

## 第22回資金運用委員会

平成25年7月29日（月）

【青山事務局長】 失礼いたします。定刻より若干早いのでありますけれども、皆さんおそろいですので、ただいまから第22回資金運用委員会を開会させていただきます。

私は、この4月9日に事務局長を拝命いたしました青山でございます。どうぞよろしく願いいたします。

それでは、これからの議事進行につきましては浅野会長にお願いしたいと存じますので、どうぞよろしく願いいたします。

【浅野会長】 それでは、議事に入ります。

初めに、報告事項の平成24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、平成24年度の長期給付積立金の運用状況につきまして、ご報告を申し上げます。

まず、グラフでございますが、24年3月末、こちらを100といたしまして、23年3月末から25年6月までの主要4資産のベンチマークの推移をあらわしてございます。

平成24年度の金融市場は、前半は前年度から続く欧州財政不安、世界経済の減速懸念や長引く円高の進行などによりまして、世界的に株式売り・債券買いが進行いたしました。11月中旬以降、積極的な金融緩和と財政出動による景気回復への期待感から国内株式が大きく上昇、円安の進行と歩調を合わせて、年度末にかけて急上昇いたしました。

また、為替は、年度末にかけて対ドル、対ユーロともに大幅な円安水準となり、外国債券、外国株式も大きく上昇し、平成25年3月末のベンチマークは、全ての資産において、平成24年3月末の水準を大きく上回ってございます。

なお、今年度に入りましてからの金融市場の動向でございますが、4月4日の日銀の金融政策決定会合で質的・量的金融緩和政策が決定されたこ

と、また、G20において日銀の金融緩和は円安誘導であるとの批判はなく、デフレ脱却が目的であることに理解が得られたことなどによりまして円安が進行し、5月10日には、為替相場は対ドルで100円の大台を突破し、円安基調が強まるとともに株高が進行し、内外株式及び外国債券が上昇基調で推移いたしました。

しかし、5月下旬には、FRBが早期に資産買い入れを縮小するのではないかとの観測や中国の景気指標の悪化をきっかけに国内株式が急落するなど、不安定な状況となりました。

その後は、国内長期金利は0.8%前後で落ちついた動きとなり、為替相場も100円程度まで円安に戻ったほか、米国株式は史上最高値を更新するなど、良好な推移を示してございますが、今後も金融市場の動向を注視していく必要がございます。

次に、資産構成割合の推移でございます。

24年度末の時価総額は9兆7,657億円で、年間の年金収支が約3,348億円のマイナスになったものの、運用収益が約8,115億円あったことによりまして、23年度末の時価総額から約4,767億円増加してございます。

24年度の投資行動といたしましては、第4四半期において、将来の年金給付のためのキャッシュフロー確保のため、オーバーウェイトになっておりました国内株式を1,500億円、外国株式を2,000億円売却いたしまして、国内債券へ2,400億円追加投資をしてございます。

その結果、25年3月末の資産構成割合ですが、全ての資産において許容乖離幅の範囲内に入っております。

次に、24年度の運用状況でございます。

24年度の修正総合利回りは、プラス9.04%となりまして、23年度のプラス2.38%を大きく上回り、平成19年度に各構成組合の長期給付積立金を連合会において一元的処理を始めて以来、最も高い利回りとなっております。

次に、信託運用の収益率でございます。

まず、国内債券についてでございますが、運用額の1%を占める事業債

専用ファンドであるアクティブファンドでは、業績が著しく悪化した銘柄を保有していたことや収益率が相対的に高かった東京電力債のアンダーウェイトなどがマイナスに影響し、事業債インデックスを0.21%下回りました。

運用額の44%を占めます自家運用ファンドでは、超長期ゾーンの金利が相対的に大きく低下する市場環境下、ファンドのデュレーションがベンチマークのデュレーションよりも若干長かったことなどがプラスに寄与し、ベンチマークを0.36%上回りました。

運用額の55%を占めますラダー構築ファンドでございますが、こちらは年金の給付原資を確保するため短期債の保有が多いことから、ブルフラットニングした昨年度のような局面では、政策ベンチマークに劣位することになり、その結果、国内債券全体の超過収益率はマイナス1.06%となっております。

国内株式については、アクティブファンドは、11月中旬までの相場下落局面で、利益対比割安な銘柄等のオーバーウェイトがマイナスとなりまして、その後の上昇局面ではプラスとなったものの年間では取り戻せず、ベンチマークを1.52%下回りました。

パッシブファンドでは、年度前半の相場下落局面でキャッシュ要因がプラスに寄与し、ベンチマークを0.07%上回りました。

結果、国内株式全体の超過収益率はマイナス0.55%となっております。

外国債券につきましては、1月より評価を開始しましたアクティブファンドは、相対的に収益率の高かったドイツのオーバーウェイトなど国別配分がプラスに寄与し、ベンチマークを上回りました。

パッシブファンドは、一部ファンドで非保有となっていたアイルランド国債の影響や、修正ディーツ法による計算のためファンドの一部解約時の月中タイミング要因がマイナスに影響し、ベンチマークを0.26%下回りました。

結果、外国債券全体の超過収益率は、プラス0.02%となっております。

外国株式については、アクティブファンドのうち先進国アクティブファンドは、第3四半期に、収益率が相対的に高かった欧州の一般消費財、金

融セクターなどにおける銘柄選択がプラスに寄与し、ベンチマークを上回りました。

11月から評価を開始した新興国アクティブファンドは、銘柄選択効果がプラスに寄与し、ファンドのベンチマークであるMSCIエマージング・インデックスを上回りました。

アクティブファンド全体では、アクティブファンドの91%を占めております先進国アクティブファンドのプラスの寄与により、政策ベンチマークであるMSCIコクサイを4.32%上回っております。

パッシブファンドでは、修正ディーツ法による計算のためファンドの一部解約時の月中タイミング要因がプラスに寄与し、ベンチマークを0.19%上回りました。

結果、外国株式全体の超過収益率はプラス0.57%となっております。

次に、24年度通期のパフォーマンス評価要因分析でございます。

収益率の合計は、連合会ポートフォリオはプラス9.04%、ベンチマークはプラス9.65%となっており、超過収益率はマイナス0.61%となっております。この大半の要因は、先ほどご説明いたしました国内債券の個別資産要因が原因となっております。

24年度の運用状況については以上でございます。

続きまして、平成25年度第1四半期の運用状況につきましてご報告をさせていただきます。

まず、25年度第1四半期の資産構成割合の推移でございます。

25年6月末の時価総額は9兆4,638億円で、25年3月末の9兆7,657億円から3,019億円減少しております。

これは、4月から6月の運用収益が約1,305億円のプラスだったものの、年金収支が約4,324億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ため、掛金・負担金が2カ月分、年金支給が4月と6月の2回分となりまして、通常の上四半期よりもマイナスが大きく出る傾向にございます。

25年度第1四半期の投資行動といたしましては、昨年度に引き続きま

して、将来の年金給付のためのキャッシュフロー確保のため、オーバーウェイトになっておりました国内株式を400億円、外国株式を1,000億円売却し、国内債券へ2,000億円追加投資しております。

次に、運用状況でございます。

第1四半期の修正総利回りは、国内債券はマイナスとなったものの、その他の資産はプラスとなり、中でも、内外株式が大きくプラスの利回りとなったことにより、全資産合計でプラス1.37%となりました。

次に、信託運用の収益率でございますが、国内債券につきましては、アクティブファンドでは、ベンチマークとファンドの時価評価の価格評価差がマイナスに影響し、事業債インデックスを0.07%下回りました。

