

第28回資金運用委員会

平成27年5月15日（金）

【杉田事務局長】 それでは皆さん、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28回資金運用委員会を開会いたします。私は、4月1日付で事務局長を拝命した杉田と申します。よろしく願いいたします。以後、着座にて対応します。

それでは、これから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。それでは、よろしく願いいたします。

【浅野会長】 それでは、議事に入ります。まず初めに、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。よろしく願いいたします。それでは、平成26年度長期給付積立金の運用状況等につきましてご報告をさせていただきます。

平成26年度の金融市場は前年度から続く株高・円安傾向により上昇基調で推移し、10月にはイラク・ウクライナ情勢や世界経済の先行き不透明感により一時下落する局面はあったものの、海外市場の反発や日銀の追加金融緩和などを受けて上昇したところでございます。特に国内株式は年度末にかけて大きく上昇したところでございます。また、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まして、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。

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。平成27年3月末の数値につきましては決算前の暫定的な数値でございますので、速報値とさせていただいているところをご留意いただければと思います。27年3月末の時価総額の合計は10兆5,368億円で、26年3月末の時価総額と比較いたしますと、約5,300億円増加しているところでございます。また、資産構成割合につきましては、貸付金については許容乖離幅の下限の3%を下回っているものの、国内債券と貸付金の合計での資産割合につきましては、許容乖離幅の範囲内におさまっているという

ところでございます。

次に26年度の修正総合利回りにつきましては、全ての資産でプラスの利回りを確保し、中でも内外株式及び外国債券が大きくプラスの利回りであったことに伴いまして、全資産合計でプラスの8.66%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。平成26年度通期の超過収益率は、国内株式、外国株式はベンチマークを上回りましたが、国内債券、外国債券が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が、ラダー20年のインデックスに比べましてデュレーションが短い運用となっており、長期金利が大きく低下する中、超過収益がマイナスとなったことが要因でございます。

国内株式につきましてはパッシブファンドが6月の現物移管の影響などからベンチマークを下回っておりますが、アクティブファンドは銘柄選択が総じて良好であったため、国内株式全体ではベンチマークを上回った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振るわず、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、ベンチマークをやや下回る実績となったところでございます。

外国株式につきましては、アクティブファンドが年度後半に持ち直し、ベンチマークを2.19%上回りました。各社ともポートフォリオを大きく変更しているわけではございませんが、銘柄選択の結果、また、エネルギー関連企業の保有が少なかったことなどが奏功したものと考えてございます。

次に平成26年度通期のパフォーマンス評価要因分析でございます。連合会ポートフォリオはプラスの8.66%、ベンチマークの収益率はプラスの8.90%、超過収益率はマイナスの0.24%となっております。その主な要因につきましては、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1.36%となりまして、個別資産要因がマイナス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（原）】 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い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が、ボラティリティ及び共分散指数の状況について示しております。インプライド・ボラティリティですが、平成27年3月末時点は1年前に比べ、日経平均株価は低下、VIXは上昇しました。ヒストリカル・ボラティリティですが、基本ポートフォリオ全体では、1年前に比べ短期はやや上昇、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のグラフ、VIXのグラフで、ボラティリティの推移と、基本ポートフォリオ策定時に用いた1990年から2008年のデータから算出した上下10%タイル値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ともにこの中におさまっております。

基本ポートフォリオ全体のヒストリカル・ボラティリティのグラフでございます。足元は短期、中期ともに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ではありますが、上下10%タイル値の中におさまっており、問題ない水準と考えております。

続きまして、相関係数の推移につきまして国内株式と外国債券、及び国内株式と外国株式において、過去5年の相関係数が2008年以降で前提値から上方へ乖離した状態が続いております。金融危機以降のこの時期は欧州危機などマクロ的な不確実性の高まりなどから、投資家のリスク資産を一まとめにして売買する行動が見られ、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、逆に上昇局面では円が安くなる傾向が見られました。このことが背景にあると考えております。なお、直近一、二年では米国経済の回復の兆し、日本経済への期待などから乖離が和らいできており、問題ない水準と考えております。

次に、トラッキングエラーの状況についてですが、基本ポートフォリオ

とのトラッキングエラーは平成26年3月末に比べ若干上昇しておりますが、これは次期基本ポートフォリオの方向性に沿った運営によるもので、主に内外株式の資産構成割合が基本ポートフォリオの中心値から上方に乖離していることによるものです。

続きまして、長期給付積立金に係るリスク状況について、B a r r aモデルで算定した平成27年3月末の長期給付積立金全体のトータルリスクは、4.96%となり、管理上の目安である3.1%から5.4%の範囲内で行われました。なお、今後は一元化後の基本ポートフォリオの中心値に基づき算定したものを新たな管理上の目安とすることを予定しております。

続きまして、国内債券についてはラダー20年のベンチマークに対して、実際の組み入れ銘柄が短い年限に偏っているため、1を大きく下回っておりますが、国内債券以外はほぼ1となっております。

推定トラッキングエラーの推移が平成26年3月末と比べ上昇している要因は、次期基本ポートフォリオの方向性に沿った運営によるもので、主に内外株式の資産構成割合が基本ポートフォリオから上方に乖離していることによるものです。

最後に、バリュー・アット・リスクの状況及びストレステストの結果でございます。今後の資金運用委員会での議論を踏まえ検討していくことを予定しております。リスクモニタリングについてのご報告は以上でございます。

続きまして、「コーポレートガバナンス原則」及び「株主議決権行使ガイドライン」の改正についてご報告いたします。初めに、本改正につきましては平成27年5月1日に施行しております。改正の目的でございますが、平成27年5月1日に施行された改正会社法及び6月1日から国内の上場会社を対象に適用予定のコーポレートガバナンス・コードを踏まえた文言修正及び文言追加を行ったものでございます。

一点目は、コーポレートガバナンスについて、コーポレートガバナンス・コードにおいて「コーポレートガバナンス」の定義が示されたことに伴い、文言を追加しております。

二点目は、取締役等について、改正会社法及びコーポレートガバナンス・

コードにおいて、社外取締役を置くことが実質的に求められたこと、並びにコーポレートガバナンス・コードにおいて社外取締役及び社外監査役の実効性確保の観点で明記されたことに伴い、文言を追加しました。

三点目は、監査等委員会設置会社について、改正会社法において企業統治の形態の1つとして「監査等委員会設置会社」が設けられたことに伴い、文言を修正しました。

四点目は、情報開示について、コーポレートガバナンス・コードにおいて、従来の財務情報や経営戦略等のみならず、リスクやガバナンスに係る非財務情報についても主体的な情報開示に取り組むべきことが明記されたことに伴い、文言を追加しました。

五点目は、株主との対話について、日本版スチュワードシップ・コードと同様の視点から、コーポレートガバナンス・コードにおいても、株主との建設的な対話に関する方針が明記されたことを踏まえて、文言を修正しました。

最後に、その他といたしまして、「コーポレートガバナンス原則」と「株主議決権行使ガイドライン」の位置づけについてですが、「コーポレートガバナンス原則」は投資先企業の統治に係る基本的な考え方を示し、「株主議決権行使ガイドライン」は「コーポレートガバナンス原則」の趣旨に沿って定められるものと整理しました。その上で、従来「株主議決権行使ガイドライン」に載せていた企業による地球環境問題等への取り組み期待に関する規定を「コーポレートガバナンス原則」に移動しております。

ご報告は以上でございます。

【浅野会長】

ありがとうございました。

それでは、ただいまの報告につきましてご意見やご質問をいただきたいと思っております。内容がかなり異なる報告でしたので、まず、長期給付積立金の運用状況についてご質問、ご意見をお受けしたいと思っておりますが、いかがでしょうか。

【宮井委員】

確認ですが、新しい基本ポートフォリオに向けた運用をしているので、従来の乖離許容幅等にきっちり合わせて、乖離許容幅を超えたらもとに戻すというようなオペレーションはしていないという理解でよろしいでしょ

うか。

【浅野会長】 そうですね。そういう理解でよろしいでしょうか。

【篠田運用企画課長】 まだ通常どおりといたしますか、現状の基本ポートフォリオをもとにいたしました運用をしているところでございまして、結果的にまた許容乖離幅を超えるというような状況にも至っておりませんので、超えるに際しましては、また後ほどご議論いただきますけれども、取り扱いについてまたご検討いただければと思っております。将来的なポートフォリオに向かっていきたいとは考えております。

【宮井委員】 ということは、今期については従来どおりの運用をしたということですね。

【篠田運用企画課長】 はい。そのとおりです。

【宮井委員】 わかりました。

【浅野会長】 ほかにご質問、ご意見ございませんでしょうか。

それでは、次にコーポレートガバナンス原則及び株主議決権行使ガイドラインの改正について、ご意見、ご質問がありましたらお願いします。

どうぞ。

【宮井委員】 今、コーポレートガバナンス原則と議決権行使ガイドラインというのがありますが、それ以外に運用の管理運用方針といいたいまいしょうか、運用の基本方針というのがあると思います。これらの関係といいたいまいしょうか、つまり、新しいコーポレートガバナンス・コードに対応して、例えば株主との対話とかいうところが明記されたということになっておりますので、それについて運用機関の管理運用をする際に、そういったものが運用の基本方針の中に何か触れられることになるのではないかと考えられますが、その辺の対応はどうなっているのでしょうか。

【篠田運用企画課長】 新たな基本方針のほうには、当然そういった観点につきましても明記をしていきたいと考えてございます。

【浅野会長】 よろしいですか。それは次回以降、ここでも議論されることになるのですか。

【篠田運用企画課長】 はい。地共連において今、管理運用方針の検討に入っておりますので、またその内容が見えてき次第、本連合会も基本方針の検討に入っ

ていきたいと考えておりますので、逐一ご報告をさせていただきながら、協議をしていただきたいと思いますと思っております。

【浅野会長】 よろしいでしょうか。

ほかにご質問、ご意見は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。まず諮問について、本年度の検討課題と検討の進め方について、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、本日付で連合会理事長より被用者年金制度の一元化に伴う資金運用のあり方について意見を求めるとの諮問がなされたところでございますので、ご確認をいただければと存じ上げます。

