

第 1 2 回地方公務員共済資金運用委員会

平成 2 8 年 3 月 1 6 日（水）

地方公務員共済組合連合会

午後3時30分 開会

○大森資金運用部長 それでは、始めさせていただきますが、本日、津田企画管理課長が欠席をさせていただいておりますので、冒頭、同じく企画管理課係長で務めさせていただきます。

○企画管理課係長 定刻となりましたので、ただいまから第12回地方公務員共済資金運用委員会を開会いたします。

初めに、本日の配付資料を確認させていただきます。

次第、座席表に引き続きまして、資料1「基本ポートフォリオの検証について」、最後に1枚紙でございますけれども、資料2ということで「管理運用主体の平成27年度第3四半期運用状況」という資料がございますが、不足等ございませんでしょうか。

なお、前回の委員会で配付させていただきました平成27年度海外出張視察報告書を製本いたしましたので、委員及びオブザーバーの皆様にご配付させていただいておりますので、お持ち帰りいただければと思います。

では、議事に入らせていただきます。

以降の議事進行につきましては、若杉座長にお願いいたします。

○若杉座長 皆さん、こんにちは。本日は、比較的議事が少ないですが、議事進行についてはご協力のほどよろしくお願いいたします。

本日の委員会の議事は、「基本ポートフォリオの検証について」及び「その他」の2本となっております。

最初に、議事1の「基本ポートフォリオの検証について」につきまして、事務局より説明をお願いいたします。

○企画管理課係長 よろしく申し上げます。資料1の基本ポートフォリオの検証につきましてご説明させていただきます。

まず、今回の基本ポートフォリオの検証でございますが、資料1ページ、1つ目の四角でございますが、平成27年10月から用いております基本ポートフォリオにつきまして、直近の市場環境を踏まえて検証するものでございます。

また、今回の検証につきましては、各資産の期待収益率及びリスクを直近の市場環境を踏まえた数値に見直した上で次の3点から行わせていただきます。

1点目でございますが、効率的フロンティアと基本ポートフォリオの比較、2点目、基本ポートフォリオと最適ポートフォリオの期待収益率及びリスクの比較、3点目、基本ポートフォリオと最適ポートフォリオの下方確率及び条件付き平均不足率の比較と、以上3点から検

証を行わせていただきます。

ページ下半分では、先ほど申し上げました直近の市場環境を踏まえた具体的な数字の更新の仕方について書かせていただいておりますが、それらにつきましては、またそれぞれの各資産の中でご説明させていただきますので、資料の2ページをお開きください。

まず、短期資産からでございます。ページ右半分の表をご覧くださいませでしょうか。今回の更新につきましては、一番上の行、2015年のところを足元のマーケットを反映しまして0.0といった数字を置かせていただいております。そこからケースEですと、10年後の2024年、ここから長期均衡水準に至るということで、ケースEですと2.4%、ケースGですと2.2%と置かせていただきまして、以降、一定の数字とさせていただきます。

また、そこに至るまでの当面10年間にしましては、それぞれのシナリオに則りまして、足元の数字から長期均衡水準まで水準を置かせていただいているところでございます。

これをもちまして、一番下の行ですけれども、24年の平均としまして、ケースEですと2.1%、ケースGで1.7%と短期資産を置かせていただいております。

今申し上げました24年の平均というところですが、基本ポートフォリオを作成するときのこのところ、25年の平均とさせていただきます。この25年と申しますのは、厚生年金全体の積立金が当面25年間は一応増えるという見通しを持っておりますので、当面その資産が増える期間として25年の平均といったことで置かせていただいたものでございます。そこから1年進んでおりますので、今回は24年の平均と1年短くさせていただきます。

ページをおめくりいただきまして、次の3ページ目でございます。次から国内債券、ケースEの経済再生ケースと内閣府が申しているものでございます。

こちらはまたページ右側の表をご覧くださいませでしょうか。年度のところに今度Eというのが入っておりますけれども、これは全て年度といった表記になっております。2015年度のところでは名目の長期金利、一番左の列ですけれども、0.3%と置かせていただいております。今の数字でございますと、この名目長期金利もマイナスゼロ近傍になっているところでございますが、これは作業の時期的な問題でございまして、大体およそ昨年末の水準、0.3%ぐらいとお考えいただければと思います。

