

## 第24回資金運用委員会

平成26年1月17日（金）

【青山事務局長】 おはようございます。定刻にはもう少しだけ時間がございますけれども、先生方、皆さんおそろいになりましたので、ただいまから第24回資金運用委員会を開会いたします。私、事務局長の青山でございます。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。どうぞよろしく願い申し上げます。

【浅野会長】 それでは、議事に入りたいと思います。

初めに、報告事項の平成25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25年度長期給付積立金の運用状況」につきまして、ご報告をさせていただきます。

まずグラフでございますが、中央やや右寄りの太い縦線を引いております25年3月末を100といたしまして、右端の昨年12月末日までの主要4資産のベンチマークの推移をあらわしているものでございます。前回の委員会では9月末までの状況をご報告しておりますので、それ以降の市場環境についてご報告をさせていただきます。

10月から12月にかけては、世界的な株価上昇や円安の進行などによりまして、内外株式、外国債券の12月末のベンチマークは9月末に比べまして上昇してございます。

一方、国内債券につきましては、10月月初は金利が低下したものの、その後はアメリカの長期金利の上昇、世界的な株価上昇によりまして上昇基調で推移をいたしました。国内債券の12月末のベンチマークは、9月末に比べて横ばいとなっているところでございます。

足元の市場の動向でございますが、年明け後は、年末の株高の反動やアメリカの雇用統計結果が市場予想を下回ったことなどによりまして、内外株価は軟調な動きとなっております。為替の円安一服もございまして、先

週末1月10日現在のベンチマークは、国内債券が上昇する一方、内外株式、外国債券は低下をしている状況でございます。

次に、25年度の資産構成割合の推移でございます。25年11月末の時価総額は10兆188億円で、平成19年度からの長期給付積立金の一元的処理実施以降で初めて10兆円を超えることとなったところでございます。

また、25年9月末の9兆7,529億円からは2,659億円の増加となっております。これは、10月から11月までの年金収支が約191億円のプラスとなったことに加えまして、運用収益が約2,467億円のプラスになったことによるものでございます。

なお、前回の資金運用委員会において、先ほど申しましたように、貸付金につきましては、資産特性の近い国内債券とあわせて、実務上管理していくことと整理されましたので、国内債券と貸付金の合計の数値を欄外に掲載をしているところでございます。

11月の資産構成割合は、全ての資産において基本ポートフォリオの許容乖離幅の範囲内となっております。

次に、第3四半期の修正総合利回りは、全ての資産の利回りがプラスとなりまして、全資産合計でプラスの2.53%となっております。通期でも全ての資産がプラスとなりまして、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まして、全資産合計でプラス6.26%となっております。

次に、信託運用の収益率でございますが、25年度通期の超過収益率のところをごらんください。国内債券につきましては、アクティブファンドでは格付要因がプラスに寄与し、事業債インデックスを0.21%上回りました。

自家運用ファンドでは、第1四半期におきまして、金利が全体的に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ため、ベンチマークを0.16%下回っております。

なお、ラダー構築ファンドでは、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いため、第一四半期の金利上昇局面で

はプラスに、以降の金利低下局面ではマイナスに働いておりまして、結果、国内債券全体の超過収益率はマイナス0.27%となっております。

国内株式につきましては、アクティブファンドは、利益水準に対して株価の割安な銘柄をオーバーウェイトしていたことがマイナスに影響し、ベンチマークを0.40%下回っております。

パッシブファンドは、信用面から非保有としていた銘柄の収益率が相対的に高かったことや、キャッシュ要因がマイナスに影響し、ベンチマークを0.43%下回っております。結果、国内株式全体の超過収益率はマイナス0.43%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では国別配分がマイナスに影響し、ベンチマークを0.73%下回っております。パッシブファンドでは、価格評価要因がマイナスに影響し、ベンチマークを0.13%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0.23%となっております。

外国株式につきましては、アクティブファンドは、先進国アクティブファンドの銘柄選択のプラスの寄与により、ベンチマークを1.60%上回りました。パッシブファンドでは、配当課税要因や修正ディーツ法の計算差異がマイナスに影響し、ベンチマークを0.12%下回っております。結果、外国株式全体の超過収益率はプラス0.07%となりました。

次に、リスクの状況でございますが、まず基本ポートフォリオのリスクモニタリング指標等の状況をお示ししております。状況につきましては、ボラティリティや相関係数、トラッキングエラー、それぞれの状況ともに、前のご報告以降、特段大きく変化した点はございません。

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のご説明でございます。

足元の長期給付積立金全体のトータルリスクは、4.97%となっております。こちらも、前のご報告時、5.05%でございましたが、大きく変化はございませんで、管理上の目安の3.1%から5.4%の範囲内にごございました。また、11月末時点までに目安を超過したことはなく、また個別の指標においても特段大きく変化したことはございませんでした。

以上でございますが、最後に、その資料の後ろに、昨年末、12月9日に積立金基本指針に関する検討会が開催されておりますので、参考までに、そのときの次第と、資料として、基本指針の概要ということで、事務局が作成した、今後議論をするに当たっての論点をまとめたものをつけておりますので、ごらんいただければと思います。

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、お願いいたします。いかがでしょうか。

【宮井委員】 聞き漏らした部分についてお伺いします。信託運用の収益率のところ国内株式のパッシブの説明がございました。特に第2四半期で、ベンチマークの収益率の数値がyと書かれてますが、超過収益のその辺の説明を、もう一回していただきたいと思います。パッシブにしては、超過収益率が大きく、アクティブと同じぐらいの大きさになっていると思うのですが。

