

第2回

地方公務員共済組合資金運用検討委員会

平成26年12月22日（月）

地方公務員共済組合連合会

午前10時23分 開始

○酒巻企画管理課長 それでは、定刻までまだ時間はございますが、委員の皆様及びオブザーバーの皆様お揃いのため、ただいまから第2回地方公務員共済組合資金運用検討委員会を開会いたします。

最初に、本日の配付資料の確認をさせていただきます。お手元の資料をご覧ください。

まず、次第がございまして、その後に座席表、その後に資料1-1、資料1-2、参考資料、その次に資料2-1、資料2-2、資料2-3、その次に資料3とその参考資料がございまして、資料4がございます。あと、席上配付で別途、今お配りした資料は以上でございます。

では、議事に入らせていただきます。

以降の議事進行は若杉座長にお願いしたいと思います。

○若杉座長 では、皆さんおはようございます。

本日も議事が多いため、進行にはご協力のほどよろしく願いいたします。

本日の委員会の議事は、モデルポートフォリオの検討について、地共済全体の基本ポートフォリオの検討について、ガバナンス改革について、そしてその他の4本となっております。

それでは、最初に議事の1、モデルポートフォリオの検討についてですが、事務局より説明をお願いします。

○大森資金運用部長 それでは、ご説明を申し上げます。資料ですけれども、資料1-1、積立金の資産の構成の目標、モデルポートについてという資料をご覧ください。

まず、1の経緯に記しておりますけれども、被用者年金制度につきましては平成27年、来年の10月より一元化をされます。その資金運用につきましては、私どもを含めGPIF、国共連、私学共済、この4管理運用主体がいわゆるモデルポートフォリオを積立金基本指針に適合するように、共同して作成し、公表するとされておりました。2に記載のモデルポートフォリオに関する連絡会議、これが4管理運用主体の担当部長による連絡会議でございますけれども、これを設置し、検討を進めてまいりました。これまで4回、記載のとおり会議を開催しております。別紙のとおりモデルポートフォリオの中間案を作成したところでございます。

このモデルポートフォリオ案につきましては、この4社の中で最も資金規模の大きいGPIFの基本ポートフォリオ、これは本年の10月末に変更をされておりますけれども、これと同様の数字としているところでございます。

具体的には、別紙をご覧ください。

まずこのモデルポートフォリオのいわゆる中心値といたしましては、国内債券が35%、国内

株式が25%、外国債券が15%、最後に外国株式が25%という割合となっております。

(備考) の1をご覧くださいますと、この表の数値でございますけれども、これは短期資産を含む管理積立金全体に対する各資産の割合ということになってございまして、今申し上げました4つの数字を足し上げると100になることがご確認いただけるかと思えます。

表の下段ですけれども、「中心値範囲」という欄がございます。

こちらにつきましては、(備考) の2でありますけれども、それぞれの基本ポートフォリオにおきまして、その各資産の中心値が含まれるべき範囲ということになってございまして、具体的には、例えば国内債券でありますと35%、これにプラスマイナス10%ということでございますため、地共済の基本ポートフォリオは上限が45%、下限が25%と、この範囲内に収めろというのがこのモデルポートフォリオ案の趣旨でございます。

この「中心値範囲」の具体的な10%、9%、4%、8%という数字でございますけれども、これはGPIFの基本ポートフォリオ、これにおけます乖離許容幅、この数字を援用しているものでございます。

(備考) の説明を続けますと、(備考) の3でございますけれども、この表に掲げております、いわゆる伝統的4資産以外の資産につきましては、リスク・リターン特性に応じて、そのいずれかに区分をして管理をするものとされております。ただし、短期資産につきましては、この4資産とは別に区分して管理することが出来ることとされております。

最後に(備考) の4でございますけれども、基本ポートにおいて短期資産の割合を定めるときは、この表の数値、モデルポートの35%、25%、15%、25%という数字でございますけれども、例えば短期資産を5%設ける場合には、1から0.05を減ずるということで、それぞれの数値に0.95を乗ずるということとされてございまして、例えば国内債券について申し上げますと、35%に95%を乗じて33.25%と、これを四捨五入しまして33%、それに上下10%ということでありますため、結果として33%を中心といたしまして、43%から23%の構成割合とすることが出来るという規定とされております。

今後の予定を申し上げますと、4に記載のとおりでございますけれども、この中間案は12月3日の第4回の連絡会において提示をされてございまして、それぞれの管理運用主体において関係機関、有識者等へ説明を行い、年内、今週中に第5回の連絡会議を開催いたしまして、そこで最終案として取りまとめる予定といたしておりますことから、本日この検討委員会にお諮りをし、ご意見を賜ろうというものでございます。

その後、4管理運用主体におきまして正式手続を行い、今年度中に共同して公表を行い、主

務大臣へ提出することを予定いたしております。

以上がモデルポートフォリオの説明でございますけれども、今申し上げましたとおり、このポートフォリオについては、GPIFの基本ポートフォリオを下敷きとしております。そのことから、参考に資するようGPIFの基本ポートフォリオにつきましても、GPIFから説明のあった情報を基に、この場でご説明をさせていただきたいと思っております。

資料につきましては、お手元に配付の資料1-2と、この会議開始後に追加で配付をさせていただきました、GPIF中期計画の変更に係る資料の補足説明という資料がございます。こちらを並べていただきまして、まず資料1-2を基に説明いたしますが、適宜補足説明を参照いただくという形で説明を進めさせていただきます。

それでは、資料1-2でございますけれども、この中期計画につきましては、先ほども申し上げましたとおり、去る10月31日に変更をし、公表をされたものでございます。

概要(2)でございますけれども、この下半分に変更後の基本ポートフォリオが示されております。先ほどのモデルポートフォリオと同じこの構成割合、また中心値範囲と同じ数値の乖離許容幅が設定をされているということで、ご確認いただけたと思います。

前提条件の(1)でございます。ここで財政検証のことに付いて記載をされておりますけれども、そのうちの3つ目のマルをご覧ください。年金財政については、政府は少なくとも5年ごとに財政検証を作成して検証をするとされております。積立金の運用についても基本ポートフォリオの策定に当たっては、この財政検証を勘案することとされているということでございます。

なお、財政検証につきましては、本年の6月3日に公表をされているものでございます。

次でございますけれども、中期目標と申しますのは、GPIFの中期目標でございますけれども、厚労省の年金部会で示されているものと同様の内容でございますため、ここで説明させていただきます。

①でございますけれども、財政検証を踏まえ、保険給付に必要な流動性を確保しつつ、名目賃金上昇率プラス1.7%と、これが実質的な運用利回りということでございますが、これを最低限のリスクで確保することということが示されております。

また、2点目でございますけれども、さまざま考慮いたしまして、フォワードルッキングなリスク分析を踏まえて、長期的な観点から設定することと。

3点目ですけれども、名目賃金上昇率からの下振れリスクが全額国内債券運用の場合を超えないこと等が定められているものでございます。

さらにこの基本ポートフォリオの設定に係ります諸々の条件が説明をされております。

まず、(1)の想定運用期間でございますけれども、このGPIFの積立金の水準でございますけれども、足元で低下した後、一旦上昇に転じておおむね25年後に最も高くなると、そこから継続的に低下するということが示されております。

ここで補足説明資料の1ページをご覧くださいますと、GPIFの積立金の水準の試算でございますけれども、いわゆるケースAからケースGまでそれぞれ試算をされております。極大値、一番ピークに達する年度が短いもので2035年度、長いもので2043年度ということになっておりまして、これを平均しますと、概ね、今から25年強というところになってまいります。これをもってこの想定運用期間を25年と設定をしたとされているようでございます。

続きまして、リターンの設定ということで、幾つか説明をされております。

まず、将来の実質長期金利につきましては、「経済中位ケース」というもの、これがいわゆるケースEでございますが、これで2.7%、それから「市場基準ケース」、ケースGでございますが、これが1.9%と、この2ケースを想定されております。

そこからもう一度補足資料の4資産の設定でありますけれども、まず政策ベンチマークとしてはこの4資産、それぞれこちらに記載のとおりということでございます。

地共連の現在のベンチマークと異なる部分についてのみ言及いたしますと、国内債券は野村BPIの総合ということで、ABS、資産担保証券という部分を除いておりません。その部分が若干異なりますことと、それから外国株式について、MSCI-KOKUSA Iを採用しておりまして、こちらではACWIを今回採用されていると、この2点が現在の地共連の基本ポートフォリオと異なる部分でございます。

各資産の期待リターンの推計でありますけれども、国内債券につきましては、金利シナリオシミュレーション方式と彼らは呼んでおりますけれども、キャピタルゲイン・ロス等を加味したシミュレーションにより収益率を算出しているということで、この25年の想定運用期間全体での平均収益率を期待収益率とされております。

