

第30回資金運用委員会

平成27年7月31日（金）

【杉田事務局長】 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30回資金運用委員会を開会いたします。

【杉田事務局長】 これからの議事進行につきまして、浅野会長によりしくお願いしたいと思います。

【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等について、事務局より説明をお願いします。

【篠田運用企画課長】 それでは、私から平成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。

お手元の資料をごらんください。平成26年度の運用状況につきましては、本年5月15日開催の第28回資金運用委員会におきまして、速報値によりご報告をさせていただいたところでございますが、決算後の確報値ができましたことから、今回資料としてお配りさせていただいております。特段数値等に大きな変更はございませんので、ご説明につきましては、省略をさせていただきたいと存じます。

続きまして、今年度、6月までの運用状況を取りまとめたものでございます。27年度の資産構成割合の推移をあらわしてございます。

27年6月末の時価総額の合計は10兆2,336億円で、27年3月末の時価総額と比較いたしますと、約3,031億円減少しているところがございます。これは、4月から6月の運用収益が約1,258億円のプラスだったものの、年金収支が約4,289億円のマイナスとなったことによるものでございます。

第1四半期の年金収支につきましては、4月分の掛金負担金が前年度分の未収金として計上されること、それから、掛金負担金につきましては2カ月分、年金支給は4月と6月の2回分となっておりまして、通常の前四半期よりもマイナスが多く出る傾向にございます。

27年度第1四半期の投資行動といたしましては、次期基本ポートフォ

リオを見据えまして、660億円を外国債券に投資運用しているところ
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、3%を下回ってございますが、国内債券と貸付金の合計での許容乖
離幅の範囲内におさまっているところでございます。

次に、修正総合利回りでございます。第1四半期は、国内債券の利回り
がマイナスとなりましたが、国内株式、外国株式の利回りがプラスとなっ
たため、全資産合計でプラスの1.22%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。平成27年度通期の超過収益率
です。外国債券がベンチマークを下回ってございますが、他の3資産はベ
ンチマークを上回っているところでございます。

まず、国内債券でございますが、ベンチマークの収益率はマイナスの0.
20%となっておりますが、この間、市場では残存6年程度までのゾーン
で金利が低下する一方、残存年数の長い債券の金利が上昇しております。
こうした環境のもと、残存年限の短い債券が中心のラダー型ポートフォ
リオ構築用ファンドが、ラダー20年のインデックスの収益率を上回ったこ
とが主な要因となっております。

国内株式につきましては、パッシブファンドがベンチマークを0.12%
下回っておりますが、要因といたしましては、信用リスクが高いとの判断
で保有していなかった銘柄による要因が1つ、それからファンドとベンチ
マークで収益率を計算する際の基準が異なるという技術的な要因でござい
まして、運営上問題となるものではございません。アクティブファンドは、
銘柄選択が良好で、0.68%のアウトパフォーマンスとなったことから、国内
株式全体ではベンチマークを上回っているという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通貨配分が振るわず、
アンダーパフォーマンスとなり、パッシブもファンドとベンチマークで採用す
る時価が異なっているという技術的な要因などから、ベンチマークを下回
ってございます。

外国株式は、パッシブファンドが配当に係る課税要因等でベンチマーク
を0.03%下回っておりますが、アクティブファンドが昨年度後半からの

好調を維持していることから、外国株式全体ではベンチマークは上回っております。

なお、連合会では、毎年年度末を基準日といたしまして過去3年及び過去5年の定量評価を行い、マーサージャパンのデータを用いたユニバース評価等も加味した委託運用機関の総合評価を行っておりますが、平成27年3月末基準で、解約や減額に該当する運用機関はございませんでした。したがって、委託運用機関の構成に変化は特にございません。

次に、平成27年度第1四半期のパフォーマンス評価要因分析でございます。収益率の合計ですが、連合会ポートフォリオは、プラス1.22%、ベンチマークの収益率はプラス0.85%、超過収益率はプラス0.37%となっております。

その主な要因は、ベンチマーク収益率の合計を大きく上回った内外株式の構成割合がオーバーウェイトとなったことによりまして、資産配分要因がプラスとなったことによるものでございます。

運用状況につきましては、以上でございます。

【事務局（原）】 続きまして、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。

ご報告の前におことわりといたしまして、現在、当委員会で今後のリスク管理のあり方について協議しておりますが、現時点では検討中の項目も多いことから、本日の資料は従来の形式での報告と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、市場が将来の変動率をどの程度織り込んでいるかを参照するため、毎月チェックしており、平成27年6月末時点では、3月末時点に比べ、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、3月末時点に比べ、短期、中期ともに低下いたしております。

これらの推移につきまして、インプライド・ボラティリティについては日経平均株価のボラティリティのグラフ、VIXのグラフで、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年から2008年のデータから算出した上下10%タイル値を設定しておりますが、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・ボラティリティにつきましては、短期、中期のグラフで、それぞれの期間のボラティリティを示しております。

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あります。上下10%タイル値の中におさまっております。

続きまして、相関係数の推移です。こちらは上段の安全資産とリスク資産の組み合わせによる相関係数は、前期末に比べ、緑の実線が示す過去5年ではやや相関が強まっております。

下段のリスク資産同士の組み合わせにおける相関係数は、前期末に比べ緑の実線が示す過去5年では、やや相関が弱まりました。

続きまして、長期給付積立金に係るリスク状況をごらんください。Barraモデルで算定した平成27年6月末の長期給付積立金全体のトータルリスクは、5.14%となりました。

推定トラッキングエラーですが、委託機関構成や各社ごとの委託額に変更はございませんが、国内株式、外国株式のアクティブでは、平成26年度末と比べて若干の低下が見られます。各社とも運用方針を大きく変更したとの報告は受けておりませんが、委託機関ごとのポートフォリオにおいても、ややトラッキングエラーが低下しているものが見られております。

ベータ値ですが、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。

長期給付積立金全体の推定トラッキングエラーの推移をごらんください。直近では、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り、平成27年3月末と比べて上昇しております。

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を示したものでございます。バリューアットリスクについては、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から、基

本ポートフォリオとの乖離が広がっております。

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。

【浅野会長】 どうもありがとうございました。それでは、ただいまの説明につきまして、ご意見やご質問等がございましたら、ご発言をお願いいたします。はい、どうぞ。

【宮井委員】 確認をさせていただきます。リスクモニタリングのところの「ポートフォリオ全体のトラッキングエラーは、次期基本ポートフォリオの方向性に沿った運営下にあるため、現行の基本ポートフォリオの資産構成割合から乖離が生じている」ということですが、これはどれを見ればいいのか。

【事務局（原）】 こちらにつきましては、トラッキングエラーの状況の表をご覧くださいと、トラッキングエラーの開きが確認できます。あと資産構成割合自体の乖離につきましては、27年6月末の構成割合を見ていただきまして、これと基本ポートフォリオである中心値のほうを見ていただいて、実際に何%と乖離は示してはいないのですけども、この差で開きを見ていただければと思います。

【宮井委員】 一応乖離幅は中に入っているということですね。

【事務局（原）】 はい、6月末時点では現行ポートフォリオの乖離幅内に入っております。

【宮井委員】 今の段階では入っているということでもいいのですね。資産構成割合から乖離が生じているということなので、何かずれたかなと思っているのですが、入っているということですね。

【事務局（原）】 入っております。

【宮井委員】 はい、わかりました。

【浅野会長】 よろしいですか。ほかにございませんか。

【加藤委員】 参考までに教えて下さい。先ほど国内株式のパッシブ運用のパフォーマンスのところで、マイナス0.12%の超過収益の理由として、信用リスクが高いものを除外するという話があったと思います。これはどのような基準で除外しているのかということと、それが連合会の判断なのかあるいは運用会社の独自の判断なのかということを教えて下さい。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 パッシブファンドの信用リスクのチェックですが、

これは実務的には全て運用機関のルールにのっとってやっていただいております。我々のほうのオーダーとしては、パッシブですので、なるべくインデックスに連動するよということなのですが、やはり投資資産の中で著しい元本棄損があると困るということなので、そこのところは十分チェックしてくださいということです。具体的に我々のほうから基準を示しているわけではなくて、運用機関の基準にのっとってやっていただいているということでございます。

【浅野会長】 よろしいですか。ほかにご意見は。はい。

【甲斐委員】 個々の問題ではなく説明の内容について一般論としてお願いがあります。パフォーマンスの要因や多くのリスク指標を説明していただいています。リスクとかリターンがどうなっているかということも知りたいのですけれども、それをどういう具合に評価しているか、例えば、この数字によって将来戦略の変更が必要なのか、あるいは要注意の状態になっているのか、数字の説明プラスそれをどう考えているか、それもできればつけ加えて説明していただければと思います。

そのほか、1点気になるのが相関係数で、これも毎回ほぼ同じような傾向の数字なのですが、ここに至っても円債とその他資産という2つのグループに分かれています。これは基本ポートフォリオの策定に用いた過程とはずれていると思うのですけれども、何か問題なのか、あるいは一時的現象なのか、これでよしとするのか、その辺の見解というのはいかがですか。

【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】 先ほどは5年のほうで説明させていただいたのですが、1年はかなり大幅にぶれ、過去からこういう傾向がある中で、5年のほうが結構落ち着いてきているということを考えると、特に問題ないという認識で考えております。

【浅野会長】 いいですか、ほかにごいませんか。はい、どうぞ。

【俊野委員】 甲斐先生のご指摘と少し関連するのですけれども、リスクモニタリングのところ、日本のインプライド・ボラティリティとVIXの推移が示されています。この図に、アメリカは30%ぐらいですか、ウォーニングサイン的な枠があって、今は落ち着いていて、特に問題ないかと思うのです

が、異常な価格変動が起こって、このウォーニングサイン的なところを超えたときに何らかのリスク管理的な対応をするという方針が今あるのかどうかを教えてくださいませんか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 このモニタリングしている項目については、ウォーニングのところを超えた場合は、その原因等、どういう理由で超えてきたのかというのをまず分析した上で、ポートフォリオ全体のトータルリスクがどうなっているのかということも見て、その上で判断していきたいと考えています。今超えたからすぐ何かするのではなくて、その内容をよく分析した上で判断したいという感じで考えております。

【俊野委員】 わかりました、ありがとうございました。

【浅野会長】 ほかにはよろしいでしょうか。

【加藤委員】 相関係数に関する質問です。過去1年間の相関係数の計算で、注のところに「過去1年間の相関係数は、月次収益率から算出した」とあります。これは12サンプルで計算したということでしょうか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 そういことです。

【加藤委員】 データのサンプル数をもう少し多くしたほうがいいのではないですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 そういこともあるので、5年の相関も見るようにしたというような経緯がございます。

【加藤委員】 それは理解しているのですが、例えば週次のデータを使うとか、統計モデルを使ってみるとか考えてみたらいかがでしょうか。1年間の測定はいいと思うのですが、月次ではサンプル数があまりにも少な過ぎるという気がします。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 わかりました。そこのところについては、前から12では少ないなと思っていましたので、今後のモニタリングのときには活用させていただきたいと思います。

