

第 2 0 回地方公務員共済資金運用委員会

平成 3 0 年 3 月 2 2 日（木）

地方公務員共済組合連合会

午前 9時58分 開会

○合田企画管理課長 ただいまから第20回地方公務員共済資金運用委員会を開会いたします。

なお、本日、井手委員、喜多委員、藤沢委員におかれましては、所用のためご欠席となっております。

続きまして、本日の配布資料の確認をさせていただきます。

まず、一番上に次第がございます。その次に座席表がございます。それから、資料1-1、資料1-2、こちらですけれども、厚生年金保険給付積立金の基本ポートフォリオの検証についての資料です。資料2-1、資料2-2としまして、経過的長期給付積立金の基本ポートフォリオの検証についての資料でございます。

以上でございますけれども、不足等はございませんでしょうか。

ありがとうございました。

では、早速でございますけれども、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、若杉座長にお願いしたいと思います。よろしくお願いいたします。

○若杉座長 皆さん、おはようございます。

それでは、早速議事に入りたいと思いますが、いつものように進行についてはご協力をよろしくお願いいたします。

本日の委員会の議事は、「厚生年金保険給付積立金の基本ポートフォリオの検証について」、それから「経過的長期給付積立金の基本ポートフォリオの検証について」の2本となっております。

内容が関連しますので、議事1「厚生年金保険給付積立金の基本ポートフォリオの検証について」と議事2「経過的長期給付積立金の基本ポートフォリオの検証について」を2つあわせて、企画管理課より説明をお願いいたします。

では、よろしくお願いします。

○企画管理課 よろしく申し上げます。

それでは、まず基本ポートフォリオの検証につきましては、先ほど座長からご案内いただきました厚生年金部分の1・2階と旧3階と新3階と3つございますけれども、新3階につきましては積立方式になりますので、昨年度と同様に決算後に検証作業を行います。今回検証させていただくのは、先ほどご案内いただきました厚生年金保険の1・2階の部分と経過的の旧3階の部分のご案内をさせていただければと思います。

では、早速ですけれども、資料の1-1、1-2をお手元にご用意いただければと思います。

資料1-1でございますけれども、厚生年金保険給付積立金の基本ポートフォリオの検証についてです。

1・2階のこの基本ポートフォリオにつきましては、管理運用の方針におきまして、定期的に基本ポートフォリオの検証を行うこととされてございます。したがって、毎年1回検証を行ってございます。

基本的な考え方といたしましては、各資産の期待リターン及びリスクを直近の市場環境を踏まえて、それに基づいて検証を行うという作業を行ってございます。

また、シミュレーションにつきましては、モンテカルロシミュレーションを行いまして、想定する運用利回りに見合った年金資産が確保できているか、あるいは下振れリスクについてどうかを検証してまいりました。

詳細につきましては、次の資料編の資料1-2に基づきましてご案内させていただきます。お手元、資料1-2をご用意ください。ページおめくりいただきまして、2ページ目のところになります。

シミュレーションの前提といたしましては、基本ポートフォリオ策定のときに前提といたしました経済再生ケースとしてのケースEと、参考ケースとしてのケースGという2つのケースを前提として検証を行ってございます。

シミュレーションにつきましては、基本ポートフォリオの構成割合と、もう1つは国内債券100%というポートフォリオの検証を行ってございます。

また、期待リターン・リスクの前提につきましては、1・2階の基本ポートフォリオ策定時の前提、あるいは直近の内閣府の経済見通しに基づく前提、また、昨年度から内閣府の経済見通しだけではなくて、足元の市場の動向を踏まえたインプライドフォワードレート等を用いた推計による検証を行ってございます。

検証の具体的な数字といたしましては、ページをおめくりいただいて3ページ目になります。期待リターンのところになります。

ケースE、内閣府、直近というところでご案内させていただきますと、国内債券1.3%、国内株式5.5%、外国債券3.8%、外国株式7.8%、短期資産1.7%、賃金上昇率2.2%という結果になりました。

基本的には昨年度と同様の方法について検証を行っているところでございますけれども、今年少し工夫を加えた点についてご案内させていただきます。

まず、賃金上昇率につきましてですけれども、昨年までは賃金上昇率というのは、ご案内のとおり、実質賃金上昇率と物価上昇率を合わせて名目賃金上昇率という形になってございますけれども、昨年度はこの実質賃金上昇率の数字というのが、なかなか推計するものですとか、あるいは、そもそも数字がなかったことから、物価上昇率のみ内閣府のデータを用いまして、更新する作業を行ってございました。

今回は、この実質賃金上昇率につきましても、実質長期金利、金利と賃金上昇率の関係性に着目いたしまして、これを回帰分析することによりまして、実質賃金上昇率というのを推計いたしまして、これに物価上昇率を加えて名目賃金上昇率を推計しております。