次に、短期資産でありますけれども、これはそれぞれのケースで異なる方式を用いておりまして、ケースE、経済中位ケースにおきましては、財政検証との整合性を考慮して、過去の短期金利を基準といたしましたこの利潤率倍率方式、またケースG、市場基準ケースにおきましては、実質長期金利から長短金利スプレッドを差し引くことにより推計をしているということでございます。

なお、このそれぞれの資金のところ、最後に短期資産収益率が短期金利を2で除るとさ

れておりますけれども、これはG P I Fのご事情でございまして、短期資産をG P I Fで管理されている部分と、国の年金特別会計で管理されているという2つの系統があり、後者は、この運用をしていないということで、過去の実績等も勘案をして、その短期金利の2分の1の収益が上がる、リターンが上がるということで、ここではG P I Fは試算をされているということでございます。

国内株式、また外国の両資産につきましては、今申し上げました短期資産に一定のリスクプレミアムを加えるという方式で計算をされております。国内株式につきましては、それぞれのケースにおきまして経済再生ケースにおいては、後半のバブル期を除いた1983年から89年まで、またこの参考ケースとありますのがケースGに対応するものでございますけれども、こちらはバブル崩壊後の1993年以降の期間においての計算を行っています。

これについて、それぞれのリターン、5.10%、2.90%というのをケースのそれぞれ上下限ケースAとHに割り振りまして、あとBからGの間のパターンにつきましては、比例案分というような形にしております。ここでケースEとGにつきましてはEが3.8%、Gが3.2%というようなことになってございます。

それから、外国債券につきましては、ベンチマークの対短期金利をリスクプレミアムするということで、こちらはプラザ合意後の25年のデータをもとに算出をされています。過去の金利低下に伴います収益率のプラス寄与の影響を除くということをされております。また、外国株式につきましては、これもベンチマークの対短期金利でありますけれども、P E R変化を調整されているということでございます。

リスク・相関係数でございますが、リスクにつきましては4資産とも過去20年のデータ等を用いて推計をしております。ただ、下の注にありますとおり国内債券のリスク計算におきましては、将来のデュレーションの長期化ということで、国債の毎年の発行におきまして超長期債のシェアが増えていくという事情を考慮しているということでございます。

諸々の今申し上げた条件をもとに、基本ポートフォリオの選定に入っていくということでございますけれども、運用目標、名目賃金上昇率プラス1.7%を満たし、かつ最もリスクの小さいポートフォリオを選定したとされております。

なお、このプラス1.7%でありますけれども、運用目標自体は1.7%ということでありまして、G P I Fにおいては過去の傾向で短期資産を2%保有するというので、短期資産への配分をこの2%としまして、その分リターンが減少すると、そこを逆算で補足説明資料の4ページの表の中のとおり、その分必要利回りを上乗せするという計算をされてございまして、経

済中位ケースで1.77%、市場基準ケースで1.76%ということで、10ベース弱上乗せをされているという前提になっております。

それから、同じ補足説明資料で続けますと、制約条件の関係でございますけれども、これまで国内株式、外国株式、外国債券の順に構成割合を設けるというバイアスをかけておられましたけれども、今回、世界経済の成長から幅広く収益を獲得していく観点からということで、この国内株式と外国株式の不等号を撤廃されております。

一方で、外国ものの両資産につきましては、海外の高い成長力の果実を得るには株式が望ましいという考え方で、この不等号は存置されているということでございます。

補足資料で説明を続けさせていただきます。この上でポートフォリオの選択に入っていくわけですが、1、2、3で記載のとおり、下方確率が全額国内債券で運用する場合を下回ると、それから期待リターンが必要水準を上回るということ、それに加えてそのポートフォリオよりも期待ショートフォールが低く、かつ期待リターンが高いポートフォリオは存在しないというこの3つの条件を満たします5%刻みのポートフォリオの中から10個のポートフォリオを選択しています。

その中で、よりフロンティアに近い等々の条件で、5つのポートフォリオへの絞り込みを実施されたということでありまして、その5つのポートフォリオの構成比につきましては、表で整理をいたしております。案①から案⑤まででありますけれども、結論としてのポートフォリオ案はこのうちの案④に結論づけられておりますため、この点を念頭に置きながら、以下ご覧いただければと思います。

この5種類のポートフォリオ案のリスクプロファイルについて記載をされております。

次に、現状の資産構成割合からの距離による絞り込みということで、距離の2乗は同尺度としてまず絞り込みをかけておられます。

この資産構成割合、いつの時点かということは示されておられませんけれども、この構成割合からの2乗はということで、結果としては下から少ないほうから3つの案②、④、⑤というものが選定をされております。

それから、その残りました案②、案④、案⑤についてのリスク検証を進めておられます。

まず、経験分布を用いた定量リスクの検証ということで、過去20年の経験分布というものをGPIFで一定設定をされて、それによる検証をされております。

ケースE、Gそれぞれについて、正規分布と経験分布に基づきます期待ショートフォール、それからVaR、CVaR、それぞれ数値をお示ししておりますけれども、いずれも案④がそ

の数値が小さくなっておりまして、それから案の②と案の⑤につきましては、正規分布と経験分布でその大きさの関係が逆転をしているという傾向がご覧いただけるのではないかと思います。

それから、ここで資料1-2にお戻りください。

この基本ポートフォリオで長期間運用した場合の積立金を確保できないリスクの検証ということで、このケースごとに10万回のシミュレーションをされているということで、その結果について、これは案④についての結果であります。採用された案についての結果でありますけれども、同じ資料に示されております。

その具体的方法については補足説明資料に書いておりますけれども、Vector Autoregressionモデルを用いてされたと同っております。

補足資料には為替変動に対する感応度、こちらについても確認をされております。結果といたしましては、外貨建ての資産の大小の影響を受けているということでもあります。

以上のような算定、あるいはそのリスク検証を経られまして、結論として案の④を採用されておりますけれども、そこで採用のメルクマールとして説明をされておりますことが、1つは必要とされております利回り、賃金プラス1.7%の確保、それから下方確率が全額国内債券で運用した場合よりも低いということ、それからここでは期待ショートフォールと言っておりますけれども、条件つき期待損失率が低いということが条件で、その上に経験分布によります期待損失率、それから定量リスク等でも優位ということ。また、積立金額の推計の分布においても他との優越関係がないということと、最後に移行コストが小さいこと、こういったことを勘案して、先ほどの資料1にお示しの基本ポートフォリオの変更後の案に変更をされたということのようでございます。

最後に、補足説明資料で、乖離許容幅についての説明がございます。

ここでその設定については、実際の変動の大きさが重要なポイントとなるとされております。資産構成割合の変化幅の2標準偏差程度を参考として乖離許容幅を設定するということが計算をされております。

ケースE、Gそれぞれにつきまして、標準偏差の2乗がそれぞれの表の下段でありますけれども、ケースEの場合で申し上げますと9.04%、8.13%、3.70%、7.76%という結果となっております。これをそれぞれ整数で小数点以下を切り上げるという形で、結果としての乖離許容幅、10%、9%、4%、8%と計算をされているということでございます。

GPIFの基本ポートの説明が少し長くなってしまいましたけれども、モデルポートフォリ

オ案の説明について終了させていただきます。

よろしく願いいたします。

○若杉座長 ありがとうございます。

それでは、ただいまの説明について、ご意見、ご質問等ありましたらどうぞ。

浅野委員。

○浅野委員 今の説明は分かったのですが、分かったというか、一応どのように決められたかということは理解したということですが、これに対して当連合会というか、地共済としてはどのようにお考えになっているのかが含まれていませんでした。どうお考えになっているかというのは、多分もう一つの資料の地共済全体の基本ポートフォリオ案についてという中で示されると思いますが、これを先に説明していただいて、あわせて議論したほうが問題点も明らかになるし、時間の節約にもなるため、そうしていただきたいと思うのですが、いかがでしょうか。

○若杉座長 そういう進行について提案ですがよろしいですか。

事務局もそれでよろしいですか。

先に2番目の地共済全体の基本ポートフォリオの検討について、をご説明ください。

○酒巻企画管理課長 それでは、今資料1を用いてG P I Fのポートでモデルポートフォリオ案の考え方について説明をいたしたところでございますが、それを基に地共済全体の基本ポートフォリオにつきまして、どのような考え方で作成をするかという考え方につきましてご説明いたします。資料2-1をご覧ください。

まず目標運用利回りは、こちらは平成26年財政検証に基づきまして、そこで示された名目賃金上昇率プラス1.7%をそのまま用います。

想定運用期間でございますが、先ほどの説明ではG P I Fは、今後のキャッシュフローの動きを踏まえて25年と設定しているということでございますが、同じ考え方で地共済の全体のキャッシュフロー見込みを見ますと、これがやや長目に出てまいりますということで、切りのいい5年切り上げて、これを30年に変更することを考えております。

