

第33回資金運用委員会

平成28年3月7日（月）

【杉田事務局長】 それでは、定刻でございますので、ただいまから第33回資金運用委員会を開会いたします。

それでは、これからの議事進行につきましては、宮井会長にお願いいたします。よろしくお願いいたします。

【宮井会長】 それでは議事に入ります。初めに、報告事項の平成27年度第3四半期の各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、私のほうから27年度第3四半期の各積立金の運用状況等につきまして、ご説明をさせていただきます。それでは着座にて失礼させていただきます。

まず、27年度の第3四半期の運用環境についてですが、ベンチマーク収益率の推移をお示ししております。このグラフにつきましては、平成27年9月30日を100といたしまして、主要4資産のベンチマークの収益率の推移を示しているものでございます。

具体的な収益率の合計につきましては、12月末の全体の収益率はプラスの3.92%となったところでございます。

次に、第3四半期の主な出来事、及び市場の動向につきまして、概要をご説明させていただきます。国内債券につきましては、安定的な推移となりました。外国債券につきましては、アメリカの12月の利上げに向け債券価格が下落し、若干のマイナスとなっております。内外の株式につきましては、10月から11月までは、8月、9月の中国株の急落からの反動、それから好調な経済指標等に伴うFOMCの利上げ観測により上昇いたしまして、12月以降は原油価格の下落による株価の下落があったものの、第3四半期につきましてはプラスとなっているところでございます。

参考といたしまして、過去6カ月の経済指標の推移をまとめてございますので、後ほどご覧いただければと思います。

次に、厚生年金保険給付組合積立金、いわゆる1・2階部分の第3四半

期の運用状況の概要でございます。1・2階部分の運用につきましては、厚生年金保険の被保険者の利益のために、長期的な観点から安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うものとさせていただきます。

第3四半期の運用状況につきましては、12月末で5兆2,400億円、修正総合収益率はプラス2.30%、総合収益額はプラス1,224億円となりました。10月1日の被用者年金制度の一元化後の期初残高につきましては、約5兆5,573億円でございますので、この間マイナス3,174億円となったところでございます。

この主な理由といたしましては、第3四半期の総合収益額がプラス1,224億円となった一方で、年金収支がマイナス約4,400億円となったことが主因となっております。このマイナスにつきましては、10月から12月の保険料負担金収入については、構成組合が翌月の第5営業日までに本連合会に振り込むという関係がございまして、10月分、11月分の2回であったこと、それから一方では、年金の支給月が2回あったということによるものでございまして、大きくマイナスに出るということでございます。

次に、資産ごとの時価総額の状況でございます。基本ポートフォリオにつきましては、資産構成割合は、内外株式については基本ポートフォリオの許容乖離幅の範囲内に入っておりますが、国内債券はその上限を上回り、外国債券については、その下限を下回っているという状況でございます。

次に、収益率の状況でございます。時価ベースで算出されました収益率であります修正総合収益率は、主に内外株式の好調な結果がけん引する形となりまして、プラス2.30%となっているところでございます。

具体的な収益額の状況につきましては、時価ベースで算出された収益額でございます総合収益額は、プラス1,224億円となっているところでございます。

次に、平成27年度第3四半期のパフォーマンス評価要因分析の表でございます。連合会ポートフォリオはプラス2.30%、ベンチマークの収益

率はプラス3.92%、超過収益率はマイナス1.62%となっております。その主な要因は、資産配分要因によるものでございまして、ベンチマーク収益率を下回る国内債券がオーバーウェイトとなった一方、ベンチマーク収益率を上回る内外株式がアンダーウェイトになったことによるものでございます。

次に、経過的長期給付組合積立金、いわゆる旧3階部分の第3四半期の運用状況の概要でございます。旧3階部分の運用につきましては、新規の掛金収入が発生しないという閉鎖型年金の特性を踏まえ、下振れリスクに特に留意しつつ、将来にわたる負債と積立金との関係を常に意識しながら、長期的な観点から安全かつ効率的に行うことにより、経過的長期給付事業の運営の安定に資することを目的として行うこととされてございます。

第3四半期の運用状況については、12月末で5兆8,853億円、修正総合収益率はプラス2.52%、総合収益額はプラス1,451億円となっております。10月1日の被用者年金制度の一元化後の期初残高は5兆8,014億円でありましたので、この間プラス839億円となったところでございます。

主な理由といたしましては、第3四半期の年金収支がマイナス600億円だった一方で、収益額が1,451億円あったということが主因でございます。1・2階は残高が約3,200億円減収する一方で、旧3階の残高が約800億円増加した結果となったところでございますが、この差の要因は、先ほど申しましたように、年金収支の差ということになってございます。

次に、資産ごとの時価総額の状況です。資産構成割合につきましては、1・2階と同様、内外株式については基本ポートフォリオの許容乖離幅の範囲内に入っております。国内債券は、その上限を上回り、外国債券については、その下限を下回っている状況となっております。

次に、修正総合収益率と収益額の状況でございますが、先ほど概要で説明したとおりでございますので、ここでは省略をさせていただきます。

次に、旧3階における平成27年度第3四半期のパフォーマンス評価要因分析の表でございます。連合会ポートフォリオはプラス2.52%、ベン

チマーク収益率はプラス3.92%、超過収益率はマイナス1.40%となっております。その主な要因でございますが、先ほど申しましたように、1・2階と同様に資産配分要因によるものでございまして、ベンチマーク収益率を下回る国内債券がオーバーウェイトとなった一方、ベンチマーク収益率を上回る内外株式がアンダーウェイトとなったところでございます。

次に、旧3階における当面の運用の資産構成割合により分析したパフォーマンス評価要因分析をつけてございます。先ほど申しました基本ポートフォリオよりも超過収益率のマイナス幅でございますが、若干大きくなっている状況でございます。

続きまして、退職等年金給付組合積立金、いわゆる新3階部分の第3四半期の運用状況の概要です。新3階部分の運用につきましては、国債利回り等に連動する形で給付水準を決めるキャッシュバランス型年金の特性を踏まえ、長期的な観点から安全かつ効率的に行うことにより、退職等年金給付事業の運営の安定に資することを目的として行うこととされているところでございます。

第3四半期の運用状況については、12月末で約134億円、実現収益率はプラス0.12%、実現収益額はプラス700万円となっております。

退職等年金給付組合積立金は、原則として給付対応等で必要な短期資産を除く全額を国内債券に投資し、それを満期まで持ち切る運用を行うことから、評価損益を除いた簿価評価としていることなど、1・2階及び旧3階とは異なる内容となっているところでございます。

次に、資産状況でございます。基本ポートフォリオについては、先ほど申しましたように国内債券100%となっております。また、短期資産の構成割合が高い理由といたしましては、1月に地共連への払込金がございますため、その分のキャッシュを確保する必要があったことから、若干高めになっているところでございます。

次に、収益率と収益額の状況でございますが、概要につきましては先ほどご説明したとおりでございますので、省略させていただきます。

続きまして、信託運用の収益率でございます。被用者年金一元化によりまして、運用状況の公表は経理区分ごとに行うこととなりますが、第3四

半期の時点では合同運用のファンドが多数あることから、ファンド運営の巧拙を見るための時間加重収益率についてはアクティブ、パッシブの区分及び1・2階部分、旧3階部分の区分で集計ご報告をさせていただきます。

平成27年度通期の超過収益率欄をごらんください。国内債券は1・2階がNOMURA-BPI総合をベンチマークとした運用を行うのに対しまして、旧3階は自家運用によるラダー型ポートフォリオ運営を行うこととなったため、各経理区分における運用形態ごとに掲載をさせていただきます。他の3資産はアクティブファンドが合同運用の状態にあるため、アクティブ、パッシブの欄は合算で集計、掲載をさせていただいております。

資産ごとにベンチマークとの差につき、主な要因をご説明いたします。まず、国内債券の1・2階部分ですが、平成27年12月1日に新規設定をいたしましたアクティブファンドが、ポートフォリオ構築中ということもございまして、若干ベンチマークを下回っております。さらにパッシブ欄にございますNOMURA-BPI総合に連動するパッシブ運用に移行するため、作業中のファンドが市場で長期金利が急低下する中、現時点ではファンドのデュレーションがベンチマークに比べやや短いことを主因に、ベンチマーク収益率を0.30%下回っております。旧3階は向こう20年の年度別償還額が均等になるラダー型運営としておりますが、ベンチマークに比べファンドのデュレーションが若干短いため、ベンチマークを下回ったものでございます。

両経理ともノンベンチマークとして自家運用・キャッシュアウト対応と記載したファンドがありますが、これは被用者年金一元化前から保有していた債券のうち、残存期間の極めて短い債券を集めて給付対応用にバイ・アンド・ホールドで運用しているものでございます。

国内株式はパッシブファンドが資金追加タイミング要因などからベンチマークを0.12%下回っておりますが、アクティブファンドの銘柄選択が良好であったため、国内株式全体では1・2階、旧3階ともベンチマークを0.07%上回っております。

外国債券につきましては、ほぼベンチマーク並みの実績となっております。外国株式はアクティブがベンチマークを上回ったほか、パッシブも資

金追加の影響がプラスに働いたことから、両経理ともベンチマークを上回っております。1・2階と旧3階で若干数値が異なるのは、パッシブファンドでの特殊要因の影響度の違いによるものでございます。

合同運用からファンド分割に至る経緯、流れ等につきましては、後ほどマネジャーストラクチャー再構築状況のご報告の中でご説明をさせていただきます。

私からの説明は、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いたします。今回のご報告から、リスク管理実施方針に基づいてレイアウト等を変更しております。資料は12月末の状況となっておりますが、後ほど追加資料として2月末の状況を速報ベースでご報告させていただきます。

では、モニタリング指標等の状況をごらんください。インプライド・ボラティリティですが、太枠で囲んだ平成27年12月末時点では、3月末時点に比べ日経平均株価で低下、VIXで上昇しました。ヒストリカル・ボラティリティですが、12月末時点は3月末時点に比べ内外債券で低下、内外株式で上昇しました。

