

# 第24回地方公務員共済資金運用委員会

平成31年3月20日（水）

**【確定版】**

地方公務員共済組合連合会

午前10時01分 開会

○合田企画管理課長 定刻となりましたので、ただいまから、第24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、高山委員におかれましては、所用のためご欠席されております。

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。それから、資料1-1、資料1-2としまして、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、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でございます。

以上でございますが、不足等ございませんでしょうか。

ありがとうございました。

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。よろしく願いいたします。

○若杉座長

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。

それでは、早速、議事に入りたいと思います。

本日の委員会の議事は、「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」、「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」の2本となっております。

内容が関連しますので、議事1、議事2を、2つあわせて企画管理課より説明をお願いしたいと思います。よろしく申し上げます。

○企画管理課 それでは、資料1-1、厚生年金保険給付積立金の基本ポートの検証について、及び資料1-2の資料編に基づきまして、ご説明させていただきます。

厚生年金保険積立金の基本ポートフォリオにつきましては、厚生年金保険事業の管理積立金に関する管理運用の方針に基づきまして、定期的に検証を行うこととされてございますので、1年に一度、検証させていただいているところでございます。

基本的な考え方につきましては、1に記載してありますとおり、直近の市場環境を踏まえた各資産の期待収益率及びリスクを用いて検証を行ってございます。

具体的には、内閣府が本年1月30日に発表されました中長期の経済財政に関する試算、あるいは、マーケットのイールドカーブを用い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、次の2に記載してございますが、まず(1)に記載して

おりますとおり、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どうかという観点から、平均積立比率が100%を超えているかどうか、あるいは想定する運用利回りを達成できているかどうかを確認してございます。

また、(2)の下振れリスクにつきましては、基本ポートフォリオと国内債券の100%のポートフォリオにおいて、積立比率が100%を下回る確率を確認しております。また、基本ポートを策定したときの想定リスクが名目賃金上昇率からの下振れリスクが全額、国内債券の運用を超えないことと想定しておりましたので、名目賃金上昇率を下回る確率について、基本ポートフォリオが国内債券100%のポートフォリオを下回るかどうかを確認してございます。

また、短期的な資産下落が生じた場合の影響等もあわせて確認しているところでございます。

シミュレーションの前提につきましては、下段の四角囲みの中に記載しているとおりでございますが、詳細につきましては、資料1-2の資料編に基づきましてご案内させていただければと思います。

まず、資料1-2の1ページは目次ですので、ページをおめくりいただきまして、2ページ目をご覧ください。

検証のシナリオにつきましては、基本ポートフォリオ策定時にベース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おりましたケースGを対象としております。

また、シミュレーションに当たりましては、現行の基本ポートフォリオにおいて短期資産を3%と設定しておりまして、その3%分を国内株式、外国債券、外国株式のリスク性3資産の配分を1%減ずる形にさせていただいたところでございます。

また、シミュレーション回数につきましては、3に記載してありますとおり、10万回させていただいております。

期待リターン・リスク等の前提につきましては、4に記載してございますとおり、基本ポートフォリオの策定時、また、直近といたしまして、先ほどご案内しました1月発表の内閣府の経済見通し、市場といたしまして、1月末のスポットレートからフォワードレートを推計する、この3つの前提において行ってございます。

3ページをご覧ください。

各資産の期待リターンを記載してございます。上段、ケースEの内閣府のところの直近をご覧くださいいただければと思います。こちら左から順に、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式と順番に並んでございますけれども、順に1.0%、5.5%、3.6%、7.2%の推計値となりました。

また、ケースG、下段でいきますと、直近とフォワードレートというところで、同じ数値が

記載してございますけれども、こちらにつきましては、2023年までの内閣府の見通しとフォワードレートデータを差し替えてございますが、フォワードレートと内閣府の見通しの差が縮小していること、2024年以降につきましては、平成26年の財政検証のデータを利用しておりまして、その期間が相対的に長いということで、フォワードレートに置きかえた期間の影響が限定的になっています。その結果として、同じ結果となったところです。

4ページ目をご覧ください。

リスクと相関係数の数字になります。こちら、過去20年のデータをもとに推計してございまして、上段は今回、推計でございまして、昨年度の傾向とあまり大きな変更はございませんでした。

5ページ目をご覧ください。

こちらは、平均積立比率と積立不足になる確率について記載してございます。上段のケースEの直近の欄、上段の基本ポートフォリオの欄をご覧ください。期待リターンにつきましては3.9%、リスクは12.0%、平均積立比率、25年後ですと116.1%、50年後ですと119.0%となりました。

