

## 第5回

# 地方公務員共済組合資金運用検討委員会

平成27年3月9日（月）

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 皆様、おはようございます。定刻までやや間がありますが、本日参加予定の方々皆さん揃いましたため、ただいまから、第5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、金崎委員は、所用によりご欠席と連絡をいただいております。

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、1枚紙の次第がございまして、その次に配席図、資料1、参考資料1、そして資料2という構成になっております。

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。

○若杉座長 皆さん、おはようございます。

それでは、いつものように議事進行についてはご協力のほど、よろしく申し上げます。

本日の委員会の議事は、地共済全体の基本ポートフォリオ（厚生年金）案について、地共済全体の基本ポートフォリオ（経過的長期給付）案について、及びその他の3本となっております。

それでは早速、最初の議事であります、地共済全体の基本ポートフォリオ（厚生年金）案について事務局より説明をお願いいたします。

大森部長、お願いします。

○大森資金運用部長 それでは、資料1をご覧ください。地共済全体の基本ポートフォリオのうち、厚生年金の部分の案について、でございます。

まず、1の（1）から順次、概略ご説明申し上げますけれども、（1）として、上位規範との整合性といたしまして、管理運用主体は積立金基本指針に適合するように、かつ、モデルポートフォリオに即して管理運用の方針を定めると。この方針の中で基本ポートフォリオを規定するという事になってございます。これらを踏まえて基本ポートフォリオの策定を行っていくということでございます。

（2）で、運用利回りといったしまして、積立金基本指針におきまして、この運用におきましては、財政上の諸前提を踏まえ、給付等に必要な流動性を確保しつつ、必要となる積立金の実質的な運用利回りを最低限のリスクで確保することを目的として行う記載をされております。今回、この目標運用利回りでございますけれども、2段落目の3行目からでありますけれども、年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会の報告書、昨年3月に

出されたものでございますが、こちらにおいて実質的な運用利回りとしたしまして1.7%が示されていると。この実質的な意味は、名目賃金上昇率を上回るということですので、名目値では、この賃金上昇率プラス1.7%ということが目標利回りになってまいります。

(3)の想定リスク(リスク許容度)でございますけれども、先ほど申し上げたとおり、最低限のリスクで確保せよということになってございまして、先ほど言及いたしました専門委員会の報告書では、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がこの許容度として採用されておりました、具体的には、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ことがリスク許容度として示されております。後ほどのページでは、これは下方確率という概念で整理をさせていただいております。また、ALMの観点から、この予定積立金額からの下振れリスクの検証、依然重要であるという言及もされておりました、予定積立金額を下回る確率あるいは損失額の平均額というものについてのシミュレーションによる検証でありますとか、より踏み込んだ複数のシナリオで検証するなど、一層の充実ということにも言及をされております。ここでは、ケースEとGの2つの経済前提を用いて検討、策定をさせていただいております。

続きまして、(4)想定運用期間でございます。先般の財政検証によりますと、厚生年金の積立金全体では、概ね25年後に極大値、ピークとなるということでございまして、今回は想定運用期間25年といたしております。このピークになる年度というのを私共の財政再計算をもとに検討しますと、地共済全体では概ね30年後ということになりまして、この30年というのを想定運用期間とするということも考えられるわけで、昨年一度お示した案ではこちらをベースにさせていただきました。ただ、厚生年金保険事業の共通財源としての一体性を確保する観点からということ、また、委員のご意見等も踏まえさせていただきまして、ここでは想定運用期間を25年とさせていただいております。

次に、(5)資産区分の考え方ということで、モデルポートフォリオと同一の内外の債券・株式の4区分とさせていただいております。なお、短期資産につきましては、独自の資産区分として設けずに、先ほど申し上げました4資産で100%となるような設定をいたしております。ただ、実際の運用におきましては、短期資産を持つわけでございまして、短期資産を含めた積立金全体を100%として基本ポートフォリオを管理することになります。このため、短期資産を保有する分、他の4資産のウェイトが小さくなると。短期を5%持ちますと、残りは95%ということになりますけれども、4資産がそれぞれの許容乖離幅の範囲に収まるように、各資産を適切に管理するという整理にさせていただいております。

(6) 期待収益率等の推計方法でございますけれども、これは3ページ以下で具体のところをお示しいたしておりますが、期待収益率については、ケースE、G、それぞれについて推計をし、リスク相関係数は両ケース共通としております。

3ページでございますが、まず、ポリシー・ベンチマークについては、この表に記載のとおりとさせていただきたいと思っております。なお、各組合における現在のポリシー・ベンチマーク、下の表で整理をさせていただいておりますけれども、外国株式につきましては、現在、各団体ともMSCI-KOKUSAIを採用させていただいております。先進国のみを対象とするものでございますが、これを新興国の成長の果実を享受すると、あるいは、ユニバースが拡大いたしますため、ポートフォリオのさらなるリスク分散が図れるという観点から、同じMSCIでありますけれども、ACWIのex. Japanということで、新興国を含んだベンチマークに変更させていただきたいと考えている次第でございます。

4ページでございます。

これをポリシー・ベンチマークといたしました上での期待収益率につきまして、経済前提でありますとか、あるいはヒストリカル・データをもとに、それぞれ、ケースE、Gごとに算出したものでございます。この具体の数字、あるいは推計方法については、表に記載のとおりでございます。

それから、③のリスクでございます。過去20年におけますベンチマーク・データを利用してリスクを推計いたしました。なお、国内債券につきましては、近年、国債の超長期債の発行の割合が増えておりまして、このデュレーションが徐々に長期化する傾向にございますことから、将来のデュレーションの長期化を考慮いたしました推計を行っている次第でございます。

④の相関係数でございますが、リスクと同様の過去20年のヒストリカル・データをもとに推計を行っております。

5ページに移らせていただきます。

制約条件の設定をしておりますけれども、これまでは、国内株式、それから外国株式、外国債券という順番に、徐々に小さくなるという制約条件を課しておりましたけれども、今回は、外国株式と外国債券の不等号のみ存置をさせていただきたいと思っております。この国際分散投資というのは海外の成長機会への投資ということで、これをとるという観点から、株式を優先させていただきたいという考え方でございます。

続きまして、(8)でございます。目標運用利回りの設定でありますけれども、冒頭のところにありましたとおり、実質的な運用利回りは1.7%ということでありまして、実際の

ポートフォリオ運用におきまして、必要な短期資産を一定保有するという事で、その分、期待リターンが低下をしております。この影響を考慮いたしまして、実質的な運用利回りでございますが、ケースEで1.77%、ケースGで1.76%ということで、7ベースないし6ベース、これを上回る、アップさせた利回りを設定させていただいております。

以上の前提をもとに、(9)でございます。最適化計算ということで行っております。

ケースEの前提をもとにしたものが案の1、国内債券31.3%、国内株式30.4%、外国債券19.1%、外国株式19.1%ということで、実質的な期待収益率が1.77%ということになっております。

ケースGをもとにしたのが案の2でございます。同様に、国内債券37.3%、以下、表に記載のとおり計算結果となっております。

今回、複数ケースでということでもありますので、これをそれぞれ逆のケースで計算した結果について、案の1にケースGの前提を当てはめると、実質的な期待収益率が1.96%となりまして、条件をクリアしておりますが、案の2を逆にケースEに当てはめると、実質リターンが1.67%ということで、1.77%を満たさないということになってまいりまして、これについては採用出来ないということで、この案の1をもとに、端数処理したものが案の1'ということになっております。小数点以下を端数処理しておりますが、国内債券31%、国内株式31%、外国債券19%、外国株式19%となっております。この案1'の属性につきましては、実質的なリターンがケースEの場合で1.79%、ケースGで1.98%。また、今回、専門委員会の報告書で条件とされております下方確率ですけれども、ケースEで44.4%、ケースGで43.8%ということになっておりまして、報告書の示しております条件をこの案1'はクリアしているというような形になってございます。

これをもとに、さらに進んでいただきまして、(10)ポートフォリオの検討という欄でございます。今申し上げました(1)'と、それからモデルポートフォリオの中央値の属性を比較考量させていただいております。

