

第27回資金運用委員会

平成27年3月20日（金）

【青山事務局長】 皆様、おはようございます。定刻となりましたので、ただいまから第27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。

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】 運用企画課長の篠田でございます。それでは、私からは平成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申し上げます。

まず、国内債券の12月末のベンチマークは、9月末と比べまして若干の上昇となっております。金利の動向ですが、10年国債利回りにつきましては、10月に株安などにより低下した後、11月に一時上昇する局面があったものの、GDPの予想外のマイナス成長や10月末の日銀の追加金融緩和を受けた国債買入れ増額により低下基調となり、12月に入りますと原油価格下落等の影響で世界的にリスク回避姿勢が強まり、過去最低の利回りになるなど9月末比で低下をいた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、12月末のベンチマークは9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りました。詳細につきましては、それぞれ記載をさせていただいておりますので、後ほどご高覧をいただきたくお願いいたします。

次に平成26年度の資産構成割合の四半期ごとの推移でございます。26年12月末の時価総額は、10兆2,093億円となっております。26年3月末の10兆74億円からは2,019億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5,149億円となったこと、一方で運用収益がプラス7,167億円となったことによるものでございます。

12月末の資産構成割合は、貸付金については2.4%と許容乖離幅の下

限であります3%を下回っております。これは組合への新規貸付が減少し、貸付金の残高が減少していることが要因となっているところでございますが、それ以外の資産におきましては、基本ポートフォリオの許容乖離幅の範囲内に入っているところでございます。

次に26年度の修正総合利回りでございますが、通期では、全ての資産でプラスの利回りを確保し、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の7.30%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。各資産の平成26年度通期の超過収益率では、国内株式、外国株式はベンチマークを上回っておりますが、国内債券、外国債券がベンチマークを下回る実績となっております。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でございますが、こちらの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が主因となっております。特に第3四半期においては、市場での金利低下幅の大きい残存10年を超えるような債券の保有が少ないことがマイナスに影響してございます。

国内株式ではパッシブファンドがベンチマークを0.51%下回っておりますが、主な要因は6月に実績不振なアクティブファンドから現物移管を行った際、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は銘柄選択が総じて良好でベンチマークをアウトパフォームしているところでございます。外国債券につきましては、アクティブファンドで国別配分やイールドカーブ戦略が冴えず、アンダーパフォームとなっておりますが、パッシブを含めた外国債券全体では、ほぼベンチマークに近い実績となっております。

外国株式につきましては、アクティブファンドが第3四半期に持ち直し、通期でベンチマークを0.70%上回っております。各社とも国別配分や業種配分を大きく変更したわけではございませんが、エネルギー関連の銘柄の保有が少なかったことなどがプラスに影響しております。委託運用全体といたしまして、アクティブファンドでの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源泉税の影響によるもので、特に運用面で問題が発生しているわけではございません。

また、前回の委員会でもご説明をいたしました。国内株式において実績不振の委託機関を解約し、パッシブファンドに移管した結果、アクティブ比率が運営の目標値40%に対しまして、12月末では約20%と下回った状態となっておりますが、委託機関の新規募集につきましては基本ポートフォリオの変更や一元化に伴う資産の仕分けなどを踏まえて、今後実施することとしたいと考えてございます。

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。収益率の合計は、連合会ポートフォリオはプラスの7.30%、ベンチマークの収益率はプラスの7.67%、超過収益率はマイナスの0.37%となっております。その主な要因は、資産構成割合が最大の国内債券の超過収益率がマイナス1.44%となったこと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申し上げます。

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、12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ともに上昇いたしました。基本ポートフォリオ全体のヒストリカル・ボラティリティにつきましては、3月末に比べまして短期は上昇、中期は低下しております。

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示しております。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%タイルを示しておりますが、足元においては日経平均株価のボラティリティ、VIXともに上下5%の中の水準にございます。

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ボラティリティでございますが、足元は基本ポートフォリオの策定時の想定リスクと同程度の水準にございます。中期のボラティリティは、足元は基本ポートフォリオ策定時の想定リスクをやや下回る水準にございます。

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前提値から乖離した状態となっております。

相関係数の推移につきまして、円貨建株式と外貨建債券、また、円貨建株式と外貨建株式の過去5年の相関係数が足元前提値から上方へ乖離した状況となっておりますが、これらの乖離は2008年以降に見られます。金融危機以降のこの時期は欧州危機などのマクロ的な不確実性の高まりからリスクオン、オフと言われる投資家のリスク資産を一まとめに売買する行動が見られておりました。この時期には株式の下落局面では安全資産と捉えられていた円が高くなり、また、逆に株式の上昇局面では円安となる傾向が見られたことが、これらの高い順相関の背景にあると考えております。

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のトラッキングエラーは、主に円貨建株式と外貨建株式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、平成26年3月末に比べ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いてご説明申し上げます。12月末の長期給付積立金全体のトータルリスクは、5.03%でございます。管理上の目安である3.1%から5.4%の範囲内でございます。なお、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ご報告させていただくこととしております。

前回の当委員会におきましてご意見をいただきましたとおり、ポートフォリオのリバランスに関しましては、次期基本ポートフォリオの策定が控えている中、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する方針といたしております。今後この方針のもと、株式資産等の構成比が上昇し、全体のトータルリスクが管理上の目安

の上限としております5.4%を超えることも想定されますが、この場合の対応についてはポートフォリオのトータルリスクを抑えるなどの対応は行わない方針とすることを考えております。リスク指標の管理基準につきましては、次期基本ポートフォリオが決まりましたら、改めてご議論をいただきたいと考えております。

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は円貨建株式、外貨建株式の資産配分リスクの上昇を主因に平成26年3月末に比べ上昇している状況でございます。

リスクの状況については以上でございます。

【篠田運用企画課長】 続きまして指定都市共済組合の資産の状況でございます。前回の委員会におきまして、徳島委員から指定都市共済組合の資産を合わせて、その影響を確認しながら検討を進めていくようにとのご指摘がございました。今回、指定都市共済組合10組合に対しまして、26年9月末の資産状況について調査を行い、その結果について取りまとめをしたものでございます。

まず、長期給付積立金の時価合計につきましては、約1兆2,600億円となっております。前回、当委員会に提出をさせていただきました際、平成25年3月末時点での時価総額は1兆3,200億円となっておりますので、その間、約600億円ほどの減少ということになってございます。

次に、当連合会と指定都市共済組合の資産を合計した時価総額の資産構成割合の平成26年9月末合計ですが、貸付金につきましては、貸付金の減少により許容乖離幅を下回っているものの、その他の資産は許容乖離幅の範囲内におさまっているところを確認してございます。

