

第4回

地方公務員共済組合資金運用検討委員会

平成27年2月26日（木）

地方公務員共済組合連合会

午前9時29分 開会

○酒巻企画管理課長 それでは、定刻までやや間がございますが、皆様お揃いになりましたため、ただいまから第4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。

なお本日、金崎委員及び高山委員は、所用によりご欠席との連絡をいただいております。

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

まず、冒頭に1枚紙で次第がございまして、その次に配席図、資料1、参考資料1、参考資料2、参考資料3、参考資料4、資料2、資料3、資料4、参考資料5、そして最後に資料5という構成になってございます。

それ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。

では座長、お願いします。

○若杉座長 皆さん、おはようございます。本日もよろしくお願ひいたします。

議事進行についてもご協力のほどよろしくお願ひいたします。

本日の委員会の議事は「1・2階に係る地共済全体の基本ポートフォリオについて」、そして「旧3階に係る地共済全体の基本ポートフォリオについて」、そして最後に「その他」の3本となっております。最初に議事の1、「1・2階に係る地共済全体の基本ポートフォリオについて」ですが、初めにその内容について、事務局より説明をお願いしたいと思います。

○大森資金運用部長 おはようございます。資金運用部長の大森でございます。

それでは、1・2階部分の地共済基本ポートフォリオに係ります資料の説明をさせていただきます。

資料1をご覧ください。5つほど項目を記載しておりますけれども、順次、ご説明を申し上げます。

まず、この1・2階部分の積立金の運用に当たりましては、よくご存じのことではありますが、厚生年金保険事業の共通財源としての一体性を確保という観点から、我々の地共済基本ポート、他団体のポートも同様ではありますけれども、4管理運用主体が共同して定めるモデルポートフォリオに則して定めることとされております。モデルポートフォリオの案につきましても、参考資料1に添付をさせていただきます。なお、このモデルポートフォリオ案につきましても、昨日、私共地共連の運営審議会を開催いたしまして、その中で報告をさせていただきますところでございます。

資料1の2点目に移らせていただきますけれども、この私共におきましては、モデルポート

フォリオ案、あるいはその検討状況を踏まえまして、地共済の基本ポートについて、昨年末から検討を行ってきたところでございます。参考資料2に目を移していただきますと、詳細については後ほどまた説明をしますけれども、第2回（H26.12）提示案ということで、国内債券39%、以下、ここに示しておりますとおりの案をご提示申し上げまして、先生方からご意見を賜ったというところもでございます。

また、第2回及び前回2月2日に開催をいたしました第3回の検討委員会で先生方からのご発言要旨という形で参考資料の3に第2回、2月の第3回と発言要旨として整理をしておりますため、適宜ご参照いただければと思います。

資料1の3点目でございますが、「昨今の諸情勢を踏まえ」と書かせていただいておりますけれども、モデルポートフォリオ案を検討して進めてまいりました。また、GPIFが昨年の10月末に基本ポートフォリオを変更されているのに加えまして、参考資料の4で添付をさせていただいておりますが、昨日2月25日に国家公務員共済、KKRが、これは現行の基本ポートフォリオの見直しという体裁ではありますけれども、資産構成割合を見直されております。資産配分の割合といたしまして、国内債券35%、以下、モデルポートフォリオ案と同様の割合としながら、乖離許容幅につきましては、プラスマイナス、30%、10%、10%、10%というような形で、それぞれ一定といいますか、大幅に拡大をされているというような形の基本ポートフォリオを改訂し、昨日から適用されているというようなことの報告をいただいております。このことについては、本日の朝刊などにも載っているところかと思えます。

こういうことですか、民間、国民全般の厚生年金の運用と、それから公務員共済のこの年金の運用というところの差異といいますか、同一性といった観点からの議論もされているというように伺っておりますけれども、こういった情勢を踏まえまして、地共済基本ポートフォリオの中心値につきましても、この厚生年金の共通財源としての一体性を確保することを念頭に置きまして、モデルポートフォリオと中心値を同様とするという方向で検討を進めてまいりたいと思っております。

ここで参考資料の2に戻っていただきまして、基本ポートフォリオ案の比較ということで、簡単に整理をさせていただきました。先ほどご覧いただきました表の一番上の太囲みのところが今回案と書いておりますが、要するにモデルポートフォリオ案の構成割合と同じものがここに記載をいたしております。今回のこの比較に当たりましての前提条件でありますけれども、12月の案では、①にあります想定運用期間を地共済の実態に即した形で30年とするということで提示をさせていただきましたけれども、いただいたご意見でありますとか、今回、モデル

ポートフォリオ案に則してということを考えますと、そのさらに前提となっておりますGPIFの基本ポートフォリオの想定運用期間と同様であります25年ということで考えたほうが良いのではないかと考えまして、今回、想定運用期間を25年としております。そのことによりまして、③の期待収益率の国内債券の収益率につきまして、これが0.2ないし0.3ポイントほど下がっておるといようなことになってございます。

こういったことで分析をいたしました結果で、上の表に戻っていただきまして、今回の案で実質的なリターンといたしまして、いわゆるケースEの場合で1.77%、実質的なリターンが1.77%、Gの場合で1.98%ということで、年金部会の報告書で示されております賃金上昇率プラス1.7%という条件を満たすといようなポートフォリオになっているといことでございます。

なお、この前提条件をもとにいたしますと、12月にお示しをいたしました、その下の行の案ですと、国内債券の利回りが下がるということから、実質的なリターンが若干減りまして、ケースEで1.51%、ケースGの場合で1.72%といようなリターンになってくるといことでございます。

さらに標準偏差でありますけれども、これは国内債券の割合が下がり、国内株式等が上がっておるといようなことで、標準偏差については、12月の案よりは1.5ポイントほど上昇しておると。さらに、現行基本ポートフォリオと比べましても、一定の上昇が見込まれるといようなところでございます。下方確率につきましては、第2回の提示案よりは、若干ではありますけれども、低下をしているといようなことになってございます。条件つき平均不足率につきましては、これはこの表の上に行くほど、一定の不足率の増加が見込まれるといような分析結果となっております。

再び資料1のほうに目を戻していただきまして、あと2点ほど申し上げます。こういった基本ポートフォリオ案で検討を進めたいと考えておりますけれども、許容乖離幅につきましては、モデルポートフォリオの中心値範囲の大きさといえますか、GPIFの基本ポートフォリオの許容乖離幅であります10%、9%、4%、8%というものを1つの目線として検討することといたしたいと思っておりますけれども、私共地共済は、繰り返し申し上げますとおり、7つのものに分かれておまして、その各組合等の運用の実態でありますとか、それから地共済におきましても今の資産割合といえますのは、国内債券が一定、高くなっていて、あとの3資産がこれと比べますと下回っておるとい状況でありますため、現在のポートフォリオからの円滑な移行といようなことも考えまして、引き続き精査の上、改めて次回案をご提示差し

上げたいと考えております。

最後に、この地共済全体の基本ポートフォリオは各組合の基本ポートの元になるという位置付けもございまして、各組合等の基本ポートの中心値範囲、許容乖離幅についての考え方もここであわせて整理をしなければいけないということでもありますけれども、地共済全体の今回検討いただいておりますポートフォリオ、それに基づく実効ポートフォリオの管理の観点ということで、実効ポートフォリオを基本ポートフォリオの中にどうやって収めるかという管理の観点が必要でございますため、原則として、各組合の基本ポートについては、全体の地共済基本ポートの許容乖離幅の範囲内で策定をしていただくということで考えております。

ただ、規模に比べまして、キャッシュアウトの割合が大きい組合ということが一定ございます。そういったところなどの取り扱いにつきましては、若干の例外設定も含めて検討をして、整理をしてまいりたいと考えております。

事務局からの説明は以上でございます。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。

ただいま大森部長から1・2階に係る地共済全体の基本ポートフォリオについてご説明をいただきました。質問とか意見がありましたら、どうぞお出しください。

○浅野委員 今、基本ポートフォリオをモデルポートフォリオと同じにするという説明がありましたが、何故そうするかについては全く説明がありませんでした。少しその点が不満です。何故そうするかということは、我々が受託者としてやはり納得出来ないといけないし、委託者に対してもちゃんと説明出来なければいけない。それは受託者としての最低限の責任だと思います。さらに、何故株式を増やすのかという、その理由によって、株式の具体的な中身も違ってくるし、あるいはその後の評価の仕方だって変わってくると思います。そういう意味で、この点ははっきりしないといけないと思います。