この結果といたしまして、両者の属性に大きな相違がないということを確認いたしております。モデルポートフォリオの中央値は、35%、25%、15%、25%ということでございますが、実質的なリターンで、ケースEの場合で0.02%ほど下回っておりますけれども、下方確率は、この小数点以下1位のベースでは同じ数字。また、標準偏差、これについても0.1%ほど上回っておりますけれども、大きな違いはないということがご覧いただけるのではないかと考えております。

さらに、現在の資産構成割合からの移行コストというものを試算させていただいております。これにつきましては、案の1'の移行コスト（乖離の二乗和）で0.100、それから、モデルポートフォリオで同様の計算をいたしますと0.072ということで、モデルポートフォリオの中央値のほうが現在の資産構成比からの移行がしやすいという結果となっております。

7ページに移っていただきまして、以上を踏まえまして、このまま案の1'というものを採用することも考えられるわけではございますけれども、移行コストの観点、あるいは厚生年金の共通財源としての一体性を確保する観点から、今回、モデルポートフォリオの中央値を地共済の基本ポートフォリオの構成比として採用したいということで考えておりまして、構成割合として、モデルポートフォリオの中央値と同じ、国内債券35%、国内株式25%、外国債券15%、外国株式25%ということで、ここで整理をさせていただいております。

このポートフォリオ案をもとに、(11)に進んでいただきまして、財政再計算上の予定積立金額との比較ということで、このポートフォリオ案でもって1万回のシミュレーションをさせていただいております。

その結果は、次の8ページのグラフの、上のほうがケースE、それから下のグラフがケースGということでございまして、上から2番目ないし3番目のあたりの太い実線が予定積立金額で、点線で3つほどありますのが、基本ポートフォリオ案の75%タイル、あるいは中央値、25%タイルということでございます。下のほうに固まっておりますのが全額国内債券で運用した場合のそれぞれの、75%、中央値、それから25%タイルということでございます。ケースGも、この線の意味としては同様でございます。

戻って7ページのほうに記載しておりますけれども、このシミュレーション結果によりまして、想定運用期間25年間の最終年度におきまして予定積立金額を確保できない確率というのが、ケースEの場合で約50.16%、ケースGで41.96%ということで、ケースEの場合で半分、ケースGの場合で4割。裏返しますと、概ね半分以上のケースで予定積立金額を確保出来るというような結果になってございます。全額国内債券運用の場合でのシミュレーション結果はほぼ予定積立金額を確保出来ないという結果となっております。

9ページに移っていただきまして、(12)でございます。少し話変わりますけれども、各組合におけます基本ポートフォリオの策定の観点でございます。地共済全体の実効ポートフォリオ、これを地共済の基本ポートフォリオの許容乖離幅の中に収めるということが実際の運用上必要になってまいりますけれども、この観点から各組合におけます基本ポートを今後作っていただくわけですが、その策定に当たりましては、資産構成比の中心値、それから許容乖離幅、

この両方を地共済全体の基本ポートフォリオの許容乖離幅の範囲内で設定をしていただきたいということで考えてございます。

これを踏まえていただいた上で(13)、これは地共済ポートフォリオの許容乖離幅の考え方でございますけれども、各組合の基本ポートのもとになるポートフォリオであるということ踏まえていただきまして、地共済におけます運用の自主性あるいは創意工夫を発揮する観点、それから、年金給付等を行います各組合における短期資産の確保、また、その数年後の給付に備えました対応ファンドの保有といったようなポートフォリオ管理の円滑な実施の観点、これに加えまして現行資産の構成割合、各組合それぞれでございまして、この各組合の構成割合については後ろの11ページのほうに参考でお付けいたしておりますが、それぞれのところから移行していただくというようなことも勘案をいたしまして、モデルポートフォリオの中心値範囲、これはGPIFの基本ポートフォリオの許容乖離幅とも同じ数値になってございますが、この中心値範囲より5割拡大をしたいということで考えております。

以上の結果といたしまして、地共済の基本ポートの姿は、この9ページ真ん中の表の中に提示をさせていただいておりますとおり、構成比率については、先ほど申し上げたとおり、国内債券35%、以下、25%、15%、25%。許容乖離幅につきましては、国内債券がプラスマイナス15%、国内株式が14%、外国債券6%、外国株式が12%ということにさせていただきたいと考えております。

なお、短期資産につきましては、冒頭にも申し上げましたけれども、各資産の許容乖離幅の範囲内で管理するものとさせていただきたいと思っております。具体例を挙げますと、国内債券を5ポイント落として、その中で短期資産を持つ。具体的な数字で言いますと、30%、25%、15%、25%で短期資産を5%持つということも出来ますし、逆に、外国株式を5%落として、国内債券以下、35%、25%、15%、25%というようなことも出来ますし、あるいは、これを同じ割合で落として、国内債券が35%が一番多いものですから2つ落として申し上げますが、33%、24%、14%、24%、それから短期を5%という持ち方も可能でございます。

続きまして、基本ポートフォリオの管理という項目に移らせていただきます。

留意点として3点ほど掲げております。

まず、各組合合算ベースでのポートフォリオ管理でありますけれども、各組合が基本ポートフォリオを策定する際には、先ほどの1の(12)で示しましたとおり、地共済基本ポートフォリオの中に許容乖離幅まで入れていただくということで、その中で運用していただくということになります。ただし、給付等の対応のため、基本ポートフォリオの範囲内で実際の運用を維

持することが困難な組合、資金規模の割にはキャッシュアウト、短期資産を持たなければいけない割合が大きいというような組合も想定をされます。これらの組合につきましては、給付等に必要な範囲内で、基本ポートフォリオと別に、短期資産を管理するような対応を別途検討させていただきたいと思っております。あくまで一部の組合に限られるものでございますが、こういうことも検討させていただきたいと思っております。なお、一元化後につきましては、地共済法の規定でございますが、地共連は、他の実施機関の積立金の管理・運用の状況が管理運用方針等に適合しないと認める場合には、必要な措置をとるよう求めることが出来るというような規定が新設をされております。

10ページでございます。

複線的なポートフォリオ管理でございますが、実際の乖離幅についての管理を当然することに加えまして、ポートフォリオ全体のリスク量などによりまして、複線的なポートフォリオ管理を行っていきたいと考えております。

(3) 移行時の許容乖離幅の取り扱いでございますけれども、足元の現在のポートフォリオの構成割合というのは、基本ポートフォリオから一部国内債券が許容乖離幅を超過しておりますけれども、そこから移行していく間におきましては、市場に与える影響等も考慮させていただきまして、許容乖離幅の超過を容認することとさせていただきますと思っております。

最後に、基本ポートフォリオの検証ということでもありますけれども、基本指針にも書かれていることではありますが、策定時に想定した運用環境は現実から乖離していないか等につきましの検証を定期的に行うこととすると、記載をさせていただいております。

11ページは、昨年12月末現在の資産構成比ということでございまして、お目通しをいただければと思います。

それから、12ページ、13ページで、この基本ポートの検討に係ります前回までの先生方のご発言の中から、要旨という形で抜粋をして整理をさせていただいております。モデルポートフォリオ等と同一のポートフォリオとすることに関するご発言でありますとか、策定プロセスについて、また、基本ポートに基づいた運用に関するご発言など頂戴をいたしてございまして、この12ページ、13ページの中で記載をしております。

それから最後、14ページでございますけれども、参考の2といたしまして、下方リスクに係るシミュレーション結果を掲載させていただいております。これのもとになりましたのは、Iの1の表の下※のところへ出てくるわけですが、長妻昭衆議院議員が提出をされました質問主意書、これはGPIFに関するものでありますが、この質問主意書と当該主意書に対



します政府答弁、これを参考といたしましてシミュレーションを行ったものでございます。

まず、1つ目といたしまして最大損失率ということでありまして、新基本ポートフォリオの資産構成割合をもとに算出をいたしました地共済全体の最大損失率は、95%のバリュエーション・リスクで16.4%ということになりまして、時価総額との対比での最大損失額は6.8兆円という計算結果になってまいります。参考といたしまして、GPIFのものをその右にお付けいたしております。

これと比較いたしまして、現行ポートフォリオ、これは地共済全体のものが存在いたしませんため、一番大きな地共連の基本ポートの数字をここでは使用しておりますけれども、これをもとにした同様の計算を行った結果が真ん中の表でございます。最大損失率が8.1%、約半分ということで、最大損失額は3.4兆円という計算結果になります。