また、基本ポートフォリオにつきましては、他のケースにおいても100%維持できる見込みを確認してございます。

また、積立不足になる確率で見ますと、先ほどのケースEの直近をご覧ください。国内債券100%ですと、積立不足になる確率が25年後、50年後と、それぞれ100%になってしまっている状況を確認させていただいています。

6ページをご覧ください。

こちらは、運用利回り及び下方確率になります。上段のケースEの直近の欄をご覧ください。ご覧いただければと思いますけれども、1・2階のポートフォリオにつきましては、運用目標について、賃金上昇率が1.7%になりますので、その3.8%に対しまして、期待リターンは3.9%、リスクが12.0%になりました。

また、先ほどご案内させていただきましたけれども、基本ポートフォリオの策定時に想定したリスクは賃金上昇率、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を超えない設定をしてございましたので、この観点から、国内債券100%の賃金上昇率を下回る確率についてご覧いただきますと、62.5%、これに対しまして、基本ポートフォリオが44.0%で、これを下回っていることを確認してございます。

7ページをご覧ください。

短期的な下方リスクで、バリューストック・アット・リスクを推計してございまして、ケースEの直近、基本ポートフォリオでみますと保有期間1年間、95%バリューストック・アット・リスクはマイナス15.8%、金額に直しますと3兆3,746億円の資産下落が見込まれてございます。

8ページをご覧ください。

過去のイベント型のストレステストの試算を行ってございまして、表の左側は過去のイベントを記載してございまして、表の中央にございましてサブプライム、リーマンショックにつきましては、2007年度から2008年度、年度で見るとマイナス27.8%の下落となっております。もし当時の経済環境が同じで、同様の事象が再現したとなりますと、短期的には、マイナス5兆9,417億円が見込まれることとなります。

右の図は、左の下落局面が回復するまでの期間を年度単位で見たものでございまして、こちらの例えばリーマンショックのところで行きますと、2007年度、2008年度、左に2年度とってございましてけれども、回復するまで行きますと、2007年度から2012年度で、6年度とると、ややプラスになる状況を確認してございまして。

私どもといたしましては、長期的投資家ですので、短期的な下落も想定しつつ、回復するまでの期間はそれぞれ異なりますが、長期的に見れば回復している現状を踏まえまして、引き続き、長期的な観点からの運用を行って参りたいと考えてございまして。

9ページ以降につきましては、各資産の期待リターンを推計になりますので、後ほど、ご参照いただければと思います。

資料1-1にお戻りいただきまして、裏面の2ページをご覧ください。

3に検証結果を記載しております。検証結果につきましては、記載しておりますとおり、積立比率は基本ポートフォリオにおいて25年後、50年後の平均、ともに全て前提で100%を維持していること。国内債券100%のポートフォリオについては、平均積立比率が100%維持できなかったことを確認しました。

また、積立不足になる確率は、25年後及び50年後とも基本ポートフォリオのほうが国内債券100%のポートフォリオよりも低くなりました。

なお、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が、国内債券100%のポートフォリオでは想定する運用利回りが達成できませんでした。

あるいは、下方確率につきましては、基本ポートの場合には50%を下回ってございましたけれども、国内債券100%のポートフォリオの場合には、全てのケースで50%を上回っている状況を確認しました。

ケースEの直近でいきますと、基本ポートフォリオのバリュウ・アット・リスクにつきましては、短期的な下落が3.4兆円程度あることを確認いたしました。

以上の検証結果を踏まえた対応につきましては、4にまとめてございます。現行の1・2階の基本ポートにつきましては、積立比率を100%維持できる見込みであること、あるいは、想定している運用利回りを達成していること。

下方確率につきましては、国内債券100%のポートフォリオより低くなっていること。これらを総合的に勘案いたしまして、基本ポートを変更する必要はないと判断し、現行のポートフォリオを継続するものとしたと考えてございます。

また、こちらに記載はございませんけれども、平成31年度におきましては、厚生年金保険において財政検証が予定されてございます。これを踏まえまして、GPIFを含む4管理運用主体において、モデルポートフォリオの見直しを行うかどうかの検討ですとか、あるいは、そのモデルポートフォリオの見直しとなれば、基本ポートの見直しを行うかどうかの検討をこれから進めていくこととなりますけれども、具体的なスケジュール、あるいはその詳細はまだ明らかになってございませんので、情報収集に努めながら、今後、この委員会でもご議論いただくこととなりますので、引き続きお願いしたいと考えてございます。