それで、モデルポートフォリオを作られたGP I Fというか、そのもとになっている社会保障審議会の議論を見ると、論理のすり替えとか、あるいは投資理論の曲解というか、わざと多分やっていると思いますが、もう強引というか、牽強附会と言わざるをえないのではないかと。その論理付けに則って、今回、モデルポートフォリオをそのまま採用されるとしたら、私は大反対です。

ところで、ではそもそもこの株式を増やすことがどこから出てきたかということ、これはアベノミクスの成長戦略の一環として出てきたわけですから。これについては、例えば時の政権の意向によって、長期の運用が変えられて良いものかどうか、あるいは、成長戦略自体が年金との関

係でどう評価すべきか、ということをもっと議論すべきだったと思います。

ところが、社会保障審議会もGPIFもそれをやらないで、自分達の今までのリスクテイクと変わらないという枠の中で、政府の意向を酌んでしまったために、何か論理的に破綻してしまったということではないかと思います。

それでは、成長戦略について、年金の立場からどう考えるかという、私は株式投資を増やすということについて、全く否定は出来ないのではないかと考えております。というのは、例えば投資理論でいうと、国債が一番リスクが少ないということになるわけですが、でも、国債だけに投資していったら、それで年金制度が維持できるのか、ちゃんと将来にわたって給付が出来るのかといったら、多分そうではないでしょう。年金制度を維持するためには、経済が発展するとか、雇用が増えて、所得が増えるということがもっとクリティカルになってきます。そういう意味からいうと、果たしてどれだけ効果があるか、そういう実証は出来ませんし、論理的にも完璧とはなかなか言えないとは思いますが、株式に投資をして、リスク資本を供給するという事を通じて経済を発展させて、それがひいては長い目で見て、年金制度の維持に繋がる。こういうことであれば、それは年金の運用として、株式を増やすということも否定は出来ないし、そうなるように期待するという事になるろうかと思えます。

でも、そうであるとしたら、同時に、それは国債に投資することは駄目だということの意味するわけです。何故かという、国債に投資したって、赤字財政のファイナンスをするだけで、経済の成長には全然繋がらず、むしろマイナスになってしまうということになります。また株式投資だって、単にインデックスファンドをやっていればいいですよとはいきません。やはりちゃんと企業を見極めて、成長の見込まれる分野へ資金を投入するというようなことが必要になってくるわけです。そういう意味で、私はどのようにそういう点を考えておられるのか、そのところをやはりはっきりさせて、この基本ポートフォリオにするかどうか、いま一度議論する必要があると思います。

○若杉座長 ありがとうございます。

事務局から何かレスポンスがありますか。

○大森資金運用部長 その点、ご指摘をいただいたと思っておりますけれども、まず私共の今回、ポートフォリオを検討するに当たっての前提というのは、昨年の3月の年金部会の専門委員会の報告書、これを踏まえなければいけないということで、リターンについては、冒頭に申し上げましたとおり、賃金上昇率1.7%と、それから、それに加えて、リスクの示し方という項目の中で、全額国内債券において、名目賃金上昇率から下振れするリスクを超えないこ

とということで、資料では下方確率と書いておりますけれども、そういった要件等が示されているということでございます。

委員から、年金部会、専門委員会のご議論についての論理展開についてのご意見がありましたけれども、私共地共連としては、その議論に参画する立場ではなくて、ここで出されました一定の要件というものを前提として、そのポートフォリオを検討させていただくという立場にございますため、そういったリスクリターン等の諸条件を満たすような、その中で一番安全かつ効率的に運用出来るようなポートフォリオを検討させていただくという立場にあるかと考えている次第でございます。そういった中で、リスクあるいは各資産のリターンをもとに検討していったわけですが、やはり今回の、これまでと違う要因というのは、国内債券について、非常に低金利下にあると。今後の金利上昇を見込みますと、一定のキャピタル・ロスが発生をするといったことで、リスク資産を増やしたいということではなくて、国内債券がこれまでよりは計算上、持ちにくいというような環境にあるものと考えております。今回の資料の中でもお示ししておりますようなリスクリターン相関係数、これに基づきまして、単純に計算しますと、このモデルポートフォリオよりも、若干さらにリスク資産に寄っておるといいますか、国内債券がもう少し下になるような計算も出来るわけで、そういった中で、このモデルポートフォリオの35%、25%、15%、25%というのは、株を持ちたいから持っているということではなくて、現下の状況、それから、将来の見込みというものの、こういう前提を置いて、それから条件を満たすようなポートフォリオを真摯に計算した結果ということでご理解をいただきたいと思っております。

アベノミクス、あるいは成長戦略についてのご指摘もありましたけれども、このことについては、我々、年金の積立金のポートフォリオを検討するに当たっては、やはりこの積立金の長期的な観点から、安全かつ効率的な運用をいかにするかということに専念すべきだと思っておりますけれども、我々の投資行動の結果として、日本経済の成長に資するということがあれば、それは大変幸いなことだと考えております。

以上でございます。

○若杉座長 どうぞ、浅野委員。

○浅野委員 今、債券は金利上昇でリターンが低くなると、マイナスになるとまでおっしゃいませんでしたか。そういうことで債券は避ける、そのかわり株式に投資するということだったと理解しましたが、それは投資理論からいったら、暴論も甚だしいと思います。債券のリターンが低くなるというのであれば、キャッシュに避難すればいい、あるいはデュレーションを短

くすればいいわけですし、それをいきなりリスクの高い株式に持っていくというのは、暴論と
言わざるを得ません。有識者会議でそういうことを言っている方もいたようだけれ
ども、それは投資理論からはかけ離れた議論だと思います。

○若杉座長 このことについて、他の委員からご意見ありませんか。

村上委員、お願いします。

○村上委員 次元を分けて議論しなければならないのではと思いますのは、有識者会議や社会
保障審議会等の一連の検討の中で、ある程度、固められてしまっている部分をまた議論するか
どうかという問題がありまして、それをまたここで議論すると、いろいろな矛盾が多く出てく
ると私も思っているのです。けれども、仮にそれを所与のものとして考えたときに、一元化の
中で主体を分けて運用することの意味というのは、それぞれの主体ごとに持っている資金の
キャッシュフロー等が違うというようなことも一つの理由になるかと思います。そのとき、前
回の2月2日の委員会の折の発言として、私がお話ししたかったことなのですが、まずこの地
共連とGPIF等において、将来の資金の見通し等の特性というのはどのように違うのか、
キャッシュフローの起こり方がどう違うのかを把握することです。そして、資産の組み合わせ
だけでリスクリターンを考えた場合と、キャッシュフローも絡めて考えた場合、例えばキャッ
シュアウトが大きいときに株式の下落が起きたようなときには、どのぐらいその後の資金運用
にダメージが残るのか等、その辺というのは主体ごとにリスクが違ってくると思います。その
ようなことを明確にした上で、これが最良の選択であるということを議論していただきたく
ったということが、前回にそのような発言をした趣旨でございまして、それで、リスクも複眼的
に見て、下方リスクだけではなくて、年々のぶれでこのくらいまで起こることが大丈夫だとか
等々を確認しつつ、これが最良の選択であるというところをご説明していただきたくったとい
うように思っている次第でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

大森部長。

○大森資金運用部長 ご指摘ごもっともかと思ひまして、積立金の推移につきましては、想定
運用期間のところ若干出ているわけですが、我々のほうが、ピークアウトが少し遅い
というような特性はあろうかと思ひます。最初の段階では、そこに着目して、ポートフォリオ
を検討すればということで、12月に案をお示したところでもありますけれども、そこについ
ては若干ネガティブなご意見をいただいたと記憶しておりますし、その他に、全体の状況を勘案
してということで、差し替えさせていただくということになっているのが正直なところであり

ます。そういった長期推計、地共済全体と各組合の推計については、一定の前提を置いてではありませんけれども、試算をさせていただいて、以前こちらにも資料としてお示しはしておりますが、そういうところは一定、踏まえたつもりではございます。