続きまして、相関係数の推移についてです。濃い実線が示す過去1年では、いずれの資産間の組み合わせにおいても、3月末時点に比べて相関は横ばい、もしくは弱まりました。薄い実線が示す過去5年では、3月末時点に比べて国内株式と国内債券の組み合わせでやや相関が強まりましたが、その他の資産間の組み合わせではほぼ横ばいとなっております。

続きまして、基本ポートフォリオの有効性の検証についてです。こちらは基本ポートフォリオと同様の算定方法で求めたベンチマークの標準偏差を管理上の目安と比較したものでございます。なお、管理上の目安につきましては、基本ポートフォリオ策定時のデータをもとに、5年ローリングの標準偏差の上下5%タイル値としております。

内外株式及び外国債券をごらんください。こちらは前月末時点から上昇しておりますが、管理上の目安の範囲内となっております。一方、BPI総合指数、Ladder10年の指数につきましては、昨年11月末から

管理上の目安を下回っております。利回りの絶対値が低下している中で、さらに金利の低下傾向が続くというような環境であったため、月次の収益率のばらつきが小さくなっており、ベンチマークのボラティリティが低下していることが確認できましたので、管理上の目安を下回っていることについて、特に問題ないものと判断しております。

その他のグラフにつきましては、毎月の検討会議においてトピックとなる指標等について載せているものでございます。金融市場の緊張度や、米国の利上げや日欧のマイナス金利が主要国の債券市場に与える影響、原油の価格の動向等などを取り上げております。

続きまして、厚生年金保険給付運営積立金に係るリスク状況でございます。こちらにつきましても、今回のご報告から、リスク管理実施方針に基づいてレイアウト等を変更しております。一元化後3カ月経過時点の状況ということもありまして、時系列での比較を中心に分析しております。

まず、B a r r aモデルで算定した平成27年12月末の積立金全体のトータルリスクですが、6.01%となっており、主として内外株式及び外国債券の割合が上昇したことにより、前月比で上昇しております。個別資産につきましては、外貨建資産のパッシブファンドでトータルリスクが低下しておりますが、こちらは11月末時点に追加投資を行ったため一時的に上振れていたものが、12月末には解消されたということによるものです。

続きまして、推定トラッキングエラーについては、積立金全体では前月末に比べ低下しました。これはリスク資産の割合が上昇したことによりまして、基本ポートフォリオとの乖離が小さくなったことによるものです。国内債券及び外国株式の推定トラッキングエラーにつきましては、一元化後にベンチマークが変わっており、まだ移行過程のため、高い数値となっております。

個別資産におきましては、外国株式は10月末時点ではベンチマークである日本を除くオールカントリーインデックスに対応したファンドにはなっていないため高い数値となっております。さらに11月末時点では追加投資を行ったため、一時的に上振れしておりますが、12月末時点

では追加投資の影響が解消されまして、またベンチマーク対応も済んだことに伴いまして低下しております。

外国債券につきましては、11月末時点に追加投資を行ったため、こちらも一時的に上振れておりますが、12月末までには解消し、元の水準まで戻っております。

ベータですが、国内債券はベンチマークであるBPI総合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。国内債券のデュレーションの乖離幅については、10月末時点ではBPI総合と比べて組み入れ銘柄が短い年限に偏っているため、乖離幅が大きくなっておりますが、12月では上旬に新規設定いたしましたアクティブファンドの影響でデュレーションが長期化したことにより、乖離幅が縮小しております。

次に、実績トラッキングエラーをごらんください。こちらは過去5年のデータをもとに算定したのですが、平成27年9月末までのデータにつきましては、一元化後のデータがないので、一元化前のポートフォリオとのトラッキングエラーを使用して算定したものとなっております。少し小さな値となっております。

続きまして、リスク管理実施方針に基づきまして、信用リスク、外国資産に関するカントリーリスク及び通貨リスク、そして流動性リスクについて状況を記載したものでございます。信用リスクにつきましては、同一発行体の発行する債券、または株式への投資が各ファンドの時価の10%以内に収まっているかを基準として見ており、いずれも基準内となっております。外国資産に係るカントリーリスク及び通貨リスクにつきましては、ベンチマークとの乖離を見ており、問題ない水準と判断しております。また、特に信用懸念とされる国もございませんでした。流動性リスクにつきましては、市場規模に対する各資産が占める割合を算定して判断しておりますが、いずれも問題ない水準と判断しております。

次に、バリュアットリスクの値については、積立金全体ではリスク資産の割合が上昇したことに伴い、前月と比較して上昇しました。右のグラフは積立金総額に対するバリュアットリスクの割合の推移をあらわした

ものです。上の折れ線グラフは基本ポートフォリオの中心値で運用した場合の推移、下の折れ線グラフは現在のポートフォリオでの推移となります。

続きまして、ストレステストですが、こちらはシナリオの見直しを行いまして、中央の太枠で囲っているシナリオを追加しております。こちらのシナリオは日銀が半年に1回公表しておりますテールイベントシナリオとなります。内外金利が0.1%低下、内外株式が55%下落、23%の円高ドル安を想定したものとなっております。積立金全体ではマイナス14.45%、基本ポートフォリオで運用した場合はマイナス25.42%の下落率となります。

続きまして、旧3階のリスク状況についてですが、おおむね厚生年金部分と同様の状況となっておりますので、後ほどご高覧いただければと思います。

追加でお配りした資料につきましてご説明させていただきます。こちらは2月末の状況を速報ベースで載せたものとなっております。まず、インプライド・ボラティリティですが、日経平均での推移を示したものでございます。年明けから2月にかけて大きく動いており、2月12日には49.84%になりましたが、2月末時点では34.84%まで下がっております。

また、S&P500のVIXの動きでございますが、こちらも12日に28.14%となりましたが、2月末時点では20.55%まで下がっております。

次に、ヒストリカル・ボラティリティですが、まずTOPIXについては、2月15日は3.38%と基本ポートフォリオが想定するリスク1.59%の倍を超えておりますが、末時点では2.79%と下がっております。右のグラフは日本を除くオールカンントリーインデックスの動きでございますが、15日に2.23%となりましたが、末時点では1.94%と基本ポートフォリオの想定リスクである1.73%に近い水準まで下がっております。

次に、資産の相関係数を載せております。過去1年では総じて相関が高まっておりますが、過去5年では大きな動きはございませんでした。下段の基本ポートフォリオの有効性の検証については、年明けから上昇してお

りますが、いずれも実線で示す前提値を下回る状況でございます。

また、こちらの資料には載せていないのですが、B a r r a で求めました厚生年金部分のトータルリスクにつきましては、12月末時点で6.01%と、先ほどご報告したものが1月末につきましては5.96%、2月末時点では6.57%となっております。なお、基本ポートフォリオの構成割合で運用した場合につきましては、12月末時点で9.47%だったものが、1月末時点で10.19%、2月末時点で10.21%となっており、こちらにつきましては策定時のリスクである12.8%は下回っているような状況でございます。

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。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 運用管理課長の西部でございます。私のほうからはマネジャーストラクチャー再構築についてということで、現時点までの選定状況について経過報告をさせていただきます。まず、連合会におきまず委託機関の募集形式でございますけれども、連合会のホームページに募集要項を掲示する公募方式で全て行ってございます。以下、募集の順に従ってご説明いたしますが、まず外国株式パッシブファンドでございますが、これは新たな基本方針において政策ベンチマークが新興国を含むMSCI ACWI ex Japanになったことにより、資産管理機関と並行して募集を行ったところでございます。応募社の中から結果として2社を採用いたしました。

続きまして、国内債券アクティブファンドでございますが、これは1・2階の部分だけですが、NOMURA-BPI総合をベンチマークとするアクティブ運用を行うということで募集をいたしまして、結論から申し上げますと、24プロダクト応募がございまして、うち8プロダクトを採用したところでございます。

運用手法につきましては、国内債券の運用ですので、いずれのファンドもマクロ経済ですとか発行体のクレジット分析といったようなファンダメンタル分析を中心とする手法、これは共通でございまして、中ではアルファを追求する戦略として、よく出てきますデュレーション戦略、イールドカーブ、クレジット、このようなものを複数組み合わせたファンドを7つ、

事業債の対国債スプレッド伸縮分析に基づくものを1つ、計8プロダクトを採用したということでございます。

次に、外国株式アクティブファンドですが、こちらにつきましてはMSCI ACWI ex Japan、MSCI KOKUSAI、MSCI EMERGINGとベンチマークを3本並行して募集をいたしました。政策ベンチマークはMSCI ACWIですが、先進国特化や新興国特化といったものについても、有望かつ特色のあるプロダクトがあれば前向きに検討しようというスタンスで募集を行いました。こちらにつきましては94プロダクトの応募がございまして、5プロダクトを採用したということでございます。プロダクト数と社数が一致しないのは、1社で複数のプロダクトに応募を可としたということでございます。

概要につきましては、決めました定性評価項目に沿って各社の独自性、優位性などを中心に評価を行い、定量評価これは報酬控除後という規定になってございますけれども、これも加味して総合評価を行ったということでございます。ファンドのスタイルとしましては、いわゆるジャッジメンタルのファンドが4つと、計量モデルに基づくクオンツファンド、これが1つ、計5プロダクトを採用したところでございます。

マネジャーベンチマークにつきましては、今回先進国特化型や新興国特化型も並行して行いましたけれども、結果としては特化型ならではの優位性、独自性を感じるというほどのものは見当たりませんでしたので、新規に採用したところにつきましては、全てMSCI ACWIをベンチマークとするファンドといたしました。スタイル分析等につきましては、後ほどまとめてご報告します。

次に国内株式アクティブファンドですけれども、こちらにつきましては、通常型の従来からのアクティブファンド、TOPIXをベンチマークとするものとスマートベータ、これを並行して行いました。通常型のアクティブファンドにつきましては、54プロダクトの中から9プロダクトを採用。スマートベータにつきましては15プロダクト応募がありましたけれども、うち2プロダクトを採用ということとしました。スマートベータの大まかな類型につきましては、その下ですけれども、いわゆるファンダメンタル