それから、平成20年度、これはリーマンショックがあった年でございますけれども、この収益率、収益額を新基本ポートの想定と、それから平成20年度の実績を表で整理しております。地共済におけます新基本ポートによる収益額、収益率の想定は、平成20年度でございますが、収益額でマイナスの8.5兆円、収益率でマイナスの21.4%ということでございます。平成20年度の実績につきましては、その右、収益額がマイナスの2.7兆円、収益率でマイナスの6.8%という計算結果となっております。下にGPIFのものを参考でお付けしております。

なお、過去10年ということで、平成16年度から平成25年度までの平均の収益率を最後に整理いたしております。政府の答弁書に記載がございます。GPIFのものが下に書いてありますが、地共済の実績は2.9%に対しまして、新基本ポートによる想定はプラスの4.7%ということで、この10年のあくまで実績の結果ということでありまして、リスク資産の多い新基本ポートのほうが収益率が高いということがこの10年の結果でございます。

以上、若干長くなりましたけれども、資料1の説明を終わらせていただきます。よろしくお願いたします。

○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きまして、ご質問等があったら願いたします。

何回かにわたって基本ポートフォリオについてやってきましたが、本日でこの検討委員会としての結論を出したいと思っておりますため、よろしく願いたします。

どうぞ、俊野委員。

○俊野委員 これまでご議論いただいたところの総括ということでございますけれども、この資料を一般読者として読ませていただいたときの感想としましては、少し違和感があります。

6 ページの案 1 では、本来であれば国内債券31%、国内株式31%、外国債券19%、外国株式19%という資産配分が、制約がない場合の最適な解という結論がこの委員会の中で提示されたけれども、全体のモデルポートフォリオとの整合性をとるために、やむを得ず、35%、25%、15%、25%という資産配分に変更すると読めます。実際に、このポートフォリオの妥当性を検証してみたところ、現在のポートフォリオからの移行コストも少ないし、それほど目標を損なうことがないため、この配分で問題なしと読めてしまいます。ところが、実際にそのような検討がされたというよりは、むしろ一元化政策の一体感としての方針から、35%、25%、15%、25%という方針に則った運用をするという議論の経緯であったように思えます。端的に言うと、具体的な政策資産配分の妥当性に関する検討は十分に行えていなかったような印象を持っています。その点で、これまでの議論とあまり整合感がないような印象を受けました。むしろ一元化の方針に従って、全体の一体的な運用の必要性という観点からこの案を採用して、実際に現状のポートフォリオからの移行のコストもそれほど大きくないという説明のほうが、これまでの議論の流れと整合的なような印象を受けました。

○若杉座長 ただいまの意見について何かご意見ありますか。

私の理解では、地共済には地共済のロジックがあるわけで、それによって最適なものを求めると案1' のようになった。もう一方、一元化のもとで全体との整合性を取らなければならないわけです。案1も、全体の基本ポートフォリオと比べても、それほど結果に差がないということが重要だと思います。今、俊野委員の説明にはそれが抜けていますね。

○俊野委員 そういうことですね。

○若杉座長 地共済としては、固有のロジックがあることを示すことがその前段だと私は理解しています。

○俊野委員 分かりました。そういう意味では、案1' が望ましいという議論が行われたのかどうかということなのですが。リスクの認識についても、賃上げ率プラス1.7%を下回らないリスクですとか、そういうところが前提になって案1' というのは出てきていると思うのですが、それに対しては、浅野先生からもかなり批判的な内容のコメントが出ていたと認識しておりますし、実質的にそういう議論が本当に行われてきたのかということです。その点に関して私の記憶にないものですから、そこら辺に、少し違和感があるということです。

○若杉座長 その点、大森部長、補足説明をお願いします。

○大森資金運用部長 案1' というのも計算させていただいておりますけれども、この部分を(10)のモデルポートフォリオの検討からあえて切り出していまして、最適化計算の実行とい

うところに実は移すという意図を持って作ったつもりでございます。そのため、計算結果としては案1のようになりますけれども、ポートフォリオの検討としては、(10)の中にありますとおり、案1'が望ましいとあえて申し上げずに、比較した結果、変わらずに、この移行距離でありますとか、厚生年金の一体性を確保するという観点からのアドバンテージを今の最終案のほうに与えまして、この構成比をとるというロジックの構成とさせていただいたつもりでございます。

ただ、その部分が弱いということでありましたら、また座長とも相談させていただいた上で、案1'の位置づけはあくまで計算結果ですということがもう少し明らかになるような工夫をさせていただければと思っておりますが、よろしいでしょうか。

○俊野委員 ありがとうございます。一般読者として見たときに、この決定のプロセスが少し分かりにくいという印象を持ったものですから、ご配慮いただければと思います。恐れ入ります。

○若杉座長 浅野委員、どうぞ。

○浅野委員 前にも申しましたけれども、複数の運用主体が運用するという意義は、お互いに切磋琢磨するとか、新しい考え方を取り入れて運用するとか、そういうところにあると思います。モデルポートフォリオというかGPIFの基本ポートフォリオと、今回の地共済の基本ポートフォリオとして、今、事務局が提案されたものは、考え方もほとんどGPIFのそれをそのまま踏襲されているため、そういう意味で、複数の運用主体が運用するという意義を全く活かしていないということのため、誠に残念です。この間も申し上げましたが、問題は、この先、傘下の組合が、このとおりの考え方でやっていかないといけないのかどうか。そこら辺は、複数の運用主体がということであれば、自由度を与えていただきたいと思えます。

それは例えば、モデルから始まって期待リターンの数値はどうか辺りも含めての話なのですが、一つ例として挙げると、例えばポリシー・ベンチマークとして、NOMURA-BPI、TOPIX、シティの世界国債インデックス、MSCI ACWI ex. Japanを挙げているのですが、今、世の中の議論では、外国株式についてはMSCI-KOKUSA IからACWI ex. Japanに移るという方向にあるわけで、今回はその方向に沿っているのですが、それと同じように、外国債券もシティの国債インデックスではなくて、バークレイズのアグリゲートを使うべきだという流れになっているのではないかと思います。

さらに、株式についていうと、国内、国外を区別する必要がなくて、グローバルで一本化して運用したほうが良いのではないかという流れもあるわけです。前回の質問で、株式を増やす

のはアベノミクスの成長戦略の一環として、リスク資本を国内へ入れてもっと供給するという、そういう意義でやるのですかということに対しては否定的なお答えでした。であるとする、リスク・リターンだけを考えてやれということになるかと思いますが、であれば、この株式については、国内株式、外国株式を区別する必要はなくて、グローバル1本でやったほうが良いのではないかという考え方も十分成り立ち得ると思います。

そうなってくると、このモデルポートフォリオあるいは地共済グループとして決めた基本ポートフォリオで、国内株式25%、外国株式25%とありますが、これに従わなくても、両方合わせて50%だったら良いのではないと思いますが、そういうような弾力性というのは当然認めていただけるのでしょうかというのが質問です。

○若杉座長 大森部長、何か付け加えることがありますか。

○大森資金運用部長 各組合等に基本ポートフォリオを定めていただくに当たりまして、地共済全体の許容乖離幅の中に入れていただくということについて規定しておりますので、ルール上はそういうことでご理解いただければと思います。

それから、ポリシー・ベンチマークにつきましては、地共済のポリシー・ベンチマークと別のものを定めていただきますと、その分、当然のことながら、特性や結果についてもずれが生じてくるということがございますけれども、その部分につきましては、異なるポリシー・ベンチマークを定めていただきます組合等におきまして、まず一義的には責任を持ってご説明なり、結果に対する責任をとっていただくと。

また当然、そこから実績でまた大きな乖離が生じてきて、他の管理運用主体にもご迷惑をおかけするような事態になれば、その時点での判断というのもあるかと思いますが、今現状で、各組合等で採用されておりますポリシー・ベンチマークであれば、これは我々としては許容出来るものかなと考えております。