自家運用ファンドでは、残存期間が中期以上の金利が相対的に大きく上昇する市場環境下、ファンドのデュレーションがベンチマークのデュレーションよりも長かったことから、ベンチマークを0.13%下回りました。

運用額の55%を占めますラダー構築ファンドは、ファンドのデュレーションが政策ベンチマークのデュレーションよりも短かったために、昨年度とは逆にプラスとなりまして、その結果、国内債券全体の超過収益率はプラス0.63%となりました。

次に、国内株式でございますが、アクティブファンドは、昨年度第4四半期の流れを引き継いで、利益対比割安な銘柄のオーバーウェイト等により、ベンチマークを0.28%上回りました。

パッシブファンドは、非保有銘柄要因や、修正ディーツ法による計算のためファンドの一部解約時の月中タイミング要因がマイナスに影響し、ベンチマークを0.45%下回りました。

結果、国内株式全体の超過収益率はマイナス0.15%となっております。

外国債券につきましては、アクティブファンドは、相対的に収益率の低かったイギリス、ドイツのオーバーウェイトや相対的に収益率の高かったスペインのアンダーウェイトなど、国別配分がマイナスに影響いたしまして、ベンチマークを2.08%下回りました。

パッシブファンドでは、価格評価要因や一部ファンドで非保有となっていたアイルランド国債の影響がそれぞれマイナスに影響し、ベンチマーク

を0.09%下回りました。

結果、外国債券全体の超過収益率はマイナス0.35%となっております。

次に、外国株式についてですが、アクティブファンドのうち、先進国アクティブファンドは、アメリカ、ドイツの自動車関連業種や欧州の金融セクターなどにおける銘柄選択がプラスに寄与し、ベンチマークを上回りました。新興国アクティブファンドは、銘柄選択効果がマイナスに影響し、ファンドのベンチマークであるMSCIEマージング・インデックスを下回りました。アクティブファンド全体は、先進国アクティブファンドのプラスの寄与により、ベンチマークを1.08%上回っております。

パッシブファンドは、配当課税要因や、修正ディーツ法による計算のためファンドの一部解約時の月中タイミング要因がマイナスに影響し、ベンチマークを0.11%下回りました。

結果、外国株式全体の超過収益率はプラス0.03%となっております。

次に、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。

収益率の合計は、連合会ポートフォリオはプラス1.37%、ベンチマークの収益率はプラス0.73%、超過収益率はプラス0.63%となっております。

その要因は、収益率がベンチマーク合計の収益率を上回った内外株式をオーバーウェイトしていた資産配分要因と、資産構成割合が最大の国内債券が、大きく超過収益を稼いだ個別資産要因によるものでございます。

**【事務局（迎）】** それでは続きまして、基本ポートフォリオに係るリスクモニタリング指標の状況につきまして、ご報告いたします。

まず、モニタリング指標等の状況でございます。ボラティリティ及び共分散指数の状況についてお示ししております。

インプライド・ボラティリティは、6月末時点で、平成25年3月末に比べまして、日経平均株価、VIXともに上昇いたしました。

ヒストリカル・ボラティリティは、基本ポートフォリオ全体につきましては、3月末に比べまして短期は上昇、中期は低下をし、月末の水準としては、過去の上下10パーセンタイル値の範囲内となりました。

共分散指数につきましては、6月末は3月末と比べまして、ほぼ横ばい

となっております。

ボラティリティの水準感をご確認いただきますために、恐縮ですが、グラフをごらん願います。

インプライド・ボラティリティのグラフのうち、日経平均株価のボラティリティのグラフでございますが、基本ポートフォリオ策定時に用いた1990年以降のデータに上下5パーセンタイルを赤色の横線で、上下10パーセンタイルを黄色の横線で示しております。

昨年度からの動きとしては、赤色の線の範囲内で推移しておりましたが、5月23日に株価が大きく下落した局面で黄色の線を上回るような上昇を見せ、6月には一時的に赤の線を越える上昇が見られました。その後は月末にかけ低下し、現在は26から30%程度と落ちついております。

こちらについては、基本ポートフォリオ策定時の前提条件をチェックする項目の一つであり、実際のリスクレベルへの対応については、後にご説明します実際のポートフォリオのトータルリスクを現在週次で確認しております。

VIXのグラフにつきましては、比較的安定しており、黄色の線の範囲内でございます。

基本ポートフォリオ全体のヒストリカル・ボラティリティの短期のグラフでございますが、こちらは4月の日銀の緩和策発表により国内債券のボラティリティが急上昇して以降、高い水準にあります。6月については、さらに国内株式のボラティリティの高まりが加わり、0.39%程度と一時的に赤線の上側まで上昇いたしました。一方、足元では、国内債券のボラティリティが落ちついてきたことを背景に、ポートフォリオ全体のボラティリティは月末にかけ低下し、今月に入っても0.32%程度と落ちついております。

中期のグラフにつきましては、基本ポートフォリオの策定時の想定リスクを下回り、かつ黄色の横線の間水準と、安定した状況でございます。

続きまして、相関係数の状況でございます。過去1年間の各資産間の相関係数の状況と、現行基本ポートフォリオの策定に用いた相関係数とをお示ししております。

比較いたしますと、円貨建債券と外貨建資産の相関係数について、基本ポートフォリオの策定に用いた相関係数と符号が逆となっておりますが、その乖離の水準は平成25年3月末と比べ縮小いたしました。また、円貨建株式と外貨建債券の相関係数は想定値と離れた状態となっております。

また、各資産間の相関係数を、1年間の月次収益率と5年間の月次収益率から計測した推移をお示ししております。

短期の相関係数は、昨年度はリスクのオン・オフにより国内債券が売られ、その他3資産が買われるといった傾向が顕著にありましたが、今年度に入り、その傾向はやや和らいでおります。

続きまして、トラッキングエラーの状況でございます。

基本ポートフォリオの前提値に基づき算出をいたしました基本ポートフォリオとのトラッキングエラーは、長期給付積立金の資産構成割合と基本ポートフォリオとの乖離が拡大したことにより、平成25年3月末に比べ上昇をいたしております。

引き続きまして、長期給付積立金に係るリスク状況についてご説明申し上げます。

6月末の長期給付積立金全体のトータルリスクは、5.03%でございます。こちらは、管理上の目安の3.1%から5.4%の範囲内でございます。

次にトータルリスクの推移についてご説明いたします。

長期給付積立金全体のトータルリスクは昨年末以降、内外株式等のリスクの高い資産の構成割合が高まっているため、上昇傾向にあるものの、管理上の目安の3.1%から5.4%の範囲内におさまっております。

個別資産ごとのトータルリスクの推移では、国内株のトータルリスクが顕著に上昇しております。

最後に、推定トラッキングエラーの状況でございます。

昨年末に急上昇した後、3月末にかけ若干低下いたしましたが、新年度に入り、再度上昇しております。こちらは資産配分リスクの変動によるものです。

なお、以上のリスク指標につきましては、注意深くモニタリングしつつ、特にトータルリスクが管理上の目安を超過するなどが確認される場合には、



資金運用検討会議の構成員に一報の上、要因分析を行い、資金運用検討会議において対応を検討することとしており、また、必要に応じて資金運用委員会に報告することとしております。

リスク状況については、以上でございます。

**【篠田運用企画課長】**　　続きまして、指定都市共済組合の資産状況でございます。

指定都市共済組合10組合に対しまして、25年3月末の資産状況につきまして調査を行い、その結果についてまとめたものでございます。

長期給付積立金の時価合計は約1兆3,000億円となっております。指定都市共済組合が保有している資産のうち、当連合会の基本運用方針により保有できない資産につきましては、平成27年10月に当連合会に資産を移管するまでに売却するよう通知を出し、また、それぞれ個別の共済組合に対しましてもお話をさせていただきまして、その旨の了解は得ているところでございます。