【浅野会長】 ほかにはよろしいでしょうか。

【甲斐委員】 相関係数をなぜはかっているかという、全ての資産が同じような方向、特にマイナスの方向に動く、この状況をできるだけ避けたいという趣旨ですね。つまり、そのようなマイナスの方向に同時に動くような資産は、できるだけ持たないでおきたい、そういう意味ではともにプラスになるよう

なものとは逆に問題にしなくていいわけで、そうすると第1象限の部分でなく、やっぱり第3象限の相関の強さが問題になります。そこで、相関係数のはかり方も、局面局面に分けることが必要で、特に第3象限の部分がどんな相関係数になっているか、これは長期計画の中でも結構なので、一度はかってみられたらどうかと思います。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 わかりました。検討していきたいと思います。

【浅野会長】 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が、次期基本方針策定に向けた検討についてです。これについては、前回からの引き続きですので、まず前回の委員会において各委員からご意見のあった件についての回答というか、対応について、事務局より説明をお願いいたします。

【篠田運用企画課長】 それでは、私から、平成27年10月以降の運用についてご説明をさせていただきます。

前回の委員会で俊野先生からお話がありましたように、我々といたしましたは、前回の委員会で提出した資料につきましては、1・2階と旧3階の合算値をもとにお示しをさせていただいたところでございますが、ご指摘を踏まえまして、今回1・2階と旧3階に仕分けをしたものということで、改めましてお示しをさせていただいております。

1・2階と旧3階部分につきましては、この予算の策定時に使いました比率の49対51で仕分けをした場合の例といたしまして数字を作成してございますが、この割合につきましては、暫定的なものでございますので、この資料の数字、あくまでも目安ということでご確認をしていただければと思います。

それでは、仕分けにつきましては、まず国内債券でございますが、前回の委員会でもご説明いたしましたように、1・2階につきましては、ラダー構築ファンド、それから第2自家運用ファンド、指定都市の国内債券、キャッシュ対応ファンド、こういったものを仕分けするという整理をしてございます。旧3階につきましては、第1自家運用ファンド、構成組合員預託金の資産、それからキャッシュ対応ファンドということで仕分けをしてございます。また、貸付金につきましては、10月以降は旧3階の国内債

券に帰属するということになりますので、国内債券に含めて計算をしてございます。

それでは次に、1・2階部分のものでございます。連合会の基本ポートフォリオ案の上限でございます国内債券につきましては、50%を基本とするという点で、前回資料をお示ししたところでございますが、今回、国内債券、平成28年3月末に49%ということで置いております。ここは時価変動というものがございまして、構成割合の変動も考慮いたしまして、1%程度の今回は目安の資料でございますが、バッファーを確保するとさせていただきます、49%ということで置かせていただいております。

そういたしますと、6,200億円の売却というものが必要になってございまして、平成27年9月末までの売却予定額というものが、前回はお示しさせていただいたのは約7,000億円ということで置いてあったのですが、こういうバッファーも加味いたしまして、少し増えまして、国内債券は8,600億円の売却予定ということでお示しをさせていただいているところでございます。

さらに、ほかの国内株式、外国債券、外国株式の構成割合につきましては、モデルポートフォリオの下限に入るように追加投資を行っていきまして、国内株式については、外国株式と同程度の保有割合ということを目標に、モデルポートフォリオの下限、16%を若干上回る値として、ここに書いてありますように17.4%と、17%程度ということを目安にしていきたいと思っております。

短期資産運用等につきましては、必要最小限の短期資産といたしまして、年金給付1回程度が2,500億円程度でございますけれども、こういったものを参考に、構成割合としては5%ということで置かせていただいているところでございます。

次に、旧3階でございます。旧3階につきましては、前回の委員会で答申をいただきましたように、当面の運用ということで、国内債券については、Nomura BPI Ladder 20年に基づく運用を行うこととしております。資産構成割合につきましては、その際に期待リターン・リ

スク及び相関係数を用いて算出した数値を目標といたしまして、追加投資を行うということとしておりますので、国内株式につきましては、若干1・2階に比べ割合が高くなっているというところでございます。

また、短期資産運用につきましては、必要最小限の短期資産といたしまして、給付が少ないということもございまして、年金給付2回程度である1%程度を確保するというので、ここでは1.4%ということに置かせていただいているところでございます。

なお、この資料につきましては、時価変動を考慮していない点、また、現時点における推計値でございますので、調整に必要な金額につきましては、あくまでも必要な目安ということでご認識をいただければと思います。

追加投資につきましては、前回もご説明しましたように、キャッシュフローをもとに作成をしております四半期ごとに資金運用計画というものをつくっておりますが、総務省とも十分協議をしながら行っているところでございますので、今後も市場の動向を注視しながら、時間分散に留意して追加投資を行っていきたいと考えております。

私からは以上です。

【事務局（佐藤）】 続きまして、アクティブ・パッシブ比率についてでございます。こちらにつきましては、前回ご指摘をいただきましたアクティブ比率が固定的に目標とする比率であるように見えるとのご意見をもとに検討いたしました結果、結論部分につきましては、加筆修正をいたしております。

まず、アクティブ比率は固定的に目標にするものではなく、ファンドの評価の結果によってはその水準を下回ることもある旨を、ただし書きの形で明記させていただきました。

次に、国内株式につきましては、比率に幅を持たしていただいているところでございますが、その考え方について追記をさせていただいております。25から45%ということで、25%という数字を記載させていただいておりますのは、下限という意味ではなく、前回にもご説明させていただきましたとおり、スマートベータ等、新たな運用につきましては、段階的に投資額を引き上げていくことと、今後、リスクの比較的高い集中投資型のようなファンドやエンハンスド・インデックスなど、さまざまなリス

ク特性のファンドが検討対象となってくることが想定されますが、その組み合わせ方によって、同じアクティブ比率であっても、ポートフォリオ全体のリスク水準、リスク特性は異なってくることになりますので、比率に幅を持たせていただくということでございます。

したがって、今後予定しております公募の結果、良いアクティブファンドを多数採用することができた場合においても、45%近くまで引き上げるということではなく、先ほど申しましたように、組み入れるファンドのリスク特性等に応じて、アクティブ比率を弾力的に判断させていただく考えでありますが、その際の目安として25%以上という数字を持っておくということでございます。

下限を設定するものではございませんので、公募の結果、良いアクティブファンドがないということであれば、ただし書きの最後に記載させていただいておりますとおり、アクティブ比率が25%を下回ることもあるということでございます。

次の資料につきましては、修正後の全体の資料でございます。なお、結論部分の修正以外はございません。

ご説明は以上でございます。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 続きまして、アクティブ運用受託機関の選定基準についてです。これも前回、6月19日の委員会でご議論いただいたテーマですが、席上、徳島委員よりご指摘を頂戴しましたので、一部修正を加えましたことをご報告申し上げます。

修正箇所は、留意点でございますが、原案では、本基準での選定が適切でない場合には、別途取り扱いを検討としておりましたが、ご指摘としまして、今後、多様な商品を選定していくことになるので、ある程度は従来の基準とは異なる対応が必要となろうが、地共連が定める管理運用の方針案で、アクティブの選定基準に関しては、有識者会議の審議を経ることが明記されているので、何でも別途対応と見ると尻抜きの何でもできるように見えるということ、工夫をというご指摘でございました。このご指摘を踏まえまして、修正案のとおり、本基準の適用が適当でない項目につき、本基準の趣旨を逸脱しない範囲での弾力的な対応という形で、

文言を修正させていただきました。

本件に関しましては、他のご指摘はございませんでしたので、委員会後、徳島委員並びに浅野会長とご相談の上、本修正案にて確定させていただきたいということでご了解いただきましたので、ご報告をさせていただきます。

ご説明は以上です。

【浅野会長】 ありがとうございます。それでは、ただいまの説明につきまして、ご質問、ご意見等ございましたらお願いいたします。

【徳島委員】 まず、平成27年10月以降の運用について、ちょっとお尋ねしたいと思います。旧3階の部分、ここに平成28年3月末構成割合の目標の基本的考え方という欄がございます。ここに国内株、外債、外国株式につきまして、当面の運用の目安ということで、26%、10%、19%という数字をご記入いただいております。これについてこの運用委員会で何かオーソライズした記憶は全くないのですが、このあたりの数字の根拠、考え方、そのあたりについてご説明いただけたらと思います。

【浅野会長】 お願いします。

【篠田運用企画課長】 こちらにつきましては、旧3階の基本ポートフォリオということの議論といいますか、そういった検討の中で、私どもとしては、旧3階については、国内債券についてはラダーファンドを生かしながら運用していきたいということで、前回の委員会でご説明をさせていただきまして、答申もいただいているところでございます。そういった中で、その割合が資産構成割合として出てきているものが、ここに書いてある割合でございますので、当面の運用の目標ということで、目安としてこちらの数値を置かせていただいているというところでございます。

【浅野会長】 よろしいですか。基本ポートフォリオは定めなかったというか、債務が確定しないのでそこまでは決められないということで、その債務の代わりに賃金上昇率との相対的なリスクということで定めた当面の目標というのが、この数字になっているということです。

【徳島委員】 ですから、なぜこれが基本ポートフォリオの中心値ではなくて当面目標にする、すなわち例えば外債でいけば、中心値は15%であるのに当面は

10%でとどめるという判断をしたように見えるのですが。例えば10%というのが、平成28年3末の目標だったら理解はできるのですが、当面というのがいつの時点を指していらっしゃるのか。要するに中心値に持っていく時間軸まで全部当面として規定されていらっしゃるのか、そのあたりの意図をお伺いできたらと思います。

【篠田運用企画課長】 当面の運用の目安ということで先ほどお話をさせていただいたように、旧3階については、国内債券45%、国内株式26%、外国債券10%、外国株式が19%ということをございまして、私どもここに書いてありますのは、28年3月末はそういったその割合を目標に、少し1・2階とはちょっと違うのですが、少し国内株式を高め、それから外国債券等については10%というところがございまして、そこに合わせていきたいということをございます。

【徳島委員】 ですから、例えば国内株の中心値が25%であるのに26%を目標にするという、機動的な運用としての判断も何もしていない中で、事務局がそのような目標を置いていいのですかということを行っているのです。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 すみません、同じような説明になるかもしれませんが、管理運用方針の基本ポートフォリオの比率とは違った比率について、前回の委員会の際に、国内債券の運用をラダー20年とした場合の期待リターン・リスク、相関係数でサープラスの最適化を行ったものを当面の目標としていきたいと思います。そういった意味で、枠組みとしては管理運用方針の基本ポートフォリオの中心値とは違った比率について、28年の秋までは、積立金や負債の状況が明確でないが、28年の下半期に、その数値が出てから検証するまでの間は、先ほど説明がありました国内債券45%、国内株式26%、外国債券10%、外国株式19という数字を目標として運用していきましようということです。その途中経過として28年3月末はこういう数字で、28年度までの間は当面の目標である構成比で管理していきましようということで、この数字を置いているという認識でございまして。