次に、「平成27年度における検討課題について（案）」でございます。本年度の検討課題の検討の進め方とスケジュールについてでございますが、まず、本年度ご議論いただきたい課題でございますが、大きくは2点ございまして、1つ目として、次期基本ポートフォリオ策定等に向けた検討、2つ目といたしまして、基本ポートフォリオの検証・見直しについてということでございます。

まず、1つ目でございますが、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は、本年3月に示されております「積立金の資産の構成の目標（モデルポートフォリオ）」、それから「地方公務員共済組合の基本ポートフォリオ案」を受けまして、本年10月からの次期基本方針の策定等に向けた検討を行うこととしてございます。

2つ目といたしましては、基本ポートフォリオの検証・見直しでございますが、現行の基本ポートフォリオ及び次期基本ポートフォリオの両方についての検証を想定してございますが、この取り扱いにつきましては、その必要性なども含めまして、今後地共連等、また関係機関とも相談しながら進めてまいりたいと考えてございます。

なお、またこれらの項目のほかにも、資金運用に関しま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思いますと考えてございます。

それから、今年度の検討の進め方とスケジュールにつきましてござい

ます。次回は6月19日を予定させていただいておりますが、その委員会におきましては、本日の委員会でのご議論を踏まえまして、次期基本ポートフォリオに係る答申についてご審議をいただきたいと考えております。それから、9月末までに実施機関といたしまして基本方針を策定する必要がございますので、7月もしくは8月の委員会において、次期基本方針策定等に向けた検討についてご審議をいただき、8月もしくは9月の委員会で、現在、地共連において検討されている管理運用の方針の内容等を勘案しながら策定することとなります私ども連合会の基本方針に係る重要事項、例えば具体的なリスク管理手法とか、アクティブ・パッシブ比率などについて答申をいただきたいと考えてございます。10月以降につきましては、12月の委員会において基本ポートフォリオの検証や見直しについてご審議をいただき、1月の委員会で答申をご審議いただきたいと考えてございます。

それから、資金運用委員会の検討項目につきまして、ご参考までにおつけしてございます。上半期における委員会でご審議をいただきたい項目につきまして、現在考えております項目をお示ししたものでございますので、ご参考までにしていただければと思います。

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、ご質問等がございましたらお願いいたします。

よろしいでしょうか。

それでは次に、次期基本ポートフォリオ策定等に向けた検討について、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、私から次期基本ポートフォリオの検討につきましての資料のご説明をさせていただきます。まず、地方公務員共済組合資金運用検討委員会における検討経過等についてご説明をさせていただきます。本年3月20日に公表されました管理運用主体で策定される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と、それから、3月27日に公表されました地方公務員共済組合の基本ポートフォリオ案をおつけしてございます。モデルポートフォリオにつきましては前回の委員会でお示

しさせていただいたとおりでございますので、説明のほうは省略させていただきます。

地方公務員共済組合の基本ポートフォリオ案につきましては、前回の委員会でお示したものを地共連で公表資料用に簡略されたものとなっております。なお、地方公務員共済組合の基本ポートフォリオ案は、地方公務員共済組合連合会が新たに策定することとなります地方公務員共済組合の管理運用の方針に規定する予定でございます。その後、大臣により当該管理運用の方針の承認がなされた後、正式な基本ポートフォリオになるということでございます。内容につきましては厚生年金保険給付部分の基本ポートフォリオ案及び経過的長期給付の基本ポートフォリオ案は、前回ご説明したとおりモデルポートフォリオと同様となっているところでございます。

次に、4月15日に開催されました第6回地方公務員共済組合資金運用検討委員会の提出資料のうち、管理運用の方針の論点や新3階における論点整理でございます。まず、管理運用の方針の論点についてご説明させていただきます。大きくは「ガバナンス」、「ポートフォリオ管理」、それから、「運用」、「その他」という項目が示されているところでございます。

まず、ガバナンスのポイントでございますが、「外部有識者会議の役割」についてでございます。こちらにつきましてはG P I Fの中期計画にも記載がございますが、例えば新しい運用手法やその運用方針につきましては事前に運用委員会の審議を経るほか、実施状況や運用委員会から求めがあった事項については適時に運用委員会に報告するなど、運用委員会における適切なモニタリングのもとで適切なリスク管理を行うと明記をされていることに伴いまして、地共済でも有識者会議の位置づけを改めて検討する必要があるとの認識のもと、論点として今回挙げられたというところでございます。当連合会におきましては、現在も新しい運用等の検討につきましてはその都度ご検討、ご協議をいただいているところでございますが、基本方針や今後当委員会の設置要綱などを一部改正させていただくなどして、こういった点を明確にさせていただく方向で検討してまいりたいと考えております。

また、ガバナンスの「透明性の向上」につきましては、運用状況の公表を四半期ごとに行うこと、運営審議会や有識者会議にも適時報告することを検討する必要があるという説明がございました。本連合会といたしましては、既に四半期ごとの公表はしているところでございますので、これらにつきましても基本方針等で明確に位置づけて、引き続き適切に対応していきたいと考えております。

続きまして、ポートフォリオ管理のポイントでございますが、こちらにつきましては地共済独自の論点といたしまして、給付対応のためのポートフォリオを維持することが難しい組合への例外措置や、各組合等の管理及び運用が管理運用の方針に適合しないときの地共連から各組合等への措置要求について記載をされているところでございます。

次に運用でございます。こちらにつきましてはアクティブ運用・パッシブ運用の位置づけや、ファンドの選定基準については有識者会議の審議を経た上で実施することについて、検討が求められているところでございます。

最後に、その他のところでございますが、旧3階、新3階の特性を踏まえた運用を行うことや、スチュワードシップ・コード、ESG投資についても管理運用の方針に盛り込む必要があるという説明があったところでございます。

次に、これまで説明した項目につきまして、厚生年金部分に係る管理運用の方針の項目（案）といたしましてまとめられたものでございます。4月1日に公表されましたGPIFの中期計画における項目となっておりまして、管理運用の方針（案）はそれをベースにして論点が示されているところでございます。

次に、新3階部分に関する論点整理でございます。制度設計時のイメージについて改めて整理したということであり、ご説明は省略させていただきます。

運用の目標といたしまして、給付の利息計算に用いる率として基準利率が設定されることとなりますが、これにつきましては過去の国内債券の利回りを基礎として、運用の状況や見通しを勘案して、地共連の定款に定め

ることとなっております。基準利率は地共済と国共済が同じ率とすることとされておりまして、地共済と国共済間の財政調整制度が設けられるというところでございます。このことから、現在その調整や検討が関係機関で行われていると聞いてございます。

運用実績が基準利率を下回りますと、直後の財政検証においてその分基準利率を引き下げられる可能性があるため、期待収益率が基準利率を下回らないための取り組みといたしまして、国内債券よりも利回りが若干高い地方公共団体金融機構債、公募地方債を中心としたポートフォリオの構築や、デュレーションの長期化、またリスク性資産の組み入れなどについて、それぞれメリット、デメリットが整理されて示されているものでございます。

次に、今後の地共済資金運用検討委員会のスケジュールが示されているところでございます。今後は第7回が5月20日に、第8回が6月9日に開催されると聞いてございます。この中で管理運用の方針等がご協議されることとなると聞いております。

簡単ではございますが、ご報告は以上でございます。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 「厚生年金保険給付に係る基本ポートフォリオ(案)」についてご説明いたします。策定における基本的な考え方についてです。連合会は実施機関として地方公務員共済組合連合会が定める管理運用方針に適合するように、基本方針の策定を行うこととなります。このため、1・2階基本ポートフォリオ案の策定における基本的な考え方は、厚生年金保険事業及び地方公務員共済組合の共通財源としての一体性を確保する観点から、地方公務員共済組合の基本ポートフォリオ案の考え方と同一とすることが求められています。

次に前提条件についてです。目標運用利回りは、名目賃金上昇率プラス1.7%、想定リスクは、年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会報告書で、全額国内債券運用において名目賃金上昇率を下回る確率を超えないことがリスク許容度として示されているため、これを想定リスクとし、想定運用期間は、厚生年金における積立金の水準が最も高くなるまでの期間の25年間を想定期間としており、連合会の積立

金もおおむね25年後の積立金の水準が最も高くなると推定されていることから、25年といたします。

次に資産区分は、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式の4資産で100%となるように設定し、短期資産は独自の資産区分としません。実際の運用では、短期資産を保有する分、ほかの4資産のウェイトが小さくなりますが、4資産がそれぞれの許容乖離幅の範囲内におさまるように、各資産を適切に管理いたします。政策ベンチマークは、国内債券はNOMURA-BPIラダー20年からNOMURA-BPI総合へ、外国株式はMSCI KOKUSAIからMSCI ACWI ex. Japanへ変更いたします。各資産に係る期待収益率は、経済中位ケースを前提に算出しております。各資産に係るリスクは、過去20年におけるベンチマーク・データを利用し推計し、国内債券に係るリスクの推計に当たっては、将来のデュレーションの長期化を考慮しております。

次に相関係数は、過去20年におけるベンチマーク・データを利用し推計しております。目標運用利回りの設定は、実際のポートフォリオ運用に当たっては、年金給付等の支払いのために短期資産を保有することから、期待リターンの低下の影響を考慮した目標運用利回りの設定が必要になります。短期資産の保有比率は地方公務員共済組合の基本ポートフォリオを策定するに当たっては3%としたのに対して、連合会の積立金に占める短期資産の比率を推計すると平均約5%であることから、5%とします。その結果、実質必要利回りは1.77%に対して1.82%となります。

次に基本ポートフォリオ（案）の検討についてです。制約条件の設定については、海外の成長機会への投資という国際分散投資の意義の観点から、債券より株式のほうが適していると考えられるため、「外国株式 \geq 外国債券」とします。最適化計算の結果は、地方公務員共済組合の短期資産を考慮した最適化計算結果と比べ、構成比が国内債券は1%強低下、外国債券・外国株式は1%弱上昇しております。

次にポートフォリオ案の検討についてです。短期資産を考慮したポートフォリオ案の属性と、地方公務員共済組合の基本ポートフォリオ案の中央値の属性を比較すると、大きな相違はないことが確認できます。また、現