次に、当連合会と指定都市共済組合の資産を合計した時価総額の資産構成割合ですが、平成25年3月末合計をごらんいただくと、短期資産運用等につきましては、指定都市共済組合が年金給付に充てるため短期資産を多く保有していることから、許容乖離幅をオーバーしているものの、その他の資産につきましては、許容乖離幅の範囲内におさまっているところでございます。

次に、指定都市共済組合が自家運用で保有しております債券の額面ベースの債券保有状況を償還年度別にあらわしたものでございますが、年金給付のキャッシュフローを確保するため、残存期間の短い債券の保有が多くなっておりますが、連合会の償還年度別の保有状況と大枠では差異はなく、資産額も相対的に小さいことから、現状のまま受け入れても問題はないと考えているところでございます。

続きまして、被用者年金一元化のスケジュール等についてでございます。

財政の現況及び見通しを作成する財政検証と給付と負担の将来見直しを見直し、年金財政の健全化を図る財政再計算の結果が25年度末に公表される予定となっております。

1・2階部分の積立金につきましては、第三者委員会「積立金基本指針

検討会」によりまして、積立金の基本指針に規定すべき事項が検討され、主務大臣により定められるというスケジュールになってございます。

この第1回の検討会は明日、7月30日に開催されることとなっております。

それから、GPIF、国共連、地共連、私学事業団は、積立金基本指針に適合するよう、共同してモデルポートフォリオを定め、それぞれの機関がさらに管理運用方針を定めるというスケジュールになってございます。

その後、地共連が定めました管理運用方針に適合するよう、当連合会において基本方針を定めるという段取りになってございます。

また、旧3階と「年金払い退職給付」積立金、いわゆる新3階部分の積立金につきましては、地共連の管理運用方針が26年度末までに作成され、27年度に入り当連合会の基本方針を定めるということになってございます。

指定都市共済加入のスケジュールですが、指定都市共済組合の資産状況を先ほどお示しをさせていただきましたが、これに基づきまして、今年度中に資産の分類及び移管の方法等につきまして検討をしていく予定としてございます。

続きまして、政府の成長戦略についてでございます。

去る6月14日に、成長戦略である「日本再興戦略」が閣議決定されました。関係する部分といたしまして、「公的年金、独立行政法人等が保有する金融資産の運用等の在り方について検討を行う」とされ、「有識者会議において検討を進め、本年秋までに提言を得る」となっております。

これを受け、「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」が、7月1日に開かれているところでございます。

続きまして、GPIFの中期計画の変更についてでございます。

この変更の経緯でございますが、会計検査院が昨年度、GPIFにおける年金積立金の管理運用の状況に関して会計検査を行い、その報告書の所見において、暫定ポートフォリオが安全、効率的かつ確実かなどについて中期目標期間中に定期的に検証することを検討することなどと指摘をされたところでございます。

これを受けまして、厚生労働省により、基本ポートフォリオについて定期的に検証を行い、必要に応じ見直すよう要請があり、GPIFでは、運用委員会で審議を行い、検証を行った結果、基本ポートフォリオの変更が必要との結論を得て、変更を行ったところでございます。

変更の内容は、国内債券の資産構成割合を67%から60%に引き下げる一方、国内株式を11%から12%に、外国債券を8%から11%に、外国株式を9%から12%に、それぞれ引き上げているところでございます。

報道によりますと、GPIFの三谷理事長は、2015年(平成27年)4月までは原則としてこの資産構成割合を維持するという考えを示されているところでございます。

以上、長くなりましたが、ご報告を終わらせていただきます。

**【浅野会長】** ありがとうございます。

それでは、ただいまの説明につきまして、ご意見やご質問等がございましたら、ご発言をお願いします。

実績の部分と、統合にかかわるいろいろな諸問題と分けて議論していただきたいと思いますので、まず最初に、昨年度と今年度の第1四半期の実績の報告について、お願いします。どうぞ。

**【宮井委員】** 24年度の信託運用の収益率で、要因分析をされており、先ほど、非常に的を射たご説明があったと思います。ただ、採用している運用会社の中で、運用の悪いところがあったのか、なかったのかという、運用会社の状況をお聞かせいただければと思います。

**【浅野会長】** 特に株式のアクティブ運用ですね。通年でマイナス1.52%だから、運用機関によっては大きく負けているところもあるのではないかというご懸念だと思いますが、いかがでございましょうか。

**【鈴木運用管理課長】** お答えいたします。

国内株式については、確かにアクティブ運用の一部のファンドについては、パフォーマンスが悪いところがございます。ここにつきましては、3年と5年の評価を行ってございまして、一部のファンドについては解約をしているということでございます。

悪かったファンドにつきましては、基本的にはバリュー系の中で、銘柄選択がよくなかったところがございます、そういったファンドが幾つかあったということがございます。

以上でございます。

**【浅野会長】** 一応、ちゃんとフォローされていて、悪いところは解約して入れかえている、こういうご説明ですが、よろしいでしょうか。

ほかに。どうぞ。

**【芹田委員】** 以前から何度か指摘させていただいている、債券の運用がベンチマークから乖離しているという部分に関連するところですが、昨年度については、ベンチマークに対して、信託運用の収益率のところだと、超過リターンでマイナス1.06%、一方、今年の4～6月期だと、超過リターン、超過収益率がプラス0.63%である。その原因として、ご説明にありましたように、ラダー構築ファンドの部分がどうしても短期に偏っていることがある。

その理由としては、やはり年金のキャッシュアウトフローの部分がある。そのことから考えると、現状としては、ラダーの20年をベンチマークとしているけれども、制度的に、今の運用、年金のキャッシュアウトフローの状況を考えると、運用上、ベンチマークに近づけ切れないのではないかと。それは多分、来年度以降の基本ポートフォリオに関係するところかと思えます。ベンチマークからの乖離が少し大きくなって、それが基本ポートフォリオからの長期の乖離に大きく影響が出ているという点を、このままにしておいていいのかというのが1点目。

もう1点は、それに関連するものです。リスクモニタリング指標のところはよくまとめられて、いろいろな指標を考えていらっしゃるけれども、主に株関連が中心になっている。最近、長期金利が一時期、急に乱高下するという事もありましたので、国内と海外の長期金利関連の指標等についても、少しウオッチしていくことがあってもいいのではないかとということが感想としてあります。

以上です。

**【浅野会長】** 今のは質問というよりコメントですが、事務局のほうから何か、このコ

メントに対してご意見ございますか。

**【馬場総括投資専門員】** ラダー構築ファンドの問題点につきましては再三、先生方からご指摘いただいております。私どもも、そのところにつきましては十分認識しているところでございます。

ただ、今、先生からもお話がありましたように、年金給付の問題がございますので、当面は今のような状況で運用をさせていただきまして、次回の基本ポートフォリオの作成のときには、1・2階部分と旧3階、新3階、それぞれ分かれて、それぞれの債務状況についても、従来よりは明確に把握できるのではないかなと考えておりますので、そのようなことを踏まえますと、やはりキャッシュフローの部分についての給付の専用ファンドとか、そのような考え方も出てまいると思いますので、そういうことも含めて、次回の基本ポートフォリオの策定のときには、いろいろな面から検討したいと、このように考えております。