【浅野会長】 いかがでしょうか。このyというのは何……。

【鈴木運用管理課長】 大変申しわけございません。yはベンチマークの収益率でございますので6.05でございます、それで超過収益率は、その横の右のほうの0.01という数字でございますので、パッシブ自体は第2四半期はベンチマーク並みの収益率になっているということでございます。

【宮井委員】 トータルで通期でマイナス0.43というパッシブの数値が、アクティブと同じぐらいの超過収益率になっていると思いますけれども、先ほど、この辺の話をされたと思いますが、もう一度お願いします。

【鈴木運用管理課長】 こちらにつきましては、まず第1四半期について、非保有銘柄が非常にパフォーマンスがよかったことと、それと、未収配当金が入ってきたキャッシュ効果がマイナスになったことでございます。

【浅野会長】 よろしいでしょうか。

【宮井委員】 はい。

【浅野会長】 ほかに。どうぞ。

【甲斐委員】 株式だけじゃなくて、パッシブで差異が出ているときに、運用上の問題なのか、先ほどありました未収や評価期間の影響なのか、分別する必要が

あります。つまり、何らかの計算上、不可抗力なものがパッシブの中には相当含まれているという問題です。それは別個切り出して、そういうものと、こちらに裁量があって差がついたものを分けて表記するほうがわかりやすいと思うのですが、いかがですか。

**【鈴木運用管理課長】** おっしゃるとおり、パッシブについてですけれども、ほとんどが基本的に未収配当や配当課税など、不可抗力的な要因で差異がついています。あとは、解約によって修正ディーツ法の計算による差異などでございます。その表記については、どちらかという説明のほうできちんとしていきたいと思っております。

**【浅野会長】** それについては、事務局では每期、把握されているということですね。

**【鈴木運用管理課長】** はい。そちらについてはきちんと把握しているということでございます。

**【浅野会長】** 多分、数字で細かく示すのは大変だということで、きちっと把握はされており、それは口頭で説明しているので、それでご勘弁願いたいということですが、よろしいでしょうか。

**【甲斐委員】** わかりました。特に顕著に差異が発生したときに説明していただくことでけっこうです。

**【徳島委員】** 今の件ですが、前回も少し議論があったと記憶しています。要するに、1つは非保有銘柄による要因と、それに加えて、ご説明のありました未収配当等のタイミングの問題です。未収配当等のタイミングの問題は、基本的には、通期とか2年とかにならしていけば消えるものなので、パッシブ運用の精度を見るのであれば、例えば、資料に掲載されているリスクの状況の中の国内株のパッシブ運用の推定トラッキングエラーの数値を見れば、把握できるのではないかと考えています。

ただし、実際、先ほどご説明がありました非保有銘柄に関しては、トラッキングエラーでは必ずしも十分に把握し切れていない。実際、国内株のパッシブ運用の推定トラッキングエラーは0.10ですから、パッシブファンドとしては全然おかしくない水準です。一般的な運用者のターゲット水準ぐらいにありますので、この数値を見ていただければ変なことはないだろうという確認は多分できるだろうと思います。

以上です。

【浅野会長】 ありがとうございます。

【加藤委員】 確認ということでお聞きさせていただきます。25年度通期で四半期ごとの結果が出ていますので、これについての質問です。まず、外国債券についてのアクティブ運用のところですか。最初の2四半期のところ、アクティブリターンの変動が結構大きいんです。後の2四半期は差が比較的小さくなってきているようです。運用者に対して何らかの変更の指示をされたのかどうかというのが1つ目の質問です。2つ目は外国株式についてです。外国株式と国内株式の超過リターンを見ますと、国内株式は大体0.3%程度ですが、それに対して、外国株式は1%以上が多くて、アクティブ度がかかなり高いという感じがしますが、これは事務局としては想定されていた結果ということよろしいでしょうか。

【鈴木運用管理課長】 まず、第1の外国債券のことについてですけれども、こちらから特に指示しているわけではございませんで、ただ、要因としましては、アクティブファンドについては2ファンド採用しておりまして、その中の1ファンドを解約いたしまして、その1ファンドが比較的风险をとっていたファンドでございまして、そのファンドがなくなった結果、収益率が落ちついてきたという形になっております。

続きまして、2点目が国内株と外国株のアクティブの収益率の大きさの差でございますけれども、まず第1点は、国内株につきましてはファンド数が13に対しまして、外国株式につきましてはファンド数が5です。その中で、エマージングが2入っているという状況で、先進国のアクティブについても、比較的アクティブ度合いが大きいファンドが入っているということで、ファンド数の部分と、外国株式については、入っている内容、ファンドの特性の違い、そういうことでボラティリティの大きさが出ているということで認識しております。

【浅野会長】 よろしいですか。

【加藤委員】 ありがとうございます。これは以前に議論されたのかもしれませんが、ファンドの数というのは、それは何らかの議論をした結果、13と5ということになったということよろしいのでしょうか。それから、

エマージングのベンチマークもMSCIコクサイを使っているという理解でよろしいですね。

【鈴木運用管理課長】 まず、ファンド数につきましては、国内株式については、基本的にはウエートは、もともと国内株式のパッシブアクティブ比率というのが、当初はアクティブのほうで60%で、前回の基本ポートフォリオを作成するときに40%に変えています。そもそも、運用する資産の額が多かったということと、あとは、国内株式には、スタイルや手法と選択肢が非常に多かったことによります。外国株式につきましては、そもそもアクティブ比率が、良いアクティブがあったら入れていきたいと思いますという観点で行っていたので、良いアクティブがあったらということでファンド数を厳選して選んでいったというような違いがありまして、ファンド数のことについては議論した結果、こういう数字になっているということでございます。

エマージングのベンチマークについては、マネジャーに対してはエマージングのベンチマークを与えていますけれども、こちらの評価は、政策ベンチマークに対してということでございますので、そういった意味できちんと管理し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。