在の資産構成比からの移行コストを試算した結果、短期資産を考慮した基本ポートフォリオ案よりも、地方公務員共済組合の基本ポートフォリオ案の中央値のほうが、移行コストが小さいことが確認できます。以上の結果、移行コスト、厚生年金保険事業及び地方公務員共済組合の共通財源としての一体性を確保する観点から、地方公務員共済組合の基本ポートフォリオ案の構成比を、連合会の基本ポートフォリオ案の構成比として採用することとします。

次に許容乖離幅についてです。地方公務員共済組合の基本ポートフォリオ案における許容乖離幅の設定に当たっては、地方公務員共済組合における運用の自主性及び創意工夫を発揮する観点、年金給付等を行う各組合における短期資産の確保等ポートフォリオ管理の円滑な実施の観点に加え、現行資産からの移行も勘案し設定しており、連合会の基本ポートフォリオ案においても、同様な観点から同一の許容乖離幅を設定することとします。

次に、「経過的長期給付に係る基本ポートフォリオ（案）」についてでございます。当面の運用についてですが、基本ポートフォリオ案の策定においては、本来、閉鎖年金の特性を踏まえ、年金給付の将来予測を的確に行い、資産・負債両面から十分な分析を行った上で、基本ポートフォリオ案を策定することが求められています。しかしながら、資産側の前提である積立金総額が一元化前に判明せず、確定・精算が行われるのは平成28年秋ごろの見込みとなり、基本ポートフォリオ策定の前提条件が整っていない状況であることから、地方公務員共済組合の経過的長期給付に係る基本ポートフォリオ案は厚生年金保険給付に係る基本ポートフォリオ案と同様とされました。このような中、当連合会の当面の運用としまして、積立金総額が判明しないことに加え、負債総額が示されていないため、次の理由により、国内債券についてはNOMURA-BPIラダー20年に基づく運用とし、その期待リターン・リスク及び相関を用いて算出した資産構成比を目安に運用を行うこととします。

理由としましては3点ございます。1点目は、地方公務員共済組合の経過的長期給付に係る基本ポートフォリオは、平成28年秋ごろの積立金総額確定後に変更される可能性があり、その場合の不必要な取引の発生を抑

えること。2点目は、現行のNOMURA-BPIラダー20年に基づく運用を行うことが、20年国債のみで構成されており管理が容易であること、自家運用で対応が可能であるというコスト面で有利であること、満期保有による償還金は安定的に確保ができるという給付対応面から適していること。3点目は、NOMURA-BPI総合に基づく運用を行う場合、管理の難易度が上がること、及び銘柄入れかえ等の移行に伴うコストが生じることです。

次に、国内債券をNOMURA-BPIラダー20年で運用した場合のポートフォリオの特性の確認です。国内債券をNOMURA-BPIラダー20年でした場合の期待リターン・リスク及び相関を用いて、必要となる積立金の実質的な運用利回りを確保するためには、どのような資産配分・リスクとなるかを確認いたしました。

まず、国内債券の期待リターンについては、NOMURA-BPI総合2.6%に対して3.1%となりました。国内債券のリスクについてはNOMURA-BPI総合が将来のデュレーションの長期化を考慮しているため4.7%になるのに対して、ラダー20年はデュレーションが現状と大きく変わらないことが想定されるため4.2%となりました。国内債券と各資産の相関の傾向については、大きな差異がないことが確認できました。

次に、最適化結果は地方公務員共済組合の基本ポートフォリオ案での制約条件である「外国債券≦外国株式」を付したaの場合は、外国債券の構成比が地方公務員共済組合の基本ポートフォリオ案の許容乖離幅の下限9%を下回る4.2%となりますので、各資産の中心値が許容乖離幅の内側に入るように制約条件を付した資産構成比はbとなります。bのポートフォリオの属性については地方公務員共済組合の基本ポートフォリオ案との大きな差異がないことが確認されました。当面の運用につきましては、このbの資産配分を参考に、短期資産の構成比、下方リスクの状況等を勘案した構成比を目安に運用を行うこととします。

基本ポートフォリオについてです。基本ポートフォリオは、策定の条件が整っていない中、下の表の地方公務員共済組合の基本ポートフォリオ案と同一とすることが求められております。

ご説明は以上です。

【篠田運用企画課長】　　続きまして、平成27年9月末までの運用についてでございます。被用者年金一元化によりまして、管理運用主体である地方公務員共済組合連合会が定めます管理運用方針に規定する予定の地方公務員共済組合の基本ポートフォリオ案は、平成27年3月27日に公表されたところでございます。今後連合会におきましては、当該管理運用方針等に適合するよう基本方針を定め、27年の10月より管理運営を行うことになるわけでございます。

今後につきましては、厚生年金保険事業及び地共済の共通財源としての一体性を確保するという観点から、本連合会の積立金の各資産の構成比が、地方公務員共済組合の基本ポートフォリオ案でお示しいただいております許容乖離幅内に、市場への影響を考慮しながら速やかに入っていくことが望ましいと考えられることから、昨年度の答申におきまして、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取り扱いにつきましてはご答申をいただいているところでございますが、改めまして、今度、27年9月末までの運用につきましては、地方公務員共済組合の基本ポートフォリオ案の許容乖離幅に向かう取引を、現行の基本ポートフォリオの許容乖離幅を超えて行うことを許容することにつきまして、ご審議をいただければと存じております。

次に、資産構成割合の基本ポートフォリオからの乖離状況と今後の見込みについてでございます。平成27年3月末速報ベースをもとに、平成27年9月末及び平成28年3月末の推計をしたものでございます。推計は平成27年3月末の数値から時価変動がないものとし、国内債券は利金を見込み、国内株式、外国債券、外国株式は運用収入を見込まないという前提としてございます。また、こちらの時価総額には指定都市の資産を含んでいるところでございます。

まず、「基本ポートフォリオ」には中心値と下限・上限のポートフォリオをお示ししておりますが、鍵括弧内は地共済の基本ポートフォリオ案の値を入れさせていただいております。「時価総額（見込み）」でございますが、構成割合は平成28年3月末の推計値でございます。地共済の基本ポート

フォリオ案の許容乖離幅に入るようにするためには、例えば、国内債券でございまして、マイナス7,000とございましてけれども、7,000億円を解約しなければ地共済の基本ポートフォリオ案の上限である50%、これは貸付金を含んでおりますが、その50%に入らないという目安でございまして。国内株式につきましては、特に追加投資を行わなくても新たな地共済の基本ポートフォリオ案の許容乖離幅の範囲内に入る見込みでございまして、外国債券、外国株式につきましては、ポートフォリオ案の許容乖離幅の範囲内に入れるとしますと、この推計上は少なくともそれぞれ3,000億円、600億円の追加投資をする必要がございまして。

それから、次に「短期資産運用等」でございまして、こちら平成28年3月末で1兆4,369億円、構成割合で12.6%となっております。こちらの短期資産の見込みにつきましては、国内債券は先ほど申し上げましたように7,000億円の解約資金から、先ほどご説明した外国債券、外国株式に合計で3,600億円の追加投資をした場合の残額の3,400億円も含まれてございまして、実際にはこの短期資産のうち、年金給付のための準備金を除きました約9,000億円をさらに3資産に追加投資していくことになろうかと思っております。

また、従来から追加投資を行うに当たりましては、具体のキャッシュフローを見ながら四半期ごとの資金運用計画を作成いたしまして、また、総務省とも協議しながら行っているところでございまして。今後も追加投資に当たりましては、時間分散に留意して行っていく所存でございまして。

私からは以上です。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 それでは、積立金のリスク管理についてご説明申し上げます。まずは、「リスク管理強化の目的」ですが、被用者年金一元化後の運用ではリスク性資産の構成比が高まることや、新たな投資手法の導入、さらには許容乖離幅の中での機動的な運用の可能性などを踏まえ、ポートフォリオの移行期間も含めてリスク管理を強化する必要があることから、現在行っていることと今後の課題を整理するものです。

「現状と課題」では、リスク管理の段階を「積立金全体のリスク管理」、「各資産のリスク管理」、「運用受託機関等のリスク管理」の3段階に区分

し、それぞれの現状と検討課題を整理いたしました。

積立金全体のリスク管理では、基本ポートフォリオの有効性を確認する作業として、各種リスク指標が基本ポートフォリオ策定時の前提から乖離していないかを確認し、現実のポートフォリオのリスクをモニタリングしております。基本ポートフォリオによる運用では、基本ポートフォリオの許容乖離幅におさまっているかを定期的に確認し、超過した場合はリバランスを行うことが基本となりますが、連合会ではこれに加えてB a r r aモデルを用いまして、長期給付積立金全体のトータルリスクが基本ポートフォリオの想定範囲内であるかの確認を月次で行っております。さらに、下方リスクの管理ですが、これもB a r r aモデルを用いましたバリュエーション・アット・リスクの算出や、複数の代表的シナリオに基づくストレステストを実施しております。

次に、検討課題でございますが、こうした管理を行った上で、現状ですが、トータルリスクが管理上の目安を超えた場合には資金運用検討会議で対応を協議することとしておりますが、実際に急激な市場変動が起きた場合、それが一時的な現象であるのか、それとも市場の構造変化によるもの、あるいはその前兆なのかを識別することは非常に困難で、それらをどのように識別していくのか、また、それを受けてどのような対応方法があるのかなどについて検討していく必要があると考えています。また、こうした場合、そのリスク許容度を考えるのは重要になりますが、ただし書きに記載させていただきましたように、厚年部分（1・2階）では理論的な負債が明確でなく、旧3階部分も現時点では負債が明確でないことから、代替的な方法・手段を検討していく必要があろうかと考えています。また、こういった検討を行うに当たりましては、連合会が長期的な観点で投資を行う投資主体であること、つまり、短期的な要因で右往左往するようなことがないような手法にしていくことが必要と考えております。

続きまして、各資産におけますリスク管理は、トラッキングエラー、ポートフォリオのベータ値のチェックに加えて、四半期ごとにはB a r r aモデルによりリスク特性の分析ですとか、M P Iモデルを用いましたスタイル分析などを行っております。今後の課題といたしましては、マネ

ジャー・ストラクチャー構築時に考えていたコンセプトにかなった運用が維持できているか、例えば時間の経過とともに運用スタイルやリスク水準がぶれていないかなどのモニタリングの精度を高めていきたいと考えております。

