

## 第26回資金運用委員会

平成26年12月15日（月）

**【青山事務局長】** それでは、定刻となりましたので、ただいまから第26回資金運用委員会を開会いたします。私は、連合会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。この後、座って続けさせていただきます。

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ので、どうぞよろしくお願いいたします。

**【浅野会長】** それでは、議事に入ります。初めに報告事項の平成26年度長期給付積立金の運用状況について、事務局より説明をお願いします。

**【篠田運用企画課長】** 運用企画課長でございます。それでは、平成26年度長期給付積立金の運用状況につきましてご報告をさせていただきます。まず26年3月末を100といたしまして、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いるものでございます。

国内債券の9月末のベンチマークは、3月末と比べまして、若干の上昇となっております。この間、10年国債利回りにつきましては、9月に円安株高などにより上昇する局面がございましたが、8月までは欧米の金利低下とイラク・ウクライナ情勢の緊迫化などを受けて、投資家のリスク回避姿勢が強まったことなどによりまして、低下基調であったことから、3月末比で低下したところでございます。

その他の3資産につきましても円安の進行等もございまして、9月末のベンチマークは、3月末に比べていずれもプラスとなり、特に内外株式は大きくプラスとなっているところでございます。

次に26年度の資産構成割合の推移でございます。26年9月末をご覧いただければと思います。26年9月末の時価総額の合計は10兆318億円で、3月末の10兆74億円からは244億円の増加となっております。これはこの間の年金収支がマイナス3,262億円となったこと、一方で、運用収益がプラスの3,506億円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は、基本ポートフォリオとあわせてご覧いただきますと、貸付金につきましては2.5%と、許容乖離幅の下限であります3%を下回っているところでございます。これは組合員への新規貸付が減少し、貸付金残高が減少していることが要因でございますが、今後の貸付金の見込みを踏まえまして、一元化に向けた新たなポートフォリオ策定の際にあわせて見直しをしていきたいと思っております。それ以外の資産については基本ポートフォリオの許容乖離幅の範囲内に入っております。

次に26年度の上半期の修正総合利回りでございますが、通期の欄にありますとおり、全ての資産でプラスの利回りを確保いたしまして、中でも国内株式及び外国株式が大きくプラスの利回りであったことによりまして、全資産合計でプラス3.57%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。各資産の平成26年度通期の超過収益率をご覧くださいますと、国内株式がベンチマークを上回っておりますが、ほかの3資産は小幅ながらベンチマークを下回る結果となっているところでございます。

ベンチマークからの乖離の主な要因でございますが、まず国内債券では、ラダー型ポートフォリオを構築するためのファンドにつきましては、政策ベンチマークであるラダー20年のインデックスに比べ、デュレーションが短いことから、長期金利が大きく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0.38%下回っているというところでございます。

国内株式では、パッシブファンドで第1四半期にベンチマークを0.44%下回っております。これは6月に行いました委託運用機関の評価で、実績の良くないアクティブファンドを解約することといたしましたが、株式の組み入れ比率を維持するため、現物をパッシブファンドに移管したため、銘柄入れかえのタイミング効果などがマイナスに影響したものでございます。アクティブファンドにつきましては、この間、銘柄選択が良好でベンチマークはアウトパフォームしているところでございます。

次に、外国株式でございますが、アクティブファンドが通期で1.95%、ベンチマークを下回っております。要因は銘柄選択の結果ということでご

ございますが、目立った点といたしましては、長期的な観点で見た企業価値から割安と判断し、保有していたヨーロッパの銘柄が結果として足を引っ張ったということが挙げられるところでございます。

委託運用全体といたしましては、アクティブファンドで銘柄選択の巧拙はありますが、それ以外は時価評価に当たっての技術的要因や海外市場での税金の影響によるものでございまして、特に運用面で問題が発生しているというわけではございません。

次に上半期のパフォーマンス評価要因分析でございます。収益率の合計をごらんください。連合会ポートフォリオはプラス3.57%、ベンチマークの収益率はプラスの3.59%、超過収益率はマイナスの0.02%となっております。その主な要因は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、9月末時点で、平成26年3月末に比べまして、日経平均株価は低下、VIXは上昇いたしました。

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、中期ともに低下しております。

日経平均株価のボラティリティ、VIX、それぞれのボラティリティの推移をグラフでお示ししております。基本ポートフォリオ策定時に用いた1990年以降のデータの上下5パーセンタイルをお示ししておりますが、9月末時点においては、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・ボラティリティの短期のグラフにおいて、短期のボラティリティをお示ししておりますが、9月末時点では、円貨建株式と外貨建株式のボラティリティの低下を主因に低下いたしました。過去下5パーセンタイルを下回る状況が続いているところでござ

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つでございまして、実際のリスクレベルへ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。

また、短期的なリスクの変化につきましては、後の基本ポートフォリオの検証においてご報告させていただきますが、リスクと相関係数について、直近にウエートをかけて推定する手法により影響を見るなど、今後も検討していきたいと考えております。

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まし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、円貨建株式と外貨建債券の相関係数が想定値と離れた状況となっております。

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につきましては、主に国内株式と外国債券の資産構成割合の基本ポートフォリオからの乖離幅が拡大したことによりまして、平成26年3月末に比べまして、やや上昇している状況でございます。

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。9月末の長期給付積立金全体のトータルリスクは、4.35%でございまして、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をごらんください。長期給付積立金全体のトータルリスクの推移をお示ししておりますが、過去から足元におきましても管理上の目安の範囲内で推移していることが確認できます。

続きまして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。推定トラッキングエラーは、国内債券の推定トラッキングエラーを主因に平成26年3月末に比べまして、やや低下しております。

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。国内株式の

推定トラッキングエラーが6月末に大幅に低下しておりますが、これは実績不振により解約いたしましたアクティブファンドの解約資産をパッシブファンドに移管した結果、アクティブ比率が大幅に低下したことと、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おきましては、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す。それでは、ただいまの説明につきましてご質問及びご意見がありましたらお願いいたします。はい、どうぞ。

**【宮井委員】** 確認ですが、国内株式のアクティブファンドの成績が悪くて解約したというのは、3月末の時点で解約したということですか。

**【西部運用管理課長】** 運用管理課長の西部でございます。毎年年度末を基準日として、過去3年、5年で定量評価を行っております。ですから、基準日は3月末でございますけれども、実際の作業としては、4月、5月で評価をして、実際の解約は6月に行ったというような形になっております。

**【宮井委員】** そうすると先ほどご説明いただいた第1四半期のアクティブファンドはベンチマークに比べてプラスが出ておりますが、これは解約の期間中ということですか。

**【西部運用管理課長】** そうですね。解約ファンドも込みの数字でございますから、数字としては全て入っているということでございます。

**【宮井委員】** この期間は、解約期間中ではありながらパフォーマンスは良かったということですね。

**【西部運用管理課長】** どうしても解約時とのタイミングの効果というものもあるんですけれども、結果としてこの間のパフォーマンスを数値的にあらわすと上回ったという形でございます。その一方で、先ほど説明にもございましたけど、パッシブファンドに現物を移管したものですから、パッシブへの銘柄

の入れかえによるタイミング効果は若干のマイナスになっているというのが第1四半期のところの実績でございます。

【浅野会長】 よろしいですか。ほかに。はい、どうぞ。

【加藤委員】 外国株式のアクティブファンドのパフォーマンスが悪かったという報告が先ほどありました。欧州株について若干の見誤りがあったというお話でしたが、もう少し詳しく説明していただけますか。

【西部運用管理課長】 これらの会社についても、実は昨年度の前半あたりまでは比較的実績は堅調だったんですけれども、先進国向けのアクティブ、今、3社契約してございますけれども、そのうち2社がここ1年ほど実質的には低迷しておるということです。いずれもその運用スタイルとしては、あまり短期間で銘柄の入れかえをするというよりも、長期的な企業価値判断でもって割り出していた銘柄に投資していくというスタイルでございます。欧州株が相対的に多かったというのは、彼らの考えるターゲットバリューといたしますか、根源的な価値に比べて、今、アンダーバリューになっているからということで、ずっと持ち続けているんですが、マーケットのほうが意に反して上がらないと。米国に比べて、市場としては冴えないということがあるものですから、結果としてアンダーパフォームになっています。ですから、運用スタイルとか運用哲学がぶれているとかいうことじゃないんですけれども、市場の動きについていけないという要因かと認識してございます。

【加藤委員】 ということは、現在のファンドは持ち続けるということですね。

【西部運用管理課長】 そうですね。

【加藤委員】 わかりました。

【浅野会長】 よろしいですか。ほかに。はい、どうぞ。

【甲斐委員】 リスクの状況のところですが、トータルリスクを測って、これが管理上の目安に入っているという評価がなされており、これが本来望ましいやり方だと思います。その後にバリュー・アット・リスクやストレステストの結果が記載されていますが、これは計算した数字が並んでいるだけで、これらに対しても管理上の目安を何か置いて、そこに入っているかどうかというように評価も加えたらいかがかですか。