ズ系が2つ、低ボラティリティ系が3つ、その他クオリティ系ですとか、あるいは複数のファクターを組み合わせた組み合わせ商品といったものが10プロダクトございました。

選定につきましては、外国株式と同様に定性評価、定量評価を加味した総合評価を行うということでございますけれども、こちらもファンドのスタイルとしましてはジャッジメンタルなプロダクトが7、計量モデルに基づくクオンツが2ということでございます。スマートベータにつきましては、各指数の有効性の検証も行った上で評価しておりますけれども、結論としましては、企業価値、ファンダメンタルに基づくものと、低ボラティリティ、最小分散方式のものを各1プロダクト採用することといたしました。

組み合わせに当たって考慮した点ということで、2点挙げていますけれども、今回の募集に当たりましては、ちょうど過去数年間、通常のアクティブファンドでいいますとグローススタイルのパフォーマンスが相対的に有利だということもあって、応募商品の多くもグロース系ものが多く見られました。したがって、あまり連合会のポートフォリオ全体が過度にグロース寄りにならないように、配分額のところで調整を行ったということが1点あります。

あと、TOPIXに対するトラッキングエラー、これは標榜する運用スタイルもそうですし、過去の実績もそうなのですが、リスクの高いものについては配分額を抑えていこうという、この2点を考慮して配分額を決定したところでございます。これにつきましても、スタイル分析については後ほどご説明いたします。

あと、現在進行形のものとして、外国債券のアクティブファンドが現在選考中でございます。ベンチマークについては、3つ載せていますけれども、それぞれで募集しましたけれど、結果として2のシティのBIGインデックスでの応募はなかったという状況でございます。

あと、今後のものとして国内債券のパッシブファンドですが、これも1・2階部分に限ってですけれども、NOMURA-BPI総合に連動するパッシブファンドを募集いたします。これは今、ポートフォリオの銘柄を入

れかえてB P I 総合の属性に少しずつ近づけるべく、構築ファンドで行っていますが、これが完了した時点で通常のパッシブ運営に移るということで考えてございます。

続きまして、ファンド分割の流れでございますけれども、国内債券につきましては、1・2階と旧3階別の運用をしていますので、分割統合ございませんので、それ以外の3つの資産につき、アクティブ、パッシブ別でざっくりとした表を載せてございます。全ての前提として一元化後に新規採用したファンドについては、それぞれ契約時に1・2階用と旧3階用別にファンド設定をいたしておりますので、ここで対象となるのは、以前から契約していたファンドに限っての話です。

若干ご説明をしておいたほうがいいと思われるところですが、外国債券のパッシブ2ファンドについては、1つが分割、1つが新設という形でさせていただいています。外国債券のパッシブについては、通常あるものを2つに分けて両経理に帰属させるという方法もあったのですが、ファンドの残高がかなり違ったものですから、既存のファンドをそのまま旧3階に帰属させて新ファンドを1・2階に帰属させたという形でやりました。

外国株式につきましては今回の一元化以後の基本方針によって政策ベンチマークが新興国込みのインデックスになったということで、既存のものをがらっと変えるのではなくて、まず新しいファンドで新興国の部分を買って、相応の規模になったところで、以前からある先進国分と統合するという2段構えでやりまして、その流れを書かせていただいております。

あと、指定都市職員共済からの委託運用資産の統合につきましては、全て1・2階に帰属するという仕分けを行いました。中に複数資産に投資するバランス型の形態が多ございましたので、資産クラスごとに段階的に特化型ファンドに現物移管を行ったというところで、これは全て完了いたしております。

最後に、外国株式と国内株式のスタイルの分散について、グラフを使って概略をご説明いたします。図表1は、外国株式のアクティブ選定におけるものですが、上段が応募全94プロダクトをM P I スタイルを用いて

としたものです。横軸にバリュー・グロス、縦軸にラージ、スモールというものでございます。上段の真ん中の線の上のほうに赤いバツがあるのが、これがベンチマークでありますMSCI ACWIでございます。

我々が選定したものが、その下のグラフにありますけれども、丸で囲っているものが今回新規に選定したもの、ひし形のもが既存の9月以前から運用しているものでございます。ポートフォリオ全体を合算したものににつきましては、吹き出し、新ポートフォリオと書いているところでございまして、既存のもが、そのすぐ左側の三角印のピンクのもので、若干ですけれども、ポートフォリオ全体としてはグロス寄りになっているというところですが、極端な偏りがあるとは認識してございません。

以上が外株でございまして、続きまして国内株式につきましては、同じように応募してきたものと、選定したもののMPIスタイルスのマッピングを上と下のグラフで対比しております。下のほうの今回の選定というのをごらんいただきますと、丸印のもが今回の選定したもので、少し小さく見づらいですけれども三角が左上のほうに1つと、右の真ん中寄りに1つありますけれども、これがスマートベータの位置です。全ての既存ファンドと合算して新ポートフォリオの位置が四角い赤のところ、新ポートフォリオになりまして、TOPIXに比べると若干グロス寄りになっている。

既存ポートフォリオがやや左側のバリュー寄りでしたので、先ほども申し上げましたとおり、今回応募のあったのはグロス系のものが多かったもので、あまり大きく偏らないようにという配慮はしておりますけれども、若干グロス寄りになっているというところでございます。

リスク・リターンの分布が、横軸標準偏差、縦軸にリターンという、よくある散布図ですけれども、これも既存ポートフォリオと新ポートフォリオの位置関係をごらんいただきますと、若干左上のほうに寄っています。スマートベータのあるなしで2つつけていますけれども、ほとんどグラフが重なっております、あまりリスク・リターンの水準は変わりません。若干リスクが下がって、リターンが上がるということですが、これもあくまでも過去の検証ですので、これからそうなることを保証するものではありません。

りませんし、今回は全体としてやや低ボラティリティ系のプロダクトが多かったこともありまして、若干リスク帯としては左のほうに移動しているということでございます。

あと、もう1点だけ、一番下のところに市場局面別超過収益率（対T O P I X）というものをつけてございますが、これは月次収益率を用いまして、月次収益率がプラスのところを上昇局面、マイナスのものを下落局面ということでそれぞれ類別しまして、各グループごとに平均値を取ったものですが、ちょうど点線をつけております下落局面というところをごらんいただきますと、従来のポートフォリオですと下落局面は一緒になってベンチマークを下回っていますが、今回の組み合わせでいけば、下落局面については下値抵抗といたしますか、ベンチマークに比べるとプラスのアルファがあるということで、このような局面別の特性についても一応検証をいたしたところでございます。

私からは、以上です。

【宮井会長】 ありがとうございます。

それでは今の件につきまして、議事に入りたいと思います。ご意見、ご質問等ありましたら、お願いします。どうぞ。

【俊野委員】 10月1日の一元化が始まりまして、いよいよアセットアロケーション変更ですとか、マネジャーストラクチャーの構築とか、いろいろと急ピッチで進んでいることはよくわかりました。今、ご説明いただいたマネジャーストラクチャーの変更についても、かなり詳細な分析をしていただいて、採用の状況に関しても、これだけたくさんの数の面接ないし選定をされているということは、非常に大掛かりな変更が行われているということとはよく理解できました。

政令指定都市さんの分だけでも1兆円を超える運用資産が加わって、おおむねバランス型だったものをばらして、それを原資に新たにファンドを選定されるということで、いろいろな動きが並行して行われていると推察されます。ただ、これまでマネジャーストラクチャーの各論の話はいろいろとご説明いただいたのですけれども、全体的にパッシブがこれだけだったものが、このぐらいアクティブに動きましたとか、スマートベータ関連商

品がその中でどのぐらい採用されましたですか、マネジャーストラクチャーがどの程度構築されているのかという肝心のところがよくわからないのです。

ですから、各論の細かい分析に入る前に、パッシブ中心だったものが、この一連のマネジャーストラクチャー変更の動きの中で、どの程度アクティブ比率が増えているとか、スマートベータがその中でどのぐらいの構成になっていますとか、政令都市さんのお金が10月1日に入ってきて、それがどの程度、本来の運用の中に組み込まれてきたとか、その辺の肝心のところをもう少しわかるように、基本的な資料を教えていただけないですか。細かい分析に入る前の部分が不足しているような印象を持ちました。マネジャーストラクチャーの再構築に関する全体的な状況がこれまでのご説明ではよくわかりません。基本的なところをもう少し丁寧に資料を作っていたいただきたいという印象を持ちましたということです。

【宮井会長】 では、今の点についてお願いします。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 途中経過ということで、申しわけございませんでした。今のご質問でいきますと、次回以降、全体像がわかるものでお示ししようと思っておりますが、今、既に固まっているものとしては、今のご説明の前段部分の国内債券のアクティブと外国株式のアクティブ、この2つはもう決まっております。数字については、これも本当に速報ベースではありますけれども、国内債券のアクティブが債券の中で大体20%前後、外国株式については22%程度になっています。

昨年の夏にご議論いただいたときには、国内債券30%のアクティブ比率、外国株式20%ということだったのですけれども、今ちょうど資産構成割合の移行をやっている最中で、国内債券はこれからどんどん減っていきますし、外国株式は増えていきますので、それは一時的な要因とご理解いただければと思います。

国内株式移行は、まだこれから設定するところがございますが、数字はございませんけれども、大体のイメージとして当面のアクティブの見込みの2割弱ぐらいがスマートベータになるという形で配分計画を今つくっておるところでございます。

外債移行につきましては、まだこれからでございますので、次回の委員会のときに、1つ見やすい表のような形でお示ししたいと思います。

【俊野委員】 ありがとうございました。

【宮井会長】 昨年の夏に、一応アクティブ、パッシブ比率を決めて、それをベースに、国内株であればスマートベータを入れるということで、構築をしてきているということですから、次回どのぐらいそれが終わっているのか、当初の計画と比べて全部終わってれば、それでよろしいですし、当初の計画と違った点等がもしあれば、それもまとめて報告いただければと思います。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 承知いたしました。