資産の具体的な承継方法につきましては、指定都市共済組合の保有する資産の詳細な状況調査を行っているところでございまして、被用者年金一元化後の資産構成割合の状況などを見ながら決定することとしているところでございます。いずれにいたしましても、資産の承継に遺漏がないよう準備を進めてまいり所存でございます。

以上でございます。

【浅野会長】 ありがとうございます。

それでは、ただいまの説明につきまし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。いかがでしょうか。どうぞ。

【宮井委員】 先ほど、国内株式のアクティブ運用を解約してパッシブ運用にかえたというご説明があったと思いますが、これは通常の見直しを、そのとおりにやりましたということよろしいのですか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 運用管理課長、西部でございます。連合会では委託運用のファンドにつきましては、毎年、年度末を基準日として定期的にパフォーマンスの評価をするということにしております、過去3年と5年でアルファがちゃんと出ているのかということを検証してございます。昨年度につきましては、残念ながら実績不振の会社が多うございまして、約2,000億円程度解約するということにいたしまして、ただ、株式のエクスポージャーは維持したいということでパッシブファンドに移管したということで、これは定期的な評価です。

あと、随時定性評価として例えば組織体制が大きく変わったとか、著しい不祥事があったといったようなことで解約するケースもあるのですけれども、この1年については、そういう事例で解約したことはございません。

【浅野会長】 よろしいですか。どうぞ。

【甲斐委員】 1点お聞きします。指定都市職員共済が保有する債券の内容について、事業債のウェイトがそこそこ高いのですが、この事業債の中身といいますか、どんな基準で事業債を選別しているのか。もしおわかりになったら教えていただけますか。

【浅野会長】 お願いします。

【篠田運用企画課長】 そこまで詳細には調べてございませんが、電力債ではないかと理解しております。

【浅野会長】 よろしいでしょうか。

【甲斐委員】 はい。

【浅野会長】 どうぞ。

【加藤委員】 先ほど、国内株式のアクティブからパッシブへの移管に伴って若干マイナスがあったという話があったと思いますが、これについては移管の手順、

オペレーションで何らかのそごがあったのか、詳細について教えていただけますか。

【浅野会長】 座ったままで結構です。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 事務上何かそごがあったとか、エラーがあったということではございませんで、大量の現物を一気に移管しているものですから、結果で申し上げますと、アクティブからパッシブに移管していますので、大体半分ぐらいの銘柄を売ってパッシブに合わせるようなリバランスを行いました。ですから、その結果、売買の入れかえをするときに若干キャッシュが出て、キャッシュ効果が出ているとか、売買のコストが発生したということがあって、それがマイナス要因の大部分ということでございますので、事務上何かエラーが出たとかということではございません。

【加藤委員】 そのときのオペレーションは連合会が管轄してやったということでしょうか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 委託運用でございますので、現物移管するぞという銘柄を事前に受ける側の運用機関に通知をして、いついつ移管をするので速やかにパッシブのポートフォリオにリバランスをしてほしいという指示を出して、実際のオペレーションは委託運用機関の中でやってございます。

【加藤委員】 わかりました。例えば信託銀行に管理させてやったということではなく連合会がやったということですね。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 そうですね。日程であるとか、情報の伝達は連合会のほうで行ってございます。

【加藤委員】 わかりました。今回はそれでいいと思いますが、ある程度サイズが大きいつきは信託銀行などに全体をうまく調整してもらうことは、1つの検討として考えたらいいのではないかと思います。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 一元化に向けては、そういったことも検討の中に入れさせていただきたいと思います。

【浅野会長】 ほかに。どうぞ。

【徳島委員】 2点ほど申し上げたいと思います。まず、指定都市共済組合の資産状況につきまして、きっちりご調査いただきまして、拝見して少し安心できた

かなという感じでございます。特に指定都市共済の資産は、国内債券の比率が連合会よりやや高めに見えます。ところが、この償還年限の分布を見ますと2015年に集中しているということで、放っておいたら自然に償還していくので債券比率が下がっていくこととなります。そういう意味では2015年10月というタイミングでの統合を考えれば、各指定都市共済組合におかれては、適切なポートフォリオをつくっていただいているのかと思います。連合会の基本ポートフォリオに対しては、外債が少なかったりとかいろいろありますけれども、すぐに大きな問題にはならないのではないかと考えています。

2点目でございますけれども、先ほどご説明の中で国内株、アクティブ比率が20%程度、実際表示、19.5%とかという数字が出ていますが、これから被用者年金の一元化においてファンドを分けるという話があるという前提を考えますと、今、新規にアクティブファンドを採用するというのは、やはりご説明があったとおり少し難しいかなと考えます。逆に、1、2階と旧3階でファンドを分けることを考えると、当面はパッシブ比率が上がることは容認せざるを得ないと思いますし、これは事務局のご判断の通りで私もよろしいのではないかと考えております。

以上です。

【浅野会長】 ありがとうございます。

ほかにご意見、ご質問、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。次は協議事項の基本ポートフォリオの検証です。事務局より説明をお願いいたします。

【事務局（佐藤）】 まず、前回の委員会でご報告申し上げました基本ポートフォリオの検証の最後の結論部分につきまして、前回の当委員会でいただきましたご意見をもとに一部修正をいたしております。結論の最後のまとめの部分につきまして、修正後におきましては資料のとおり、基本ポートフォリオの下振れリスクは現行基本ポートフォリオ策定時と比較するとやや高まっていると考えられるが、過去4年間で目標利回りを上回る運用利回りを獲得しており、中長期的な観点からリスク水準を変更する必要はないと考えられることから、現時点において現行基本ポートフォリオを見直す必要はな

いと考えられる、としております。

続きまして、前回の当委員会におきまして、円貨建株式の期待リターンの推定プロセスにおける配当利回りにつきまして、配当性向とP E Rとの整合性についてご意見を頂きましたが、確認といたしまして、配当性向の前提とP E R水準より配当利回りを推計した場合の検証を行ったものでございます。配当性向の前提は過去20年の中央値で一定、P E R変化率はゼロとしておりますので、配当利回りは2.3%で一定との推定としております。

また、参考といたしまして、配当利回りが運用想定期間開始期の水準が一定で推移するケースも確認することといたしましたので、掲載をさせていただいております。これら2つのケースにつきまして期待リターンを推定し直しまして、そこから最適資産配分を求めた結果は、いずれのケースにつきましても前回委員会にてご報告いたしました結果と大きな差が見られないという結果となっております。

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意見、ご質問をいただきたいと思いますが、これは前回、甲斐委員から配当性向と配当利回りの間で整合性がとれていないのではないかというご指摘がありましたのに対してお答えいただいたものです。