次に、資産クラスでございますが、モデルポートフォリオでは4資産の数字を規定して、短期資産は、それぞれの中に読み込んで乖離幅の中で対応するということでしたが、地共済ポートでは給付も定期的にありますため、そこを踏まえて、あらかじめ必要な範囲、必要な短期資産は別置きしておこうということで、短期資産を別途資産クラスとして設けて、5クラスにすることを考えております。

オルタナティブ資産の考え方は同じでございますけれども、特性に応じていずれかの資産クラスに区分して、資産全体の5%を上限とするということと、あと短期資産を別途置いた場合、その必要量につきましては、既に各組合にどの程度必要かというその見込みを照会しております。それをプラス運用に必要な部分でやや上乘せして、4%は妥当ではないかと考えております。

独自資産につきましては、この厚生年金積立金部分には公務員の独自資産である組合員への貸付金などは、性質上基本的に置かないということで、こちらは3階部分で保有するということを考えております。

ポートフォリオ作成に当たって、ポリシーベンチマークでございますが、先ほどのGPIFのポートやモデルポートの説明と異なる点につきましては、まず国内債券につきましては、あちらでは除くABSでございましたが、地共済ポートではABSを除く理由が特にございませぬため、従来どおり地共済の大半の団体が用いているNOMURA-BPI（総合）のままでいこうと考えております。国内株式と外国債券は変更ありません。外国株式につきましては、地共済組合でも一部為替ヘッジをかけているところがありますけれども、基本的にMSCI-KOKUSAIを使用しておるところでございますが、こちらはMSCI-ACWIに変更することを考えております。

理由といたしましては、新興国投資、既にファンドとして一定程度始めておりますし、今後はそちらを基準にしていくべきではないかという考えから、このような変更を考えております。

リターン、リスク、相関係数の数字ですが、先ほど申し上げた想定運用期間を30年に変更することによりまして、国内債券の期待リターン、足元の低金利の影響が緩和されまして、ケースEの場合2.6%から2.9%に向上いたします。

短期資産は、地共済では全額運用することによりまして、その期待リターンが1.1%から2.2%にケースEの場合向上いたします。リスクは、この運用期間の延長の影響はなく変更はございません。あと短期資産のベンチマークを有担保コール翌日物とすることによりまして、対短期資産の相関係数が多少でございますけれども、変化しております。

モデルポートフォリオの中心値と許容乖離幅の関係でございますが、地共連ポートフォリオでは、モデルポートフォリオの値から中心値を1シグマのレンジ内に収めると考えております。モデルポートフォリオ案の中心値範囲は2シグマとってあるとのことでしたが、地共連ポートフォリオでは、地共済全体の運用の一体性の確保という観点から、このような選定を置かせていただきました。一方で、許容乖離幅は中心値から2シグマを基本として、こちらを広めにと

ることによりまして、各組合の個別の事情を包含出来るような形にしております。

以上の中心値と許容乖離幅を合わせまして、モデルポートフォリオの値から3シグマまでの乖離を許容することと考えております。

備考といたしましては、許容乖離幅の中で機動的な運用が可能であると、ただし投機的なものであってはならず確度が高いものとする、あと移行期間中は許容乖離幅からの超過を容認するということとしたいと思っております。

今申し上げた前提を基に、実際数字を使ってシミュレーションを実施しておったところですが、今回その結果につきましても、こちらにお示しすることといたします。

先に推計に当たって使用した期待リターン、リスク、相関係数というのをご覧いただきたいと思いますが、先ほど申し上げたG P I Fのポート及びモデルポートの推計に用いた値から変更したその結果を載せております。

一番上の表、リターンにつきましては、国内債券のところと賃金上昇率のところは期間の延長による結果、やや数字が動いております。上段がケースE、下段がケースGでございます。中段の表、標準偏差、リスクにつきましてはG P I Fと全く同じです。下段の相関係数の表は、対短期資産の部分だけ0.0数%ですけれども、変化しております。この表の数字を用いまして、あと条件としまして短期資産を4%確保すると、あと実質的な期待リターンを1.7%置きまして、最適化作業を行いました。

その結果、ケースEの場合は国内債券39.8%、国内株式22.2%、外国債券13.0%、外国株式21.0%という数字が出ました。この小数点以下を四捨五入、切り上げ、切り下げの関係で一つずつ数字をずらして、改めて右半分の数字を出してみましたところ、この案②は実質的な期待リターンが1.7%下回ってしまうということで、条件を満たせなくなってしまうため、こちらは採用出来ないこととなりますが、上段案①は期待リターンの条件も満たすということで、こちらを採用しようということといたします。

これはケースEの場合の数字で行ったため、念のためケースGの場合でも確認しましたところ、この場合でも実質的な期待リターンは1.891%と1.7%以上であることを確認いたしましたため、これを基本ポートフォリオ案ということで、この案をベースに今後の検討作業を進めていきたい。

具体的には繰り返しになりますけれども、国内債券が39%、許容乖離幅はG P I Fで示された2シグマを基本とするという、その数字をそのまま置いておりますが、39%プラスマイナス10%、国内株式が23%プラスマイナス9%、外国債券が13%プラスマイナス4%、外国株式が

21%プラスマイナス8%、短期資産が4%でプラスマイナス4%という案をベースに、今後の作業を進めたいと考えておるところでございます。

以上が具体的なポートフォリオの案についてのご説明でございまして、続きましてこのまま資料2-2の各組合及び連合会における年度末積立金の推移につきまして、これをまず説明いたします。

資料2-2をご覧くださいと思います。

なお、事前にお断りをさせていただきますが、本資料でお示ししております試算結果につきましては、平成26年財政再計算の結果を一定の前提条件を置いて、機械的に試算を行った結果でございますため、本資料は未定稿という状況のものでございます。

このような位置づけではございますが、前回の検討委員会におきまして、団体ごとの将来の積立金の推移につきまして、試算結果の提示のご要請をいただきましたため、今回こちらの資料を作成いたしました。

それでは、本資料では本年6月に公表された国民年金及び厚生年金に係る財政検証で示された経済前提のうち、経済中位ケースのケースEと市場基準ケースのケースGにつきまして、厚生年金保険経理と経過的長期経理、いわゆる旧3階部分につきまして、それぞれ分けた上で、地共連にて本年6月に実施した財政再計算を基に推計を実施しております。

先ほど触れました一定の前提条件につきまして、推計の前提といたしまして資料の1ページをご覧ください。

まず、1の推計の起点となる団体ごとの平成27年9月末の積立金ですが、財政再計算で使用した地共済全体の平成27年9月末の推定積立金残高を平成25年度末の各団体の積立金残高の時価総額から算出した団体ごとのシェアにより案分して計算しております。

次に、2の推計積立金の被用者年金一元化時の各勘定への案分方法ですが、厚生年金の推定積立比率に基づいて行っておりまして、案分比率を整数部分では49対51としております。ケースEとケースGでそれぞれ推定積立比率に基づいて案分しておりますため、この小数点以下の数字は多少異なっております。

3の収支の推計方法につきましては、財政再計算で用いられた額を基礎としておりますが、財政再計算では地共済全体の額が用いられましたことから、この推計では各団体への案分を行っております。具体的な案分の方法は資料に記載のとおりとなっております。

これらの前提に基づきまして、推計の結果を記載しております。

まず、推計の起点となる平成27年9月末での積立金残高の試算結果となっております。ケー

スE、3ページ目はケースGのものですが、経済前提の相違によりまして、各団体及び合計の数字はそれぞれ若干異なっております。ご参考までに、それぞれの下段に新3階の掛け金収入の年間見込み額も記載しております。

続きまして、厚生年金部分のケースEにおける各団体及び地共済全体の積立金の推移を記載しております。財政再計算で示された数値は名目ベースでございますが、本資料では、財政検証で示された賃金上昇率で平成26年度の価格に換算したものを用いています。

グラフは平成27年9月末の数値を100として指数化したものとしているため、積立金が少ない団体ほど指数の変動が大きくなっております。このグラフの中で、地共済全体の推移は太い実線で合計と付されているものとなっておりますが、2045年度、平成57年度ということで、30年後となりますが、その時点で極大化しています。その他各団体の推移を記載しておりますが、いずれも短期中期において積立金は枯渇しないという推計になっております。

同じように、厚生年金部分のケースGについて示したものでございます。グラフをご覧くださいますと、ケースEと比較して極大化したときの水準は低いものの、枯渇の時期が先に延びる結果となっております。