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は、以上です。あわせまして、経過の旧3階のご案内をさせていただければと思います。

資料2-1をご覧くださいませ。

時間の都合もございませので、簡単にご説明させていただければと思います。

まず、資料2-1の1ページにつきましては、基本的に、先ほどの1・2階の厚年と同様の記載になってございませので、説明は省略させていただきます。相違点について、簡単にご案内させていただきます。

それでは、資料2-2、資料編を用いまして、ご案内させていただきます。

同じく1ページおめくりいただきまして、2ページをご覧くださいませ。

先ほどの1・2階との違いにつきましては、シミュレーションにおける短期資産を1%とさせていただきます。1・2階につきましては3%としておりましたけれども、旧3階の短期資産の割合は、概ね1%を下回っているもので、短期資産を1%とさせていただきます。

また、その他は同じでございまして、3ページの期待リターン、あるいは4ページのリスクと相関、こちら先ほどと同じでございませ。

また、5ページをご覧いただければと思います。基本ポートフォリオの平均積立比率、あるいは積立不足になる確率、同じような表を載せてございます。同じように、各ケースご覧いただければと思いますが、基本ポートフォリオの場合ですと、100%を超える状況になっていますが、国内債券100%ですと難しい状況は先ほどの1・2階と同様でございました。

6ページの下方確率についても同様でございまして、国内債券100%と基本ポートフォリオと比較してございますけれども、例えばケースEの直近をご覧いただきますと、国内債券100%だと79.8%、基本ポートフォリオですと49.8%で、この比較も確認させていただいたところでございます。

また、7ページになりますと、バリュー・アット・リスクを同じように計算してございます。基本的には、先ほどの下落率とほぼ同じです。短期資産を1%としてございますので、厳密な数値は異なりますが、基本的な数字の方向感としては同じ状況になってございます。

また、ストレステストについても、先ほどの1・2階と同様ですので、説明は割愛させていただければと思います。

資料2-1の裏面をご覧ください。上段3の検証結果、あるいは、4の対応は、1・2階と同様の記載をさせていただいております。結論といたしましては、1・2階と同様で、現在の基本ポートフォリオを継続させていただきたいのが、4の対応に記載してございます。

簡単ではございますけれども、1・2階及び旧3階の基本ポートの検証についてのご説明は、以上とさせていただきます。

よろしくお願いたします。

○若杉座長 ご説明、ありがとうございました。

それでは、ご意見とか質問がありましたらお願いします。

喜多委員、どうぞ。

○喜多委員 ご説明ありがとうございました。

数値の確認をさせていただきます。資料2の1-2と2-2、それぞれ5ページなんですが、1-2で基本のケースEの直近を見ますと、積立不足になる確率が50.9%、61.3%と、50%を上回っている一方、平均の方は100%を両方とも超えています。これは分布がゆがんで平均値のほうが中位置よりも高くなっている理解で良いですか。

○企画管理課 さようでございます。

○喜多委員 では、実際は積立不足になる確率が半分以上ですね。

○企画管理課 個数としてはそうなります。

○喜多委員 あと、同じ資料2-2ですが、2067年の平均積立比率が一桁多い数値になっていますが、これは計算間違いではなくて、このとおりでよろしいですか。

○企画管理課 結構上方に、大きくゆがんでいるので、間違いではないです。

○喜多委員 なるほど。確率と、この平均値のアンバランスがすごく大きいので、平均値よりも中位置を表示されたほうが、疑問を呼び起こすことがないかなという気がいたします。

○企画管理課 念の為、数字の精査、確認をさせていただければと思います。

○喜多委員 1点コメントさせていただきますと、期待リターンが基本ポートフォリオ策定時よりも少し下がる中、財政的に大丈夫かどうかを確認するのが、この検証の一番の目的だと思います。資料2-1の直近で見ますと、基本ポートフォリオで半分以上の確率で積立不足になることを率直に示されていることになります。この点は、私は正直で良いんじゃないかなと考えております。

○若杉座長 お褒めにあずかったようです。ありがとうございます。

長澤委員、どうぞ。

○長澤委員 ご説明ありがとうございました。

まず、ご説明いただきました資料1-1の結論の部分につきましては、私、今回のこの検証されていて、非常に妥当な数値に基づくものかと思います。それは資料1-1の2ページ目にあります対応でございますが、想定運用利回りを満たしていることと、過去の経緯がありますので、国内債券との比較において、今回、基本ポートフォリオのほうが良いという、主要なメッセージと受け取りました。