いかがでございましょうか。配当性向を実績の0.37でずっと一定としていくと、配当利回りは2.3%ということになる。それで計算した結果、前回の数字よりも国内株式のリターンが少し高くなって、それを使って最適化を、リサンプルでやると国内の株式が少し上がって、その分、外貨建株式が少し下がるということで、むしろ、前回の結果よりも基本ポートフォリオに近くなるという、こういう感じだということではよろしいでしょうか。いかがでしょうか。数字がたくさん並んでいて、即座には判定しがたいかもわかりませんが。

【加藤委員】 これで何か変わることはあるのですか。

【浅野会長】 それはないです。

【加藤委員】 検証したというだけですか。

【浅野会長】 ええ。検証したということです。前回、配当性向とBPSの伸び、配当利回り、この間、整合性がとれていないとか、一貫していないとか、そういうご指摘をいただきました。確かに配当利回りだけ独立で数字を置いていたので、数字に一貫性がないということだったのですが、今回はその整合性を持たせるように計算し直していただいたということです。前回分と、今回、配当性向を一定として計算したもの、すなわち整合性をとれるように計算したものと、配当利回りが一定というケースも一応参考までに計算していただいております。

それらを整理して株式のリターンも比較してあります。それを使って平均分散及びリサンプリングで最適化した結果が出ているということで、期待リターンを目標とするケースとリスクを目標とするケースの2つに分けて計算していただいているのですが、リサンプリング法のほうを中心に考えているので、その場合、国内債券の比率が今の基本ポートフォリオよりも少し下がるということですかね。国内株、外国株が少し上がるということです。よろしいでしょうか、甲斐さん。

【甲斐委員】 計算し直し、これで整合性に問題がなくなったので結構だと思います。この前提になっているのが、PERが変わらない、例えば15とか……。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 16倍です。

【甲斐委員】 16倍ですよ。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい。

【甲斐委員】 16倍というのが言ってみれば妥当な水準で、それが今後も続くだろうと、これが前提になっているわけですよ。だから、その前提が正しければ、あとは計算するだけですが、PERの16倍が妥当であることについて、どういう根拠でしょうか。例えば米国の平均だとか、あるいは過去の日本市場のトレンドを参考にしているというような、どんなものですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 こちらのほうにつきましては、国際的な水準が大体15倍ということですので、15倍に近いということで現状の水準が続くという前提で考えております。

【甲斐委員】 かつて、日経平均株価指数が最高値をつけ、日本のPERが50倍、6

0倍になったときも、日本の市場はそれでいいのだと言われました。だから、今は1.5、6倍という水準が合理的だと考えられますが、また時間が経ると、バブル時の再来となる危険性もあります。要するにPER 1.6倍の根拠をしっかりと分析し、それが崩れないのか、よくモニタリングされたほうが良いと思います。

【浅野会長】 ほかにご意見ございませんでしょうか。追加の検証も踏まえて、現在の状況から若干結論部分を修正するという事務局の説明ですが、よろしゅうございますか。大きな違いはないということですが、結論部分の細かなところでは少し修正があります。棒線の部分が修正になるのですか。

【事務局（佐藤）】 結論の最後の段落部分のみが修正の対象となっております。

【浅野会長】 そうですか。棒線部分は、強調ですか。

【事務局（佐藤）】 強調でございます。

【浅野会長】 ほかのところは、下線の部分は。

【事務局（佐藤）】 下線は全て強調です。

【浅野会長】 はい。ということで、修正部分は結論の最後の段落部分だけということですが、よろしゅうございますか。

【甲斐委員】 結論のところの中長期的な観点から変更する必要はないとなっているのですが、中長期的な観点というのはどんな観点なのか確認したいと思います。下振れリスクは増えているが、過去4年間で想定以上のリターンを稼いでおり、あえてリスク水準の変更は必要ない、要するにこの観点というのは、中長期的にある一定額のリターンを獲得する目的からして、十分とは言わないが目的がほぼ達成できているという、そういう観点と考えてよろしいですか。

【浅野会長】 いかがでしょうか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 前回の議論の中でも、甲斐先生からのご指摘である、稼いだのならもっとリスクが取れるのではないかという考え方と、もう一方は、下振れリスクが広がったけれども、いわゆる稼いだ部分があるので大丈夫ですと2つの観点があって、その2つを考えると年金というのは長期の資金なので、長く持てるということも勘案してこの中長期的な観点というような感じで表現させていただいている。

【甲斐委員】 鈴木さんのお話によると、想定を上回る運用利回りが出たということはあまりリスク水準とは関係ないということですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 運用利回りが出ていますのですけれども、ただ、一方で下方リスクも高まっているので、その分は稼いだ分がバッファとなっているので、そういう意味で中長期には両方で相殺されるので変える必要がないという意味です。あともう1点、今後の議論としては、稼いだ部分で余裕ができたので、いわゆるリスクをとっていかうとか、そういう議論もあるかもしれませんが、この中では稼いだ部分については下振れリスクのほうで緩和されるので、そういった意味で中長期的なことでは大丈夫ですよという考え方です。

【浅野会長】 よろしいですか。少しPI的な考え方で、まあ、中期目標に対して少し余裕が出てきたので、少しリスクが増えていても大丈夫でしょうという、こういうことだと思いますが、そんなあたりでよろしいでしょうか。ほかにごいませんか。この結論については、後ほどまた答申案の中で織り込まれますので、また何かありましたら、そのときにご意見をいただきたいと思えます。

それでは、次の事項に移りたいと思えます。次期基本ポートフォリオ策定に向けた検討についてです。事務局より説明をお願いします。

【篠田運用企画課長】 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きましてご説明をさせていただきます。順次ご説明をさせていただきます。地方公務員共済組合資金運用検討委員会におけるこれまでの検討経緯でございます。なお、第6回につきましては、先ほど4月15日に開催をする予定という情報をいただいております。委員会では昨年10月以降、これまで5回開催されてきておりまして、先日、3月9日に開催されました第5回の委員会において1、2階部分、旧3階部分の地共済全体の基本ポートフォリオ案が示されたところでございます。詳細につきましては、後ほどご説明をさせていただきます。

次に、積立金の資産の構成の目標、いわゆるモデルポートフォリオにつきまして、ご説明をさせていただきます。厚生年金部分の積立金の運用につきましては、平成26年7月に定められました積立金基本指針において、

管理運用主体は本指針に適合するよう共同して管理運用の方針を定めるに当たって参酌すべく積立金の資産の構成の目標、いわゆるモデルポートフォリオを定めることと規定をされているところでございます。これに先立ちまして管理運用主体であるGPIF、国共連、私学共済、地共連の担当者が構成員となりますモデルポートフォリオ連絡会議を平成26年5月に設置して12月末までに5回開催し、モデルポートフォリオ案を策定したと聞いているところでございます。