さらに、運用受託機関のリスク管理ですが、現状では運用機関へのガイドラインの提示とその遵守状況の確認、さらに月次でパフォーマンスのチェックを行っております。さらに、各社が標榜する運用スタイルにかなった運用となっているのかのチェックを定期的に行っているところでございます。今後、スマート・ベータなど新たな投資手法の導入も検討しておりますので、各種ツールの有効な利用方法などを模索していきたいと考えております。

最後に、その他ですが、これは今後の運用方針次第で、現時点では具体的な想定にまで至っておりませんが、基本ポートフォリオの大幅な変更で資産構成割合の変更に一定の時間を要すること、また、広い乖離許容幅の中での運営となりますので、中心値に縛られない機動的な運用などを行う可能性なども考えると、そうした場合のリスク管理も検討課題になってこようかと認識しております。

以上が、現状のご説明と、現時点で認識している検討課題でございます。次回以降の委員会で課題としている事項について検討を進めていく予定でございますが、追加すべき課題や、ぜひとも意識しておくべきテーマ、あるいは重点的に管理するような項目等がございましたら、ご指摘、アドバイス等を頂戴できればと思います。

【事務局（佐藤）】 続きます、マネジャー・ストラクチャーの検討についてご説明させていただきます。本年10月の基本ポートフォリオの変更に伴いまして、各資産のマネジャー・ストラクチャーの再構築を検討してまいります。検討におきましては、スマート・ベータといった連合会にとって新たな運用手法の導入も検討いたします。また、それらを踏まえました各資産のアクティブ・パッシブ比率の見直しを検討してまいります。

まずアクティブ・パッシブ比率の検討についてでございますが、現行のアクティブ・パッシブ比率は平成22年の基本ポートフォリオ変更時に策

定されたものでございますが、今回の検討におきましては、比率の設定に関する基本的な考え方について前回と大きな違いはないと考えられることから、前回と同様の考え方をベースに比率の検討をいたします。具体的には期待効用理論を用いた推定を行いますが、こちらは極端な値をとりやすいことなどから、入力値の調整を行い、アクティブ・パッシブ比率を求めるといたします。

次に、スマート・ベータの検討についてでございます。導入の検討に当たりまして考えられる課題と論点を挙げております。

以上の事柄につきまして、踏まえるべき論点や、モニタリングに当たって重視すべき点などにつき、ご意見がございましたら頂戴できればと存じます。ご意見を踏まえまして、具体的な各資産の構成やアクティブ・パッシブ比率等を検討し、次回の本委員会でご議論をいただきたいと考えております。ご議論を経まして、新しいアクティブ・パッシブ比率、ストラクチャーがまとまりましたら、順次マネジャーの公募・選定を実施していくことを想定しております。

なお、プライベート・エクイティーやインフラ投資などのオルタナティブ資産につきましては、従前より本委員会にて何度かご報告、ご意見もいただいているところでございますが、まずは伝統的4資産での新しいストラクチャーの構築に優先的に取り組むこととし、オルタナティブ資産の投資につきましては引き続き研究を継続することといたしたく存じます。

ご説明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、ご意見をいただきたいと思えます。いかがでございましょうか。お互いこのテーマは関連していますので、まとめてどれからでも結構ですので、ご発言をお願いします。

どうぞ。

【俊野委員】 論点が盛りだくさんで、全体を把握することが非常にむずかしいため、私なりの直観的な理解ということで、少しずつ事実関係を確認させていただきながら、現状のご質問とかをさせていただければと思えます。

まず、指定都市共済さんから1兆数千億円が合わされまして、それを踏

まえて10兆5,000億円ぐらいの全資産ということでよろしいわけ
でございますね。

【浅野会長】 今の確認をまずしてください。数字の。

【篠田運用企画課長】 数字、金額でございますけれども、10兆5,000億円という
のは私ども連合会だけの資産でございます、「資産構成割合の基本ポート
フォリオからの乖離状況と今後の見込み」というのを示させていただいて
おりますが、ここには指定都市の数字を入れさせていただいております、
合計欄の27年3月末を見ていただきますと、11兆7,700億円という
ことになってございます。

【浅野会長】 1・2階部分と旧3階部分との区分けは半々ぐらいの見込みでよろしい
ですか。

【篠田運用企画課長】 まだ、具体的な比率は決まっておりますが、予算上では49対
51ということで仕分けをしてございます。

【浅野会長】 じゃ、続けてください。

【俊野委員】 ありがとうございます。そうしますと、10兆5,000億円ではなくて
11兆7,000億円ぐらいということで、大体12兆円近い資産があつて、
半々ということですから、1・2階、旧3階部分ともに6兆円ぐらいずつ
の資産で今後運用をしていくということでございますね。

それで、基本ポートフォリオにつきましては地共済グループ全体で1・
2階部分も旧3階部分も35、25、15、25という基本ポートフォリ
オを中心にして、ただ、かなり大きな許容乖離幅がありますから、その中
におさまるような形で、それぞれ実施団体さんごとに工夫して運用してく
ださいという状況になっていると認識しております。そこで、1・2階部
分については、まさに国全体での一体化、一元化ということになりますの
で、35、25、15、25という基本方針に足並みをそろえて運用して
いくという方向性でよろしいかと思えます。旧3階部分につきましては、
これも確認させていただきたいんですが、b案ということになりますと、
国内債券が42.5、国内株式が28.6、外国債券が11.0、それから外
国株式が17.9ということで、これは35、25、15、25という基本
ポートフォリオと比べますと、国内債券が少し多目、国内株式が少し多目、

外貨建て資産は少し少な目という形で、当面は、許容乖離幅の中で少しめりはりをつけながら運用していくということで、実践ポートフォリオ的な形で運用されていきたいという理解でよろしいのでしょうか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 こちらに示しましたbというのは、あくまでも当面の運用の資産構成比ということで、こちらについては先生のご指摘のとおり、国内債券の比率が若干高くなって、外貨建ての資産が低くなります。また、これはあくまでも最適化の数字を、生の数字を出したので、先ほどご説明しましたように、短期の資産の比率は、地共済のポートフォリオの前提である3%と比較するために、3%と置いていますけれども、連合会の旧3階については当初は積立金の残高に比べて給付が少ないので、目標とする4資産での期待運用利回りも低くなり、この数字はまた違ってきます。さらに、これは平均分散で算出していますので、リサンプリング法や、下方リスクを見ながら、実際の運用の構成比については次回の委員会のところできちんとお示しさせていただきたいと考えておりますが、概ねこのような傾向の運用になるということは確かです。

【俊野委員】 ありがとうございます。それで、そのような現状を踏まえまして、旧3階のほうが開鎖年金で元本の確保が非常に重視されるという中で、その中の1つのご対応の方策として、国内債券の運用につきましては、1・2階部分についてはNOMURA-BPIを中心とした伝統的な運用を行うのに対して、旧3階については今総額2兆三千二百七十億円ぐらいのかなり完成されたラダー・ポートフォリオをお持ちになっていて、これを丸々旧3階部分の国内債券に充てるという方針ということですね。このラダー・ポートフォリオは、直利が2%ぐらいあるというご説明でしたから、そこで450億円ぐらいのインカム収入は確保されるので、これを旧3階部分の国内債券のポートフォリオとして、今後安定した給付の確保という形で中心に据えていきたいということでございますね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい、そういうことです。

【俊野委員】 ありがとうございます。そういう意味では、旧3階部分につきましては、基本ポートフォリオにもかなり許容乖離幅がありますので、元本を減らせないですとか、給付の確保とか、インカム収入の確保とかが要請されるな

どの閉鎖型年金としての要請がありますので、今後マネジャー・ストラクチャーの工夫をしながら、6兆円の資産を保全しながら、なるべく長く安定した給付を賄っていくというのが当面の重要なテーマになるかと思いません。

そこで重要な前提条件ということになるのですが、旧3階部分について大体2,000億円ぐらいの給付が毎年発生して、それを賄っていかないと資産が減っていくということではよろしかったですか。

【浅野会長】 特に給付の金額ですね。

【篠田運用企画課長】 地共連からいただいております推計値にて申し上げますと、1回当たりの年金給付、旧3階にかかわるものにつきましては約330億円程度でございますので、トータルいたしますと、年間で約2,000億円ぐらいではないかと思っております。

【俊野委員】 ということですね。そうしますと、6兆円ぐらいの資産に対して2,000億円ぐらいということですから、3%強は給付として賄っていかないと減っていくということではございますね。ですから、2,000億円分の中の450億円ほどは先ほどのラダーの中でとりあえず確保できていますので、あと1,500億円ぐらい確保できると、減らずにそのままいけるというような形なのかなと思います。

そうしますと、国内債券につきましてはこのような形でラダー20年のポートフォリオを国内債券に充てるということで、給付の確保を図るとすると2,000億円分の450億ということですから、まだ足りないこととなります。このままだと減っていく可能性があるということになりますと、私の意見ですと、国内債、株式、それから外国株式等のほかの資産につきましても、やはりできることならば元本を減らさないとか、インカム収入を確保するとかいう工夫をできるだけしていくことによって、株価変動とか為替リスクの変動の影響を受けにくい旧3階の運用にふさわしいマネジャー・ストラクチャーになるのではないかと感じております。

そのため、先ほどPEとかインフラ等につきましては今検討されている途中というお話であったのですが、例えば私募不動産ですとか、PE、インフラ等も含めまして、国内株式、外国株式の代替的な資産として、元

本が減りにくい、安定したインカム収入が見込める、そういう資産をある程度確保して増やしていく努力をすることによって、旧3階の運用にふさわしいような運用に近づいていくのではないかと感じています。国内株式、外国株式等に関しては、ある程度一般的な資産も入れておきませんと、資産が減っていったときに、給付の取り崩すときに困ってしまいますので、そういう取り崩しが可能な流動性の確保というのはある程度必要かと思いますが、今後20年、30年というふうに長期間運用されていくと思いますから、その間、流動性がなくても安定したインフラ的なものというのはある程度の比率は投資できる余地があると思います。そこで、私の希望としましては、旧3階部分のエクイティー部分につきまして、そういう類いの資産も、できるだけ工夫して取り込んでいくということを1つ目標として、今後1年、2年かけてご検討いただければというのが私の意見でございます。