それから、内外の株式を1本でということについてのご指摘もあつたのですが、これは、モデルポートフォリオを策定するに当たりまして、同様に、内外の債券、内外の株式という2区分にしてはどうかという議論がございました。しかしながら、これは当然、世間の年金一般でそういう運用が少なからずあることは承知しておりますけれども、公的年金の分野では、国内、国外を分けた4区分というのがベーシックであるという議論になりまして、この部分については、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式の4区分は維持するという結論になっております。

この部分について、当然、異論もある部分もないではないのですが、モデルポート

フォリオの議論から敷衍いたしますと、各実施機関である各組合等のポートフォリオにつきましても、ここは内外の壁を取り払うのではなく、この4区分で管理していただくべきだと思っております。この部分については、申しわけありませんが、そのように考えております。

○若杉座長 これも私見ですけれども、これだけ乖離許容幅が広いわけですから、先ほど浅野委員が言われたように、ポートフォリオを決定するときには国内株と外国株とを一つのアセットとして決めておいて、実際に運用・管理する時に分けるということも考えられます。乖離許容幅が非常に広いということは、それぞれの運用主体がいろんな工夫が出来るということも含意していると捉えていいと思います。

○浅野委員 ベンチマークについて、それぞれの組合が違うものを作っているから、それは認めましょうというお話だったように思うのですけれども、新しいものを採用しても良いという理解でよろしいですか。

○若杉座長 大森部長、どうぞ。

○大森資金運用部長 今申し上げましたのは、この3ページに記載しているのが現状でありますので、この部分につきましては許容出来るのではないかということのみ申し上げました。それ以外の部分につきましては、その採用されようとするベンチマークを拝見した上での判断だと思っております。当然、採用出来るものもあろうと思いますし、あまり極端に離れるものですと、いかがでしょうかという議論はあり得るものと思っております。

○浅野委員 例えば具体的には、先ほど言いましたように、当面の問題、課題として出てきているのは、シティの世界国債インデックスにかえてパークレイズのアグリゲートを使うとかというようなことは、これはもう既にいろいろところで議論されていることですし、そういうようなもので、それぞれ合理的だと自主的に判断すれば、それは使っていいという、こういう理解でよろしいでしょうね。

○大森資金運用部長 ここで、今この表にないことをなかなか申し上げにくいのですけれども、パークレイズの総合であれば、大きなバックデータに関する限りは、違いはないという認識は持っております。

○若杉座長 どうぞ、徳島委員。

○徳島委員 私も、このポリシー・ベンチマークの違いのところ、前々から一番懸念をしております。例えば浅野先生が言われているとおり、日本の年金運用の最近の状況を見ても、正直言って、例えば外債で時価加重インデックスを使っているのはどうかという思いはあります。カルパスでも、GDPウェイトを考慮し、さらにアグリゲートを採用しているという状

況の中で、果たしてこのシティWGBIを採用していくことが適切なのかというのは、私も疑問に思います。

また、外国株式に関しては、今回、MSCI ACWIに変えられるということではしゃいます。このこと自体について、私は別に反対ではありませんけれども、今、外国株式のポリシー・ベンチマークとしてMSCI-KOKUSAIを採用されていらっしゃる運用主体が、いきなりACWIに切替えたからといって、エマージング諸国の株式を一度のタイミングで購入するというように誘導するのか、しないように誘導されるのでしょうか。地共済法の規定からいけば、管理監督される権限をお持ちでいらっしゃると思いますので、例えば、今までパッシブ運用を行っていた運用主体が、ポリシー・ベンチマークが変更になった瞬間、パッシブ運用の部分で大量のエマージング諸国の株式を買わないといけないという、ナンセンスな投資行動をとらざるを得なくなってしまう。そのあたりについて、指導して抑制されるつもりはあるのでしょうかということがまず1点目のご質問です。

それから2点目のご質問は、資料上のポリシー・ベンチマークの実例に挙がっていらっしゃるところは基本的に問題ないご説明頂きましたが、例えばこの中で、特定の運用主体に対して物申すつもりはないのですが、外国証券でヘッジありのものも、ヘッジなしのものと同様に考えて良いという理解でよろしいでしょうか。

○若杉座長 大森部長。

○大森資金運用部長 まず、エマージングを今直ちに購入すべきかどうかということについては、これはいろいろ判断があろうと思います。ここ数年はエマージング、下回っておりますし、いろいろとリスクも相対的には高いと思っておりますため、全体のポリシー・ベンチマークをこのように変更させていただきますけれども、その購入時点、移行時期の判断については、それぞれあろうかと思っております。

ただ、裏返しで、今下回っていることをもって直ちに地共連として買うなという判断をするつもりもありませんため、そこはご了承いただければと思います。

それから、ヘッジの有無については、これは自由判断ということでもないのかなと思っております。今いろいろと各共済から意見もいただいておりますが、そこについては今のまま。ヘッジについての考え方というのは一定整理する必要があるかと思っております。一律に縛るつもりもありませんけれども、その採用、ヘッジを使った場合に、どういう目的でこうというところの整理はしたいと思っております。

○若杉座長 千田委員、どうぞ。

○千田委員 基本ポートフォリオについては、一旦最適化計算により検証した上で、結果としてGPIFと同等のものを受け入れることについては、ロジックとしては比較的分かりやすいとの印象を持っております。

ただ、結果として基本ポートフォリオはGPIFと同様ではあるものの許容乖離幅を5割拡大するという点で、地共済としての運用の自主性及び創意工夫を発揮されることを明言されていますため、それが具体的にどのような点なのかについて、今後関係者に示していく必要があると思います。

○若杉座長 ありがとうございます。

ほかに、俊野委員、どうぞ。

○俊野委員 旧3階部分の運用方針とも関連してしまうかもしれませんが、参考2のところに、14ページのほうで、GPIFと対比しまして、現行のポートフォリオでの最大損失額、すなわちバリュエーション・アット・リスクは現行の資産配分では3.4兆円のところが、今回の政策資産配分の見直しによって6.8兆円に、リスクが2倍になるというメッセージが示されております。その結果、リスクのこともきちんと検討されていますよというメッセージが市場に出てくるかと思えます。ただし、この計算の基礎となる運用資産額の41兆円は、多分1・2階と旧3階部分を合わせた金額だと思います。旧3階の部分は後ほどの議論になるかもしれませんが、この資料が対外的に公表されることによるアナウンスメント効果といえますか、地共済グループ全体では、かなり株式を増やす方針に転換するため、旧3階部分を含めてGPIF並みの、リスクをとった運用になるという誤ったメッセージが市場に出ていくことが少し懸念されます。

恐らく、市場では、株式市場に資金がどのぐらい流入するだろうかとか、そういう関心を持って見ているでしょうし、それから、もう一つのディスクロージャーの対象としましては、受給権者が自分達の年金資産の運用がどの程度安全に行われているかということも、関心を持って見ていらっしゃると思います。旧3階部分については後ほどの別の資料で、これは資金の性格が全然違うため実質的に異なる運用をしますということを明記しているにしても、この参考2の資料では、地共済グループ全体の41兆円の資産に対して、リスクが2倍になるというようなメッセージがこの表から読み取られてしまう可能性がありますため、少し懸念されるところで

す。

中心値にすぐに移すわけではないというご説明をいただいております、そういう意味での上下限幅はかなり広めにとられております。国内株につきましては11%を上回っていれば許容乖離範囲の中にあるということで、そういう意味では、割と低目のところにコントロールした

上で、旧3階部分と1・2階部分は分けて、1年後から独自の運用が始まるということですので分かりやすいですけれども、一旦この参考2の資料のリスク分析の資料がひとり歩きしてしまわないかと心配です。旧3階分も含めて株式50%というリスクの高い運用になってしまうのではないかとこのような懸念を受給権者の方とかが受け取ってしまうリスクが1つです。それから資本市場も、41兆円のうち、こういう単純計算すると10兆円が株式に流れるということになりますから、そういうアナウンスメント効果も十分にご配慮いただいた上で、この資料の作成をしていただければと感じております。

○若杉座長 ありがとうございます。

この参考2は、今、俊野委員が言われたような懸念がなくなるように、少し丁寧の説明しましょう。他のところも、全体的にそういうところあるかもしれませんが。

浅野委員どうぞ。

○浅野委員 先ほど、外国債券、外国株式のヘッジありかなしかという議論がありましたが、ベンチマークとして、どっちかじゃないといけないということはないと思います。むしろ、どれぐらいの為替エクスポージャーを持つことが適切かというような観点で、各組合に外国株・外国債券の為替エクスポージャーの管理をしていただくとしたほうが良いのではないかと思います。