それから、前回のポートフォリオにつきまして、それを長期的に続けていけばどういふ推移をたどるかという、いわゆるシミュレーションですけれども、そこについても、実は一定作業はして、第3回にお示しをしようかなということで準備を進めておりましたが、ちょっと方向転換を図らなければいけないのではないかという観点で、第3回でご提示するのを一旦ストップさせていただいて、結局お蔵入りというような状況になっております。

今回の国内債券35%というポートフォリオにつきましても、一定、その作業を進めておりますため、次回の検討委員会では、この部分の検討結果についてもきちんとご提示をさせていただきたいと考えております。すみません、2回ほどお待ちいただくような形になって恐縮ですけれども、よろしく願いいたします。

○若杉座長 他にご意見ありますか。

○俊野委員 1・2階部分につきまして、金融危機と同じような状況が起こった場合には、従来の資産配分であれば9兆円ほどの損失で済んだのに対して、今回の資産配分ではリスクを高めることによって、30兆円ほどの損失ということは、120兆円ほどの資産規模で30兆円ということになりますと、25%ほどのマイナスのリターンが発生するリスクを負うことになるため、GPIFの委員会では反対意見が出たという日経新聞の記事が出ていたかと思えます。

その意味で、株式の比率を高めることによって、金融危機のような異常な状況が起こった場合には、かなり大きなダメージがあることとなります。その点は、きちんとリスク分析をされており、そういう認識はありながらも、今後100年の中長期的な資産運用という観点から、人口が減少する中で、何とか年金制度を維持するために株式の比率を高めることが妥当だという結論に達したという内容の記事が載っておりました。

ですから、そういう意味では、金融危機のような大きな事態が発生した場合のリスクも踏まえたうえで、かなりの覚悟を持って意思決定をされたと理解しております。一元化の中で今回、同じ船に乗るということでございますため、私は1・2階部分につきましては、国の方針、GPIFの方針に乗っていくということは妥当な判断ではないかなと考えております。ただ、旧3階部分は別ですので、その議論は、またその段階で。

○若杉座長 大森部長、何かありますか。

○大森資金運用部長 今回の部分について、私共、計算結果が手元でございますため、ご披露申

上げます。平成20年度の収益率について、報道等もされておりますし、あるいは国会の質問主意書でも議論になっております。そこについて我々も計算をしてみました。

20年度の実績で申し上げますと、収益率がマイナス8.9%、収益額についてはマイナスの1.4兆円というのが実績でございます。これに対しまして、新たな基本ポートフォリオ案での想定ですと、収益率がマイナス21.4%、収益額については、マイナス3.4兆円ということで、2倍強というようなことで見込まれております。この傾向につきましては、GPIFとほぼ同じでございます。

○若杉座長 他にいかがですか。

徳島委員、どうぞ。

○徳島委員 他の委員の皆様がおっしゃられているとおり、そもそも今回のこの基本ポートフォリオの考え方は、例えば金利が上がり債券のリターンがマイナスになるのではという考え方なのですが、これは新規の資金流入がなく債券の投資をそこで一旦とめてしまった閉鎖型のクローズな世界であれば、そのようになります。しかし、継続的にキャッシュフローが入って来るポートフォリオにおいては、別に金利が上がったら、その高い金利で債券を買えるわけですから、結果的には、大きなマイナスのリターンになりません。したがって、今回の基本ポートフォリオを策定する前提でも、国内債券の期待収益率が2.6%とか2.0%という数字になっているわけですから、まさにそこは、浅野委員のご指摘されているとおり論理のすり替えが確認されるのであり、全く投資とは関係のないところでポートフォリオが決まっているという事実を、我々委員として確認しておきたいと思っております。

ただ一方で、俊野委員からもご指摘のありましたとおり、純粋に理論的な立場からではなく、正直言って、今回のように、もう外枠が固められ、この基本ポートフォリオを所与とせざるを得ない状況にある中で、どのように取組むか。例えば今回、KKRが採用されたように、乖離許容幅を従来より極端に広く拡大するということがあり得るのかどうか。プラスマイナス30%といった幅は、民間の企業年金ではあり得ない許容幅だと思います。地共済と同様に外枠が固められている状況であるゆえに、ポートフォリオの構築の後の運用局面で柔軟に対応せざるを得ないのではないかと考えております。具体的な許容乖離幅につきましては、次回の議論ということですので、資産の状況等いろいろな前提を含めて考えていただく必要があると思っておりますし、この基本ポートフォリオの中心線への移行をどれぐらいの期間をかけて実施するか、そしてリバランスのルールをどうするか、まさに具体的な運用面での取組みのほうで、ここまで枠組みが固められてしまったために、重要になっているのではないかと考えております。

以上です。

○若杉座長 他によろしいですか。

千田委員。

○千田委員 先ほどの大森部長からのご説明の中で、消去法でやむを得ずリスクをとる基本ポートフォリオを設定されたという点がやはり気になっております。

また、リスクについて、債券（4.7%）に対して短期資金（0.5%）が相対的に低いことから、実際の運用上短期資金の扱いについても配慮していく必要があると思います。

乖離幅については、定量的な判断のみでリバランスを実行されるのか、あるいは乖離幅の中で戦略的にアロケーションを変更されるのかなどについて、検討していただきたいと考えます。

○若杉座長 ありがとうございます。他に。

では、田中委員、どうぞ。

○田中委員 皆さんから言われている話はおもっともと思いますし、組合員の感覚から申し上げますと、第2回検討会で示された国内債券39%という数値は地共連として様々な要素を主体的に検証し、適切な数値として出されたものと理解しております。昨日発表されたKKRのことでありますが、あまりにも、許容乖離幅30%はおかしいと思いますが、ここにGPIFに合わせる形で債券比率35%という案が出されているわけで、結局、そうしたKKRの状況に引っ張られるような形で、そうせざるを得ないとの判断に至ったのかなと思います。私ども自身が許容乖離幅をどこまで持つのかという、これは次回以降の議論になりますけれど、組合員の立場からすると、今回のようなことは非常に分かりにくいと思います。結局、合わせざるを得ない、辻褃合わせの議論の中に、後追いのような理屈を付け加えているのではないかというふうに疑念も持ってしまいますため、その点は十分、次回に向けて、組合員に向けてきちっと説明出来るものを出していただきたいし、あわせて、許容乖離幅は、KKRのものはあまりにも驚きの感がぬぐえませんが、それなりの柔軟性を持たせた許容乖離幅について、引き続き検討いただきたいと思っています。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございます。

皆さんからご意見が出ましたけれども、このKKRの乖離許容幅30%、一見ふざけた話のように見えますが、個人的には妥協の産物であると見ています。もちろん真相は分かりませんが、KKRは一方で、GPIFの言い分を尊重し、株式市場の活況を維持したい安倍政権の方針に従う姿勢を示しています。しかし、GPIFの基本ポートフォリオは、KKRにとってベスト

に近い運用とは言えないわけですから、広い乖離許容幅を認めさせることで、事実上、自由度を獲得したのではないのでしょうか。それを他の運用主体も歓迎し、合意に至ったということではないかと思います。

株式保有を増やすということですが、これがまさにアベノミクスのバックアップになっていると言われていますが、年金資金が政治に左右されるということが一番良くないと思います。私も長い間、GPIFに関わっていましたが、そこでは断固として政治からの影響を跳ねのけようということをやっていました。政治家は年金のためだけに政治活動をしているわけではありませんから、いつ年金の加入者・受給者に不利な政策を振りかざすか分からないからです。今、GPIFの姿勢はすっかり変わってしまったようです。

年金が健全に運営されるためには、経済がしっかりしていなければなりません。現役の間、働いて十分稼ぎ、その間の蓄えで老後は遊んで暮らそうというのが年金ですから、経済が元気で、現役の間にたくさん給料を貰えないという状況では、年金は絵空事です。そのためには、経済を支える企業がしっかりしていることが大事です。日本の株式市場を振り返って見ますと、バブルの崩壊以降、ずっと下降トレンドを辿ってきました。アベノミクスになってから少し上がっていますが、これが真の反転になるのかまだ不透明です。アベノミクスはそれを確かなものにしようとなり振り構わずという感じです。外国の人と話しますと、アベノミクスが成功しないと明日の日本はないと考えている人が多いと感じます。アベノミクスが正しいとか間違いとかでなく、あるいはアベノミクスかそうでないかではなく、とにかく今日本の改革を成功させなければいけないわけですね。

