

第6回地方公務員共済組合資金運用検討委員会

平成27年4月15日（水）

地方公務員共済組合連合会

午後2時29分 開会

○津田企画管理課長 それでは、定刻より少し前ではございますが、ただいまから第6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。

私、今月より企画管理課長を拝命いたしました津田と申します。どうぞよろしくお願いいたします。

では最初に、本日の配付資料の確認をさせていただきます。

まず資料の一番上が次第、その次が委員名簿、おめくりいただきまして配席図がございます。その次に資料1といたしまして「管理運用の方針」の論点、その次に管理運用の方針（厚生年金）の項目（案）、その後ろにこの項目（案）の参考資料をつけております。もう1枚めくっていただきまして資料3、外国資産に関する為替ヘッジについて、こちらは両面でございます。それから参考資料でございますけれども、参考資料1、基本指針で、その次が地共連の現在の基本運用方針、それからGPIFの中期計画でございます。その次に、資料4といたしまして、新3階部分に関する論点整理のペーパー、それから、この論点整理ペーパーの別紙を束ねております。最後に資料5、スケジュール（案）でございます。資料の落丁、乱丁等ございませんでしょうか。よろしいでしょうか。

それでは、議事に入らせていただきます前に、委員及びオブザーバーに交代がございますので、ご紹介させていただきます。まず、委員につきまして、金崎委員が昨年度末をもちましてご意向によりご退任されました。座長とご相談の上、新たな委員として川北委員をお迎えいたしましたので、ご紹介させていただきます。川北委員でございます。

○川北委員 京都大学の川北です。よろしくお願いいたします。

○津田企画管理課長 ありがとうございます。

次に、オブザーバーの変更について紹介させていただきます。地方職員共済組合地方共済事務局の吉武事務局長でございます。

○吉武局長 吉武です。よろしくお願いいたします。

○津田企画管理課長 次に、全国市町村職員共済組合連合会の杉田事務局長でございます。

○杉田局長 杉田です。よろしくお願いいたします。

○津田企画管理課長 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 それでは、早速議事に入りたいと思います。いつものことですが、時間が限られておりますので、議事の進行にご協力をお願いいたします。

本日の委員会の議事は、管理運用の方針について、退職等年金給付積立金（新3階）について、その他の3本となっております。議事の1、管理運用の方針について事務局より説明をお願いいたします。

○大森資金運用部長 資金運用部長の大森でございます。内容についてご説明をさせていただきます。

一元化後につきましては、昨年度、1・2階と旧3階のポートフォリオ（案）につきましてご審議をいただき、去る3月27日に公表させていただいたところでございます。今年度、今回以降につきましては、このポートフォリオの構成割合を除きます管理運用の方針1・2階と旧3階部分からご審議を開始していただければと考えております。

資料といたしまして、資料1の「管理運用の方針」の論点というものと、その次の資料2としまして、厚生年金に係ります「管理運用の方針」の項目（案）、さらにもう1枚、参考資料を主にご覧いただきながらお聞きいただければと思います。まず3枚目の項目（案）参考資料という図の資料をご覧ください。

今回、地共連で定めます管理運用の方針というのは、真ん中の段の管理運用主体としての地共連の名義で定めるものでございます。

その内容といたしまして、資料2で左右に分かれておりまして、第1、管理積立金の管理及び運用に関する事項と、それから第2の実施機関積立金に関する事項と、2つに分かれてまいります。このうち第1の管理積立金といいますのが地共済全体の積立金のことでございまして、いわゆる束ねる立場として地共連がどうするべきか、あと一部、4管理運用主体で策定いたしておりますモデルポートフォリオに関する規定が入っておりますので、参考資料の図でいきますと上半分のほうの太囲みのところが資料2でいいます左側、第1の規定ということになっております。

これともう一つ、管理運用主体としての地共連が、実施機関、ここにお集まりの各組合と、これには地共連も含まれますけれども、その実施機関の積立金の管理運用に際して守っていただくべきことなどを管理運用主体としての立場で定めるというのが資料2の右側、第2の実施機関積立金の管理及び運用に関する事項ということになってまいります。資料2の、今度は縦にご覧いただきますと、柱立てといたしまして、1、管理及び運用の基本的な方針、2、運用の目標及びリスク管理、3、運用実績等の公表、それから4、資産の構成に関する事項、モデルポートフォリオないし基本ポートフォリオに関する事項、それから5、管理運用に関し遵守すべき事項、6、管理運用能力の向上、7、調査研究業務と、こういった大きな柱立てにつ

きましては共通のものがあろうかと思っておりますけれども、例えば右側第2の2の（4）～（6）具体のファンド選定等に係ります事項や、1つ飛んで4の左側の（1）、（2）、モデルポートフォリオに関する事項、こういったところはそれぞれの部分にのみ該当するといった部分も一部ありまして、そのあたりの構成が変わってこようと考えております。

この柱立てにつきましては、参考資料3という資料をつけております。G P I Fの第3期、この4月から始まりました5カ年の中期計画、これが4月1日に公表されておりますけれども、こちらの運用に係ります項目を参考といたしまして、この柱立てで資料2の作成をさせていただいているということをご報告させていただきます。

以上の前提条件を踏まえまして、資料1、最初の資料にお戻りください。「管理運用の方針」の論点ということで、幾つか項目に分けて整理いたしております。

まず1つ目のグループとして、ガバナンスでございます。最初に運営審議会等の役割とありますけれども、法定事項の予算決算等のご議決をいただくことに加えて、基本方針、運用状況といった報告を今、例えば地共連ではさせていただいております。こういった状況を踏まえて、今後、管理運用の方針あるいは運用状況、またリスク管理状況などをご報告させていただく必要があろうかと考えております。

次に、外部有識者会議の役割といたしまして、地共済全体ではこの検討委員会が該当いたしますけれども、各実施機関においても有識者会議を持っておられる、あるいは設置をされたといった状況にあろうかと思えます。こういった有識者会議の役割を整理する必要があるかと思っております。運営審議会の役割で記述したことに加えまして、専門的な事項、知見をおかりするべき部分、例えば機動的な運用とか、ファンドの選定方針、オルタナの投資ルールなどについて、その役割を記述していく必要があろうと考えております。