【浅野会長】 何か。

【徳島委員】 3末は22.4%になる見込みだと言われていらっしゃるの、許容乖離

幅の中にあり、それはそれでいいかとは思いますが、中心値25%に対して26%を目標にすると書かれるとすごく違和感を感じますね。

【篠田運用企画課長】 失礼いたしました。前回の6月19日に答申をいただいておりますが、その際の表現を使わせていただきますと、当面の運用といたしましては、現行のラダー20年に基づく運用を行うこととし、その期待リターン・リスク及び相関係数を用いてサープラス最適化を行い、算出した資産構成比を目安として運用を行うこととするというご答申をいただいておりますので、そういった表現でここで目安ということを書かせていただいたということでございます。

【浅野会長】 よろしいですか。ほかに、どうぞ。

【俊野委員】 今、徳島委員からご指摘があった点と少し関連するのですが、旧3階のほうが閉鎖型年金で、本来であればリスク抑制的な運用をすべきところですが、1・2階部分と比べてむしろ国内株の配分が多めになっており、本来の趣旨から見て逆行するような印象を持ちます。

それから、おそらく地共済グループ全体の35、25、15、25という基本ポートフォリオと比べて、外国債券や外国株式が少し低めになっているとか、少し違う目標を置いています。この点は、何らかの説明が求められることになるかと思うのですが、そこら辺はこういう方針でやっているからというご説明になるのでしょうか。その2点お願いいたします。

【篠田運用企画課長】 今、徳島先生、それから俊野先生からもご指摘ございました。あくまでここは目安といいますか、推計でございます、ご指摘を踏まえまして、追加投資の金額等々については、またこちらのほうで検討していきたいと思っております。

あと、当面の運用の目標といいますか、当面の運用のやり方につきましては、当然、今後、規定をしていく基本方針、こういったところでも書いていかなくてはいけないと思っております。

【俊野委員】 すみません、今当面の目安という表現でご指摘いただいたのですが、国内株の比率は、1・2階部分が17%で、旧3階は26%を目安とするということで、9ポイント違いが出ていますね。当面の目安という表

現だと、ああ目安だなということなのですけれども、この9ポイントの格差というのは、これだけ大きく違くと相当運用の内容に大きな違いが出てくると思うのですけれども、あまり気楽なことではなくて、かなり大きな意思決定であるような印象を受けます。徳島委員のほうからのご指摘がありましたけれども、委員会の中で旧3階のほうを、国内株を9ポイントも高めに設定した運用をすべきだというような、そういう強い判断があったとは私も記憶していないのですけれども、ここまで大きな意思決定を委員会の中でしていたのかどうか、そこを改めてご確認させていただきたいと思います。

【浅野会長】 基本ポートフォリオの取扱いと、それに関連して当面の運用の目標の位置づけについて、委員の皆さんの中で少々混乱があるようなので、私が確認のために整理します。1・2階部分については、基本ポートフォリオは4省庁が決めたモデルポートフォリオどおりにするということが決まっています。旧3階部分については、地共連はモデルポートフォリオどおりと示したのですが、債務の状況がはっきりしない中では、それはリスクをとり過ぎになる可能性が高いと思われるので、当連合会では基本ポートフォリオは作成せずに、債務がはっきりして基本ポートフォリオをもう一度見直すときまでは、当面の目標とする運用をサープラス最適化で求めて、先ほど事務局のほうから説明がありました国内債券45%、国内株式26%、外国債券10%、外国株式19%にするということを、この委員会でも一応承認しております。

ですから、それに向かって旧3階部分は早めにやるということで、株式の比率が1・2階のほうはそんなにすぐには持っていかないから、ちょっと先に株式の比率が高まっている。こういう状況だということですが、よろしいでしょうか。

【俊野委員】 すみません、そうすると今お伺いしていて、通常は今の配分比率から少しずつ株の比率を増やしていくというのが、直感的には普通ではないかと思うのですけれども、それを超えて国内株の比率が26%まで行っちゃっているじゃないですか、飛び越しちゃっていますよね。今改めてこの比率を見ると、旧3階部分の国内株式の比率の目安を26%にしてしまうとい

うのは、暫定というわりには少し大胆な印象を持ちます。

【徳島委員】 浅野先生は何か今、事務局の詭弁をそのまま言っているような気がするのですけれども。

【浅野会長】 そんなことないですよ。

【徳島委員】 今、例えばこの資料の旧3階の市町村連合会の基本ポートフォリオ案というのが35、25、15、25と書いてありますよね。基本ポートフォリオをつくらないなどという説明は、我々は記憶しておりません。

【浅野会長】 つくってないです。

【徳島委員】 いや、資料に書いてありますよ。

【浅野会長】 ああ、これは。

【徳島委員】 違うのですか、事務局。

【浅野会長】 案と書いて、事務局としてはこうしたいようだけれどもそれは決めていません。

【徳島委員】 案と書いてあるではないですか。

【浅野会長】 そうですね、これは消していただく必要がありますね。

【徳島委員】 だから、おかしいと申し上げたのに、それがこんなものはつくってないと今会長がご説明されるのはおかしいではないですか。この資料を差しかえてください。

【浅野会長】 いや、決めていません。

【徳島委員】 決めてないのに、じゃ、なぜ案がここに書かれてあるのですか。

【浅野会長】 そうですね、これはちょっとまずいですね。

【徳島委員】 でも、前回諮問したのには何て書いてありましたか。我々は、最適ポートフォリオは確かにこういう比率になるかもしれないという事務局の計算を拝見しました。ただ、地共済全体で35、25、15、25にするという基本ポートフォリオを地共済全体でつくるので、それに合わせるのは別に構わないと思いましたが、基本的にはこれが基本ポートフォリオ案だと書かれることに違和感を覚えていません。逆に、最適ポートフォリオだからそれが当面の目安だという事務局の説明は違和感を覚えていると、最初から申し上げているとおりで。この委員会としても、それをオーソライズした記憶は少なくとも私も俊野委員もないと申し上げているのが現状

です。

【浅野会長】 それは逆じゃないでしょうか。事務局からサープラス最適化の計算は出ました。それで、それに基づいて当面の運用はこれでやりますということ、この委員会では承認しております。基本ポートフォリオについては、逆にここでは計算はしていないわけです。モデルポートフォリオどおりというのと同じような計算はしておりません。もともとそこで違いが出たのは何かというと、債務が確定しない中でどうするかということでの見解の相違で、地共連の示したものとこちらで考えているのが違っているということですね。ここでは債務がない中で、サープラスの最適化を使った当面の目標というものを決めたという、それだけです。基本ポートフォリオについては、旧3階部分については決定はしておりません。そういう意味では、ここでの記載には少し誤りがあるということになるろうかと思えます。

【徳島委員】 だったら、逆に基本ポートフォリオと当面の目安の関係をもう1回きっちり議論しておかないと、来月の委員会で基本方針が決められないと思うのですが、事務局はいかがですか。

【篠田運用企画課長】 基本方針につきましては、その専門的な知見を有するということについて、基本方針については有識者会議の議論を経るということで整理をされておまして、基本方針全体についてはということではなくて、先ほど申しあげましたように部分部分といいますか、専門的な知見を有するところということなのです。

【徳島委員】 ですから、基本ポートフォリオに対して株式のリスクが高い水準を目標とすることについて専門的な知見から我々はこれでいかなものかと申し上げているのに、それを事務局が勝手に突破する権限はないと思いますが。

【浅野会長】 そんなことはないでしょう。当面の運用としてサープラス最適化でこれをやりますということで、前々回ぐらいですか、議論して当面の運用ということでは確定しているわけです、当委員会ではね。

では、国内の株式が高まっているのは、なぜそうなっているかということ、債券の比率が高いわけですよ。その分だけ1・2階部分とくらべて、外国債及び外国株のところは減っているわけです。それはそちらのほうのリスクがより大きいからというか、特にサープラスの関係で見れば、外国債券

のリスクはより大きく出ますよね。その分だけ国内の株が増えると同時に債券が増えるという形で、全体としてのサープラスのリスクは抑えられるという形になっています。そういうことで、この委員会では、この案で当面行きましようということにしたわけです。

逆に、旧3階については、基本ポートフォリオとしての議論はしておりません。地共連から地共済全体としてはこうしたという、そういう要請があるということは説明していただきましたけれども、基本ポートフォリオとして旧3階部分の基本ポートフォリオをどうするかということについては、ペンディングにしたままです。それは債務がはっきりしないことには何とも言えないので、基本ポートフォリオとして長期間維持するものとはできないということですね。当面ということでサープラス最適化の結果を持ってきているわけです。それが先ほど言われた45、26、10、19という数字なわけで、それを目標にして今回やっていきますということです。

【徳島委員】 ということですので改めて確認させていただきますと、当全国市町村連合会におかれましては、旧3階については、地共済のつくられた基本ポートフォリオ案を採用しないということですね。

【平沢財務部長】 すみません、連合会の基本ポートフォリオ案というところの数字と、当面の運用というものが併記されている状態でございますので、そこで大変、今、委員の先生方に混乱といいますか、わかりにくくさせてしまっているかなと思っております。そこはおわび申し上げたいと思います。

その上で、繰り返しになりますけれども、当面の運用につきましては、前回の6月19日のこちらの委員会の際の資料1のほうで、旧3階に係る当面の運用ということで、先ほど来ご説明させていただいているサープラス最適化をすると。ラダー20年を生かした運用をさせていただくと。旧3階の当面のその特性なり状況を踏まえてさせていただきたいということで、国内債券から各4資産についての数値を書かせていただいて、ご審議をいただいたと我々は理解しております。ご審議いただいてご了承をいただいたと受けとめておりますので、そのところは何とぞご理解いただければと思っております。

一方で、基本ポートフォリオについてどうするかということにつきましては、その基本方針ですね、ご指摘ありました基本方針の扱いも含めて、また改めて整理させていただいた上で、どのように委員会の場にかかわっていただけるかということも踏まえて、ご相談させていただいた上で、次回の委員会に審議していただければと思っております。

きょうは冒頭申しましたように、併存状態になっておりますので、そこは、すみません、わかりにくくなっているところは重ねておわびをさせていただいた上で、実際のその運用としては、当面の運用を目安として、今年度末に向けては、そこに書かせていただいた数値を、今後いろいろな変動調整はあると思っておりますけれども、数値上はこういうことでこんな傾向になるということをご理解いただければと考えております。

以上でございます。

【浅野会長】 いかがですか。

【徳島委員】 たしか地共済のグループ、地共済全体の管理運用方針の中で、基本ポートフォリオは管理運用の方針に含むと書いてあったような気がするのですが、管理運用の方針をこちらはつくられるけれども、基本ポートフォリオは書かないということですね。

【平沢財務部長】 おっしゃるように含むということになると思っておりますけれども、その構成とか、その審議のあり方ですとか、そのところはこれから調整をさせていただきたいと思っておりますので、きょうのところはここについては、留保いただいてご審議をしていただければと思っております。