そこから長期均衡水準で2024年度にはケースEですと3.9%というのが名目長期金利でございました。そこからやはり先ほどの短期資産と同じように24年の平均を取りまして、名目長期金利の平均が3.4%と計算しております。この名目長期金利をもとにしまして、イールドカーブの形状自体はシミュレーションでございまして、ちょっとパラレルにシフトさせていただ

くというふうに置かせていただきまして、国内債券としての期待リターンというのがこの表の一番右に出ております。24年の平均で2.2%と計算をしているところでございます。

それから、1枚おめくりいただきまして、今度は国内債券のケースGでございます。

こちらは今回から内閣府がベースラインケースと呼称を変更しておりますので、あわせて表記のほうを修正しております。

また、こちら2015年度のところで、名目長期金利は足元で0.3%と置いておりますけれども、2024年度以降の長期均衡水準につきましては2.8%となって以降、一定でございます。24年間の平均で2.2%と計算しております、そこから国内債券ケースCの場合の期待リターンですけれども、表の一番右下にございます1.5%と計算しております。

続きまして、国内株式でございます。実は今回、各資産の期待リターン、それからリスクの見直しをかけた中で、この国内株式が最も数字の変動が大きくなっているところでございます。

ページの左下をご覧くださいませでしょうか。ケースE、Gとしまして、それぞれ若干薄く墨塗りをさせていただいておりますけれども、期待リターンを書かせていただいております。ケースEの期待リターンが7.2%、ケースGの場合で6.7%と置かせていただいておりますけれども、前回、基本ポートフォリオをつくる際のケースEの期待リターンは6.0%と置いていたところでございます。6.0%から7.2%に、およそ1.2%上昇しているところでございます。

その原因ですけれども、少し上の表をご覧くださいませでしょうか。ページ左側の中ほどの表4行で作っております。上半分が経済再生ケースの今回と前回、下半分がバブル崩壊後と置いておりますけれども、先ほどのベースラインケースに相当するものとして、前は1993年度から2013年度までのマーケットを踏まえた数字にしておりました。

戻りますけれども、経済再生ケースにつきましては、過去の一時期の数字をとってきておりましたので、こちらの今回、マーケットの水準を見直した中でもこちらは前回と全く同じ数字を据え置きとさせていただいております。1983年度から89年度までの間ということで置いておりますけれども、バブル崩壊後、ベースラインケースの場合ですと93年度から今回は14年度までということで、1年引き延ばさせていただいております。

この1年引き延ばしたということの影響でございますが、まずT O P I Xの収益率をご覧くださいませと、前回0.5%となっておりましたものが、今回1.7%ということになっております。2014年度ですから昨年度、1年間の国内株のマーケットというのが非常に勢いを持って上昇した1年間ございました。そのため、T O P I X収益率自体がこの1年間の引き延ばしによって0.5%から1.7%に引き上げられたというところでございます。

それともう一点、P E Rの変化率でございます。こちらの前回はマイナスの2.8%と計算していたところですが、今回はマイナスの3.8%ということでマイナスが大きくなっております。これはやはり昨年度のマーケットというのが、株価は非常に大きく上昇したわけですが、実はそれ以上に企業の収益率が上がっておりまして、結果的にこの1年間でP E Rが低下したといった1年間になっておりました。そのため、1年間引き延ばした結果、マイナスの2.8%からマイナス3.8%に、マイナスが大きくなったということでございます。

このT O P I Xの収益率と短期金利、それからP E Rの変化率と、この3つの数字をもってリスクプレミアムのところを計算しております。T O P I Xと収益率の、前回のところをご覧くださいいただけますでしょうか。まず、0.5%から短期金利の0.4%を引かせていただきます。残った0.1%に対してマイナス2.8%を引くということをしておりますので、0.1%引くことのマイナス2.8%で2.9%というのがリスクプレミアムということで前回は計算しておりました。

それを今回に引き直しますと、1.7%のT O P I Xの収益率から短期金利の0.4%を引かせていただいて1.3%が残ります。それにマイナスの3.8%を引くということになりますので、表の見た目上、若干0.1%の端数処理の影響はあるんですが、リスクプレミアムが5.0%と計算しているところでございます。