アベノミクスの一つの目玉が株式投資による株価の引き上げです。年金がその頼みの綱ということですが、企業が頑張ってくれて経済が成長し、それに合わせて株価が上昇してくれば、年金の受給権が保護されます。当然のことですが企業の行動が年金だけでなく日本の将来を左右します。浅野委員がいろいろ指摘してくださいましたが、私の考えからすると1つだけ欠けていたと思います。それはコーポレート・ガバナンスです。この点はアベノミクスも重視しており、スチュワードシップ・コードとか、監査委員会等設置会社というガバナンスの仕組みとか、あるいはコーポレート・ガバナンスコード等を制度化してきました。コーポレート・ガバナンスとは本来株主の権利ですから、同時に株主にコーポレート・ガバナンスを健全に機能させる責任があります。株式を持つ以上はガバナンス、株主としてのガバナンスをしっかりとやって、企業に業績を上げて貰わなければなりません。その結果経済が活性化すれば、国民は豊かになり、税収が増加し国債の問題も徐々に解決していく。80年代双子の赤字に悩まされたアメ

リカが、1990年代クリントン政権下でガバナンス改革に成功し、経済を再生させました。

私は今回の基本ポートフォリオの決め方には大いに異論を感じていますが、政府の方針で決まってしまった以上、そして地共連もこれを受け入れざるを得ない以上、この既定路線の上で最善の結果を残せるようベストを尽くすしかないと考えています。参考資料2に、今回案というのがありますが、プロとしてその数字を実現していくことが使命だと思います。出来るか、出来ないかではなくて、やらざるを得ない。出来るだけではなく、決めたことを出来るまでやるというのが、それぞれの運用主体の責任だと思います。それが私の基本的なスタンスです。

浅野委員、何かありますか。

○浅野委員 ガバナンスのことはおっしゃるとおりで、株式投資を増やす意図がどこにあるのかということからしたら、やはり成長企業に対して資金を供給すると共に、ガバナンスをしっかりするという事です。非常に大切だと思います。

○若杉座長 地共連は地味ですがきちんとガバナンスをやってきたと思います。優等生といっても良いと思います。一元化のもとでは自分だけが優等生であれば良いではありません。さらにそれを他の運用主体も優等生に感化するよう頑張っていたいただきたいということが私の個人的な希望です。

他によろしいですか。もしなければ、時間の限りもありますため先に進めたいと思います。議事の1は、現在の状況をご説明いただいたということで進めたいと思います。どうもありがとうございました。

それでは、2番目の議事「旧3階に係る地共済全体の基本ポートフォリオについて」に移りたいと思います。これも事務局から説明をお願いします。大森部長、よろしく願いいたします。

○大森資金運用部長 それでは、議事の2の説明を申し上げます。

旧3階につきましても、10月の一元化を、もう半年あまりというような状況で控えておりまして、検討を急がなければならないのでありますけれども、こちらにつきましても、初めての制度ということもありまして、所管の総務省等も含めて、若干の調整が残っているというような状況で、まだ厚生年金のポートフォリオまでの熟度には少し追いついていないというところではございます。ただし、今考えておりますところを、資料2としてご用意させていただいておりますため、この資料の説明をさせていただいた上で、現時点での私共の考え方というものを披露申し上げたいと思います。

資料2の説明につきましては、企画管理課長の酒巻から説明をいたしますため、よろしくお願いたします。

○酒巻企画管理課長 それでは、私からお手元の資料2についてご説明をさせていただきます。

1枚おめくりいただきまして、まずは一元化前後に積立金の関係がどのように変わるかということで、皆様ご案内のこととは思いますが、左から右に時系列に流れておりまして、現在は一体で運用している長期給付積立金が、平成27年10月に下段の厚生年金の部分と、あと上段の旧3階部分とに分かれます。旧3階は閉鎖型ということで、どんどん減っていくと。一方で、新3階はゼロからどんどん積み上がっていくということで、徐々に入れ替わっていくイメージになります。

2ページにお移りいただきまして、年金給付に必要な積立金所要額に影響を与える要素ということで、収入、支出、階ごとにそれぞれ分けて整理いたしました。

まず1・2階につきまして、収入は掛金の上限が、公務員は平成30年、18.3%に固定されますということと、あと賃金上昇率ですが、労働力人口によって、掛金の増減が影響してまいります。一方、旧3階は新たな掛金収入がございません。閉鎖型ということで、これらのような影響はございませんというところが異なります。

一方で、支出は、1・2階のところにありますような、長寿化ですとか、賃金や物価の上昇、それらの影響を緩和するマクロ経済スライドがございまして、こちらは旧3階部分につきましても、現在、一体で運用している公的年金が2つに分かれるという、その一方ということで、こちらは一元化後も2階と同じように、これらの要素によって連動し、影響を受けるというところは同じでございます。

3ページに移りまして、旧3階の収支についていろいろ考えていく際に押さえておくこととしまして、まず、こちらは一元化法案の政府説明資料の抜粋でございまして、仕分けの仕方としまして、まず厚生年金部分の積立比率、支出に対して積立金が何年分あるかということを経済計算して、このときは少なくとも4.2年分と。その同じ4.2年分をまず公務員共済からも拠出すると。その残りが旧3階に仕分けられるということで、この時点では旧3階の収支は考慮されていないということになります。この数字も平成26年財政再計算ではケースEですと4.55年分と示されていまして、今後、さらに一元化スタートまで動く可能性があるという状況でございます。

その資産の仕分けに係るスケジュールをもう少し具体的に、現在想定している部分をお示しいたしますと、4ページになりますが、平成27年10月1日の一元化に際しまして、資産分離を

行うわけですが、この際に使用する数字は、平成26年度の決算とあと平成27年度の予算を使って、概算で算出した数字で行うと。この状態で1年近く運用いたしまして、平成27年度決算が確定する、平成28年秋頃にこの予算の値を決算の値に置き替えた上で再計算して、確定させた上で精算するというので、完全に確定するのが平成28年秋頃というようなスケジュールになります。5ページにお移りいただきまして、それぞれ保有しているファンドをどのように仕分けるかということで、現在、長期給付経理に対応する各ファンド、管理している信託銀行があると。一元化でそれらを仕分けるわけですが、右側のように経理とそれに対応するファンド、管理、信託と完全に仕分けるのがあるべき姿だということになると思いますが、先ほど申し上げたような、概算で算出したまま、しばらく運用していくということになりますと、当面はファンドを完全に分けるというのは、暫定の仕分けの割合で収益を案分するようなルールを作って、そのルールのもとに案分して、配分していくような形で、一定の期間は走らざるを得ないのかなと。こちらは信託銀行ですが、投資顧問の作業のスケジュールの都合なんかも考慮する必要があると思いますが、しばらくの間は、このような形で行かざるを得ないのではないかと考えておるところでございます。

こういった状況を考えながらも、最後、6ページをご覧くださいますと、こちら25年度末の残高一覧でございますが、2・3号資産と、不動産とか組合員への貸付金などがございまして、こういったものを、少なくとも全体で9,000億円強保有していると。仕分けの際にこういったものは、厚年分を2階ではなく3階部分で保有すると。スタート時は旧3階に全て行くことになると、そういう方針でありますため、そういったことが厚年部分にない旧3独自の事情として考慮する必要があると。

あとこの下段になりますけれども、旧3階におきましては、閉鎖型で取り崩しを徐々に行っていくという中で、当方による推計値でございますけれども、年間5,000億円強、地共済全体としてキャッシュアウトが発生すると。こういったキャッシュアウトに、団体さんによっては小さくない数字であるというのがありますため、それに対応するような、例えばファンドをそれ用に保有するとか、そういった必要が出てくると。この点も厚年部分と異なる要素として挙げられると思います。