こうすることによって、金利見通しと整合的な賃金上昇率という形になったと認識してございまして、これは実は昨年度GPIFが行った検証方法でこういうこともされていたので、この辺も参考にしながら今回見直しを行っております。

もう1点が、先ほどご案内いたしました、国内株式の推計方法について、一部見直しを行ってございます。

先にそちらの方をご案内させていただければと思います。ページおめくりいただきまして、10ページ目をご参照ください。

下段のほうに、国内株式の期待リターンの推計の方法について記載してございます。短期資産の期待リターンに国内株式のリスクプレミアムを加えて国内株式の期待リターンを算出するという方法をとってございますけれども、昨年度も同じようなケースEとケースGというケースを想定してございました。いわゆる経済成長の良いケース、あるいは経済成長が悪かった時期ということで、それぞれケースEとケースGというのを想定して推計を行っていたところなのですが、経済成長の良かったケースというのは、過去のケースでございまして、具体的に1983年から1989年のデータを使っていたという形になりまして、これについてはデータの更新というのは特にせず、その期間を使っています。

一方、経済成長が悪いケースといたしましては、策定時、1993年から2013年の数字を使って策定したものですから、この策定時の数字を1年ずつ延ばすような形で昨年度までは検証作業を行ってございました。

こうすることによって、昨年度、実はこの委員会でもご指摘いただいたところであるのですが、国内株式のリスクプレミアムがやや高くなってきているのではないかとご指摘がありまして、これはご案内のように足もとの数字をどんどん入れていきますと、経済の悪いケースを想定したにもかかわらず、良いケースに段々近づくことになって、ほどなく同じよう

なりリスクプレミアム、同じような期待リターンになっている。その結果、リターンの値が高くなっていました。

今回は、その辺のご指摘も踏まえまして、より保守的に国内株式のリスクプレミアムを見積もるということで、ケースGの経済が悪い前提というところにつきましては、基本ポートフォリオ策定時に立ち返りまして、そのときのリスクプレミアムの3.2%を使うという変更を加えてございます。

基本的に大きな変更というのはその2点でございます。

ページお戻りいただきまして、4ページ目になります。

先ほどご案内させていただいた期待リターン、あともう1つはリスクと相関につきましてですけれども、4ページの上が今回推計したリスクと相関になります。

リスクにつきましては、基本的に1年ごと、データを入れかえるという形になりますので、策定時と大きな変更はございません。また、相関につきましては、例えば国内債券と外国債券、国内債券と外国株式というところにマイナスの相関と出ているかと思えますけれども、これにつきましては、実は昨年度と同様の傾向になってございます。

これらの期待リターン、リスク相関係数をもとにシミュレーションした結果が5ページ目になります。

ケースEの直近をご覧くださいますと、基本ポートフォリオの期待リターンは4.2%、平均の積立比率118.5%、50年後は137.8%という結果になりました。

あるいは、積立不足になる確率を国内債券の場合と比較していただきますと、国内債券はほぼ100%積立不足になる確率という形になっていきますけれども、それを下回る状況という形になっているのをご覧くださいいただければと思います。

ページおめくりいただきまして、6ページ目になります。

運用利回り・下方確率の確認をさせていただいてまして、同じようにケースE、直近ということで2段目になりますけれども、基本ポートフォリオ、これは賃金上昇率プラス1.7%の3.9%に対しまして、期待リターンが4.2%でこれを上回ることができているという状況です。あるいは下方確率につきましては、そのまま右に移っていただきまして、42.9%となっております。

引き続きまして、短期的な下方リスクの確認ということで、7ページ目をご覧ください。

バリュー・アット・リスクの推計をしてございます。これは保有期間1年間保有、95%のバリュー・アット・リスクを算定してございまして、ケースE、直近ですと、基本ポートフォリ

オで約15%の下落と、金額にして約3兆円の下落を推計してございます。これは昨年度とほとんど同じような状況でございます。

8ページ目になりますけれども、過去のイベント型ストレステストという形で、このケースにつきましては昨年度と同様にバブル崩壊、あるいはサブプライム、リーマンというところを例示してございますけれども、例えばサブプライム、リーマンですと約30%ですね、マイナス27.8%の下落、金額にして約5.6兆円の下落になります。

あわせて、その下落の期間と同じ期間、期間を倍にしてみた場合のケースというのを右に記載してございますけれども、バブル崩壊ですと同じ期間を取ると回復している状況でございますけれども、例えばサブプライム、リーマンですと、同じ期間をとってもマイナス15%で、引き続き3兆円ぐらいの下落になっていたということをストレステストで行ってございます。