長くなって申しわけないのですが、以上です。

【浅野会長】 先ほどの事務局の説明では、とりあえず主要4資産でポートフォリオを構成することを最初に目指すという説明だったのですが、今、俊野委員のご発言は、それ以外のインフラとか、インカムをちゃんと獲得できるような資産を組み入れることをもっと早く検討しろというご意見でしょうか。

【俊野委員】 拙速もいけないでしょうから、非常に長い期間の運用になりますので、当初は通常の運用でいいと思うのですが、少しずつ時間をかけて調査しながらです。やはり、オルタナというのはそれなりのリスクがあることも事実でございますので、そういうリスクも見極めながら、二、三年かかってもいいと思うんですけども、そういうものを組み込んで増やしていくことも努力目標として入れたらいいのではないかと趣旨でございます。

【浅野会長】 では、とりあえず4資産でやるということについては特に……。

【俊野委員】 はい。すぐにということではありません。方向性ということでございます。

【浅野会長】 その先のことをやはりなるべく早く検討してほしいということですね。

【俊野委員】 そうですね。

【浅野会長】 ありがとうございます。ほかにご意見……。はい。

【加藤委員】 今、閉鎖年金の話が出たので、私から1つ提案させていただきます。経過的長期給付に係る基本ポートフォリオ案において平均分散法でサープラスリスクの最小化をやっていますけども、必ずしもこの方法にこだわらなくても良いと思います。閉鎖年金の場合は、キャッシュフローがネガティブでどんどん減っていくということになりますので、基本的にいかにインカムを出していくかということが重要です。そのインカムを負債に対していかにマッチングさせていくのかという観点での最適化という方法も十分検討に値するのではないかと思います。従来の最適化にこだわらずにいろいろ検討されてみたらいいのではないかと思いますというサジェスションです。

【浅野会長】 事務局から今のご意見に対してお答えというか、何かありますか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 そういったことについても、どういうことができるのかということを検討して、次回の委員会のおきにお答えしたいと考えております。

【浅野会長】 ちょっと私から補足しますと、今、加藤委員がおっしゃったようなことをやろうとすると、債務というか、負債側の数字がないといけないわけですが、実はそれは当連合会が持っているわけではなく、地共連のほうで全体として押さえている、地共済グループ全体の数字で押さえているということなんです。しかも、運用は結局、最終的には資金のやりくりで全体のところにかぶってくることになりますので、そういう意味でキャッシュフロー・マッチングができません。

もう1つは、資産の額と負債の額は確定していませんが、リスクをとらないでキャッシュフロー・マッチングではどう見ても足りないので、そういう考え方を入れつつ検討するということは必要だとは思いますが、残念ながらそれではやっていけません。それにかわるものとしてこのサープラスリターンということで、負債側に必要な収益として賃金上昇率をあて、それを上回るようにリターン・リスクを計算して最適化をするという方法を考えたわけです。これだったら負債の状況がわからなくてもできるからということで、この方法をとっていただいているという状況です。

【甲斐委員】 今おっしゃったことに少し関係するのですが、サープラスの考え方を確認したいと思います。毎年ある水準のサープラスを確実に稼ぎ出すために

リスクを最小にしていくという考え方を言われていますが、実は各年各年のサープラスでなく、サープラスで大事なのは累積だと思うのです。累積でしっかり所与のものが余剰になっているかどうかということです。

ところで、賃金上昇率をターゲットにポートフォリオの最適化をしているということなんですが、賃金上昇率は景気の、どちらかというと後ずれの指標ですよ。それから、逆に景気動向指数の先行指標に、株価とか金利が入っています。ということは、賃金上昇率と証券の利回りにはかなりのタイムラグがあると考えられ、毎年はそんなに相関がなくて、少しずつしたほうが相関が強くなります。各年各年のサープラスを最適化するよりも、少し累積的あるいは移動平均みたいな考え方をするほうが、より適正な運用になると思われま。

具体的にはどうやるのか、今すぐには良いアイデアがないのですが、この方向を進めれば、ポートフォリオ・インシュランスみたいな、サープラスがたまっているときと、たまっていないときとの違いによってポートフォリオのバランスを考えるような手法にもつながってくると思っています。その辺はぜひ検討されたらいいのではないのでしょうか。

【浅野会長】 何か今のご意見に対して反応というか、ありますでしょうか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 10月からの運用に関しては今提示させていただいた考え方でいきたいと思っていますけれども、この件につきましても、28年の秋に積立金などが明確にわかるような時期になる際に、いろいろな考え方をまとめて、それまで研究していきたいと考えております。

【浅野会長】 今後の検討課題ということで、とりあえずご理解いただきたいと思いません。

【加藤委員】 非常に重要な課題だと思います。

【宮井委員】 今の件ですが、旧3階ですね。旧3階は閉鎖年金ですね？

【浅野会長】 そうです。

【宮井委員】 閉鎖年金ということはお金が入ってこない、出ていくばかりということですから、いずれなくなるわけですね。

【浅野会長】 まあね。

【宮井委員】 なくなる。それを目的としてどこまで引き延ばすようにするのか……。

【浅野会長】 いずれなくなるというのは、給付とちゃんとバランスして、もう制度が終わるという意味でなくなるということと、それから、制度的にはまだ払わないといけないけどお金が足りなくなってしまうという2つがあるのですが、前者の意味では間違いなくなくなります。後者の意味でなくなるかどうかは微妙なところですね。

【宮井委員】 ですから、連合会としてどれを目的にするのですか。

【浅野会長】 その前者の意味でなくなるのは構わないですね。制度として終了するわけで、ちゃんと払ってなくなるわけで。もちろん、そちらのほうが目標ですね。

【宮井委員】 ちゃんとなくなるという大変ですけども、なくなるということが一応前提にあるわけですね。

【浅野会長】 そうですね。それはどれぐらいですか。50年ぐらい、もっと先になるんですか。

そういう意味で、制度を終了するのにも、ちゃんと支払って完結してという意味での「なくなる」ということでは、それが目標だといえます。

【宮井委員】 そうですよね。そのときに、今、なくなるのが50年としましょう。これを長くすればいいのか……。

【浅野会長】 それは長くする必要はないわけです。50年で終わればいいわけですから。

【宮井委員】 必要ないですね。だから、そこでリスクをとる必要はなくて、ちゃんと支払うことが目的ですね。

【浅野会長】 ただ、今の大体の大ざっぱな見込みでいうと、リスクをとって運用しなければ約束の給付はできません。全然足りません。

【宮井委員】 それは50年間という意味ですか。

【浅野会長】 50年間でもそうですが、もっとはやくなくなる。

【宮井委員】 10年でも。

【浅野会長】 払えなくなって途中でなくなっちゃうということです。

【宮井委員】 それは10年でもということですか？

【浅野会長】 10年という意味ではなくて、今約束している支給額があるわけですよね。リスクをとらないでキャッシュフロー・マッチングをやったとしたら、

それは足らなくて、キャッシュフロー・マッチングはできません、やろうとしてもできませんということです。そういう意味では、ある程度リスクをとって何とか約束を果たしたいという状況に、最初からなっているということです。

【宮井委員】 そのときのどのぐらいリスクをとるかというのは、はっきりしないのですね、今のところ。

【浅野会長】 債務のほうが、債務と資産との関係がまだわからないから、そのところに踏み込んだ議論はできないということです。

【宮井委員】 したがって、当面はサープラスを一応前提にして考えるわけですね……。

【浅野会長】 そうそう。そうやれば大きくは外れないだろうということで、それでやりますという状況です。

【宮井委員】 はい。

【俊野委員】 今、私も同じような疑問を持っていたものですから、ちょっと数字を確認させていただいたところです。先ほどの議論でいきますと大体6兆円ぐらいあって、年間2,000億円ぐらいの給付が必要ですから、そうすると、50年分の給付を賄うためには、10兆円あれば50年間2,000億円ずつ払える計算になります。ですから、6兆円のお金をなるべく減らさないように頑張って、2,000億円ずつ払いながら50年間、ですから、10兆円相当の資産を長期的に確保できればいいということになります。ただ、途中で金融危機とかいうことがあって、6兆円が3兆円になるとかいう事態は避けなくてはいけないということで、元本の確保というのも非常に重要性が高いと思うのですね。ですから、6兆円で2,000億円ですから、何もしなくても30年はもつのですが、それを50年給付が賄えるように安定した運用を目指すということかと思います。そういう計算で、よろしいでしょうか。

【浅野会長】 ただ、もう1つ難しい問題は、これは全国市町村だけで完結しているわけではないということです。地共済グループ全体で、要するに共同で支給の責任を負っているみたいな、それは具体的には地共連が持っているファンドでということに最終的にはなるわけですが。ですから、こちらだけの部分を切り離して、債務はこれだけです、だからこうやって運用して、

この程度のリスクですよというわけにもいかないような要素もありまして、そこで地共連のほうでそれをどの程度把握して、どの程度のリスクをとればどれぐらいできるのかという、それを出してもらわないといけないんですけど、それが出ているという状況です。出ているからできないということですよ。

それと、もう1つ、先ほど来、甲斐委員からご意見がありましたけど、手法的にも債務との関係で、どれだけリスクをとって運用したらいいか、その都度その都度債務との比率によって多分変わってくると思うのです。変えないといけないと思うのですが、今のところ、そういう考え方を地共連というか、地共済グループ全体では出されていない。それは債務がわからない、債務と資産の比率がわからないということで出せない。ですから、そこら辺が明らかになれば、こうしたほうがいいのではないかと、我々はこうやります、だから地共済全体としてもそういうのを参考にしてやってくださいとか、そういう方向に議論を持っていけるのではないかと、思うのですが。

【宮井委員】 制度的には、地共済グループでどこかが足らなくなったら、地共連が補填するということになっていますよね。

【浅野会長】 そうです。単純な計算をすれば、こちらで集めた保険料の一部をもう既に地共連のほうに持っていつているのですから、どう考えてもこちらだけで全部賄えることにはならないわけで、いずれは地共連のファンドを当てにしないとイケなくなるのです。

【宮井委員】 そうですね。

【浅野会長】 そういう意味では、こちらだけで完結はできないし、地共連とちゃんと連携を密にして運用しないとイケません。しかも、それは負債の状況に応じてやらないといけないという……。