次に、旧3階部分について、厚生年金部門と同様の方法で推計したものです。

ご存じのように、旧3階はいわゆる閉鎖型年金のため、一元化時点での積立比率が低い3つの団体は短中期で枯渇するという推計になっておりますが、その他の団体につきましては運用利回りを後年部分の財政計算で用いられた運用利回りとしていることもありまして、中長期的には積立金は横ばい、もしくは増加するという推計になっております。

なお、この推計は財政再計算の前提に立ちまして、また各団体への収支の案分方法などを一定の前提に基づいて機械的に行っているため、実際にこの推計どおりにはならないことは十分想定出来るころではありますし、また各団体が独自に行っている推計では、これと異なる結果のものもあると承知しております。

地共済グループといたしましては、この一つの推計結果にとらわれることなく、異なる前提の基で推計されたものも、等しく注視しながら、進めてまいりたいと考えております。

○若杉座長 以上でよろしいですか。

それでは、GPIFのモデルポートフォリオと地共連の全体の基本ポートフォリオについて説明をいただきました。

どうぞ、浅野委員。

○浅野委員 モデルポートフォリオとこの地共済の基本ポートフォリオの違いの細かなところ

は別にして、大きなところはどこかという、想定運用期間を30年にしたことによって、国内債券の期待リターンが2.6%から2.9%にまで上昇すること、それによって国内債券のウェイトを高めるといこと、これが大きな違いです。

何故このようになったかという、GPIFの計算では、ここ数年は金利がずっと上がって、その後は横ばいというか、一定の率にしているためです。すなわち、ここ数年は金利が上昇するため債券の期待リターンがマイナスになってしまう。名目ではマイナスにはならないかも知れませんが、実質では大きなマイナスになってしまう。その後は実質で相当リターンが確保出来るという数字になっているのです。

ところで、社会保障審議会の資料などによると、目標利回り、すなわち長期運用利回りの設定に当たっては、国内債券の運用利回りに分散投資による効果を上積みするとして、その分散投資効果を概ね0.4%前後と書いてあります。この文言を読めば、モデルポートフォリオのように多くのリスクを取る必要は全くなく、債券に少し株を加えれば目標は十分達成出来るはず

です。この数字の是非はともかくとして、こうした想定で設定されているわけです。それなのに何故モデルポートフォリオで多くのリスクを取らないといけないのかという、先ほども少し言いましたが、ここ数年ぐらひは債券リターンがマイナスになるためです。そのように考えれば、ここは25年とか30年の運用期間の問題ではなくて、ここ数年とその先と分けて考えた方が良く

のではないかと。実際、有識者会議の委員長、それからGPIFの運用委員会の委員長、両方とも金利が上昇すると債券のリターンがマイナスになるため株式に乗り換えると言っているのです。そこでその株式に乗り換えることが果たして良いのかどうか、私は、そんなにリスクを取って債券の値下がり

を避けることは、少し論理が飛躍し過ぎていると思います。普通、我々運用の専門家はどう考えるかという、債券のデュレーションを短くしなさいということになります。政府の見通しを信用するのであったら、ここ数年は債券のデュレーションを短くして運用し、それが終わった後は超長期の見通しで運用するという具合に、分けてやったほうが良いのではないかと。政府はフォワードルッキングと言っていますが、フォワードルッキングによればそうなるのではないかと。それが第1点です。

次に、こういうポートフォリオを考えると、我々はどうに行うかという、効率的フロンティアを出して、その中で1点を選ぶことになりませんが、その1点を選ぶのに、2つ考える必要があります。一つは期待リターンで、もう一つはリスクです。

以前の基本ポートフォリオの考え方というか、目標利回りを決めるときの考え方は、国内債券並み、あるいはそれに少しプラスぐらいのリスクであれば、これぐらいのリターンになるということでしたため、その限りでは、リスクを中心に考えて、それとリターンの整合性がとれていたわけです。

ところが今回の議論を見ると、そこどころがどういうわけか、かなり飛躍しています。どう考えて良いか、当惑してしまいます。結果的に今回のモデルポートフォリオで考慮されているのは、期待リターンだけです。リスクはほとんど意味がない数字になってしまっています。

そのあたりが社会保障審議会でもどのように議論されていたか確認しますと、運用目標等からの下振れリスクが一定程度超えないことと書いてあります。ただしその後ですぐ全額国内債券運用において、名目賃金上昇率から下振れリスクを超えないことをリスク許容度として示すとも書いてあります。しかし、これは全然同じことではありません。

運用目標等からの下振れリスクを一定程度超えないことということだと、運用目標は賃金上昇率プラス1.7%ですから、これをどれぐらい下回るか、そのショートフォールの期待値みたいなものを計算するという意味にとれます。

ところが、もう一つのほうでは、全額国内債券運用した場合に名目賃金上昇率から下振れするリスクを基準として、それを超えないことをリスク許容度とするとしています。つまり賃金上昇率プラス1.7%のプラス部分はないということです。それで下振れリスクを捉え、しかも、この下振れリスクも確率としてしか考えていないのです。普通こういう下方リスクを考えるとときには、われわれ投資の専門家は、ショートフォールの期待値だとか、2次のモーメントだとか、それを目標というか、期待値から下になるような数字を置きます。

今回、その基になったGPIFの資料を見てみると、賃金上昇率を下回る確率だけで判断しています。さらに、長期投資と言いながら、それを1年でしか計算していません。全く意味がないとしか言いようがありません。

特に今回このモデルポートフォリオの基になった数字では、債券リターンは実質でマイナスになっています。これは、全額債券で運用すれば、賃金上昇率を下回る確率は50%以上になる、すなわち50%以上の確率でマイナスになるということです。これは明らかです。

一方、期待リターンを上回るようなポートフォリオを組めば、下方確率は50%以下になるということ、これも自明なことです。ということは、このリスクをどうとるかということについては、全く意味のない計算しかしていないということです。ですから、地共済もこれを是認してやるのかどうかというのが一つの問題だと思うのです。

私は、運用目標からの下振れリスクが、期待値ないし2次のモーメントで一定程度を超えないこと、しかもそれを長期で見るという方法でやるべきではないかと考えます。

そこで、長期のというときにもう一つ問題があります。GPIFの資料だと、長期の債券のリスクをデュレーションが長くなるから4.7%に上げたとされています。これは多分実質だと思いますため、実質リターンのリスクが4.7%と数字を置いたということでしょうが、債券の場合は、どう考えてもそんなに大きなリスクにはなりません。債券の場合は、短期で見ると金利が上がったり下がったりすることによって、価格は大きく変動することもないわけではないですが、ずっと持っていれば価格のリスクはなくなってしまって、クーポンの変動だけになってきます。そのクーポンというのはインフレになれば上がってきますから、債券の実質のリスクを長期で計ればうんと小さくなります。

そうした長期の観点を入れて、果たして運用目標からの下振れリスクを長期で計算して、しかも債券だけでやった場合と比べてどうなるか、この点はきちっと確認していただきたいと思います。その上で議論しないと意味がないと思います。

ただ、GPIFの資料を見ても、1年ではショートフォールの期待値は相当大きくなっていて、全額債券の場合と比べると比較にならないぐらいになっています。そういう意味で、これは少し考えものだなと思います。

それともう一つ、モデルポートフォリオの中心線からどれぐらい動いて良いかを乖離許容幅で決めているということですが、その乖離許容幅はどのように決められたか分からなかったため、事務局に確認したところ、基本ポートフォリオでスタートして、モンテカルロシミュレーションでそのままバイアンドホールドにしていたら、基本ポートフォリオから実際のポートフォリオがどれぐらい振れるかという標準偏差を出して、その2シグマで乖離許容幅を決めたとおっしゃっていました。しかし、それが経済的にどんな意味を持っているのか、それを範囲とすることがどんな意味を持っているのか、私にはとても理解出来ませんため、こういう乖離許容幅に意味があるのかどうか、疑問に思っております。

以上です。

○若杉座長 今のご意見とか質問について、事務局から何かありますか。

○大森資金運用部長 浅野委員から大きく3点ご指摘をいただいたかと思います。細かい話については、担当から補足する部分もあろうかと思いますがけれども、まず大きな考えについて私から。

今回、これまでと一番大きな状況の違いといいますのは、国内債券について非常に足元金利

が低下している、価格が高くなっていると、そこから金利上昇リスクというものがかなり意識をされている情勢だということが大きな相違点であると我々も認識をいたしております。

その中で、今回そうは言いながらも、国内債券についても委員もご指摘のような特性に照らして非常に大事だということ、非常に悩んだところでもありますけれども、その中で私どもの積立金の足元の状況、また今後の推移ということに照らしますと、想定運用期間を5年延ばすということによって、この国内債券の期待リターンというものを設定するのが結果として最適なポートフォリオを組むことが出来るのではないかとというような考えに至ったところでございます。