【浅野会長】 現在、そのところの表現をどうするかということは検討中ということで、この場はご了解いただきたいということです。

【徳島委員】 それはそれで結構だと思いますけれども、結局、国内株式は26%を目標とするということでやられるということでよろしいわけですね、皆さん。

【浅野会長】 そうですね。それは何か反対とか何かご意見があるということですか。

【徳島委員】 一応最適化が計算上そうなるということは認識はしていますが、果たしてこれが、1・2階よりも多く持つということと言う閉鎖型年金の特性を考えると、旧3階の管理運用の方針の前段に書かれた趣旨に果たして沿っているのかどうかということは、甚だ疑問ではあります。

【浅野会長】 それで言うとね、もっとリスクを抑えろということであって、国内株だけではなくて外債、外株もということになろうかと思いますが、今回暫定の目標を定めたのは、そこらあたりを全部勘案してというか、サープラス最適化という方法をとって、その結果として国内株は26%ということで、モデルポートフォリオより1%上がっているけれども、外債、外株はうんと低くなっているわけだから、全体としてのリスクは相当抑えられています。相当という意味は、モデルポートフォリオと比べてという意味ですが、あるいは債務との関係でという意味で多分抑えられているということであって、でも、それが従来と比べて相当なリスクをとっているということは間違いないわけで、それが適切かどうかというのは、債務がはっきりしない中で議論できない。それと、モデルポートフォリオの方向にもっとリスクをとれという圧力があつたために、その中間というか妥協案みたいな形になっているということです。

そういうことで、事務局も非常に苦勞されているわけで、我々もそのところをどう折り合いをつけるか、非常に悩ましいところではあるのですが、とりあえずは当面、債務が確定して、債務と資産との関係が確定して、改めて旧3階基本ポートフォリオが策定されるまではこの当面のというのでやりますということです。

この当面の運用ですが、制約としてモデルポートフォリオからの乖離許容幅が示されていて、これはどうしようもないということで、外債とか外株は、これをぎりぎり満たすような当面の目標になっています。何とかモデルポートフォリオの線に沿ってやるということです。

【杉田事務局長】 議論中、ちょっと差し挟んで申しわけないのですが、1つは、基本方針、これは法律に基づいて厚生年金法及び地共済法に基づいて定めますので、基本ポートフォリオを定めないという選択は法律上おそらくできませんので、10月の一元化の施行時において、我々は実施機関として運用機関として、基本方針においてポートフォリオを定めるということが必要です。

そしてあと、この場にどういふご審議をいただくかというのも、その法律及び地共連が定めた管理運用方針、それに基づいてどういふご議論をい

ただかというのは、我々も整理してまた次の委員会にご説明したいと思
います。

そして、さらに、運用を具体的にどうするか、先ほどの株式のリスクを
どう評価するかというのは、まさしくここでご審議いただいて、それに沿
って我々は基本方針とか運用とか、いろいろなレベルがありますけれども、
それをうまく反映させていきたいということですね。ちょっと途中ですが。

【浅野会長】 それについて少しコメントしたいのですけれども、基本ポートフォリオ
を定めるに当たっては、当然その前提としての債務の計算というものがな
いといけないわけです。1・2階部分については、収支の見通し等が出さ
れていて、それに基づいてそれが果たして妥当かどうか、前提の数字の妥
当性については疑問があるとしても、一応年金財政の収支の見通しとの関
係で基本ポートフォリオはできています。ところが、旧3階については、
債務の見通しというか、債務の計算もされていないわけで、その段階で基
本ポートフォリオをつくるのは無理があります。法律で定められていても、
その法律で定められていることをするに当たっての前提というものがな
されていないわけだから、法律どおりにはできませんということですよ。法
律通りにやれとおっしゃるのだったら、その債務のほうをきちんと出して
ください。その上で基本ポートフォリオを議論しましょうということであ
って、それは法律がそうあったとしても、それを実行するだけの準備がで
きてなかったらできないということです。

【杉田事務局長】 会長のご議論、今までご拝聴しておりまして、先日の答申ですね、
それがその会長を初め、委員のご意見をうまく反映したものだと思ってお
ります。

1つは、基本ポートフォリオを策定する。前回の答申書の2の旧3階の
基本ポートフォリオというところについては、基本ポートフォリオを策定
することが求められる、これは法律上の要請です。ただ、しかしながらと
いうことで、資産、負債が明らかになっていない。これはポートフォリオ
を構成する上で、専門的な知見として当然こういうことがあると。にもか
かわらず、基本ポートフォリオ案は厚生年金と統一されたということで、
基本ポートフォリオを作成せざるを得ないのですけれども、その中で当面

の運用としてということで、サープラス最適化に基づく数字が出てきたということで、これをどう読み解くかというのは、我々まさしく答申書を踏まえてやっていきたいと思っておりますので、そういうことが背景にあるということをご理解いただければと思います。

【浅野会長】 で、何をおっしゃりたいのですか。

【杉田事務局長】 ですので、法律上、基本ポートフォリオ案を定めざるを得ない。我々も法律に基づいて……。

【浅野会長】 そうだったらまず債務のほうを出してくださいといっているのです。そんな計算は簡単にできるはずですよ。それとの関係でもう一度きちっと議論しましょうということではないですか。その議論ができないから暫定でやりますということですよ。それで暫定もだめだというのだったら、では、もとに戻って債務を出してくださいということです。債務を出すのにそんなに面倒なことではないはずですよ。それがなければ専門家としての知見も何もないでしょう。なぜ専門家を入れて議論をしましょうということになっているのでしょうか。その専門家の意見も関係なくて基本ポートフォリオをつくるのだったら、最初からこんな委員会はなければいいということです。

基本ポートフォリオをどうしてもつくるというのであれば、暫定の当面の運用を基本ポートフォリオにすればいいのではないですか。この暫定のポートフォリオは、モデルポートフォリオ、このモデルポートフォリオは1・2階部分のもので、旧3階部分に適用されるかどうかははっきりしませんが、一応その許容幅の中には入れたわけですよ、制約条件として。そうやっているわけだから、これを基本ポートフォリオにしていればいいのですよ。これを基本ポートフォリオにすることについて何の障害もないわけですよ、全てのルールに適合しているわけですから。私はそれを基本ポートフォリオにしてくれと前から申し上げているのです。でも、それは都合が悪いということでしたので、基本ポートフォリオは決めないで暫定の目標だけでやりましょうということで、ちゃんと事務局ともお話をつけたはずですよ。

【平沢財務部長】 会長、よろしいでしょうか。委員の先生方のうち、会長を含め3名

の先生方には、地共連のほうの有識者会議での、特に旧3階についてのいろいろなご意見、経過があったわけでございます。会長おっしゃったように、旧3階については、負債と資産等、推計をして基本ポートフォリオを定めるべきといったご意見が、会長を初めいろいろありましたし、私どもも事務方のワーキングがあったわけですが、そちらで当初そういうことを申し上げて、地共連のほうに申し上げながら検討は進められておりました。

ただ、3名の先生方もご承知のように、旧3階については、資産、負債については、特に資産については、28年秋にならないと確定なり精算ということにならないので、そこを見るということで、旧3階のポートフォリオについては1・2階と同様としたいという経過がございました。それを受けて我々連合会としては、全くその状況下は同じでございますので、基本ポートについては、1・2階と同様とせざるを得ないのではないかとこの考えを持って、それを設定したいと考えましたし、現在でもそういう考えを持っております。

ただ、そういう状況で、一方で、旧3階の特性を踏まえた運営はしていく必要があるということで、当面の運用ということで先生方にこの場でご審議いただきながら、先ほどの数値の資産割合に向けた運用を、28年度に向けてしてまいりたいということで審議をさせていただいてきたわけでございます。

では、基本ポートフォリオの位置づけ、基本ポートフォリオをどうするかということについては、先ほど申し上げた状況は変わらないと思っておりますけれども、ただ、会長おっしゃるように、そこにどのように専門的に先生方にかかわっていただけるのかどうか、いただけないのではないかとこのご意見も会長からはいただいている中で、では、どうやって基本方針をご審議いただいて、我々として最終的には総務省の承認をいただかなければ全くスタートしない話になってしまいますので、そのところをどういうふうに条件をクリアしていくのかということ、先ほど申し上げましたとおりの整理をさせていただき、調整させていただき、次回の委員会にその内容について諮らせていただきたいと考えているところでございます。

ということでございますので、きょうの時点では、当面の運用ということについては、まず前回の委員会同様、ご了承いただいているという前提でご審議を進めていただければ幸いです。

以上でございます。

【浅野会長】 基本ポートフォリオの取り扱いは、今事務局のほうで検討していただいています。当面の運用としては、暫定のポートフォリオに従ってやるということについては、もう既に皆さん方の議論を経て決めているわけですから、これを基本ポートフォリオと呼ぶようにするのか、あるいは基本ポートフォリオを決めないのか、あるいは基本ポートフォリオは別にあるのだけれども、当面の運用はそれと違うことをやるのか、このいずれかにはなるかと思いますが、そこの議論は今事務局のほうで総務省とも交渉しながら進めていただいているということで、我々としては、この当面の運用に向かってどうするかということに議論を絞って、この場ではやっていただきたいと思えます。よろしいでしょうか。

【俊野委員】 ありがとうございます。1つだけ確認させてください。今回初めて1・2階と旧3階を分けた資料を見せていただきましたので、前回と比べますとかなりよくわかってきたところであります。

35、25、15、25という、基本的な方針の枠の中に入らなければいけないという設定があったと思えますので、現在の資産構成からその目標に向けて、ペースは違うにしても、少しずつ調整していくのだなという姿がこれでよくわかります。目標に近づいていくペースは1・2階と3階で少し違うという問題はあるのですけれども、何が正解というのはわかりませんので、こういう方針でやっていくのだなということで理解が深まりましたというのが1つです。

それと、あと疑問点は、資産構成割合の推移の表だと総資産額が10兆2,000億円ということで政令指定都市分が入っていなかったのですが、資産構成割合の基本ポートフォリオからの乖離と今後の見込みの表では、合計が11兆7,000億円ということですので、政令指定都市分がいきなり入ってしまっていますので、そこに少し違和感がありました。

現実的に政令指定都市分が、多分これだと1兆円ぐらいあると思うので

すけれども、どういうタイミングで運用資産額に追加される予定なのか、その状況を教えていただけますでしょうか。

【篠田運用企画課長】 この目標にあります27年3月末には、ご指摘のとおり政令市の資産を含んでいる形で、3月末から含んだ形で入れているところがございます。その仕分け等につきましては、では、西部課長からお願いします。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 資産移管といいますか、統合そのものは10月1日でございますので、その時点で一斉に権利義務を承継するということになります。なお委託運用については、一旦バランス型で受けると。その後、各資産のパッシブファンドに入れるものもあったり、新規のファンドを立ち上げる原資にするものもありますが、各資産ごとに構成割合の調整とか、あと委託機関の見直しに合わせてばらしていくと。どうしても事務的に一斉にやるということではできませんので、それは優先順位ですとか、あと新たに採用する委託機関の選定に合わせてばらしていくというようなことで考えております。