【浅野会長】 いかがでしょうか。バリュー・アット・リスク等について。

【鈴木自家運用課長】 こちらについては、現状こういう形で管理しているのですが、従前の委員会からもいろいろこの点についてはご意見いただいているので、今後の基本ポートフォリオ、新しいポートフォリオの管理等について、委員の方々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。

【甲斐委員】 管理上の目安をつくるときの最も大切な基準というのは、財務上のインパクトがどの程度あるか、こういうことが起こっても財務的な危機が訪れないのかということなので、その辺から説き起こして、ガイドラインを設定すべきだと思います。

【鈴木自家運用課長】 はい。わかりました。

【浅野会長】 では、次期の基本ポートフォリオの作成のときには、それもあわせて検討していただくということにしたいと思います。

ほかにいかがでしょうか。

それでは、私のほうから1つ追加で。先ほど宮井委員のほうから国内株のアクティブファンドについて質問があったのですが、このアクティブファンドを解約した後は今、パッシブになっていますね。それをまたアクティブの募集をするとかいう予定はあるのでしょうか。

【西部運用管理課長】 アクティブとパッシブに関しましては、理想的なアクティブ比率ということで、今、4割という数字をいただいて、それを目標に走っているんですけども、基本ポートフォリオがこれから大きく見直しされるといったことと、あと、市町村共済固有の問題として、指定都市共済の編入というのが来年度ございますので、そのゆくえを見据えた上で、総合的なマネジャー・ストラクチャーの再構築を図っていきたいというふうに考えておまして、現時点では新たな募集等は行っておりません。

【浅野会長】 はい。わかりました。ほかによろしいでしょうか。

それでは、次の協議事項に移りたいと思います。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。

【事務局（佐藤）】 基本ポートフォリオの検証についてご説明いたします。

まず、現行基本ポートフォリオに基づく運用利回りの検証です。現行基

本ポートフォリオにおける目標運用利回りは、物価上昇率控除後の実質値1.4%ですが、平成25年度の実績は、物価上昇率控除後の実質値で5.7%となり、運用目標利回りを4.3%超えました。

次に、現行基本ポートフォリオの各種前提値の検証についてです。今回の検証における国内の経済前提につきましては、従来の検証で用いておりました現行基本ポートフォリオ策定時の経済前提をベースとするケースのほか、直近の経済前提と悲観シナリオをベースとするケースを加えまして、3つのケースによる推計を行うことといたしました。

海外の経済前提につきましては、Economist Intelligence Unitの予測値を用いました。それぞれの前提につきましては、資料のとおりでございます。

続きまして、円貨建債券、貸付金及び短期資産運用等の期待リターンの検証でございます。従来同様、金利構造モデルを用いまして、シミュレーションに用いる初期条件と長期均衡水準をシナリオごとに設定いたしました。

その結果は資料のとおりでございます。円貨建債券の名目期待リターンの推計値をトータルリターンのところにお示ししておりますが、今回の推計におきましては、初期値が大幅に低下していることを反映しまして、策定時の1.7%に対しまして、いずれのシナリオも1.3%前後へ低下しております。貸付金につきましては、金利の下限値があることと、あとは変動金利であるため金利水準のみが期待リターンに反映されることから、今回推計した策定時の値と直近の前提では、現行基本ポートフォリオ策定時の推計値から変化はなく、また、悲観シナリオにおきましては、下限値が期待リターンとなり、策定時に比べ低下することとなりました。

また、短期資産運用等につきましては、今回の推計での策定時の前提と直近の前提では、金利水準に大きな違いが生じていないことから、今回の推計値は現行基本ポートフォリオ策定時からほぼ変化はなく、悲観シナリオでは短期金利の均衡水準が低いことから、今回の推計値は策定時に比べ大きく低下いたしました。

次に、円貨建株式についてです。

期待リターンの推計式は従来と同じ式を用いますが、今回はEPS成長率の中長期の推計において、経常利益の伸び率をEPS成長率の代理変数として用い、GDP成長率の予測値から将来の伸び率を推計する従来の手法に加えまして、金利や税金などを考慮したケースの推計を行っております。当該手法においては、ROAと名目GDP成長率の長期的な関係性から将来のROAを推計いたしまして、そのROAから金利や税金等を考慮した将来のEPS成長率を推計しております。

続いて、予想配当利回りにつきましては、初年度、今期の予測値から推計した2.0%とし、10年後には過去の平均水準である1.0%まで低下するといたしました。

PER変化率につきましては、足元のPERが国際的な水準にほぼ近い水準となっていることを踏まえまして、調整は行わないものとしたしました。

以上の結果、名目期待リターンの推計値は、現行基本ポートフォリオ策定時の6.7%に対しまして、今回の推計では5.3%から5.8%の間となりました。

次に、外貨建債券についてでございます。期待リターンの推計におきまして、従来と同様にロールダウン効果、将来的な金利上昇に伴う影響、為替調整幅を推計する際に、今後10年間の金利水準の変化の影響を反映させております。今回の検証につきましては、金利水準は、Economist Intelligence Unitの予測値を用いております。

外貨建債券の円ベースの名目期待リターンの推計値は、現行基本ポートフォリオ策定時の2.8%に対しまして、今回の推計では2.1%となりました。続いて、外貨建株式についてでございます。期待リターンの推計式は、従来と同様です。ただし、従来は、米国と欧州の2つの地域ごとに推計し、加重平均としておりましたけれども、今回の推計におきましては、外貨建債券で推計しておりますと同様に、英国、ドイツ、フランスの4カ国につきまして推計しまして、それらを加重平均しております。

PER変化率につきましては、足元のPERが過去の平均的な水準に近い水準となっていることから、調整は行わないものとしたしました。

以上の結果、外貨建株式の円ベースの名目期待リターン推計値は、現行基本ポートフォリオ策定時の6.3%に対しまして、今回の推計では6.6%となりました。

今回の検証における期待リターンの推計結果のまとめでございます。現行基本ポートフォリオ策定時と比べますと、足元の金利水準の低下を反映いたしまして、円貨建債券と外貨建債券の期待リターンが低下し、また、EPS成長率の推計値の低下により、円貨建株式の期待リターンが低下いたしました。一方、外貨建株式につきましては、主要各国のGDP成長率の経済前提が改善したことにより期待リターンはやや上昇いたしました。

この結果、対物価上昇率の実質ベースでのポートフォリオ全体の期待リターンにつきましては、現行基本ポートフォリオ策定時と比べて、いずれのシナリオも0.2%から0.4%程度の低下でございまして、大きな乖離は見られませんでした。

次に、各資産の想定リスクの検証についてでございます。従来は円貨建債券、貸付金、短期資産運用等の想定リスクにつきまして、期待リターン推計時の金利構造モデルのシミュレーション推計値を用いて推計しておりましたけれども、今回の検証におきましては、過去実績を用いた検証や分析との整合性、また、リスクと相関係数の推計方法における一貫性を考慮いたしまして、ほかの資産の推計方法と同様に、過去のインデックスリターンの実績値を用いて推計いたしました。

想定リスクを推計するためのデータ期間につきましては、現行基本ポートフォリオ策定時は1990年1月から、2008年12月まででしたが、そのデータ終期を2014年6月まで延ばしました。

想定リスクの推定結果につきましては、円貨建債券、貸付金、短期資産運用等の想定リスク水準は、現行基本ポートフォリオ策定時の水準に比べ上昇しておりますけれども、策定時点で今回用いたインデックスリターンの推計値による推計手法を用いた場合のリスク水準からは、大きな変化は見られませんでした。

また、ほかの資産の想定リスク水準につきましても、策定時から大きな変化は見られませんでした。

続きまして、各資産間の相関係数の検証についてでございます。相関係数を推計するためのデータ期間を想定リスクと同様に2014年6月まで延ばして推計しております。現行基本ポートフォリオ策定時と比較いたしますと、符号の逆転や数値の大きな乖離は見られませんでした。

続いて、検証結果を踏まえた現行基本ポートフォリオの効率性分析についてでございます。今回の検証で推計した各種前提値を用いまして、現行基本ポートフォリオ策定時に用いたリサンプリング法及び平均分散法の2通りの効率的フロンティアを導出したしまして、現行基本ポートフォリオの状況を確認いたしました。いずれのシナリオにおきましても、今回の推計における基本ポートフォリオは効率的フロンティアの近傍にプロットされており、単位リスク当たりのリターン効率性は保たれていると考えられます。

次に、現行基本ポートフォリオ策定時において候補とした期待リターン1.4%と、あと、想定リスクの推定をインデックス実績値によるものとした場合のポートフォリオ全体の想定リスクである5.1%を目標に、今回の推計値で最適化した結果をお示ししております。

リサンプリング法による最適資産配分の推計では、期待リターン1.4%を目標とした場合、いずれのシナリオの最適ポートフォリオにおきましても、外貨建株式の資産構成比率が上昇して、現行基本ポートフォリオの許容乖離幅を超える結果となり、基本ポートフォリオ全体のリスクの上昇が見られます。