次に、こちらは内部の事務局の体制ですけれども、高度で専門的な人材の確保といたしまして、業務内容とか、確保方策、また内部のレベルアップにどのように活用していくかといったことを整理したいと思っております。

4つ目として、透明性の向上ですけれども、現在、各組合等においては、年1回の運用報告、これもペーパーで数枚といったものが実態かと思っておりますけれども、これを例えばG P I Fの業務概況書を参考にしながら、年度報告について充実を図る必要がある。また、四半期報告についても行ったほうが良いのではないかと考えております。こういった充実とか、また運用の多様化・高度化に対応した情報公開及び一般の組合員の方々を含めて、分かりやすく説明させていただくような工夫をしていく必要があろうと思っております。

第2のグループといたしまして、ポートフォリオ管理としておりますが、まず基本ポートフォリオの検証・見直しといたしまして、定期的な検証を行うということ、また必要があると認める場合に見直しを実施するといったことを書き込んでいく必要があるかと考えております。

次に、実施機関、各組合の積立金のポートフォリオ作成に関します遵守事項として、昨年度も申し上げておりましたが、地共済全体の基本ポートフォリオの枠内に管理をするという観点で、基本的にはこの地共済ポートフォリオの許容乖離幅の中で中心値及び許容乖離幅を定めていただきたいということなどを書きたいと思っております。

ただ、その次の項目の例外措置といたしまして、資金規模に比べてキャッシュアウトの額、割合が非常に大きいということで、リスク性資産がなかなか持てないと、地共済の基本ポートフォリオの形になかなかならないといった組合もありますので、そういったところの例外措置を定める必要があろうと思っております。

次に、一番下ですけれども、地共済全体のポートフォリオ管理といたしまして、それぞれの実施機関の報告をいただいて、全体としてのポートフォリオ管理をするということ、また地共済法の改正によりまして措置要求という制度ができておりますので、こういったことについても念頭に置く必要があろうと考えております。

裏側をお願いいたします。3つ目のグループとして、「運用」と掲げております。1つ目、アクティブ運用といたしまして、GPIFの新中期計画におきましては、パッシブ運用とアクティブ運用を併用するといったスタンスに変更が加えられております。こういったこと等を踏まえて、地共済としてのアクティブ運用の位置づけを整理する必要があると考えておりますのと、具体のアクティブ運用の選定基準、またその選定に係ります意思決定・責任分担のあり方を整理したいと考えております。

次に、運用対象の多様化ですけれども、いわゆるオルタナティブ投資につきましては、これから新たに取り組んでいく分野ということでございまして、その投資ルール・選定基準、またこれにつきましては、GPIFでやっておられますように、上限割合の設定といったことも論点になってきようかと思っております。また、具体の選定に係ります意思決定・責任分担については、アクティブ運用と同様のことが言えるかと思います。

次に、共済独自資産の取り扱いということでございますが、不動産、それから職員貸付金の取り扱いといたしまして、10月の一元化当初においては、既存のものについては旧3階にまとめておくということで整理をしておりますけれども、その後発生いたします部分についての取り扱い、これは監督官庁のご意見も聞きながら整理をしていきたいと思っております。

次に、機動的運用のあり方という項目ですけれども、その運用のあり方、方法によっては、当然のことですけれども、具体のリターンに影響を及ぼすことでありますので、その実施方法、またその実施に係ります意思決定・責任分担をきちんと決めておく必要があろうと考えております。

次の合同運用ですけれども、これについては、現行の政令指定都市に係ります預託金制度と同様に、地共連に預託して運用してもらいたいといったご意向が一部の共済組合からございますので、これについては私どもも当然入りまして、一緒に具体の要件や手続について徐々に詰めているところでございます。まとめ次第、その具体の方策も含めてご報告をさせていただきたいと考えております。

リスク管理でありますけれども、機能の強化とかツールの整備と書いておりますけれども、当然それぞれ一定のレベルアップを図っていく必要があると考えております。

最後にその他という項目ですけれども、まず制度の特性を踏まえた運用ということでございます。旧3階につきましては、当面は1・2階の基本ポートフォリオと同じ構成割合にするとさせていただきましたものの、閉鎖型年金という厚生年金とは全く違う年金制度でございますので、その特性を踏まえた運用・リスク管理に心がけねばならない。そのことの基本ルールを定めます管理運用の方針においても、厚生年金の管理運用の方針とは別の記述をする必要がやはりあるかと考えております。あわせて新3階、こちらはキャッシュバランス方式ですけれども、新3階につきましては、もう少し後の時点でご検討をお願いいたしますが、当然、これも制度が異なりますことから、その管理運用の方針は異なる部分が出てこようと思っております。

次に、スチュワードシップ・コードでございますけれども、昨年受け入れを表明して取り組んでおります日本版スチュワードシップ・コードを踏まえた対応、こういったことについても指摘・記述をしていきたい。

最後になりましたけれども、ESG投資。これについては、積立金基本指針とか、またGPIFの中期計画においても検討するといった記述が今回新たに入ったように伺っております。地共済のグループにおきましては、既に取り組んでいる組合等もございますけれども、検討する、また実施するという旨についてもきちんと押さえていく必要があろうと考えております。

このほかにつきましても論点はあろうかと思っておりますけれども、今回さまざまご意見をいただいた上で、次回の検討委員会においてはこれをきちんと文章に書き下した形で案としてお示しいたしたいと思っておりますので、忌憚のないご意見を賜ればありがたいと思っております。

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す。

大森部長からご説明いただきましたけれども、管理運用の方針ということで、マニュアルあるいはガイドラインの意味を持ちますので、かなり具体的な内容になります。今日は体系を示すということで、頭出しというのか、項目が並んでおります。