というのは、例えば今のモデルポートフォリオあるいは基本ポートフォリオ案で、外国債券と外国株式を合計すると40%になります。これを全部、為替ヘッジなしとすると、全体の40%も円安・円高にかけることになってしまいます。そのリスクは膨大なものです。当然、もう少しリスクを減らすことを考えたほうが良いのではないかとということになるかと思えます。

ただし、為替のエクスポージャーはある程度のリスク分散効果がないわけではないから、ある程度持ったほうが良いというような議論も出てくると思いますが、もしそうだとしたら、どれぐらい持つのが適切かということになるはずですから、そうした余地も含めて、もっと各団体が自分でいろんなことが考えて出来るように、あまり枠をはめないでいただきたいということが私の要望です。

○若杉座長 ベンチマークはあくまでもベンチマークですから、目的つまり何のためのベンチマークかによって選ぶ指標は異なります。ベンチマークの選択にはそれなりの自由度があると考えるべきではないでしょうか。大森部長、そういうことでよろしいですか。

○大森資金運用部長 この外国資産につきましては、まず、その前提となりますリターン・リスク相関係数というのはノーヘッジを前提に議論をしております。そういう意味で、他の管理



運用主体とも若干ご相談する部分もあろうかとは思いますが、委員のご指摘を踏まえて、また、特に警察共済はこれまでもこういう形をとってこられたということでありますため、その方向で出来ないかということで議論を進めてまいりたいと思っております。

○若杉座長 よろしいですか。

他に。どうぞ、田中委員。

○田中委員 冒頭の俊野委員なり先ほどの千田委員の後半部分のご意見にも若干関わるわけですが、全体を見渡して、今般の基本ポートフォリオの策定過程を改めて振り返った場合に、感じたことは、安倍内閣発足後、その後の日本再興戦略の閣議決定に端を発して、デフレからの脱却、あるいはアベノミクスの実現というような政治的背景があったのだらうと思えますし、そうした情勢のもとで年金の資金の管理の活用のあり方、とりわけ最大でありますGPIFの資金運用を中心に検討されてきたと思っております。結果的に、こうした経済政策を優越させたのではないかと指摘、これは否定できないと理解しており、そういった側面を持つGPIFの基本ポートフォリオと、このもとで作られたモデルポートフォリオの中心値に、結果として同じ値にせざるを得なかった、というのが率直な感想です。

やはり独立をした管理運用主体として、主体的な議論を通じて決定されるべきなのに、残念ながら独自裁量を十分反映出来ない内容となったのかなと思わざるを得ませんし、遺憾かつ、残念な結果だと思っております。

一方で、先ほど千田委員からもご指摘ありましたように、許容乖離幅についてはモデルポートフォリオよりも広げたことは、地共済全体の自主性や、各共済組合それぞれの持つ独自性、例えば資産構成の差異なども考慮した結果と理解しており、今後、実際の運用に当たっては、対応の幅が広がったものと評価したいと思っております。

ただ、今後リスク性資産の割合が高まっていくこととなりますため、リスクの管理体制や管理手法の充実を含めたガバナンスの改革が必要不可欠ではないかと認識しております。しかし、ポートフォリオの見直しを積極的に行ってきたGPIFと厚生労働省とのこの間の議論推移を見ていると、ガバナンスの改革が進んでいないという印象を受けております。国会答弁の中で塩崎大臣が、車の両輪だとポートフォリオ見直しとガバナンスの改革を一緒に進めると発言されておりますけれども、そこが十分、今の現時点では進んでないのではないかと理解しております。

いずれにしろ、厚労省の動きとかGPIFの議論もございまして、我々はこれらに引きずられることなく、リスクの高度化に合わせて、それにふさわしいガバナンスの体制をぜひ

とも作っていただきたいし、事務方にもその辺のことも十分踏まえた対応を今後ともよろしく  
お願いいたします。

○若杉座長 ありがとうございます。

はい、村上委員。

○村上委員 ここに至るまでの前提条件の立て方とか、ポートフォリオの選択方法だとか、そ  
の過程で違和感がある箇所はいろいろあるのですが、今掘り返しても仕方がないため、この基  
本ポートフォリオはそのようなロジックで決定するとして、ここから先、地共済グループとし  
てやっていかなければならないことが結構多いのではないかと思います。

基本ポートフォリオというのは何らかのベンチマークをもとに決めなければならないという  
ことで、全体のリスクも基準は規定されている中で、ベンチマークはどのような選択まで許容  
出来るのか、あるいは基本ポートフォリオからの乖離をどこまで許容出来るのか、これらはリ  
スクの問題になってくると思います。また、その乖離幅の意味、それはチャレンジのための幅  
なのか、その資金の性格から運営上必要なものなのか、そのあたりの検討が必要です。

それから、これは各主体において、地共済全体の基準から変える意味というのがどこにある  
のかを明確化しなければいけないと思います。

それからあとは、複線的にリスクの管理を行うということが書いてありますけれども、具体  
的にどのようなことをやっていくのかというような問題ですね。

このように、実際の運用をするに当たって詰めなくてはならない問題が、ここから先、まだ  
たくさんあるのではないかと考えていまして、そこのところをしっかりとやっていくことが必要  
ではないかと思います。

○若杉座長 ありがとうございます。

他に、よろしいですか。はい、俊野委員。時間が詰まってきたので、簡単をお願いします。

○俊野委員 いろいろな委員の方から、為替リスクヘッジの問題ですとか、地共済グループ全  
体としての運用のあり方と、各実施団体の運用の関係ですとか、今も村上委員からご指摘があ  
りました。表現が難しいのですけれども、各実施団体のインセンティブといいますか、各団体  
が切磋琢磨して、地共済グループ全体のファンドを出来るだけ改善するように、基本ベンチ  
マークに対してプラスアルファを稼ぐことによって、グループ全体に貢献することが求められ  
ている訳ですが、地共済グループ全体の目的、運用目標と、各実施団体との運用目標との整理  
ですね。まさに村上委員がおっしゃったことですのでけれども、それをきちんと整理しないと議論  
がちよっと難しいのかなという印象を持っております。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございます。

他に、よろしいですか。はい、どうぞ。

○小島局長 確認ですけれども、議論の最初の段階で、オルタナティブ資産の関係については議論されておりましたが、この中に全然入っていないですよ。入れているのかが分からないのですけれども。不動産投資を含めて、今、不動産貸し付けはやっていきますけれども、それが不動産投資を含めオルタナティブ全体、これ、GPIFはやっていると思いますけれども、1・2階についてはどうなるのか。今は地共済法の規制がありますため、全体のオルタナティブは出来ないと思いますため一元化後のお話ですが、それについてはどういう形で書くのか、それともやめるのか。それ、何か考え方はございますか。

○若杉座長 事務局、いかがですか。

○大森資金運用部長 今回すみません、記述をそういう意味では漏らしておりますけれども、オルタナ資産を持つ場合については、その資産の性格に応じて、この4資産のいずれかに区分をするという形で整理をしたいと思っております。

なお、現行でもオルタナとして出来ないわけではありませんが、私共の基本方針では、そこは出来る前提で記載をしております。実際には持っておりませんが。

○若杉座長 よろしいでしょうか。

○小島局長 今、地共済法の施行令の中で、資産クラスというのは制限されていると思うのですけれども。

あと、そこは構わないとして、とりあえず1・2階の部分においても、今、不動産貸し付けはやっていきますけれども、これも含めて、我々としても不動産投資も少しやっていきたいと考えておりますため、オルタナティブという意味では書いてはいないですけれども、入っているという形でよろしいでしょうか。

○大森資金運用部長 すみません、舌足らずですけれども、今、信託財産という形でオルタナ投資は出来るという整理で地共連はやってございます。今後も、その法の枠内ということになりますけれども、そこは整理をしていきたいということでございます。