ほかにご質問、ご意見ございませんか。どうぞ。

【甲斐委員】 大した話じゃないと思うのですが、リスクのモニタリングの指標の件でお聞きします。共分散指数を計算されて、ここに表示されていますよね。ここでいうと0.42という数字ですが、モニタリングの対象にしているということは、この数字をどのように解釈をし、何に活用しようとしているのか。その辺の使い方を説明していただけますか。

【鈴木運用管理課長】 共分散指数についてはポートフォリオの中の相関が強まっているかどうかを把握するために、ここの中に入れていたということでございますけれども、これについては、長期的な趨勢の中で、リーマンショックのところなど、どのぐらいの位置にあるかというのを参考にモニタリングしており、短期的にどうかということではなくて、長期的に見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。

【甲斐委員】 見ているのはいいのですが、これを見て、どういう状況になったら、どんなアクションをとろうとしているのかを前もって考えておくのが肝要です。その辺、いかがですか。

【鈴木運用管理課長】 我々のリスクモニタリングについては、B a r r a で出しているトータルリスクのほうで管理しておりまして、そのトータルリスクが範囲を超えた場合、その原因がどういうところにあるのかということを見るために活用しようと考えております。

【浅野会長】 特に基準値を設けているわけではないということですね。

【鈴木運用管理課長】 はい、特にございません。

【浅野会長】 ただ、この推移には一応関心を持っているということで。

【鈴木運用管理課長】 はい、そういうことでございます。

【浅野会長】 金融危機のようなときに相関が高まって、この共分散指数が上がるということがあるので、そういう可能性がないかという観点から、こういう指標もごらんになっているという、こういう理解でよろしいですか。

【鈴木運用管理課長】 はい、そういうことでございます。

【浅野会長】 よろしいでしょうか。

ほかに、ご質問、ご意見ございませんでしょうか。それでは、ないようですので、次の事項に移りたいと思います。

次は、協議事項の答申書（案）等についてですが、最初に、自家運用の役割と投資対象の見直し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、自家運用の役割と投資対象の見直しにつきまして、ご説明を申し上げます。

平成19年3月22日付の資金運用委員会の答申におきまして、自家運用につきましては、「運用コストの節減、連合会の目的に沿った運用が可能となること、スタッフの運用能力向上のメリットが大きいことが想定されまして、自家運用を行う妥当性はあると言える」とされた上で、自家運用と委託運用の役割分担につきまして次のとおり整理をされているところでございます。

まず自家運用につきましては、「安全かつ効率的な運用に資するため、自



家運用で信用リスクをとることは回避し、原則として公共債を当面の投資対象としてベンチマークに沿った20年ラダーポートフォリオの構築を目指す」「連合会の管理体制の拡充に伴い、投資対象の見直しを行う」とされたところでございます。

委託運用のパッシブ運用につきましては、「委託運用機関は信用リスクモニタリングを行う体制が整っていること、および自家運用では当面信用リスクを回避することから、移管時ポートフォリオに含まれる信用リスクのある債券については当面、パッシブ運用で保有する」「保有する債券は、段階的に自家運用で引き継ぐことを想定しているため、自家運用の投資対象に準じ、A格以上を投資対象とし、新たに購入する債券の投資対象は当面、公共債およびそれに準ずるものに限定する」とされたところでございます。

委託運用のアクティブ運用につきましては、次のページになりますが、「連合会のベンチマークがNOMURA-BPIラダー20年でベンチマーク構成債券が国債のみであることから、事業債の信用スプレッドを主な収益源泉とし、連合会の自家運用で投資対象外となる債券を主たる投資対象とするアクティブ運用の採用を行う」「投資対象はBBB格以上の事業債・金融債・円建外債を中心とする。ただし、これらの債券は国債と異なり、全体的に10年以下の発行量が多いため、連合会ベンチマークとは異なるマネジャー・ベンチマークを付与して管理を行う」とされたところでございます。

その後、平成23年1月13日付の資金運用委員会の答申におきまして、連合会の自家運用のリスク管理体制の充実が図られてきていることから、自家運用においてAA格以上の格付を付与されているなどの条件付きの事業債を購入することも妥当とされまして、これに基づき自家運用を進めているところでございます。

しかしながら、事業債の対国債スプレッドは、平成19年の答申時から大幅に縮小しており、既にパフォーマンス向上に資する意義が薄れているのが現状となっております。

このような状況を踏まえまして、実際のファンド運営を見ましても、主

に日銀買いオペで市場実勢とかけ離れた価格で売却してキャピタル収益を確保するという状況でもあり、個別銘柄選択に基づく売買で超過収益を獲得するという当初想定をいたしましたアクティブ運用とはかなりかけ離れた姿となっていることから、今回、事業債アクティブファンドについては全額解約したいと考えております。

次に、新たな自家運用ファンドの立ち上げにつきましては、被用者年金の一元化を見据えますと、事業債への投資を一定程度継続する意義は依然としてあり、また、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の報告書におきましても、自家運用を活用することが期待されていることから、事業債投資において自家運用を強化する必要があると考えております。

それでは、次に、当連合会の円貨建債券運用の全体像と新たな自家運用ファンドの関係をご説明させていただきますので、平成25年度末の自家運用ファンド、ラダー構築ファンド及びA格以上の事業債の償還年限別保有状況の表をごらんいただければと思います。

それぞれのファンドの規模は額面で、一番上のグラフの20年ラダーポートフォリオである自家運用ファンドでは、円貨建債券の約4割を占めまして、約2兆3,000億円となっております。2段目のグラフでございますが、これは、20年ラダーポートフォリオの構築とキャッシュフローマッチングを行っておりますラダー構築ファンドでございますが、こちらは約6割を占めて約3兆3,000億円となっております。3段目のグラフの事業債アクティブファンドのうち、A格以上の事業債につきましては約300億円の規模となっているところでございます。