【俊野委員】 そうすると、この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は1兆7,000億円という数字が示されていますが、政令指定都市分は、実際にはまだ運用資産には加わっていないで、10月1日時点で資産を承継した後に、その分も含めて、こういう方針で動かしていくと、そういうイメージですね。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 そうですね、現時点でわかっている数字を今、合計といいますか、各資産ごとに当て込んでおりますので、10月以降は当然ご指摘のように、マネジャー・ストラクチャーの再構築に合わせながら、バランス型を特化型に再編していくという流れになるかと思います。

【俊野委員】 わかりました。ありがとうございます。

【浅野会長】 はい、どうぞ。

【甲斐委員】 今から、いろいろ検討されるということで、それについてはおおむね理解しましたが、もともとの問題というのは、負債がわからないというところから来ているわけですね。しかしながら、全くわからないというわけではないでしょうし、要するにアセットミックスを間違いなく決める程度でのわかり方で結構なわけです。それさえも1年後にふたをあけてみないと

どうなっているのか皆目不明であるという状況は考えづらいと思うのです。だから、負債が完全にわからなくても、例えば、Aの場合、Bの場合というぐらいに分けるともう少し具体的な議論が早まるのではないかと思うのですけれども、そういう可能性は全くないのでしょうか。ちょっと疑問に思いましたのでお聞きします。

【篠田運用企画課長】 負債につきましては、地共連のほうの委員会の議論でもあったかと記憶しておりますが、今の時点では特に計算していないといえますか、提出をされていないと聞いておりますので、それは28年の秋の段階というところで整理をされていると理解しております。

【甲斐委員】 いや、きちんとした数字はそうなのでしょうけれども、概算も無理なのでしょうか。要するにアセットミックスがこれだけ基本ポートフォリオと乖離しているわけですから、どちらの方向になりそうかぐらいはわからないものなのではないでしょうか。その辺が不思議なのですけれども。

【浅野会長】 私がかわりにお答えしますと、それについては、私どもがというか地共連の地共済全体の運用についての議論をする検討会がありまして、その中で再三、今おっしゃったようなことは申し上げているのですが、出てこないという状況です。地共連がやってくれないことにはこちらはどうしようもないわけです。おっしゃるとおりなのですが、それは再三申し入れているのですけれども出てこないという状況です。

推測すればどうかというと、今日もいらしているのですけれども、コンサル会社のほうで収支の見通しの計算をしていただきましたね。そうすると、賃金上昇率プラス1.7でやると余るのですよ、そうでしたよね。かなり余って、最後は地共連のところにお金がどんどんたまってしまうという、こういう計算になるのですよ。ということは、損失が出たり資金が足らなくなる可能性がどれくらいあるかというのは置いておいて、期待値ベースの話であれば、こんなリスクをとる必要はないのです。ところが、モデルポートフォリオどおりにやりたいから、憶測すれば、債務の数字を出したくないという、これだけのことなのですよ。

だから、そういう意味では、当面の目標としている運用というのは、来年債務が確定してから、債務と資産の関係が確定してから改めて基本ポー

トフォリオを決めるとした場合に近いものに多分なっているのだろうと、推測できます。少しモデルポートフォリオよりリスクを抑え気味でね。だから、本来これを基本ポートフォリオにしたらいいのではないかと、私は個人的には思いますが、そうはいかないような事情があるようなので、そのところはどういう取り扱いにするかは、今事務局で検討していただいている。こういうことです。

【加藤委員】 私の理解だと、全体の基本ポートフォリオの上下限の制約のもとで負債、要するに貸金上昇率という負債の変動性に対するリスクを考えてリスク最小化の最適化を行い、資産配分を決めたということだと思います。

【浅野会長】 そうです。

【加藤委員】 そういう意味では、制約条件の下でリスク最小化をやったということになると思います。

【浅野会長】 まあ、そういうことですね。そういう意味では、この当面の目標のポートフォリオを基本ポートフォリオにすることについては、制度的、あるいは法律的にも何ら問題はないはずなのです。ということをちょっと申し添えておきたいのですが、総務省との関係でなかなか、あるいは地共連との関係でそれが通らないということのようなので、そのあたりはどういう形なら可能なのかというのは検討していただいている。こういうことです。よろしいでしょうか。

ほかのアクティブ・パッシブ比率とかマネジャー・ストラクチャーの検討について、あるいはアクティブ運用受託機関の選定基準について、こちらのほうの資料についてはよろしいでしょうか。

【俊野委員】 アクティブ・パッシブ比率について目標の水準をお示しいただいていました。国内債券が30%、これがアクティブ比率を目指していくということで、これは1・2階部分についてですね。旧3階部分については20年ラダーが全部で、これはすべてパッシブでもう固まっていますが、1・2階部分についてのアクティブ比率と旧3階部分を加重平均して30%ということではなくて、1・2階部分について30%ということですね。わかりました。

それで、外国債券は30、外国株式は20ということでもいいのですが、

国内株式の25から45というのが、うまく理解できません。例えば国内債券のアクティブ比率は30%と言いながらも、実際は25%になったり20%になったり、変わることはあるのですよね。ということは、これはあくまで目安なので、そういう意味では国内株式の目標が25から45という、もともとの目標値に幅を持たせてあるところがうまく理解できてなくて、これをもう一度ご説明いただけますでしょうか。スマートベータ関連というご説明だったのですけれども、それにしても理解が難しいので、再度ご説明をお願いできればと思います。

【事務局（佐藤）】 一部繰り返しとなりますけれどもご説明させていただきますと、国内株式については、そのスマートベータをある程度段階的に入れることを想定しておりますことと、あと他資産に比べまして、かなりリスクの特性の異なるものを組み合わせてストラクチャーを構築していくことも想定しておりますので、実際に応募してきたファンドを組み合わせることを検討する中で、弾力的に比率を検討してまいりたいという趣旨を、こちらの幅を持たせる形によってあらわしたということでございます。ですので、基本的にアクティブ比率は、超過収益を十分期待できるファンドが、それなりに揃ったときにこれぐらいまで採用すればよろしいだろうということで水準を設けているものと思うのですけれども、仮にそういう状況であっても、今回ありますこの上の45というところではなくて、その中で採用するファンドの特性に組み合わせ、最終的なでき上がりに応じてアクティブ比率を置きに行くという考えで設けたものなのですが、ご指摘のとおり、下の数字の25%を置くということに違和感があるという、そういったご指摘もあろうかと思っておりますので、その場合には、表現の検討はさせていただきたいと考えているところでございます。

【浅野会長】 ちょっと確認ですけど、この25から45%と書いてあるのは、アクティブ比率がこの25から45の範囲内におさまるようにするという意味ではないということですね。

【事務局（佐藤）】 はい、そういうことです。

【浅野会長】 これほかの資産で言うと30とか20とか書いてあるのは、これはアクティブ比率の上限ということですよ。

- 【事務局（佐藤）】 はい、そうです。
- 【浅野会長】 この25から45という国内株式の意味は、スマートベータ等がどの程度アクティブかによって数字の計算の仕方も意味が変わってくるので、25から45を上限とする、それを……。
- 【事務局（佐藤）】 それを目安とするということですね。
- 【浅野会長】 その中で決めていきたいという、こういうことですかね。
- 【事務局（佐藤）】 はい。
- 【俊野委員】 すみません、国内債券の30というのは、30が上限なのですね。
- 【事務局（佐藤）】 そうですね、そこが上限です。
- 【浅野会長】 一応目標とするけれども、それより下になることはあるという意味での上限。
- 【事務局（佐藤）】 はい。
- 【俊野委員】 これ、超えちゃだめという意味なのですね。
- 【事務局（佐藤）】 だめというか、上限の目安として。
- 【俊野委員】 上限の目安ですね、わかりました。国内株式については、上限を45にするか35にするか25にするか、ちょっと判断しかねているということですか。
- 【事務局（佐藤）】 そうですね、実際比率の推定に用いましたのは、マーサーのデータベースから定量的に導き出しているものなのですけれども、それ以外の今後、採用検討対象になってくるのは、比較的新しいファンドの対象になってまいりますので、そこら辺にあるところの柔軟性を設けたほうがよろしかろうということで、置かせていただいたということでございます。
- 【俊野委員】 浅野先生のほうからご指摘のありましたようにスマートベータ戦略は、パッシブ運用という見方もあるので、そこら辺も考慮してのことでしょうか。
- 【事務局（佐藤）】 スマートベータにつきましては、前回の委員会でもご説明させていただきましたとおり、アクティブの位置づけと考えております。
- 【俊野委員】 45なら45で、一本の数字にさせていただいたほうが良いような気がします。
- 【宮井委員】 今のところなのですけれども、スマートベータを最大限導入したらアク

ティブ比率が25%になるのですか、25%というか低くなるのですか。

【浅野会長】 逆でしょう、45に。

【宮井委員】 45%になるわけですね、スマートベータが多くなればなるほどアクティブ比率が増えるということ。

【事務局（佐藤）】 はい、そうですね。ただ、45という数字になるかどうかは、繰り返しになりまして恐縮ですけれども。

【宮井委員】 一応このスマートベータがバッファみたいなになっていて、それがうまく集められてきて、うまく入れればこのアクティブ比率が増えるということですね。

【事務局（佐藤）】 はい、そうですね。ただ、45が上限ということでございます。

【浅野会長】 はい。

【徳島委員】 アクティブ・パッシブ比率については、基本的に私もアクティブ比率が上限だというイメージで考えています。そういった意味では国内株式は45と書いていただいて、例えば注積みみたいな形で、スマートベータと新たな運用手法の拡大等を踏まえて、当面は25からスタートするみたいな表現にされたほうがいいのではないかと思います。国内株式にだけ幅が書かれているというのは、違和感を覚えるところです。

【浅野会長】 続いてどうぞ。

【甲斐委員】 スマートベータが1つのポイントになっている感じがするのですけれども、スマートベータという概念は、これは加藤委員のほうが専門で詳しいのですが、外国株式だって、債券だってあり得ます。なぜ国内株式だけとりわけこんな扱いにするのか。もしそういうことであれば、全ての商品について幅を持たせるような記述が妥当じゃないかと思うのですけれども。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 すみません、私のほうから。外国ものについても、スマートベータ検討の余地ありというのは、前回加藤先生からもご意見をいただいています、問題意識としてはもちろん持っているのですけれども、私どもとしても、新たなジャンルのものに踏み込むときに、あれもこれもということは正直なかなかできないということで、身近なものとして、あるいは事後的にモニタリングがやりやすいであろうことから国内株式を選んだということでございます。

先ほど来、佐藤のほうから説明してはいますが、アクティブ比率が低くても、構成割合としては低くても、リスク度は高いポートになることもあれば、逆に構成割合が高くても、リスクが低いというのもあるというアプローチでこれをつくってきたのですが、前回はそうでしたし、今回もその辺の趣旨が酌み取りにくいというご指摘を各先生方からいただいておりますので、方向としては、この45という数字をアクティブ比率にして、先ほど徳島先生からもアドバイスをいただいておりますけれども、ただし書きの中でそれをどう運営していくということを検討させていただきたいと思っております。