モデルポートフォリオ（案）でございますが、4点ほど大きな特徴がございますので、その概要を説明させていただきます。1点目につきましては、財政検証で示される実質的な運用利回り、賃金上昇率プラス1.7%を長期的に確保できる資産構成割合として策定されたGPIFの基本ポートフォリオをモデルポートフォリオとしているところでございます。これはGPIFの資産が全体の8割近くを占めていること、それから、厚生年金保険事業の共通財源としての一体性を確保する必要がある。そういったことを重視した結果であると聞いてございます。

2点目につきましては、各管理運用主体の基本ポートフォリオの各資産の中心値が含まれるべき範囲といたしまして、中心値範囲が設定されているところでございます。中心値範囲と申しますのは、管理運用主体が管理積立金の運用において、厚生年金保険事業の共通財源としての一体性を確保する観点から定められた基本ポートフォリオにおける各資産の中心値が含まれるべき範囲とされているところでございます。

3点目は、モデルポートフォリオ（案）は伝統的な4資産の構成割合のみを定めてございまして、各管理運用主体が基本ポートフォリオを策定する場合、伝統的4資産以外の資産については、リスク・リターン特性に応じて伝統的4資産のいずれかに区分して管理をするとされているところでございまして、短期資産については区分して管理できると整理をされているところでございます。

4点目につきましては、各管理運用主体の基本ポートフォリオの許容乖離幅につきましては、所管大臣の承認のもと自主性、創意工夫を発揮できる範囲としてモデルポートフォリオ案には規定されていないというところ

が主な特徴でございます。

次に、先ほど申し上げましたように地共連で設置されております資金運用検討委員会において3月9日に1、2階部分と旧3階の地共済全体の基本ポートフォリオ（案）が示されたところであり、その概要の説明でございます。実際には当日の委員会において各委員の方から多くの意見が出され、細かい点や記載ぶりについては座長預かりとなっていると聞いてございます。したがって、最終的なものではないということをご理解いただければと思います。

まず、結論から申し上げますと、1、2階部分及び旧3階の地共済全体の基本ポートフォリオの中心値は、モデルポートフォリオの中心値と同様とし、許容乖離幅はモデルポートフォリオにおける中心値範囲より5割拡大したものとなっております。今後は地共連における手続を経て年度内に地共済全体の基本ポートフォリオ案が公表されると聞いてございますが、そのポイントにつきましてご説明をさせていただきます。

それでは、まず、基本ポートフォリオの策定の基本的な考え方でございます。積立金の基本指針に適合するよう、また、かつモデルポートフォリオに即して策定をされたということでございます。それから、目標運用利回りにつきましては、今回の財政検証では経済前提について全要素生産性上昇率を複数設定し、それぞれのケースについて実質賃金上昇率及び実質長期金利を一定の幅を持って算出してございますが、専門委員会の報告書において全てのケースに対応可能な実質的な運用利回りとして1.7%が示されることから、その1.7%を置いているところでございます。

それから、想定リスクでございますが、専門委員会の報告書では運用目標等から下振れリスクが一定程度超えないことが新たにポートフォリオ策定の際の許容度として採用されております。具体的には全額国内債券運用において名目賃金上昇率から下振れリスクを超えないことがリスク許容度として示されていること。それから、リスクシナリオ等における検証について、より踏み込んだ複数のシナリオで実施するなど一層の充実が求められているということから、ここではケースEとケースGの経済前提を用いて策定をしたということでございます。

次に、想定運用期間でございますが、財政検証によりますと厚生年金における積立金はおおむね25年後に積立金の水準が最も高くなることから、想定運用期間を25年としているというところでございます。

次に、資産区分の考え方ですが、モデルポートフォリオと同一の資産区分としている。なお、短期資産については、独自の資産区分としては設けず、4資産で100%となるように設定をしたというところでございます。

次に、各資産に係る期待収益率等の推計方法につきましては、それぞれ推計方法等を記載させていただいておりますが、これらに基づいて最適化計算を実行した結果、ケースEをもとに計算したものが(案1)、ケースGをもとに計算したものが(案2)ということになっております。

(案1)についてはケースGでも実質的な期待収益率が1.96%、ただし、(案2)はケースEで実質的な期待収益率が1.67%となりまして、1.77%下回っていることから採用できないということで、(案1)をもとに目標運用利回りを上回るよう端数処理した結果ということで構成比率が示されているというところでございます。最適化計算の結果、構成比については国内債券が31%、国内株式が31%、外国債券が19%、外国株式が19%。それから、その属性といたしましては、そこに示しているとおりでございます。

これらを踏まえてポートフォリオの検討をしたというところでございますが、その結果といたしましては最適化計算の結果とモデルポートフォリオの中心値の属性を比較考量すると大きな相違がないということと、それから、現在の資産構成比からの移行コストがモデルポートフォリオの中心値のほうが小さいということ。それから、厚生年金保険事業の共通財源としての一体性を確保するという、こういったことから先ほどの計算結果を比較してモデルポートフォリオの中心値を基本ポートフォリオ(案)の構成比として採用したと聞いてございます。

次に、許容乖離幅の設定につきましては、地共済における運用の自主性、創意工夫の発揮、年金給付を行う各組合における短期資産の確保などポートフォリオ管理の円滑な実施、それから、現行資産からの移行ということを考慮されまして、先ほど申しましたように許容乖離幅につきましては、

モデルポートフォリオの中心値より5割拡大したというものでセットしたと聞いてございます。

以上が1、2階部分に係るものでございまして、次に経過的長期給付でございしますが、まず、基本的な考え方でございしますが、経過的な長期給付制度、いわゆる旧3階部分につきましては、新規裁定者の給付額が賃金連動する点、それから、既裁定者の給付額が物価連動する点など、支出、給付面では厚生年金と共通するものの、収入面におきましては新たな掛金負担金の収入が発生しない。いわゆる閉鎖型年金である点ということで厚生年金制度とは大きく異なるということでございます。

それらの閉鎖型年金の特性を踏まえまして、本来であれば資産、負債両面からの十分な分析を行った上で基本ポートフォリオを策定すること。また、実際の運用においてもリスクを抑制したものとなるよう努めることなどに特に意を用いることが不可欠であると整理をされてございます。

次に、基本ポートフォリオの検討でございします。先ほど申し上げましたような視点を踏まえた基本ポートフォリオの検討を従来行うべきところでございすけれども、以下の理由により直ちにこれを行うことが困難な状況ということで3点ほどございします。まず、経過的長期給付に係る積立金総額については、その前提となる厚生年金側の積立比率、地共済の積立金総額が一元化前には判明せず、確定・精算が行われるのは平成28年の秋ごろと見込まれていること。

よって、経過的長期給付に係る資産側前提を一元化前に得ることが困難であること。このような状況から、現在、地共済年金として一体で運用している長期給付積立金について、一元化当初は厚生年金・経過的長期給付を一体として運用し、両勘定に段階的に分離する部分が残らざるを得ないという整理をされているところでございします。したがって、当面は経過的長期給付に係る基本ポートフォリオについては、厚生年金積立金の基本ポートフォリオと同じものとして、その積立金の運用を開始するという整理とされているところでございします。