【宮井会長】 それでは、ほかに何かご質問等あれば、お願いします。

【甲斐委員】 パフォーマンスの要因分析のところ、1・2階部分については基本ポートフォリオと比較し、それから旧3階の部分については、当面の運用と移行との比較対照になっているわけです。前回もたしか議論になったと思うのですが、1・2階部分の基本ポートフォリオというのは、もう少し先のターゲットなので、そこにどのように進んでいくかというところの道筋が、あまりはっきりはしていません。また、遠い目標の基本ポートフォリオと比較すれば、相当差が出てくるのは明らかだし、いろいろ誤解を招く可能性もあると思います。

当面のポートフォリオに運用比率を設定して、それと比較して、乖離が出れば、相場観によるものなのか、あるいは移行段階だからそうなっているのか、そこをはっきり分ける必要があります。当面の運用をもう少し具体的にすべきではなかったかと思うのですが、それはいかがですか。

【宮井会長】 では、事務局お願いします。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 1・2階の部分については、今年度については許容乖離幅の中に入れていくのが第1の目標でございます。来年度については、これからご審議いただく機動的な運用も含めて、来年度のところでどのぐらいのレンジを目指していくかということを決めていきたいと考えていますので、今の段階では、基本ポートフォリオの中心値まで時間的に線形で持っていくとか、そのような目標を立てて要因分析することは、まだ来年度の方針が決まっていますので、実施することは難しい状況で

ございます。

以上です。

【甲斐委員】 困難な状況はわかりますが、この要因分析によって何が得られたかという
うと、実は、あまり得られるものがないわけで、今後の作業をしっかりや
っていただいて、その上で分析されると、意味のある数字になってくると
思いますので、そこはぜひお願いしたいと思います。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 わかりました。

【甲斐委員】 もう1点、全く別の件で、少しテクニカルかもしれませんが、以前
から気になっている話で、複合要因というのが出てきます。ベンチマーク
に対するパフォーマンス分析です。複合要因は、言ってみれば、計算のプロ
セスにおける、ある種誤差のようなものです。強いて意味を持たせると
したら、例えば連合会が得意な商品については少し比率を高め、苦手な商
品については低めにできているか、複合要因は、そのようなことが的確に
行われているかどうかを見る指標なのです。それぐらいの意味です。

これをどう評価に使っているのか、そのようなものとは全然無関係なら
ば、複合要因という表記をやめ、複合要因の数値を資産配分か個別資産要
因のどちらかに入れたほうが良い。このようなものがあるほうがかえって
誤解を生むと思いますので、私はやめるべきだと思いますけれど、いかが
ですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 こちらのほうについて、今、甲斐委員からお話が
ありました、連合会が特に何かの商品のウェイトをコントロールするよう
なことで今運用しているわけではございませんので、今の意見をいただい
て、内部でまた検討したいと思います。

【宮井会長】 これは計算の過程で、合わせるためにやっているというだけの話で、で
すから甲斐委員のご指摘のとおりです。別にここで何かやっているわけ
はないということですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 そういうことです。

【甲斐委員】 そうですね。やっていないのであれば、やめたほうがいいですね。

【宮井会長】 その場合、数字が合わない可能性がある。

【甲斐委員】 だから、どちらかに入れるのです。

【宮井会長】 なるほど。例えば、資産配分要因に入れてしまうとか。

【甲斐委員】 そうです。

【徳島委員】 私の過去の経験から言いますと、おっしゃるとおり、複合要因というのはほとんどが誤差なので、大きく手間のかからないように、例えば、半分ずつ両方に足してしまうとか、割り切りの世界だと思います。

まれに大きくなることがありますので、そういう時は説明が必要になるでしょう。甲斐先生がおっしゃるとおり、このように複合要因として抜き出すことによって、思わしくない議論を呼んでしまうことがありますので、少し工夫いただいているのではないかと思います。よろしくお願ひします。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 承知いたしました。

【宮井会長】 ほかにいかがですか。

【加藤委員】 甲斐委員の指摘がありました1・2階の資産配分が基本ポートフォリオから随分ずれるという問題があります。過去に、移管期間に於いては基本ポートフォリオを線形で伸ばすというような議論もしてきたと思います。単純に基本ポートフォリオと比較するには、あまりにも差が大き過ぎるという気がします。しかし、あえて線形に伸ばすのもどうかという議論もあると思います。とは言うものの、もう1つ何かわかりやすい指標があってもいいと思います。

それから、別の質問です。マネジャーストラクチャーの図がありましたが、外株とTOPIX、日本株のところ、ベンチマークが軸の原点に来ていないのですが、母集団は何にされているのですか。

【事務局(原)】 外株も内株もですが、MPIスタイルでつくってござりまして、データベースはMSCI及び東証とござります。外株から説明しますと、母集団につきましては、MSCIがカバーしている銘柄ということで、3万から4万銘柄あたりと聞いてござりまして、MSCI ACWIは時価総額の上位70%に入る銘柄とござりますので、インデックス自体がラージ寄りとござります。

バリューとグロースの位置関係につきましては、インデックスの銘柄の中での比較となるので、これはほぼ真ん中のところとござります。

TOPIXについても同様の形でインデックスがこのような形で上のほ

うに、ラージ寄りになっているという形になります。

【加藤委員】 日本株は、東証上場銘柄ですね。

【事務局（原）】 東証の銘柄というような形になります。

【加藤委員】 ベンチマークを想定した運用をするのであれば、ベンチマークを原点にしたほうがわかりやすいのではないかという気もします。

【事務局（原）】 そうですね。超過収益ベースで出すようなマップを選びますと真ん中に来ますので、そのような形でお出しすればよかったかと思いますが、今回はこのまま出させていただきます。

【宮井会長】 これはスモール、ラージのところで、TOPIXの平均を取ると大型に寄ってしまうということですね。

【事務局（原）】 そういうことになります。

【宮井会長】 そういうことですね。これを真ん中にしようと思ったら、結構ややこしくなるのですけれど。

【事務局（原）】 このMPIスタイルスのシステム上、超過収益というような形でしか出すことができず、母集団を自由に選べるというわけではない仕様でして。

【宮井会長】 そうですね。私から質問があります。今の件なのですが、国内株式で、TOPIXと新ポートフォリオというものが少しずれています。このずれは、このぐらいは別に問題ないかどうか、それと新しく採用したのが小型で右の下のほうに位置しておりますけれども、結構特異なファンドのような気もします。つまり、この小型を選んだので、この新ポートフォリオがTOPIXよりも左の右下のほうにずれているという理解でよろしいですね。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 私のほうから。計算上は、今、会長がおっしゃられたように、今回新たに選定したものの中に小型バイアスの強いものがあつたということで、全体が少し下がっているということだと思います。

ただ、小型株だからということで決め打ち的に選定、評価したのではなくて、広くアクティブファンドを募った中で、幾つかの分類の中で、これがよかろうと思って選定した中に、幾つかそのようなものが入っていたということですので、新ポートフォリオの位置につきましては、若干下向きになっていますけれども、極端にこれでTOPIXから大きなアクティブ

リスクを取っていることではないだろうという理解で、この配分案にしているというところでございます。

【宮井会長】 なるほど。24カ月の移動平均ということですけど、24カ月ずらしていくわけですけども、これは10年間のデータを使ってずらしていくということですか。ここに書いてありますね。ごめんなさい。13年からですね。2013年から2015年までの間ですか。

【事務局(原)】 継続期間は13年の7月から15年6月で、それを6カ月ごとにローリングします。

【宮井会長】 6カ月ごとに。そうですか。そうすると、中には結構変化しているものもあると考えられます。同じところにプロットされていますが、多分結構あちらに行ったり、こちらに行ったりして変動するものもあるので、そのような変化も踏まえて、今、新ポートフォリオというものはそれなりにT O P I Xと大きく離れていないという、そういうことですね。

【西部投資専門員兼運用管理課長】 そうですね。

【事務局(原)】 失礼いたしました。13年7月から15年6月の24カ月の移動平均です。ローリングと申し上げたのは、6カ月ローリングの状況も見ており、それはここには載せておりませんが、やっております。こちらは、24カ月の移動平均1点のものです。

【事務局(佐藤)】 少し補足させていただきます。国内株式アクティブのマップにつきましては、例えば、新ポートフォリオでは、直近ですともう少し真ん中のT O P I X寄りに動いていたり、また先ほどご指摘ございました小型株寄りのファンドについては、過去長い期間で見ると、上のほうのラージ寄りから少し移動してきたりと、そのような動きが見られております。

【宮井会長】 どうぞ。

【徳島委員】 今回は、この10月から新しい運用体制に移行されて、まだそれが完全に終わっていないという現状なので、やむを得ないことは理解しているつもりなのですが、特に今回の旧3階での運用、それから来年以降機動的な運用を実施した際に、基本ポートフォリオと異なることを実施したことの評価というのが、要ると思います。今回の資料上では、対基本ポート、対当面の運用という2つの表を出していただいているのですけれども、結局こ

のうち基本ポートというのはあらかじめ枠組みとして決まっていたものです。一方で、当面の運用に関しては、この運用委員会及び事務局の皆さんと相談させていただいて、私たちがこのようにすると決めたわけですので、この差で何が起きているのかというのが、我々の一番責任を負わないといけないところだと思います。今回はまだスタートですし、大きな差ではないと認識していますが、今後機動的な運用をやるときも含めてお考えいただくと、責任が浮彫りになってしまうので、それが本当によかったのか悪かったのか。

もちろん短期的な評価が全てだとは思っていませんけれども、資料上での分析や表示についても、少し難しいとは思いますが、ご工夫いただけたらと思っております。

以上です。

【甲斐委員】 よろしいですか。先ほど2月末の状況までお話ししていただきましたので、私はリスク管理上は、特段心配はしていないのですが、非常に大きな問題はマイナス金利だと思うのです。債券は、資産運用の核です。つまり、安定的にキャッシュを生み続けるための中核が債券だと思うのです。