この2.9%ないし5.0%というリスクプレミアムと経済再生ケースのリスクプレミアムの5.1%、この2つをどのように使っているかでございますが、ページの右半分をご覧くださいいただけますでしょうか。小さな表を置かせていただいておりますけれども、ケースAのところに経済再生ケースのリスクプレミアムを置いております。それから、反対にケースHのところにバブル崩壊後のリスクプレミアムを置かせていただいております。

このAとHの間を線形補間させていただきまして均等に推移するというふうにしたところ、ケースEのリスクプレミアムが前回3.8%だったところ、今回5.1%、ケースGですと、3.2%が5.0%となっております。

前回のケースEのリスクプレミアムが3.8%だったわけですが、これに先ほど引かせていただきました短期金利ですね、これが前回は2.2%と置いておりました。ですから、3.8%に2.2%を加算しまして、前回の期待リターンが6.0%になっていたという計算になっております。

今回の期待リターンにつきましては、ケースEのリスクプレミアムが5.1%、これに冒頭ご案内いたしました短期金利が2.1%となっておりますので、合計で7.2%といった期待リターンになっております。

同様にケースGも計算したところでございます。

おめくりいただきまして、次、6ページ目で外国債券をご案内させていただきます。

ページ中ほどの表でリスクプレミアムの欄をご覧くださいませでしょうか。前回の1.5%から今回は2.0%ということで、若干小幅ではあるんですけども、0.5%ほどリスクプレミアムが大きくなっているというところがございます。その結果、期待リターンがケースEですと4.1%、ケースGですと3.7%ということで計算をさせていただいております。

前回、基本ポートフォリオ策定時の期待リターン後の比較につきましては、また後ほどまとめてご案内いたしますので、この場では一旦次のページに進んでいただけますでしょうか。

7ページ目で、今度は外国株式でございます。こちらやはりリスクプレミアムのところをご覧くださいませと、前回は4.2%、今回は4.6%ということで小幅は0.4%拡大していると。その結果、期待リターンがケースEで6.7%、ケースGで6.3%と求めているところでございます。

もう一ページおめくりいただきまして、今度は8ページ目でございます。

今度は、最後にもう一つ、変数をご案内させていただきます。賃金上昇率でございます。こちらはページ右側の表ですけども、表の中身の数字自体は前回と全く同じものを使わせていただいておりますが、やはり1年時間が進んでおりますので一番上の行がなくなりまして、結果24年の平均ということでケースEですと2.9%、ケースGですと2.1%ということで計算をしております。

次の9ページ目に、ここまでご案内いたしました期待リターンを一覧にさせていただいております。ページ中ほどの表でございます。

ケースEをご覧くださいませでしょうか。国内債券の今回のリターンが2.2%、前回策定時が2.6%となっております。なので、国内債券については0.4%低下しているわけですけども、以下、リスク性3資産ですね。国内株式、外債、外株、この3つの資産につきましては前回よりも総じて期待リターンが上がっているという状況でございます。ケースGについても、その上がり幅、下がり幅の問題はありますけれども、方向感としてはケースEと同じ状況になっております。

それから、同じページの下半分でございますが、必要利回りの計算を今回はしております。まず賃金上昇率ですけども、先ほどご案内いたしました今回は2.9%で、前回は2.8%と計算をしておりました。これに制度から求められます目標利回りが1.7%と、これは前回と変わっておりません。この2.9%に1.7%を足しましたものが名目の利回りとしまして4.6%となって

おります。

一方で、短期資産は2.1%と計算をしておりましたが、このポートフォリオにおきまして、地共済全体ではポートフォリオの3%短期資産で保有すると仮置きいたしまして、残りの97%部分で必要とされる利回り、それを必要利回りとしまして、4.68%と計算しております。この4.68%から賃金上昇率の2.9%を引いた残りが1.78%ということで、こちらが実質的な必要利回りということで置いているところでございます。

同様にケースGも計算をさせていただきまして、実質的な必要利回りを1.76%ということで計算をしているところでございます。

ページをおめくりいただきまして、次の10ページ目、9番、リスク及び相関係数でございます。こちら、ページの下半分が前回の過去20年のマーケットから取ってきましたリスクと相関係数でございます、中ほど、上半分が今回のもので、やはり同様に前回から今回まで2年スライドさせていただきまして、同様に20年の実績の数値をもって計算しております。