自家運用ファンドは、先ほど申しましたように、19年3月の資金運用委員会の答申を踏まえまして、1年限1,000億円程度で、約2兆円の20年ラダーポートフォリオを維持する運営としていることから、償還金につきましては、20年債に再投資するのみのオペレーションとなっているところでございます。

また、債券市場で、事業債でございますけれども、20年債を発行するのは、ガスとか鉄道など非常に限られた発行体となっているのが現状でござ

ざいます。したがって、先ほど述べました有識者会議の報告書の趣旨を踏まえ、事業債投資において自家運用の強化を図るためには、新たな自家運用ファンドを立ち上げる必要があると考えております。

新たな自家運用ファンドの規模といたしましては、スタートといたしましては、先ほど申しましたように、今回、解約を予定しております事業債アクティブファンドのうち、グラフでいきますと3段目のグラフにありますが、償還年限別の残高構成のA格以上。A格以上というのは、自家運用の投資対象がA格以上と定められておりますので、A格以上の事業債を現物移管しまして300億円程度とし、この規模につきましては、先ほどご説明いたしました連合会が保有している円貨建債券の中では極めて少額となっている状況でございます。

また、平成24年に発行された円貨建債券全体のマーケットサイズを見ても、事業債は国債・地方債含め全体の4%程度でありますので、事業債の市場規模からしても、規模を急に拡大することは考えていないところでございます。

次に、ファンドの役割等でございますが、現在、年金給付資金のキャッシュフローマッチングとして、自家運用ファンドの利金、それから、ラダー構築ファンドの元利金によりまして、今年度の年金収支の不足分を埋めた上で、その残高を、今年度であれば、2段目のグラフの5年債から10年債の購入をラダー構築ファンドを使いまして、地方債を中心に、地方公共団体金融機構債や事業債で行っているところでございます。

また、株価の上昇局面におきましては、将来の年金給付のキャッシュフローを確保するために、株式を売却し債券を購入するオペレーションを実施してございますが、その際にも、このラダー構築ファンドで同様の投資行動を行っているところでございます。

今後につきましては、これまでラダー構築ファンドで行ってございました債券購入のうち、事業債の一部について、今回の新しいファンドを活用し、キャッシュフローマッチングの一部を代替していくことを考えているところでございます。そのため、新しいファンドでは、原則といたしまして、満期保有での運用を考えているところでございます。

このように、新しいファンドにつきましては、キャッシュフローマッチングを目的といたしまして、満期保有を原則としたファンドでございますので、既存のベンチマークと償還年限別残高構成が異なるため、特定のベンチマークの設定を行わず、ベンチマークとの相対評価も現在のラダー構築ファンドと同様に行いませんが、見ていただきました自家運用ファンド、ラダー構築ファンドを含めました円貨建債券トータル、約6兆円になりますが、そのトータルでパフォーマンス評価や、その背景となる推定トラックエラーなどのリスク管理は従来どおり実施をしていきたいと考えております。

次に、執行体制等でございますが、現在、長期給付積立金の運用の計画、執行、チェック体制につきましては、前年度末に計画の策定を行った上で、債券を購入し、その購入が購入計画どおりかなどのチェックを行っております。新たな自家運用ファンドにつきましても、同様の枠組みで運営していきたいと考えております。

具体的に申し上げますと、運用企画課におきまして、年間の計画、四半期ごとの資金の運用計画の策定を行いまして、自家運用については、自家運用室において、それに基づいた年間、四半期の債券の購入計画を策定し、常務理事がメンバーとなっております資金運用検討会議において協議して決定をしているところでございます。

実際の債券購入に当たりましては、自家運用室において銘柄・業種分散を図りながら、具体的な購入銘柄候補を選定し、月次で、財務部長に協議をした上で執行し、その購入が購入計画どおりか、また、運用方針に抵触していないかなどのチェックを運用企画課において行っております。運用状況については、資金運用検討会議に報告していくという従来どおりの枠組みで行っていききたいと考えております。

次に、当ファンドの運営でございますが、従来以上に適正な信用リスクの判断を行う必要がございますので、現在、兼務を含めて4名の職員の体制でございますが、4月から金融機関で債券運用の経験者を1名、自家運用室に配置をしまして、体制のさらなる充実を図っていききたいと考えております。

また、事業債の投資開始から3年を経過しましたこと、実務経験者を配置することでリスク管理体制の拡充が図られることなどから、その投資対象につきましては、基本方針に基づきまして、A格以上、同一発行体の取得は自家運用資産の10%以内とし、発行体の業種を限定しないことにさせていただきたいと考えております。

なお、具体的な信用リスクの管理といたしましては、取得後にいずれの適格格付機関による格付もA格未満になった場合には、原則として売却することとし、主要経済メディアのニュースや格付会社によるリリース情報、CDSスプレッド、株価などを利用いたしまして、定量、定性の両面で日次モニタリングを行い、保有銘柄が債務履行への懸念が高まる事象が生じた際には、格付にかかわらず売却を検討することとしてまいります。

以上、申し上げてまいりましたように、新たな自家運用ファンドにつきましては、当面は規模を急に拡大するというところでございますが、自家運用で保有をしていくことで、職員の信用リスクに対するノウハウの蓄積もさらに図られることになりまして、平成19年、冒頭申しました資金運用委員会の答申において、自家運用を行う妥当性といたしまして、ご指摘をいただきました運用コストの節減や職員の運用能力の向上が図られるものではないかと考えております。