○若杉座長 この件はよろしいでしょうか。とにかく基本ポートフォリオを決めないと先に進むことが出来ません。100%納得のいくものではなくても、あとはいろいろ知恵と工夫を凝らしていけるはずですよ。そういうご理解でよろしく願いいたします。

あと、このまとめは私と事務局にお任せいただきたいのですが、よろしいでしょうか。皆さ

んからご意見出たことをなるべく盛り込むようにしますので、よろしくお願いいたします。

どうもありがとうございました。

それでは、次の議題である地共済全体の基本ポートフォリオ（経過的長期給付）案に移りたいと思います。

これも事務局より説明をお願いいたします。

○大森資金運用部長 それでは、資料2をご覧ください。経過的長期給付、いわゆる旧3階の基本ポートフォリオ案についてご説明させていただきます。

こちらにつきましては、当然、1・2階と旧3階、もう性格が異なるということでありませけれども、10月の当初段階におきましては、1・2階と同様のポートフォリオの構成割合とさせていただきますという趣旨でまとめさせていただいております。

基本的な考え方から説明をさせていただきます。

旧3階部分につきましては、給付の面につきましては厚生年金と共通するものがありますけれども、収入面におきまして、新たな掛金、負担金収入が発生をしないということで、いわゆる閉鎖型年金であるという点におきましては、これはもう全く異なるということでございます。この旧3階の管理運用に当たりましては、閉鎖型であるという特性を踏まえて、積立金の規模をきちんと把握するという、それから、給付の将来予測を的確に行って、それを適切に評価するといったような、十分な分析を行った上で基本ポートフォリオを策定すべきであると。また、その積立金あるいは負債の水準に応じた適切なリスク水準を設定すべきであると。その水準は極力抑制するよう意識するべきであるということ。それから、実際の運用におきましてもリスクを抑制したものとなるように努めることといったようなことに、特に留意することが不可欠であろうということを書かせていただいております。

これらのことにつきましては、この検討委員会におきましても、前回までの中で各先生方から意見を多数表明いただいております、そのいただいたご意見を以下で整理いたしております。

一つには、債務評価についてということで、この債務の評価が一番重要であると、リスクフリーの金利で割引くなどして債務評価することが必要なのではないかと。それから、この財政状況、債務構造、キャッシュフローも十分に踏まえた上で、相対的に俯瞰して、じっくり検討をすべきであるという点。

それから、リスクの抑制・管理ということにつきましても、これは、よりリスクを抑えた運用方針であるべきという点。それから、2ページにいきまして、積立比率というものに応じて

リスクのとり方も変わるのではないかとということでありますとか、この積立比率を前提に置いたポートフォリオを考える必要があるのではないかとということ。それから、絶対リターンベースでリスクを捉えるべきというご指摘もございました。

その他の留意事項といたしまして、リターンは、特に予想リスクが高い場合については、幾何平均をしますと目標を大きく下回ってくる可能性があるという点。それから、各共済の積立金が不足した場合は、最終的には地共連から出していくことを踏まえたご指摘。それから、基本ポートフォリオの見直し頻度についてのご発言もいただいたということでございます。

また、具体の運用につきまして、元本の目減りを極力減らすという観点、あるいは、インカム中心の運用がふさわしいというご指摘もいただいております。

2のポートフォリオの検討の項に移らせていただきますが、本来でありますと、今申し上げたような、さまざまな観点で整理をした視点でもってポートフォリオの検討を行うべきという点については、我々も同様かと考えておりますけれども、以下の理由によりまして、直ちに行うことは難しい状況であると考えております。

これは、まず、積立金の総額につきましてですけれども、その前提となります厚生年金全体の、厚生年金側、今の厚労省側の積立比率でありますとか、それから、地共済の積立金の総額、また、給付の平成27年度の水準というものにつきまして、一元化前には決まってこないという部分がございます、最終的に全ての数値が整いまして確定、それから精算が行われるのは平成28年秋頃になるというふうに見込まれております。したがって、旧3階に係ります資産側の前提を一元化前に得ることが難しいということでもあります。

こういった状況から、一元化前には地共済の年金として、今1本で運用しておりますけれども、これを1・2階と旧3階に割るわけですが、10月当初におきましては、この1・2階、旧3階の両方を一体として運用をまず始めまして、段階的に両勘定に分離をしていくという財産の部分がどうしても残らざるを得ないという部分がございます。なお、一体として運用するといいいましても、その持ち分の割合についてはきちんと明確に区分をする所存ではございます。

以上のようなことございまして、当面は旧3階、経過的長期給付に係ります基本ポートフォリオにつきましては、厚生年金、1・2階部分の基本ポートと同じものとして、その積立金の運用を開始させていただきたいということでございます。

したがって、3ページの基本ポートフォリオの項には、構成割合、それから許容乖離幅、その両方につきまして、先ほどご覧いただきました厚生年金の基本ポートフォリオと同様のパーセンテージを記載させていただいております。

若干留意事項で、3点書いておりますけれども、1つ目、共済の独自資産として貸付金及び不動産を、これは平成27年度当初の段階におきましては全て旧3階に持っていくという整理とさせていただきます。これについては、その資産の性格上、国内債券に含めるという観点でございます。

それから、短期資産につきましては、これも厚生年金と同じでありますけれども、各資産の許容乖離幅の中で管理をするということ。

それから、当初、国内債券などについて、この許容乖離幅を超過しているということが想定されますことから、その移行の間におきましては、許容乖離幅を超過することがあるという旨を3点目に記載させていただきます。

3の留意事項に移らせていただきます。

本年10月の一元化当初の段階では、今申し上げたような取り扱いとさせていただきたいと思っておりますけれども、1・2階と旧3階の性格は当然異なるものでございます。平成28年、来年の秋におけます積立金額が確定されました後には、速やかに積立金・負債の分析を含みます基本ポートフォリオの検証作業に、まず取りかかりたいと考えております。その検証結果につきましては、次期基本ポートフォリオの検討にきっちり反映をさせていきたいと思っております。

ただ、平成28年秋といいますと今から約1年半後ということでありまして、当然、そこまで何もしないというもおかしな話でございます。それまでの間にも、その時々最新の知見ということで、例えば今の厚労省側、厚生年金側の平成26年度末の積立金総額がまた早晩判明をしております。そういったことを初めとする、時々最新の知見をもとに、可能な検討作業については随時行っていきたい。また、この委員会でもお示しをしていきたいと思っております。

また、実際の積立金の運用におきましては、基本ポートは厚生年金側と同じ数字で置かせていただきますものの、旧3階、閉鎖型年金という、その性格には十分留意をいたしまして、特にリスクの抑制・管理に万全を期した運用とするべきであるという点についても、ここで置かせていただいております。

なお、この旧3階につきまして、昨年6月に地共連で行いました財政再計算結果については、もう1枚後の別紙、こちらにお付けしておりますため、ご覧いただければと思います。

4ページに移らせていただきます。この前のページでございます。参考といたしまして、2つほど数字を整理しております。

まず、(1)といたしまして、現在、各共済組合等で保有をしておられます独自資産の状況であります。貸付金で、全ての計で6,589億円。それから、不動産で792億円ということで、この合計の7,000億余りの金額が旧3階、今、49対51で仮に割っておりますけれども、その旧3階の積立金総額に占めます占有比率が3%強ということになってございます。

(2)といたしまして、平成27年度から平成31年度、5カ年度におけますキャッシュフローの平均額について整理いたしております。1年分の平均額といたしまして、これも同じく表の一番下ですけれども、地共済全体で5,300億円あまりということで、旧3階全体の3%弱という割合になってございます。

独自資産につきましては国内債券、それから、このキャッシュフローにつきましては基本的に短期資産等で区分・管理をしていくということになるかと思いますけれども、一部のキャッシュフローが、キャッシュアウトが非常に大きいような団体を除いては、この独自資産、キャッシュアウト、両方とも先ほどの許容乖離幅、それぞれ5割ほど拡大をさせていただいておりますが、拡大された後の乖離幅の中で考えますと、対応していただけるのではないかと分析をいたしております。

以上で、この資料の説明を終わらせていただきます。どうぞ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。

ただいまの説明について、ご質問等ありましたらお願いします。浅野委員どうぞ。

○浅野委員 資産と負債の状況が大切だと言っているながら、それを全く示さないで、基本ポートフォリオを1・2階部分と同じにしてしまうというのは非常に乱暴で受け入れがたいと思います。