一方、想定リスク5.1%を目標とした最適ポートフォリオにおきましては、資産構成比が現行基本ポートフォリオの許容乖離幅となり、大きな乖離は見られませんでした。

次に、下方リスクを意識した分析として行った各種シミュレーションの結果をお示ししております。推計した期待リターンを用いまして、確率調整をせずにブートストラップシミュレーションを行ったところ、今回の推計では、期待リターンが低下したことから、5年累積リターンの下側5%は、いずれのシナリオもマイナス7.5%程度となり、現行基本ポートフォリオ策定時に想定された値を下回る結果となりましたが、5年累積リター

ンであることを考慮すれば、下方リスクの高まりは限定的な水準と考えられます。

続きまして、指数加重移動平均モデルによるリスク、相関係数の推計についてです。今回の検証におきましては、リスク、相関係数の推計において、足元の市場構造変化の影響を確認する観点から、指数加重移動平均モデルを用いた推計と、その推計値による最適化の試算を行っております。

各資産のリスクの推計結果は、資料のとおりでございます。リスクの水準は等ウェイトと比較いたしまして、直近にウェイトをかけた場合、近年の好調な証券市場環境を反映いたしまして、貸付金、短期資産を除きまして低下傾向にあります。

相関係数の推計結果につきましては直近にウェイトをかけた場合には円貨建株式と外貨建債券の正の相関の高まりが大きくなっております。

指数加重移動平均モデルによるリスク、相関係数の推計値を用いまして、リサンプリング法による最適化を行った結果は、資料のとおりでございます。外貨建債券の資産配分がほとんどゼロという結果となっております。これは近年の円貨建株式と外貨建債券の相関の高まりが主因と考えられますが、この相関の高まりは2008年以降に確認できるものでございます。

金融危機以降のこの時期は、短期の投資家がリスクオン／リスクオフと言われるリスク資産をひとまとめにして売買する行動をとっている時期です。年金資産運用の前提である長期運用を考えた場合、足元で起こっている現象が継続するかどうかは不透明なため、この結果をもって基本ポートフォリオを見直すという判断は早計であり、引き続きモニタリングを続けることが望ましいと考えております。

最後に結論でございます。今回の検証では、期待リターン、リスク相関係数について、基本ポートフォリオ策定時と比べて大きな乖離は見られず、また、これらの前提値を用いて、効率的フロンティアを導出したところ、現行の基本ポートフォリオにおいて単位リスク当たりのリターンの効率性は保たれていることを確認いたしました。

前提値に基づく最適試算配分につきましては、現行基本ポートフォリオ策定時の期待リターンを達成する資産構成では、現行基本ポートフォリオ

との乖離が見られた一方、現行基本ポートフォリオ策定時と同水準の想定リスクとなる資産構成につきましては、現行基本ポートフォリオの許容乖離幅におさまり、大きな乖離は見られませんでした。

将来のシミュレーションにおきましては、現行基本ポートフォリオ策定時と比較しまして、下方リスクがやや高まっているとの結果となりましたが、その高まりは5年累積リターンであることを鑑みれば、限定的な水準でございました。

現行基本ポートフォリオに基づく運用実績は、運用開始以来の過去4年間で、年率4.64%の実質リターンと、実質の予定利回りである年率1.4%を上回るリターンを獲得しております。

このことから現状においては、リスク水準を上げて期待リターンを高めるべきではなく、現行基本ポートフォリオ策定時のリスク水準を保ち運用することが年金積立金の安定的な運用に資すると考えております。

以上から、現時点において現行の基本ポートフォリオを見直す必要はないと考えております。

以上で基本ポートフォリオの検証についてのご説明を終わります。

**【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。

**【甲斐委員】** 予想配当利回りが、現在の2%が10年程度かけて1%に低下していくということですが、配当性向をPERで割ったら配当利回りですよ。

配当性向が例えば30%で、PERが15倍だとすると、その割り算をすると、配当利回りは単純に2%ですね。PERの変化率はない。配当性向を前のところに書いていますように、20年の中央値を用いたというのが前提条件です。これらがある一定水準を続けるということですよ。配当性向が一定で、PERが一定だったら、その割り算である配当利回りは一定のはずで、これはちょっと矛盾しているように思います。

**【浅野会長】** どうでしょうかね。配当利回りを下げる必要はないということでしょうか。最近のコーポレートガバナンスとかそういうものに絡んで言うと、配当性向がここからまた下がっていくということはあまり考えにくいので、

配当利回りが今後下がって過去に戻るといふふうに考えるのは少し無理があるのではないかとということでしょうか。もっとも配当利回りが下がるとすると、配当性向も今後下がるので、BPSが増えてEPSも高くなると考えられます。それによってリターンも高くなるので、その意味では相殺されてしまうということにはなりませんか。そこまで整合性はとれていないのでしょうか。

コンサル会社さんのほうで何かコメントありませんか。

**【コンサル会社】** 全体としての厳密な整合性というところでは、若干とれていないところは確かにあるかと思うんですけども、実質的にPERというのを見積もるときに、正確な見積もりはなかなか厳しいというようなどころはありまして、今回の場合ですと、このような近似的な置き方をしているという理解でございます。

**【浅野会長】** 厳密な意味での整合性まではチェックしていないということで、過去の平均的な水準というものを意識して推計をされているようですが。さらにコメントがありますか。

**【甲斐委員】** やっぱ浅野会長も言われているように、整合的じゃないです。配当利回りというのは株価分の配当でその分母分子を利益で割りますと、PER分の配当性向です。だから、PERが現在15、6倍で、それが当面一定であるというのは常識的だと思いますが、そうすると、配当利回りと配当性向はまさに比例することになります。ここで整合性がとれないと、前の式自身を見直さなければならなくなります。

**【鈴木自家運用課長】** すみません。こちらについては一旦微調整という形で、一定にするかどうかを考えて、数字のほうを見直させていただきたいと考えております。

**【浅野会長】** はい、どうぞ。

**【徳島委員】** ただ今の甲斐先生のご指摘に関連してコメントさせていただけたらと思います。ご指摘のとおり、全体的な整合性に疑問を感じる部分がある一方で、株価がリーマンショックの影響で下がり結果的に配当利回りが上がっていたものが、今回のアベノミクス導入によって株価が上がったので、配当利回りが下がっていつているように見えることが、市場参加者のイメー

ジであると思います。そうすると、EPS変化率の置き方の問題なのかもしれません。また、一方で、配当性向に関して、近年、コーポレートガバナンス云々のいろいろ指摘のある中で、配当性向よりも株主への還元率という広い観点のほうが目されている。その結果、株主への還元全般という観点から見ると、配当性向については下がっている可能性もあるとも考えられます。こういった現状のマーケットの動きを広めに考慮して、お考えいただけたらなと思います。

以上です。

**【浅野会長】** はい、どうぞ。

**【俊野委員】** 次のテーマと関連するかと思いますけれども、かなり精緻にいろいろと株式の期待リターン、各資産の期待リターンを推計しまして、現状の基本ポートフォリオの合理性という形で検証されているわけですが、今後のスケジュールという観点でいうと、10月以降は地共済グループ全体での基本ポートフォリオに従うということで、独自の基本ポートフォリオを策定するというプロセスは今後なくなるのであれば、来年の9月まではきちんと運用するとして、むしろ今後、2階部分、旧3階部分を分けて、地共済グループ全体での枠組みの中で運用していくということで、非常に大きな運用の方針の変換というのが想定されている中、かなり限られた時間なので、ディスカッションするポイントはもう少し張りをつけていったほうがいいのかという印象を受けました。

だから、なかなか決まっていなかったところがあるかと思いますけれども、スケジュール観などももう少しお示しをしていただいた上で、今後はマネジャー・ストラクチャーの見直しとか結構膨大な作業が待っているかと思しますので、期待リターン推計等の各論の部分については、必要なくなるかもしれないというところを踏まえた上で、議論のポイントを絞って考えていったほうがいいのかという印象を受けました。

**【浅野会長】** 的確なご指摘をいただき、ありがとうございます。おっしゃるとおりなのですが、ルール上、この基本ポートフォリオの効率性の検証をすることになっておまして、その関係で、やはりきちっとした議論をしていかないといけないということで、進めさせていただいております。

この整合性の問題については若干疑問がありますが、これまでと比べてかなり精緻に、そういう意味では、前は整合性云々を議論する前の段階だったのが、相当改善されているといえます。それと現在配当利回りがだいたい1.5%ですので、この足元の状況などを考えあわせると、整合性に若干疑問はあっても、この平均で1.5%という水準はそんなにかけ離れていないと思われしますので、この数字での検証を有効だと判断させていただきたいと思いますが、よろしいでしょうか。