まず、リスクでございますが、国内債券につきましては、前回の4.7%から4.2%に、0.5%低下しております。国内株式はほぼ変わらず、25.1%の25.2%となっております。また、外国債券で0.8%ほどリスクがやはり低下しております。外国株式は27.3%から26.8%に、0.5%の低下となっておりますが、もともとのリスクの水準を考えれば、こちらの外国株式についてもほぼ変わりがなかったと申し上げて構わない水準かと考えております。

また、相関係数ですけれども、一部符号が逆になっているところもあるのですけれども、概ね前回のものとスライドしても大きな違いはなかったと申し上げても差し支えないかと考えております。

これらを前提に置きまして、次の11ページ以降で最適化計算をさせていただいております。計算の結果ですけれども、まず11ページではケースEの場合の計算結果を表示させていただいております。中ほどのチャートでございますが、実線のものが今回の最適化計算の結果になっておりまして、点線のものが前回ポートフォリオ策定時のものでございます。水平に走っております点線が実質的な必要な利回り1.78%のラインでございます。これと実線の効率的フロンティア、有効フロンティアが交わったところが最適ポートフォリオということになるわけでございます。

こちらにつきましては、その下の表の中ほど、真ん中の表をご覧くださいませでしょうか。最適ポートフォリオとなっております、1.78%の期待リターンに対しまして、標準偏差が11.1%と計算しております。それに対しまして基本ポートフォリオでございますが、チャート

でも若干やや右上に改行しておりますけれども、リターンが1.96%、またリスクは12.4%と計算しております。

以下、表でございますと、その後、4資産の配分が出ておりまして、その後には下方確率と条件つき平均不足率のほうを記載しております。最適ポートフォリオでは、下方確率が43.6%となっておりましたが、今回は43.7%、条件つき平均不足率が8.15%と9.11%ということになっております。下方確率のほうは、これはほぼ変わらずといった状況になっておりますけれども、条件つき平均不足率のほうですが0.96%、ほぼ1%変わっております。

この原因ですけれども、先ほどのリスクのところでリターンが高い分だけどうしてもリスクが高まっているといったような状況がございました。最適ポートフォリオの標準偏差11.1%に対して今回は12.4%となっていたわけですが、このリスクの高まりをほぼそのまま表現する形で条件つき平均不足率が大きくなっているといったような計算結果になっておりますので、どうしてもリターンが上回っている分やむを得ない程度の条件つき平均不足率の上昇なのではないかととらえております。

続きまして、ページをおめくりいただきましてケースGでございます。

チャートは、同様に実線のところが今回のもので、波線のものが前回基本ポートフォリオ策定時のものとなっております。また、水平に走っております点線につきましては、こちらは必要利回りが1.76%というふうになっております。これと実線が交わるところが最適ポートフォリオとなるわけですが、その場合の標準偏差は9.9%と計算しております。

これに対しまして基本ポートフォリオでございますが、これは期待リターンが2.23%とややちょっと高めの基本ポートフォリオにケースGに対してはなっていると。その分期待リターンがちょっと大きくなっておりますので、標準偏差も12.4%という水準になっております。

表の右ですけれども、下方確率は最適ポートの42.9%に対しまして、基本ポートフォリオでは42.8%と、こちらほぼ変わっておりませんが、条件つき平均不足率は7.23%から9.03%に、リスクは高まっている分、大きくなっているといった状況になっております。

ここまでの最適化計算の結果を踏まえまして、次の13ページから検証させていただいております。

まず、検証に入ります前に、ここまでのケースEとGの最適化計算をしてきたわけですが、どちらを中心に検証するのかということにつきまして、最初の四角、ポツのところで書かせていただいておりますが、私ども地共済としましては、1年前、基本ポートフォリオをつくるときにケースEの基本ポートに対してケースGの経済環境を当てはめたときの期待リター

ン、それから、その反対にケースGの最適ポートに対して、ケースEの経済環境をはめたときの期待リターンというものをそれぞれ計算いたしまして、それぞれ経済環境から与えられております必要な利回りとの比較を行ってまいりました。

今回も同じようにやっております。ケースEの最適ポートに対して、ケースGの経済環境をはめますと、期待収益率は2.03%と計算しております。反対にケースGの最適ポートに対してケースEの経済環境をはめますと、こちらが1.52%となってきました、この場合には実質的な必要利回りの1.78%、これを下回ってくるということになってまいります。