○大森資金運用部長 座長。すみません、1点、もう一つ資料の3というものについてもまとめて説明をさせてください。

○若杉座長 分かりました。どうぞ説明してください。

○大森資金運用部長 こちらにつきましては、技術的なこともありますので、担当係長から説明をさせますので、お願いいたします。失礼いたしました。

○企画管理課係長 よろしくお願いいたします。

それでは、資料3によりまして、外国資産に関する為替ヘッジについてということでご説明させていただきます。

まず大きな1番、外国債券、大きな2番としまして外国株式をまとめさせていただいております。

まず外国債券でございますけれども、(1)としまして、為替ヘッジ後のリスク・リターン特性と相関係数についてまとめさせていただいております。なお、こちらの数字ですけれども、データ期間は過去20年間、1995年4月からこの3月までの20年間のデータを用いて計算させていただいております。

まずリスク・リターンですけれども、国内債券のNOMURA-BPI総合ベンチマークに對しまして、一番右の枠ですが、外国債券(ヘッジ有)、私どもの外国債券のベンチマークはCitiのWGBIと通称言っておりますけれども、こちらの円ヘッジベースで計算いたしますと、NOMURA-BPIのリスク・リターンの数値に非常に近い数字が出てくるというふうに計算をしております。

また、外国債券(ヘッジ無)も含めまして3つのインデックスにつきまして相関係数を測ったものが、次の表になってまいります。わずかではあるのですが、国内債券のNOMURA-BPI総合と比較との相関係数を見ますと、ヘッジ無のCiti WGBIですと0.14、それから円ヘッジベースでのCiti WGBIですと0.30ということで、まだその相関がない、無相関に近い世界かと思うのですが、若干相関関係が強くなっていると把握しております。

これらの数字をもとにしまして、(2) としまして、外国債券（ヘッジ有）の資産区分についてまとめさせていただいております。外国債券ベンチマークにつきましては、為替ヘッジの有無によりましてリスク・リターン特性は大きく異なっております。また、国内債券ベンチマークとの相関関係に着目しますと、いずれもほぼ無相関ではありますが、ヘッジ有のほうがやや高い相関を示しております。これらのことから、外国債券に為替ヘッジを行う場合につきましては、国内債券の一部として管理することが妥当だと考えております。

続いて(3) ですが、今申し上げました外国債券（ヘッジ有）のベンチマークは、国内債券ベンチマークとの相関関係を踏まえると、異なる推移をたどるものと申し上げることができるかと思っておりますので、この2つのベンチマーク間の相違につきましては、国内債券ベンチマークに対するリスクと捉えて管理する必要があると考えております。

最後に、(4) といたしまして、「国内債券と併せて管理しない団体におけるヘッジ外債の取扱い」とさせていただいております。上記(2) 及び(3) の取り扱いにつきましては、ヘッジ外債を外国債券と併せて管理する場合に関するものでございまして、外国債券の区分の中で一時的に為替リスクをヘッジすることを否定するものではございませんので、付言させていただきます。

続きまして、外国株式についてでございます。同様に、為替ヘッジ後のリスク・リターン特性と相関係数をまとめさせていただいております。こちらの国内株式のベンチマークでございますTOPIX配当込み、それから外国株式につきましては、MSCI-KOKUSAIで計算させていただいております。ベンチマークは、先日、ACWIに変更ということで申し上げておりましたけれども、この計算では、大きな差はございませんので、KOKUSAIを使わせていただいております。

表をご覧くださいましたとおり、先ほどの債券ほどリスク・リターンについて大きく国内株式に寄ってくるといったような傾向は今のところ認められないというところでございます。ただ、大きな着目に値しますのは相関係数かと考えております。こちらは、TOPIX配当込みと、それからMSCI-KOKUSAIの円ヘッジ、配当込み、一番下のところですが、0.56ということで、ヘッジ無のときよりも相関関係が若干弱くなっていると計算しております。一方で、同じくそのMSCI-KOKUSAIのヘッジの有無のこの2つの相関係数をとりましますと、0.84と非常に高い順相関の関係が見られると考えております。

これらを踏まえますと、欄外、一番下ですが、外国株式につきましては、為替ヘッジ後のリスク・リターン特性が国内株式と外国株式のどちらかに近いとまでは申し上げることが

できないわけですが、為替ヘッジ前後のベンチマークの相関係数がほぼ順相関、高い関係にありますため、外国株式の一部として管理することが妥当だと考えている次第でございます。

○大森資金運用部長 この資料3だけは各論がいきなり出てきておりますが、この趣旨といたしましては、地共済の基本ポートフォリオは決まったのですけれども、これから実施機関の基本ポートを検討されるに当たりまして、ヘッジをかけているところが一部、具体的には警察共済組合ですけれども、ございます。ここがどう整理されるかというところが固まりませんと具体の検討に入りづらいといったこともありまして、この部分だけ前もってご検討をお願いするものでございます。

以上、よろしくお願いいたします。

○若杉座長 マニュアル的なものですが、一部、実施機関の特徴によって具体的なことを今ここで検討しておかなければいけないということで、ご説明がありました。

管理運用の方針に盛り込むべき事項として、ここに示されていないことがありましたらご提案ください。あるいは、管理運用方針を作る際の注意事項などでもけっこうです。

浅野委員、どうぞ。

○浅野委員 管理運用の方針についてですけれども、資料2は「厚生年金」と書いてあるのに対して、資料1は、旧3階の運用・リスク管理ということに関して「特性を踏まえた運用」と書いてあるところを見ると、1・2階部分と3階部分に共通の管理運用方針だという理解でよろしいでしょうか。そうだとすると、この同じ管理運用方針を適用するには少し無理があるのではないかと私は思います。というのは、旧3階についていうと、前々から申し上げていますように、債務がどれだけのなか、それとの比率で資産がどれだけのなかというファンディングの状況によって運用の方針なども変えなければいけないと思います。すなわち、基本ポートフォリオを一旦決めたらそれですと流していったら良いかというと、そうではなくて、資産・負債の状況に応じてリスクの取り方などを変えないといけません。そういう点をやはり明記しておく必要があるのではないかと。それに関連して、その前提として、債務をどのように把握するのかということもやはり明記しておいていただきたいと思います。