一方で、喜多委員からご指摘がありました。私も同じページが一番重要かと思います。資料1-2の5ページになります。こちら、シミュレーション結果としてこの種の運用を行っていく上で、積立比率がどうなるのか、積立不足がどうなるのかが最も大事な、だからこそ、シミュレーション結果の1にきていて、2ではなく、3でもないといえるかと思います。この数値を読みますと、平均積立比率は確かに100%を上回っている。平均的には大丈夫だが、積立比率が不足になる確率はむしろ増している。直近ケースEで何と6割積立不足になるとなっています。

そうしますと、このときに非常に重要なのは、過去との経緯での債券100%の比較はそれで重要ですが、むしろこの変化の部分でございまして、平均的にも積立比率が下がっていき、積立不足になる確率も、前回5割だったものが6割になった。つまり、よくなっていないというようなものが一番重要なメッセージかと思います。

じゃあ、これに対してどうするのかという示唆は何なのかといった場合に、今回の検証は先ほど申しあげましたとおり、これで良いんですけども、じゃあ運用上、何が重要なのかといえば、この平均の変化と、平均では積立比率を上回るものの、積立不足が発生する確率が大きくなっている、これを結びつける重要なパラメーターが、いわゆる、シャープレシオと呼ばれるものです。これ、釈迦に説法で恐縮です。債券に比べて、なぜ、平均積立比率、ターゲットを上回る比率が高くて、積立不足になる確率も低く抑えられるのか、これは単に株を入れたからだけではなくて、分散投資によるシャープレシオの向上が得られているから、こういう好ましい特性へと変化している。

じゃあ、今、その好ましい特性、債券対比ではあるものの、その状況が悪化している中で、何をすべきかという示唆が、この数値から得られるかといえば、シャープレシオを引き上げる努力をすべきことかと思います。もちろん、リスク量を現状のまま維持しながらシャープレシオを引き上げることになりますので、一般的な業界での取組という意味では、オルタナ資産をもっと活用するですとか、伝統的な資産区分、株式、債券等におけるアクティブ運用を活用するかどうかは別としまして、ただ、マーケットを上回るアルファをもう少しとっていく。また、マルチアセット間、資産クラス間における分散効果をしっかりとっていくといった、奇をてらうものではないものにおきまして、シャープレシオを引き上げていく。つまり、リターンとリスクのトレードオフを一つ一つの投資で見た中で、全体ポートフォリオをくみ上げていくことが必要だというメッセージかと理解いたしました。

ちょっと長くなりました。恐縮でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

長澤委員の意見に対して、椋田部長からお答えがありますか。

○椋田資金運用部長 貴重なご示唆をいただきまして、誠にありがとうございます。

今ほどいただきましたご意見を踏まえまして、我々でもしっかりとシャープレシオを上げていく、アルファの積み上げをしていく運用に努めて参りたいと考えております。ありがとうございます。

○若杉座長 長澤委員、そういうお答えでよろしいですか。

○長澤委員 ありがとうございます。この意味では、アルファもそうですし、そういう意味では、シャープレシオ、情報レシオ、両方合わさったトータルポートフォリオでのシャープレシオになります。

○若杉座長 ありがとうございます。

竹原委員、どうぞ。

○竹原委員 今回の長澤委員のご質問にも少し関係してくるんですが、今回のシミュレーションの前提条件の相関係数行列、期待リターンを使ったときに、基本ポートフォリオは効率的フロンティアに近いところに依然として位置していると考えてよろしいのでしょうか。もし確認作業をされているようでしたら、状況を教えてください。

○企画管理課 今回、特に最適化をしていないものですから、どこがというのはしていないですし、基本ポートの検証自体が毎回最適化するものではないものですから、この場でもお出しはしていないことになります。

ただ、それぞれ資産のリターンと、その相関を見てみると、大分変わってくることも考えられるのが正直なところございますので、これにつきましては、先ほど冒頭にお話ししましたけれども、基本ポートフォリオの見直しの検討作業で、先生方のご意見も承りながら、これから検討していきたいと考えてございます。

○竹原委員 ただ、そのシャープレシオに関しては、基本ポートフォリオの策定時に効率的フロンティアに近いところを選択しているはずなので、シミュレーションを行うときにも、前提となっている基本ポートフォリオが、現在の状況で効率フロンティアとどういう位置関係にあるかは、あわせて検証していただければと思います。要望でございます。