ですので、数字は45と置かせていただいて、その下のただし書きのところ、今、下線部の最後のほうに、比率に一定の幅を持たせることとなっておりますけれども、ここのところにファンドの選定ですとか配分金額は、ポートフォリオ全体のリスク等を勘案してというようなことを書いた上で運営していくというような方向でいきたいと思っておりますが、そのような方向でよろしいでしょうか。

【浅野会長】 よろしいでしょうか。数字は45%だけとして、ただし書きで、その中身によってこの数字の上限というものを一定の幅を持って考えるという、こういう形にするということ。

【俊野委員】 今浅野先生から整理していただいた内容で、私はそちらのほうはむしろわかりやすいと思うのですが、私の感想としましては、スマートベータだけ特筆してこだわり過ぎているような印象があるのですが。アクティブ比率の1つということであれば、そのグラフの中でも、特にスマートベータ分と伝統的アクティブと分離されているのですが、これこだわらずに、すべてアクティブでいいのではないかと思います。その上で、各資産について、アクティブについてどういうものやっていくかという内容として、国内株についてはスマートベータをやりますし、伝統的なアクティブバリューやグロースもやりますということで、そうしたほうがわかりやすいような気がするのですが。

外国株式については、新興国株式はやりますということでしたね。外国債券については、新興国債券は当面やらないのですね。マネジャー・スト

ラクチャーの検討に関する資料を拝見させていただきますと、新興国債券は今後の検討課題というように読めたのですけれども。各資産別にアクティブ運用としてどういうことをやるかというのを1つの検討課題として、国内株についてはスマートベータはやる、伝統的アクティブもやる、外国株式については、新興国株式もやるとか、何かそういうふうに整理していただいたほうがすっきりしているような、そういう印象を持ちました。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 ありがとうございます。アクティブ比率のところに確かにスマートベータだけを書いているというのが、いまひとつわかりにくいという指摘はごもっともだと思います。今ご指摘のあった新興国ですとか、そういったことに関しては、個別資産ごとの方針の中で考えていくようなことになろうかと思しますので、このアクティブ比率の結論部分については、その辺は個別のというよりも総論にさせていただいて、マネジャー・ストラクチャーの再構築の、きょうはご説明はもうしませんけれども、本編のほうに若干書き加えていくという方向でよろしいでしょうか。

【浅野会長】 スマートベータはやはり従来のアクティブとは違う、パッシブと見られることもあるので、そういうものを新たに入れるわけだからきちっと書いておいたほうがいいと思います。これが定着して、アクティブの中にそういうものも入っているということが明らかになった段階では、もう書く必要はないけれども、今回はここが大きな変化なわけですから書いておいたほうがいいのではないのでしょうか。

【俊野委員】 そういう意味で、新興国債券等もやらないということでもよろしいのですね。これは今後の課題と読み取ったのですけれども。それともう一つ、オルタナについてはどこにも記述がないのですけれども、オルタナティブ投資については、どういうものはやる、どういうものはやらないというふうな、そこら辺の目安は重要な方針の1つになってくるかと思しますので、そこら辺は整理していただいたほうがよろしいのではないかという印象を受けました。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 外国債券のところについては、能動的に新興国はやっていこうという発想はございませんけれども、例えば募集、選定をし

ていく過程で、限界的に一定量入れたほうがいいよというプロダクトがあった場合に、一律に排除するというものはないのかなということで考えています。その辺は別途協議かと思います。

オルタナティブに関しては、そもそも取り扱いとか検討プロセスをどうするのかということが、その前段にあるかと思いますが、今現在どこのアクティブ比率に入れるとかいうことではなく、今後の取り扱い方針なりリスク管理というものを踏まえた上で考えていくと。その際もしやるのであれば、このアクティブ比率をどう見直すのかということ、その時点で議論させていただくということになるかと思いますが。

【俊野委員】 ありがとうございます。そうしますと、新興国債券についても排除しているわけではなくて、アクティブ運用につきましては、基本的にはどの運用方針、どういう内容のものであっても事務局さんの裁量で、非常に望ましいというものであればでき得るという、そういう理解でよろしいわけですね。オルタナティブについては別枠ですが、一般的な普通のアクティブ運用については、基本的には事務局さんの裁量で新興国も含めて採用可能だと、そういう認識でよろしいわけですね。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 そうですね、可能と言えれば可能かと思っていますけれども、ただ、ベンチマークそのものがシティーの国債ですので、積極的にそこで何かとりに行くという発想ではありませんので、それはまた募集とか選定の過程でまたご報告しながら議論させていただければと思います。

【浅野会長】 よろしいですか。はい、どうぞ。

【宮井委員】 今の外国株式のところ、ベンチマークが今度変わりますね。MSCIオール・カンントリー、新興国も含めたということになると思いますが、そうするとここで言っている、アクティブ比率のところの外国株式のところのベンチマークというのは、MSCIオール・カンントリーでエクセプト・ジャパンということよろしいのですね。明示されていないような気がしますけれども。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 基本的な、例えばトラッキングをはかるといったときの基軸はオール・カンントリーになります。ただ、プロダクトごとに見

ますと、例えば先進国運用には非常に強みがあるけれども新興国はいま一つだとか、逆に、新興国には非常に強みがあるというものが出てきた場合には、マネジャーベンチマークとして別々なものを与えておいて、ただ全体としてあまりオール・カントリーの構成割合から乖離させないというような組み合わせもあろうかと考えていますので、その辺はマネジャーベンチマークについては別途定めるケースはあります。本件のアクティブ比率の議論はオール・カントリーで考えております。

【浅野会長】 よろしいですか。

【宮井委員】 はい。

【浅野会長】 それでは、まだ議論があるかもしれませんが、時間の都合により先に進ませていただきます。

次期基本方針策定に向けた検討についてで、第9回地方公務員共済組合資金運用検討委員会提出資料、退職等年金給付に係る基本ポートフォリオ(案)、積立金の運用に関するリスク管理の実施方針(案)について、まず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、7月22日に開催されました第9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抜粋について時間の関係もございしますので、ポイントだけご説明をさせていただきます。

初めに、新3階部分に係る基本ポートフォリオ及びその運営方法でございます。制度発足当初は、積立金が存在しない状態から始まるということから、新3階の基本ポートフォリオについては、国内債券100%とし、制度の安定的な運営に資するため、原則として国内債券の満期持ちきりで運用するということでございます。

次に、具体的な運用方法といたしましては、機構債を含めて債券種別が列記されていること。また、保有する債券の年限としては、基準利率が10年国債をもとに決定されることを踏まえて、10年ラダー、それから20年ラダーの保有割合を5対5とするということの基本とすると書かれています。

少し飛びまして、退職等年金給付調整積立金に関する管理運用の方針(案)でございます。旧3階の管理運用の方針との見え消し版となっております。

ざいまして、内容につきましては、委員会の場で当日おおむね原案で了承をいただいたというところをございまして、8月の地共連の臨時運営審議会に諮るということになってございます。

概要を申し上げますと、基本的な方針といたしましては、新3階のキャッシュバランス型の特性を明記したこと、それから国内債券100%の運用としているため、国内債券以外の資産に関する項目、それから運用方法に関する項目というものが削除されていると。それから、自家運用が基本としているため、運用受託機関に関する項目が削除しているというところが挙げられると理解してございます。

次に、積立金の運用に関するリスク管理の実施方針（案）というものが示されてございます。こちらについては、1・2階、旧3階、新3階に関するリスク管理の地共済全体の方針になりますが、数字的な特定の目標は、全体方針の中ではなじまないという理由で設定されていないとか、あとは、リスク管理については、個々の状況に応じて対応していくというものを前提に作成しているという説明がございました。

それから、少しまた飛びますが、運用の対象の多様化、オルタナティブ資産への投資でございます。オルタナティブ資産への投資については、既にご案内のとおり、1・2階の管理運用の方針に記載されている項目でございまして、今回、地共連のほうで地共済全体の運用方針（案）というものを作成したところでございます。当日その委員会に諮りましたところ、原案どおり了承されたということでございます。

本連合会におきましても、本日これからまたリスク管理の実施方針をご審議いただく予定としておりまして、また、オルタナティブ資産への投資に係る運用方針につきましては、次回の委員会にご審議をしていただければと思っております。

以上でございます。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 続きまして、退職等年金給付にかかわる基本ポートフォリオ案についてご説明いたします。新3階部分の積立金の運用については、政令において株式等のリスク性資産の保有が認められる見込みではございますが、10年国債の新規応募者平均利回りの直近1年平均、5

年平均、地共済と国共済の運用の見通しの積立残高による加重平均の低い率を基準利率に設定することになるため、実際の運用利回りが基準利率を基に決定される運用の目標を下回る可能性は低くなる保守的な制度設計となっております。

制度発足当初は積立金が存在しない状態から始まることから、地方公務員共済組合連合会の退職等年金給付調整積立金に関する管理運用方針案における基本ポートフォリオは、国内債券のみとすることとされております。

連合会の新3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、新たな制度として地方公務員共済組合で一体的に運用されることになり、また、給付のためのキャッシュ比率を高めにしなければならないことや、当面は貸付金などの独自資産を組み入れなければならないことなどの独自に検討する事情がないことから、管理運用方針案における基本ポートフォリオと同一にいたします。目標利回り及び運用手法についても、管理運用の方針案と同じでございます。

ご説明は以上です。

【事務局（原）】 続きまして、積立金の運用に関するリスク管理の実施方針（案）についてご説明いたします。連合会の積立金の運用に関するリスク管理の実施方針（案）ですが、地共済グループの管理運用の方針及び積立金の運用に関するリスク管理の実施方針に沿って策定したものとなっております。

中央の地共済グループのリスク管理の実施方針（案）をベースに、左側に当連合会のリスク管理の実施方針（案）を記載してございます。

当連合会独自の部分といたしまして追加した項目が3項目ございます。

1つ目として、資産全体に関する事項ですが、「連合会が管理する積立金の資産構成割合と管理積立金の基本ポートフォリオとの乖離状況について少なくとも毎月1回把握する。また、適切かつ円滑なリバランスを実施するため、市場動向の把握・分析等必要な機能の強化を図る」という部分をつけ加えております。

こちらは、地共済グループのリスク管理の実施方針には記載されておられません。管理運用の方針には記載されているため、追記したものでございます。

続きまして、2つ目として、各運用受託機関に関する事項ですが、「各運用受託機関に対して、運用スタイル等届出書の提示を求め」という部分をつけ加えております。こちらは、運用受託機関のリスク管理として行っているものであり、連合会においては、主要な手続と位置づけていることから追記しております。

最後に3つ目ですが、旧3階の固有の事項としまして、「当面の運用として、Nomura BPI Ladder 20年に基づく運用を行い、適切にリスク管理を行う」という部分をつけ加えております。こちらにつきましては、先ほどご議論いただきましたとおり、当面の運用と基本ポートフォリオの位置づけなどに関しては、次回にかけてご議論いただくこととなりますが、ここでは当面の運用に基づき行うことを前提として追記しております。