○若杉座長 以前から浅野委員が言われていることですが、最後の点をもう少し明確にしてほしいという注文です。速やかに対応していただくことは出来ませんか。

大森部長、どうぞ。

○大森資金運用部長 形式的な件ですが、管理運用の方針というのは1・2階と旧3階

と新3階と3種類を作る必要がございます。ですので、1つの方針を3つに適用するわけではまずないということが一つあるのですけれども、この3つを同じ主体として作りますことから、人材の関係とか、それからファンドの選定とか、そういうところは共通の部分もあろうかと思っています。そこは写しながら、先生ご指摘の、違う点は多々ありますので、そのあたりは置きかえていくという作り方になってくると思いますので、お願いいたします。

○若杉座長 よろしいですか。

○浅野委員 分かりました。

ついでにもう一ついいですか。

○若杉座長 浅野委員、続けてどうぞ。

○浅野委員 資料3ですけれども、これは非常に乱暴な議論だと思います。こういう扱いは全く反対です。外国の債券とか株式を考える場合に、そのリターンを生み出すファクターというか、リスクのもとになるものは何かというと、これは外国における現地通貨ベースでの株式なり債券なりのリターンと為替のリターンとで構成されているわけです。そして、外国の債券なり外国の株式が国内の債券・株式と違うファクターで動いていることは多分間違いないでしょう。そうではなくて、世界共通ということで、国内・国外に分けるのではなくてグローバルで管理しようという考え方もないわけではありませんが、それと為替というのは別のファクターであって、為替のファクターを除いたら、国内と外国を同じように扱ったらいいかというと、決してそうではないわけです。むしろ、こうした枠で縛るのではなくて、前々から申し上げているように、どういう区分けでやるのか。為替ヘッジをつけるか、つけないか。これも、こういう乱暴な議論で枠を縛ってしまうより、それぞれこういう考え方だからこちらで分類してやりますということでやったほうが良いのではないのでしょうか。

なお、参考までに申し上げますと、為替のリスクをどれぐらい持つかというのは、ポートフォリオ全体との関係で、為替のエクスポージャーを持つことによってリターンが得られるのか、あるいはリスク分散になるのか、それがどの程度かということで決めるべきであって、最初から外国株は為替ヘッジしない、外国債は為替ヘッジをするといったような決め打ちは好ましくないとします。

○若杉座長 その辺のことはどうですか。今までオーバーレイみたいなことはやってきていないですね。

○企画管理課係長 今の浅野委員からのご指摘につきましては、この資料3をまとめます前提としまして、内債の代替資産としましてヘッジ外債といったものが広く浸透しているという状

況をまず一つ勘案させていただいております。あともう1点勘案させていただきましたのが、オルタナに取り組む際には、リスク・リターン特性に着目して既存の伝統的基本資産のどこかに割り振るといった考え方がモデルポートフォリオにセットされておりますので、この2点を勘案させていただきまして、今回このリスク・リターン特性、それから相関係数にも着目させていただいた上で、ヘッジ外債については内債と管理してはどうかとまとめさせていただいたところでございます。

○浅野委員 今のお答えは、そもそもモデルポートフォリオなり基本ポートフォリオなりで無理に枠組みを作っているということが問題であるということを露呈していると思います。それでこういうところまで縛りを入れるというのは、運用の最も基本的なところをゆがめてしまうということで、全く理解に苦しみます。

○若杉座長 徳島委員、どうぞ。

○徳島委員 浅野委員が言われることはもっともですけれども、私が一番恐れているのは、今回の新しい基本ポートフォリオの枠組みの中で、外国債券が例えば10%とか20%とかの数字を配分としてもう置いてしまっています。ところが、それを全額ヘッジ付きの外国債券としてしまったら、それは当初の基本ポートフォリオで想定されているリスク・リターンプロファイルが全然違うことになるので、どこまで許容できるものなのか、これを今回地共連に示していただけないかをお願いしたものです。実際、分析していただいた結果として、外国株につきましては、ヘッジがついていても外国株の範疇で考えて問題ないであろうということになりました。外国株に関しては、結局浅野委員がおっしゃられるようなものに近い形になったと思います。もちろん、為替とその他といったリターンの源泉を分解してまでは提示されていませんけれども、許容範囲であるということです。一方、外債に関しましては、結局、為替オープンの外債と同等とみなすことは難しいというご判断なので、ヘッジ付外債に関しては、別の資産クラスである国内債に含めて考えるのか、取扱いを考えないといけないということになります。これは実際、最終的には、対象になられるのが警察共済組合だけなので、両者の間で最後は詰めれば済むことです。この全体場で長く議論をするテーマでもないと思っています。

○大森資金運用部長 それと、どちらかにしろと申し上げているのではなくて、かつヘッジをやれとかやるなとかと申し上げているのではなくて、ヘッジをする場合に、外国、国内どちらで整理をすればよろしいでしょうかという問いかけ、投げかけに対する考え方の整理としてお示ししているものですので、どちらが良いか、どちらも適切でなければ、ヘッジをするなどおっしゃっていただくかという選択肢の中での整理ということでご認識いただければと思いま

す。

○若杉座長 千田委員からもご意見があるようです。どうぞ。

○千田委員 為替ヘッジについては、アセットクラス別ベンチマークをアウトパフォームするための手段というレイヤーで議論したほうが分かりやすいと思います。他の項目と比較しますとレイヤーが異なる印象を持ちました。

○大森資金運用部長 ここは、超過収益をとるためということではなくて、既存の警察共済組合のポートフォリオにおいてヘッジ無とヘッジ有と、複数の区分を設けておられる。その基本ポートフォリオレベルでの区分をどのように整理するかというところのレベルの議論ですので、基本ポートの問題としてのヘッジ資産の扱いという論点だにご理解いただければと思っておりますけれども、ここの整理がつかないと、警察共済組合において議論ができませんので、いただいたことを踏まえて警察共済組合との間で整理してみたいと思います。

○若杉座長 よろしいですか。

では、村上委員どうぞ。少し長引いていますので簡潔にお願いできますか。

○村上委員 全体的な構造についての質問です。管理運用の方針ということなので、一応題目と、それについての基本的な考え方の説明がずっと並んでいくというイメージがあるのですが、その下に何かまた細則やいろいろな規則などがぶら下がってくるのか、その全体の体系をどういう形で律しようとしているのでしょうか。それによって、今みたいな問題もどのレベルで片づけるかということになってくるかと思うのですが。その全体のピクチャーみたいなものというのはどのように考えていらっしゃるのでしょうか。