以上でございます。

○大森資金運用部長 すみません、資料の説明としては以上でございますけれども、これを踏まえて、私共の現時点での考え方について申し上げます。

これまでの検討委員会におきましても、先ほど参考資料3にも一部整理をしておりますが、

俊野委員や浅野委員から、閉鎖型年金であるので、これについてはきちんとそのリスクを押さえた運用が必要ではないかというご指摘をいただいております、このことについては、私共も当然そうあるべきだろうと考えております。

ただ、今申し上げましたとおり、この旧3階につきましては、厚生年金から持っていかれた部分の残りで運用するという、その誕生の経緯ということになりますため、持っていかれる部分がまず確定しないということと、その持っていかれるものについても、まだ9月末まで当然増減、日々ありますため、その両方の意味で、ここがきちんと確定をしないと、資産側のところが全く分からないというような、分からないということはありませんが、確定をしないというような状況でございます。

そういった中で、本来ですと積立金と、それから負債の側をきちんと把握して、それに見合った適切なポートフォリオを組むという作業をすべきところではありますけれども、なかなかそれが難しいという現状ということは申し上げざるを得ないのかなということで思っております。そういった中で、昨年一定の前提を置いて、これは厚生年金勘定と同じ経済前提等をもって財政再計算をして、最終的には不足には陥らないというような試算結果にはなっております。そういったこと、あるいはこれも1本の共済年金から2つに分かれるというような経緯等を勘案いたしますと、まず平成27年10月の開始段階では、基本的なポートフォリオの考え方としては、これは全く年金の性格が異なるわけではありますけれども、先ほど申し上げました1・2階、厚生年金部分のポートフォリオを基本としつつ、先ほど酒巻が説明させていただいた最後のページでありますけれども、この旧3階の資産の特殊な状況、共済独自資産、不動産貸付金を一定持っているということ、これは私ども、地共済でいうと、この40兆円が大体半々ぐらいになってくるというふうに思われますため、この資料ですと2%あまりですから、大体4%ぐらいの資産が旧3階の中に入ってくるというところをどう扱うかということが1点、それから6ページ目の最後、一番下ですけれども、キャッシュアウトについて適切に対応できるようなポートフォリオ、あるいは管理・運用の方針でなければいけないといったあたりを加味しつつ、最初の段階では厚生年金のポートフォリオ等を援用してやらざるを得ないのではないかというような方向感を持って、今、検討しているところでございます。

私共からの説明は以上でございますので、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。

これについて、ご意見やご質問がありましたらどうぞ。

浅野委員、どうぞ。

○浅野委員 タイトルは「基本ポートフォリオについて」と書いてありますが、基本ポートフォリオには全然入っていません。その前の事務的な手続の説明があっただけだと理解しています。基本ポートフォリオについて議論するには、やはりまず、債務がどの程度なのかということとちゃんと示していただきたい。それと積立との関係で、どうリスクをとっていかかという議論が初めて出来ると思います。

その債務と資産の関係、積立比率ですが、先ほどは十分足りるというような説明でしたが、私はとても足りないのではないかと考えております。一つは、平成26年度末の資産で1・2階部分に持っていかれてしまうわけですが、例えば今まで4.2年分を持っていかれると想定していたとして、このところ、GPIFは株を増やして、幸か不幸か、株価が上がって、3月末までこのままいきそうです。それに比べて、こちらは株をあまり増やさないで、従来どおりの慎重な運用をしています。そうすると、4.2年分持っていかれると思っていたのが、4.5年分だとか、4.8年分持っていかれてしまい、その部分だけ旧3階に残る部分は減ってしまうわけです。そういうところから出発しないといけないという問題がまずあります。それから、債務という場合、その評価の方法が問題ですが、賃金上昇率プラス1.7%というリスクがある利率で割り引くというのは、根本的に間違っています。企業年金と同じように、リスクフリーの金利で割り引いて、債務を把握しないとイケません。それから出発して、どれだけリスクをとるべきなのか、とらないといけないのかという議論に初めて進めると思います。

賃金上昇率プラス1.7%を前提に1・2階部分と同じような基本ポートフォリオで当面は運用するというお話でしたが、もしこれをずっと続ければ、すなわちこの期待リターンで運用できれば何とか足りるという、こういう計算をなさっているわけですね。ところが、この期待リターンというのはどういう数字かということ、大雑把に言ってしまうと、フィフティフィフティで達成出来る、出来ないという、数字です。しかも、前にも言ったと思いますが、債務の評価はリスクなしで伸ばして、計算しているわけです。これに対して資産はリスクがあるわけですね。言ってみれば、債務のは幾何平均と算術平均が同じということで伸ばしている。ところが資産はリスクがあるわけです。賃金上昇率プラス1.7%というのは、リスクがある場合の算術平均の数字です。算術平均を幾何平均に直すときにはどうやるかということ、リスクの自乗の2分の1を減じないとイケません。そうすると、0.8%ぐらい、今の数字だと下回るということになる。そうすると、多分、50%以上の確率で資金は足りません、こういうことになってしまいます。これは私の推論ですが、もしそういうようなものだったとして、組合員はそれで、ちゃんと自分の年金を貰えると思うのでしょうか。そこのところをシミュレーションして、どう

なのかということをやはり示していただきたい。これが次の運用を考える、大前提だと思いません。

それから、2番目に、基本ポートフォリオでアプローチするということですが、既に積立が終わっていて、債務も確定しているものの運用は基本ポートフォリオでは出来ないと思います。こういうアロケーションで、こうやってずっとやっていけば良いというわけではなくて、積立比率がどう変化するかに応じてリスクの取り方も当然変わってくる。そういう運用の仕方をしないとイケないと思います。

さらに、この地共済グループ全体で見ると、地共連が全部運用しているわけではなくて、ばらばらで運用しているわけです。そういう中でリスクの取り方というものが、きちっと統一してできるのかどうか。

特に今回の法律改正で、地共連は傘下の組合に対して指導が出来るというか、そういう権限を付与されたと聞いていますので、そこのところをどのように行使されるのか。そこは非常に重要なことだと思いますが、これに関連して、1つ懸念があります。それは国共済です。今度の旧3階部分は国共済を含めてまとめて運用するというか、まとめて制度としては出来ているわけですね。

多分、皆さん、ご存じだと思いますが、国共済はすぐお金がなくなってしまう。そうすると、そのリスクというか、負担は、こちら、地共済グループが、なかでも地共連が最終的には負うことになるわけです。そうしたら、当然、国共済に対しても指示をすとか、アドバイスをすとか、そういう権限が必要になるし、それはやってもらわないとイケないと思います。その点、どのようにされるおつもりなのでしょうか。

最後にもう一つ、この新しい制度になって、掛金はもう入ってこなくて、出ていくばかりですね。組合の中には、出ていく速度が非常に速いところがあります。そうすると、先ほどこのキャッシュアウトの数字が出ていましたけれども、こういうキャッシュアウトを抱えていて、果たして長期的な運用が出来るのかどうか、あるいはリスクを勘案しながら運用が出来るのかどうか、それは非常に心配です。だったら、キャッシュアウトを今のように、組合の分から先に出してしまっ、最後に地共連が出しますよというのではなくて、各組合もある程度長期の運用が出来るようにキャッシュアウトの仕方も変えるとか、あるいは、逆に各組合がキャッシュアウトを抱えて、運用に制約を受けるのであれば、全部集めて地共連で運用してしまったほうが効率的ではないかとも考えられます。そういう考え方も当然出てくるのではないかと思いますため、そのあたりもやはり、これだけ制度が変わるのだから、根本から検討し直してい

ただきたいと思います。

○若杉座長 ありがとうございます。

事務局から何かありますか。

○大森資金運用部長 ご指摘ありがとうございました。

旧3階、閉鎖型年金の運用の仕方として、冒頭、厚生年金のポートフォリオを基本にと申し上げておりますけれども、このことが本来の運用のあり方として、やはりおかしいのではないかというご指摘、これについては我々、全く反論の余地はないものと思っております。やはりきちんと資産と債務を把握して、それであるべき運用を考えるべきと、それはそのとおりだと思っておりますけれども、何分、制度の経過がこういう形で仕組まれておりまして、平成27年9月末までの段階で積立金の残高が決まらないう。最終的な確定は28年の秋にずれ込むと、1年先になるというようなことでありますため、今申し上げましたような横のポートフォリオを借りてきて、とりあえず走り出したいということを申し上げているということでもありますけれども、来年秋の積立金が、資産がきちんと確定しましたら、そのあたりをきちんと検証の上、本来のあるべき方法に則ったポートフォリオないし運用方針の構築というものが、当然必要になってこようと思っております。