それでは、内容につきまして、積立金の運用に関するリスク管理についてをもとにご説明させていただきます。

積立金の運用に関するリスク管理についての資料の構成でございますけれども、破線の枠囲いの中が管理運用の方針案の該当箇所、実線の枠囲いの中にリスク管理の実施方針案を、その下に説明を記載する形となっております。

まず、リスク管理の実施方針案1のリスク管理に関する基本的な考え方について簡単にご説明いたします。

積立金の運用は、年金事業の運営の安定に資するよう、専ら被保険者のため、長期的な観点から年金財政上、必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標とするため、年金財政上必要な利回りを確保できないことが最大のリスクと考えております。

短期的には市場価格の変動等があるものの、長い投資期間を生かして、より安定的により効率的に収益を獲得するため、分散投資を基本とし、ポートフォリオのリスク管理については、許容乖離幅に加え、ポートフォリオ全体及び各資産のリスク量などを複線的に把握しながら行うことといたします。

資産運用における多様なリスクについては、多面的かつ長期的な観点か

ら定期的にモニタリングを行い、長期的な投資家として経済環境の変化や運用の多様化に合わせて、新たに管理すべき項目がないかなどを常に検証し、リスクの状況に問題が生じた場合は、柔軟かつ迅速に対応いたします。

なお、リスク管理体制につきましては、適切な方法でリスクの状況を把握・分析したものを、月次の資金運用検討会議にて報告し、リスク状況に問題が生じた場合は、資金運用検討会議において対応を検討した上で、必要に応じて当資金運用委員会にて報告するものといたします。

次に、実施方針案のリスク管理の管理対象ですが、厚生年金保険事業の実施機関積立金、いわゆる1・2階部分、経過的長期給付組合積立金、いわゆる旧3階部分及び退職等年金給付組合積立金、いわゆる新3階部分となります。

続きまして、具体的なリスク管理の方法についてご説明させていただきます。資産全体、各資産、各運用受託機関等に分けた上で、継続してモニタリングする項目、今後、充実・強化を図っていく項目、新たに検討を行う事項に分けて整理しております。

まず、実施方針案の資産全体のリスク管理でございますが、継続モニタリングする項目につきまして、資産構成割合の乖離状況、トラッキングエラーの状況、収益要因等の状況、そしてその他のリスク状況を挙げております。

資産構成割合の乖離状況、トラッキングエラーの状況、収益要因の状況の3項目につきましては、基本ポートフォリオの適切な管理を目的とするもので、その他のリスク状況については、下方リスクの把握の観点から、バリュアットリスクの値の把握及び現在、シナリオの見直しを含め検討している最中でございますけれども、複数シナリオによるストレステストの実施を挙げております。

次に、今後、充実・強化を図っていく項目としましては、市場動向の把握・分析等の機能強化を挙げております。前回ご協議いただきましたものですが、市場構造の変化等が起こっていないかという観点から、定量面・定性面での分析を行います。定量面での目安、計算過程等につきましては、別紙に載せておりますので、後ほどご高覧ください。

最後に、新たに検討を行う事項ですが、移行後の基本ポートフォリオの許容乖離幅が大きいことから、従来のリバランスルールの見直しの検討、また旧3階部分については、今後、負債が明確となることから、閉鎖型年金の特性に合ったリスク管理の方法についての検討が必要と考えております。

以上が、資産全体のリスク管理となります。

続きまして、各資産のリスク管理ですが、継続してモニタリングする項目として、月次ではベンチマークとの乖離状況としてトラッキングエラー、債券市場の変動性に関するリスクとしてデュレーション等、株式市場の変動性に関するリスクとしてベータ等、債券に係る信用リスクとして同一発行体の発行する債券の保有状況、株式に係る信用リスクとして同一銘柄の株式保有状況及び同一企業が発行する株式の保有状況、外国資産に係るカントリーリスクとして国別の債券又は株式の保有状況、外国資産に係る通貨リスクとして通貨別の債券又は株式の保有状況、流動性リスクとして市場規模に対する積立金の時価総額ウェイトの状況についてモニタリングを行い、実際のポートフォリオにおける各資産のリスク状況を把握します。

四半期では、国内株式を中心にMP I S t y l u sを使用したスタイルの分析を行います。

参考のスタイルマップをごらんください。こちらは横軸にバリュースコア・グロース、縦軸にサイズをとった4象限上にファンドが位置するところをあらわしたものとなっております。各々のファンドのスタイルの変遷状況が確認できます。

また、今後、充実・強化を図っていく項目ですが、アクティブファンドについては、トラッキングエラーの水準やスタイル分散などが、ファンド選定時の想定から大きく乖離していないかといった観点から、少なくとも年1回の見直しを行い、必要に応じて委託額の増減や新規募集等を検討いたします。先ほどのMP I S t y l u sを用いて、任意時点におけるアクティブファンド全体のスタイル分析を行ったものを参考にお付けしております。

加えて、B a r r aを使用し、リスク状況をレーダーチャートで示した

ものをお付けしております。これらの分析ツールを活用し、分析能力の強化を図っていきたいと考えております。

次に、新たに検討を行う事項ですが、先ほどご説明させていただきました分析手法等について、ファンド選定時の視点のみならず、運用実績、市場環境等を勘案しながら、より適切な管理手法の検討を随時行っていくことが必要と考えております。

以上が、各資産のリスク管理となります。

続きまして、運用受託機関等のリスク管理ですが、まず運用受託機関についてのリスク管理についてご説明いたします。運用受託機関等のリスク管理について年間の流れを示した表をご覧ください。月次では、パフォーマンスのチェックに加え、連合会の運用ガイドラインの遵守状況及び運用スタイル等届出書に基づくポートフォリオ運営状況の確認を行っております。

加えて、四半期では、運用状況報告書をもとに、運用実績、詳細な要因分析などの確認を行っております。

ヒアリングにつきましては、第2・第4四半期に全ファンドを対象に実施し、その他の四半期については、必要に応じて実施しております。

自家運用につきましては、自家運用のガイドラインを定め、日時で保有債券及び取引金融機関の信用リスク状況、月次で保有債券の運用状況及びリスクの負担状況、加えて四半期では取引金融機関の経営状況等を確認しております。

次に、今後、充実・強化等を図っていく事項ですが、運用受託機関が標榜するリスク水準、超過収益等にふさわしい運用が行われているかについて、定量、定性の両面からモニタリングの観点の充実を図りたいと考えております。

最後に、新たに検討を行う事項ですが、投資手法の多様化に応じた適切なリスク管理のあり方については、より適した方法の検討を随時行っていく必要があると考えております。

以上が、運用受託機関等のリスク管理となります。

続きまして、リスク管理の管理対象別の固有の事項ですが、1・2階部

分につきましては、特にオルタナティブ資産への投資に関する項目、旧3階部分につきましては、当面の運用を行うことを前提としてN o m u r a B P I L a d d e r 20年に基づく運用を行うことに伴うリスク管理、新3階部分につきましては、キャッシュバランス型年金の特性を踏まえた適切なリスク管理などを中心に挙げております。

最後に、積立金の運用に関するリスク管理の状況等に関する資金運用委員会及び総会への報告、リスク管理に関する調査・分析については、随時に行っていくことなどを挙げております。

以上がご説明となりますが、全般的な内容に関してのご指摘に加えまして、今後、充実・強化を図っていく事項、新たに検討すべき事項につきまして、アドバイスいただければと思います。

以上となります。

【浅野会長】 ありがとうございます。それでは、ただいま説明いただきました内容について、ご質問、ご意見等ございましたらお願いいたします。

【俊野委員】 やはりリスクが非常に高まってきたときにどのような対応をするのか、できるのか、するのかという、そこはとても重要だと思います。例えば、さっきバリューアットリスクが上限値を超えてきて、株式の大幅な下落リスクが高まってきたような時期が到来した場合に、機動的に株の比率を下げるような、そういった機動的な運用をされるのかどうかということについて、特に方針の中に書かれていなかったような気がするのですが。リスクに対する計測をします、それから検討しますというところまでの記述にとどまっていたような気がするのですが、そういう具体的に機動的な運用まで踏み込むのか、それともそれはしないのか、もしくは委員会で確認して、必要であればするのか、ただそれだと多分手おくれになる可能性もあると思うのですが、そこら辺の具体的な対応について教えていただければと思います。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 機動的な運用に関してですが、これは次回のテーマとしてご審議していただきたいと思っております。その際に、どういう指標を見ながらどういうことを行っていくのかということについても、ご説明しながらご審議いただければということで考えております。

【俊野委員】 そうしますと、次回ということは、10月1日以降の運用の中には当面それは今後の課題ということで、当面はすぐにはやらないということでしょうか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 機動的な運用に関しては次回に、どのようなことについて検討してどういう分析をしていこうかというような、大きな枠組みについてテーマとして挙げさせていただいて、下期の間で具体的にどうするかというのを、できればまとめられればということで考えております。

【俊野委員】 わかりました。そうしますと、8月のこの会合でオルタナと機動的運用については、改めて資料を出していただいて検討するということですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 そういうことをスケジュールとして考えております。

【俊野委員】 わかりました。ありがとうございます。

【浅野会長】 はい、どうぞ。

【甲斐委員】 運用のプロセスは、P l a n－D o－S e eと分けて考えられますが、P l a nは、一番に基本ポートフォリオをどう設計するかということだと思います。次のD oについては、先ほどのパッシブ・アクティブも含めて、今かなり厳格に詳細に決まっているし、最後のS e eも今ご説明がありましたように、いろんな指標を図るということで、それはそれなりに個々に見ると非常に充実していると評価できます。

私が問題にしたいのは、S e eはそこでおしまいじゃなくて、もう1回P l a nにつながるわけです。ここが見えないです。いろんなリスク指標の計算をして、問題の事象がもし仮に発見できたとしたら、それがP l a nにどうフィードバックされるのか、基本ポートフォリオまで見直さなければならない事態なのか、あるいは微修正で済むのか、あるいは警戒するだけでよいのか、その辺がどういう具合に回っていくのか、運用プロセスを設計する上で最も重要なところです。特に、S e eからP l a nにつなげる部分についてマニュアル化したり、あるいはシミュレーションや訓練が必要なのですけれども、そこは抜けているように思います。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 今ご指摘いただいた点について、機動的な運用の中で、要するに見通しによる機動的な運用もあるのですけれども、リスク

の状況に応じて機動的な運用をしていくという考え方もあると思いますので、その中で我々のリスク許容度とか、そういうリスクに対してどう対処すべきかについて、まだ事務局の中でも明確にどういうスタンスが良いのかということは固まっていませんので、そこについてはいろいろな手法や考え方を踏まえて、委員会の場で委員の方々にご意見を賜りながら、事務局としてもそのスタンスを明確にしながら、それをもとに今後プランのほうにどう結びつけるのかというのを考えていきたいということを考えております。