○若杉座長 大森部長、どうぞお答えください。

○大森資金運用部長 何分この管理運用の方針としては初めて作るものでございますので、まだその詳細が固まっているわけではありませんけれども、現行の参考資料2でつけておりますが、地共連におきましての基本運用方針の下に各4資産の運用のガイドラインというものがあり、議決権行使などについてはまた別途の定めを置いております。今回の管理運用の方針においても、この全てを書き切ることには必ずしもならないのではなかろうかと思いますが、基本工程のような形にさせていただこうと考えております。ただ、この基本的なところで漏れがあってははいけませんので、一応網羅的には定めるけれども、具体の詳細な取り扱いについては資産のガイドライン的なところに落ちていく部分もあるとご理解いただければと思います。

○若杉座長 村上委員、そういうことでよろしいですか。

ほかによろしいでしょうか。徳島委員どうぞ。

○徳島委員 1点だけ、別の論点ですけれども、以前から申し上げておりますが、先ほど大森部長からもご説明があったとおり、これから運用区分が3つ、1・2階、旧3階、新3階と分かります。その中で、この基本方針そのものを書くのか、付則的に書くのかは事務局のご判断だと思いますけれども、いわゆる区分間の取引について、特に、今回については透明性の問題で一番懸念されるのは、1・2階と旧3階を按分で分けているということです。按分比率は本来、今回は今年の10月時点と、それから来年の秋の確定時と2回しか動かしてはならないはずですが、それを勝手にどこかで動かしてしまうようなことがないように、透明性を担保する規定が必要なのではないかと思っております。

○若杉座長 大森部長、その点、よろしいですか。

○大森資金運用部長 ご指摘のとおりだと思いますので、どこで定めるかということはありませんけれども、必要だと思っております。

○若杉座長 ほかにいかがですか。俊野委員、どうぞ。

○俊野委員 1・2階部分につきましては、一元化ということでGPIFさんのたたき台等がありますから、まずそこと整合性を取りながら、恐らく類似した運用方針になってこようかと思っておりますけれども、旧3階につきましては、独自資産でございますので、これにつきましては、たたき台のない形で、この委員会での議論が非常に重要な位置づけになってこようかと思えます。なおかつ、旧3階部分も、1・2階部分と政策資産配分は当面同じとして運営するというところでございますので、閉鎖年金という独自性をいかに確保しながら具体的な運用を行っていくのかという点を、非常に慎重に書いていく必要があるかと思われます。やはり、これまでの議論の繰り返しになりますけれども、安定的な給付が3%弱発生するという意味で、元本が減るということは非常に大きなリスク要因になりますから、元本の保全を重視する必要性から、株式や外貨建て資産の配分につきましては、基本ポートフォリオの配分にはかわらず、限定的であるべきということも恐らく必要な要件になるでしょう。あと給付が3%弱発生するということになりますと、株式ではそのぐらいの配当利回りはありませんから、インカム収入を確保できるのか、そういう旧3階部分の資産の特性に応じた運用を各実施団体にも遵守していただくということを明記していただければというのが1点でございます。

それから、ディスクロージャーの問題でございますけれども、今回、地共済グループ全体では、旧3階部分だけで20兆円程度になろうかと思っておりますけれども、あくまでも各実施団体が独自にその運用資産の範囲内で最適化しているのではなくて、地共済グループ全体での統一的な運用をしているということを外部に対しても分かりやすくディスクローズすることが必要に

なってくるかと思います。全体はこうなっていて、各実施団体ではこういう状況になっているなどの情報をホームページにリンクを張るなどして、ディスクローズすることにもご留意いただければというのが私の２点目の意見でございます。

○若杉座長 本日の議論はどういうことが内容に盛り込まれるべきかということに限らせていただいております。そういう書きぶりの問題は、後にあらためて議論いただくことになると思います。

よろしいですか。千田委員、どうぞ。

○千田委員 「機動的運用」という言葉が２カ所出てまいりますが、これは適切かつ円滑なリバランスを実施するために市場動向等を把握・分析することと捉えてよろしいでしょうか。細かい点で恐縮ですが、念のため確認させていただきたいと思います。

○若杉座長 では、大森部長、お願いします。

○大森資金運用部長 ７つに分かれておりますけれども、それぞれ一定以上のかなり大きな規模を扱っておりますので、以前に千田委員からご指摘のあったような、そのときどきの非常に短期的な判断で大きく動かすといったことを想定しているわけでは全くございません。ただ、従来の年金運用のある意味標準的な姿としては、このポートフォリオの中心値に目がけていって、乖離すれば機械的に戻すといったところは基本であったかと思いますが、経済環境等を見た上できちんと押さえた上で、その中心値ではないところにいつ目標水準を置くということも今後はあり得ると考えておりまして、そうするとすればどのような手続なり要件が要るかということを十分に吟味した上で書かせていただきたいといった趣旨でございます。

○若杉座長 そこには、アセットミックスだけではなくて、タイミングの問題も入っているのではありませんか。

○大森資金運用部長 そのあたりは慎重に検討した上で案をお示ししたいと思います。

○若杉座長 よろしくお願いします。

どうぞ、ご意見がありますか。

○小島局長 警察共済組合の事務局長の小島でございます。

今、ヘッジの関係につきまして大森部長からもお話がありましたけれども、警察共済組合においては、為替ヘッジを使いながら、それぞれ外国の資産における収益と、為替のヘッジの仕方によって収益をどうするかという形で少し運用していましたが、今後、管理運用の方針になってきた場合については、それ自体は問題ではなく、どこで区分するかという話で今話をされていると思いますが、そこも含めてご意見を出させていただいておりますので、全般と

して、やる場合の判断の話をさせていただいているというところでございます。浅野先生からもありましたけれども、やってはいけないというわけではないと思いますので、やる形のときの考え方という整理をさせていただければということでご提案をさせていただいております。よろしくお願いします。