資産がどれだけになるか確定するまでは数字は出せないとおっしゃいましたけれども、債務だけ評価をすることは、可能ではないでしょうか。企業年金と同じような完全な積み立て方式ですから、それと同じように債務評価をしたらどうなるかという数字、これは資産の額が確定する前にも簡単に出来るはずですよ。

それから、資産との兼ね合いでも、今の資産状況から見て資産がどれぐらいになるか。1割も2割もずれることはないでしょう。大体の数字がこれぐらいで、それより上下5%とかいう、3ケースぐらいを計算すればいいわけだから、簡単に出来るのではないのでしょうか。実際、1・2階部分ではシミュレーションされているわけですね。それはすぐ出来たみたいですから、それを旧3階部分でもやっていただければ良いのであって、それをやらないで、この議論をしるというのが無理であると思います。

特に私が懸念しておりますのは、ここで、別紙で足とおっしゃっていますが、これはすごくリスクがあるわけです。前から言っているように、リスクがある場合には算術平均と幾何平均はかなり乖離します。それは1・2階部分のシミュレーションの結果でも出ています。ケースEですか。実質期待リターンが1.77%に対して目標は1.7%だったのですが、目標を下回る確率は50%以上になっていますね。

そういう問題があるから、どれぐらい資金が足らなくなるおそれがあるのか。その影響は、掛金が入ってこない旧3階のほうが大きく出るはずですよ。そういうことを考えると、こんなリスクが大きい運用をしたら、どれぐらいの確率で資金不足になってしまうのかを最初に押さえておかないと心配です。それを見て、50%以上も資金が足りなくなるのかというような、そういう数字になると思いますけれども、それを見て組合員はどう思いますかね。やっぱりおかしいのではないかということになるかと思います。

そういう意味で、債務の計算と、それからシミュレーションは早急にしていただきたい。そうでなければ、議論が進められないと思います。

○若杉座長 事務局から、説明をお願いします。

○大森資金運用部長 この部分につきましては、本来、やはり旧3階のような運用を考えるとこのためには、当然の前提として必要なことだろうと思っております。

ただ、これもこのペーパーの中でも書いたとおりですけれども、積立金の額というのがまだ固まりません。これは地共済の中だけで決まる数字でもありませんで、といいますか、より圧倒的に大きい厚生年金側のパフォーマンスを、あるいは足元までの給付というところがきちんと固まらないと、あちらに持っていく積み立ての倍率、金額が決まってこないということでありまして、ここは例えば、財政再計算の前提となります積立金の総額をもとに試算をするということも当然には考えられるわけですけれども、この19兆7,000億円が足元の前提となりますところ以降の運用で、当然、市況で増えている部分もありますけれども、GPIFの運用の好調で減っていく部分もあるということでもありますため、この19兆7,000億円というところについて、我々、運用ポートフォリオを定めるに当たっての根拠とするところの自信が全く持ち得ません。

そういうところからいたしますと、これは今回、この資産、負債、両面からのきちんとした分析を行って組むということについては、非常に申しわけなく情けない判断ではあるのですが、きちんと固まってから検討に入らざるを得ないと考えた次第でございます。

負債につきましてのご指摘もいただいているところではありますが、この資産側と負債側の



検討に入りますに当たって、一体としてお示しをして、ご議論をいただきたいという考えでございますため、よろしくお願いいたします。

○若杉座長 浅野委員のおっしゃるとおりですけれども、この間、基本ポートフォリオの策定で想定外の遅れがあり、作業を進められなかったということだそうです。とにかく1年半あるわけですから、その間に出来るだけ賢い対応を考えるという方針で進めていただきたいと思います。

○浅野委員 運用が始まるのは1年半ではなくて半年後ですよ、持ち分を分けるのは。その時点から何をやるのか。この資産の額がわからないから1・2階部分と同じように、大幅にリスクを増やしますとなっているわけですが、そんな乱暴なことはあり得ないのではないですか。

債務が大切だ、資産と負債の状況が重要だ、運用を考えるに当たってそうおっしゃっているにも関わらず、それをやらないとは、いかがなものか。仮に数字を置いて、それを中心にして、先ほど言ったように、少し資産が余分にある場合とか、それよりも見込みが下回る場合とか、計算をすれば良いわけです。その計算なんか、そんなに面倒なことじゃないはずですよ。それが出来ないなんて、少し信じられません。それでは、ちゃんと運用者としての責任を果たしているということにはならないと思います。

○若杉座長 大森部長どうぞ。

○大森資金運用部長 平成27年10月段階では、その段階で持っている数値をもとに、1・2階と旧3階に分割をして運用開始することになります。

ただ、その実際の運用は10月1日からスタートするわけでございますけれども、この基本ポートを検討するに当たりましては、その数値をもとに一定の計算、分析・計算を行った上で、まず、地共済全体の基本ポートを示した上で、地共連を含みます7つの各組合等の基本ポートを作って、それをもとに、それぞれの組合等で運用をしていただくということになってまいります。当然のことながら、2つのポートフォリオを順次作っていくということになりますため、それにはやはり一定の期間がかかるということでもありますので、10月1日の段階での数字が分かるということをもって、直ちにその積立金の総額に応じた基本ポートで各実施機関まで運用するという点については、極めて難しいものと思っております。

当然のことながら、この資料の3ページにも記載をしております、先ほども申し上げました、その時々最新の知見をもとに可能な検討作業は随時行うとしておりまして、今申し上げました平成27年10月で、まず、その段階で割りました確定精算前の暫定的な旧3階の総額をもとに、運用したらどうなるかということについての検証・検討作業というのは、当然のごとくやらせ

ていただきたいと思っております。

○若杉座長 私が言いわけする必要はないですけども、いくつも運用主体が関係していますため、今回は間に合わなかったというのは現実だと思います。10月までの間に出来る限りのことをやっていくということのため、ご理解いただけないですか。

○浅野委員 1・2階部分についてはシミュレーションまでやられているわけですよ。それと同じことが、何故3階部分について出来ないのですか。

資産の額が確定しないと言いますが、例えば平成27年10月の段階でも一応持ち分を、暫定的にしろ、分けるわけでしょう。それだったら、暫定的に数字を置いて、シミュレーションをするぐらいのことは別にそんなに難しいことでもないし、そういう前提であるということを知って我々は議論しようとするわけですから、全然問題ないはずですよ。

そんな数字も出せないようじゃ、我々だって、議論も出来ないわけですよ。そういうことを避けて、1・2階と同じ基本ポートフォリオにしますというのは、ちょっとめちゃくちゃではないでしょうか。

○若杉座長 この問題は本日いきなり出てきたことではなくて、これまでのこの検討委員会でも、当面そういうことでやりたいってことは説明されてきました。

○浅野委員 いや、それに対して私は強く、債務を早く計算してくださいと言ってきました。さらに言うと、地共連の委員会の中でも、昔からこれは主張していることです。それなのに、何もしないで放っておくとか、多分やっぺらっぺらとは思いますが、それを出さないということでは、これは委員としての責任を果たせませんため、せめて少しでも委員としての役割を果たせるように、出していただきたいと思っております。

○若杉座長 今回、旧3階についても結論を出しますが、そこに盛り込めということですか。

○浅野委員 盛り込めというよりも、議論したら当然それを盛り込むことになるわけですけども、議論する前提として、そうした数字がないと進まないのではないのでしょうかということをおっしゃっているわけですよ。

○若杉座長 この点について、大森部長いかがですか。債務の数字については以前から浅野委員が要求されていましたが、いまだに提示がありません。その辺について説明をお願いします。

○大森資金運用部長 財政再計算の結果を去年の夏に公表した後に、私共でお願いをしておりますコンサルタント会社とともに、この旧3階の運用をどれぐらいの割合でやれば回るかというのを、仮に試算をしております。その結果でいきますと、全額国内債券であれば若干足りない。もう少し上回るぐらい、名目で3.4か5ぐらいだったと思っておりますが、そういう試算もして