○企画管理課 ありがとうございます。

○若杉座長 重要な示唆ですので、ぜひご検討をお願いします。

ほかにはいかがですか。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 これは、今回のシミュレーションに対する意見というよりは、次回、いろんな前提が出てきた後に財政検証をされる時のことですが、9ページ以降ですね、期待リターンの算出方法を書かれているわけですが、1つは、こういう算出方法が今も適切なのかどうか、そこは検討していただきたいと思います。というのは、かなり過去の実績を使ってやっておられるわけですが、その過去の実績を使うことが、市場全体の構造的な変化などを本当にきちんと織り込んでいるのかどうか、その検討が1つポイントになるのかなと思います。これが1点です。

それともう1点は、内閣府の見通しが出てくるわけですが、前回のように、かなり目標値的なものが出てくる。そのときに、今回もケースEとGの2つ使って、基本ポートフォリオを作られているわけですが、EとかGとか、シナリオの選び方を少し工夫していただ

いたほうが良いのかなと思います。それから、そもそも金利水準の発射台がかなり高くなって  
いる、それに基づく検証なので、発射台を高くしたことの影響がどうなるのか、この点も少し  
検証していただいたほうが良いのかなと思います。この影響は賃金の上昇率でかなり相殺され  
ているとは思うものの、外部から見ると、本当にこれで大丈夫なのかという疑問が必ず出てく  
るはずなので、そのあたりの工夫もしていただければと思います。

今回は、そういう意味で、結果としては賃金上昇率と、多分、金利の部分が相殺した形にな  
って、5年間ですか、推移しているので、問題なくというか大過なく過ぎていて、今回検証さ  
れたときにも基本ポートフォリオ自身に大きな問題がない結果が出たのだと思いますが、次回、  
多分、今年中に新しい基本ポートフォリオ策定の作業に入るわけでしょうが、そのときに少し  
注意か、留意をしていただきたいと思います。この点に関してコメントさせていただきました。  
○若杉座長 その点もよろしいでしょうか。

では、芹田委員、どうぞ。

○芹田委員 質問が2点あります。確認させていただきたいことですが、1つ目は、実質賃金  
上昇率の基本データの部分が、昨今の賃金統計の問題の影響があるのかどうかです。もう1つ  
は、先ほど喜多委員と長澤委員がご指摘いただいた、資料1-2の5ページの積立不足になる  
確率の上昇に関することです。やはり債券の期待リターンがかなり下がっていることによる  
ところが大きいかと思うのですが、それが基本ポートフォリオを策定したときに比べて、想定  
内の動きなのかどうか、また、50%以上の確率で積立不足になるという、この数字自体をどの  
ように考えているかについて、教えていただきたいと思います。

以上です。

○若杉座長 2点ありましたけれども、どなたからお答えいただけますか。

では、企画管理課お願いします。

○企画管理課 今回の検証に当たっての賃金上昇率につきましては、長期金利から推計するや  
り方をしていますので、手前の推計期間に関して、例の賃金の統計の問題の影響はありません。

あと、2点目につきましては、数字の理解の仕方かと思いますが、ご指摘いただいたように、  
例えば資料1-2の5ページを見ても、ご案内いただいたとおり、積立不足になる確率  
が基本ポートフォリオと比べて、当然高まってきているのではないかというご指摘かと思いま  
す。ただ、50%はどうか、60%ではどうかといったように、正直そこまでまだ分析し  
切れていない部分もあります。先ほど仰っていただいたように、株のウェイトがどうなるかと、  
実はこの数字に与える影響が、経済前提において、手前期間については内閣府のデータで洗

い替え作業をさせていただいております。内閣府のデータがない後半の期間については、平成26年の財政検証の数字を使用している影響も多分に出ているだろうと思っております。

従いまして、先ほど申し上げました次の財政検証という、この3月に新しく公表された経済の見通しに基づいて、基本ポートフォリオを作り直すかどうかの検討を行うこととなりますので、ここで先生方のご意見も踏まえながら、この数字の理解を深めていきたいと考えてございます。

○若杉座長　そういうことでよろしいですか。

次の検証のときには宿題がいっぱいありますけれども、頑張ってやってください。

ほかにはいかがですか。よろしいですか。

それでは、議事1、議事2、退職等年金給付積立金における基本ポートフォリオ見直しの検討についてと、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、以上で終了いたします。

これをもちまして、本日より予定しておりました議事が全て終了しました。

事務局から連絡事項があれば、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。次回の日程、また今回の議事要旨及び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、よろしくをお願いいたします。

事務局からの連絡は以上でございます。

○若杉座長　では、以上をもちまして、第24回地方公務員共済資金運用委員会を終了いたします。どうもご協力ありがとうございました。

午前10時31分　閉会