したがって、より広いケースにおいて必要とされる利回りを下回らないという観点からケースEをもちまして検証をこの後進めさせていただきたいと考えております。

その下の（１）番ですけれども、こちらのチャートは先ほどのケースEのチャートを再掲したのになっております。こちらの（１）番では、有効フロンティアと基本ポートの比較をさせていただいております。基本ポートは、期待リターンが1.96%で、標準偏差はリスクが12.4%となっておりますけれども、同じ期待リターンでの有効フロンティア上のリスクが11.8%となっております。その差0.6%のリスクの違いということで計算してまいりまして、大きな相違はないのではないかと、有効フロンティア上のポイントで、基本ポートフォリオには大きな相違はないと私どもとしては考えているところでございます。

ページおめくりいただきまして14ページ目でございます。（２）番としまして、基本ポートフォリオと最適ポートフォリオの今度はリターンとリスクの比較ということでやっております。先ほどご案内いたしましたけれども、最適ポート、ケースEでは1.78%が期待リターンになっておりましたが、基本ポートでは1.96%、それに対してリスクは11.1%と12.4%ということになっております。

リスクは1.3%とやや開きはございますけれども、これはリスクが高まっている部分、ほぼやむを得ない範囲かと考えておりますので、リターンは最適ポートを上回っており、また、リスクには大きな相違はないと、リスクの差を考慮すればリスクに大きな違いはないと考えております。

次に（３）番でございます。基本ポートフォリオと最適ポートフォリオの下方確率と条件付き平均不足率の比較をさせていただいております。

こちらでは、先ほどもご案内させていただいておりますが、下方確率はほぼ変わらず、また、条件付き平均不足率については1%ほど変わっておりますけれども、こちらのリスク、リターンの上昇分リスクは高まったことに起因しまして条件付き平均不足率が大きくなったものと

らえておりますので、したがって大きな相違はないと申し上げて差し支えないかと考えております。

最後に、基本ポートフォリオとそれに対する許容乖離幅、これと最適ポート、今回の計算結果等の状況を確認させていただいております。

表の中ほどに4資産それぞれの配分を記載させていただいておりますが、最も開きが多くなっておりますのが外国株式で、基本ポートフォリオ25%に対して、最適ポートでは15.6%となっております。こちらにつきましても、許容乖離幅がプラスマイナス12%となっております。下限が13%となっておりますことから、許容乖離幅の中には入っているということを確認したところでございます。

以上から、最適ポートフォリオは基本ポートフォリオよりも期待収益率が高くなっておりまし、また、リスクは概ね同じ程度と考えております。また、基本ポートフォリオは長期的な視点から定めているものでございまして、短期的な市場環境の変動を受けて細かく変更するものではないということもございまして、今回の検証結果をもちましては基本ポートフォリオの見直しは行わないこととさせていただければと考えているところでございます。

また、基本ポートフォリオの中心線は、モデルポートフォリオの中心値範囲にございます。私ども地共連としましては、GPIFやKKRと並びまして、4つある管理運用主体の一つとなっております、それぞれがモデルポートフォリオを共同して作ったという立場にございます。私どもの今回の基本ポートフォリオの検証をもちまして、モデルポートフォリオのありようという観点では、モデルポートフォリオの中心値にあるということをもちまして変更を求めする必要はないのではないかと考えているところでございます。

以上で説明を終わらせていただきます。

○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、ご質問等がございましたらお願いいたします。

浅野委員、どうぞ。

○浅野委員 このやり方で果たして何を検証しているのかというのがよく分かりません。効率性の検証ということであれば、もっとやり方を工夫しないといけないのではないのでしょうか。これは、基本問題研究会でも何度も繰り返し述べていたことなんですけれども、このメンバーでは初めてなのでもう一度申し上げたいと思います。第一に、効率的フロンティアを描いて最適なポートフォリオというもので基本ポートフォリオを比較されているわけなんですけれども、先ほど1%とか、リスクで1%だとか、下方期待値で1%違うと、これは大したことない