あともう1点、リスク管理の金利関連の指標のモニタリングにつきましては、ご指定の点も踏まえて、私どものほうでも何かほかの指標等につきまして、今後、検討していきたいと、このように考えております。

以上でございます。

**【浅野会長】** よろしいですか。どうぞ。

**【甲斐委員】** 続いて、リスク関係の質問ですけれども、いろいろな指標を計算されて、最後にストレステストまでやられています。ストレスのストーリーを見ますと、10%の株安、円高、1%の金利上昇となっています。ストレスというよりも、起こりそうなぐらいのレベルの話ですよね。

それで、この水準は少し緩いのかなという気もしますが、それより、ストレステストを何のためにやっているのか、この数字を見てどういうアクションに結びつくのか、その辺の考え方をもう一度確認したいと思います。

**【浅野会長】** お願いします。

**【馬場総括投資専門員】** 今、甲斐先生からご指摘があったとおりでございますが、ストレステストにつきましては、まだ私どもとして、どのようなシナリオを策定して、あるいはヒストリカルな実績から、どのケースを当てはめて計算をして、その結果に対してどういうふうに対応するかということについ

ては、まだ明確なプロセスについては定めていません。

現在のところ、ご説明いたしましたように、トータルリスクの水準を、その範囲に合っているかどうかということのモニタリングにとどめているところでありまして、ストレステストについては今後の課題であると、このように考えております。

【浅野会長】 よろしいですか。

【甲斐委員】 では、今後、重点的に検討する課題であるというご認識でよろしいですね。

【馬場総括投資専門員】 その辺につきましては、重点的という言葉が、どういう意味かというのがあると思うんですけども、当然、無視できない話でありますので、今後、基本ポートフォリオの策定の際にも、そういうことについては検討もしないといけないと思いますので、その辺については、先生方のご意見も伺いまして、ストレステストについても、明確な管理指標として、何かやるべきであるというご意見がございましたら、また検討させていただきたいと、このように考えております。

【甲斐委員】 少なくとも、財政状況にどのような影響を持つのか、あるいは、これが起これば財政的に非常に大きな問題を起こすのだというようなイメージがないとストレステストになりません。その関連で、よく検討していただければと思います。

【浅野会長】 後ほど、今後の課題について意見交換することになっていますので、そのときにまた、課題として取り上げていただければと思います。

どうぞ。

【加藤委員】 確認と質問です。外国債券パフォーマンスのパスシブのところを見ると、負けている期間が多いと思います。24年度の信託運用の収益率の外国債券のパスシブのところでは、通年でも負けています。先ほどのご説明の中で、アイルランドと非保有の国債というお話があったと思いますが、格付基準でアイルランド国債を外しているということですね。そして、多分、アイルランド国債のパフォーマンスがよかったということですね。

質問は、格付で外しているということであれば、システムチックに負けているような感じもするので、その格付の基準が適正なのかどうか検討し

でもいいのではないかとということです。

【鈴木運用管理課長】 アイルランドの格付がA格未満になっていたということで、基本運用方針の中では、原則A格未満が保有できませんが、協議によって持てる形になっているということで、今年度、5月の初旬にアイルランドは戻しております。

【浅野会長】 ベンチマークに入っているけれども、格付のほうでひっかかったら外すということですか。

【鈴木運用管理課長】 今回は、欧州ソブリン危機が発生しまして、運用機関のほうからアイルランドを外すということがございまして、それで事前に外していたということでございます。

その後、アイルランドの財政状態がよくなってきましたが、原則A格未満は持てないというガイドラインを運用機関のほうに出していましたので、その後、協議でまた戻してきたというような状況になっています。

だから、最初は運用機関のほうの自主的な判断ということでございます。

【浅野会長】 よろしいですか。どうぞ。

【徳島委員】 パッシブ運用のマネジャーをやっていると、今ご指摘のような現象はよく発生します。過去の例で言えば、例えば国内債券のパッシブ運用において、1990年代後半の時点でリッチョーやリッシンを組入れているか、入っていないかの判断が、マネジャーによって分かれるということが考えられました。これらの信用リスクを懸念して組入れないでいると、その後、たまたま急速に四半期だけ回復して、ベンチマークに大きく負けてしまうといったことがありました。加藤先生のご指摘も含めて、ベンチマークと完全に同じユニバースで、完全法に近い形でトラックさせるというのは、多分、現実的ではないので、こういったことはままするのだと考えています。

先ほど、昨年度の国内債運用においても、東電債の信用力回復でパッシブ運用の成果がベンチマークに劣っていたというところは、こういった事情からやむを得ないかなと思うところであります。

ただ、ここは逆の考え方をもち、マネジャーに対して完全に組入銘柄を合わせてしまえという指示をされるか、されないかというのは、委託者側

のご判断かと思っております。

それで、私のほうから1点だけ、可能かどうかということも含めてのお願いですが、昨年の途中から外債のアクティブを始められて、さらに外債の中で、一部エマージング外債の投資を具体的に始められまして、先ほどご説明として、その結果をお伺いしましたが、数表が細かくなり過ぎない範囲で、エマージングの新規に始めたところの結果が見えるような形で、何らかの状況報告様式を工夫いただけたらなと思っております。

それ以外につきましては、昨年度の運用、それから、今年度の第1四半期の運用に関しましては、特に気になることもなく、こちらの連合会様も、ほかの公的共済様、私的年金の世界におかれましても、わりと今、皆さん良好な運用状況にあると思いますので、今の間に、少しでも工夫できる余地があれば、していただけたらなと思っております。

以上です。

**【浅野会長】** よろしいですか。何かご意見がございますか。

**【鈴木運用管理課長】** ただいまのご意見なんですけれども、エマージングを行ったのは株式のほうでございまして、外債のほうにつきましては、WG B Iの範囲内ということでやっております。

**【浅野会長】** よろしいですか。

**【加藤委員】** 今の徳島さんの発言のコメントについて、若干コメントさせていただいて、もう一個、別の話をしたいと思います。パッシブ運用においてどこまで完全にトラックするのかという議論もあると思いますが、もしある程度恣意性を入れるのであれば、それはやっぱりアクティブ運用枠でやったほうがいいのではないかと思います。

あくまでもパッシブ運用枠は厳密にパッシブ運用したほうがいいのではないかという気がします。さもないと、結局、どこまで緩くするのか分からなくなると思います。

もう一つですが、国内債券のアクティブ運用のところも、やはり同様に、四半期ベースで見て、24年度、4回中3回負けています。これは何かシステムチックな理由があるのか、あるいは、たまたま負けたということなのか、もし何かおわかりになっていれば、教えていただきたいと思います。



【鈴木運用管理課長】 まず、外債につきましては、従来、パッシブでやっていたのですが、ソブリン危機の対応を考えまして、アクティブを始めたということでございます。

次に、事業債についてですけれども、第2四半期、大きく負けていますが、こちらにつきましては、先ほど説明がございました、一部の業績不振銘柄の影響を大きくこうむっているという形です。

その他につきましては、勝ったり負けたりしているのは、東電のアンダーウェイトの影響で勝ったり負けたりしているというようなことでございます。

以上でございます。

【浅野会長】 よろしいでしょうか。実績につきましては、幾つかコメントがございましたけれども、全体としてはよくおやりになっているという評価だと思えます。

実績はそれぐらいにしまして、今後の統合関係について、ご質問、ご意見がございましたらお願いいたします。

どうぞ。

【芹田委員】 質問ですが、指定都市投資分の各資産へのウェイトというのは、国内債が70%、かなり高い。そのようなことは、ルールや投資委員会等でどのような形で決められているかを教えていただきたい。