以上で説明を終わります。

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

**【芹田委員】** 今回初めて新しい自家運用ということで内容を検討するということになりましたので、ちょっと質問をしたいと思います。まず1つ目は、このご提案の中の新たな自家運用ファンドの立ち上げということの解釈ですが、これは今、AA格以上の格付のものは投資対象としてという形で自家運用ファンドでは運用されていますね。今回のものというのは、そこにA格以上という形で、これまでの流れの中で、ほとんど変えずに、A格までを投資対象とするというご提案とどのような違いがあるのでしょうか。前者のほうの、A格へ拡大するというだけと解釈できるものなのでしょうか。

**【篠田運用企画課長】** 22年度の答申で、自家運用につきましても事業債をやっても

いいということで、ただし、基本方針にはA格以上となっているんですが、そこは初めてということもありまして、AA格以上でやられてはどうかというような条件が付与されたところをございまして、今回につきましては、それをA格以上に、基本方針どおりにさせていただきます、今、自家運用ファンドは20年のラダーで1つ組んでおりますので、これとは別の整理といたしまして、300億からスタート。今度、解約をするファンドがございますので、そこからA格以上のものを現物移管いたしまして、そこからスタートさせていただくという。新たなといいますか、第2といいますか、そういうファンドの整理をしていきたいと考えているものでございます。

**【芹田委員】**　そうすると、もう一度確認ですが、新たにということだと、全体としては、自家運用のラダー構築ファンド全体として考えるけれども、管理としては事業債だけをまとめて注目して管理していく、そういうようなことでしょうか。

**【篠田運用企画課長】**　先生おっしゃるように、事業債だけに特化して、新しいといいますか、そういう整理をさせていただきたい、管理をしていきたいというものでございます。

**【浅野会長】**　今の芹田先生の質問にはもう一つ論点があったと思いますが、この新たなファンドは20年ラダーのファンドとは別ですね。当面は、このファンドは給付に充てるキャッシュフローの……。

**【篠田運用企画課長】**　そうです。年金給付に充てていく。今のラダー構築ファンドもそういう機能を果たしているわけでございますけれども、こちらは自家運用で事業債でやっていくと。年金給付に充てていくためのファンドと整理をしてございます。

**【浅野会長】**　ですから、満期構成としては、当面は比較的短いものでやるということですね。

**【篠田運用企画課長】**　そうです。グラフを見ていただきますと、おわかりになるように、へっこみのところもございますので、こういったところを、5年から10年ぐらいのところ、山もありますけれども、谷もありますので、そういったところについて購入をしていきたいと考えています。短目のとこ

ろを購入していきたいと考えております。

**【浅野会長】** もし20年ラダーのコアになるところでも信用リスク、A格以上のものをやるとしたら、それはまた別途、議論されるという理解でよろしいですか。

**【篠田運用企画課長】** 20年の一番上の自家運用、今やっているファンドでございます。ここにつきましては、従来どおりの扱いでやっていきたいとは考えております。

**【浅野会長】** そこで、もしA格以上の社債等を含めることになったら、それは改めて、この場でも議論していただくということですね。

**【篠田運用企画課長】** はい。会長がおっしゃるとおり、この場でまたご議論させていただければと思っております。

**【浅野会長】** よろしいですか。どうぞ。

**【甲斐委員】** 先ほどのご説明で、自家運用を増やしていくことの狙いは、コストの削減と、もう一つ、運用能力の向上でした。コストの削減はまさにそのとおりで、単に手数料だけじゃなくて、いわゆるエージェンシーコスト的な、委託・受託の関係で生じる無駄をなくし運用計画から評価までの整合性を確保するという意味も含めてコストの削減は重要だと思いますね。しかしながら、運用能力の向上が目的と言われるのは、少し違和感があります。言葉として適切でないかもしれませんが、預かっている資金を練習台にするようなニュアンスがあり、第三者から見てそのように誤解される危険があります。実際はそういうことではないのでしょうか。やっぱり運用能力の向上というのは、目的でなくて、条件だと思いますね。あるいは手段だと考えるべきでしょう。運用能力を向上することによって、自家運用を増やすことが可能であるし、それは委託者にとっていいことなんだと。結論として、運用能力の向上の目的のためにこれを増やすのは、ちょっと違うのじゃないかと思っています。

**【細田財務部長】** 先生ご指摘のように、結果的に運用能力の向上が図られるということでございまして、経費の節減ということが主として目的になるのかなということでございます。

**【甲斐委員】** ぜひそういう認識でいていただきたいと思います。

【徳島委員】 既存の事業債、アクティブファンドの解約につきましては、現状の事業債マーケットにおけるスプレッドの状況等を考えますと、全く異論ございません。一方、新たな自家運用ファンドにつきましては、先ほどご説明があった方針はかなり重要だと思っております。事業債専用の投資ファンドを立ち上げた場合に、1つにまず、事業債投資ありきになってしまう危険性があります。どんなスプレッド水準でも事業債を、一定程度資金を集めてやみくもに買ってしまおうという行動をとりがちなので、まず1点、ご注意いただきたいと思っております。例えば、スプレッドが極端にタイトになったときに、それでも事業債を買うような投資行動はしていただきたいくないと思っております。

それから、先ほどご説明にありましたことは、極めて重要であると思っております。こちらの組合様のような、いわゆる規模の大きな運用主体に関しましては、どうしても事業債への投資は、バイ・アンド・ホールドになりがちです。そういった意味では、今回、格付が下がらなくても、その事前で信用懸念の事項が発生した場合、モニタリングして、その結果で売却判断をされるというところは、是非、お守りいただきたいと思っております。もともとAであれば売る、AAを下回ったらちょっと考えるというような状況になっていますので、格付けの基準だけで判断してしまうと、例えば、2年前の東京電力債のような状態だと、なかなか売れなかったはずですが、そこでマーケットの関連する価格の状況、例えばCDSの状況とか、ニュースとかを見ていると、やっぱり早目に手離せたはずですが、そういった意味で、先ほどご説明ありましたモニタリングをしっかりと実施していただきたい。逆に言いますと、今回はA格への拡大ですので、銘柄数のユニバースがかなり広がります。その中でも、どこは投資できるか、最初は今までどおり、公益事業に近い発行体から始められると思っておりますが、極端に業種を拡大していったカバーができなくなるようなことがないように慎重にお取り扱いいただきたいと思っております。