おっしゃるわけなんだけれども、1%って随分違うんじゃないのとも言えるわけですね。

ですから、当然こういう検証をされるのであれば、統計的にどれくらい乖離していたらこれは問題ありだとか、そういう基準があってしかるべきじゃないか。基準どおりに運用しろと言っているわけではないのですけれども、何らかの判断の基準となるようなものをやっぱり設けておく必要があるのではないかと思います。

それから、2番目に、この検証のやり方ですが、基本的には前と同じ見通しに基づいているわけですね。細部ではいろいろ操作されていて、疑問に思うところが幾つかあるのですけれども、例えばリスクプレミアム5%ですか、これは経済情勢変わっても全然リスクプレミアムも変わらない、そんなことがあり得るのだろうかと思ったりもするのですけれども、それはマイナーなことであって、基本的には前と同じ経済を想定しているわけですね。ちょっと足元のところが外れたからそこへ行くまでの経路が直線補間で変わっただけだということです。

でも、実際の経済はどうかというと、金利が上昇するとか、物価が2%に行くといったのが逆になっちゃっているわけですね。逆になっているのに、その先は変わりませんよという言い方で果たして良いものかどうか。そこのところをどう検証するかということが問題ではないかと思います。

それから、最後に、ケースEだとかGだとか言っているわけなのだけれども、Eになるか、Gになるかということ自体がリスクなわけだから、それを総合して考えないと意味がないのではないかと。Eだったらこうです。Gだったらこうですとそれぞれで最適ですと言ってもそれはどうなのだろうか、Eが起こるか、Gが起こるかというのがリスクなわけなのだから、それを総合して評価しなければ意味がないのではないのでしょうか。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございます。

今、浅野委員から良いご意見が出ましたけれども、何かそれについてほかの委員からご意見があれば。

村上委員、どうぞ。

○村上委員 今、浅野委員がおっしゃったことにかなり近いことになるかと思いますけれども、こういう検証というものの思想というのが非常に大事じゃないかなと思います。当初基本ポートフォリオを作ったときに中長期の前提を置いたという、そのリスク・リターン相関関係というのがあって、それが2年間たって見直さなくてはならない状況になっているのかどうかという、その当初やはりリスクも置いているわけですから、その範囲内でまだ推移をしているもの

なのかどうか、そのあたりについてどういうふうに考えたら良いのだろうか。

まさに15ページ、最後のページに書いてあるのは、長期的な視点から定めているものであって、短期的な市場環境の変動を受けて細かく変更するものではないという、もともとの前提を変えなければならないのかどうか、そこが一つ大きなポイントになると思うのですね。中長期的な前提を見直す必要があるのかどうかということと、また、もし見直すとしても、これは合理的な方法がどうなのかと。例えば、金利でしたら直近が非常に見えますので、見通した期待収益率が変わっているかもしれないということがあるかもしれないのですけれども、株式の期待収益率とリスク、それから、このリスクプレミアムというものが2年間ぐらいで変化するものなのかどうか。それで将来に対する予見として考えたときに、2年間のデータをずらしてやったほうが良いのか、それとも当初のデータのリスクの範囲内と考えてポートフォリオを基本的に維持しても問題ないというような検証、判断をしていくのか。

例えば、2年間ずらしていけば直近の市場というのに大きく、失われた20年間のデータが2年乗っけられて、直近の2年間ぐらいのデータが入るわけですから、株式市場ですと去年の3月までの上昇の大きいところが拾われて、失われたところが拾われる、当然これプラスが大きくなるということになるわけですが、そのデータを入れかえて将来の検討をして考えて検証して良いものなのかどうか、どっちが将来的な予見として整合性がありそうなのか、あるいは、2年間加えて22年で良いのかもしれないし、もっと構造的に何らかのほかの方法で導き出しても良いかもしれない。そのあたり、どういうふうに将来の予見として数字を置くのがよいのだろうか、その思想がきちんとしていることが非常に重要なのではないかと思うんですね。

そのあたりについてはすぐ多分結論が出ないと思いますけれども、今後ぜひご検討いただきたいと思っております。

○若杉座長 ほかの方、ご意見ありますか。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 お2人の委員と共通するんですけれども、疑問に思ったのが、4ページのケースGをなぜベースラインケースと名前を書いたのかそもそもよく分かりません。そういう中で、最初からこの基本ポートフォリオを決めるというか、モデルポートフォリオを決める段階での予測というか、一番よく分かるのが1ページ、2ページですけれども、2023年まで、これは経済再生ケースでこういうふうに発射台まで決められている、その発射台が1年、2年と今削れてきている段階で、これは浅野委員がおっしゃったようにかなり外れてきているわけですね。