本編の資料の方にお戻りいただきまして、裏面の2ページ目をご覧くださいければと思います。

上段のシミュレーションの前提については先ほどご案内させていただいたとおりでございます。3の検証結果のところになります。

まず、積立比率につきましては、基本ポートフォリオにおいて25年後、50年後、平均とも全ての前提で100%維持してきてございますけれども、国内債券100%の場合については維持できない状況でございました。

あるいは、積立不足になる確率を見ますと、国内債券の100%に比べて基本ポートフォリオは低いという状況でございました。

また、基本ポートフォリオにつきましては、想定される運用利回りを達成できますけれども、国内債券ですと100%、想定される運用利回りは達成できないですとか、あるいは下方確率で見ますと、基本ポートフォリオの場合は50%を下回っていますが、国内債券ですと100%、国内債券の場合については全てのケースで50%を下回っているですとか、あるいはバリュー・アット・リスクの状況については、ケースEの直近のケースでいきますと約3兆円程度の下落が発生するという検証を行いました。

結果といたしましては、4の対応のところになりますけれども、今の検証結果に基づきまして、現行1・2階の基本ポートフォリオにつきましては、積立比率100%を維持できる見込みですので、引き続きこの基本ポートフォリオを維持していきたいと考えてございます。

また、下方確率については、ご案内のとおり国内債券100%ポートフォリオよりも低くなっているということを確認いたしました。

今申し上げた毎年の検証作業でございますけれども、平成26年に新しい経済前提に基づく基

本ポートフォリオが策定され、次の経済前提の見通しが平成31年になります。もう間もなく新しい経済前提に基づく、新しい基本ポートフォリオの検討が進んでまいります。

したがいまして、これらの動きにつきましてもいろいろ情報収集を図りながら、次の経済前提ですとか基本ポートフォリオ策定に向けた作業というのも引き続き進めてまいりたいと思っています。

厚生年金につきましては以上でございます。引き続きまして、経過的長期給付積立金の基本ポートフォリオの検証について、資料2-1をご覧ください。

基本的には、先ほどご案内させていただいたとおり、定期的に基本ポートフォリオの検証を行うということ、あるいは、各種のシミュレーション方法につきましては必要な資産の確保、あるいは下振れリスクというやり方については、基本的に厚生年金と同じになってございます。

裏面に進んでいただきまして、2ページ目になりまして、シミュレーションの方法については基本的に厚生年金と同じ方法を行わせていただきまして、3の検証結果につきましても厚生年金と同じ結果という形になりました。

したがいまして、4の対応につきましても、先ほどご案内させていただいたとおり、現行の基本ポートフォリオを変更する必要はなく、現行の基本ポートフォリオを継続してまいりたいと考えてございます。

簡単ではございますけれども、説明は以上です。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した。

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。

竹原委員、どうぞ。

○竹原委員 基本ポートフォリオそのものについては、特段の質問はございません。正しい検証作業だと思います。

それで、1点教えていただきたいのは、資料1-2の10ページの国内株式の期待リターンの推定ですけれども、先ほど説明がございました下段の部分で、国内株式の期待リターンが短期金融資産期待リターンプラス国内株式のリスクプレミアムというのは分かるのですが、その下でリスクプレミアム、3.8%という数字が使われています。このときのTOPIXの収益率というのは、これはどうやって計算しているのでしょうか。

TOPIXの収益率は国内株式の期待リターンとベンチマークの性格上、一緒ですので、これは「鶏と卵」的になっているような気がするんですが。

○企画管理課 今、きちっと質問の趣旨を理解できているかわからないですけれども、国内株

式のリスクプレミアムの算定の上の段を見ていただいたときのそのT O P I Xの収益率を使っている、そこは短期金利を引いていますけれども、なおかつP E Rの変換率を排除しますというやり方をしています。

○竹原委員 T O P I Xが国内株式ベンチマークですので、T O P I Xの収益率は国内株式の期待リターンそのものなので、だから問題は、ここでの下段2番目の方程式のT O P I X収益率をどう計算しているかというのが質問の趣旨でございます。

○企画管理課 確認をしますが、この期間の年次のリターンを使っていたと思います。

○竹原委員 でも、これ基本ポートフォリオですから、ここでT O P I Xの収益率が6%で、6%マイナス短期金利2.2%で3.8%という数字に多分なっていると思うのですね。実際その基本ポートフォリオにおいては国内株式リターン6%ですので。

○企画管理課 補足して説明しますと、もともと前提としているのは、ケースEからケースHと幾つかケースがございまして、先ほど言ったケースAの場合というのは経済成長期ということで、1983年から1989年度の数字を使ったということをさせていただいてございます。

このときのT O P I Xの収益率を使った数字が19.1%という数字を実は使っていて、先ほど申し上げたケースAという、一番上のAというのと一番下のケースHというのがありまして、このHというのがバブル崩壊後の悪いケースということで、先ほど申し上げた1993年から2013年というのを使っていて、これがT O P I Xの収益率0.5%という数字を使っていました。