【宮井委員】 そういうことはできるのですかということですが。

【浅野会長】 難しい問題です。それができずに、今、地共連のほうでは1・2階部分と同じ基本ポートフォリオにしているから、ちょっとそれでは問題があるのではないかと、こちらのほうとしてはサープラス最適化をするということにしたわけですよ。

それともう1つ、こちらの制約条件としては、従来20年ラダーで債券部分を運用していたことがあります。1・2階部分は地共済グループ共通の認識としてNOMURA-BPIを使えということになっているので、従来のこちらの債券ポートフォリオを生かしつつ、1・2階部分の要請にも応えられるようにということで、20年ラダー分は旧3階部分に当てることにして、ラダー構築用としてもうちょっとデュレーションの短い債券の分は1・2階部分のほうに持って行って、NOMURA-BPIに合わせしていくという仕分けをすることにしたのです。

【宮井委員】 わかりました。ということは、地共連にまず旧3階部分について地共済グループ全体としてどのぐらいリスクをとるべきなのかというのを決めてもらわないと、こちらが対応できないわけです。

【浅野会長】 彼らはそれを決めたのです。1・2階分と同じ運用をします。

【宮井委員】 同じに決めたということですか。

【浅野会長】 ただ、ではこちらもそれを採用するかどうかというと、現実的な債券のポートフォリオの問題もあるし、債務の状況がわからない中でそれだけいきなりリスクをとっていったいいものかどうか。後で、今度また振り返りがあつたりすると、これは二重に無駄になってしまう。二重にも三重にも無駄な取引が生じるから、そこまではやらない。でも、やはり全体としての統一性が必要だから、幸いなことに基本ポートフォリオの幅はかなりあるので、その範囲内に入るようにということを1つの条件として、これによって全体との一体性は保ちつつ、債務との関係でとりあえずサープラスリスクの最小化という形でやっていけば、当面は大きく外れないだろうと考えたのです。改めて、債務・資産の状況が判明した時点で、どういうやり方をしたらいいか、また検討しましょうということです。

その際、どうも地共済グループ全体として、地共連といったほうがいいのかもわかりませんが、あまりいろんな新しい手法などを取り入れるようなことは考えられていないようなので、できたら、先ほど甲斐さんからいろいろ提案がありましたが、そういうようなものもこちらのほうとしては取り入れながら、地共連に対しても提案していったらいいのではないかと、こんなふうに考えております。これは私の考えなので、事務局がどうかわ

かりませんが、この当面の運用のポートフォリオを示されたということは、そういう考え方もあるというふうに理解しております。

【俊野委員】 今、会長からもご説明があったので、ちょっと補足なのですが、私が数回前に地共連さんの事務局さんから教えていただいたざっくりとした数字ですと、私の認識ですと、全国さんも含めた7団体全体で旧3階部分の資産が大体20兆円ぐらいあって、給付が5,500億円ぐらい、2.81%で回せない、減っていくというような数字を聞いております。

【浅野会長】 実質ですか。賃金上昇率を上回る……。

【俊野委員】 要するに年間の給付が約5,500億円ぐらいということですね。

【浅野会長】 回らないといけないという。

【俊野委員】 そうですね。そのくらいの給付分をインカム収入として稼げないと資産が減っていくということですね。ですから、私はそういう認識を持って、全体像を理解してきたものですから、その20兆の中で6兆円分を全国さんが持っていて、5,400億円の全体の給付の中で2,000億円ぐらいが全国さん分の給付だという認識です。ですから、それぞれの団体ごとに持っている資産が違いますから、早く枯渇するところもあるでしょうということ、全体の中で。地共済グループ全体では100年ぐらいもたせてほしいと言われているというご説明がありましたので、全国さんは、なるべくその中で長く貢献できればいいのではないかとというのが私の認識でございます。

【浅野会長】 こちらで勝手にいろいろ議論を進めていますが、事務局のほうから何か、今のこちらでの議論に対する反応というか、お答えや反論はありませんか。よろしいですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい。

【浅野会長】 それでは、ほかの……。はい。

【徳島委員】 すみません、幾つかコメントさせていただけたらと思います。まず、1点目としては、地共済グループ全体の枠組みというものが決められた中で、事務局にそれを踏まえた形で作成していただいた今回の基本ポートフォリオは、大変良く出来ているものと考えております。例えば、中心値はもともとモデルポートフォリオで書かれたものなので、これは変更しようがな

かったと思いますが、例えば乖離幅を地共済グループ全体の数値から変更するといった発想もあったはずです。実際に地共済グループの別の共済組合で乖離幅をもっとタイトに考えたらどうかということを検討したところもありました。現実的には、地共済グループ全体で採用している幅までということで運営するのが適切だと思いますし、許容乖離幅を意識して今後運用されること、例えば旧3階部分も含めていきなりこの中心値を目指すわけではないということが大事になると考えておりますので、今回の事務局案の1・2階及び旧3階の基本ポートフォリオの案についてはよく作成していただいたものと思っております。

ただ、1点、まずご質問ということで申し上げますと、平成27年9月末までの運用について、それと新しいポートフォリオ全体の話にもつながって来るわけですが、許容乖離幅の枠内にいつまでにおさめに行くのでしょうか。実際の取組みとして、どういったスケジューリングが必要なのでしょうか。例えば、被用者年金一元化のスタートする前である今年の9月末までに入れる必要があるのかどうか。地共連から何らかの指示があるものなのでしょうか。また、今議論させていただいている新しい基本ポートフォリオは、あくまでも10月からのもので、現行の体系下では、これまでの基本ポートフォリオが9月末まで有効なので、その許容乖離幅を超えることを、資金運用委員会で議論をして承認するのではなく、本当は、主務大臣の認可の範囲の中で行う必要があるといった形式面の整理もきっちりしておいていただけたらと思います。

それから、やや技術的な話になりますが、今回、旧3階と1・2階のベンチマークを変更されます。この点については、事務局には事前説明の際にもお話ししておりますが、特に外国株式のベンチマークを、MSCI KOKUSAIからオールカントリーにされることとなります。組入れ対象となるユニバースが拡大される中で、要するに、一番大きな影響としてはエマージングが入ってくることとなります。それを単純に先ほどあったマネジャー・ストラクチャーで、アクティブ・パッシブ比率を計算するし、いきなりMSCI KOKUSAIからMSCI ACWIのパッシブに変更することの是非について、ご検討いただきたい。拙速にやらなくてよい

のではないかと考えます。アクティブ・パッシブ比率を検討する中で、パッシブ運用の対象をMSCI KOKUSAIからACWIに徐々に変えていく判断が必要になるのではないかと考えています。したがって、マネジャー・ストラクチャーにおける検討とともに、それに対するリスク管理において、トラッキングエラーをどう認識するかといったところも含めて、当面の移行過程における管理についてご検討いただきたいと思います。

それから、最後になりますが、今回のGPIFのポートフォリオの見直しにおいて、機動的な運用の見直しを行うといった項目が入っています。これは米澤先生のお話を聞いていても、具体的なイメージはないということをおっしゃっていらっしゃいますが、せっかく許容乖離幅を持っている中で、例えば、先ほど申し上げた中心値に持っていくことを見送るという意味で、活用できるのではないかと考えています。実際、この委員会では2年ぐらい前でしたか、ダイナミック・アロケーションですとかの検討ないし研究も事務局で行っていらっしゃいましたので、引き続き頭の片隅に残しておいていただき、新しい基本ポートフォリオ体系への移行する過程及び完了した後に、機動的な運用を採用する余地、オルタナティブ投資への拡大と並ぶ形で、取組む余地を残しておいていただけたらと思います。

長くなりましたが、以上です。

【浅野会長】 ありがとうございます。では、事務局お願いいたします。

【篠田運用企画課長】 それでは、私から1つ目の投資行動に関しましてお答えをさせていただきます。先生ご指摘のとおり、いつまでにとのことですが、私どもが今考えておりますのは、先ほどご説明させていただきましたように約7,000億円の国内債券を売却していかないと、そのポートフォリオの許容乖離幅の中には入っていけないということもございますので、この7,000億円の売却をいつから開始するのかと考えた時、なるべく早い時期に解消したいということもございまして、今回ご相談をさせていただいているところでございます。最終的には今年度末に許容乖離幅の中に入りたいと考えているところでございます。やり方につきましては当然総務省とも相談しながら、協議させていただきながら、先ほども申し上げま

したように四半期ごとの投資計画、運用計画というものをつくっておりますので、それは総務省と協議をさせていただきながら、今までもやっておりますので、引き続きそういったことを行っていきたいと思っております。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 2点目のエマージングについてですけれども、現状外国株式の中でエマージングは0.4%程度というような状況になっていまして、今ある外国株式の資産の中ですぐに0.4%からマーケットウエートの10%にもっていくということではなく、外株のほうにかなり資金を投入していくなかで、つまり中心値からの乖離は外株も10%以上も開いているので、追加資金を入れる過程の中で、エマージングについても順次増やしていくことを考えています。既存のファンドを0.4%から10%にするということではなくて、追加資金の中で増やしていくことを考えていくので、一挙ということは今のところは考えていないような状況です。

3点目の機動的な運用については、一般的に機動的な運用といいますと、マーケットの状況を予想しながらウエートを変えていくというような感じに捉えられますけれども、我々、委員会の中で先ほども徳島先生がおっしゃったように、ダイナミックなアロケーションや、リスクベースのところはどういうふうを考えていくのかとか、積立金と負債との関係でアロケーションを考えていくという、どちらかというともう少し広い意味での、中心値でない運用ということを考えています。

あともう1つは、旧3階については、今ラダー20年のポートフォリオで運用を行った場合、中心値と違ったウエートが出てきます。旧3階についてはそういう考え方が当面行われて、負債と積立金の水準がはっきりした場合は、積立金と負債の関係でのアロケーションの変更というのもあり得るのかなということを考えております。

【浅野会長】 よろしいですか。平成27年9月末までの運用について追加で質問というか、確認をしたいのですが、一応9月までは今の基本ポートフォリオは生きているから、それを尊重するというのでよろしいのでしょうか。ですが、それ以降、最初に数字を来年度末に発表するときに、新しいモデルポートフォリオの範囲内に入っている必要があるので、3月末までにはそ