そういう中で本当に今やらないといけないのは、モデルポートフォリオ自身が本当に望ましい形になっているのかどうか、ここはやはりほかの公的年金と一緒にあって検証すべき部分だろうと僕は思います。

今日、明日の話じゃないと思いますけれども、そういう議論があった上で、この地共済基本ポートフォリオが望ましい姿になっているかどうかという、そこがないと単に2年前つくったものとの比較での議論は、表面的なものではないかなという気がします。

一言だけ、まずそれを確認しておきまして、あとは浅野委員、村上委員がおっしゃったこと、私はもっともだと思いますので、以上です。

○若杉座長 ほかにはいかがでしょうか。

徳島委員、どうぞ。

○徳島委員 もう既にほかの委員方がおっしゃられたことで、私も全く同意させていただきたいと思います。

今回の枠組み、そもそも法律上、規定上、年に一回基本ポートフォリオの検証をしないといけないという中で、そもそも昨年の10月に始まった基本ポートフォリオをまずここで、本当は検証しなくても良いのではないかというぐらいに私は当初考えておりました。実際にまだスタートしたばかりのポートフォリオだったからでございます。

ただ、実際に普通に検証すると、確かに一般的な手法でやるとこういう検証になるなということも理解します。ただ、ほかの委員の皆様のご指摘のとおり、何のためにこれを行っているのか全く分からないというのが正直なところでございます。25年の想定の中で足元の2年とか1年をいじったということは、しょせん25分の23は変わっていないわけですから、そんなもので変更が出るはずがないわけですね。そういったことを義務的にやる部分にはこれで良いかもしれません。さらに経済再生ケースとかベースラインケースとか、いわゆる台本、発表的な経済見通しにそれをくっつけて何の意味があるのかと。

多分、やらないといけないことというのはまずこれで最低限はクリアしているでしょう。ただ、この運用委員会として本当にやらないといけないことは、じゃあ、今足元の経済見通しとか、そういったものを突き詰めていったときに、今のこの基本ポートフォリオで大丈夫なのかという検証をしないといけないはずなので、オフィシャルの委員会ではなくて、裏委員会のようなものできちんと議論をすべきだと私は思います。

浅野委員からご指摘もありましたとおり、例えば下方確率が0.1%変わったのが、大きいのか小さいのか、そういったことも評価を何もしない、基準もない中で、本当にそんな判断をし

で良いのかというのは甚だ疑問だと私は思っております。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございました。

ほかにいかがですか。

今まで直近の20年間のデータと、それから、この今与えられたAからHまでの将来見通し、そういうものに基づいてやるという基本的なパターン、方式でやってきているわけで、それを今回も踏まえたということですが、大森部長、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す。この一元化で新しいポートフォリオをつくるに際しまして、これまで地共連が行ってございました資産の方法とモデルポートフォリオの算定方法を踏まえまして、算定方法も変えましたことから、その初回の検証ということで、まずはまさに徳島委員がおっしゃいましたとおり、作ったときのやり方をトレースするというような形で検証をまずやるということとさせていただきます。その中で複数ケースを見ると、ということで主だったEとG、これをたすき掛けで見たり等々トレースはしておるのですが、あと、幾つかの策定時の前提条件の中で、ここでは省略してしまっておりますけれども、下方確率が全額国内債券の場合よりも下回る等の国から与えられた条件、これは満たしておるのですが、そういうところをここでは記述を書いたりしているところで、ちょっと検証として、表現として不十分になっておるということも含めて、これはおわびを申し上げなければならないかなと考えております。

それから、株のリスクプレミアム、これはかなり数字が変わってしまったので、これで果たして将来の見込みとして良いのかどうかというところは我々も中では疑問に思う者もおりまして、これは議論があったところなんですけれども、まず何回かやってみて、その変化も見ながらもとのが良いのか、年次更新が良いのかというところの議論が今後必要であろうというところで、今回は策定時と同じようなやり方でまずお示しをしようということでまずこの形になったと。