最後に、留意事項といたしまして、ただし、厚生年金制度、経過的長期給付制度の性格が異なることから、平成28年秋における積立金額の確定

を受けて速やかに積立金及び負債の分析を含む基本ポートフォリオの検証作業を行った上で、その結果を次期基本ポートフォリオの検討に反映させるという整理をされているところでございます。

以上、簡単にご説明を申し上げましたが、年度内に地共済全体の基本ポートフォリオが公表されるということを前提といたしまして、また、今、地共連が別途策定しております、管理運用方針、これらも今後示されると聞いてございますので、それらを踏まえまして本連合会といたしましては次期の基本ポートフォリオの考え方をこの次の5月に予定してございますが、委員会にお示ししていきたいと考えてございます。

私からは以上でございます。

【浅野会長】 ありがとうございました。

この地共連の検討委員会には私も委員として出席していますが、ほかに徳島委員と俊野委員も出席されておりますので、何か補足で説明するようなことがありましたら、まずお2人からお願いしたいと思います。徳島さん、どうでしょう。

【徳島委員】 個人的な感想だけ申し上げますと、当初よりも予定の検討回数が増えたことも含め、浅野先生も含めて参加させていただいている委員からは正論を申し上げたつもりなのですが、必ずしもその通りとはいかない制約が多々あって、ご説明のあった姿になったというのが正直な実感でございます。

例えば1、2階と旧3階の基本ポートフォリオは、普通の企業年金の考え方でいったら、旧3階は1、2階と全然違う姿になるのは当然ではないかということをご皆さんからご発言があったのですが、今回はとりあえず資産が完全に区分できないことも含め、同じ基本ポートフォリオでやらせてほしいと言われており、当面やむを得ないかということをご発言しております。

この後、地共連が管理運営の基本方針等をどのようにつくっていくかというところで、3月9日の委員会でもありましたけれども、地共連傘下の各組合におけるポリシーベンチマークの違いとか、独自資産の問題とか、問題はまだまだたくさん残っておりますので、これからかなり検討を加え、特

に旧3階に関してはいろいろなことを考えないといけないのではないかと
思っております。

私からは以上です。

【浅野会長】 俊野委員、いかがでしょうか。

【俊野委員】 私もこの旧3階部分に関しましては、閉鎖型年金ということでニューマ
ネーといいますか、新規の掛金がない状況の中で、地共連さんの試算によ
りますと3%弱のインカム収入を給付として提供しなくてはならないとい
う資金の性格を十分に考慮する必要があると考えております。このような
資金の性格上、元本の目減りは極力避けなければいけないということが非
常に大きな制約条件になると思われま。それから安定した給付の必要性
という点では、3%弱のインカム収入をかなり長期間にわたって元本を減
らさずに安定的に確保する必要があるということになります。このような
制約を考えると、株式の比率が内外合わせて50%、外貨建資産が40%
という高リスクの資産配分にしますと、株価の変動リスク、それから、為
替の円高リスクという点でかなり大きなリスクを負ってしまうことにな
ります。旧3階部分の資金の制約条件と考えますと、本来の運用のあり方と
はかなりかけ離れたものになりますので、このような政策資産配分は、短
期的・暫定的であったとしても適切ではないのではないかとというご意見を
申し上げたところでございます。

諸般の事情によりまして一旦このような基本ポートフォリオにさせても
らいたいというご説明がありました。それから許容乖離幅がかなりに広め
に取られており、国内株式につきましては下限11%ですか、外国株式に
ついては下限13%ということになりますので、すぐに中心値に持ってい
く方針ではありませんよというようなご説明でした。そういうことであれ
ば、1年ぐらいかけて、本来の旧3階部分の資産運用のあり方を検討すれ
ばよいですねということを申し上げました。また、私のほうで、本来、そ
のような資金の制約であれば、20年債、30年債のラダーですとか、イ
ンフラ投資のように元本が変動せずに安定したインカム収入が期待でき
るものとか、そういう資産を中心にした運用にしたほうがいいのではないか
というご提案を申し上げたのですけれども、そこら辺は1年ぐらいかけて

じっくりと検討していかれたいということでした。

ですから、この旧3階部分の基本ポートフォリオにつきましては、一旦、1、2階部分と同じという取扱いにはなりますけれども、どのような運用方針が旧3階部分にとって望ましいのかということは、これから検討されるということです。これはあくまでも暫定だということで、そういう説明を受けたところでございます。

ですから、そういう状況の中、資産の管理方針をどのようにしていくのかという点は非常に難しいところかと思えます。例えば1、2階部分と旧3階部分をファンドベースですぐに分けるのがむずかしい場合には、一旦、共通のファンドに対して1、2階部分と旧3階部分で持ち分を決めていく形で当面運用していくかですとか、暫定的な運用を行うことが一案です。このような暫定の状況が1年ぐらいは続きそうで、最終的なターゲットがどこに落ち着くのかということがわからない状況でございますので、そういう意味では少し難しい対応が今後必要になってくるかと思えます。私の感触ですと、そういう状況であれば1年ぐらいは様子を見ていくのかな、いかざるを得ないのかなという印象を持っております。

浅野会長からの答申案というのがありますので、恐らくそういう趣旨を踏まえたものになっているかと思えます。いずれにしても、4月15日にもう一度議論が地共済全体の中でするので、またそういう面を含めまして、流動的な要素がかなり残っているのかなというところでございます。

以上でございます。

【浅野会長】 今、お2人の委員から追加の説明がありましたような状況の中で、地共連としては地共済グループ全体の基本ポートフォリオとして1、2階部分及び旧3階部分ともGPIFが示したモデルポートフォリオどおりという案を出してこられたというわけでありまして、なかなか難しい枠がはめられてしまって、今後どうしていくか悩ましいところなのですが、こういう状況の中で皆さん方、どんなふうやっていったらいいか、ご意見をいただければ幸いです。具体的には今後作業する上で、まだ少し先になりますが、留意すべきポイントなどをお教えいただければ幸いです。いかがでしょうか。

【宮井委員】 会長を含め、お2人のじくじたる思いがよくわかりました。ただ基本ポートフォリオ管理のところ「地共連は、他の実施機関の積立金の管理及び運用の状況が管理運用方針に適合しないと認めるときは、当該実施機関に対し、管理運用方針等に適合させるために必要な措置をとる」というのが書いてあります。そこで、当連合会が新しく策定する管理運用方針について、どの辺まで許容されるかというのと、運用結果の評価について教えて下さい。後者については、仮にこの基本ポートフォリオの乖離許容幅がすごく大きくて、これでほんとうにリスク管理できるのかなと心配になりますけれども、これで結構、パフォーマンスにも差が出てくると思います。