若干のご不満はあろうかと思いますが、その上でこの検証の結果についてご意見をいただけたらありがたいですが。はい、どうぞ。

**【加藤委員】** 大変精緻になっていて、私は大変いいんじゃないかと思います。ところで、シナリオが2つ追加されていると思います。その中の悲観シナリオですが、定義を見ると、成長戦略不成功シナリオということです。要するに、これは成長率が高くないというシナリオですね。金利のところを見ると、金利水準が上がらないということなので、基本的に成長率が高まらないという想定だと思います。しかし、金利で悲観シナリオというと、どちらかというと、金利が大きく上昇して、債券で大きな損失が出るというのが悲観シナリオではないかと思います。今、世界的に心配されているのは、どちらかというとそちらの方だと思います。もちろん日本の経済の成長が高まらないということもありますが、それよりは財政問題が深刻化して、金利が暴騰してしまうというリスクです。円安も伴うでしょう。金利と債券の投資という観点でいうと、これが悲観シナリオではないかと思います。そういったことも検討材料にしてもいいのではないかという気がいたします。

**【浅野会長】** はい。今のコメントに対して、何かお答えはありますか。

**【鈴木自家運用課長】** おっしゃるとおり債券についての悲観シナリオでいうと、金利は上がるんですけど、今回は経済のところについての悲観シナリオということとさせていただきます。債券が上がった場合どうなるのかということについては、今後リスクの管理において、先ほどご意見をいただいた、ストレステストのいわゆるシナリオ分析のほうで考えさせていただいて、今回の検証のところはこちらの経済のところを進めさせていただければと存

じます。

【浅野会長】 バリュースコア・アット・リスク等の取り扱いとあわせて、例えば金利上昇のリスクシナリオでどうなるかというようなシミュレーションをするなど、次のときに対応していただくということにしたいと思います。

はい、どうぞ。

【徳島委員】 債券投資を担当していた人間の感覚からすると、金利上昇というのは、当該の単年度、金利が上がった年のパフォーマンスはすごく悪化しますが、その後、継続的に投資ができるのであれば、高利回りを享受できるため、実はハッピーな状況が続いてきます。しかも、今、加藤先生がご指摘されているのは、財政プレミアムによる金利上昇ですが、例えばアメリカみたいに景気回復で金利が上昇する場合には、金利が上がり、かつ、株価の上昇している可能性が高いので、全体のポートフォリオで見ると、実は悲観シナリオに全然なっていない。中期的に債券の金利がどんどん上がっていくというシナリオをつくって、それが財政プレミアムの構造問題だとすれば、債券投資における意味のある悲観シナリオになるのですが、金利上昇が単年度であると、ポートフォリオ全体としてはあまりリスクとしての意味がないシナリオになると思いますので、一度ご検証いただけたらと思います。

【浅野会長】 はい。検証していただくときには今のような考え方も踏まえてお願いしたいということです。はい、どうぞ。

【甲斐委員】 最後の結論ですが、現時点で基本ポートフォリオを見直す必要はないという方向については私もいいと思います。問題はその理由で、4年間で目標を上回る運用利回りを獲得したので、リスク水準を上げることはないというのは、熊がたらふく食べたので少し冬眠しようかというような感じです。そういう考え方ももちろんあると思いますが、別の見方もあります。

それはプラスの蓄積ができてきたので、リスク許容度が上がっており、もう少しハイリスクの運用に向かっても大丈夫じゃないかという、全く逆の方向の考え方もあると思います。これは主に運用の目的、あるいは運用期間をどう考えるかによって、どちらのスタンスになるか決まります。後者のほうのリスク許容度が上がっていることについての考慮はやられまし

たでしょうか。

【浅野会長】 いかがでしょうか。

【鈴木自家運用課長】 今回の検証においては、確かにリターンが過去の蓄積で上がっていて、リスク許容度は上がっているということは考えられるのですが、そういった場合のポートフォリオを変えるというような、変えたほうがいいというような検証というのは行っていないということです。

【浅野会長】 そのような検証はしていないということですね。リスク許容度が上がるとか下がるとかは考えずに、むしろリスクの水準を一定に保つという、そちらのほうでということですね。

【甲斐委員】 検証してないというのはわかりましたけど、そういう考え方についてどう思われますか。要するに、連合会の運用にはふさわしいのか、そうでないのか、その辺いかがですか。

【鈴木自家運用課長】 こちらのほうについては、連合会内部でも特に統一的な見解というのはないのですが、ただ、やはり公的な資金で考えてみると、いわゆる蓄積があるのでリスクをとっていくというような考えよりも、やはり安全性を重視していくということのほうが重要視されると考えております。

【甲斐委員】 例えば、4年間でプラスだったからよかったのですが、逆のケース、4年間マイナスだったと想定しましょう。そうすると、4年間のマイナスを取り戻すべく、もっと期待リターンを高めようということになりませんか。

【鈴木自家運用課長】 こちらのほうについては、おっしゃるような考え方というのは多分、企業年金連合会が、積み立て水準が低いときはリスクをとっていくというような考え方があったかと思うのですが、ここについても内部で特に議論しているわけではないので、そこについて今どういうことかということとはなかなか意見を言うような状況ではないです。

【甲斐委員】 わかりました。

【浅野会長】 まだそこまで検討していないということで、ここはご勘弁いただきたいと思います。宮井さん、どうぞ。

【宮井委員】 今の点に関係するのですが、結局、フロンティアがちょっと右下のほうにずれたということは、期待リターンが下がって、リスクも上がったとい

うことになっているわけですね。その結果、これがどういう影響になっているかという、今回のシミュレーションによる検証によれば、5年累積で下限の水準が高くなっているということですね。結果的にこれは今のポートフォリオを持てば、現行のポートフォリオよりも下方リスクが高くなるということだと思います。そういう意味では、前の想定に比べればリスク許容度というか、リスクが大きくなっているわけです。

今の甲斐先生のご質問に戻りますが、現状、少しリターンが得られており、その分蓄積があるので、この分想定されるリスクが上がっているけれども、その蓄積によってリスク上昇分が賄えるという観点で説明されたほうが良いと思います。

ここで新たにリスクをとるとか、あるいは、リスク許容度をどうするかという話は、今回の検証とは別の話だと思いますので、それは別のところで議論していただくのが良いと思います。ここのまとめ方としては、5年間で、このリターンがこれだけで、下方リスクがこのぐらいあるけど、長期の観点でみると、このぐらいは許容範囲だというような話に加えて過去の運用のパフォーマンスも踏まえると、ある程度対応できるような範囲にあるというような説明にしたほうが良いのではないかという気がしました。

**【浅野会長】** 助け船が出たというか、いかがでしょうか。ここの書きぶりとか解釈についてはいろんなご意見があろうかという感じはいたしますが。ほかの方はどうでしょうか。

**【俊野委員】** 今後5年、10年と、このポートフォリオを独自にやっていくのであれば、中長期的な観点から、過去のハウスマネー効果じゃないですけども、ある程度バッファがあるので、リスクをとってもいいということになるかもしれないんですけども、多分私の認識、理解ですと、2015年ぐらいに新しく体制が変わると思いますので、多分、投資期間は2015年9月まで1年弱というふうに考えて、これから考えるというのが正しいんじゃないかと感じております。

ですから、先ほどのアクティブ運用のファンドを一部解約してパッシブ運用を増やして、長期的には40%程度のアクティブ比率が望ましいという中で、一時的にパッシブを多めにしているというのも、その来るべき大

きなマネジャー・ストラクチャーの変更に備えているという観点が適切か  
と思います。ですから、今この段階では2015年9月までの短期的な運  
用での検討というふうに考えて、そういう意味では、ある程度安全志向と  
いいますか、安全運転といいますか、そういう運用方針で新体制への切り  
替えを待つのが適切ではないかと思います。そういう意味では、あまり過  
去の運用方針を大きく変えたとしても、すぐにまた新たな方針を決める必  
要があり、そのような特殊事情がありますので、投資期間2015年9月  
までの非常に短い期間の暫定的な対応ということで、そういうことを明記  
していただいてもいいのかなというふうに感じております。

【浅野会長】 はい。ありがとうございます。現実には今の俊野委員のご指摘のとおり、  
ここで非効率だという答えが出たとしても、あと1年ぐらい、1年足らず  
ですか、そのためにあえてここで変えるということはありませんかと思いま  
す。しかし、それをここに書くかといったら、多分それは書かないという  
ことでしょうか。となると、先ほど宮井委員からご指摘があったように、下  
振れリスクが大きくなっているが、中長期の観点からのリスクテイクとい  
うことで、あえてここでリスクを抑えたり、余裕があるからリスクをとっ  
たりというような変更をするほどではないということでしょうか。この表現  
でよろしいと思いますが、どうでしょうか。もうちょっと何か書き加えた  
ほうがいいですか。

【加藤委員】 私は基本的にはいいと思います。ただし、その下振れリスクということ  
をあえて出しているの、その理由はつけておいたほうがいいと思います。  
宮井さんがおっしゃったように、下振れリスクの可能性はあるが、では何  
で下振れリスクとここで言っているのかという疑問が出てくるので、その  
意味を明確にしておいたほうが良いと思います。