実は、キャッシュ創造の機能が壊れかけているというか、果たせなくなりつつあるという意味で、危機的な状況が出てきているのではないかと思っています。銀行でも生保でも同じような問題意識が持たれています。

思い出すのは土地のバブルのときです。なぜみんな土地を買うのかというと、土地の収益力ではなくて、誰かが私が買った土地を、また買ってくると、要するに値上がりするからということ、どんどん土地バブルが大きくなった。今も、私が買った債券は誰かが買ってくれる、最後は日銀が買ってくれるのだということです。土地バブルと同様の異常な状態に入りつつあるという認識をしないといけないと思うのです。

そういう意味で、資産運用としてマイナス金利について、どのような見方をすべきか。せつかく2月末時点でいろいろリスクを考えていただいたので、これについて、いかがですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 マイナス金利については、今、我々が運用している資金というのは3つのタイプがございまして、一番簡単なのは新3階で

す。こちらについては基準利率自体が10年の国債の利回りをベースに決まるということですので、それとの比較ということです。運用については持ち切りという形になっていますので、マイナスの利回りのものは買っていかないことです。現在は、10年、20年の約50%ずつ運用を行っており、種別は地方債等で運用していますので、そこはまだマイナスになっていないというところで、今後もマイナスにならないように工夫をしていくというのが、まず一番簡単な資金のところの答えだと思います。

2番目としまして、旧3階についてです。こちらについてはLadder 20年で運用を行っています。今のところ20年債の利回りは0.5%程度ということと、投資する金額が基本的には20分の1ということですので、金額自体もこの時期に集中するわけではないということです。Ladder 20年運用するということであれば、今の状態であれば投資できます。これがまた20年債の利回りをもっと低くなってくれば、また考えなければならぬですけど、今の状態だと大丈夫です。

問題は多分1・2階の部分のBPI総合のところだと思います。こちらについては今パッシブを構築しているということです。アクティブのほうについては工夫していただければ良いと思っていますけれども、パッシブのほうで10年債はマイナスになっていまして、ローダウン効果を含めた期待リターン自体も8年、7年ぐらいまでマイナスになるという話を聞いております。そのようなところで、どのような運用をしていくのか、パッシブだから良いのかというところは考えなければいけない部分があると思います。

あと、もう1つは、国内債券の代替するのであればヘッジ外債とか、そのようなことはいろいろ考えていかなければいけないということ、これから委員の方々のご意見もいただきながら検討していければと考えております。

以上です。

【甲斐委員】 基本的に債券は資産運用の中で核になるような資産で、当面本来の役割が期待できないならば、債券について見合わせるのも一つの考え方です。それ以外のことを考える、あるいは、そこはしばらくお休みというような

こと。具体的にどうやるのかは別にして、そのようなくあいに捉えるべきではないかと思えます。

いろいろご検討されるということなので、ぜひ急いでやっていただいたらと思えます。

【宮井会長】 今のところは多分、機動的運用のところにも絡んでくるのではないかと思えます。時間の関係で、とりあえずその前に、基本ポートフォリオの検証について先に協議をしていただいて、その後、機動的運用のほうに行きたいと思えます。

それでは、事務局のほうから説明をお願いします。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 それでは基本ポートフォリオの検証についてご説明いたします。基本ポートフォリオの検証の今回の対象は、厚生年金保険給付組合積立金及び経過的長期給付組合積立金で、退職等年金給付組合積立金は基準利率の変更が10月となることなどから、対象としておりません。また、経過的長期給付組合積立金の当面の運用の資産構成比についても、その妥当性について確認しました。

基本ポートフォリオの検証等については、それぞれ策定時の手法と同じ方法で行いました。期待リターン、リスク、相関係数の推計に当たっては、今回の基本ポートフォリオの検証では内閣府の「中長期の経済財政に関する試算（2016年1月21日公表）」を前提に、各資産クラスの期待リターンを、リスクと相関係数については、直近20年間（1996年から2015年）のデータを用いて推計しました。

具体的な変更点については、図表のとおりです。まず、短期資産の期待リターンについてです。足元期間（2015年から2023年度）の短期金利の予測値は、足元と長期均衡水準の長短金利差を線形補完し、長期金利予測から差し引くことで算出しました。2024年度以降の長期均衡水準は、今回の検証においては基本ポートフォリオ策定時からの推計値に変更はございません。

推計された予想短期金利（2015年から2038年度）は、同期間の平均値を短期資産の期待リターンとしました。図表において、ケースEとケースGに網掛けをしておりますが、いずれの経済シナリオでも必要な運

用利回りが確保できるための運用目標のもとになったケースEと、現在の市場に織り込まれた将来の金利水準を前提とするケースGは、モデルポートフォリオ策定時においても両ケースを想定しておりますので、これらのケースに基づき検証を行いました。その結果、短期資産の期待リターンはケースEは2.1%、ケースGは1.7%となりました。

次に、国内債券についてです。国内債券については、下の式に基づき毎年度の期待リターンを算出し、投資期間中の平均値を期待リターンとしました。インカムリターンは前年度の予想BPI利回りとし、BPI利回りは予測値が存在しないため、予想長期金利から回帰分析によって求めた係数を用いて推計しました。デュレーション及びロールダウン効果については、2015年12月末の実績値を採用しました。予想長期金利は、足元から2023年度までは内閣府見通しを利用、長期均衡水準（2024年度以降）については、基本ポートフォリオ策定時と同じ値を用いました。

結果、国内債券の期待リターンはケースEは2.2%、ケースGは1.5%になりました。

国内株式についてです。国内株式については、短期資産の期待リターンにリスクプレミアムを上乗せして期待リターンを推計しました。リスクプレミアムはPER変化の影響を除いた、下の式に基づいて過去実績データから算出しました。リスクプレミアムは計測期間は、ケースAが経済再生ケースに相当する期間として1983年度から1989年度、ケースHはバブル崩壊後の1993年度から2014年度としました。ケースBからケースGは線形補完しリスクプレミアムを算出しました。リスクプレミアムと期待リターンはそれぞれ図表のとおり、ケースEは5.1%、7.2%、ケースGは5.0%、6.7%となりました。

外国債券についてです。国内株式と同様、短期資産の期待リターンにリスクプレミアムを上乗せして期待リターンを推計しました。リスクプレミアムは過去25年間（1990年から2015年）の実績データから金利低下に伴うリターンへのプラス寄与の影響を除いた下の式に基づき推計しました。結果は、リスクプレミアムは2.0%、期待リターンはケースEは4.1%、ケースGは3.7%となりました。

外国株式についてです。国内株式、外国債券と同様、短期資産の期待リターンにリスクプレミアムを上乗せして期待リターンを推計しました。リスクプレミアムは過去25年間（1990年から2015年）の実績データからPER拡大の影響を除いた下の式に基づいて推計しました。結果は、リスクプレミアムは4.6%となり、期待リターンはケースEが6.7%、ケースGが6.3%となりました。

賃金上昇率についてです。賃金上昇率の長期均衡水準（2024年度以降）及び足元からの長期均衡水準（2015年から2023年度まで）ともに基本ポートフォリオ策定時と同じ値を使い、2015年から2038年までの予想賃金上昇率を平均し、期待リターンとしました。ケースEが2.9%、ケースGは2.1%になりました。

各資産の期待リターンと実質的な必要利回りについてです。今後24年間（2015年から2038年度）における各資産の期待リターンは図表のとおり、金利低下の影響を受け、国内債券及び短期資産についてはわずかに低下しましたが、他のリスク性資産についてはリスクプレミアムの上昇を受け期待リターンを上昇する結果となりました。次に、短期資産保有比率を5%とした場合の実質的な必要利回りは、ケースEは1.83%、ケースGは1.81%となりました。

リスク、相関についてです。過去20年間（1996年から2015年）におけるインデックスデータの過去実績値をもとに推計しました。ただし、国内債券については、将来のデフレーションを考慮して計算しました。結果は図表のとおりで、下の表の数字の傾向と大きな差は見られませんでした。

次に、最適ポートフォリオとまとめについてです。ケースE、ケースGについて推計した期待リターン、リスク、相関係数からサープラス最適化により効率的フロンティアを算出し、それぞれの必要利回りを達成するポートフォリオのうち、リスク最小となるポートフォリオを最適ポートフォリオとしました。最適ポートフォリオはケースEでは、基本ポートフォリオに比べ、国内債券と国内株式のウェイトが高く、外国株式のウェイトが低く、ケースGでは国内債券のウェイトが高く、外国株式のウェイトが低

い構成となりましたが、いずれも基本ポートフォリオの許容乖離幅の範囲内に含まれました。

期待リターン、リスクについては、いずれのケースも基本ポートフォリオ策定時に比べ期待リターンが上昇する一方、リスクはほぼ同じ水準であることが確認されました。また、実質的な期待リターンは今後24年間で実質的に必要な利回りを上回る水準となりました。さらに基本ポートフォリオにおいて名目賃金上昇率を下回る確率、下方確率は最適ポートフォリオとほぼ同じ水準でした。

以上、直近の経済前提と実績データを用いて推計された前提値から導出された効率的フロンティアと比較して、現行の基本ポートフォリオはおおむね効率的であり、下方確率は最適ポートフォリオと同水準であることが確認されました。

続きまして、経過的長期給付における当面の運用の資産構成比についてです。旧3階における当面の運用の資産構成比は図表のとおりで、基本ポートフォリオの検証と同様、直近の経済前提及び過去のデータに基づき、各資産クラスの期待リターン、リスク、各資産クラス間の相関係数を推計し、本構成比のリスク、リターンの効率性を確認しました。

期待リターン、リスク、相関係数についてです。旧3階においては、国内債券は当面NOMURA-BPI Ladder 20年により運用することとしており、NOMURA-BPI Ladder 20年については10年金利は内閣府の予測値に従い推移するとし、他の年限についてはパラレルシフトを仮定し期待リターンを推計し、ケースEは2.7%、ケースGは1.7%となりました。なお、国内債券以外の資産クラスについては、基本ポートフォリオの検証で用いた推計値と同じものを用いました。