そのとき、例えば仮に当連合会が非常に保守的な運用をとったとしたときに、GPIFと結構差が出ると思われますが、それはこの乖離許容幅の中であれば、しかたがないということで認識されるのか、あるいはそうではなくてかなり厳しく、同じような運用にならないとほんとうはいけないというか、そちらを暗に期待されているのか、その辺どう評価されるのかというのがもし何かあれば教えてほしいと思います。

【浅野会長】 何かアイデアはありますか。

【篠田運用企画課長】 ここに書いてございますのは、決められたこととございまして、我々の基本方針も地共連がつくる管理運用方針に適合しなければいけないということは決められているところでございます。それが逆の立場から書かれていると思ってございます。具体的にどういったときにどういう措置になるのかというところまでは、まだ地共連からも特にお考えを聞いてございません。今後、地共連が、今、管理運用方針をまさにつくっているところでございますので、これらが出てくるときにその辺が明らかになってくるのではないかと考えておりますので、そこを注視していきたいと考えてございます。

【浅野会長】 少し補足しますと、地共連と各組合の関係は、従来は対等というか、資金を預託して地共連が保険的な役割を果たしているというものだったのですが、今回この法律が改正になって地共連が各組合に対して指示、監督ができるようになったのです。どの程度発揮するかはわかりませんが、一応、そういう指導をする権限が与えられているということです。地共連はその

かわり1、2階部分について、GPIFだけではなく4省庁の一元化された運用に対して地共済全体の責任を持っているという位置づけになっていると思います。

それから、旧3階部分について言うと、野村さんに前に示していただいた数字でも出ているのですが、各組合の資金は早晩なくなってしまって地共連しかなくなりますから、最終的に地共連の持っているお金で賄っていかないといけない。したがって、各組合がリスクをとったとしても、それは全部最終的には地共連のところに吸収されるというか、反映されていくということですので、当然、それについても地共連は最終的な責任を負いつつ、各組合に対して注文をつけるということもあり得るというふうに考えられます。どうぞ。

【加藤委員】 今、宮井さんのおっしゃった許容乖離幅のところですが、許容乖離幅の考え方のところを読むと、創意工夫を発揮する観点ということと、それから、現行資産からの移行も勘案しということになっています。後のほうが中心と思われませんが、この許容乖離幅は変更するスケジュールが示されているのでしょうか。つまり、基本的にはだんだん小さくしていくという話だろうと思いますが、何か議論されているのでしょうか。

【浅野会長】 何かお考えありますか。

【篠田運用企画課長】 今お示しいただいているもの以外には、特に許容乖離幅を狭めていくとか、そういったお話は今のところ聞いてはございません。

【浅野会長】 ということで、ひょっとしたら次回あたり管理運用方針の中でもっと細かい話が出てくるかもわからないということだと思います。どうぞ。

【俊野委員】 私をご説明いただいた認識ですと、例えば国内債券ですと20%から50%と許容乖離幅の範囲はかなり広いのですけれども、各団体さんとも、中心値プラス・マイナス許容乖離幅全体が20から50の中に入らなくてはいけない。そういうご説明を受けております。

ですから、そういう意味では現在、国内債券には貸付金も含まれるということですから、69が中心値で制約条件の50%よりもかなり上にありますから、少なくとも明示的な政策資産配分は20から50という枠の中に入るように下方に修正しなくてはいけないということになります。ただ、

旧3階部分はまだ決まっていないとか、そういう暫定的な要素がありますので、一旦方針は地共済グループ全体の管理運営方針に適合させるように下げてくださいという指示はあるかもしれませんが、旧3階部分の方針がまだ地共済全体で固まっていないというところもありますので、短期的に乖離が外れることはやむを得ないと考えられます。

ただ、方針そのものは、この枠の中に入れなくてははいけませんよという状況かと認識しております。ただ、着地点がまだ定まっていないところがありますので、運用上、適用上どうすればいいのかということですね。そこから辺が非常に悩ましいところといいますか、難しいところなのかなというところがございます。それが私の認識でございます。

【浅野会長】 今の説明のとおりです。

ほかに。どうぞ。

【宮井委員】 もともと基本ポートフォリオというのはリスク管理の目的で策定されるということだと思うのですが、今のお話のようにこれだけ乖離許容幅が多いと本来の目的が達成できないのではないかと思います。つまり、ただ単にGPIFの基本ポートフォリオに合わせるために乖離幅を、時間的な猶予を見てちょっと大きくしているということであって、本来のリスク管理とは話が違うのではないかなと思います。

それで、例えば国内債券についても、これはウエートだけはこう決まっているわけですが、中身については別にこれは各団体が決めればいいということですね。

したがって、その中身で例えばデュレーションの長い、短いでかなりリスクも違うでしょうし、外国株式についても今度、MSCI-KOKUSAIではなくてACWIをベンチマークにするということですね。そうすると、ウエートが25%だとしても中身が、例えば先進国ではなくて新興国のウエートがかなり高いと、その分かなりリスクが高くなってくるといようなことも考えられます。つまり、この基本ポートフォリオをベースにした乖離許容幅によるリスク管理とは違う、別のリスク管理手法もこの連合会で考えていく必要があるのではないかなという気がします。

【浅野会長】 それはおっしゃるとおりというか、連合会でそれはやらないといけない

ということです。モデルポートフォリオの比率が出ていますが、そこで中心値範囲と書いてあるのは、基本ポートフォリオをこの範囲で決めてくださいということです。その意味はこの範囲で創意工夫をするというか、そういう意味合いがあるわけです。

ただし、地共済の各組合はこの範囲内で基本ポートフォリオを決めると同時に、実際に運用する際の乖離許容幅を決めることになり、それはそれぞれ設定することになっていますが、その乖離許容幅、基本ポートフォリオプラス乖離許容幅は、この範囲に入っていないといけません。ですから、そういう意味で乖離許容幅は、これでやりなさいということではなくて、各組合でまた別途決めてくださいということです。でも、その乖離許容幅を含めてこの範囲に入るようにしてくださいということです。

【宮井委員】 最大限ということですね。

【浅野会長】 そうです。これは最大です。ですから、先ほど俊野さんが言われたことの繰り返しになりますが、国内債券が35%プラス・マイナス15%だから、例えば基本ポートフォリオで国内債券を50%と決めることも可能なわけですが、その場合、乖離許容幅は、上はゼロになってしまって、下だけは幾らかもうけられる、この範囲内ですが。こういう意味合いです。どうぞ。