【浅野会長】 はい。下振れリスクは書いてあるのですが、中長期の観点からというよ  
うな文言がないので、それを入れるということによろしいでしょうか。

リスク許容度をどうするか、それから、余裕ができたときに少しリスク  
テイクを増やすとかということについては、次期の基本ポートフォリオの  
中で整理していくということにしたいと思います。もっとも次期の基本ポ  
ートフォリオは必ずしも当連合会だけで自由にできないので、それはどう

いう扱いになるか微妙な点がありますが、可能な限りそのあたりも検討していくということにしたいと思います。

以上で大体意見もいただいたようなので、この基本ポートフォリオの検証については、最後のところに中長期の観点からリスクを変える必要はないという文言を入れていただくということで処理したいと思います。その文言は次に答申をするときに問題になるわけですね。ですから、その時点で皆さんにはもう一度確認していただくということになるかと思いますが、よろしいでしょうか。

**【篠田運用企画課長】** はい。今いろいろご意見をいただきましたので文言につきましては、また次回の委員会の前にまた調整をさせていただきたいと存じますので、よろしく願いいたします。

**【浅野会長】** どうもありがとうございました。

それでは、次は最後の協議事項ですが、次期基本ポートフォリオ策定に向けた検討について、まず事務局より説明をお願いいたします。

**【鈴木自家運用課長】** それでは、次期基本ポートフォリオ策定等に向けた検討についてご説明いたします。お手元の資料は、地共済全体のポートフォリオにかかわる現時点の検討状況を踏まえた当面の主な検討項目と、1・2階部分の基本ポートフォリオ策定に関して、GPIFの基本ポートフォリオ、モデルポートフォリオに係る検討状況、地共済全体のポートフォリオに係る検討状況の3つを並べ、項目ごとに比較したものでございます。

当面の主な検討項目は大きく2つに分けて、連合会において裁量の余地が想定される検討項目及び地共済全体で統一的な扱いが想定される検討項目がございます。連合会において、裁量の余地が想定される検討項目として、厚生年金保険給付積立金、いわゆる1・2階部分の基本ポートフォリオの策定については、短期資産、政策ベンチマーク、移行期間における段階的管理に係る検討項目がございます。

短期資産についての検討項目としては2つございます。

1つ目は、地共済全体のポートフォリオにおいて、短期資産は、独立の資産クラスとして管理もしくは独立の資産クラスとせずに各資産の許容乖離幅で管理することについて、独立の資産クラスとして管理する方向で検

討されておりますが、連合会における短期資産の取り扱いについての検討でございます。

2つ目は、地共済全体のポートフォリオにおいて、短期資産の割合について、一定の水準を定めて管理することが検討されており、連合会としては、当該水準の範囲内において年金給付に支障が生じない必要な金額をもとに割合を設定することを検討することです。

政策ベンチマークについての検討項目としては、円貨建債券及び外貨建株式に係る検討項目がございます。

まず円貨建債券については、連合会の政策ベンチマークは、NOMURA-BPIラダー20年ですが、地共済全体のポートフォリオにおいて、政策ベンチマークとしてNOMURA-BPI総合とし、それ以外のベンチマークについては、実施機関の判断で変更可能との方向で検討されていますので、連合会においてラダー運用を継続することとあわせて、政策ベンチマークを検討することです。また、経過的長期給付積立金、いわゆる旧3階部分の円貨建債券の政策ベンチマークについても検討します。

次に、外貨建株式については、連合会の政策ベンチマークは、MSCI-KOKUSAIですが、地共済全体のポートフォリオにおいて、政策ベンチマークとして、MSCI ACWI（除く日本）とし、それ以外のベンチマークについては、実施機関の判断で変更可能との方向で検討されていますので、連合会における政策ベンチマークを検討することとでございます。

移行期間における段階的管理については、地共済全体のポートフォリオにおいて、移行中は許容乖離幅からの超過を容認することが検討されておりますが、連合会において一定の期間を想定した上で、移行ポートフォリオの作成等の段階的な管理を行う方法について検討することです。

続きまして、次期基本ポートフォリオ策定までのリバランスについてです。次期基本ポートフォリオ策定が控えている中で、現行基本ポートフォリオの許容乖離幅を超えた場合は、原則として、次期基本ポートフォリオの方向性に沿って許容乖離幅を超えることを許容し、取引コストの観点から次期基本ポートフォリオの方向性と逆方向へのリバランスは行わないといった弾力的な運用を行うことについて検討することです。

以上が連合会において裁量の余地が想定される検討項目でございます。

続きまして、地共済全体で統一的な取り扱いが想定される検討項目として、旧3階部分の基本ポートフォリオ策定における目標運用利回りがございます。地共連において、目標運用利回りの設定方法として、①として、厚生年金勘定と同じ目標運用利回りを設定。②として、制度維持に必要な運用利回りを分析し、当該目標をベースに目標運用利回りを設定。③として、②を若干上回る運用利回りを設定といった方法が検討されているところです。

ご説明は以上ですが、これらの項目について今後検討していくに当たり、ポイントとなる点や留意すべき点などございましたらご意見を頂戴したいと存じますので、よろしくお願い申し上げます。

**【浅野会長】** ありがとうございます。今の説明に対して、ご質問、ご意見をお願いいたします。主として、説明で漏れていたようなことで、こういう点も検討しないといけないよということがあったら指摘していただきたいというのが中心ですが。はい、どうぞ。

**【宮井委員】** 今の説明にもありましたが、中心値範囲という言葉が出てきたと思います。この中心値範囲というのは何かということですが、これは乖離許容幅ではないのですね。

**【鈴木自家運用課長】** こちらにつきましては、各管理主体及び実施主体の基本ポートフォリオの中心値がとり得る範囲ということでございます。

**【宮井委員】** 基本ポートフォリオがとり得る。

**【鈴木自家運用課長】** はい。

**【宮井委員】** それは各主体が考えればいいという話ですか。

**【鈴木自家運用課長】** そうです。

**【宮井委員】** 今、GPIFの場合は、債券がプラスマイナス10%と書いていますけれども、これではなくて、各主体が例えばこれは8%にするとか15%にするとかという意味ですか。

**【鈴木自家運用課長】** そういうことでなく、プラスマイナス10%の範囲内に、例えば国内債券だと35、プラマイ10でしたら、基本ポートフォリオを極論で言えば45までとれるということですか。

【宮井委員】　　そうですか。この連合会では国内債券が45%までとれるということですか。そこからの乖離はどうなるのですか。実際に運用する場合は、時価変動がありますね。45%、プラスマイナス、例えば10%とか、そういうことになるのですか。

【鈴木自家運用課長】　　まず2段階ございまして、管理主体については、乖離許容幅については特段な範囲というのは決めておりませんが、地共済全体の中で、実施主体である我々については、方向性としましては、やはりさらに乖離許容幅を大きくとると、地共済全体並びにモデルポートフォリオからの乖離が大きくなるのではないだろうかということで、さらにその実施主体が管理主体の乖離幅、要するに、中心値範囲から乖離幅が大きくなるのはあまり望んでいないという方向で、できれば管理主体の乖離許容幅の中に乖離許容幅が入るような形で運営したらよいのではないかとということが、今、検討されている状況でございます。

【浅野会長】　　何かよくわからなかったのですが、まずモデルポートフォリオがあるわけですね。そのモデルポートフォリオからどれぐらい離れて、基本ポートフォリオをつくっていいかという幅があるということでしたね。

【鈴木自家運用課長】　　はい。それが中心値の幅です。

【浅野会長】　　それが中心値の幅ということですか。

【鈴木自家運用課長】　　中心値範囲ということですか。

【浅野会長】　　地共連が地共済全体としての基本ポートフォリオをつくる時、モデルポートフォリオからある範囲内に収めるということですか。それからまたこの連合会みたいなところが違った基本ポートフォリオをつくれるのでしょうか。そのまた一定の範囲を地共連が示すわけですか。

【鈴木自家運用課長】　　はい。そういうことです。要するに、実施主体は地共済全体のポートフォリオの乖離許容幅の範囲内で、その基本ポートフォリオの中心値と乖離許容幅を決めます。

【浅野会長】　　それは乖離許容幅になるのですか。例えば地共連がこの範囲でとって、乖離許容幅として示すのですか。その乖離許容幅の中で基本ポートフォリオをつくって、そこから乖離した場合にも最初に地共連が示した乖離許容幅の中へ入っていないといけないということですか。

【鈴木自家運用課長】　　そういうことです。だから、例えば国内債券で35プラスマイナス10という話があって、中心値を45にしたら我々は……。

【浅野会長】　　もう上には行けないということですか。

【鈴木自家運用課長】　　上限は、乖離許容幅がなしで、ゼロということになります。

【浅野会長】　　下には10以上できるということですね。

【鈴木自家運用課長】　　そういうことです。

【浅野会長】　　はい、どうぞ。

【俊野委員】　　やはり一元化ですので、全体として、上から方針を決めたら、それを大きく変えるわけにいかないと思うんですね。ですから、1、2階部分についてはトップダウンでGPIFの運用方針が出ましたので、地共連グループの2階建て部分については大体こういう政策資産再配分で運用するという方針が出るじゃないですか。多分そこから大きく乖離させるとしたら、全体が困ってしまいますので、その範囲の中で、じゃ、地共連としての、多分GPIFと同じ、近くになるんじゃないかというふうに思われるんですけども、あえて乖離させるとした場合のその特殊事情ですか。