実質的に必要な利回りについては、短期資産の保有比率が1%と計算し、ケースEは1.73%、ケースGは1.72%となりました。リスクと相関係数についてはNOMURA-BPI Ladder 20年の過去20年（1996から2015年）のインデックスデータを用いて算出し、結果は図表のとおりで、下の表の数値の傾向と大きな差は見られませんでした。

最適ポートフォリオとまとめについてです。ケースE、ケースGについ

て推計した期待リターン、リスク、相関係数から、サープラス最適化により効率的フロンティを導出し、それぞれの必要な利回りを達成するポートフォリオのうちリスクが最小となるものを最適ポートフォリオとしました。

実質的な必要利回りを満たす最適ポートフォリオは、当面の運用の資産構成比との比較では、ケースEにおいては外国株式のウェイトが低く、その分、他の資産のウェイトが高まりました。ケースGにおいては、株式のウェイトが低く、債券のウェイトが高い構成になりました。

期待リターン、リスクについては、いずれのケースも当面の運用の資産構成比は策定時に比べ期待リターンが上昇する一方、リスクはほぼ同じ水準であることが確認されました。

また、当面の資産構成比の実質的な期待リターンは、実質的な必要利回りを上回っており、下方確率は最適ポートフォリオと同じ水準となることが確認されました。

以上、基本ポートフォリオの検証等についてのご説明を終わります。

【宮井会長】 ありがとうございます。

それでは、今の基本ポートフォリオの検証等について、ご質問等ありましたらお願いします。

【甲斐委員】 2点あります。1点は、PERの変化率の件ですけれども、これを今後は変化率ゼロだと見なしているということによろしいですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい、そういうことです。

【甲斐委員】 PERは、ご存じのように、ある種、成長率の関連指標なので、成長率については、ほぼ見通しが立たないという前提ですか。あるいは、確信を持ってゼロと置いたのですか。その辺、どうですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 今回の検証においては、基本的にモデルポートフォリオ、GPIF等がつくったモデルポートフォリオと同じ策定の方法で検証するというで行っていますので、そのような意味で、こちらのほうでそこを検討しておりません。

【甲斐委員】 わかりました。では、もう1点、下方確率の件です。賃金上昇率を下回る確率が四十数%もあるといわれるのですが、これはとても高い印象であり、四十数%で財政的に大丈夫なのですかという問題が1つと、それ

から、リターン、リスクを目標とするのではなくて、下方確率最小のポートフォリオをやってみたら、どのようなことになるのですか。その場合に、四十数%が相当下がるものなのかどうか、検証できるのではないのですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 最初の方確率四十数%で良いのかというご質問については、もともとモデルポートフォリオのところ国内債券100%と比べてどうかというところから始まっており、四十数%の絶対的な水準が良いのか悪いのかという議論という前提ではなかったというところでしたので、本来、甲斐委員がおっしゃるとおり、そのところが本当に良いのか悪いのかというのがあった場合は、また違った状況になるだろうと思います。そこは被用者年金一元化の枠組みの中で議論され、全体の枠組みの中で私どもも動いていますので、残念ながら、そのところは特に議論していないということでございます。

【宮井会長】 よろしくお願ひします。

【加藤委員】 今の甲斐委員の指摘について、私は次のように思うのですが、間違っているかどうか教えていただきたい。サープラス最適化をやっているの、基本的には賃金上昇率が負債です。ですから、その差分を取って、それを最適化している。下方確率最小化をすると、マイナスのほうだけ最小化するので、半分散をみることになる。したがって、通常の方法との違いは分散を見るか、半分散を見るかという違いになる。そうすると分布が正規分布であれば、結果はほとんど変わらない。分布にスキューがあると変わってくるというぐらいの差だと思います。

【宮井会長】 これは普通、今のお話のように、サープラスを取って、それでサープラスリターンとサープラスリスクの最適化計算を行います。その際に、一応ほかの指標として下方確率を見ましょうということで、これは二次的な指標として一応見ているのだけれど、下方確率で見た場合も債券など比べて低いですよという、そのようなことで多分基本ポートフォリオができていますので、下方確率だけというわけではなくて、いろいろな指標を合わせて、従来のリスク、リターンと合わせて計算するというような形で基本ポートフォリオを求めていると思ひました。

ほかにどうですか。お願いします。

【徳島委員】 基本ポートフォリオが、予め別の場で決まっていて、さらに今回は、この状態で検証しないといけないという、枠組みに関して何も文句を言える立場ではないのですが、冷静にお考えいただけますと、今回の検証の過程でケースGの場合、1・2階におきましても、旧3階におきましても、短期金利の期待収益率と国内債券の期待利回りを比較していただくと、国内債券に投資せずに全額これは無リスクの短期資金に行くべきだという答えになるのではないですか。

そうした投資理論の基礎的お約束を考えずにポートフォリオを検証されていないですか。同じリターンであれば、リスクのある国内債券に行くよりも、無リスクだと仮定されている短期資金に行くべきはずなので、あえて検証が間違っているとまで申し上げるつもりはありません。従来の検証手法で評価すると、こうなりますという答えなのですが、期待利回りの数字を考えると、先ほど甲斐先生から、マイナス金利のとき、どう考えるのかというご指摘もあったのですが、実は短期金利の見通しが高過ぎるという可能性が高く、無リスクの短期金利と同じ利回りしか得られないリスクを持った国内債券に投資するという、このケースGの配分比率は、計算上いかななものか思います。

検証の結果を否定するものではございませんけれど、今後このようなことになることに対して、大きな問題としてお考えいただいたほうがいいのではないかと思うのですが、いかがですか。

【宮井会長】 今の指摘は各資産クラスの期待リターンの図表について、ケースEとケースGを見ると、特にケースGの場合で短期資産が1.7になっている。一方、国内債券が1.5です。短期資産と国内債券のリスクを考えれば、短期資産のほうの比率が高くなるはずだということですね。

ただ、これは賃金上昇率とのサープラスを取ると違ってくるのですか。その辺、どうなのですか。サープラスとの関係です。例えば賃金上昇率は国内債券との相関が高いとか……。逆ですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 この最適化においては、キャッシュを入れないで最適化をしています。

【宮井会長】 入っていない。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 はい。その意味で、この最適化においては影響が出ないのですけれども、先ほど徳島委員からお話があった、債券と短期資産でということは、甲斐委員からもお話があったように、国内債券の中でどのような運用をしていくかというところで考えていくことも、1つの解決策であると考えております。

【宮井会長】 それでは、よろしいですか。では、次の議題に移りたいと思いますが、次は、機動的な運用です。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 それでは、厚生年金保険給付組合積立金における機動的な運用についてご説明いたします。まず、前回までの検討内容と、今回の検討目的についてです。厚生年金保険給付組合積立金の運用において、機動的な運用を実施するに当たっては、機動的な運用を導入する目的、手法、管理基準、モニタリング内容、体制等を踏まえて検討するとされました。

また、厚生年金保険給付組合積立金の財政方式は賦課方式であるため、積立比率という概念自体が存在せず、また、下方リスクに対する制約を設定することも困難であり、機動的な運用を行う場合、市場環境予測に基づく資産配分の変更及びリスク量を一定の水準に抑制する手法が可能であると考えられました。

以上のことを踏まえ、それぞれの項目ごとに検討を行い、方針の決定することを目的とします。

次に、機動的な運用を導入する目的についてです。背景としましては、平成27年10月からの基本ポートフォリオは、従来の基本ポートフォリオよりもリスク水準が4.3%から12.7%に上昇するだけでなく、相関が高い内外株式のウェイトが高まり、当該資産の構成比が増加したときに、ポートフォリオ全体に与える影響が高まります。

また、許容乖離幅が広く設定されており、そのため、リバランス機会を把握することが難しくなり、許容乖離幅の上下限に抵触する頻度が低下するため、意図しないポートフォリオのリスク上昇を許してしまう可能性が高まります。

次に、目的についてです。上記背景も踏まえ、機動的な運用を導入する目的については、市場環境の変化に即して運用成果の向上やリスク量を一定の水準に抑制し、リターンを安定化させることを目的とし、状況に応じて資産構成割合を基本ポートフォリオから乖離させることとします。

次に、手法及び管理基準についてです。経済環境分析及びリスク状況分析に基づき、短期的に資産配分の変更を行うのではなく、年度の資産配分の方針を策定します。そのため、対象期間は年度ごととします。

次に、資産配分の方法及び基準についてです。投資環境分析は、経済環境分析とリスク状況分析を行います。経済環境分析は基本ポートフォリオの検証の際に用いるような長期の見通し、及び中短期の見通しの分析を、リスク状況分析は市場及び現実のポートフォリオの分析を行います。

計画ポートフォリオは、許容乖離幅の範囲内の目標とする資産構成比ですが、上記の投資環境分析などを踏まえ、下の表のように基本ポートフォリオの各資産における許容乖離幅の範囲を5分割し、計画ポートフォリオのレンジを設定し、これを運用方針とします。

資金運用計画への反映については、策定した運用方針の内容を、年間資金運用計画に反映します。

投資行動の実施についてです。運用方針策定時の投資環境と実際の投資環境の推移を確認しつつ、運用方針及び資金運用計画に基づいた投資行動を実施し、運用方針策定時の投資環境と実際の投資環境が異なる場合は、運用方針の変更も検討します。

続きまして、モニタリング内容についてです。計画ポートフォリオの評価は毎年度実施します。評価方法として、基本ポートフォリオとのパフォーマンス及びリスク状況の比較に加え、運用方針策定時の投資環境と実際の投資環境推移の比較等を実施します。

関係者については、計画ポートフォリオの評価は、資金運用検討会議で評価を行った上で、資金運用委員会に報告するため、常務理事を含む資金運用検討会議のメンバーと、資金運用委員会の委員となります。