30年の想定運用期間を設けてはおりますけれども、この30年ポートフォリオを維持するというわけでは当然ございませんため、制度上、5年に一度は行われる財政検証のたびに見直すということ、また状況の変化によっては、これはモデルポートフォリオについても、それぞれの管理運用主体において、改正を提案することが出来ることについても確認をいたしておりますため、そういったところの今後のマーケットの状況もにらみながら、将来的にはそういうこともあり得るだろうということも制度上、運用上それぞれで確認をさせていただいた上で、今回のポートフォリオ案をGPIFの基本ポートフォリオ案との差を出すという意味においては、この方法が実際の数字もにらみながら、一番効果的ではないかということで置かせていただいた次第でございます。

具体の運用で、デュレーションを短くすることによって、金利上昇リスクの影響を少なくすることが出来るのではないかとご指摘もいただきました。それぞれの共済組合によって、状況も異なる部分はありますけれども、私共地共連においては、10年ラダーを持っている部分もあって、それで結果としてデュレーションが短くなっていると、委員ご指摘のようなポートフォリオ特性を持っているということも重々自覚をいたしておりますため、そういうところは運用面でもよく意識をしながら、考えていきたいと現時点では考えているところでございます。

それから、2点目のご指摘でありますけれども、私どものこの運用を実施する期間におきましては、政府から示されましたこの積立金運用の目標を達成しなければいけないという必要条件がございます。これが繰り返しになりますけれども、名目賃金上昇率プラス1.7%ということ、今回は3月の年金部会の報告でも示されておりますとおり、先ほど委員からも言及がありましたけれども、全額国内債券運用において、名目賃金上昇率から下振れするリスクを超えないことというのが具体的なリスク許容度として提示をされております。この必要条件を満たしながら、どういう特性のポートフォリオを組んでいくかが我々の命題でありまして、そこに

ついて今回概算でお示しをいたしております。

この必要条件を満たす範囲では、いろいろと検討をする事項も、検証する事項もあろうと思っておりますため、次回までにその部分検討して、また次回のこの具体的なポートフォリオ策定のストーリーとしてお示しをしたいと考えております。

結果として、今回GPIFの基本ポートにつきましては、いわゆるリスク、標準偏差が3倍程度になっておりますし、それから下方確率は全額国内債券よりも低くなっているけれども、条件つき平均不足率というのはかなり大きな数字になっているということは、我々もこれは意識、懸念をしているところではありますけれども、1つのポートでありますため、その是非というのは置きますけれども、今回のこの前提条件、必要条件とそれからリスク・リターン特性というものに照らしますと、こういう結果になったのかと我々としては理解をしているところでございます。

それから、乖離許容幅についてのご指摘を最後にいただいております。

こちらにつきましては、補足資料でも書きましたけれども、このリバランスに時間とコストを要するというので、その変動の大きさをポイントとして許容幅を設定されていると理解をいたしておりますため、従来リバランスコストというものに今着目をして、この幅を設定することがよくある考え方で我々も意識をしておりますけれども、そういったことに加えて、この変動の大きさというものをGPIFの基本ポート、ひいてはモデルポートフォリオ案の中心値範囲に反映をされておまして、今回はここを意識して我々も検討をしているというところでございます。

○若杉座長 時間もありますため、簡潔にお願いします。

○浅野委員 まず、目標運用利回りの賃金上昇率プラス1.7%ですが、これについては政府の見通しでは、この10年ぐらいはそんなに高い数字にはなっていないかと思います。多分、財政再計算のときにも当面10年ぐらいは低い数字を使っているはずですから、それに合わせれば良いのではないかとということがまず1点です。

それから、2番目に30年の運用をするわけでないということであれば、何故30年の数字を使うのか、その他の点で全部GPIFの考え方に従うと言っているのだったら、何故ここだけ変えるのか。そこまでおっしゃるのだったら、全部GPIFのおっしゃるとおりですとすれば良いのではないかと。変な話ですけれども、25年を30年に変えるだけで他のところはすべて合わせるとすれば、他のところはGPIFと同じ考えをとったという責任を持つということになると私は判断します。

とてもGPIFには付き合えないけれども、お上が言うのだから仕方がないということで、全部そのとおりやりますというのだったら、仕方がないかなと思いますけれども。

それから、乖離許容幅と中心線の範囲についてですが、これは全く別物ですね。中心線の範囲をこう決めるということだったら、それはリスクがどうのとか、期待リターンの見通しがこれぐらいの信頼度だから、これぐらいの幅でやっても良いという考え方で決めるのだと理解しますが、乖離許容幅はそれとは全然違う考え方によりますため、同じ範囲を適用するというのはどうなのかなと理解に苦しみます。

○若杉座長 事務局からありますか。

○酒巻企画管理課長 ただいまご指摘いただきました点につきまして、まず1つ目の目標運用利回り、名目賃金上昇率が1.7%と10年後以降の安定値を採用している点につきましては、従来は地共連ポートなんかでも足元の徐々に上がっていくようなことを踏まえて、それを見込んだ数値を使っていたりしたのですが、今回は一応厚生年金の全体の運用の一体性という観点から、見かけの数字が地共済のポートの目標よりも何か低い数字を置いてしまうということも、運用の目標がそもそも同じ厚年積立金を運用しているのに、見かけはそれぞれ違うということも誤解を招くのではないかとこのもありますし、なかなかそこで違う数字をその足元の低さを反映したという理由はあるかもしれませんが、そういった数字を設定するというのはなかなか難しいことなのではないかと考えております。

その中で、GPIFのポートフォリオの推計の前提を見ていく中で、2つ目のご指摘にありますけれども、想定運用期間のところにつきましては、GPIFの将来キャッシュフローを基に出したというようなところがありまして、その点が地共済としましても、そういった地共済の推定値を使って明確にその辺比較可能なような形で検証は可能でしたため、この数字を比較すると、明らかに地共済のポートが5年近く将来キャッシュフローの点において違いが出ておりますため、明確に違いがわかる点は、そこはきちんと違いを踏まえて変更をしたということの説明が対外的にも可能なのではないかとこのことで、この点が明確に違うため、変更をした上で案を作成してきたということでございます。

あと、3の許容乖離幅と中心線でございますが、ご指摘のとおり中心線の範囲と許容乖離幅は、モデルポート案では、各主体の許容乖離幅をどのように設定するかについては言及しておりませんが、ここは各主体とそれぞれの所管大臣の間で協議の上で、対外的に合理的説明可能なように設定しろということございまして、現時点のベースとしての案としては、GPIFと同様に中心値から2シグマを基本とするということで、このような数字をまず置いたという

こととございます。

今後、地共済のポートの特性にふさわしい許容乖離幅をいろいろ検討していく中で、そこはまたより良い考え方があれば、そちらに基づいた数字に変えるということは十分あり得ることとございます。ここではあくまでベースとして一応G P I Fの考え方と同じ2シグマで、あくまでスタート時点としてはこのような形で置いたということとございます。

○若杉座長 一元化ということですが、年金財政は主体ごとに運営されます。一元化されるのは、掛金率や給付額及び運用です。加入者・受給者の状況が異なるため財政状態も違います。それなのに一律の運用が行われることには無理があります。しかし、決まってしまった以上、ロジックを主張するより妥協の方途を探るしか方法がありません。それがモデルポートフォリオと乖離許容幅であると私は理解しております。

○浅野委員 仕方がないということであれば、なぜ25年を30年に、そこだけ小細工をするのか。

○若杉座長 そこだけではなく、他にもキャッシュフローを考えながら、平均値とか何かを決めたりなんかしようとしているわけです。

○浅野委員 それは全く意味がないと思います。他のいろいろ問題があると私が指摘したようなことを全部受け入れているのであれば、こんな25年、30年の小細工なんかしても仕方がないため、全部受け入れたら良いのではないですか。

○若杉座長 どうぞ。

○淵上理事 少し補足して説明をさせていただきたいと思います。

公的年金一元化で、座長おっしゃるように、来年10月に始めて、運用は別ですけれども、給付は統一にすると、そして厚生年金であれば厚生年金の中でもし財源が枯渇するところがあれば融通し合うという、共済を入れると共済グループで国共済と地共済で旧3階は融通し合うと、こうなっております。

そういう意味で、大前提で申し上げれば、大同小異といえますか、要するにそれぞれのやっている仕事の中身も違いますけれども、大きな意味で揃えられるところは極力揃えようということがございます。

もし財布が一つであれば、運用がまちまちであっても給付に困らないわけのため、ある意味では割り切れば、ばらばらの運用でも良いといえ、一つの考えはあるかもしれませんが、同じような考え方の元に、ポートフォリオも出来るだけ揃えて、出来るだけ似たような収益が獲得出来るように仕組んでいくということが一つだと思います。