【浅野会長】 それは現状ということですか。

【芹田委員】 はい、現状のところ。外部のことなのでわからないかもしれませんが。

【篠田運用企画課長】 これはそれぞれの指定都市ごとで、運用方針等をつくっておられるかどうかまでは把握してございませんが、その中でそれぞれが決めて、多分年金給付に当たり、キャッシュアウトもしなければいけない組合もございますので、こういった形で、国内債券の割合が高くなっているのではないかなと思っております。

【芹田委員】 そうすると、各組合ごとにそれぞれということで、全体的な共通のルールのようなものというのは特に見出せ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】 共通のルールというものは特に存じ上げておりません。

【浅野会長】 個人的な感触で言うと、指定都市の中には、キャッシュアウトが多いところがあって、そういうところはキャッシュアウト用にマネジャーも構築しているのですが、当連合会とはかなり違ったところも、中にはあるという状況ですね。

どうぞ。

【甲斐委員】 資産状況については調べていただいているということですが、逆に、問題は負債状況の把握ですね。負債との関係でどんな資産になっているか、つまり、負債も含めた統合イメージというのは、どのようになっているのでしょうか。

【浅野会長】 どうでしょうか。

【馬場総括投資専門員】 個別組合ごとに、資産と負債がどういう関係になっているかということについては、ちょっとわからないんですけども、全体としまして、成熟度がどうかということで見ますと、当連合会の現状よりは指定都市全体の成熟度は高いという状況になっておりまして、我々よりも、そういう意味では、ちょっと悪化が進んでいる状況でございまして、それに合わせたような資産構成割合になっているのかなと、このように考えております。

【甲斐委員】 今後、そういうのも明らかになってくるということですね。

【浅野会長】 今は1・2階と3階部分が一緒になって運用されているので、あまり明確な債務というのではないと思います。

しかし、今後、1・2階とは切り離されるので、3階部分は債務が明確になっていきます。実際、地共連はそれを全体で把握されていると思います。今後、旧3階部分は切り離して運用することになるわけですから、債務認識は明確にされるでしょう。

【甲斐委員】 了解しました。

【浅野会長】 実際、1・2階部分の資産を切り離したあと、残る資産でその債務が十分賄えるかどうか、今、検証中だと聞いています。地共連グループ全体でね。地共済グループと言ったほうがいいかもしれません。

【宮井委員】 今の点について、旧3階の部分は新しいものになると聞いています。

つまり、旧3階の部分は、どちらかといえば閉鎖年金となり、新3階の部分が今後増えてくるように聞いています。したがって、今ご指摘の、債務をどのように考慮するのかを、より明確にしないといけないというのと、実際には、どうするのかと思います。

旧3階と新3階を分けて、新3階の部分で今後の債務に対応するのか、どのような感じでしょうか。

【浅野会長】 何かつかんでいらっしゃいますか。

【篠田運用企画課長】 今の点につきましては、旧3階と新3階部分を別にやっていくと聞いております。ですから、先生がおっしゃられたように、旧3階のほうはだんだん閉鎖型になっていって、新3階のほうは積み上がっていくというようなイメージだと思います。

【宮井委員】 両方とも、運用の基本方針を策定するということですね。

【篠田運用企画課長】 はい、そうです。

【浅野会長】 別々の勘定で別々に運用するということになるのですね。

【篠田運用企画課長】 そのようになると思います。

【浅野会長】 ただ、その場合に、地共済グループの中で一まとめにするのか、多分、そうなると思いますが、それぞれの団体ごとでやるのか、その辺りはもう決まっているのですか。

【篠田運用企画課長】 その点につきましては、明確にこうなるというものはまだ示されておられませんので、今後の議論の中で決まっていくものと理解しております。

【宮井委員】 いずれにしても、これから地共連とかほかの組合と協議を始めるということになると思います。そのときに基本方針を策定していくということになりますが、その責任範囲を明確にしておく必要があると思います。

せっかく一生懸命運用しても、こちらでコントロールできないもので責任をとらされても、困ると思うからです。

【浅野会長】 そうですね。それは、地共連が全体をまとめていく過程で、明確にさせていただけるものだと思っていますけれども、こちらのほうからもそういう要望をしてもらおうということでしょう。そうお願いしたいと思います。

【甲斐委員】 実際に統合されるのはもう少し先だということですが、この債券

保有状況を見ますと、2013年、14年に債券の大量の償還があります。  
これについてはどういう対応をされるのでしょうか。

【篠田運用企画課長】 それについては、それぞれの団体にキャッシュアウト等、いろいろな事情があるかと思いますので、それぞれ対応していただきながら、また再投資する場合は、基本運用方針に合うような範囲内でやっていただくというお願いをしているところでございます。

【甲斐委員】 要するに、当方から方針を伝えてアクションは先方に委ねるということですね。

【篠田運用企画課長】 はい、そうです。

【浅野会長】 一応、27年10月に統合することになるのですが、それまでも、こちらのほうと相談しながら運用していただくということになっているのですね。

【篠田運用企画課長】 新たなものにまた運用ということは、なかなかないと思いますが、その際にはこちらと相談をしてくださいということになっておりまして、あとは、基本運用方針をお示しさせていただいておりますので、その範囲内で、うちの方針に合うようなものについて、また再投資する際はお願いしますということをお願いしているところでございます。

【浅野会長】 よろしいでしょうか。直接指導とかそういう権限はないけれども、実質的に相談して、こちらの運用方針に合うように見ていただいているということですか。

【甲斐委員】 それはそのほうがいいと思います。

【浅野会長】 そういうことだと思います。

【徳島委員】 前から、指定都市共済組合の中身についてお伺いしていたので、今回調査結果をお示しいただいて、随分安心いたしました。

このような状況なら大きな問題はないと思いますが、1点、債券の保有状況を見ますと、国債の比率があまりにも低いかと思えます。そのあたりは、例えば、これから償還対応で投資されるのであれば、国債への投資のように、少し流動性を意識されるほうがいいのかと、やんわりお伝えいただいたほうが、再来年度の統合に向けて、少し資するのかなと思います。

また、今回、指定都市共済組合で指定金とか金銭信託で運用されている

ことを、数字的に拝見しましたが、現在、彼らがこれをパッシブ運用でや  
っていらっしゃるのか、アクティブ運用でやっていらっしゃるのか。将来、  
連合会へ統合される段階で、一回切れると思いますが、指定都市共済組合  
の契約している金銭信託をそのまま持ってくるのか、一旦全解約して現金  
にして移管されるのか、そのあたりのご検討の状況をお聞かせいただけた  
らと思います。

**【浅野会長】** 今のコメントに対して、現状はどうでしょうか。

**【鈴木運用管理課長】** 現状につきましては、各指定都市については、バランス型の運  
用で行っていきまして、その中で、アクティブをやっているところが多いで  
す。

あと、引き継ぎに当たっては、見直して、こちらで考えていくというよ  
うな形になろうかと思えます。

**【浅野会長】** ほかにご質問はございませんか。よろしいですか。

では、私のほうから皆さん方をお願いというか、先ほど事務局からスケ  
ジュールの説明がありましたように、基本指針作成、第三者委員会という  
のが始まります。その第1回が7月30日、明日行われますが、私も委員  
になっています。この委員会の議論がベースになって、モデルポートフォ  
リオをつかって、その後、各組合等が基本方針、基本ポートフォリオを作  
成する、こういう流れになっているようです。つまりまず、第三者委員会  
が大枠を決めることになると思うのですが、それに対して、皆さん方から  
何かご意見があったら、この際、聞かせていただいて、参考にしたいと思  
います。