それから、各共済組合、個別の共済組合等々の関係でありますけれども、やはり運用主体は地共済、7つに分かれておりますけれども、そこは一定のまとまった1つの方針で走らなければいけないということで、これについては地共連で管理・運用の方針を定めて、それに則って皆さんに運用していただくと。それに対して地共連としてはものを申し上げるといいますか、そこを束ねていくための権限を与えた制度になっておるということでございますため、この部分については管理・運用の方針の記述についても今後、この検討委員会の審議事項でありますため、そこも含めてご指導いただければと思っております。

ただ、KKRにつきましては、これは一応財政調整をすることではありますけれども、別建ての制度で、かつ、私共からそこを指導したりする権限ということは、法律上も残念ながらございません。いただいたご意見について、KKRにお伝えすると共に、これはやはり政府部内での調整もいただかなければいけない事項だと思っておりますため、私共から出来ることは、総務省にお伝えをして、これをもって、KKR所管の財務省とご調整をいただくように、私共からご意見と共に、意向についても伝達をしたいと考えております。

また、地共済の話に戻りまして、複数のところで運用して、小さいところ、キャッシュアウトで枯渇をするところもございますけれども、そういったところの運用のあり方としてのご意

見もいただきました。これについては、合同運用といったものに、論点について、以前この検討委員会にもご提示を差し上げましたけれども、その部分については、今、事務的に希望する共済組合も現にあられますことから、そういったところを中心に、今、実務的な詰めを行っているところでございます。この部分についても、まとまりましたら、この検討委員会にご報告をさせていただこうと思っておりますため、よろしくお願いいたします。

○若杉座長　そういうことでよろしいですか。

他に。村上委員、どうぞ。

○村上委員　検討のスケジュール感についてですが、資料に資産の分離、確定精算というスケジュールがありますが、その時点で、この閉鎖型の年金にフィットしたようなポートフォリオに移行出来るような検討を、例えば事前に幾つかの積立比率を前提として、積立比率がこのくらいであればこのようなポートフォリオ、というのを準備しておいたほうが良いのではないかと思います。といいますのは、このような閉鎖型の年金で一番残高が大きいのはスタートのときだと思いますため、それを考えますと、そのときに躓くと後々影響が大きいという問題があります。資金性格を考えたときに、厚年本体の部分というのは、ゴーイング・コンサーン、オールジャパンでやって行って、そこには将来的な掛金・給付のバランスの問題がありますため、その中で運用のリスクが年金制度全体の運営に影響する割合というのは限られているという性格のものだと思います。ところが、この閉鎖型の年金の場合は、結局は運用が全てになってしまうぐらい、そこで制度の行方が左右されてしまうということで、そのように考えると、このポートフォリオの意思決定ということが非常に重要になってくるということです。さらに、また加入者が最終リスク負担者ではないかもしれない、最終リスク負担者がまた他にいるような年金制度であろうということだと、そこにある破綻のリスクみたいなものを、非常に慎重に見極めながらやっていく必要があるだろうと考えます。そのようなことから、早いうちから検討に入ることが必要ではないかと思うのです。

○若杉座長　大森部長。

○大森資金運用部長　ありがとうございます。

昨年の財政再計算、浅野委員から方法が違うのではないかとのご指摘もありますけれども、これについても、最新の知見でもって、一定の試算をやったということであろうと思います。委員からのご指摘の手法も含めて、よく考えて検討したいと思っておりますが、4ページのところの式でこの説明をしております。地共済の給付と、積立金の残高というものについては、給付は予算ベースでありますけれども、私共の世界ですので、そこについては把握なり、推計

の制度というのも出来ると思いますけれども、何分、厚年、GPIFなり厚労省で持っている部分の情報がないと、そのリニューアルといいますか、現行化が出来ないという限界もございます。ですから、その情報が年度ベースでは当然出ますため、3月31日が過ぎて決算ベースの数字が出れば、そこはぜひ取り組みたいと思っておりますけれども、そこまで待っているわけにもいかないというのがありますため、そのあたりを内々でも情報を出して貰えないかということも要請をしてみたいと、このように考えております。よろしくお願いいたします。

○若杉座長 村上委員の意見の中にありましたが、もし最終的に3階部分のお金が余ったら、どこに行くことになっているのですか。逆に言えば、足りなくなったときに、誰がそれを負担するかということでもあるのですが。

○大森資金運用部長 今後も定期的に再計算などをしていこうけれども、まず足りなくなった場合について、検討規定は附則で置かれているというのはあります。余っている場合というのは、間違っていれば後ほど訂正させていただきますけれども、そのような規定はないため、そこについては明らかではないのではないかと、今のところ思っております。きちんと確認をして、もし間違っていれば、改めてご連絡を差し上げたいと思います。

○若杉座長 足りなくなったときと、多分対照的なはずだから、足りなくなったときに負担するところが、余ったのは貰うことになるのではないかと思いますけれども。

○大森資金運用部長 足りなくなったときの検討規定はありますけれども、どうするという規定はありませんため、「誰が」というその主語は両方とも明らかではないということだと思います。

○若杉座長 わかりました。

他に。俊野委員、どうぞ。

○俊野委員 旧3階につきましては、5,000億円強のキャッシュアウトが必要だということで、特殊な状況という文言がご説明の中にありました。1・2階部分と旧3階部分では、かなり前提条件が違いますため、短期的、一時的であったとしても、株の比率を内外ともに25%に上げるという共通の政策資産配分を採用することはあまりにも不適切ではないかと思います。やはり資金の性格が全然違いますため、旧3階部分につきましては、旧3階部分の資金の性格に応じた政策資産配分の決定を行うべきであろうと感じております。

まずリスクの認識が違うと思います。GPIFでは賃上げ上昇率プラス1.7%を下回らない確率という観点でリスクを認識されていたかと思っておりますけれども、閉鎖年金の場合は、掛金がありませんから、賃上げがあつたとしても、掛金が増えるとか、そういう要素がありませんた

め、やはりリスクは絶対リターンベースで考えるべきではないかと感じております。ですから、極力元本の目減りを減らす、抑えるということが恐らく重要なファクターだと思われま。単純計算で今40兆円の資産が全体であって、半々だとして約20兆円が旧3階分と仮定しますと、5,000億円強のキャッシュフローを捻出するためには、2.5%の利回りを出さなくてはいけない計算になります。そのような旧3階の資産の特殊性を考えますと、やはりインカム中心の運用が旧3階にはふさわしいだろうと考えられます。GPIF、すなわち1・2階と同じ運用にすることは、株式の比率が内外合わせて50%、外貨建て資産が40%ということになりますから、株価の下落、それから円高による資産の目減りのリスクが大きいということになります。それはこの旧3階部分の資金の性格を踏まえると、あまりにも不適切ではないかと考えられます。村上委員からもご指摘がありましたけれども、元本が減ってしまいますと、例えば20兆円あると思っていたのが、何らかの形で株価が下落して、残高が15兆円になってしまいますと、15兆円で5,000億円分の給付資金を毎年捻出しなければいけないということになります。ですから、極力元本の目減りを抑えるということが必要だと思います。新しい政策資産配分ではリスク資産のウェイトが65%だと思いますけれども、それは私の直感的な感覚だと半分ぐらいに、多くても40%ぐらい、例えば国内株15%、外国株15%、外国債券10%で、残りを安全資産というのが直感的に妥当な資産配分ではないかと感じます。先ほども大森部長からご指摘がありましたように、金利上昇に伴う債券価格の下落が非常に大きなリスク要因で、国内債券を60%に増やしてしまうと、金利が上昇した場合には、むしろ大きく資産が目減りしてしまうのではないかと問題があります。これはGPIFも同じように考えて、国内債券の比率を下げることにしたと思うのですけれども、そこで私は、2つのご提案があります。1つ目は、フィクスト・インカム、確定利付きもので、元本が金利上昇の影響を受けにくい、時価評価されないものと考えていくべきではないかと思。オルタナティブ投資の中で、インフラ投資とか不動産とかが候補になります。ただし、例えばリートですと、時価評価されてしまいますため、私募リートとかが考えられます。このような投資対象は、フィクスト・インカムのものですが、元本が時価評価されず、金利上昇の影響を受けにくい性格で、非常に中長期的な投資が可能という特徴があります。流動性のリスクはある程度負っても良いかと思。例えばインフラ投資で料金収入が安定的に入るものですか、具体的にどういう商品が該当するのかということは、もう少し幅を広げて、コンサルタントの方とかのご意見をいただきながら考えていけばいいと思。国内債券60%と言いながらも、その中の例えば20%ぐらいを元本の変動がないような、安定したフィクスト・インカムが期待出来るようなものという形で入れる