【俊野委員】 宮井委員からもご指摘がありましたけれども、このあるべき論、どのような運用が望ましいのかが、非常に重要性が高いと思いますし、あと評価ですね。目的に合うようにきちんとやっているかどうかという、その評価も含めまして、かなりまだそこまで突っ込んだ議論がされていない状況と私は認識しております。現状としては、旧3階部分につきまして、とりあえず暫定的に1、2階部分と同じにして、今後どのような運用にするのか、方針にするのかということをして1年ぐらいかけてじっくりとやっていくという段階でございますので、まだ宮井さんがご指摘されているような新興国をどうするのかとか、そこまでの細かな問題はまた議論が全く至っていない状況と認識しております。

まずは旧3階部分の大枠、どのような方針にしようかというところから入って、その後の、私の直感的な予想だと、その後の細かな具体的な運用

方針、例えば国内債券と言いながらも、恐らく地共済グループ全体で五千数百億円ぐらいの給付を安定的にしていかななくてはいけないという状況になりますと、相当、そういう意味では金利の上昇のリスクを回避しなくてはいけないとか、そこら辺の課題がありますので、同じ国内債券と言いながらも、そういう意味では本来は金利の上昇のリスクをなるべく受けにくいとか、いろいろと配慮すべき点は出てくるかと思います。そういう意味では、まだ地共済グループ全体での大枠の方針というのが、まだほとんど煮詰まっていない状況ということでございますので、各団体さんが具体的にどういう運用をして、どういうコントリビューションをしていくのか、どういうふうに目標を立てていくのかというところも非常に流動的なのかなと私は認識しております。

【浅野会長】 どうぞ。

【甲斐委員】 基本ポートフォリオが今回中心的なテーマとして出ているのですが、基本ポートフォリオ、つまり4資産の比率を決めることがリスク管理の要諦だと昔から言われていて、それを踏襲したものです。ただ、先ほどもありましたように、では、比率を決めれば中身については何でもいいのか。

この4資産の分類でなかなか制御し切れないようなリスクが当然あるわけで、4資産の比率というのはリスク管理の単なる1つだと認識すべきです。リスクの定義が多様なようにリスク管理も種々の方法があり、例えばバリュエーション・アット・リスクの範囲を設定する方法もないとは言えないし、まさにいろいろなリスクの捉え方、コントロール手法がある。これさえあればいいということではなく工夫次第だと思いますが、そういう観点もぜひ忘れないで進めてください。

【浅野会長】 そういう余地を残しているためにこの中心値の範囲というのがかなり大きくとってあるということなのではございますけれども、ただ、そうは言っても違う手法で、リスクに重点を置くなど別の方法で基本ポートフォリオを決めたとき、それはこの中心値範囲内におさまっていないといけないという、こういう制約がかかってくるということですね。

【加藤委員】 2つ聞きたいと思います。1つは今のお話に関係しますが、例えばヘッジファンドを組み入れた場合、それを外国株式に入れるのか、あるいは、

外国債券に入れるのかということ、各団体に任されるということでしょうか。

【浅野会長】 そうですね。そのヘッジファンドの性格を見て国内株の枠でやるのか、外国株の枠でやるのか、それぞれの判断に任されるということです。

【加藤委員】 合理的な判断であればいいということですね。

【浅野会長】 そうです、そうです。

【加藤委員】 もう一つです。国内債券で言えば、上限は50%ということで、現状から11%程度下げないといけないということになります。当然、大きな資産の移管が発生するわけですが、何か具体的なスケジュールや移管方法について検討されているのでしょうか。

【浅野会長】 ある程度は移行期間が認められるのではないのでしょうか。そんなニュアンスだったと思いますが、いかがでしょうか。

【篠田運用企画課長】 現時点では、いつまでにどこを目指してというところのお話までは決まってございませんでして、今後また先ほど申し上げましたように管理運用方針が示されてまいりますから、そういった中で、地共済グループ全体でどこを目指して、いつまでにという話も出てくるのではないかと理解しております。

【浅野会長】 特に旧3階部分について言うと、キャッシュアウトですから、組合によっては、ほとんどがキャッシュアウトの準備のためというか、まともには運用できないところも出てきます。ですから、そういうところは、モデルポートフォリオというか、基本ポートフォリオが示されたとしても、それとは関係なくキャッシュアウト用のファンドだけになってしまうという可能性もあります。それは地共連も認めているし、そのため、例えばキャッシュアウトに備える部分はそれぞれ組合で運用して、残りは運用できる余地がないごく小規模になってしまうので、地共連に預託するというような道も考えていると聞いています。ということでよろしいでしょうか。

我々として難しいのは、こういう方法でやったほうがいいのかということや、モデルポートフォリオからの乖離の範囲に入るかどうか、もし入らなかったらどうするのか。最初から制約条件を設けてやるという手も考えられないではないですが、あまり制約条件をつけて

やったのでは、違った方法をとった意味がなくなってしまうとかいう問題も出てくるので、そのあたりをどうするか。そういうことを考えると、モデルポートフォリオどおりでやってしまうという手もないわけではないのですが、そうすると、それでちゃんと責任を果たしたということになるのかどうかというような問題が出てくると思います。どうぞ。

【宮井委員】 今のところで3階部分は、これは法律的には今年の10月から分かれま
す。そうすると、そのキャッシュアウトは、その分、旧3階として出さな
ければいけないわけですね。ところが、実際の運用はずれているわけです。
法律でキャッシュアウトしないといけない部分の旧3階のところというの
がまだはっきりしていないわけなので、法律で求められているキャッシュ
アウトと実際の運用にずれが生じるという理解でよろしいですね。

【浅野会長】 そこはどうもはっきりしないというか、一応、暫定で分けると思います。
28年の秋ごろに全部数字が固まるから最終的に暫定でやった分との精算
をすることになると思うのですが、それでないと意味がないので。

【宮井委員】 そうですね。いずれにしろ、旧3階を分けるわけですよ。分けざるを
得ない。

【浅野会長】 ええ。

【宮井委員】 それも一旦基本ポートフォリオみたいにしてしまうと、もとに戻すのは
また結構大変ではないかなという気もするので、ポートフォリオの中を想
定でうまく分けて管理しておいたほうが良いような気がするのですが、そ
のようなことできるのですか。

【浅野会長】 まあ、できなくはないというか、むしろ、この地共連の検討委員会の中
で私たちは暫定の数字を出して、それでどういう運用にしたらいいかを含
めて検討したほうが良いのではないかとすることは申し上げているので
すが、やけにそういう数字を出すのに抵抗されているのです。どうしてかわ
かりませんが。

【俊野委員】 今の宮井さんのご指摘ですけれども、地共連さんのお考えとしては、今
あるファンド、何かマザーファンド的に考えて、50%分は1、2階部分、
50%分は旧3階部分とか、そういう形でやらざるを得ないかなとおっし
やっていますので、そういう意味ではファンドはもう10月以降分けると