それから、マイナス金利で運用の状況がかなり異なってくるという面はございますけれども、マイナス金利の状況を踏まえてどのような運用をするかということはまさに足元の課題ということで、ちょっとまだ結論が出ておりませんで、そのやり方についてまず内部での検討を開始させていただいているところでございます。

そういったところでいろいろと課題というのはご指摘のことも含めてあるわけではありますけれども、足元の1年ないし2年の直近の値を反映すること、それから、内閣府の最新の経済

見通し、これは私どもで独自になかなか作りきらないところもありますので、国を参考にさせていただきます。

その中で、ベースラインケースというような名前も、これも内閣府の名前が変わったので使いましたけれども、検証というからにはもとの名前を使ったほうが良かったかもしれません。ただ、地共済のワーキンググループの中で名前を改めようという議論もあったものですから変えてしまったということで、そこもお許しいただきたいのですが、いずれにいたしましてもこのやり方でいいのかどうかということも含めて今後、次の検証をする際にもう一度、そのやり方についての検討も含めてやった上でこの委員会にもお示しをしていきたいと思っております。課題は課題として認識をさせていただきたいと思います。

○若杉座長　ほかにご意見ありますか。

いずれにしろまだ半年しか経っていないわけで、なかなか微妙なところなのではけれども、いろいろご意見伺いましたので、それを今後反映させて検討させていただくということで、本日はこうすることでこの結論ということできたいと思いますが、よろしいですか。

どうもありがとうございました。

それでは、以上で基本ポートフォリオの検証については終わりとしまして、次に議事の2、その他に移ります。事務局より説明をお願いいたします。

○企画管理課係長　資料2をご覧くださいと思います。こちら参考ということでお配りさせていただいているものでございますけれども、前回委員会で我々からご報告をさせていただきました地共済と地共連の第3四半期の運用状況、そちらについては3月1日の我々のホームページに公表させていただきました。

また、他の管理運用主体、GPIF、KKR、私学事業団ですけれども、そちらも3月1日、または3月2日に第3四半期の状況ということで公表されています。今回、お配りさせていただいた資料につきましては、それらの公表情報のうちから資産額と構成比、こちらを抜粋して比較可能な形で編集したものでございます。公表ベースの資料でございますので、そういったものだということでご覧くださいと思います。

説明は以上でございます。

○若杉座長　よろしいでしょうか。これは資料だということでございます。

それでは、その他については以上で終了させていただきたいと思います。

これをもちまして、本日予定しておりました議事が終わりましたが、事務局より連絡事項をお願いいたします。

○企画管理課係長 今回の議事録につきましてですが、また後ほどメールにてご連絡をさせていただきます。

また、設置要綱において議事要旨というものを作成し、公表することを規定させていただいたところなのですが、一元化の議論等々ございまして、今まで作成等をできていなかったという状況ではございますけれども、規定に従いまして日時、場所、出席の委員、また議事のあった事項について書かせていただいたものを第1回から今回第12回までのものについて、また後ほどメール等でご確認をさせていただければと思いますので、よろしくお願いいたします。

○若杉座長 では、最後に理事長より、ご挨拶をいただきます。

○板倉理事長 理事長の板倉でございます。

当委員会は、地方公務員の年金の一元化を踏まえまして、資金の運用をどういうふうにしていくかという、非常に大きな課題のある中で設けさせていただきまして、非常に貴重なご意見をたくさんいただきました。おかげさまで昨年10月の年金一元化もほぼスムーズに実施をすることができました。また、資金の運用につきましても、年金資金が3つに分かれるということで大変ややこしい状況にはなってはきていますけれども、いろいろご意見をいただいた、それをベースにして実行してまいりまして、ほぼ順調に移行を果たすことができたと思っております。心から感謝を申し上げたいと思います。

今後とも地方公務員の年金資金の運用にご関心を持っていただいて、折に触れて私どもに貴重なアドバイスをお願いできれば大変ありがたいと思っております。私ども、これまでいただきましたいろいろなご意見をもとに踏まえまして、今後の年金の資金の運用に真剣に取り組んでまいりたいと考えております。今後ともよろしくお願いいたします。本当にありがとうございます。

○若杉座長 板倉理事長、どうもありがとうございました。

それでは、以上をもちまして、第12回地方公務員共済資金運用委員会を終了いたします。ご協力どうもありがとうございました。

午後4時17分 閉会