ことということが1つ目のご提案でございます。

それから、2つ目は、かなりの金額のキャッシュアウトが恒常的に発生するという資金の性格でございますため、20年債とか30年債の給付保全ファンド的なラダー型の運用をしてはいかがでしょうか。利回りが高い20年債、30年債のラダー・ポートフォリオ的なものを給付保全ファンドとして設定して、それは必ず満期保有することにします。現在の企業会計の中でも、満期保有債券については簿価評価するという規定があると思います。給付のためにそういう長期債を持つということで、時価評価しないで済むように、何らかの制度的な変更などをしていただくことによって、時価変動の影響を受けにくい、この資産の性格にふさわしいような運用が出来ると思います。債券を増やしますと、金利上昇リスクが懸念されると思いますが、それは、元本が時価評価されないようなものを入れるということと、それから、満期保有で時価評価しないというような仕組みを何らかの形で工夫していただくということによって、ある程度、旧3階の資金の性格にふさわしい運用のあり方に近づくと思いますため、是非ともご検討いただければと思います。1・2階部分の運用方針に、少し表現は悪いかもしれませんが、安易に合わせるということは、避けるべきだと私は思っております。

○若杉座長 貴重な意見、ありがとうございました。

他にいかがですか。

どうぞ、徳島委員。

○徳島委員 旧3階につきまして、当面、1・2階と同じ基本ポートフォリオを採用しなければならないという見通しについては、果たしてそうなのかなというところは、私も俊野委員とか浅野委員のご指摘のとおり、疑問に思います。やはりその資金の性格を考えれば、分けざるを得ないということが本来の姿ですが、大森部長からご指摘のあったように、今回、やむを得ないところかと考えます。平成28年の秋まで資産額が最終確定しないからといって、今年度に資金特性の差異を考慮しないということは、いかがなものかという気は多々しますが、事務局の案を必ずしも受け入れられないものではないかなと考えます。ただ、正直言って重要なのは、実務的に平成28年の秋以降、旧3階の運用をどう考えるかということです。実際に閉鎖型の企業年金の場合には、負債側から生じるキャッシュフローをきっちりチェックして、それに応じて運用を行うことが当然必要になります。ところが、今回、地共済傘下の場合には、積立金が枯渇した場合には、地共連から補てんが行われるために、正直言って、各傘下の運用主体である共済組合等の積立金の減り具合には意味があるのですが、そのこと自体が直接ポートフォリオに影響をさせる必要は必ずしもない可能性があります。要するにお金がなくなった

ら、地共連からつぎ込んでいくために、結果的にはポートフォリオを運用主体ごとに全く変えるということまで厳密に考えなくても良いと開き直れるのではないかと考えています。

ただ、そういった状況の中でも、きっちりやろうと思えば、俊野委員からご指摘のあったような、給付ファンドみたいな形で債券の投資残高を確保することも必要になるでしょうし、2・3号のように、これは売却出来ない資産ですから、積立金が枯渇する中で、旧3階部分で経理している2・3号を新3階に付け替えるといったことが、必要になるはずですが、そういった区分間の移管ルールとかをちゃんと作ることが、大事になると思いますし、今回、一元化時には、各階ごとファンドにミシン目を入れて管理されるということですが、果たしてこれが全部、きっちり分けられるのかどうか、そして、分けることによって投資単位が小さくなることの影響が各ファンドにどう出て来るのかを、良く考える必要があります。そして、先ほどの基本ポートフォリオに配分を合わせるということになりますと、国内株式や外国株式、外国債券については、資金配分を増やさないといけなくなります。そのときにどういったファンドを増やしていくかということに、資産の分け方が影響して来ると思います。そのあたりもぜひ、全体像を踏まえて議論をさせていただけたらと思います。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございます。

旧3階と新3階を連携出来るならば連携する方が望ましい気がしますので、これからいろいろ考えていかなければいけないと思います。他にいかがですか。

千田委員、どうぞ。

○千田委員 スケジュールについては、例えば、債務構造を捉えるところは前倒しに進められるのではと思います。リスクフリー・レートで割り引いて、債務の実態をきっちり捉えていただきたいというのが一点目です。

それから、基本ポートフォリオを今後検討していくことになるかと思いますが、その際に、どれぐらいの頻度で、どのような考え方で見直していくかという方針も含めて検討していただきたいと思います。また、今回のような大幅な変更の際には、実務上対応すべき事項について、出来るだけ余裕をもって、運用機関、信託銀行を巻き込みながら検討されることをお勧めいたします。

○若杉座長 ありがとうございます。

ここまでのところで事務局から何かありますか。

では大森部長、どうぞ。

○大森資金運用部長 ありがとうございます。

一つ一つにお答えするよりは、総論になってしまいますけれども、まずは私共の案であります来年の秋の確定段階の検証をした上で、その結果を踏まえて、本来のあるべき姿をよく考えていくということと、それまでの間にも出来ることについてはきちんと検証なり、構造の把握というものをとらまえていきたいと思っております。

それから、管理運用の方針です。これについては、地共済全体をきちんと束ねると共に、それから、これはポートフォリオの走り出しの数字は同じにするとしても、管理運用の方針というのは、これは1・2階と全く同じということでは当然ない、旧3階、閉鎖型年金の特性に応じた管理運用の方針を作り、かつ、国内債券等々についてのご提案もいただきましたけれども、具体の運用についても、旧3階の運用というのはあり得るべきだろうと思っております。

それから、もう一つありますのが、今、国内債券が高くて、リスク資産が低いというところから移行をするという状況にあるわけですけれども、どのように移行していくかということについても、旧3階について、よく検討をさせていただきたいというふうに思っております。個別については、未熟な部分が多々ありますため、お答えできない部分もありますが、こういうことで考えております。

○若杉座長 ありがとうございます。

○小島局長 警察共済組合です。

先ほど酒巻課長が2・3号資産については、旧3階でという話ですけれども、これはまた議論していただくというお話をしていますため、お願いをしたいと思います。

それから、この国共済の基本ポートフォリオですけれども、これはまだ現状ですから、1・2階も旧3階も入った形のポートフォリオだと思いますため、これから旧3階の部分、これから分離される形に多分なるだろうとは思いますが、今回、1・2階部分についても、国共済にある程度引きずられたのではないかなという思いも若干あるため、旧3階についても、資金は地共済グループが多いですから、そこまで引きずられることはないかなとは思いますが、そこら辺の議論もしっかりやっていただいて、提示していただきたいなと思っておりますため、よろしくをお願いします。

○若杉座長 どうもありがとうございました。

他にご意見ありますか。よろしいですか。

3階部分についてはこれから先まだまだ議論することがありますため議題になります。時間の制限もありますため、今日のところはここまでにしたいと思います。

その他ということで、もう一つ議事が残っております。これも大森部長から説明をお願いいたします。

○大森資金運用部長 2点ご用意しております。資料4につきましては酒巻から、資料5については私からご報告をさせていただきます。検討状況なり最新の状況のご報告でございます。

○酒巻企画管理課長 それでは、資料4をご覧いただければと思います。

こちら、検討委員会には基本ポートフォリオについて、主にお諮りさせていただいているところですが、それ以外の部分につきましても、事務的に検討を進めている部分がございますため、その中でも特に情報公開に関する部分について、今回、ご報告させていただきたいと思っております。