次に、体制についてです。投資環境分析の経済環境分析は、内閣府やIMFなどの政府関係機関の環境見通し、地共連が採用している経済環境コンサルティングの見通し、証券会社、シンクタンク等のエコノミスト、ストラテジストによる外部情報を活用し、資金運用検討会議で検討します。

リスク状況分析は、現在実施している分析をベースに市場及びポートフォリオのリスク分析状況について、資金運用検討会議で検討します。

意思決定プロセスについては、年度の運用方針については、資金運用検討会議で検討の上、資金運用委員会の審議を経ることとし、月次で運用方針の変更がある場合も同様とします。

以上、厚生年金保険給付組合積立金における機動的な運用についてのご説明を終わりますが、今回の委員会において機動的な運用の枠組みについてご審議いただき、次回の委員会で、平成28年度の運用方針の具体的な内容について審議の上、決定させていただきたいと存じますので、ご意見頂戴いたしたく、よろしくお願ひ申し上げます。

【宮井会長】 ありがとうございます。

それでは、今の機動的運用について、ご審議をお願いします。

お願いします。

【俊野委員】 今回、機動的運用ということで、非常に重要な政策資産配分が35、25、15、25ということで、GPIFですとか私学さんとかでも、既にこの水準に近いところもある中で、連合会さんの場合は、株式のアンダーウェイトということで、政策資産配分の中心値を比べると、かなり大きく乖離をしている状況にあります。ただ、移行期間中ということもありますので、許容乖離幅もかなり広く設定されており、当面は枠の中に入ることを目標に運用されている状況と理解をしております。

ただ、先ほども要因分解の中で、中心値と比べて乖離がある分、資産配分効果の点を中心に、アンダーパフォーマンスという問題が起こってきます。中心値と比べて株式への配分が大きくアンダーウェイトしているということも、アクティブな判断ということになりますから、株価が上がっているときにはマイナスの超過損失という評価がされてしまいま

す。私の認識ですと、4月以降9月ぐらいまでは移行期間ということで、株式のアンダーウェイトは致し方ないという認識を持っていたのですが、そうではなくて、今年度は4月以降、この基本ポートフォリオを中心として、どの辺に持っていくかという年度を通じた意思決定をすることが求められているのですね。新年度の次回の委員会では、この2ページの枠の中のどれにするのかを決定して、しかも年度を通じて、それ以降は変えないということですよ。徐々に中心値に近づけていくということもせずに、もし中心値を選んだ場合には、かなり短期的にリバランスをするというような重い意思決定をすることになります。

そうしますと、4月以降の新年度の市場見通しに基づいて、どの辺が適切な位置づけのところなのかということを決めていくというようなご説明だったと思うのですが、本当にそれでいいのですか。今回については9月まで移行期間として半年間の運用を行い、10月以降に本格的に機動的運用を行うという考え方もあると思うのですが、その辺、教えていただければと思います。

【宮井会長】 そうですね。この機動的運用をいつから始めるのだということですね。移行ではなくて、本当の機動的運用。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 まず機動的な運用についてですが、次回の委員会で決めたいのは、来年度の資産構成比のレンジをどのようにするかです。

【宮井会長】 来年度というのは。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 28年度です。

【宮井会長】 28年度。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 28年度について、どのような資産構成比に持っていくかということを、まず決めたいと考えております。

【宮井会長】 4月以降ということですね。今年の4月以降ですね。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 そういうことで、そこについて、今の段階ですと中心値に持っていくか、そうではないかということが、まだ決まっていないので、そこについて、まず決めていきたい。それが決まった後に、実際に資金計画というものを立てますので、その中で、すぐに計画レンジに持っていくのか、マーケットインパクトを考えて、毎月の資金計

画を立てて、それに基づいて行っていくのかを、それは多分、次の段階で考えていきます。まずは来年度の、どのような資産構成比にするかを考えていきたい。実際の、その構成比に持っていくかについては、マーケットの状況などを考えながら行っていくと考えられます。

あと、もう1点ですが、先ほどもご説明しましたように、4月に考えた年度の構成比についても、途中で年度の経済環境やリスク状況を分析したものと当初のものと違ってきましたら、またその途中で変更を行い、それはこの委員会の審議も経て、変更を行っていくということを考えておりますので、まずは次の委員会のときに、来年度の計画を考えたいということでございます。

【俊野委員】 そうしますと、4月に中心値まで持っていくのか、株式をアンダーウェイトするのかというような、かなり具体的な来年度の市場見通しを踏まえた意思決定ということになりますと、本当にそのように拙速に重要な意思決定を行ってもいいのですかということなのです。

それであれば、今日あたりから来年度の市場環境はどうかという具体的な議論もしていかないと間に合わないような気がするのです。何か拙速なような気がします。もう少しじっくりと決めてもいいのではないかと強く感じます。急ぐように促されているのですか。急いで4月以降どこにするのかということを決めなくてはいけないのですか。その辺が拙速なような印象を持ちます。

【宮井会長】 事務局いかがですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 来年度の方針については、基本方針の中でも年度の資金計画などは立てなければならないので、そこについては、拙速というわけではなくて、今の段階でも12月頃からマーケットの状況等について地共連の情報や、我々のほうでも情報収集して、どのようなことを考えるかということを行っていますので、そのような意味で、準備はしています。

【宮井会長】 どうぞ。

【俊野委員】 わかりました。既に準備をされているということであれば、プロセスとしては事務局さんのほうから具体的なお提案があるのですか。それとも、

委員のほうから、どこにするかという意見を出し合って、委員会の場で決めるのですか。その辺のプロセスを教えていただきたいということです。そこをお願いできればと思います。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 事務局のほうで原案を提出させていただいて、それに基づいてご審議いただければと考えております。

【宮井会長】 私のほうから質問です。今、この別表に出ているアンダーウェイトとかオーバーウェイトとありますけれども、現状でいえば国内株式はかなりアンダーウェイトになっているということですから、もし、これをオーバーウェイトというのは32から39%という、これは現実的に無理ではないかという気もしないでもないのですが、それはここに掲げている以上、やるということですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 先ほど申し上げたように、これは年度の方針なので、そこへ持っていくスピードについては、状況を考えながら行っていくということでございます。

【宮井会長】 わかりました。どうぞ。

【徳島委員】 以前、この委員会というのは審議を経るだけであって、決定機関ではないと事務局からご説明をいただいていますので、そういう理解で行きたいと思いますが、意思決定プロセスのところにおきまして、文言として、月次で運用方針の変更のある場合もというのは、別に月次という言葉を入れなくて、年度内で変更のある場合も同様とするでいいと思います。ただ、本当に緊急性がある場合、もしくは委員会の開催スケジュールが数カ月ぐらい間隔のあいている中で、このような形でいいのでしょうか。

むしろ、必要な場合には緊急に開催するのか、それとも、資金運用検討会議で検討して運用委員会には事後報告とするのか、そのあたりのご予定を、どのようにお持ちなのか教えてください。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 こちらについては、メンバーがすぐ招集できない可能性もございますので、そのような場合は持ち回りで開催するようなことも事務局内で検討します。

【甲斐委員】 少し、そもそも論になるかもしれませんが、従来からこのような機動的運用は可能性としてはあり得たわけです。けれども、そのやり方

をとらなかつたのです。とらずに、長期均衡的なポートフォリオが存在することを前提にして、いわゆる基本ポートフォリオ方式という運用体制を築いてきたわけです。

そのために、今日もやりましたように、前提となっているリスク、リターンが従来と変わっていないかどうか、変わっていなければ最適性は失われていないので、基本ポートフォリオをそのまま存続させましょうという方式であつたわけです。

一方、それとは別に、機動的運用もありえたわけです。これは採用しませんでした。ここにきて、なぜその機動的運用をやる必要が出てきたのか。それは単に裁量幅が広がつたというのでは説明にならないと思います。それは原因と結果を、まさに逆にしている議論であつて、なぜ基本ポートフォリオ方式がまずいのか、どのような欠陥が出てきているのかということをしっかり押さえずに、機動的運用に進むのは、事の本質を見失う危険性が大きいと思います。

今のリスク、リターン、相関等の前提条件を常に見直すというやり方のどこが問題なのでしょう、それで十分ではないのですか。

【宮井会長】 事務局のほうから、ありますか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 甲斐委員のご指摘、ごもっともなので、逆と言われるかもしれませんが、従来よりもリスク性の資産が増えてきたというところで、許容乖離幅が広がつてきている中で、基本ポートフォリオの意図しないリスクをとる可能性があるということなので、そこをもう少し緻密にメンテナンスをしていくというような考えの中で、機動的な運用というものも1つの考え方になるのではないかということです。

【甲斐委員】 今のやり方では、そのようなことができないということなのですか。基本ポートフォリオを中心線とする方式では意図しないリスクをとる可能性があるということですが、そこがよくわからないのです。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 まず、今まで許容乖離幅に抵触したら中心値に戻すように行っていたのですけれど、あまりにも広い許容乖離幅なので、その中の許容乖離幅の中で上限に近づいても抵触しなければそのまま本当に良いのかということについて、そのようなところをきちんと見

ていくことの中の1つの手段として機動的運用というものもあり得るのかなということと考えております。

【宮井会長】 この件について、私からも質問させて下さい。新しい基本ポートフォリオを採用することによって、多分、今まで以上にリスクを取ることになります。国内外株式のウェイトが高くなっているのに、機動的運用では、どちらかといえば、リターンを狙うというよりも、リスクをコントロールしたいということだと思います。文言としてもリスク状況の分析とされていますし、経済環境の見通しについても、どのようなリスクが出てくるのだというようなところを中心にしているように思うのです。この資産の期待リターンが高いから、こちらだとか、期待リターンが高くなったから、こうだというのではなくて、どちらかといえばリスクをコントロールするという観点で機動的に運用しようということだと思います。もちろんパフォーマンスの比較を見るのですけれども、リスクの観点でいろいろな情報を集めて、それであまりリスクを取らないように、大きな損失は得ないように、この許容乖離幅をうまく使ってやっていこうというように思えたのですけれども、そのような理解でよろしいのですか。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 大体そのような理解でお願いいたします。