ということになります。ただ、具体的な旧3階部分の方針というのはまだ決まっていませんから、この間の委員会では、二、三年ぐらいかけて移行するお考えとおっしゃっていましたので、そういう意味では1年ぐらいは動かさないというイメージなのかなと思います。

ですから、一旦、資金は1、2階部分と旧3階部分に、10月から分けなくてはならないようなので分けるのだけれども、今あるファンドの例えば持ち分を、1、2階部分は何%、3階部分は何%とか、そういう形も考えていらっしゃるようです。一旦そういう形にして様子を見ながら、旧3階部分の政策資産配分が決まった段階で、来年1年後ぐらいたりから1、2階部分のファンドをここでとか、徐々にファンドを分けていくのかなというイメージです。私の印象だと、政策資産配分を決めたとしても、それに向かって加藤さんをご指摘されたように国内債券を売っていくとか、そういうことはやらないというふうに認識しております。移行措置で、移行過程では許容乖離幅を超えてもいいとなっておりますので、この中心値に合わせていくことはしないのだという認識しております。

【浅野会長】 ほかにどうでしょう。

【甲斐委員】 これは質問なのですが、下方リスクに係るシミュレーション結果というのが出ていますよね。当然、新しい比率にしますと、GPIFも含めてほぼ最大損失額が倍増するという結果が出ています。こういう結果が実は財務上の何に結びついているのか、この結果が意思決定にどのように反映されているのか、あるいは乖離幅とどう関係するのかとか、その辺の認識や活用の筋道のアイディアについて、何か示されているのでしょうか。

【浅野会長】 それはないですね。

【甲斐委員】 ない。結果だけでなく、それに至ったプロセスが大事なのですが。

【浅野会長】 専門委員会報告書では「運用目標等からの下振れリスクが一定程度超えないことが、新たにポートフォリオ策定の際の許容度として採用され、具体的には、全額国内債券運用において名目賃金上昇率から下振れするリスクを超えないことがリスク許容度として示されている」とされているのですが、この名目賃金上昇率から下振れするリスクを確率と読みかえているのです。

普通、下振れリスクというときには、下に振れた場合の期待値というか、条件付きの期待値を使うのですけれども、そうではなくて確率さえ満たしていればいいということだから、この数字、期待値が大きいといっても、大きいですねで終わってしまっているということです。そこらあたりが実は非常に問題なのですが、それは議論しないでやってしましましょうというのが、GPIF及び地共連の今までのところのやり方です。

そういうわけで、非常に難しい枠がはめられてしまった中でやっていけないといけないという厳しい状況です。その中でどういう方法をとるか、同時にきちっと組合員に対して責任を果たしていけるのか、納得できる説明をしていけるか、という非常に難しい課題を与えられているという状況ですので、皆さん方からもまた今後、新年度に入ると基本ポートフォリオ、1、2階部分及び旧3階部分について決めないといけませんので、いろいろお知恵を拝借したいと思います。よろしくお願いします。

ということで、次の事項に移りたいと思いますが、最後に答申案についてです。今回は答申書を出さないといけませんので、まず案について事務局から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）についてご説明をさせていただきます。基本ポートフォリオの検証・見直しについて、次期基本ポートフォリオの策定について、それから、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の3点につきまして、答申書（案）としてまとめさせていただきます。

それでは、答申書（案）を読み上げさせていただきます。

答申書（案）当委員会は、平成26年9月16日付け平成26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。

記といたしまして、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。以下「基本方針」という。）のⅡの3に基づき、現行の基本ポートフォリオについて、策定時の手法に基づき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、前提値については策定時と比べ大きな乖離は見ら

れず、単位リスク当たりのリターン効率性に問題はないことが確認された。また、基本ポートフォリオの下振れリスクは現行基本ポートフォリオ策定時と比較するとやや高まっていると考えられるが、2010年度から2013年度までの4年間で目標利回りを上回る運用利回りを獲得しており、中長期的な観点からリスク水準を変更する必要はないと考えられる。

2、次期基本ポートフォリオの策定について。厚生年金保険制度に公務員等も加入するいわゆる被用者年金制度の一元化及び指定都市職員共済組合の長期給付積立金の連合会への移管については、平成27年10月に行われることとなっており、被用者年金一元化以後の長期給付積立金（厚生年金分）の運用については、主務4大臣が平成26年7月に定めた積立金基本指針を基本として行うこととなる。今後、管理運用主体である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会（以下「地共連」という。）、日本私立学校振興・共済事業団は、当該指針に適合するよう共同して資産の構成割合の目標（モデルポートフォリオ）を定めるとともに、各管理運用主体としてもそれぞれの主体が管理運用方針を定めることとなる。

現在、管理運用主体である地共連が有識者で構成される「地方公務員共済組合資金運用検討委員会」において、管理運用方針に規定すべき事項を検討しているところであり、連合会は実施機関として当該管理運用方針に適合するように基本方針の策定等を行う。次期基本ポートフォリオの策定にあたっては、これらの検討結果を踏まえるとともに、資産と負債の状況やその他幾つかの課題を見ながら、安全かつ効率的な運用について引き続き検討していく必要がある。

3、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。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とする。

本日付で浅野会長から当連合会への理事長宛てに出ささせていただければ

と思っております。

なお、項番3番の次期基本ポートフォリオ策定までのリバランスにつきましては、前回の委員会におきまして次期基本ポートフォリオの方向性と逆方向にということにこだわらず、当面、リバランスを行わないというような委員の皆様にご合意をいただいたところでございますけれども、次期基本ポートフォリオを見据えて許容乖離幅内においては、弾力的な投資運用、すなわち国内債券の比率を下げ、国内株式や外国債券、それから、外国株式の比率を上げていくといった運用を行っていくことも考慮いたしまして、前回、提出をさせていただいた資料の原案どおり、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う表現にさせていただいているところでございます。

以上でございます。

【浅野会長】 ありがとうございます。

それでは、皆様方からご意見、ご質問がありましたら、お願いいたします。いかがでしょうか。

では、よろしいでしょうか。それでは、答申案については特段の修正を求める意見はありませんでしたので、原案のとおり答申することにいたします。

それでは、以上で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、事務局よりお願いいたします。

【青山事務局長】 委員の皆様方には、本日も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。特に次期基本ポートフォリオにつきましては、方針を示す地共連の考え方が一部まだ不明なところがあってなかなか難しいご議論をいただいたのではないかと考えております。今後、地共連等も考え方を明らかにしてもらいながらまた改めてご議論いただきたいと思いますと考えております。

そういうことで、次回の資金運用委員会につきましては、地共済グループの検討委員会等の動向も踏まえまして5月に1回、それとさらに6月にもう1回開催する方向で日程の調整を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。

以上をもちまして、第27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 —