なお、この第三者委員会が議論するのは1・2階部分です。先ほど来、  
出ている3階部分は全く別で、こちら独自でやるのか、あるいは、地共済  
グループ全体としてやるのか。地共連がどうするか決めてくれるのですよ  
ね、ある程度の枠かもしれませんが。

第三者委員会では1・2階部分の議論になるわけですけれども、今のと  
ころの枠組みだと、当連合会も1・2階部分、それから旧3階、新3階、  
3つを運用することになります。この枠組み自体もまだ確定しているわけ  
ではないのですが。何か……。

- 【加藤委員】 ここで議論されるのは制度ですか、それとも、資産配分ですか。
- 【浅野会長】 そこもよくわからないのですが、法律で、ある程度の枠はできています。枠としては、モデルポートフォリオをつくる。これは4大臣が共同でということになっています。4大臣というのは、要するにGPIF、国共連、地共連、私学の所管省庁ということで、厚労省、財務省、総務省と文科省。だけど、中心はやっぱりGPIFになるから厚労省でしょう。現状では、そのモデルポートフォリオが各団体の基本ポートフォリオに対して、どの程度拘束力を持つかというのははっきりしていないということですね。
- そこら辺りが、がっちり決められてしまうと、あまりこちらで議論する余地もなくなるということになるのですけれども。
- 【加藤委員】 運用は別で、拘束力もなかったら、あまり意味はないですね。
- 【浅野会長】 それは逆の考えもあるのではないのでしょうか。ある程度、弾力的にやるということによって、イノベーションが起こるとか、競争が起こるとか、極端に言うと、今の基本ポートフォリオをつくってやるというやり方、その基本ポートフォリオのつくり方など、10年前から全然変わっていません。マーケットも変わっているし、研究も随分変わっているのに……。
- 【加藤委員】 競争させる話ですか。
- 【浅野会長】 そういう考え方もあり得るかなと思うのですが、そういう考えに対してご意見があったら。
- 【宮井委員】 2点ありますが、1点目は、負債は考えないのですねという確認です。
- 【浅野会長】 1・2階部分だから、負債という……。
- 【宮井委員】 概念がない。だけど……。
- 【浅野会長】 基本的には、賦課方式というか、それに、一部積み立てがあるという方式だから、明確な債務というのはないですね。
- 【宮井委員】 だけど、GPIFは最近、給付が収入よりも大きくなってきて、給付を意識しないといけない状況になっています。
- 【浅野会長】 それはキャッシュフロー上の問題でしょう。
- 【宮井委員】 それは、でも、制約条件になりますね。
- 【浅野会長】 なりますね。
- 【宮井委員】 だから、それが各機関によって制約条件が違うのか、同じなのかという

質問です。

【浅野会長】 それはないでしょう。

【宮井委員】 それはないのですか。

【浅野会長】 というのは、要するに勘定一つで、ただ、既存の機関を活用して、運用だけは別にやる、こういう理解でいいと思います。

だから、それぞれが違う債務を持っているというわけではない。

【宮井委員】 そうすると、運用だけ、とりあえず各機関がやるということでしょうか。

【浅野会長】 そうです。

【宮井委員】 金額によって指定された部分ですね。

【浅野会長】 従来の方をね。

【宮井委員】 そうしたら、金額の規模が小さいほうが自由に動けるから、一般的には、直観的にはそちらのほうがパフォーマンスは良くなるように思います。だけど、パフォーマンスが悪いところは批判されるとか、そういうことは特にないのですね。

【浅野会長】 それは、どの程度の自由度があるかということによりますと思いますが、がっちりとおりにやりなさいとなれば、あまり検討の余地もありません。基本ポートフォリオ、モデルポートフォリオからの乖離を抑えてやりなさい、しかも、それをパッシブにやりなさいということになると、全く動く余地はないというか、そういうことになってしまいます。

【加藤委員】 でも、それだと意味がないから、きっとアクティブ枠を残すわけですね。そうすると差がついてしまいます。

【浅野会長】 そこで、そういうほうがいいのかどうかという議論になろうかと思いますが。

【加藤委員】 競争するのはいいと思いますが、今、宮井さんがおっしゃったように、サイズの差があまりにも大き過ぎるから、この際、GPIFを分割することを検討すべきだと思います。例えば、連合会さんと同じようなサイズにするのも一つの考えだと思います。

【甲斐委員】 あまりにも規模が大きくなり過ぎると、売買に機動性が欠けほんとうに動けなくなるし、運用技術の革新も起こりにくくなります。適正規模に分割されることによって、そこでいろいろ新しい試み、競争意識が芽生え、

運用の技術革新がなされようになりますね。一律に金太郎あめじゃなくて、何かそういう余地を残しておいたほうがよい。巨大さゆえにモデルポートフォリオで身動きができなくなるやり方よりも、自由度を持たせしかも規模を適正に抑えるというのが私はいいと思います。

**【浅野会長】** 競争と革新、それがキーワードということですね。ありがとうございました。参考にさせていただきます。

ということで、一応、報告事項は以上とさせていただいてよろしいでしょうか。

次は、協議事項の本年度の検討事項と検討の進め方ですが、まず、事務局より説明をお願いいたします。

**【篠田運用企画課長】** 今年度の検討の進め方につきましては、次回、11月25日開催予定の委員会におきまして、基本ポートフォリオの検証及び次期基本ポートフォリオ策定に向けた検討についてご審議をいただきまして、1月17日開催予定の委員会において、答申についてご審議をいただきたいと考えております。

次に25年度における検討課題についてでございます。

本年度のご議論いただきたい諸課題につきましては、基本ポートフォリオの検証・見直し、次期基本ポートフォリオ策定に向けた検討についての2つの項目でございますが、1点目の基本ポートフォリオの検証・見直しにつきましては、長期給付積立金に関する基本運用方針のⅡの3に、「基本ポートフォリオは、策定時の前提条件等を毎年1回検証し、必要に応じて見直すものとする。また、急激な市場変動があった場合には、必要に応じて見直しを検討するものとする」と規定されておりますことから、基本ポートフォリオの策定時の前提条件等を検証し、必要に応じて、見直しについてご審議をいただきたいと考えております。

2点目の次期基本ポートフォリオ策定に向けた検討については、のちほど詳細をご説明させていただきます。

なお、これらの項目のほかにも資金運用に関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考えております。



【事務局（迎）】 では、次期基本ポートフォリオ策定に向けた検討について、ご説明いたします。

次期基本ポートフォリオは、来年度に具体的な策定作業に入りますが、それに向けて、今年度は、委員の先生方に幾つかのテーマについて自由にご議論をいただきたいと考えております。

4点、検討課題の案を掲げておりますが、まず、最適化手法についてでございます。

現行基本ポートフォリオの策定においては、平均分散法・リサンプリング法それぞれに基づく最適化を行った後に、下方リスクについてシミュレーションを実施し、ポートフォリオを選定しました。

次期基本ポートフォリオの策定に向け、さまざまな最適化手法についてご議論いただきたいと考えております。

続いて、年金債務の考慮についてでございます。

被用者年金一元化後の運用においては、従来は特定することが困難だった年金債務に関し、旧3階は閉鎖型年金、新3階はキャッシュバランスプラン型年金など、その性質によってリスク許容度や運用目標が異なり、それぞれに応じた運用が必要となります。

各階ごとの負債の特性や連合会における運用の自由度については、現時点では不確定な要素が多いものですが、一般的な負債特性ごとのポートフォリオ構築方法なども幅広く情報を集め、次期基本ポートフォリオ構築に向けた検討のため、ご議論いただきたいと考えております。