まず資料4には、情報公開、ディスクロに関するものについて整理をいたしました。まず法律で公表が義務付けられているものとしましては、運用方針等がございます、まず積立金基本指針です。それは4主務大臣が既に作成して、昨年7月に告示をされているところでございます。モデルポートフォリオ、こちらは4管理運用主体が作成するというので、既に案はこちらの検討委員会でもお示ししているところでございますけれども、こちらは年度内の公表を予定しております。

地共済の管理運用の方針です。基本ポートフォリオもこの中に含まれるわけでございますが、こちらは地共連が各組合の意見を聞きながら作成するとされておりまして、こちらは厚年、旧3階、新3階の3つ作成するというので、こちらもポートフォリオ以外の書き物の部分につきましても、項目立ての案を既に作成して、各組合にお諮りしているところです。その下に、各組合それぞれの基本方針がぶら下がるという構造になっております。

管理運用状況の報告については、年金積立金運用報告書、こちらは厚年全体のものについて、4主務大臣で作るということでございます。

業務概況書、こちらは地共済全体のものでございます。こちらも地共連が作成主体となって、各階について作成するという、この辺が法律で作成、公表が義務付けられているものでございます。

その他としまして、現行、GPIFは四半期ごとに運用状況を報告してございまして、一元化後は地共済全体としても、これはGPIFに倣って行う必要があるということで考えておるところでございます。こちらは各階について作成することになると思っております。

1枚おめくりいただきまして、検討状況についてということで、まず年金積立金運用状況報告書は、こちらは厚生労働省において、毎年8月に公表している年金積立金運用状況報告書と

同様の内容とする方向で検討をされているとのことでございます。そのために必要な部分の額とか率とか数字につきましては、それぞれの所管大臣からとりまとめを行い、厚生労働大臣に提供する予定ということでございます。

続きまして、業務概況書につきましては、現在、G P I Fにおいて、毎年7月初旬に公表している、同じ名前の業務概況書がありますが、これと同程度の内容とする方向で検討をしております。ご参考に、その次のページに参考として、現行のG P I Fの業務概況書、昨年7月に公表された平成25年度分について、項目を並べておるところでございますが、運用状況から、取り組みですとか、運用の枠組みなんか幅広く公表していると。さらに、次のページにも続きまして、各資料という資料編も非常に充実していて、最後に専門用語の解説まで付けて、100ページ以上に及ぶものを現在公表しているという状況でございますため、これと同程度の内容ということで、現行の我々のディスクロ状況からすると、かなり量も多くなり、いかにそこに到達するかということで、今、検討しているところでございます。そのために必要な各組合さんの運用状況とかリスク管理とかも含めて、そういったものを作成主体である地共連に必要な情報の提供をいただくという方向で、その具体的方法も検討しているところでございます。

四半期の運用状況でございますけれども、こちらはG P I Fで現行やっているものと同程度の内容であると。第3四半期のものが今週にも下されるのではないかと報道があったところでございますが、これも必要な情報は各組合からいただくということで、こちらは収益率とか額が中心で、十数ページのもので、業務概況書に比べるとボリュームが小さくなっているということでございます。

ご参考ですけれども、こういったものの作成に関しまして、地共連として来年度、体制整備をいたしますということで、既に予算はいただいておりまして、リスク管理ソフトを導入すると。資産全体を対象としたリスク指標の計測ですとか、シミュレーション、リスク分析が可能になるようなものの導入を検討しております。

あとご参考に、参考資料5ですが、現行の地共連のディスクロをこのように、運用の率とか額に当たる部分は3ページに載っており、その他、議決権行使状況等を別途ご用意していますため、もう少し増えますけれども、100ページと比較すると、かなり広報等はしていく必要があると考えておるところでございます。

以上でございます。

○大森資金運用部長 続きまして資料5です。ガバナンス改革に関わりますため、私からの報告でございます。

一昨日、2月24日に、厚生労働省の法案ですけれども、この独法改革の整備法というような形で法案が国会に提出をされております。この資料の一番下が関連の部分ですけれども、G P I Fにつきまして、理事が今1人のところを、この運用担当理事とその他に理事を置くことが出来るという旨の規定になりますのと、それから、主たる事務所について、今、将来的に神奈川県に移転しなければならないという法律の仕立てですが、それを東京都という原則に戻すという、この2点を実質的な内容とします法案が一昨日提出をされているという状況でございます。

一方、昨年来、年金部会において、ガバナンスについて、より広範な検討がなされておりました、昨年末まで検討作業班、それから、今年に入って1回だけ年金部会で議論がされておりますけれども、こちらについてはまだ年金部会の議論がそういう意味では収束をしていない状況で、まだこの関係についての法案等の取り扱いについては、まだ定まっていないようでございます。ここ数日もさまざま、いろいろな報道がされておりますけれども、まだそのところが流動的なようでございますため、私共、地共済のガバナンスの検討につきましても、そのあたりの検討状況を引き続き注視をさせていただいて、そのあたりも踏まえながら案を今後検討してまいりたいということで、これはまだ途中段階の報告ということで代えさせていただきます。

以上、説明でございました。よろしく申し上げます。

○若杉座長 ありがとうございます。

これについて何かご意見とか質問とかありますか。

浅野委員。

○浅野委員 今、この説明を聞いて、1つ思い出したのですが、新3階というのは、平成27年10月からスタートするのですか。そうすると、旧3階部分については先ほどから委員の皆さんからいろいろ意見が出て、数字が確定する前からやるべきじゃないかというお話があったと思いますが、それでも制度的に流してしまうという手もないわけでもありません。でも、新3階については、その前に運用基本方針とか確定していないといけませんね。ただ、今のところ制度もわかっていないし、どういうスケジュールなのでしょうか。

○若杉座長 その辺の説明をお願いします。

○大森資金運用部長 新3階につきましては、まだ掛金率ですとか、それから、金利負担であります利率等が決まっておりません。このことにつきましては、当初から年度が明けるというふうに想定をしておりましたことから、第1回の検討委員会でも配付をさせていただいております検討スケジュール表でも、この部分については新年度に入ってから検討というスケ

ジュールでご提示をさせていただいているところでございます。

○若杉座長 よろしいですか。また慌ただしくなりそうですけれども。

徳島委員。

○徳島委員 管理運用状況の報告等に関して、地共連が地共済グループ全体の状況を開示されるという中で、各傘下の共済組合様の情報開示についてはどうお考えでしょうか。現状では、皆さんの開示内容やタイミングがばらばらで、いろいろ公表されているもの、いないものがあると思います。例えば、そのあたり、地共済グループの全体をとりまとめて、地共連のほうで公表されると、さらに屋上屋を架して各運用主体が公表する必要はないという考え方もあると思います。現状では、少し開示に差があるように思いますが、いかがでしょうか。

○若杉座長 酒巻課長。

○酒巻企画管理課長 各組合の運用状況の報告に関しましては、この資料に載せなかったのは、一応、法律上は運用報告書なる、組合ごとに同じような運用状況報告、作成して、大臣に提出する義務はあるのですが、公表とまではここには書かれていないということから、掲載はしておりませんでした。やはり業務概況書は、とりまとめた数字を基本的に載せるということで、その内訳はやはりそれぞれわかるようにしておく必要があると考えております。そういう意味では、業務概況書と同レベルの組合ごとの運用報告書を作成して、法律上、義務はないですけれども、公表はするかどうかという点も含めて、そういったものをそれぞれ作るということで、ただ、それぞれの運用の状況にも差がありますし、全て横並びで同じレベルのものが必要かどうかという議論もあるところでございますが、そのような方向で各組合と検討をしているところでございます。

○若杉座長 そのディスクロージャーを地共連がまとめるのか、それとも、それぞれがやるかということですね、今のご質問の一つの趣旨は。その辺はまだ決まっていないということですか。

○酒巻企画管理課長 そうですね。やはり本来的には自ら運用を行っているところが、自分のところの状況を把握して分析して、公表するというところで、一義的には各運用主体で、各組合部分の作成公表はさせていただくものと考えております。

○若杉座長 わかりました。他によろしいですか。

それでは本日予定しておりました議事は以上でございます。

以上をもちまして第4回地方公務員共済組合資金運用検討委員会を終了いたします。

ご協力ありがとうございました。

午前11時10分 閉会