一方、日証協で社債マーケットの活性化を担当している関係で申し上げますと、実は日証協からは、ぜひA以上とかという基準ではなくて、BBBといった低格付債を買ってほしい、そういった考え方を機関投資家に説



得してほしいと言われております。私の今の委員という立場からは、とりあえずAから始めて、徐々にノウハウを積んでいって拡大しましょうとしか言えませんが、一方で、日証協は機関投資家にどうやったらBBBとか、さらに低い格付けの社債を買ってもらえるようになるかということ、今、考えあぐねておまして、色々な投資家にご相談に伺っていますが、多くの投資家は投資基準が決まっているからだめですとお答えになっているところなので、将来のこと、10年とか20年とかかかるかもしれませんが、ゆくゆくはそういった対象、例えば、アメリカの年金とか、社債マーケットを考えれば、BBの社債が実際にプライマリーでも発行されていて、そこでスプレッドがとれるわけですので、日本のマーケットが拡大した暁には、ぜひ投資をご検討いただけたらと思います。

**【浅野会長】** AをBBBまで下げることになると、この基本運用方針を書きかえないといけないので、これは、先ほど出ていた運用能力があるのか、体制が整っているのかを含めて議論しないといけなくなりますので、かなり難しいとは思いますが、その方向に向けて運用能力を身につけるようにしていくということでしょう。この小さなファンドで始めるというのも、そういう意味では意義があることじゃないかなと個人的には思います。

ほかにご意見。どうぞ。

**【加藤委員】** この事業債の自家運用ファンドですけれども、ぜひ期待したいと思います。ところで、ベンチマークを設定されないということで、ここに理由が書かれています。それはそれでいいと思いますが、そうはいつでも、実際に運用するに当たっては、やはり銘柄を選んでいかないといけないという話になると思います。それについて、何か既に具体的な方針があるのでしょうか。ベンチマークはないとは言っても、やはり事業債のベンチマークを想定しながら銘柄を選んでいくのか、あるいは、本当に、方針を明確にせず運用するのか、その辺は何かお考えがあれば教えていただければと思います。

**【篠田運用企画課長】** 今、運用方針につきましては事務局で検討しているところでございますけれども、明確に、こことここということはなかなか書きづらいと思っていますので、選定につきましては、やはり従来どおり、銘柄の分

散とかを図りながらということをまずは書かせていただきまして、具体的にまた、その都度都度、検討、協議を重ねていきたいと考えております。

【浅野会長】 よろしいですか。

ほかに。

【芹田委員】 原案の中で、先ほどのご説明では、金額面である程度小さな金額、特に今回の解約分ぐらいからスタートでというお話が出ておりました。この原案の中には、特に金額面での上限をある程度明記しておいたほうがいいのではないかと思うのですが、いかがでしょうか。

【浅野会長】 いかがでしょうかね。今のところだと、金額にかかわるような表現というのは、年金給付資金のキャッシュフローマッチングのうちの一部を代行するという、こういう表現になっていますけれども、このあたりについて、もっと突っ込んで書く必要があるのではないかというご意見ですが、いかがでしょう。

【芹田委員】 意見です、これは。

【篠田運用企画課長】 当面は、今度、移管されます300億円、これをスタートとさせていただきますまして、将来的といいますか、来年度からスタートになるかと思っておりますけれども、そこにつきましては、ラダー構築ファンドもごございますので、こういったところとの兼ね合いもごございますので、投資環境、あと、先ほど申しましたように、マーケットの規模等からしても、それほど極端に、この300が600とか800とか1,000とか、急に大きくなることは想定してございませんで、だからといって、具体的な金額は、ここは明記をしづらいのかなと考えております。

【浅野会長】 先ほど、徳島委員からも注文がありましたが、スプレッドの状況等を見ながら300億円からスタートするということと、給付に充てる分のファンドとして考えているということから、規模としては、数字では具体的にはないのですが、おのずと、そんなに大きくはしないものだという、こういうふうに理解しておきたいと思っております。

【芹田委員】 おっしゃるように、あまり金額にこだわる必要がないということであれば、例えば、過度な信用リスクはとらないということに関してはどうでしょうか。この原案にもそういうところはあると思っておりますし、給付のための

資金として考える上で、ある程度はとらなければいけない信用リスクはありますが、過度にはとらないという形ではどうなのでしょう。

【浅野会長】 そういう理解だとは思いますが、表現ですかね、芹田さんがおっしゃるのは。

【芹田委員】 そうです。私が申し上げるのは、そのことの記述がないと、過度な信用リスクをとってしまうような心配があるんじゃないかということですが。

【細田財務部長】 今、芹田先生からいただいたご指摘、いずれもごもつともでございます。今日の資料が説明する資料という形になっておりますので、今の芹田先生のご指摘を踏まえて、私ども、きちんと対応させていただくという、このやりとりを議事録にきちんと残すという中で、実際の投資行動に反映させていきたいと思っておりますので、よろしく願いいたします。

【浅野会長】 わかりました。そうしたら、今のご意見は議事録に反映されますし、この資料は説明用なので、改めて差しかえはしないということにしたいと思っておりますが、よろしいでしょうか。