れに合わせていく方向にしたい。こういう理解でよろしいでしょうか。9月までについていうと、積極的に買い増したり、売ったりはしないけど、自然体で今の基本ポートフォリオの乖離許容幅から超えたとしても、それはしようがなく、リバランスをするようなことはしないという理解でよろしいでしょうか。

【篠田運用企画課長】 先ほど来ご説明させていただいておりますが、本来であれば9月までは自然体でということで私どもは考えておりましたが、やはり7,000億の売却となりますと、少し早目に手当てをしていきたいと考えておりますので、今回もご協議をさせていただいているところであります。

【浅野会長】 そうすると、債券の売却については、どこかこの、ここに書いてあるのは10月以降ですが、必ずしもそれ以降ではなくて、その前から取りかかるということですか。

【篠田運用企画課長】 はい。できればその前から手当てをしていきたいとは考えております。そういった意味で、現行基本ポートフォリオの許容乖離幅を超えて行うことを許容するというようなところをご協議いただいて、お認めいただければということで、今回ご相談をさせていただいているところでございます。

【浅野会長】 今のように9月より前からもう取りかかるということですが、よろしいですか。国内債券を7,000億円売却するほか、外国債券と外国株式を買い増すということですが。

【加藤委員】 具体的なスケジュールは、さきほど徳島さんがおっしゃっていましたが、少しずつ売りたいから始めるということですね。そのスケジュールは決まっているのですか。

【篠田運用企画課長】 現在第1四半期の資金運用計画については、総務省と協議をさせていただいて今実行しているところでございますが、したがって、やるとするならば7月以降、第2四半期からを考えておりますので、また、そこは現実のキャッシュフローを見ながらつくらせていただきまして、総務省と協議をして、少しでも早く手当てをしていきたいと考えております。

【浅野会長】 という方針ですが、よろしゅうございますか。ほかに……。
加藤さんから、どうぞ。

【加藤委員】 リスク管理について1つお伺いしたいと思います。移行過程も新しい体制で新しい基本ポートフォリオに移った後もそうですが、当面、乖離幅はかなり広いと思います。これまでもリスク管理の最初に説明していただくところで、基準値でリスクを見ているわけですが、乖離幅が少なければリスクの中央値を見えています。しかし、これだけ乖離幅が広いと、どのようにリスク管理を考えていくのかということについて何かお考えがあれば教えて下さい。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 やはり基本的な基準というのは、中心値のリスクをベースにして、それに対してどのぐらい乖離をしているのかということを考えていくことだと思います。また、例えば旧3階でいえば、実際の運用については中心値と違った構成比を目安に当面運用していくのであれば、次に違った目安に対してどうなのかというような考え方でいくということだと思います。また、1・2階のほうでは、例えば中心値に近づくところまで時間を要する場合は、移行的な目安に対してどうなのか。基本的には中心値に対してというのと、次には2番目として移行的な構成比に対してどうなのかとか、そういうような感じで考えようと思っています。その辺についてはぜひ委員会の委員の方々にご意見やアドバイスをいただければということで考えておりますので、よろしくお願いします。

【浅野会長】 では、また個別にでもアドバイスをお願いいたします。
甲斐さん、どうぞ。

【甲斐委員】 2つ確認というか、お聞きしたいことがあります。1つはマネジャー・ストラクチャーについてのアクティブ・パッシブ比率です。例えば α とか Δ が少し違っただけでも最適な比率が大きく変わってきますよね。特に α の影響がすごくセンシティブです。そのほか、経過的長期給付に係る基本ポートフォリオ案でも最適化がなされていますが、債券の利回りのわずかな変化が債券の組み入れ比率を相当変えます。こういうことはよくある現象で、期待効用における最適化にはリターンの推定に過敏に反応し過ぎるという問題を抱えており、参考として利用するのはいいのですが、やっぱりアクティブ比率の一番の決めどころというのは定性評価だと思います。アクティブの源泉が妥当であるかを丁寧に見きわめながら採用を決定する

べきで、あまり最適化手法に固執しないほうが私はいいと思います。特に、過去の α が精度高く推定できるとはとても思えないのです。統計的検定の観点からも、少ない過去データから、ほとんど意味のある α はとってこれられないはずですね。ということで、アクティブ比率の検討については実績データの持つ危うさをぜひ考慮していただきたいと思います。

それから、厚生年金保険給付に係る基本ポートフォリオ案の想定運用期間ですが、地方公務員共済も連合会のも25年と書かれています。この25という数字が非常に荒っぽい数字で、問題はこの25年が何に影響するのか、そのロジックですね。例えばポートフォリオの資産バランスに影響するのか、後の記述を見ても何も出てきません。だから、この想定運用期間とは実は何のことなのか、これはリスクにどうつながっているのかというところを明確にしないと、言いつ放しだと、1つの混乱のもとになりかねません。25年間でリスク・リターンをはかるとなれば、また全然違う話になってしまいます。

もう1つは、リスク管理の件で、毎回同じことを言っていると言われそうですが、いろんな指標をはかられていますよね。トラッキングエラーからベータ、B a r r aとか。毎月大変な苦勞をしながらやられていると思いますが、これはモニタリングというプロセスで運用管理の中の一部の話に過ぎません。管理全体がどうなっているのかについての説明が不足しています。例えばフローチャートをイメージしていただくと良いのですが、この数字がこうだったら次にこれを確認して、それでこうアクションをしてというような、まさにプラン・ドゥー・シーが連携しながら回っているようなものが理想です。その中に指標モニタリングがある位置づけを与えられていることにすべきだと思うのです。いつもモニタリングの話が中心で、数字でこうです、こうです、規定の幅に入っているから問題ないですというの必要ですが、もう少しそこを脱却していただきたいと思います。

【浅野会長】 何かお答えはありますでしょうか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 アクティブ・パッシブ比率に関しましては、過去の α とトラッキングエラーを用いて算出していますけれども、その α につ

きましては当然過去の数字をそのまま使うのではなく、前回のときにもそうでしたが、ある程度割り引いて使っています。甲斐先生のおっしゃるとおり、過去の α 、例えば過去の α じゃなくて、これよりも難しいと思いますが、将来的にこのぐらいの α だろうという入れ方もできると思います。使っている α については一応定性的なところを入れて考えていくようなことを前回も行っていきますし、今回もそれをさらにまた新しいアイデアがあるのでしたら、それを踏まえていくことになろうかと思えます。

2番目の想定期間については、今回モデルポートフォリオのほうで25年間という話があって、それを同じように使っていますが、先生のおっしゃるとおり、想定運用期間によっては当然期待リターンもリスクの考え方も違ってくるので、今回はそういう大きな枠組みの中で行っていますが、そこはやっぱりその影響を考えながら、先ほどお話ししましたリスクベースのウェイトを検討するとか、リバランスをするときは長期の25年間でなくて、足元のリスク水準とかを見ながら行っていくとかいうのも考えていくこともあり得るのかなと考えられます。

3番目のリスク管理についてなんですけれども、現状は確かにいろんな指標を見ていますが、今一番我々が何を見ているかということ、トータルリスクを見ています。トータルリスクが我々の設定している幅を超えたときに、その理由はどういうことなのかということで、ブレークダウンをするために資産配分とかトラッキングエラーとか、あとはそれぞれの資産のボラティリティとか、あと共分散とかいうのを見ているというような形で、基本的なものについてはトータルリスクを中心に、その原因についてはどういうものになっているのかという体系で考えていますけれども、そこのところはきちんと次回のリスク管理のところあたりで、もう少し体系立った内容にできればということを考えております。

【浅野会長】 よろしゅうございますか。

【甲斐委員】 私も経験があるのですが、リスク指標を計算することが日常的な仕事になってしまい肝心の思考が停止されてしまうんです。要するに膨大な計算になればなるほど、それで仕事をしたという気分になってしまいがちです。実はリスク指標は1つの材料にすぎず、全体がどういう状況なのかという

のを幅広い情報源から考えていただくことをお願いしたいと思います。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 すいません、委託運用のモニタリングの観点からちょっと補足させていただきたいんですけども、この委員会でも毎回モニタリング状況ということで資料をおつけして、そのまま大した説明もせずというご指摘はずっといただいていると、これは十分認識しております、今回、例えばアクティブ運用機関を増やしていくとか、新たな投資手法を入れていくといったときに、一義的には先ほど鈴木が申し上げたようなポートフォリオ全体のB a r r aではかったトータルリスクというのを1つの目安にしておりますけれども、例えばアクティブ運用機関を10社、20社とりました、スタイル分散を考慮してやりましたとあって、各社ごとの運用が適切に行われていたとしても、合成の誤謬じゃないですけども、全部を合わせてしまうとパッシブに近い形になっていましたということでは全く意味がないと思いますし、あと、例えばトラッキングエラーは当然見ていくにしても、先ほど国内債券のポートフォリオのところでベータ値が低いですというお話をしましたけど、トラッキングエラーというのは確かに上と下と同じ確率で見ているということなので、いわゆる感応度とかリスクの状況という意味ではやはり並行して見ていくものだろうということ等々を踏まえ、もう少し体系化して、この一元化にあわせて我々としてのやり方も明瞭化していきたいと。かつ、それを随時ご報告できるようにしていきたいと、そういう趣旨でございます。

【浅野会長】 甲斐委員のご指摘は、業務が日常化して、ただ数字を計算するだけにならないようにしてほしいということですので、その点は留意して運営していただきたいと思います。

それと、今の甲斐委員のご指摘というか質問に対して、私のほうから追加でコメントしたいと思うのですが、なぜ25年かというのと、これはほとんど根拠はないのです。今後金利が上がるという見通しになってはいますが、その結果、10年ぐらいとると債券はマイナスになってしまいます。その後は、プラスのリターンになるので、ここを何年とるかによって平均のリターンは変わってくるのです。30年とると、もうちょっと債券のリターンが高くなります。これはうがった見方ですけど、25年にしたのは、こ

れぐらいにするとちょうど目標のアセットアロケーションになるという、こんなことで数字ができていないということではないでしょうか。これは我々が今さら議論できることではなくて、もう枠としてはめられているので、疑問に思ってもできないのです。これが残念ながら現実です。