全国市町村組合連合会さんで、その中心的なものが提示されましたと、そこで乖離させるとしたら、何かこういう特殊事情があるから乖離させるという理由が必要になってくると思うんですけども、そういう特殊事情があるのかどうかですよ。もしないのであれば、多分その全体の枠組みと同じ配分を基本にするということが多分正しいと思います。ですから、検討の課題としましては、政策資産配分のところはおそらく全体の方針、チーム地共連ということで、それに対してその範囲の中で進めていくということに、多分いろいろ議論してもそういうふうになると思うんですね。でないと、全体が方針からがぶれてしまいますので。

ですから、おそらく議論する内容としては、その特殊性ですよ。例えば政策的に持たざるを得ない資産があるですとか、あと、政策再資産配分に対してプラスアルファを狙っていくという意味からいうと、オルタナティブですとか、あと、アクティブとパッシブの比率とか、何かそういう枠組みの中で、全国市町村組合連合会さんの中での特殊な事情というのをまず整理して、その上で違う政策資産配分をつくとすれば、それはどうい

う事情があるから、例えば国内債券は少し多めにするとかそういう理由が必要になってくると思います。まずはそういう特殊事情といいますか、政策資産配分を基準値から乖離させるとした場合の特殊事情の整理をさせていただいて、特にそういう特殊事情がないのであればモデルポートフォリオどおりというのが正しいやり方だと思います。

それとあとは投資できる資産の範囲といいますか、例えばオルタナとか不動産ですね。そういうものに投資するとすれば、それはどういう資産クラスの中で代替でやるとか、そういう議論になってくると思うんですよね。それが1つです。

それとあと、ある程度、裁量の余地が想定される検討項目ということで、GPIFから発表されたものは短期資産です。GPIFでは短期資産の政策資産配分をゼロにしていますから、その短期資産の部分をキャッシュフローの配慮を考えた上で5%とか決めた上で、その残りの95%は、35、25、15、25という配分に合わせていくのかどうかですね。そこら辺の検討については、短期資産をゼロにするというのが妥当かどうかというところもありますので、もちろんその部分は裁量の余地があると思うんですけど、その残りの部分についてはそれほど大きな裁量の余地はないような印象を受けております。

**【浅野会長】** どうですかね。モデルポートフォリオだとか、地共連の示す地共済全体の基本ポートフォリオとかに対して、こちらがどれだけ特殊性を出せるのか。あるいは同じ作業を一からやるのか、それとも地共連の示した基本ポートフォリオからの乖離をコントロールするようなやり方をするのか。そこら辺がポイントではないかと思うのですが、どうでしょう。これについて何かほかの方。はい、どうぞ。

**【宮井委員】** 通常、基本ポートフォリオをつくるときに我々が今までどういうふうにしてきたかという、株式なり、投資対象資産の期待リターンやリスクを推計して、それでフロンティアを描きます。そこに今、俊野委員からお話がありましたような連合会の要件というのが、制約条件として入れて、それで基本ポートフォリオを求めるとのことだと思うのですが、今回はど

うするかですね。

期待リターンとリスクはどうするのですか。我々が独自でまた推計するのか、あるいはG P I Fが使っていたのをそのまま使うというのは考えられないこともないと思います。また、その場合は先ほどの連合会の固有の要件が違うというところでフロンティアを描いたときに制約条件があれば、フロンティアが短くなったり、一番左側のフロンティアから少し内側にずれるかもしれません。そういう制約条件で、フロンティアを引き直してそこから選ぶのかですね。そのような問題もあるのかなという気がしました。

【浅野会長】 可能性としては、特殊な条件があると、例えばキャッシュを持たないといけないとか、貸付金があるとかというようなところは違うわけだから、その部分が変わってきて、ほかのところにも影響を受けるという可能性はありますね。それからもう1つは、期待リターンとリスクの見方が違うというのもあり得るのではないかと思いますけどね。甘過ぎるからもうちょっとシビアに見ておいたほうがいいのではないかなというように。ただ、それで、一から全部計算するのか、それとも、そういう要素があるからこれだけ乖離させて、そのトラッキングエラーと期待リターンのプラスアルファをコントロールするというようなやり方をするのか。一からやってというのは多分ないのではないかなというふうに思いますね。

【俊野委員】 すみません。私の理解だと、その議論はもう上のほうで、トップダウンのほうでできているので、会社方針に従ってやれという扱いなのかなと思っているんですね。

【浅野会長】 それはないと思いますよ。

【俊野委員】 それはないですか。

【浅野会長】 基本指針の検討会のときには、そのところはそれぞれの見方を入れてもいいという感じにはなっていました。

【俊野委員】 そうなんですね。

【浅野会長】 でも、あれはほとんど反故にされているようですので、どうなるかわかりませんが。というのは、例えばその基本指針の検討会のときにはモデルポートフォリオをまずつくって、その後で各運用主体が基本ポートフォ

リオをつくるということになっていたのですが、実際に4省庁が集まってモデルポートフォリオをつくるというような作業は行われていません。先にGPIFの基本ポートフォリオができてしまって、現実にはそれがベースになってしまいそうですが、それは基本指針で考えていたシナリオとは違いますよね。

【俊野委員】 もちろん2階部分と旧3階部分は、多分状況が違って、旧3階部分はキャッシュのインフローがないので。

【浅野会長】 モデルポートフォリオは旧3階部分には関与していません。

【俊野委員】 関与してないということですね。

【浅野会長】 他省庁はね。旧3階部分についていうと、地共連固有というか、地共済グループ固有の問題です。ただし、今回は国共済と地共済が一緒になって検討するということになるのではないかと思います。

【俊野委員】 そうですね。浅野会長のコメントの中で、やはり重要な部分というのは、独自に最適化をやって、そういう作業をするのかどうかなんですよね。多分私のイメージでは、それはもう決まっているのでやらないという方向性と思っていたものですから。

【浅野会長】 それだったら、そのまま与えられたものをただ実施するだけということになりますね。

【俊野委員】 はい。ですから、特殊事情があれば多少、安全資産を増やしてとかそれはあると思うんですけども、もとの基本ポートフォリオのところは、そのプロセスを経た上でもう決まってきたので、そこを変えると、一元化なので、全体のポートフォリオがゆがんでしまう要因になります。ですから、そこは資産としての特殊性といいますか、そういう形でないと、私の認識では、見方が違うからというのは多分やっちゃだめだと思うんですね。

【浅野会長】 逆に見方を1つにしたら、みんな間違えるというリスクがありません。

【俊野委員】 もちろんあります。

【浅野会長】 そのところはいろんな見方があり得ると。

【俊野委員】 はい。そうですね。

【浅野会長】 それから、ここで政策ベンチマークをどれにするかも出ていますが、そ

れについてはそれぞれ違う政策ベンチマークになることもあり得るというのが基本指針での議論でした。

【俊野委員】 そうなんです。わかりました。

【浅野会長】 この政策ベンチマークを何にするかということと、それぞれのアセットの期待リターン、リスクをどう置くかということは、それぞれの運用主体に裁量が与えられていると理解しています。それはおのずと限度がありますけどね。結局、この違いがあるから、全くモデルポートフォリオどおりではなくて、そこから少し離れる可能性があるということだと思います。

【加藤委員】 私も俊野さんが指摘したことを想定していました。その自由度がどのぐらいあるのかと思っていました。今の浅野会長の話だと、それなりにあるという理解ですね。つまり、スウェーデンのAP1からAP4のような状況でしょうか。

【浅野会長】 まあ、そこまではないかもわからないですけど。

【加藤委員】 そこまでは行っていないとしても、その中間ぐらいのところまででしょうか。

【浅野会長】 それは当然、運用主体がどう考えるかによって、例えば期待リターンの置き方によって変わってくるということです。GPIFの議論あるいはその前の有識者会議の議論からすると、もっと相場観を入れるということですから、変わるわけですね。振れるわけですね。

【加藤委員】 もっとドラスティックな可能性ありますね。CIOも外部から採用しています。

【浅野会長】 そうですね。それだったら当然期待リターンの置き方が変わってきても当然だということになると思うのですが、そこら辺は実際モデルポートフォリオの議論でどうなるか。あるいは地共連でどういうふうに解釈するかということによって変わってくるかとは思いますが。

【加藤委員】 きょうのこれまでの話だとベンチマークをどうするか等ポートフォリオの中身の話だったと思いますが、今後はどちらかというと、モデルポートフォリオの話よりは、中身をどうするのかという議論を中心にするということですか。