内容は、答申案にそのまま転記する形になっておりますので、答申案のほうで、この点ももう少し書いたほうがいいのかということでしたら、そちらで修正等の提案をいただきたいと思っております。

ということですが、ほかにご意見ございましたら、どうぞ。

【宮井委員】 確認したいのですけれども、償還年限別保有状況のグラフがありました。それで、今、キャッシュフローマッチングと言われ、年金給付の資金のために、新しく自家用ファンドを立ち上げるというような説明がありました。例えば、グラフのところをいうと、平成31年度あたりから保有債券が少なくなっています。イメージとしては、この辺の少ないところを補うようなイメージでしょうかというのが1つ目の質問です。それから、当然、自家運用ファンドについては、先ほどから議論になっておりましたけれども、立ち上げる際に、自家運用室というのを配置して体制を強化していくということが説明されました。それは非常に良いことだと思いますが、例えば、何人ぐらいでやるとか、あるいは、経験者を配置するということですが、その人がずっと在籍するのかとか、あるいは、その人は実務経験者ということですが、その人1人がやるのか、あるいは、もう少し組織的にやるの

かとか、その辺はどうお考えですかというのがもう一つの質問です。

最後、3つ目の質問は、ベンチマークは設定しないという説明でしたが、これが気になっています。300億とはいえ、何がしかの目的を持って運用をするわけですから、何かの方法で測るとか、評価しないと、運用がうまくいったのかうまくいかなかったのかわからないと思います。どういうベンチマークをつくるかというのは、いろいろ難しいかもしれませんが、何がしかの計測が、できるかできないかも含めて検討したほうが良いのではないかなと思います。

**【浅野会長】** いかがでしょうか。

**【篠田運用企画課長】** まず1点目でございますけれども、先生おっしゃるとおり、31年のところがへっこんでございますので、また来年度、これから年金部の収支も出てまいりますので、そういったところで再投資できる金額も固まっております。それらを見据えた上で購入計画、例えば、来年度であれば5年債を幾ら買っていかとか、そういったことを立てていくというところの一部に、今回の新たなファンドを入れていきたいと考えているところでございます。

それから、体制につきましては、自家運用室、先ほど申しましたように、現在4名おりますが、金融機関の実務経験者を1人増員させていただきまして、だからといって、その1人でやるわけではなくて、私どもの連合会の職員がもちろん一緒になりまして、日次のモニタリングなどを行っていきたくとも考えております。

それから、ベンチマークの点でございますけれども、これにつきましてはなかなか難しいところもございまして、今、ラダーでもベンチマークの設定はやってございませんで、先ほど申しましたような自家運用ファンド、ラダーファンド、国内債券全体で管理をさせていただきたい、そういうふうに考えているところでございます。

**【宮井委員】** その職員の方というのは金融機関から出向ということですか、それとも、転籍というか、プロパーということですか。

**【篠田運用企画課長】** 今も、私どもの財務部には何名かお越しいただいておりますが、2年間という期間を設けまして来ていただいているということでございま

すので、また、そういった方を配置させていただければと考えています。

【宮井委員】 体制の強化をするという意味でいえば、やはり独自で自家運用を、これから進めていくということであれば、プロパーで採用するほうが良いのではないかなど、単純ですが、そのように思います。どのような人を採用するかにもよるとは思いますけれども。

【細田財務部長】 今日は、常務、局長もいらっしゃるので、来年の人事はまだこれからですけれども、現時点のことで申し上げますと、アナリストの資格を持っている職員もプロパーでおりまして、その職員を自家運用に重点的に配属しているということをごさいます、今、金融機関から来ている職員が仮に戻ったとしても、ノウハウの蓄積は図られていくようなことを配慮しているところでございます。

【浅野会長】 プロパーの人材もだんだん育っているということですので。

それから、ベンチマークのことですが、キャッシュフローに合わせてポートフォリオを選ぶので、それに対しての適当なベンチマークは多分ないというか、難しいだろうと思います。ただし、ベンチマークとの対比でパフォーマンスは評価できないとするなら、それにかわって、やはりパフォーマンスをどうやって分析するのか工夫していただきたいと思います。

【徳島委員】 このような運用の場合には、いわゆるインデックスをベンチマークに採用するのは不可能だと思います。ただ、逆に、個人的に好きではないんですが、もし、このファンドの運用パフォーマンスを評価するという意味であれば、事業債を購入された銘柄と同じ年限の国債を買った場合というのを、仮想のポートフォリオをつかって、それと比べて比較する。結局、要するに、スプレッドの拡縮を見ることしかないと思います。結局、本来であれば国債ないし公共債を買っていればよかったところに、事業債を買ったことをどう評価するかということ判断するのであれば、仮想ポートフォリオとの比較でパフォーマンスを見るのが1つの手法だと思います。果たして、このファンドだけ精緻な評価をされるのかどうかというのは、また内部的にお考えいただかないといけないことかと思えます。

【浅野会長】 そうですね。やはりパフォーマンスのフォローを、このファンドに合ったような形で工夫してやっていただきたいと思います。

【甲斐委員】 発行体の業種について、特に特定しないということに賛成です。ただ、分散投資に心がけるということも説明されましたので、それとの関連で少し留意すべきことがあります。私の経験ですけれども、社債のパフォーマンスの因子分析をすると、当然、一番大きいのは金利ですが、業種もそこそこ影響があったように記憶しております。業種の分散についても、非常に銘柄が限られているので難しいと思いますが、業種のリスクをできるだけとらないようにコントロールできるような手だてを持てればよいと思います。

【浅野会長】 よろしいでしょうか。アドバイスということでお聞きいただけたらと思います。

ほかにご意見、ご質問ございませんでしょうか。

そうしましたら、自家運用につきましては原案どおりということにさせていただきますたいと思います。ただ、実際の運営に当たっては、今、委員の方からいろいろご意見が出ましたので、それらを踏まえてやっていただきたいと思います。