【甲斐委員】 そうしますと、例えば来年度は株式市場が不安定になりそうだということで、アンダーウェイトしましょうと決めたとします。これが今までだとどうなるかですが、株式のリスク、リターン、関連の前提条件があり、それを修正する。見直した結果、ポートフォリオ内の株式のウェイトを、もう1回再計算します。そのやり方で、問題を吸収できませんか。

来年度の見通しによって何かおかしな状況が生じるのであれば、それを基本ポートの前提条件に反映させて、それでもう1回基本ポートを見直すという、そのようなルートが今はあるわけですから、そこで吸収できるように思います。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 基本ポートフォリオ変更しなさいということだと思いますが、基本ポートフォリオを変更するまでもいかないで、許容乖離幅の中で対応できるならば、基本ポートフォリオというのは長期の見通しなどでつくっておりますし、被用者年金一元化の中で一体性なども

ございますので、変更するのもなかなか難しいことだと思いますので、広い許容乖離幅の中で同じような考え方で変更ができると、今回、基本方針の中でも機動的な運用ができると記載されていますこともあり、そのような手段を用いて進めていきたいという考えでございます。

【加藤委員】 多分この議論をしても、なかなか難しい気もしますが、長期的な見通しというよりは、短期的な見通しで運用するということであろうかと思えます。その運用方針については、次回ご説明いただけるのだらうと思えます。そこでもう1回議論をさせていただきたいと思えます。

違う話なのですが、機動的運用では結局評価の問題が重要になると思えます。つまり、ベンチマークの問題です。先ほども議論になったのですが、基本ポートフォリオとの比較ということになっているわけです。ただ、先ほどおっしゃられたように、現実問題としては今随分乖離しているのです、近づけていくというところでアクティブジャッジメントが入ることになるのだらうと思えます。そうすると、基本ポートフォリオをベンチマークにすると違和感があります。株でいえば常にアンダーウェイトになる。要するにアクティブに、今、株がいいチャンスだと思ったので、少し多めに移したとしても、アンダーウェイトになっているので、評価としてはアンダーウェイトしたという評価になってしまうことになるので、違和感があると思えます。

ですから、例えば基本ポートフォリオの範囲に持っていくということをお前提にするのであれば、直線を引くかどうかわかりませんが、何らかの適切なベンチマークを設定して、それに対してどうかということでアクティブ判断が評価されるべきではないかと思えます。

【鈴木投資専門員兼自家運用課長】 まず、次回の委員会で計画ポートフォリオというのが策定されましたらば、それ自体の基本ポートフォリオの比較と、あとは計画ポートフォリオと実際のポートフォリオとの比較ということを行っていきたいと思っております。

【宮井会長】 では、よろしいですか。

それでは、次の資料の答申案について議論をしたいと思えます。それでは、お願いします。

【篠田運用企画課長】 それでは、答申書（案）につきまし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等について、それから積立金の運用に関するリスク管理について、運用対象の多様化（オルタナティブ資産への投資）について、機動的な運用についての4点につきまして、答申書（案）としてまとめてございます。

それでは、恐縮でございますが、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27年5月15日付、平成27年度諮問第1号により諮問のあった「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、下記のとおり答申する。

1. 基本ポートフォリオの検証等について。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、直近の経済前提と実績データを用いて推計された前提値(期待リターン、リスク、相関)から導出される効率的フロンティアと比較して、現行の基本ポートフォリオは概ね効率的であり、名目賃金上昇率を下回る(実質的な期待収益率が0%を下回る)確率(下方確率)は最適ポートフォリオと同水準であることが確認された。

また、経過的長期給付組合積立金の当面の運用の資産構成比についても、同様な方法で検証した結果、問題のないことが確認された。

2. 積立金の運用に関するリスク管理について。各積立金の運用に関するリスク管理については、「積立金の運用に関するリスク管理の実施方針」に基づき、資産全体、各資産、運用受託機関等における多面的かつ長期的な観点で管理すべき項目について、年次、月次等定期的かつ必要に応じ適切な方法でリスク状況を把握し、リスク状況に問題が生じた場合には、柔軟かつ迅速に対応し、資金運用委員会等に報告するものとする。

なお、リスク管理の強化については、多面的かつ長期的な観点から、より適した方法の検討を引き続き行っていく必要がある。

3. 運用対象の多様化（オルタナティブ資産への投資）について。運

運用対象の多様化（オルタナティブ資産への投資）については、「運用対象の多様化（オルタナティブ資産への投資）に係る基本方針」に基づき、厚生年金保険給付組合積立金の運用を長期的な観点から安全かつ効率的に行うことを目的に、リスク・リターン等の特性が異なる複数の資産に適切に分散して投資することの一環として、運用対象の多様化を図ることを検討することとする。

運用対象の多様化を図る場合においては、分散投資の効果が十分に認められること、超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ること、及びその運用を行うのに必要な運用・リスク管理体制の整備等に留意しながら検討を行うこととする。

4. 機動的な運用について。厚生年金保険給付組合積立金の運用について、基本方針において経済環境や市場環境の変化を踏まえ、基本ポートフォリオの資産構成割合に資産構成比を近づけるのではなく、許容乖離幅の中で機動的に資産構成比を決定する運用（以下「機動的な運用」という。）を行うことができることとされている。

機動的な運用を実施するにあたっては、市場環境の確度の高い見直しを行った上で、導入する目的、手法等を踏まえ、運用方針について十分検討し、適切なリスク管理をしつつ実施していく必要がある。

本日付で資金運用委員会の会長から当連合会の理事長宛てに答申を出させていただければと考えております。

以上でございます。

【宮井会長】 それでは、今の件につきまして、ご発言等お願いします。どうぞ。

【俊野委員】 機動的運用というと、リスク管理に関する意思決定を踏まえた柔軟かつ迅速な対応、多分金融危機とか、そのような突発的なことが起こった場合に、柔軟に株式の比率を一時的に下げるとか、そのようなことを意味しているのだと感じられます。非常に重大なリスクイベントが起こった場合に、委員会は年に数回しか行われませんので、事務局さんの判断で、場合によっては宮井会長のご承認のもとで、一時的に株式の比率を大きく下げるということを柔軟かつ迅速に対応するというのが、言葉の定義の問題なのですが、もともとの機動的運用ではないかという気が

するのです。資料の最後に書かれている機動的運用の定義は、どちらかといいますと長期的基本ポートフォリオと年度の短期的ポートフォリオの関係のようなもので、これを機動的運用と称するのは、一般的におかしいという印象を持ちます。

もちろん、これを機動的運用と定義するのは可能だと思いますけれども、当初想定していた機動的運用というのは、2のリスク管理に応じた短期的な、緊急避難的な対応のほうが、どちらかといいますと機動的な運用と感じます。この言葉の定義を変えてほしいということではないのですけれども、年度単位でアセットアロケーションのターゲットを変えることもやりながら、2番にあるような緊急避難的な、金融危機的な異常な状況が起こったときの大幅な資産配分の変更も行う、そのような3段階構えの体制でいくのだという理解でよろしいですか。

【篠田運用企画課長】 今、俊野先生がおっしゃるとおりでございます。2番リスク管理について、それから機動的な運用については、当然連動する場合がございます。それはケース・バイ・ケースになるのかなと思っております。

いずれにいたしましても、機動的な運用、年度単位で大きな方針を決めていただきながら、緊急避難的なリスク管理というもので、どのようなケースが出てくるかわかりませんが、そのようなことに関しましては柔軟かつ迅速に対応して、的確に対応して、また報告なりをさせていただきたいという考えでございます。

【俊野委員】 ありがとうございます。それは実質的に望ましいやり方だと思いますので、それでいいと思います。ただ、柔軟かつ迅速な緊急避難的な対応をどうするのかということについては、一切ご説明はなかったのですけれども、例えば事務局さんで、これは本当に緊急性を要しますので、例えば宮井会長と相談して緊急避難的な対応を実行するとか、その辺の体制面についてご説明いただけますか。

【篠田運用企画課長】 こちらのリスク管理につきましては、今年度実施方針という形で各委員の皆様からご協議をいただきまして、実施方針として取りまとめしております。具体的にこのようなケースであればこうしたいという

ところまでは、具体的にはまだ決めているところではございませんが、これにつきましては、また年度改めましても、引き続きこちらの委員会でもご議論いただきながら、まとめていきたいと考えております。

【俊野委員】 わかりました。地震と同じで、世の中の今の情勢を見ていただいても、いつ、どのような危機的なことが、4月に起こるかもしれませんし、5月に起こるかもしれませんので、そのリスク管理の部分、特に危機的な状況に対する対応、これが一番重要なところだと思いますので、早急にその体制を整えていただきたいと感じます。そのあたりはまだ決まっていませんでしたということですので間に合いませんので、突発的な状況が起こった場合の危機的な対応は、早急に決め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】 今までにおいても、リスク状況については、月次でなく、2月や8月において、どのような状況だというのは把握しております。今も前提値に基づいた管理基準があるので、その基準に抵触する場合には、速やかに資金運用検討会議のメンバーにまずは報告して、それで資金運用検討会議で対応を協議した上で、必要に応じて委員会に報告するという枠組みで運営しております。そこについては変わらないです。

【宮井会長】 ほかにいかがですか。よろしいですか。

それでは、予定された時間も過ぎておりますので、答申書（案）につきまして、特段の修正を求めらるご意見がないということですので、原案のとおり答申することよろしいですか。

甲斐先生、よろしいですか。

（「異議なし」の声あり）

【宮井会長】 それでは、そのようにさせていただきたいと思っております。

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

【杉田事務局長】 ご審議ありがとうございました。次回の資金運用委員会、先ほどもお話には出たテーマで、4、5月ごろの開催で今後調整いたします。

以上をもちまして、第33回資金運用委員会を閉会とします。ありが

とうございました。

— 了 —