続いて、ホームカンントリーバイアスでございます。

被用者年金一元化後は、GPIF等他の公的年金の運用と絡み、ホームカンントリーバイアスについてどう考えるかは重要なテーマとなる可能性がございます。GPIFや地共連は投資制約として資産構成に制約をかけていた一方、企業年金では徐々に国内株式比率が低下している傾向も見られます。

ホームカンントリーバイアスについてはその背景や問題点、環境の変化などさまざまな論点が考えられますが、皆様のご意見を賜ればと考えております。

最後に、為替ヘッジでございます。

現行基本ポートフォリオにおいては、為替ヘッジは行っておりません。しかし、今後、ヘッジ外債などの為替ヘッジを考慮した資産クラスの再考や、オーバーレイ為替ヘッジなどの投資手法についてなど、さまざまな論点が考えられることから、皆様のご意見を賜ればと考えております。

事務局からの案としては以上でございますが、その他、より検討を要する論点がございましたら、ご議論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】** ありがとうございます。

今年度の検討課題について、今、説明いただきましたが、これは、最後についている諮問書、「長期給付積立金の安全かつ効率的な運用のあり方について」という諮問に対して、今後、検討して行って、1月17日に答申案をまとめるという、その中身としてこういうものを考えているという位置づけですね。

**【篠田運用企画課長】** 会長のおっしゃるとおりでございますが、この諮問書が出ておりますので、それに基づいた答申を1月までにおまとめいただきたいということでございます。

その幾つかの材料として、4点ほど提供させていただいたということでございます。

**【浅野会長】** ということですので、これだけに限られるわけではないと思いますから、今の説明をベースにしつつ、さらにほかのことも含めて、皆さん方にご議論いただきたいと思います。

いかがでございましょうか。

**【宮井委員】** もう一回、確認ですが、先ほど一元化のスケジュールというのがありましたけれども、今回の答申は、その前の、今やっているポートフォリオをさらに効率化するにはどうすればいいかということですね。

**【浅野会長】** 一応、諮問書はそうなっているのですが、当然、来年度から27年度以降の運用について議論することになるわけですので、それも含めて議論しておいたほうがよろしいのではないかと思います。

**【宮井委員】** そうすると、1階・2階部分だけじゃなくて、新3階も入ること

でしょうか。

【浅野会長】 やっぱりそこが一番、今までにない大きな課題になると思います。

【宮井委員】 そうですね。今までの運用を効率化するときに必要な検討課題と、27年度以降の検討課題を分けたほうがいいように思います。

【浅野会長】 それは、今の事務局の説明にある、基本ポートフォリオの検証・見直しというところで議論していただいて、債務とその他、今まで課題になっていて十分検討できていなかったような問題を、次期基本ポートフォリオ策定に向けた検討のほうで取り上げるというふうに考えております。

【宮井委員】 なるほど、わかりました。

【浅野会長】 多分、どうでしょうね、新しい運用手法だとか、商品だとかという議論も、今まで何回かやってきましたが、それも、現状の基本ポートフォリオの検証・見直しというところで取り扱うというよりは、27年度以降で取り上げていくということになるかと思います。今、取り上げても、また27年以降、すぐ見直しをしないといけなくなりますから。

【宮井委員】 それではそのときには、今検討課題として、最適化手法、年金債務、ホームカンントリーバイアス、為替というのが4つありますけれども、これ以外に、ベンチマークというのを議論していただければと思います。

今までやっていた伝統的資産のベンチマーク全部、もう一回新たにということでも検討していただければと思います。

【浅野会長】 多分、このベンチマークは当連合会だけの問題ではなく、1・2階部分の運用、GPIF等をはじめとして全体にかかわってくる問題ですから、第三者委員会等でも議論されることになると思います。

そういう問題があるということ認識しておいて、私も第三者委員会で発言させていただきます。

【芹田委員】 今の件に関しまして、先ほども要望として申し上げたところと関係するのですが、特に債券のベンチマーク等を考える際に、年金給付が相当多くなっていくということが、運用上、かなり制約になってきています。この点も考慮して、ベンチマークの見直し等も行っていく必要があるのではないかなと思います。

【浅野会長】 そうですね。1・2階部分に限らず、特に旧3階部分はキャッシュアウ

ト専用のファンドになるわけですから、そのとき、どういうベンチマークか、特に債券をどうするのかというのは重要な課題になりますね。

債務と絡めて、それは、また皆さん方のお知恵を拝借したいと思います。

**【徳島委員】** 宮井さんからベンチマークというご提案がありましたけれども、そのベンチマークを考える前提として、アセットクラスの考え方ということも、これは第三者委員会も含めて、ご議論いただく必要があるのではないかと思います。

先ほど事務局のほうから、ホームカンントリーバイアスという論点を上げられていますけれども、最近、民間の企業年金の場合には、グローバル株式といった形で、国内株と外国株を分けないという考え方を言う方も出てきていらっしゃるし、一方で、いろいろ拝見している中だと、例えば外債をヘッジなし、ヘッジつきと2つにアセットクラスを分けている共済組合様も拝見します。そういった意味で、ベンチマークとアセットクラスの分け方というのはセットで議論されることになると思いますので、今後、第三者委員会が決められたら、我々は、1・2階は横に倣えて、かなり影響を受けることになると思いますので、意識していただけたらと思います。

**【浅野会長】** わかりました。ありがとうございました。

ほかにご意見ございませんか。

**【加藤委員】** 私も、ホームカンントリーバイアスというか、外貨をどういうふうに運用するのかというのは圧倒的に重要なテーマだと思います。いずれにしても、これもGPIFとの関係に当然、影響されてしまうわけですね。

**【浅野会長】** 1・2階部分はね。

**【加藤委員】** ですから、ここだけでは当然決まらない議論である。その前提でも、やはり海外への投資が重要ですね。今、個人のお金が海外にもものすごい勢いで流れているようです。機関投資家も外貨投資をどうするのかということを考えるべきです。そして、外貨投資ということを見ると、これは徳島さんの話と近いのかもしれませんが、アセットクラスの問題になります。海外のどの資産に投資するのかということで、必ずしも伝統的な株式だけ、債券だけということではないと思います。アセットクラスをどう

いうふうに考えるのか、新しいアセットクラスを含めて検討することが重要だろうと思います。

**【浅野会長】** はい、ありがとうございました。

ほかにご意見ございませんでしょうか。

諮問に対する答申としては、ここに書かれているような、基本ポートフォリオの検証・見直しをやりますということと、次期基本ポートフォリオ策定に向けて、こういう項目について検討しますよということによろしいでしょうか。その具体的な中身については、26年度に重点的に検討しますという答申でよろしいでしょうか。

そうすると、次回の委員会では、基本ポートフォリオの検証を具体的にすることになるのですね。次期基本ポートフォリオの策定に向けた検討については、こういう項目をやりますというだけですが、もうちょっとこれを掘り下げることになるのでしょうか。

**【細田財務部長】** 今、会長がおっしゃられましたような形で、基本は、基本ポートフォリオの検証についてというのを中心にご議論賜ればと思いますが、あとは、次期基本ポートフォリオ策定に向けた検証については、本日のご議論もそうなんですけれども、この連合会だけの話に限らない話も多くなると思いますので、ぜひ、できれば第三者委員会のお話等もお伺いさせていただきながら、また、そういった委員会の場にどういった意見を反映させていくべきかとか、幅広いご意見を賜ればと考えておりますので、よろしく願いいたします。