【甲斐委員】 これだけB a r r aの利用をはじめ、非常に膨大な計算をしレポートイングされているわけですね。しかし、せっかくこうしても、計算しただけに終わってしまう危険性が非常に高いと思うのです。計算して数字が出たら仕事をやったような気になる、これ一番まずいのです。P l a n - D o - S e eが継続的に繋がっているプロセスの絵を描いてみる必要があります、なかなか1回で正解は出せないと思いますけれども、とりあえずたたき台みたいなものを出していただけないですかね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 わかりました。従前からご指摘いただいております件でございますので、そのことについては、今後何らかの形で資料を提出しまして、ご審議していただこうと考えております。

【浅野会長】 はい、どうぞ。

【宮井委員】 新3階部分に係る基本ポートフォリオ及びその運営方法についての具体的な運用方法（案）によると、債券の運用をするということなのですがけれども、債券といってもいろいろあると思います。ここでは一応100%債券で運用するという事しか決まっていなくても、債券といっても国債、地方債、それから地方公共団体金融機構債、国または地方公共団体が債券保証を行った債券とあります。これはどういうふうを選ぶのか。例えばそれぞれリスクプレミアムというか、信用リスクが国債よりも地方債のほうが若干高いので、利回りがその分若干いいとか、そういうのをベースにして、何か配分比率を求めていくのか、その辺見通しとか何かあるのかというのを伺いたしたいと思います。

【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】 具体的運用方法（案）に書かれています債券種別について、おっしゃるとおりその信用面については多少の差はありますが、大きく分類していきますと、いわゆる国と同じような信用力を持っているというような観点で、それほど大きな差がないというように認識しております。その中で、国債、地方債、地方公共団体機構債等についての比率については、流動性や、あとは多少のプレミアムについてそれを享受していきたいとか、そういう部分を勘案しながら、また、地共済全体で今どのぐらいにしようかということも検討なされていますので、そういうことを参考にしながら割合を決めていきたいと考えております。

【宮井委員】 それでもちろんいいと思いますが、何か合理的に決められないのかなという気もするのです。例えば横軸にリスクをとったときに、それぞれ国債、地方債、インデックスか何か見るとそれぞれ若干差があると思いますし、それからリターンをとった場合も、期待リターンというところでも若干プレミアムが乗っている。今、金利が非常に低いので差がほとんどないかもしれませんが、それでリスクとリターンでフロンティアを描いて、その中から選べないのかなと思ったりしているのですが、そんなこともやっていただくとは非常にいいのかなというのが1点です。

それからもう一つ、話変わりますけれども、リスク管理のところでは、例えば新たに検討を行う項目というようなところがありまして、これ今までは、さっき甲斐先生からもいろいろなリスク管理、たくさんいろいろな項目についてやられているというようなこともあるわけですが、さらにリスク管理については、「多面的かつ長期的な観点から、適切な方法の検討を継続していく」ということが書かれております。そこで、私のコメントとしては、今回、先ほど来出てきましたスマートベータとか新しいオルタナティブとかが入ってくるし、債券といっても国債以外に地方債とか、信用リスクの入ったようなものも入ってくるということですので、配分比率だけではなくて横断的に分析できるような、スマートベータのもとになるようなリスク、コモンファクターというものも分析していただきたいと思います。そうすることによって、ポートフォリオが全体的にどのぐらいのそれぞれのコモンファクター、例えば短期と長期の間の金利の期間構造

に基づく期間構造リスクであるとか、信用リスク関係に基づくデフォルトリスクであるとか、そういったものが横断的に分析できるようなこともあるのではないかなと思うのです。

それを1つの要因としてフォーカスすると、さっきのスマートベータというようなところにもつながると思いますので、そういったものをリスク管理するということにも対応できると思います。そこで、新たな検討を行うというときに、そういった項目も検討していただいて、そしてさっきの甲斐先生の話のように、それが例えばリスクを管理、見ていてどのぐらいずれたらもとに戻すのか、どのぐらいずれたら、その原因をまず分析が必要になると思います。例えばどこかの運用会社、運用機関がちょっとスタイルを変えたということがあるかもしれないので、そういったところをチェックして、どこまで行ったら変更する必要があるのかとか、その辺の具体的な対応策が検討されるというのではないかなと思います。

【浅野会長】 リスク管理については、委員の皆さまからいただいたご意見を今後検討課題というか、参考にしていただくとして、新3階の運用については何かお答えはあるのでしょうか。一応ポートフォリオ案についてというものもあるのですが、これは、地共連の検討事項をそのまま踏まえて地共連の方針に沿ってやるという、こう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】 そういうことです。

【浅野会長】 ということは、リスク、リターンというよりも、ここに提出されている債券の種類であればそれほどリスクはないから、ここで利回りを上げるということを検討していく。あるいはもっと大きなところだと、10年債で運用するのか、20年債を入れるのか。地共連の資料だと、一応5対5をベースにするということですが、それも踏まえてこちらもやる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】 はい、そういうことになります。

【浅野会長】 ということで、何かこれに追加して。はい、どうぞ。

【徳島委員】 別件ですけど。今回のリスク管理の方針等には直接関係ない話を1点だけさせていただきます。先週、地共済全体の間でも時間がなかったので申し上げなかったのですが、地共済グループ全体の今回のリスク管理の方針

を拝見していて、基本的にリスクを把握して管理するという事しかやっていらっしやらない。まさに今、甲斐先生がご指摘されたように、では、それでリスクが一定の数字に達したらどうアクションをとるかといったところがまず落ちているというのは、ご指摘のとおりだと思います。ただ、その前段として、リスクをどこまでとるのかという視点も全く欠けているのではないかなと思います。

要するにリスクというのはある程度とってリターンを上げていくという発想がない限り、こういった形でリスクをひたすら抑えることになりがちなものですから、将来的なテーマとして、リスクをどれだけとれるのかという検討が必要になるのです。銀行とか保険会社、証券会社等と言っているリスクバッファですか、自己資本だとか、そういった観点というのは、実はこれは先ほどの負債が見えないということにつながってしまっていて、こちらの場合も負債やリスク許容度が本当にどうなっているのかよくわからないと思うのですが、本来はそういったことを踏まえてリスクをとって、リスクを管理してリスクを有効活用していくという視点まで広がっていかないといけないと思います。将来的なテーマとしてリスク管理について幅広い観点からご検討いただけたらと思います。

【浅野会長】 かなり難しい問題で、将来にわたっての長期の課題ということになるのかなと思いますが、検討していただきたいと思います。ほかに。

【甲斐委員】 第9回地方公務員共済組合資金運用検討委員会提出資料（抜粋）にも書いてある退職等年金給付（新3階）に係る基本ポートフォリオ（案）なのですが、不動産が債券に含まれるという意味を教えてください。現実には不動産もターゲットに置かれているのですか。

【浅野会長】 お答えを願いますか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 こちらにつきましては、今の当連合会以外の団体で不動産に投資しています。ほかの団体ですけれども、不動産は旧3階のほうに最初は入れておき、旧3階がやはり積立金が減ってきますので、そういった場合は、新3階のほうに入れなければならないので、そういったことを踏まえた記載です。

【俊野委員】 私も地共済グループの委員で出ているのですけれども、独自資産ってあ

るじゃないですか、警察共済さんが交番を持っているとか、国共連さんが公務員宿舎を持っているとか、そういう独自資産については、1・2階で運用するのではなくて3階部分で運用しなさいという方針が指示されたということです。当面新3階は資産を持っていませんので、旧3階で当面独自資産を持って、旧3階部分が枯渇してくる団体さんもあるので、段階的に旧3階から新3階に移すというような、そういう大まかな方針があつて不動産と書いてあるので、これはオルタナの不動産とは全く意味合いが違つと、そういうふう理解しております。

【浅野会長】 新たに不動産に投資するという意味ではないということですね。

【甲斐委員】 わかりました、経過的な措置ですね。

【加藤委員】 その新3階なのですが、負債が10年債の利回りのキャッシュバランスということですね。そこでシミュレーションをすると20年ラダーが一番有利だったとありますが、有利という定義がよくわからなかったのを教えて下さい。また、20年ラダーが有利だとすると何で10年ラダーと半々にするという結論に至ったのかについても教えてください。

【浅野会長】 これはどうでしょうかね、地共連の資料だからなかなか答えは難しいかもわかりませんが、何かこれについての見解がございましたらお願いします。地共連の委員会に私も出ていたのですけれども、出られていた徳島さん、俊野さん、何かこれについての見解ございましたら。

【徳島委員】 足りないところがあつたら事務局補足してください。基本的にはフルに10年債ラダーに投資した場合を100として、それに対して20年ラダーを一定程度組み入れたときの価値がどうなるかというのを、そこに75bp、55bp、35bpというのがあるのですが、これが10年、20年のイールドスプレッドで、今、大体過去の平均値が55かな、最大75で、35というのがその幅をとって一番タイトなところとして置いてます。2003年のときはこれぐらいの水準になったこともありますので、それでやってみてどうなるかということシミュレーションされていらっしゃいます。

最初の4つの図は金利一定の場合です。その後にある修正ケースEというのが、経済成長に伴い割と金利が上昇するシナリオです。最後のケース

Gというのが、あまり大きく上がらなかった場合です。それで、制度開始時の22歳の人、30歳、40歳、50歳、60歳と10歳刻みでやっていらっやいまして、最初の4つのところまでが金利一定ですので、20年ラダーを組入れても、この場合は特に大きな問題は発生しませんと。それから、修正ケースEのときに、金利が上昇する局面では10年ラダーだけに投資するのより若干途中で時価がマイナスになるところ、金利上昇の影響を受ける可能性があるというのが、例えばその修正ケースEの制度開始年齢22歳と30歳。ただ、このへこみ方も、見ていただきますと大体98を下回ることがないということなので、許容できる程度であるかなと。

あと極端なケースとして、60歳を迎えられて退職後に年金を受け取るのではなくて、途中退職して、そのときにキャッシュを引き出されるケースというのがあって、それでも下のへこむところで100からちょっとへこむ、98までへこまないということから踏まえて、10年ラダーに対して20年ラダーを一定程度入れることにメリットがあると、地共連としては判断したという説明を受けております。

【浅野会長】 よろしいですか。ということでご理解をいただきたいということだと思いますが。

【加藤委員】 本連合会でもこれでやるわけですね。

【浅野会長】 そうですね、基本的に50・50でやるということになるのですが。それに多少地方債だとか地方公共団体金融機構債などを入れる可能性もあるということです。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 地方公共団体金融機構債は入れていく方向で考えています。

【浅野会長】 いずれにしても債券100%で、できるだけリスクはとらない運用をする。制度的にも金利変動のリスクがあったとしても、それは加入者のほうに全部押しつける。こういう制度になっているということです。よろしいでしょうか。

それでは、以上で一応予定しておりました議事は全て終了しました。私の不手際で時間を大幅に超過してしまったことをおわび申し上げます。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】 それでは、議事終了しましたということでございます。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した。次回の委員会は8月19日を予定しておりますので、よろしくお願いいたします。

以上をもちまして、第30回資金運用委員会を閉会いたします。

【浅野会長】 どうもありがとうございました。

— 了 —