我々は現実の運用をやっておりまして、いわゆる財政検証で用いられるさまざまな基本的な

考え方については、完全に納得と理解を得ているわけではありませんで、ただしそれは年金の制度を中長期的に安定的に運用しようという国の考えでございますため、私共との関係でいうと、目標運用利回りをどう設定するかということでございまして、これについて我々は裁量の余地はありませんため、与えられたそういう目標運用利回りを今までの金融の実績とか、ヒストリカルデータなどに基づいて、説明可能で合理的な今後の運用をリスクとリターンとの関係を考えながら、どう組み立てていくかということを我々は求められておりますため、そういった専門的知見で、管理運用主体でいろいろ議論をしながら決めていこうということでございます。

しかしながら、基本一緒にしようといっても、積立金の状況も違いますし、共済グループは旧3階、職域加算部分を持っており、しかもそれは合同運用しておりますため、そしてまた不動産とか職員貸付の独自の資産もあり、こういったものの与える影響というのは小さくございません。したがって、そういった規模とか状況に十分配慮をしながらアレンジすることは可能ということで、現実にはそうしていただかなければ、現実の給付も運用も出来ないということでございます。

そして、先ほどの中心線と許容乖離幅の範囲で申し上げますと、1、2階については、GPIFが一つの指導的役割を担われるのは間違いありません。その中で、要するに下方リスクも含めて2シグマの範囲内で収まることは、最初考えていらっしゃるのは、許容乖離幅として考えているわけですね。

そして、4管理運用主体についても、中心線がこの範囲内であれば、彼らの考える限られたリスクの中で収まるということが出発の前提ですけれども、今度は次に上限、下限があるわけございまして、中心線をずらしたときに、上か下かに必ず許容乖離幅を超えてしまうわけです。つまり個々の管理運営主体ごとに考えれば、中心線をずらした結果、許容乖離幅を飛び出る部分をどう取り扱うかという問題が出てくるわけです。

そのときの部分については、GPIFだけでは判断できないため、それぞれの管理運用主体と主務大臣で協議して、GPIFというか、モデルポートフォリオの中で収める方法も一つありますけれども、そうはいっても非常に見にくい形になりますため、中心線を許容した上で、特例的な扱いとしてモデルポートフォリオの上下限を超える部分を許容乖離幅として容認するかどうかを個別の判断に委ねた結果でございます。結果の方向としますと、中心線をずらす結果、その許容乖離幅がもともとのモデルポートフォリオの許容乖離幅を超える事態になっても容認するというような理解でございますため、そこは今後私共と主務大臣との協議に委ねられているものと思っております、先ほど示した一つの案は、主務大臣との協議において、もと

もとのモデルポートフォリオの許容乖離幅を超えても、一部はそれぞれの管理運用主体の特殊性を考慮した結果でありますため、容認する方向で今後検討したいという意味でございます。

長くなりましたけれども、少し補足させていただきました。

○若杉座長 村上委員、先をお願いします。

○村上委員 この委員会というのは、とても難しい立場にあるのではないかと私は思っていますのは、GPIFの基本ポートフォリオの前提となっているいろいろな諸条件が、そのままモデルポートフォリオにも適用されていまして、そこで置かれている資本市場の前提がいろいろあると思うのです。

これは代表的なものではリスク、リターン、相関係数ということですが、ここのところの議論がおそらくあまり立ち入ることが出来ない所与の条件になってしまっているのか、どうなのかというところの問題です。

その資本市場の条件と、もう一つは資金性格からくる負債の性質だとかキャッシュフローだとか、そういうものからした制約条件をどのように基本ポートフォリオに反映させるかというプロセスがありまして、そここのところは議論が多く出来ると思うのです。それで私ももやもやしているのですが、GPIFで明らかにされている資本市場側の前提条件について、ロジック的に腑に落ちないところを感じていらっしゃる委員の方も多分たくさんいらっしゃるのではないかと思います。

そこで、そのまま議論をすると、何かずっともやもやしたものが残っていくというようなことになるのではなかろうかと思えますため、そのところをどのようにすばっと整理するかということが議論をまとめていくためには、必要ではなかろうかと思えます。

○若杉座長 どうぞ。

○大森資金運用部長 今、資本の前提とおっしゃいましたけれども、経済前提につきましては、GPIFが設定をしているというよりも、その前段階で厚労省の年金部会で専門委員会を設置して検討されていると、それをもとに示されております経済前提をもとに、GPIFはGPIFでされておりますし、我々も夏の財政再計算はこの前提を用いてやっておりますため、そこは共有していますが、この経済前提が必ず正しいのか、妥当かと言われると、我々自身で作ったものではないし、一定の意見はありますけれども、これを前提にさせていただいて、その先の議論を進めるという立場にあらうと思っております。

それから、負債側につきましては、これもGPIFと我々、当然状況は異なります。今回、短期資産を4%というようなポートフォリオ案をお示ししておりますけれども、これは私ども

の地共済全体の負債の今後の状況というものを勘案して、設定をしているものでございます。

以上です。

○若杉座長 時間も限られているため、今、浅野委員から出た意見をよくもう一度整理して、それに答えるなり、あるいはその勘案のうまい説明なりを検討していただけますか。

村上委員、どうぞ。

○村上委員 経済前提について、先ほどすぱっと申し上げましたけれども、その中でもかなりテクニカルにG P I Fが作っている部分もあるかと思うのです。リスクプレミアムの推定の期間だとか、相関係数の置き方だとか、そのあたりというのが本当にどうなのかということについては、どこまでがコンセンサスが得られているものなのかということなのです。

○大森資金運用部長 議論の経緯をご覧いただいておりますとおり、我々はその実質結論が出るまでのところには参画が出来ておりません。

今回は、当初からG P I Fの基本ポートの議論が先行してしまっていたと、その間待たされてしまっていたという非常に特殊な状況でありますけれども、G P I Fの基本ポートフォリオが政府の承認を得ているということから考えますと、またG P I Fの積立金の規模というのが圧倒的に大きいものですから、ここが一つの議論の前提になると、今回限りはこれが前提にならざるを得ないのではないかとということで、ゼロから作るべきじゃないかという議論も3共済ともどもしたのですけれども、この経緯、この時点においてはこれでやむを得ないということで4者、その場では担当部長ではこの案で持ち帰ろうということで合意をしているものでございます。

○若杉座長 どうぞ。

○俊野委員 浅野委員からもG P I Fの前提ですとか、いろいろとご指摘があったところでありますけれども、私も同じような印象を持っておりまして、実質リターンがプラスの1.7%、名目賃金上昇率が2.8%ということになりますと、名目でプラスの4.5%の目標リターンということになるかと思っておりますけれども、非常に高いなというのが率直な印象です。ですから、それだけの期待リターンを上げようとする、どうしても株の比率を上げざるを得ないというのが直感的な理解かなと思います。

多分その背景には、金利上昇による債券価格の大幅な下落懸念とか、アベノミクスの成功や東京オリンピックの効果による株高観測とか、その辺りの市場動向が念頭にあるのではないかと推察されますけれども、この目標リターンが非常に高く、株式の下落リスクも高い点に気がなります。

そこで、心配なのは、資料2-2の年度末積立金の推移の予測値が4.5%という非常に高い目標リターンが確実に達成されたという前提で推計されていると推察されますため、これはかなり楽観的なシナリオではないかと感じられます。GPIFも、株のリスクを過度に低く見積もっているわけではなくて、期待リターンよりも2シグマ下の状況、すなわち40年に一度のリスクシナリオが起こったとしたら、たとえば国内株式については44%も資産価値が下落することを意味しております。目標リターンを高くしているということは、それだけ高いリスクをとっていることも同時に意味しますため、下方リスクのことも十分に考えて計画を立てないと、非常に危険なのではないかと感じております。

繰り返しになりますが、この資料2-2の予測数値は、あくまでも4.5%という高い目標リターンが実現した場合には、それだけ余るということを表しているに過ぎませんため、相当甘い見通しだと思います。

ですから、表2-2の試算では、標準的なシナリオが起こった場合の状況を見ているに過ぎませんから、例えば40年に1度の確率で起こり得る2標準偏差下のリスクシナリオが起こった場合には、資産が枯渇する年数はもっと早くなると思われれます。ですから、リスクシナリオを踏まえた見通しも念頭に置きながら、計画を立てる必要があるのではないかとということが1点です。

それから、今までご指摘がありましたように、国の方針のもとでの資産運用という制約がありますから、1、2階部分はこの方針に従ってやるということで、致し方ないと思います。しかしながら、旧3階部分は共済組合の独自資産で、なおかつ閉鎖型年金ということのため、1、2階部分と同じ基本ポートフォリオが妥当という結論にはならないと思います。