それから、アクティブ・パッシブ比率については、どういう計算をしたか詳細は省きますが、相当注意してやられていると理解しています。日本株は40%のアクティブ比率という目標があり、だいたいそれに沿ってアクティブマネジャーを採用していたのですが、最近一部を解約して、それがパッシブになっているため、今はアクティブ比率が半分ぐらいになっているのです。10%から20%程度まで下がっているのですか。本来だったらマネジャーを選び直してアクティブをもう少しやったほうがいいのですが、新たにスマート・ベータを入れる、公的年金全体の流れの中でそういうものを入れないといけないということになってきますので、そのスマート・ベータの取り扱いをアクティブにするのか、パッシブにするのか、そこのところを含めてもう1度組み直さないといけないので、とりあえずはパッシブ・アクティブの現実の比率はいじらないで、改めてスマート・ベータを入れてどういう比率にもっていくか、考え方は同じなのですが、具体的な数字は変わってくるだろうから、そのときまで現状からあえて変えないということですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい。

【浅野会長】 ということで、一応ご理解を願いたいということです。

失礼しました。俊野さん、どうぞ。

【俊野委員】 すいません、今先生からご指摘のあった点、ちょっと私は気になっておりました。現実的な状況は、指定都市共済組合さんから約1兆円のお金が入ってきて、現状はバランス運用中心というお話でしたから、多分そこら辺の資金も踏まえまして、今パッシブ比率が一時的に高いので、アクティブ運用機関の採用とか、具体的な運用の段階で相当大変な作業がこれから待っていらっしゃるんだろうなどは容易に想像できます。そうしますと、これからアクティブ・パッシブ比率を決めて、アクティブ運用を採用していく段階ということで、どこまでアクティブ比率を増やしていくかという

のは今検討されていることなののでしょうか。もう大体目安を決めて、現実的にこのポートフォリオ構築、採用の現状といたしますか、それがどういう状況になっているのかというのを教えていただきたいというのが1つあります。

それと、パッシブにつきまして、外国株式につきましては新興国株式の組み入れというのはそれほど急がないというご指摘はあったのですが、外国株式のパッシブはACWIの新興国が入っているほうに切りかえてもいいのではないかと印象を持っております。当面はMSCI KOKUSAIのままでいくという選択肢もありますが、私は新興国を含むACWIのパッシブファンドがありますので、ベンチマークの変更に合わせて、切りかえてしまっても全然問題ないとは感じております。それが2点目です。

それから、スマート・ベータの、今先生からご指摘がありましたけども、ファンダメンタル・インデックスということで、ベンチマークをTOPIXではない、時価総額加重ではないものを設定していきこうとするファンドがスマート・ベータだと思いますが、国内株式全体をそのように合わせていくということではないですよ。アクティブ戦略の1つとしてそういうファンドも検討していくということです。であれば、通常のアクティブファンドと同様に、TOPIXを上回る1つの方策としてそういうことも検討されているということかと思っておりますので、どのぐらいの比率までやっていくとか、そういうことかと思っております。そこら辺、各論ベースで恐縮なのですが、そこら辺の現状を簡単に教えていただければと思います。

【浅野会長】 お願いします。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 マネジャー・ストラクチャーに関しましては、アクティブ・パッシブ比率、今いろいろとご意見いただいておりますけれども、期待効用関数だけからでは極端な値になるので、それを現実を踏まえたという形で、これは次回の委員会でお諮りしようと考えています。実際のACWIに外国株式を移行するための委託機関の選定等も含めてですが、まだ確定的にどの段階でとは決めていないんですが、お金を順次追加していかなきゃいけない資産ですので、どのタイミングで切りかえるのが一番

無理ないかということは比較検討していきたいと思っています。

あと、外国株式に関しましては、例えばアクティブファンドを今後増やしていくにしても、必ずしもACWIのマંデートでなくても、先進国が得意な会社、エマージングが得意な会社というのはそれぞれあるかと思ひますので、それらを合計してといひますか合算して、全体がACWIの一定のトラッキングエラーの中に入っていくという構成ができるのであれば、それも1つの手法なのかなと考へておりました。まだこの辺は詳細が詰められておりませんが、今後検討していきたいと思ひます。

あと、スマート・ベータについてもご質問がございましたけど、これも先生のおっしゃるとおり、ワン・オブということで、従来から言われている時価総額加重型インデックスに対する是正といひますか、必ずしもそればかりではいかなものかということ踏まえての拡大ですので、このスマート・ベータを全体の何割ぐらいにするといひるのはこれからの議論ですが、あくまでも一部というふうにご認識いただきたいと思ひます。

【俊野委員】 ありがとうございます。これからポートフォリオの運用機関の構成とかは相当いろいろと動いていくかと思ひますので、3カ月に一遍とか半年に一遍でも構いませんので、どのような動きがあったかとかの現状もあわせて、委員会の中で簡単にサマリーしていただけるとありがたいかなと思ひております。以上です。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 承知いたしました。

【浅野会長】 それでは、ほかに。はい、どうぞ、いいですよ。

【宮井委員】 すいません、時間がぎりぎりになって申し訳ないのですが。リスク管理のところ、今まで私の理解では基本ポートフォリオに乖離許容幅があつて、この乖離許容幅におさまるようにといひのがリスク管理の基本であつたと思ひます。それだとわかりにくいので、ポートフォリオ全体としてその乖離許容幅から複合ベンチマークを計算して、トータルリスク全体でこの3.1%から何%の間におさまるようにといひるふうで計算されてきたと思ひます。しかし、今回のように幅が結構大きくなつてしまうと、までの目標のトータルリスクの範囲が随分大きくなるのではないかと思ひます。そうすると、リスク管理にならないのではないかといひる気がします。

要するに、幅が大きくて、どのようなことが起こっても、その幅の中に入ってしまうと意味がないと思うのです。今、管理上の目安で3.1%から5.4%となっていますが、これがもっと大きくなると、相当のことがあっても、何かその中におさまって、リスク管理にならなくなるような気もします。だから、そこをどうするのか。その他にもう1つは機動的に資産配分をやって、つまりタクティカルなアセットアロケーションをするという話もありますので、それと全体のポートフォリオのリスク管理とどう絡めるのかというのを、もう少し詰めるべきではないかと思います。それが1点と、もう1ついいですか。

もう1つ、マネジャー・ストラクチャーのところ、スマート・ベータの話がありましたけど、今、事務局からお話を聞いていまして、全体のポートフォリオをTOPIXは一応パッシブであって、それに対するアクティブな運用は全部アクティブ運用だという話でした。したがって、スマート・ベータもアクティブ運用であって、その中の手法で、インデックスにすることなので、そこでコストを多分抑えてやるということだと理解しています。したがって、ポートフォリオ全体については、TOPIXがあくまでもベンチマークであって、それでその周りにスマート・ベータという名のアクティブ運用があって、ただし、それはインデックス運用をするというようにまとめていただくと、もう少しわかりやすくなるのではないかと思います。全体の中でどういうふうにスマート・ベータを入れるのかというのを、そのようにまとめていただければと思いました。

【浅野会長】 何かお答えはありますか。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 前段のところのリスク管理につきましては、今、宮井先生のご指摘のとおり、当初この考え方を始めたのが、リーマンショックの直後に内外株式が大きく下落して、その当時の乖離許容幅の下限を割って、一方で国内債券が上限を超えちゃったという事態があったんですけども、その当時の市場のボラティリティですとか、やっぱり並大抵のショックではないぞというのがあって、それでいわゆるトータルリスクですとか、複合ベンチマークの履歴を見て、一時リバランスを見合わせると、弾力的な運用をするといったところが平成20年当時の議論でありました。

それがベースになって、今の体系ができたのは平成22年の今の基本ポートフォリオをつくったときなんですけども、トータルリスクといいますか、リスク総量を見るという着眼点を踏襲したと。当然のことながら、基本ポートフォリオというのがあって、そこが有効であるということであれば、その乖離許容幅の中に入っていれば、まずはよしとするんですけれども、その当時の反省なりもあって、現実のポートフォリオのリスク量を見ましよう。

かつ、もう1つは、基本ポートフォリオ自体は過去のリスクとか相関というのは一定期間の平均的なものとしてとっていますけども、B a r r aモデルを用いることによって、指数平滑法といいますか、直近の値により重きを置いた測定ができるという意義もあって、現状の形ができた。ですので、今後については中心値からは当然乖離してしまっていますし、許容乖離幅がこれだけ広い中で同じロジックではいけないだろうという意識はありますので、そこは少し工夫を凝らしたような形で検討していきたいと考えております。

あと、後段のスマート・ベータの位置づけについても、政策ベンチマークはT O P I Xですので、パッシブという流れをここでは大きく考えていますので、それをどういうふうな位置づけ整理をするのかというのは明記した上で、次回お諮りしていきたいと思っております。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 トータルリスクについて、おっしゃるとおり、リスク性資産が今まで26%だったのが65%になる、約2.5倍になるということで、絶対的な水準自体は当然高くなって、やはり幅も広くなることが多分想定されます。実際の運用に当たっては、リスク資産が増えるので、当然トータルリスクのぶれも、現実のポートフォリオのぶれも大きくなるということがあるので、幅が広がったとしてもある程度機能するのではないかと考えていますが、また、それについては具体的な数値を示しながら、皆様のご意見を頂戴して検討していきたいと考えております。

【浅野会長】 よろしゅうございますか。一応時間も予定をオーバーしていますが、ぜひこれだけは言っておきたいということがありましたら、挙手をお願いいたします。

よろしいでしょうか。

それでは、今日いろいろご意見いただきましたので、それらを踏まえて新しい基本ポートフォリオ、それから3階部分については、実行ポートフォリオというのでしょうか、そちらに向けて今後実行していただきたいと思います。と同時に、幾つか検討課題をいただきましたので、すぐにというわけにはいかない問題もありましたので、それは今後何年かにわたってということになるかとは思いますが、検討を進めていただきたいと思えます。

以上をもちまして、本日の議事については全て終了しました。以降の進行については事務局よりお願いいたします。

【杉田事務局長】 委員の皆様方には、お忙しいところ、ご出席いただきありがとうございます。次回の資金運用委員会ですが、6月19日を予定しております。また、今後、地共済グループの検討委員会の動きもありますので、7、8月に1回、さらに8、9月に1回という形で開催する方向で調整いたします。よろしく申し上げます。

以上をもちまして、第28回資金運用委員会を閉会いたします。ありがとうございました。

— 了 —