それでは、最後に、答申書（案）について議論していただきたいと思えます。まず、事務局より案について説明をお願いいたします。

【篠田運用企画課長】 それでは、答申書（案）につきましてご説明をさせていただきます。

今年度の答申書（案）といたしましては、「基本ポートフォリオの検証・見直しについて」、「次期基本ポートフォリオの策定について」、「自家運用の役割と投資対象の見直しについて」の3点について答申書（案）としてまとめてございます。

それでは、以下、読み上げをさせていただきます。

#### 答申書（案）

当委員会は、平成25年5月20日付け平成25年度諮問第2号により諮問があった「長期給付積立金の安全かつ効率的な運用のあり方」について、下記のとおり答申する。

#### 記

##### 1 基本ポートフォリオの検証・見直しについて

「長期給付積立金に関する基本運用方針」（平成19年2月22日制定。以下「基本方針」という。）のⅡの3に基づき、現行の基本ポートフォリオについて、策定時の手法に基づき前提条件等を検証した。

その結果、現行の基本ポートフォリオは、①前提値については策定時と比べ大きな乖離は見られなかったこと、②これらの前提値から導出される効率的フロンティアと比較しても概ね効率的であることが確認された。

また、基本ポートフォリオに基づく運用に当たっては、市場の潜在的な下方リスクに十分留意する必要がある。

なお、市場環境の変化に応じた検証手法の高度化について、引き続き検討していく必要がある。

## 2 次期基本ポートフォリオの策定について

厚生年金保険制度に公務員等も加入するいわゆる被用者年金制度の一元化及び指定都市職員共済組合の長期給付積立金の連合会への移管については、平成27年10月に行われることとなっている。

また、現在、国において、いわゆる1・2階部分に係る積立金の運用に関して、有識者で構成される「積立金基本指針に関する検討会」において基本指針に規定すべき事項が検討されているところであり、また、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係る課題について「公的・準公的資産の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」で分散投資等について議論され、報告書がとりまとめられたところである。

次期基本ポートフォリオの策定にあたっては、これらの検討結果を踏まえるとともに、資産と負債の状況やその他いくつかの課題を見ながら、安全かつ効率的な運用について引き続き検討していく必要がある。

## 3 自家運用の役割と投資対象の見直しについて

平成19年3月22日付け資金運用委員会答申において、自家運用では、ベンチマークに沿った20年ラダーポートフォリオの構築を目指し、委託運用（アクティブ）では、事業債のアクティブ運用を行うものとした。

しかし、市場環境によって、当初想定したアクティブ運用とはかなり異なる姿となっていること、被用者年金の一元化を見据えると、一定の事業

債への投資を継続する必要性は依然としてあることから、満期保有を基本とした事業債を対象とする新たな自家運用ファンドを設定することは意義がある。

自家運用における事業債については、平成23年1月13日付け資金運用委員会答申において、公共性が高い業種を中心とし、安全性を考慮してAA格以上の格付とした。

今回、事業債の投資開始から3年を経過したこと、連合会のさらなるリスク管理体制の拡充が図られることなどから、その投資対象を基本方針に基づき、発行体の業種を限定せずA格以上の格付を付与されているものを対象とする。

ということで、本日付をもちまして、会長から当連合会の理事長宛てに答申書を出させていただきたいと考えております。

**【浅野会長】**      ありがとうございました。

それでは、ただいまのご説明につきまして、ご意見、ご質問等がございましたら、お願いいたします。いかがでしょうか。先ほどの自家運用についての議論からいうと、この答申書（案）の3番のあたりの表現、これでいいか。あるいは、もう少しつけ加える必要があるかということになるのかなと思いますが、いかがでしょうか。芹田委員は、何かご意見……。

**【芹田委員】**      先ほどのお話の中で、この委員会で、この書いてある内容以外に、かなり考えていくことについて、ここで我々が議論した内容で大体網羅されているのではないかと思います。答申書（案）としては、このぐらいの簡素なものでも十分理解できるのではないかと思います。

**【浅野会長】**      ほかの方、いかがでしょうか。よろしゅうございますか。それでは、答申書（案）につきましては、特段の修正を求めるご意見もないようですので、原案どおりで答申することにしたいと思います。よろしゅうございますね。

（「異議なし」の声あり）

**【浅野会長】**      ありがとうございました。

なお、当然のことではあります。先ほど来出ておりますご意見、これは議事録にも反映されますので、実際の運営に当たっては、それを踏まえ



ていただきたいと思います。

それでは、以上をもちまして本日の議事につきましては全て終了しました。以後の進行につきましては、事務局にお願いいたします。

**【青山事務局長】** ありがとうございます。委員の皆様方には、お忙しいところ、ご出席いただきまして、熱心なご議論をいただきまして、ほんとうにありがとうございました。

閉会に当たりまして、山口常務理事からご挨拶を申し上げます。

**【山口常務理事】** 一言、ご挨拶を申し上げます。ただいま答申をお取りまとめいただきまして、まことにありがとうございました。委員の先生方の任期は2年間で、本年の3月31日となっておりますので、実質的には今日が最後の委員会になるわけでございます。これから来年にかけて、被用者年金一元化を迎えるという重要な時期を迎えることとなりますが、答申や、ここでのご意見を踏まえて、私たちとしては適切に対応していかなければいけないと考えているところです。どうか引き続き、ご指導、ご鞭撻を賜りますよう、お願い申し上げます。

簡単ですが、ご挨拶にかえさせていただきます。ありがとうございました。

**【青山事務局長】** それでは、以上をもちまして、第24回資金運用委員会を閉会いたします。本日はありがとうございました。

— 了 —