このときのそれぞれのAとHのリスクプレミアムというのをまずP E R変化率を算定しまして、例えばAでいきますとT O P I Xの収益率19.1%、そのとき短期は5.0%、P E Rの変化率が9.1%と、リスクプレミアムが5.1%という数字でございまして、同じくHのケースでは、バブル崩壊後の1993年から2013年までのT O P I Xの収益率を使用しておりまして、T O P I Xの収益率が0.5%、短期金利が0.4%、P E Rの変化率マイナス2.8%ということで、リスクプレミアム2.9%という数字を使っていて、その5.1%という数字と2.9%という数字が出てきまして、これはケースAで5.1%、ケースHで2.9%という数字になります。

この中で、ケースAからHまでずらずらと並んでいますので、その中でのケースEというのとケースGという数字をこの階段状に出てきたところでとってくると、ケースEだと3.8%、ケースGだと3.2%という数字となります。

○竹原委員 わかりました。かいつまんでいうと、超長期の20年くらいのデータに基づいて、複数のシナリオで計算したものの平均値をとっているという、そういうことですね。ありがとうございます。

○若杉座長 よろしいですか。

ほかにありますか。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 今気づいたのですが、11ページでリスクプレミアムを計算されていますが、日本の場合は経済状況がいいケースであるEとGの比較でいうと、リスクプレミアムが例えば国内株式の場合は落ちているものの、米国株の場合は落ちていないというか、フラットで推定されています。多分、外国株と日本株ではかなり相関があるので、リスクプレミアムは同じように変化するのではないのかと思います。この点、少し工夫の余地があるような気がしました。細かな点でそんなに大勢には影響ないと思いますが、もし何かコメントありましたらお願いしたいと思います。

○企画管理課 わかりました。基本ポートフォリオの検証につきましては、基本ポートフォリオ策定時の前提に基づいて、それが引き続き大丈夫かということを検証することになってございますので、基本ポートフォリオ策定時に、ご案内のとおり、当然ケースEとケースGを想定したときの海外も変わるのではないかというのはあると思うのですけれども、海外についてはケースEとかGとか分けないで策定した前提がございます。また、ケースEとGの違いは、リスクプレミアム以外、短期金利の違いしかございません。

ただ、ご案内のとおり、リスクプレミアムの考え方とか、そもそも期待リターンの考え方はどうなのかという、この委員会でもいろいろ先生からご意見いただいておりますので、これについては先ほど、冒頭にご説明した、次の基本ポートフォリオの策定のときにまたいろいろご意見を承りながら取り組んでまいりたいと考えてございます。

○若杉座長 よろしいですか。

外国についてはケース分けに対応しようがないということですね。

ほかにいかがですか。

徳島委員、どうぞ。

○徳島委員 これも次の基本ポートフォリオを策定する際の前提の議論になることですが、国内債券の期待リターンを算出する際も、将来のNOMURA-BPIがどのように推移するかを置かないと、毎年の利回りは全然変わってしまいます。ほかの団体でも、将来のNOMURA-BPIのシミュレーションを試算しているケースもあります。ただ、これは国債の発行年限のウェイトがどうなるかということで、なかなか置けないとは思いますが、逆にデューレーションをこのまま横ばいで置くという想定は、あやしい、あり得ないものとなってしまいます。

改めてご検討いただければと思います。

以上です。

○企画管理課 ありがとうございます。

○若杉座長 よろしいですか、その点、事務局はどう対応しますか。

○企画管理課 引き続き検討させてください。

○若杉座長 ほかにいかがですか。よろしいですか。

次の改訂が近付きつつある中、基本的には今のままでいこうということです。とりあえずそういうことでお認めいただきました。どうもありがとうございました。

それでは、議事1「厚生年金保険給付積立金の基本ポートフォリオの検証について」及び議事2「経過的長期給付積立金の基本ポートフォリオの検証について」につきましては、以上で終了します。

これをもちまして、本日予定しておりました議事が全て終了しました。

事務局から連絡があればお願いいたします。

○合田企画管理課長 ありがとうございました。

それでは、今回の議事要旨、あとは議事録の確認につきましては、メールにて委員の皆様にご連絡いたしますので、よろしくお願いいたします。

事務局からの連絡は以上となります。

○若杉座長 では、以上をもちまして、第20回地方公務員共済資金運用委員会を終了いたします。

最後に、地方公務員共済資金運用委員会の任期は、地共連の設定要綱により2年となっており、今月末をもちまして任期が満了することとなります。

委員の皆様方には、2年間、地共済の積立金の管理及び運用に係る専門的事項に関するご審議にご尽力をいただきまして、謹んで感謝申し上げます。

簡単ではございますが、任期末を迎えてのお礼のご挨拶にかえさせていただきます。

どうもありがとうございました。

午前10時23分 閉会