【浅野会長】 モデルポートフォリオが与えられたら、やはりモデルポートフォリオを

意識してそこから乖離するリスクを現実には考えざるを得ないと思います。例えば、株はモデルポートフォリオで想定されているよりリスクが大きいからちょっと抑えたほうがいいよというような組み方になるのではないかと思います。

【俊野委員】 そういう意味では、いろんな団体がありますから、そのそれぞれの相場観が入ってくると、一元化でなくなってしまうので、それは許されないと思います。

【浅野会長】 だけど、全部一緒にする必要はないわけですよ。

【俊野委員】 もちろんそうです。

【浅野会長】 ですから、結局、乖離許容幅というか、中心線の範囲があるわけです。その範囲の中でということでしょう。

【俊野委員】 そうですね。あります。ですから、その基本ポートフォリオを独自の相場観で変えていいというふうになら方針が出てくるのか、それによると思うんですね。GPIFのほうもTAAという言葉を使ってやっているようですので、そのTAAというのが誰の判断で動かすのかという部分ですよ。そこがどうなのか。

【浅野会長】 そうそう。基本ポートフォリオに関して言うと、TAAとは別にモデルポートフォリオと少し違っていいということですね。でも、違っていいというときには当然違うことによるリスクをこちらが持つわけですから。

【俊野委員】 はい。リスクとその理由ですね。違う場合の理由ですね。

【浅野会長】 そう。そのリスクのコントロールと、当然そうするという理由が必要になってくるということです。

【俊野委員】 そうだと思います。

【浅野会長】 その理由になり得るものとしては、制約条件が違うことと見方が違うということ。

【俊野委員】 そうですよ。

【浅野会長】 ですから、政府の見方は甘いよ、もうちょっと慎重に考えたほうがいいよというようなことはあり得ると思います。運用主体ですから。

【俊野委員】 極端な話、国の株の見通しは甘いので、国内株25%というのは上げ過ぎだと。したがって、極端な話なんですけども、国内債券63%という今

のままの配分でいくということは許されるのかどうかという議論です。

【浅野会長】 そうなのですが、ただ、変える要因としてリスク許容度が全然間違っているからそんなにできないよというのは多分無理だと思います。

【俊野委員】 そうですね。

【浅野会長】 というのは、リスク許容度は……。

【俊野委員】 全体ですから。

【浅野会長】 全体で与えられているわけだから。そうすると、株のリスクはもっと大きいから、もうちょっと抑えたほうがいいよという程度のものでしょうか。リスク許容度を変えるのではなく、株のリスクが、政府やG P I Fが見ているよりも大きいからとか。

【俊野委員】 そうですね。だから、その期待リターンないし、リスクないし、そういうものの前提を変えて。ですから、独自の判断をしていいのかどうかという話なので、それがいいのかどうかなんですよ。上からおりてくるまでが。

【浅野会長】 そのこのところは、要するに、モデルポートフォリオから一定の範囲内で基本ポートフォリオを決めていいということになっているわけですから。では、なぜ変えるかといったら、制約条件が違うということと、マーケットに対する見方が違うということと、2つだということですね。

【俊野委員】 はい。そうですね。

【浅野会長】 そのときにやり方としてどうするか。今までみたいに一からずっと積み上げて、効率的フロンティアを出してやるのか。それとも乖離リスクという形でやるのか。そういう選択の余地はあると思います。最終的に結果が比較されるということになると、乖離リスクで見たほうがいいのかというふうには個人的には思いますが。

【俊野委員】 ですから、そういう意味でモデルポートフォリオが失敗すると仮定すると、国がどういう考え方でその方針を出してきたのかということに乗った上で、ここが違うとか、そういう論拠がないと多分だめだと思うんですよ。

【浅野会長】 そこを突っつき出すと一からやり直しになってしまいますが。政府と根元から違うものが出ましたよというところまでやるかどうかですね。

【俊野委員】 そうですね。

【浅野会長】 そうせずに、与えられたものは認めましょう。ただ、この見方は少し違うから、それを入れて乖離のリスクを考えて、少しアルファを出すように、こういう基本ポートフォリオにしますというようなやり方は可能ではないかなど。

【俊野委員】 そういう形で、オフィシャルにすることが理屈づけられる、理論立てられるかどうかなんですけどね。

【浅野会長】 そうそう。そこのところはしっかりとする。

【俊野委員】 はい。そうですね。

【平沢財務部長】 会長、一つよろしいでしょうか。ただいまご議論いただいたお話の方向性と、我々おおむね認識は一緒でございます。地共済グループ全体としてどうしていくのかというのは、委員の先生方の中からもメンバーになっていただいている地共連のほうの有識者会議で、また今月あると聞いておりますけれども、そちらのほうで地共済グループ全体をどうしていくのかということは審議されていくと認識しています。その際にG P I Fの基本ポートフォリオを大きなベースとしながらも、4主体のモデルポートフォリオをどうしていくのかというのが議論をされていると。その際に地共済全体のポートフォリオを少しにらみながら、そうであればモデルポートフォリオはこうであろうというような議論が展開されていくんじゃないかと思えます。

全体の方針という意味では、共通財源の一元性という大きな建前がございますので、その中で一つのルールというか、定性的なものは示されるのであろうというふうに思っております。数値的なものもまたその中で大きな制約になっていくと思うんですが、それに対して、各管理主体あるいは各実施機関がどういうふうに動けるのかという視点は、会長がまさにおっしゃられたように独自性、独自資産であったり短期資産、今回、資料で書かせていただいたのはそういったところで当面我々思いつくものを書かせていただいたんですけれども、内部的といいますか、瑣末な面はございませんけれども、そういった面で実施機関としてのポートフォリオをいじれるといいますか、そういった要素であろうというふうに思っています。

それから、会長がもう一個おっしゃられました見方ですね。見方についてもどこまでできるかとか、あるいはこういう見方のほうが合理性があるのではないかということが今後見出せたならば、そういったことは地共済全体の基本ポートフォリオの議論の中でも反映されていくと思っておりますけれども、その際は、繰り返しになりますけれども、共通財源の一体性との整合なり、バランスというのをどういうふうにとっていくのかというところが大きな視点になるのかなと思っております。

ですので、繰り返しになりますけれども、上からといいますか、川上のほうからの大きな制約というのは認識しつつも、その中でマイナーチェンジとか、あるいは根本のところがどうかというのを我々は見えていく部分かなというふうに思っております。

すみません。以上でございます。

**【浅野会長】** よろしいでしょうか。何か追加でコメント等がございましたらお願いします。はい、どうぞ。

**【宮井委員】** 私も先ほど会長からお話があったように、GPIFの基本ポートフォリオから乖離するリスク、つまり、ここからどのぐらい全国市町村連合会が乖離できるかという考え方でいくのではないかという気がします。そのとき、先ほど甲斐委員から話がありましたように、リスク許容度、運用がうまくいったときにある程度リスク許容度が上がるのではないかという話がありました。私はそういう考え方はあると思います。つまり、ほかの事業主体と比べて、ここの連合会の資産が積み上がって、その分余裕があれば、それはこの基本ポートフォリオからの乖離がある程度許されても良いのではないかという気がします。一方、もうかつかつの運用しかできないところは、GPIFの基本ポートフォリオと一緒に行くしかないとか、そういう感じもしますが、これはほんとうにコメントです。

**【浅野会長】** 乖離のリスク・リターンでポートフォリオ・インシュアランスをやるとい、そういうイメージになってくるわけですが、その前にそこまであえてやるか、もうべったりでいいよと諦めてしまうということもありえます。それから、やはり今までどおり全部積み上げて、効率的フロンティアを出してやりたいという、そういうこともあり得ないわけではありません。

はい、どうぞ。

**【徳島委員】** おおむね浅野会長のおっしゃられるとおりで、独自資産とか、個別の団体での制約とかは、当然考慮する必要があるわけですが、先行きの相場の見方が違うからポートフォリオを変えるとといった場合には、まさにこれにご指摘のとおり、説明責任がこちら側に来てしまいます。それに基づいて中期的なシミュレーションをやって、期待リターンが必要な水準を確保できることをちゃんと説明できれば、許されるのかなと思います。そこで、今、宮井先生からご指摘のあったリスク許容度ですが、1・2階に関しては、基本的には地共済グループ全体や国共済を含めて融通し合うことになっていますので、連合会の独自性は旧3階では使える考え方かもしれませんが、1・2階において独自の許容度というのは存在しないと考えます。いかがでしょう。

**【浅野会長】** 私が言ったのは、乖離の許容度がそれまでの成績によって変わってくるということです。基本ポートフォリオのリスク許容度を変えるのではなくて、乖離するときどの程度乖離するか、そのリスクを大きくするか小さくするかという、そういう意味です。