○若杉座長 はい。

○俊野委員 素朴な疑問ですけれども、外国債券を全てヘッジありで運用されている場合に、それを国内債券に位置づけるということになりますと、外国債券は一定の政策資産配分を確保するという方針が決まっていると思いますけれども、それがゼロになってしまっても大丈夫なのでしょうか。

○大森資金運用部長 ルールで想定する取り扱いとしては、このヘッジ付き外債を国内債券の中で管理されますと、国内債券の中に5%なら5%入ってくる、すなわち純粋国内債券を10%、それからこのヘッジ付き外債を5%持っている、合計して15%という形になります。一方でヘッジ無の外債を5%持っていれば、それはあくまで5%でありまして、その5%というものが今回の15%プラスマイナス6%というレンジの中に入っているかと。この場合は入っていないわけですけれども。ですから、ヘッジ有無の5%足す5%で10%だから入っているということにはなりません。ヘッジ無の5%だけで評価をするというルールになります。

○俊野委員 ではヘッジ無も入れなくてはいけないということですね。

○大森資金運用部長 ヘッジ無を持たれるのであれば、ヘッジ無外債はあくまで外債、ヘッジ有で持たれる部分があるのであれば、それは国内債券のほうに区分したいということです。今、警察共済組合は両方を持たれていますので。

○若杉座長 時間の問題もありますので、少し先に進めたいのですが、よろしいでしょうか。

ありがとうございます。それでは、議事1の管理運用の方針について、につきましては終了したいと思います。

次に、議事2、退職等年金給付積立金（新3階）について、に移ります。

これも、最初に事務局から説明をお願いいたします。

○企画管理課係長 新3階についてご説明させていただければと思います。

資料は別紙を中心にご説明させていただければと考えております。

まず別紙1ですけれども、単純な絵をかかせていただいております。左半分で新3階部分の給付のイメージということで、まず財政自体は積立方式ということになりまして、従来の右側にございます旧3階の給付のイメージ、こちらの財政のほうは賦課方式、修正賦課方式と言わ

れたりもしますけれども、そもそも財政の方式から異なっております。

それから、給付そのものでございますけれども、おおよそ2分の1ずつということで、半分が20年間の有期年金、残りの半分が終身の年金ということで規定されております。

なお、この給付額ですけれども、これは平成24年ごろの制度が検討されていた時点におきましては、有期年金と終身年金を全部合わせまして毎月1.8万円ということが一応想定されていたところでございます。

ただ、この1.8万円の前提ですけれども、まず40年の加入であること、それから検討されていた当時の国債の金利というのが0.8%ないしはそれ以上にもっと高い時期、1%台に乗せているような時期にこれらの1.8万円ということが一旦仮置きされていたという状況でございます。ただ、ご案内のとおり、足下の金利の状況が10年金利ですと0.4%程度にとどまっておりますので、恐らくこの金利の違いを踏まえただけでも、この1.8万円よりは若干下を向いたような数字が最終的には出てくるのかなと担当では考えているところでございます。

それから、(2)としまして財政のイメージですけれども、別紙2をご覧くださいませでしょうか。

こちらのまず下にございます薄緑の枠は、組合員期間中になってまいります。その次が薄い青で、受給待機中ということで、定年退職後、65歳で受給開始しますけれども、その間が受給待機中ということになってまいりまして、一番右の薄いオレンジのところは原則65歳からの年金受給中といった構成になっております。

その中で一番左の組合員期間中のところで、その中でもさらに上の赤い点線の枠をご覧くださいませでしょうか。当月の付与額ということで、これは月々の組合員の皆様に支払われる給料から毎月一定程度天引きで保険料を取らせていただきまして、そのうちさらに付与額という形で積み立てが始まることになります。これに対して毎月利子が乗っていく。さらに右の2カ月目という点線をご覧くださいませと、2カ月目でも当月の付与額が入りまして、さらに利子が入るということで、そのときどきの利子でもって月次の複利計算が行われることになりますけれども、ここで言うっております利子を計算するときに使いますのが、薄い緑の帯の山括弧の中にごございます基準利率というもので、この利息の計算をしていくこととなっております。このままずっと在職期間中は計算するわけですが、その後、受給待機中につきましても同じように山括弧で基準利率と入っております。これにつきましては、在職中と同じように、受給待機中につきましても毎月この基準利率でもって利息が付利されていくということになっております。

一番右の薄いオレンジのところの年金現価率ですけれども、その下の薄い枠の中をご覧ください
だけますでしょうか。下から3行目になりますけれども、「基準利率により年金現価率変動
する」と一言書かれております。これは法令の上では、年金現価率自体が、基準利率がまず中
心になって作られるものと規定されているところでございます。したがって、この新3階
部分を在職中から受給期間中まで一貫通貫してこの基準利率といったものに支配されていくと
いった制度設計になっているところでございます。

別紙3でございます。今は地共済の新3階のご説明をさせていただいているところでござい
ますけれども、これはもともと公務員の年金制度ということで制度設計がされていたところで
ございます。そこで、この新3階部分につきましても、もう既に皆様ご案内のところかと思ひ
ますけれども、国と地方の間で財政調整が予定されております。この財政調整の具体的な方法
がこちらの資料のほうに絵で描かれておりますけれども、どちらか一方に積立余剰が発生して
いて、他方が積立不足ということで、プラスとマイナスの関係になった場合にはということな
のですけれども、プラスの余剰が発生しているほうから不足のほうの、さらにその5分の1だ
けが財政調整ということで抛出されていくといった仕組みになっております。

具体的な方法はともかくとしまして、この財政自体が地共済と国共済で共通のものになって
いるということが1点でございます。ですから、先ほど申し上げました基準利率につきましても、
国と地方では共通の数字を使うということになっております。

ここまでの制度の概観でございまして、説明資料の本編で2枚目にお移りいただけますで
しょうか。こちらでも(3)としまして、運用の目標とさせていただいております。先ほど申
し上げましたとおり、資産と負債の両側に基準利率を用いることになっておりますので、必然
的にこの運用の目標というのは、基準利率を獲得することになるかと考えております。