**【浅野会長】** わかりました。そうすると、次回は基本ポートフォリオの検証が中心になるということですね。

そうなるとちょっと気になるのは、先ほどほとんど意見が出なかったのですが、GPIFの基本ポートフォリオの見直しです。これについて、戻って恐縮ですが、皆さん、何かご意見ないでしょうか。当然、こういうのがあるということ意識しつつ、我々のほうも基本ポートフォリオの検証を、次回やることになりますので。

**【宮井委員】** GPIFの資料のところに、「検証の実施」というのがあります。これは、GPIFが、どういうふうに検証を行ったかというのを書いてありまして、

検証の実施のところに、「期待リターン・リスク・相関係数の検証」と書いてあります。

期待リターンについては、「直近までのデータを踏まえ検証を行った上で、第2期中期計画策定時のもので据え置いた」と書いています。これは多分、今、GPIFのほうでは、将来の年金財政の検証や、経済前提の委員会で、期待リターンについては検討するというので、今これをいじることはなかなか難しいという判断で、やらなかったと思われます。

一方、リスクと相関係数については、「直近のデータに更新したところ若干変化が見られた」というようなことが書いてあります。全体的なリスクの減少が見られたということですが、期待リターンを変えずに、リスクだけいじったということです。

それは多分、さっきの話がありましたように、昨年10月に会計検査院から指摘されて、検証した結果、リスクを変更したと思われます。だから、ここを我々はどうするかという話だと思います。

今までは多分、リターンデータを直近まで、1年分か2年分延ばして、それで計算して、あまり差がなかったというような検証をやってきていると思うのですけれども、それでいいのかなということです。

私は、GPIFについては期待リターンをいじらずに、だから、債券の期待リターンが高いまま残っているんですね。それでいて、リスクだけ下げたというのは、非常に変なことになっているのではないかなと思うのです。債券は、リスクが低くてリターンが高いような資産になっているのではないかなと思うのです。(注：後日GPIFのディスクローズ資料で確認したところ、国内債券のリスクは6.0%⇒6.5%に上昇し、国内株式と外国債券はやや低下、外国株式と短期資産は変わらずとなっており、発言時の認識に誤りがありました。国内債券のリスクが上昇した一方で国内株式と外国債券のリスクは低下したため、国内債券の比率が低下し、逆に国内株式と外国債券の比率が上昇したと思われます。)

【浅野会長】 それだと債券が増えるはずですが、債券は減っているわけでしょう。

【宮井委員】 だけど、それも変なのですが、制約条件をつけて、最適化計算を行っていると思うのです。だから、ちょっとつじつまが合わないのではないかな

というのが、私の意見です。

【浅野会長】 わかりました。我々がやるに当たって、特にこういう点に留意しろというご意見等はございませんか。

当連合会の場合、リスクの推計等は、GPIFとは多分、違うやり方になっていて、90年代半ば以降だったか、それ以前と比べると資産間の相関関係がかなり変わっているということで、直近のほうのデータを使っているのです、そういう意味で、GPIFとはもともと違うと思いますけれども、期待リターンのところ、むしろ変えるかどうか、アベノミクスを反映して変えるかどうかということになろうかと思えますね。

【加藤委員】 私は、実はこれを見て驚いたのですが、株の比率を上げたのは期待リターンが高まったからと思っていたのですが、そういうことではなかったということですね。

ということは、基本的に債券の比率を下げたいという、あるいは株の比率を上げたいという、何らかの前提条件があった。それに基づいてちょっと変えた。もともとなるデータを見ると、整合性がとれていない。

ですから、債券の比率を下げるという制約条件があった可能性が高いような気もするのですが、その辺は聞いてもしようがないことですね。

【徳島委員】 むしろアベノミクスで株価が上がったところで、リバランスの実行で株を売って債券を買うというオペレーションをさせたくなかったから、後づけ的に、株の比率を上げることをやったのではないかとマーケットの人たちはみんな勘繰っていますから。

【浅野会長】 それはともかくとして、我々のほうとしては基本ポートフォリオの検証をしないといけませんので、その際に、特に注意する点は今回、あるかどうかという、むしろそっちのほうになるのですが。

【芹田委員】 そうすると、確認ですが、GPIFでは、先ほど宮井さんのご指摘になられた、直近のデータにリスク相関係数が更新されたというのは、過去の分をカットして直近の部分だけを用いたのか、我々の検証のときのように追加したものなのか、その辺はどうでしょうか。

【宮井委員】 それはわからないのです。多分、追加したと思われま。今年変更するまでは、2004年に策定したポートフォリオを使っていたわけですから

2004年までのデータしか使っていないはずです。(注:後日GPIFのディスクローズ資料を確認したところ、前回の検証では1973年~2008年のデータを使用し、今回の検証では1973年~2012年のデータ使用となっています。)

【浅野会長】 そのままだと……。

【宮井委員】 そのまま。そこから多分、9年分ぐらい追加して計算したのだと思います。

【芹田委員】 追加ですか。

【宮井委員】 多分ですよ。だから、我々はただ、さっき浅野会長が言われたように、期待リターンをどうするかということでしょうか。

【浅野会長】 そういう、一応、どうするかという課題はあるのですが、従来どおりの方法で検証していくということではよろしいでしょうか。

【甲斐委員】 その従来どおりというところがちょっとひっかかります。前回から5年過ぎていたので、運用の考え方が理論的にも実務的にも進歩しており、検証方法もその辺を踏まえていただいたほうが良いと思います。特に気になるのが、リターンとリスクと相関係数が何らかの前提を経て与えられたものとし、これを組み合わせて最適化問題を解くという一連の方法論です。それは数字という絶対的なものが出てくるものだから、いったん出ればそれを唯一正しいものと信じて、あとは思考停止状態になって進めていくということになりがちです。もう少しダイナミック、柔軟に、そういうものをガイドラインとしながらも市場の変化に立ち向かう姿勢も必要だと感じます。

例えば先ほどのストレステストの話もそうですけれども、100年に1回のはずが、今、10年ごとに起こっているような状況です。だから、いろいろなシナリオを想定しながら、できるだけ思考停止にならないためには、複数の異なった見方を受け入れ、そこでの徹底した議論が全体をよくするという仕掛けが必要になってきます。あまり従来のやり方にこだわらなくて、もっと基本的なところから、もう一回考え直したほうがいいように思います。

【浅野会長】 わかりました。一応、基本ポートフォリオの検証というのがルール化さ



れているので、ある程度ルールに従ってやらざるを得ないと思いますが、それに加えて、ストレステストだとか、そのストレステストの結果、どういところで影響が出てくるのかということですね。

それは、現状では債務は何か曖昧だからよくわからないけれども、統合後、27年度以降は、3階部分についてははっきりするわけだから、27年以降の練習のためにも、ストレステストをどう解釈するかなど、基本ポートフォリオの定型の検証に加えて、そうしたことも少しやっていただけたらなと思います。

そのぐらいでよろしいでしょうか、とりあえずは。

ほかにご意見ございませんでしょうか。

特にご発言がないようですので、以上をもちまして本日の議事は全て終了いたしましたので、終わりとさせていただきますと思います。

以降の進行については、事務局、お願いいたします。

**【青山事務局長】** 委員の皆様方には、お忙しいところご出席いただき、また、熱心にご議論いただきまして、まことにありがとうございました。

次回の資金運用委員会でございますが、11月25日の10時から開催を予定しておりますので、どうぞよろしく願いいたします。

それでは、以上をもちまして第22回資金運用委員会を閉会いたします。どうもありがとうございました。

— 了 —