みたことがございます。

ただし、これをきちんと詰めていくには、これも先ほど申し上げたことですが、財政再計算の、ここで一旦置いております19兆7,000億円という積立金の総額の金額というものが、これは日々動いて、まだ動く数字でございまして、それをもとに結果を示すということで、なかなか、これで足りませよというようなことを、責任を持って申し上げることが非常に難しい、無理だろうと思っておりますことから、今回もご提示をしております。まだこの金額というのは、運用は、この1年好調ではありますけれども、GPIFがより好調でありまして、持っていられる割合というのが相当高くなっているのではないかとこのように懸念をいたしております。

そういったことから、ここはきちんと、厚生年金に持っていく割合がきちんと固まり、かつ、旧3階は残り運用いたしますけれども、要するに、我々の積立金の金額というのは9月末まで動きます。そこまできちんとこの数字を押さえた上で、積立金の総額、それから負債側の両面で分析をしたいと思っております。

○若杉座長 今日のところは、1階部分、厚生年金の部分と同じ運用をするということで結論を出しておき、これから10月までの間に最大限やれることをやり、修正していくということでしょうか。そういう点では、広めの乖離許容幅もあるわけですし、弾力的な対応が可能だと思います。

○淵上理事 ちょっとよろしいでしょうか。

閉鎖型年金で、一旦積立金の額が確定をして、給付は今後の経済情勢でいろいろな変化を受けて、最終的には確定するため、ある前提を置けば予測可能ということだと思います。

一方で、私共は運用する機関でありますため、給付する機関でもありますけれども、少なくとも制度設計に当たって、我々がどこまで役割を負っているかといいますと、責任を持って今ある積立金で給付が賄えるような運用をなさと言われていたつもりはありません。なぜなら、制度設計の基本的な部分というのは法律で定まっているわけでありまして、総務省を初め関係省で、政府の方針として決めて、法律上、制度を作っているわけでありますため、そういう意味で、例えば計算した結果に基づいて、それが達成出来るように我々が無理な運用をせよと言われても、それは非常にハイリスクで、結果は分かりませんとしか言いようはありません。そういうことからすると、その制度の前提となる制度設計について、政府との協議なくして基本ポートフォリオは定められないと思っております。

例えば今、政府において、私共がはっきりしてくださいと言われても、今度は議論が循環す

るわけでごさいます。つまり、積立金が固まらないと、どういう枠組で、あるいは枠組の見直しも含めて決まらないということで、だんだん議論が循環してしまうわけでごさいます。

一方で、運用の実態からいいますと、リスクをとれる範囲内が2階と旧3階では全く異なると思っておりますけれども、ただ、運用の実態といたしますと、これから少しずつシフトすることを想定して、つまり、リスク特性に応じて分類することをイメージしながら移管をしようと思っておりますけれども、全てが10月1日にきれいにいくわけでもありませんので。そういう意味では、理想的に、こういうリスクをとりながらこういうリターンを求めて運用するということをイメージしたとしても、現実に来るのには3年ないし5年かかると私共は思っております、その間において、いろいろな条件がはっきりして、そして政府との協議もした上で、必要があれば法律改正もあるかもしれませんけれども、しっかりとした前提がはっきりした上でなければ、ポートフォリオとか、あるいは運用方針が定められないと。

計算はできても、仮の計算をもとに運用せよと言われても、私共にはなかなか、出来る部分と出来ない部分がございますため、窮余の一策ではございますけれども、ここに書いてあるような考え方でどうかと思っております。何もしないわけではありませんけれども試算をせよと言われてはしますけれども、それをもって基本ポートフォリオを決めよと言われると、私共だけでは決められないということだと思えます。そのため、試算については努力いたしますし、検証作業も言われれば前倒しでやりたいと思っておりますけれども、それをもとにポートフォリオを決めるのはなかなか、現時点では困難ではないかと思っております。

○若杉座長 そういうことでよろしいですか。

○浅野委員 今の言葉尻を捉えるようではございますけれども、しるとおっしゃるならやりますとおっしゃったので、是非やっていただきたいですね。

○淵上理事 前提付きですね。

○浅野委員 そうです。条件付きでも良いから、やっていただければ良いのです。

○若杉座長 それについては、大森部長から説明があったことですので、私も申し上げたことです。それを実行していただくしかありません、そういうことで委員の皆さまにはご理解いただければと思います。

では、この経過的長期給付の部分についてもご了承をいただいたということで進めさせていただきます。ありがとうございます。俊野委員、ご意見がありますか。

○俊野委員 すみません、手短に申し上げます。

そういう意味で、留意事項の3ページのところに、基本ポートフォリオという形で提示され

ますと、いきなりこういうリスクの高い資産に移すのかと誤解を与える可能性があります。そこで、中心値にはすぐには近付けないというような文言を念のために明記していただけないでしょうか。許容乖離幅はかなり下限がありますから、11%を超えれば入ることになりますね。その点だけ明記をしていただくように、ご配慮をいただければと思います。

○若杉座長 わかりました。

徳島委員もご意見がありますか。

○徳島委員 今の俊野委員のご発言にも絡みますが、今回こうやって1・2階と旧3階と基本ポートフォリオ案を策定されていまして、今後の外向けに開示されるやり方とか、公表のタイミングとか、先日のKKRの場合も少しマーケットにインパクトあったような気がしますため、ご配慮をお願いしたいと思っております。

それから、旧3階の3ページ目の留意事項のところですけれども、私は、平成28年秋に資産額を確定してという記載があるということは、次期の基本ポートフォリオは、例えば平成29年の4月スタートぐらいで新しいポートを作成されるべきではないかと思ったのですが、今のご発言などを伺うと、どうも次の財政再計算までは、今回策定されたままの基本ポートフォリオでいくという趣旨のような気がしましたが、このあたりについてどうお考えでしょうか。

○若杉座長 大森部長、お答えをお願いします。

○大森資金運用部長 この公表等の今後の取り扱いにつきましては、実は後ほど説明しようと思っておりましたけれども、ここで申し上げますと、地共済全体の基本ポートフォリオをもとに、各実施機関、各組合等において基本ポートフォリオを定めていただくという必要があります。また、この共済年金の受給者なり資金の拠出者であります組合員の皆様方、あるいは国民全体ということもありますけれども、こちらに対する周知、説明というのも必要であろうと思っております。

この、基本ポートフォリオというのは、正式には、管理運用の方針全体のうちの一部分として総務省の承認をいただくという手続が正式でありますことから、今後、その他の管理運用の方針全体についてのご議論をまたいただいた上で作った上となりますと、この夏、秋にかからざるを得ないということになってまいりますが、そういうことをいたしておりますと、先ほど冒頭申し上げた周知ですとか、それから次の検討、基本ポートの策定作業というところでなかなか難しいという局面が出てまいりますことから、この基本ポートフォリオ案につきましては、まず、地共連におきましては、この3月の運営審議会の中で、基本ポートフォリオ案の部分についてのみ先行してということにはなりますが、説明、報告をさせていただいた上で、年度内

を目途に公表させていただくという手続ではどうかと考えている次第でございます。

それから、ポートフォリオの見直しということでもありますけれども、これについては、5年に1度、厚生年金の部分につきましては財政検証が行われて、それをもとに見直しを行うということとあわせて、経済状況等に照らして検証を行った上で、必要であれば見直すという手続になっておろうかと思えます。

旧3階につきましても、このルールは同様というふうに、基本的には同じ考え方でやるべきであろうと思っておりますため、定期というのは5年に1回ということにはなりますけれども、この検証結果をきちんと捉まえた上で対応を考えさせていただきたいと思っております。

○若杉座長 千田委員どうぞ。

○千田委員 先ほどのご説明については、やはり私も違和感を持ちました。債務構造として、閉鎖型の旧3階と、1・2階との違いについて分かりやすくご説明いただきたく思います。それを踏まえて、旧3階がどの程度のリスクをとれるのか、地共済として独自の判断が出来る部分になりますため、丁寧に債務の評価・分析をしていただきたく考えております。

○若杉座長 ありがとうございます。

皆さんから貴重なご意見をいただきました。出来る限りそれらを反映させて、このペーパーを作り直しますため、お任せいただければと思います。どうもありがとうございました。

それでは、これをもちまして、本日本日予定しておりました議事が全て終了しました。

以上をもちまして、第5回の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。どうもありがとうございました。

午前11時11分 閉会