ですから、一旦この資料2-2の4.5%という高いリターンが実現したという前提のもとでの試算は、中心シナリオとしては良いと思いますが、下方シナリオが起こった場合の資産の枯渇がどのぐらいのペースで起こってしまうのかという点も押さえていただいて、どのぐらいのリスクを抱えることになるのかを十分に認識をしていただくことが、まず第一歩として必要ではないかと感じます。

その上で、旧3階部分については共済独自の資産ですから、1、2階部分とは異なる少しリスクを抑えた運用方針を検討していくことが自然ではないかと感じました。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございます。

○浅野委員 私だけ発言して申しわけないのですが、旧3階の話が出たため、それについて私

の考え方、俊野委員のご意見をさらに付言してということになりますけれども、申し上げたいと思います。

今回の改革で、1、2階部分と旧3階部分は切り離されました。旧3階部分は、その意味では全く別の制度になったわけです。財政的にいうと賦課方式だったのが積立方式になった、しかも払い込みがない積立方式です。

その場合、債務をどう捉えるかということが一番重要になってきます。これは確定給付型の企業年金の債務の評価と同じようにしないといけないということです。すなわち、リスクフリーの金利で将来の給付を割り引くということです。

しかも企業年金と比べて、旧3階はインフレスライドが付いているから、実質金利で割り引かないといけません、実質金利は今マイナス0.数%というレベルです。そう考えると、債務に対して資産は全く足りません。全く足らなくて、企業年金だったらどうするかというと、スポンサーに補填して貰います。旧3階の場合、国共済だったら国に、地共済だったら地方公共団体に埋め合わせてくれということが第一です。これを言わなくて次のことをやれと言っても無理な話だということです。

もう一つ、そのところはどうしようもないから、賃金上昇率プラス1.7%を目標に運用することによって何とか辻褃を合せようというのでしようが、これで必要な分が確保出来るかといったら、全然出来ないと思います。というのは、期待リターンを目標に合わせても、実際のリターンはその通りにはならないからです。実際のリターンは期待リターンを上回ることもあれば下回ることもある、せいぜいフィフティフィフティです。しかし実を言うと、先ほど俊野委員がおっしゃったリスクのある運用の場合、そのフィフティフィフティにもならない可能性が高いのです。

というのは、債務のほうというか、積立金の必要な額の計算では、リスクなしのリターンでずっと累積しています。そうすると、この賃金上昇率プラス1.7%というのは、いわゆる幾何平均リターンということになります。一方、期待リターンは、年々変動するけれどもその平均、すなわち算術平均です。

それでは、算術平均と幾何平均はどれぐらい違うかということ、リスクが小さい場合はほとんど変わりませんが、このモデルポートフォリオのように12%から13%ものリスクがある場合には、そのリスクの二乗を2で除するだけ幾何平均リターンは算術平均より小さくなります。このケースで計算すると約0.8%になります。

こんなに下回るわけですから、フィフティフィフティでも達成出来ません。しかも積立金が

不足しても追加拠出がないわけですから、この計画でやるということはもう払えませんよとなる確率が高いということです。そういうことで出発することになるわけです。私も国共済の受給者ですが、これでは堪らないから何とかしてくれと言いたいです。

それと、もう一つこのシミュレーションについて、制度が変わっているわけですから、その資金の出入りは今のルールを前提とするのはおかしいのではないのでしょうか。当然、根本的に制度が変わってしまっているのですから、全体的な見直しをしないとおかしい。運用の体制も含めて見直すべきではないのでしょうか。これはGPIFとは関係ありませんから、こちらだけで、ただし国共済が絡んでくるから、国共済を含めて全体を見直す必要があるのではないかと思います。

○大森資金運用部長 旧3階につきましては、現在主務省であります総務省におかれても検討中ですし、我々も今検討段階にありますため、本日の議題としておりません。次回以降しかるべく整えてご相談をさせていただこうと思っております。

それから、俊野委員のご指摘の積立金の見込みにつきましては、GPIFも一定の試算を行っておられます。今回、我々モデルポート案が示されて、まだこれだけの間がなかった状況のため、とりあえず数字だけ最適化の数字ということでお示しを案としておりまして、これをベースに検討を進めたいとしておりますため、次回以降対応させていただきます。

○若杉座長 そういうことで、出来るだけ簡潔にお願いします。

○徳島委員 現在この資料2でご提示いただいている基本ポートフォリオ案につきましては、基本的には1、2階をイメージしたもの、すなわちGPIFの影響を受けて考えないといけないう厚生年金に相当する部分のみに適用される基本ポートフォリオと考えてよろしいでしょうか。

それから、2点目でございますけれども、想定運用期間を25年から30年に変更することについて、地共済全体のキャッシュフローとしては、確かにこういった考え方が成り立ち得るかなと思っておりますけれども、逆に各運用実施主体、ここに参加されている共済組合の皆様におかれましても、30年ということで考えることを求める基本ポートフォリオ案なのでしょうか。

○大森資金運用部長 1点目につきましては、ご指摘のとおりで、これは厚生年金勘定についてのお諮りをしているということでございます。旧3階については、今回の対象外と考えていただければと思います。

それから、後者につきましては、今回は4管理運用主体ということで、私どもの極大値にある30年後ということで、あくまで極大値のところの年度までをとるという理念に基づいているものでございます。

各実施主体としての共済組合のポートフォリオ検討に当たりましては、我々お示ししますのは、中心値とこれも次回以降お示ししますけれども、中心値範囲というその2点ということになってまいりますため、あと当然算定根拠については、各共済にお示しはしますけれども、その諸々の情報を元に各実施機関においてご判断をいただきたいと考えております。

○若杉座長 どうぞ。

○千田委員

先ほどのポートフォリオの考え方で、タイムホライズンの長期化によりリスクを下げて債券のポジションを上げるという点が運用理論からも違和感がございます。リスク許容度に着目して検討されてはいかがでしょうか。

○若杉座長 どうぞ。

○田中委員 一言だけ。今、先生方のご意見を聞いていて再認識をしたのですが、大切な組合員の資金を預かって運用しているということからも、安全に運用していただくというのは大原則と思っております。ここは異論を挟む余地がないと思っておりますが、全体状況の中でこういう数値を出さざるを得なかったということは、一定の理解はしないわけではないが、出てきた数値だけを見ますと、それで本当に安全かつ最適な運用となり得るものなのかどうかという点について、率直に言って懸念されます。

今回、こういう案が出て、次の会議、今週ですか、一定の方向性を固めていくというようなことをお聞きしておりますため、本当に安全運用になるべきものなのかどうかということを、いま一度事務局からご説明をお聞かせいただきたい。

以上です。

○大森資金運用部長 お答えを申し上げます。

私共も長期にわたりまして、大事な年金の積立金でありますため、安全かつ効率的に運用しなければいけないということについては、従来から持っておりますし、今後はより一層重要になってこようと考えております。

そういった中で、今回政府から示されております積立金のその運用の目標、リスクについても提示はされておりますが、賃金プラス1.7%という非常にここで高いというのも何ですけれども、こういうプラス1.7%という目標を達成するための最適なポートフォリオということによって検討しなければならないという立場でございます。

結果として、これまで以上に標準偏差、リスクというものが高くなると、GPIFのポートフォリオの説明をいただいたときにも、私もこの標準偏差が従来よりも相当高いと、また全額

国内債券運用と比べても3倍程度あると、このことをどう考えるのかということは、私もGPIFに質問をし、政府から示されているのは今回下方確率であるというようなところを契機に、議論は実はさせていただいております。

したがって、このリスクが高いという以上は、当然市場の状況にもよりますため、絶対にこれはマイナスにはならないということを断言出来るものではないのでありますけれども、その与えられた範囲の中で、出来るだけリスクの低い、また目標が達成出来るようなポートフォリオ、またそれをもとに今後の運用を進めていかなければならないと、そのように肝に銘じております。

○若杉座長　そういうことで、GPIFのモデルポートフォリオが出たということで、それに対応して、急いでこの地共連がどうかということを出したもので、まだまだいろいろ改善というか、検討しなければならないことがあると思いますため、本日各委員から出た意見を反映して、さらに詳しく分析をしていただければと思います。

そういうことでよろしいでしょうか。

○警察小島局長　警察共済組合の小島でございます。

地共連全体のポートフォリオはこれから議論がなされると思うのですが、その中で独自資産は置かないと書いてあるのですが、これについてはうちからも、GPIFとご議論をしていただきたいという話をさせていただいておりますため、よろしくお願いをしたいということだけお願いします。