**【甲斐委員】** この一元化も含め、だんだん運用の組織が大きくなってくると、世の中の平均的なものの考え方が結局最終的な意思決定になってしまう。元来、市場の見方にはほんとうにいろいろあるわけで、10%の人がいて、20%の人がいると、じゃ、15%にしましょうかというようなことをやるのは、多分運用の業務にはふさわしくない。やっぱり個々の見方を生かしていくところが大事なんじゃないかと思います。乖離のリスクというのは当然存在するし、なぜ乖離したかを突き詰めると基本的な市場に対する見方のところの違いが大きい。だから、あんまりそこを一元化だということでも何もかも平均的なものの見方にするというのは、やっぱり運用としては避けたい。ちょっと抽象的ですがすみませんが、そう思います。

**【浅野会長】** そうですね。私も同感ですが、当連合会がどこまで踏み込むかにかかっています。あまり踏み込みたくないということも考えられないではない、そんな感じがします。

これはまた実際にモデルポートフォリオとか地共済の基本ポートフォリ

オとかが示されて、またその幅が与えられてから具体的にまた議論しないといけないと思いますが、その前に1つだけ決めておきたいというか、協議事項として結論を出しておきたいことがあります。それは、次期基本ポートフォリオ策定までのリバランスについてです。具体的には、基本ポートフォリオからの乖離許容幅がありますが、この限度を超えた場合に即リバランスするかどうか。次期の基本ポートフォリオの方向性がある程度わかっているわけですから、そちらの方向へ乖離した場合には、あえてリバランスをしないほうがいいのではないかということです。具体的な数字で言うと、貸付金が基本ポートフォリオは6%で、乖離幅はプラスマイナス3%となっているのに対して、現状は2.5%で、マイナスのほうに乖離しています。ただし、何回か前のこの委員会で、貸付金は国内債券との合計で見ると決めておりますので、両者を合わせて基本ポートフォリオ69%にプラスマイナス9%ということになります。現状は60.7プラス2.5、つまり63.2%ですから許容範囲内となっています。株がこれからさらに5割上がったたりすることは多分ないと思いますが、もしそんなことになるとこれが許容幅に引っかかってくるかもしれません。もし引っかかってくると、債券を買い増すことになるのですが、それはGPIFの基本ポートフォリオから見ると逆行することになるので、そういうようなことが起きたとしても次期基本ポートフォリオ策定まではリバランスはしないほうがいいのではないか。具体的に言うと、そういうことになろうかと思いますが。

**【俊野委員】** そのような整理でいいかと思います。ちょっと1点だけ。前半のところでもかなり精緻にいろいろと議論し合って、期待リターンとの設計方法ということで、ここでは詳細な議論を積み重ねられていたわけですが、今後の精力の使い方ということで、もし基本ポートフォリオ部分についてはもう上からのモデルポートフォリオに従うということであれば、その部分については労力を割く合理性ではなくなりますから、そうすると、マネジャー・ストラクチャーとかその部分に焦点を当てて議論していくということになりますので、今後独自の予想とかそういうものを継続していくのかどうかというのは非常に大きな要素だと思うんですね。ですから、

そこら辺は多分今後の1年、半年の間に、もちろん地共済グループからの統一的な考え方を踏まえた上で、力の割き方が相当変わってくる可能性が高いので、そこら辺が一つのポイントになるのかなというふうには感じました。

**【浅野会長】**　そうですね。その点について言うと、モデルポートフォリオとその範囲が示されて、地共連が地共済グループ全体の基本ポートフォリオをどうするか決めてからになるかと思いますが。示されたものにある程度納得するかどうかによると思います。それで納得するなら、そのまま基本ポートフォリオはいじらないで、後のことだけやりましょうという選択肢もあると思います。でも、やはりあまり気に入らないから少し変えてみましょうというのも、当然あり得るわけです。そのあたりは我々を含めるのかわかりませんが、当連合会の幹部の皆さんがどうお考えになるかによると思います。

**【俊野委員】**　そこをあえて変えるためには、立証責任をこちら側で負うことになりま  
すので、相当覚悟を持ってその方針を出さないといけないと思うんですね。

**【浅野会長】**　そうです。

宮井さん、どうぞ。

**【宮井委員】**　そのとき、さっきのご説明のところに年金収支がマイナスの3,262億  
円という数値が出ておりましたが、今後どのぐらいそれが発生して、それ  
を考慮する必要があるのかどうかというのを確認したいと思います。GP  
I Fは厚生年金保険全体のキャッシュフローに基づいてモデルポートフォ  
リオをつくっているわけですね。我々の固有の要件として、今の年金収支  
の問題があるわけですが、これを使うのか、使わなくていいのかという点  
について確認したいと思います。

**【浅野会長】**　それはどうですかね。その収支というか、キャッシュフローの管理はし  
ないといけないわけだから、これはやらないといけないということでは  
う。ただ……。

**【俊野委員】**　それはちょっと気になっていたんですけども、もっと財政的に厳しいと  
ころがあります。全国市町村さんの場合では、3,000億円のキャッシュ  
アウトフローであれば、それを賄うために必要なリターンは大体3%ぐら

いじゃないですか。6%ぐらい稼がないと、資産が減ってしまう団体もあるんですね。

【浅野会長】 それは減っても構わないのです。減ったらほかのところが払ってくれるわけですから。

【俊野委員】 ですよね。だから、そういう仕組みになっているので、キャッシュアウトフローは全体として考えるので、それは各団体は考えないというのが多分正しいと思うんですね。

【浅野会長】 ただ、実際に給付の支払いをするのは各団体ですから。

【俊野委員】 そうです。事務はそうなんですけど。

【浅野会長】 そういう事務的な必要上、キャッシュは幾らか持たないといけない。

【俊野委員】 それは必要だと思うんですけども、キャッシュアウトフローが多いので、債券を多く持つというのは、それはやめてくれと。

【浅野会長】 それは必要ないです。

【俊野委員】 そういうことですね。

【浅野会長】 それは調整してもらおうということです。

【俊野委員】 そういうご質問だと思ったので。

【宮井委員】 そうですね。

【俊野委員】 はい。だから、それは全体として考えるのでということです。

【浅野会長】 ただ、キャッシュフローの用意をしておかないといけないということです。

【俊野委員】 それは必要です。

【宮井委員】 そういうことですね。両方です。

【俊野委員】 両方ですね。はい。

【浅野会長】 徳島さん、どうぞ。

【徳島委員】 結果には関係ありませんが、私は、逆方向へのリバランスを行わないということに限らず、当面リバランスは行わないことで良いのではないかと考えます。基本ポートフォリオの見直しが必ずしも確定できていない中で、順方向へのリバランスが必要な事態が起きるとは思っていませんが、今ここで従来の基本ポートフォリオでの配分比率に拘ってリバランスを行う必要はないのではと考えます。

それから、2点目ですが、このリバランスの観点で、当連合会におかれましては、来年の10月に指定共済組合の資産を統合されますので、実際はそれらの影響も含めて考えないと意味がないと思います。以前にも見せていただいた記憶があり、統合しても資産ウエートから見て大きなインパクトはなかったかなと記憶しておりますが、そろそろ1年を切ったタイミングですので、統合の影響を確認しながら進めていかれるのがよろしいのではと考えております。

以上です。

**【浅野会長】** はい。このリバランスについては、今、徳島さんからご意見をいただいたように、特に逆方向にということにこだわらずにリバランスは行わないということでもよろしいでしょうか。指定都市の合併の分については、来年10月に新しい基本ポートフォリオをつくる時に当然、それを含めて考えるということ。

それでは、リバランスについては答申に盛り込むことになるのですが、答申が出る前からも、皆さんからリバランスしないということで合意をいただきましたので、その線で実行していただくということにしたいと思います。よろしいでしょうか。

**【宮井委員】** 確認ですけれども、例えばリーマンショックみたいなことが急に来月起こった場合、例えば今、米国の原油価格がさらに下がって、世界混乱が起るとかその確率は非常に低いと思いますが、そういった場合もリバランスは行わないということですか。あるいは、そのときは別途また協議して決めるということですか。

**【浅野会長】** そうでしょうね。またそういう緊急事態が起こった場合には別途協議というか、まずこの内部の運用委員会みたいなのがあるので、そこで検討していただいて、どうしてもそこでまとまらなかったら緊急にこの委員会を開いていただくとか何かするということになるのでしょうか。ということでもよろしいでしょうか。

それでは、この次期基本ポートフォリオ策定に向けた検討について、今までいただいたご意見等を踏まえて今後、地共連の基本ポートフォリオがどうなるかにも依存しますが、こちらのほうでどんな対応をしていくの

か、引き続き検討をお願いしたいと思います。

それでは、以上で、きょう予定しておりました議題が終わりましたので、以後の進行については事務局のほうにお願いします。

**【青山事務局長】** 委員の皆様方には大変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。今後の資金運用委員会でございますが、地共済グループの検討委員会などの動向も踏まえまして、1月ないし2月に1回、さらに3月にもう1回開催する方向で日程の調整を行いたいと考えておりますので、どうぞよろしくお願いたします。

以上をもちまして第26回資金運用委員会を閉会いたします。どうもありがとうございました。

— 了 —