。管理すべきは資産側のリスクと限定することは現実には難しいと思います。

**【コンサル会社】** その点に関しておっしゃるとおりだと思うんです。そこは、先ほどもご質問がありましたけれども、地共済全体のリスク管理をどのように行うかというテーマになると思います。地共連が地共済全体のリスク管理をしなければならない。資産と負債ですね。一方で運用は各組合ごとにやっていますので、何らかの手段で統制、あるいはコントロールを各組合にしていかなければいけないと思うんですけども、そのときの手段として今おっしゃったようなことも考えられるかもしれませんが、もう少し資産側だけの統制をするのかもしれませんが、そこは地共済全体のリスクコントロールをどのようにやっていくのか、そういう別の課題になってくるのではないかと考えております。

**【浅野会長】** よろしいですか。徳島さん、何かご質問ありますか。

**【徳島委員】** 手短に。浅野会長は、先ほど傘下の各共済組合が1・2階と旧3階と新3階とを別々に管理・運用しないといけないことになるだろうとおっしゃいました。旧3階については私も全く意見は一緒ですけども、新3階についてはゼロスタートなわけですから、例えば地共連に任せて合同運用するとか、そういった対応はないかと考えています。

もう1点、これはご質問になりますが、新3階部分については、民間で言うキャッシュバランスに相当する運用が予定されています。民間の企業年金ですと、今年から例えば国債ではなくて株のインデックスですとか、

ポートフォリオに基づいたキャッシュバランスといった付利が可能になりました。共済組合の新3階で採用することはできるのでしょうか。

【コンサル会社】 一元化法で、新3階に関する法律、今は法律しか出ていない段階なんですけれども、法律では、再評価率に関して、国債金利を基準としてという書きぶりで、各管理運用主体が決めると書いています。そう書いてあるだけですので、そこを拡大解釈すれば今おっしゃったような広がりも可能ではないかと思えます。

【浅野会長】 ほかにもまた質問等があるかも知れませんが、そろそろ時間もまいりましたので、もう少し具体化してからまた議論したいと思えます。あるいは逆に、今日、非常に詳細な、非常に示唆に富む資料をいただきましたので、このメンバーの中でも地共連の有識者会議に参加される方がいらっしゃると思えますので、そちらのほうで生かしていただけたらと思えます。

以上をもちまして本日の議事を終了させていただきます。以後の進行については事務局をお願いいたします。

【青山事務局長】 本日は、委員の皆様方には熱心なご議論をいただきましてまことにありがとうございました。次回の資金運用委員会の開催についてでございますが、先ほどご説明いたしましたように、仮のスケジュールとしては11月を予定しておりますが、地共済全体の有識者会議の検討状況等も踏まえる必要がございますので、詳細が決まり次第、追ってご連絡いたしたいと考えております。よろしくをお願いいたします。

以上をもちまして第25回資金運用委員会を閉会いたします。本日はありがとうございました。

— 了 —