○大森資金運用部長　ご担当から承っております。

○若杉座長　それでは、時間もかなり押していますため、先に進めさせていただきますが、議事の3ということで、ガバナンス改革について、に移りたいと思います。これも事務局から説明をお願いいたします。

○大森資金運用部長　かしこまりました。

それに先立ちまして、実は資料2-3というのをご用意させていただいております、合同運用でございます。共済組合間の合同運用と1、2階、旧3階といった階をまたぐ合同運用、これについて要は検討を希望される共済組合と共に今後検討を進めていくという、現段階での論点整理をしたものでございますため、これについてはご参照いただければということにさせていただきたいと思っております。

それで、ご指示のありました資料3、ガバナンスの関係につきましてご説明をさせていただきます。これが一元化をされるということもありますし、こういうマーケットの環境、あるいは

は一元化後にいわゆるオルタナ等々の運用が許容されていくというような方向性にあります。我々が具体的にするかどうかということは今後の課題といたしまして、こういった運用環境の変化、また高度化をしていくというようなことに鑑みますと、ガバナンスを高めることが必要不可欠であろうということで考えております。

これは現段階におけます私共の考えております定性的な部分について、以下記述をしております。

まず、2といたしまして、この運用につきましては、資金拠出者が適切に関与出来るものでなければならないということでございます。私どもの公務員共済におきましては、組合員の方々等で構成をいたします運営審議会が既にご覧いただけます。また、企業年金連合会には評議員会が設置をされておまして、それぞれ重要事項を議決しているという制度になってございます。こういったことも踏まえる必要があるのではないかと考えてございます。

第3点といたしまして、法人の業務の性格に応じて最も適したガバナンス向上策を選択すべきと記載させていただいております。

GPIFにおかれては、これは年金積立金の管理運用の法人ということで、資金運用のみを行っておられます。このGPIFにつきまして、現在厚労省で検討作業班というものが設置をされて、今後年金部会に議論が上がっていくと伺っておりますけれども、一方で私共共済組合等におきましては、共済給付などのそのほかの業務もあわせて実施をしているという、こういう法人の業務の性格を念頭に置いて、これを踏まえた上での検討を進める必要があるかと考えております。

4つ目でありまして、安全かつ効率的な年金運用を行うためには、高度専門的な知見を有しておられます外部委員から構成されます運用委員会等の意見を求めることが適当ではないかと、地共済全体では、まさにこの委員会で検討いただいておりますし、地共連始め、各共済組合においても類似の委員会を置いているところが多いと承知をいたしております。

次に、5点目でありまして、年金積立金の運用は、年金制度のあり方と密接に関連をするということでありまして、単なる積立金の運用を増やしていくということではなくて、年金給付のための積立金の運用でございます。主務大臣の関与とガバナンス向上策というものの整合性をとらなければならないと承知をいたしております。

6点目でありまして、この資金運用の執行に関します監視機能というものの検討が要ろうということと、資金拠出者の皆さんに説明責任を今までより一層果たしていくことが重要ではないかと考えております。

最後でありますけれども、これは主に事務局の体制でありますけれども、高度の専門性が求められるということで、方針決定、また個別具体的な運用に至るまで、専門的人材の確保が重要であろうと考えております。

これらにつきましては、先ほども申しあげましたGPIFについて政府での検討が進められております。こういったものも踏まえまして、年明けに検討を進めて、次回以降のこの委員会にまた諮りまして、ご議論を賜れればと思っております。本日は状況報告ということでございます。よろしくお願いいたします。

○若杉座長 ありがとうございます。そういうことですが、よろしいですか。

○俊野委員 少し広い意味でのガバナンスという観点から、1点だけ枠組みの話を確認させていただきたいのですが、よろしいでしょうか。今回の地共済グループ全体で、モデルポートフォリオが出来て、今後は各実施団体がそれぞれ独自の方針に基づいて目標を設定して運用していくことになるかと思えます。このとき、政策資産配分等は各団体が独自の見通しのもとで決めていくことになるのでしょうか。それとも、今後最終的に資金が枯渇した場合は地共連が給付を行うということですから、そういう意味では一体化した運用が求められることとなります。その意味では、地共連が指導的な立場でこういう運用方針で運用していただけますとか、何らかの示唆をされていくのではないかと思います。その際、各団体はどこまで独自の判断での運用が許容されるのかが、地共済グループ全体でのガバナンスという観点から重要な論点になるのではないかと思います。もしくは、少しこのように運用方針を変えて欲しいとか、そういうお願いをされる予定なののでしょうか。それから、運用結果についてのモニタリングの方針など、そこら辺のガバナンス体制はどのようになっていますでしょうか。

○大森資金運用部長 モデルポートフォリオを象徴的にといいますか、先立ってご議論いただいておりますけれども、地共済全体の管理運用につきましては、地共連でモデルポートを含めます管理運用の方針というのを定めます。その中で全体としてガバナンスを含めて、この管理運用の中で守っていかなければならないことということを当然一定程度、記述をしていくということになってまいります。

ただ、モデルポートの数字の一つにつきましても、ご指摘の短期のキャッシュアウトの状況でありますとか、また現在ベンチマークが異なる共済もおられて、それも含めて一定独自性、あるいは創意工夫というものが出てこようと思えます。そのバランスのとり方ということも含めて、この検討委員会でご議論をいただこうかなということで考えておりますので、よろしくお願いいたします。

○俊野委員 ありがとうございます。

各実施団体が例えば独自の市場見通しに基づいた意思決定をすとなると、期待リターンの推計などを独自に行うためにそれなりの体制を維持することが必要となると思います。それとも、独自の期待リターンの推計等は今やらないでくれという方針もあるかと思われます。各団体の運営方針の決め方ということに関連してくるものですから、そこら辺はどうなのでしょう。

そこら辺も含めて各団体の自主性に任せるのか、モデルポートフォリオはある一定の資本市場の前提に基づいて地共済グループ全体の方針という形で提示するため、市場に対する見方が違うため、株式の比率を上げたり下げたりとか、そういう独自の判断は今やるべきではないのか、そこら辺の関係はいかがでございますか。

○大森資金運用部長 全て私共のものといえますか、地共済ポートフォリオと同じにしなければならぬということまでは申しませんが、当然モデルポートと地共済ポートフォリオ、地共済ポートフォリオと各実施機関のポートフォリオと、それぞれの対応関係ありますため、かつ政府から示された目標というものも含めて、地共済ポートフォリオというものが先に定められているという前提のもとに、今具体的ものがないため、どれがマルでどれがバツと申し上げられませんが、その一定説明責任は実施機関において果たしていかなければならないと思いますし、それについて地共済ポートフォリオを定めている地共連、あるいは監督官庁であります総務省、こういうところが理解、納得が出来るものでなければその変更というのはいけないものと思っております。

○若杉座長 よろしいですか。

○瀨上理事 今回、公的年金一元化に伴って、我々が先ほど申し上げましたように、束ねる機能というのは法定されました。しかしながら、独自運用が基本でございますので、実は今は次のポートフォリオがメインテーマでご議論いただいておりますけれども、実はその基準とか、どの程度束ねるべきかなど、そのことが大きなテーマでございますため、直ちにというのは難しいのですけれども、来年しかるべき時期にその基本的な考え方も各運用主体のお考えもあるでしょうから、一つのルールづくりもご議論いただきたいということで、先のテーマにさせていただきます。

○俊野委員 分かりました。

○若杉座長 そういう意味で、本日基本ポートフォリオが問題になっていますが、これはまだごく出発点で、この後どうやってそれを実現していくかということは、各実施機関に任されて

いる、しかもフォワードルッキングとか、タクティカル・アセットマネジメントということが働いていますため、その点はある程度自由度があるだけに、ここがどうやってコントロールしていくかということはまた次の問題で、難しい問題はまだまだ多くありますよねと思います。

○俊野委員 ありがとうございます。

○若杉座長 そういうことでよろしいでしょうか。

時間が過ぎてしまいましたので、まだこの先もこの検討会ありますので、またそこでもいろいろ出てくると思いますが、最後にその他がありますが、それについて事務局からご説明いただけますか。

○酒巻企画管理課長 それでは、資料4をご覧ください。

現時点での今後の検討委員会スケジュール（案）でございますが、前回お示しした点からの変更点は下線が示しておりますが、これまでの資料では、次回は平成27年3月と予定しておりましたが、その前に平成27年1月の終わり頃から場合によっては2月にかかるかもしれませんが、基本ポート案と管理運用の方針案について、具体的な議論をする場を設けたいと思いますため、1回回数を増やさせていただきたいと思います。

以上が変更点でございます。

○若杉座長 お約束の時間が過ぎてしまって大変恐縮ですけれども、第2回地方公務員共済組合資金運用検討委員会を終了したいと思います。ご協力ありがとうございました。

午後12時08分 閉会