なお、この基準利率ですけれども、国債の利回り、具体的には10年金利ということが事務的
には想定されているところでございますけれども、この10年金利を基礎としまして、②とし
まして運用の状況、これは過去の実績ということになってまいります。それから③としまして運
用の見通しと、これらを勘案しまして基準利率を決めていくということになっております。

次に(4)で運用実績の確認というところですが、こちらで問題になりますのが(b)で、
積立不足になった場合でございます。基準利率に対しまして運用実績が下回った場合というこ
とになるわけですが、積立不足が一定の範囲内の場合には、5年に一度予定されてお
ります財政再計算でもって積立不足を解消していくということになっております。ただし、この
具体的な方法ですけれども、掛金率の引き上げか、給付の引き下げか、どちらかということに

なるわけです。ただ、この掛金率の引き上げにつきましては、現状、各共済組合の予算では、掛金率、保険料率1.5%をセットさせていただいております。この1.5%という数字ですが、現状、法令の上で保険料率の上限とセットされたところから既に制度がスタートするといった予算になっておりますので、実質的にこの掛金率の引き上げというのは非常に難しいと考えております。ですから、現状では、積立不足が生じた場合には、直ちに給付水準の引き下げということに繋がってくることになるのかなと考えております。

なお、(b)ですけれども、積立不足が一定の範囲を超えた場合につきましては、直ちに財政再計算を実施しまして、先ほどと同じように、当面の間は給付の水準の引き下げによりまして積立不足を解消していくといったことが予定されております。

ここで次の(5)ですけれども、ここが民間でいいところのキャッシュバランスプランとの一番大きな違いかと考えております。運用の失敗等により積立不足が生じた場合、民間のキャッシュバランスプランですと、切り札的に、事業主からこの不足金が補填されるといったことが念頭にあるところですが、私ども公務員の年金の場合では、現下の社会情勢を鑑みますと、事業主、言ってみれば国と地方自治体からの補填というのはかなり厳しいと言わざるを得ない状況かと考えております。したがって、この不足金の補填が行われないと仮定せざるを得ないかと思っておりますが、そうしますと、何よりも安全性を最優先ということが求められてくるのかと考えております。

そこで、また別紙にお戻りいただきたいのですが、新3階といいましても公務員の年金の一部でございますので、これまでに議論していただいてまいりました厚生年金部分で経済前提としてセットされているものとの整合性を一定程度確認する必要があるかと考えております。

別紙4をご覧くださいと思いますが、こちらは未定稿とさせていただいておりますが、まず(1)です。これは足下0.4%程度の長期金利が一切上がらないとしておりますけれども、この場合には基準利率、それから保有する国債につきましても、10年ラダーのポートフォリオであっても、金利が上がらなければ、そのときどきの足下の金利が全く変わりませんので、剰余も不足も発生しないといった単純な図式になっております。

それから(2)でございますが、こちらは、経済前提は先ほどのものと同じですけれども、現状、私ども地共連としまして、地方公共団体金融機構から縁故債で債券を引き受けさせていただいております。こちらが概ね対国債スプレッドが10bpほど乗っておりますので、こちらを前提としまして同じようなシミュレーションをしたものになっておりまして、毎年の10bpのスプレッド分だけ剰余が積み上がっていくといったことを絵にしたものでございます。

そこで1枚おめくりいただきまして、(3)でございます。こちらの経済前提としましては、ケースEの想定金利まで定率上昇と書かせていただいておりますが、厚生年金部分の前提となっております経済前提がケースAからケースHまで8通りありまして、その中で主に想定されておりますのが(3)で言うておりますケースE、経済再生ケースと言われておりますもので、(4)がケースGでございます。こちらは参考ケースになっておりますけれども、ケースEですと、10年後に10年金利が3.9%を中心としたゾーンに入ってくるといった経済前提になっておりますので、足下の0.4%から10年後に3.9%まで均等に、言ってみれば緩やかに金利上昇が起こった場合といったシナリオになっております。

そうしますと、赤い線がこの長期金利でございますので、3.9%まで直線的に金利が上がっていきまして、その後は3.9%で安定となっておりますが、この基準利率は、今のところ、直近5年間の10年金利の平均ということ想定して計算させていただいております。5年平均は金利の上昇局面での過去5年平均ですので、どうしても平均はついていけないということになってまいりますし、また資産側の都合としましては、10年ラダーのポートフォリオを前提しておりますので、10年ラダーであれば、もう一段さらにおくれて、どうしてもついていけないということになってまいります。そうしますと、ついていけない期間が発生しますので、その分積立不足が発生するといったことになってまいります。

なお、こちらの表で、一旦積立不足が2028年ごろにピークを打った後、その後低減するといったシミュレーションになっているのですが、こちらは各年度における積立不足が生じなくなった場合には、その後も積立金の額がまだまだ増加するという前提に立っておりますので、そういう意味では、分母だけ大きくなって分子は変わらないということになり、不足率は小さくなるといったシミュレーションになっております。

(4)は、同じようなことをやっておりますけれども、こちらについても不足が生じるといったシミュレーションになっております。

さらにもう1枚おめくりいただきまして、(5)と(6)でございます。それでは、どういったときに不足がどの程度発生するのかといったことを、頭の体操といったイメージでつくらせていただいたものでございます。(5)は、まず金利の上昇が足下の0.4%程度からどこかのタイミングで2倍の0.8%に急上昇して、その後0.8%で一定ということを前提としまして、金利の上昇の時期を2年ずつずらしております。そうしますと、ご覧いただきましたとおり、金利の上昇が早ければ早いほうが、不足率が小さいとシミュレーションしております。

また(6)につきましては、こちらのほうは金利上昇の時期は一定としまして、足下の0.4

程度から0.5%刻みで金利上昇の幅を変えたものについて比較しておりますけれども、こちら
も言わずもがなではありますけれども、金利上昇の幅が小さければ小さいほど不足は小さいと
いったシミュレーションになっております。

そこで、資料の本紙に戻らせていただきまして、以上をご覧いただきましたとおり、制度開
始後に緩やかな金利上昇局面といったものが訪れた場合には、期待収益率が基準利率を下回る
といったシミュレーションになりますので、その場合には、直後の財政検証においてその分基
準利率を引き下げられる、そのうち給付の引き下げといったことの可能性が高いのではないかと
考えております。

そうは申しましても、期待収益率が基準利率を下回らないための取り組みといったものも一
定程度必要かと考えておりますが、今とりあえず思いつく限りで3点ほど、この下に簡単に表
にまとめさせていただいております。

1点目が、先ほどもご案内いたしました地方公共団体金融機構債（縁故債）とか、公募の地
方債を中心とした10年ラダーのポートフォリオを組んだ場合にはどうなるのかといったところ
でございますが、この場合には当然、対国債スプレッドの分だけ期待収益率を引き上げること
ができるということになってまいります。ただ、金利上昇のペース如何で、不足する可能性は
残ると考えております。

それから、2点目ですけれども、想定が10年金利ということになっておりますので、ここま
で10年ラダーポートフォリオを前提にご説明してきたわけですが、ここで10年よりも高
いデュレーションで債券を組み入れた場合には、対10年国債スプレッドが当然獲得できること
になってまいります。ただ、この場合には、金利上昇による資産価値の下落幅が大きくなって
くるとか、そもそも先ほどと同じように、金利上昇のペース如何によりましては、不足す
る可能性というのは一定程度残ると考えております。

それから、先ほど、平均値で金利上昇している間はどうしても不足が積み上がるというシ
ミュレーションになっていたかと思っておりますので、その場合には、一旦基準利率が下回りますと、
回復までには時間を要すると考えております。

それから、最後ですけれども、単純にポートフォリオの期待収益率を高めるという観点から、
リスク性資産を組み入れるといったことも挙げさせていただいております。ただ、こちらにつ
きましては、資産価値が下落した場合には、積立不足に陥る可能性がありますので、この点に
は留意する必要があるだろうと考えております。

それと、最後の（2）ですけれども、「その他安定的な運用に関する取組」ということで、

満期持ち切りで債券を持つのであれば、これらを時価評価ではなく簿価評価をしてはどうかということを書かせていただいております。これは、もちろん運用実態が何か改善するといったものではありませんので、根本的な問題解決に繋がるものではないと思っております。ただ、金利の変動に伴います資産価値の上下動といったものがなく、安定的に運営できているように見えることになりますので、そういう意味では説明力が一定程度向上すると考えております。

私からの説明は以上でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

今の説明についてご質問やご意見がありましたらお願いいたします。

どうぞ、浅野委員。

○浅野委員 質問と意見とで3点ほど申し上げたいことがあります。

1点目は制度に関することで、これは地共連にはどうしようもないことかも知れませんが、年金給付が始まってからも変動するとか、そういう制度になっていますね。でも、年金の給付の裁定が行われたときに、安全な運用にその部分を切りかえれば、変動しないで年金を給付することは可能なわけで、そんなことを検討されなかったのでしょうかというのが1つ目の質問です。

2点目は、運用について、3ページの3以下で検討されていますが、こういうアプローチを取られることは非常に良いと思います。多分ここでのシミュレーションは、10年国債の利回りで付利がされるということだから、10年国債のラダーで運用すれば、リスクがないだろう、実際にはあるわけですが、それは小さいということで、それをベースにして、足りなくなるおそれがあるから、それに対してどういうリスクを、どの程度取りましょうかという議論をしています。これは非常に真つ当なアプローチだと思います。言いたいのは、なぜ旧3階部分について、これと同じようにやってくれないのかということでありまして、さらに言えば、1・2階部分だってそういうアプローチをすべきです。いきなり運用目標がこうだと言うのではなくて、リスクを取らない運用をしたら、これぐらい足りなくなりますけれども、どうしますか、掛金を上げたほうがいいのか、運用でリスクを取りますかという話にしないとおかしいわけです。そういう意味でこのアプローチをもっといろいろなところでもやってほしいというのが、2点目です。

3点目は、基準金利をヘッジするというか、それとキャッシュバランスの年金の債務評価についてですが、基準金利が10年国債の利回りで決まっているとしたら、それを完全にヘッジするような運用がないわけではありません。今は発行されていないですが、昔は15年変動

利付債というのがありました。それで運用すれば、10年国債の金利が変動しても、それにスライドして、連動して利回りが稼げるという債券だったのです。

しかし、そこで問題があります。昔それが発行されていたときに、どのように発行価格が決まったかという、10年国債の利回りは変動しますけれども、クーポンはそのマイナス0.5%とか0.6%というぐあいに決まっていたのです。なぜ0.5%、0.6%マイナスになるかという、それはタームストラクチャーが大体右上がりになっているからです。

この意味するところは何かというと、拋出をまずして、それをそういう15年利付変動債みたいな運用をしてもお金が足りなくなること、実は拋出よりも債務は大きいということにほかなりません。今後10年間あるいは15年間付利をしていこうというとき、タームストラクチャーが右上がりになっているので支払がだんだん増えていく。ヘッジすれば、そのコストがかかりますよということです。そういう意味で、実を言うと、この新3階部分というのは、リスクなしで運用するというとき、理論的にはフォワードとかを売ったり買ったりしながらやればリスクなしにできますけれども、それをすれば、お金が少し足りなくなることです。キャッシュバランスだから、これでリスクなしで大体ちゃんと賄っていけるとするのは間違いであって、必ず足りなくなりますということです。ですから、その分だけリスクを取らないといけない。それは地方公共団体金融機構債にするのか、あるいは株でリスクを取るのかということですが、いずれにしても、加入者がどの程度までだったらリスクを取って、少し利回りを上げてくださいますかにかかっていると思います。でも、それを聞いたら、多分リスクは取りたくないという答えが返ってくると思います。ですから、そういう意味でこういうのを示していただいて、果たしてどれぐらいリスクを取ったら良いか、加入者に聞いてもそう簡単に答えは出ないかも分かりませんが、その辺りを勘案して運用の方針を決め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。

それについて大森部長からレスポンスがありますか。

○大森資金運用部長 ありがとうございます。

新3階も、単純なようで非常に難しい運用だと認識をしております。制度創設時の議論というのは十分に承知しておりませんので、必要であれば確認をさせていただきます、1点目のご指摘ですね。

それから、最後のご指摘の15年変動利付の論点も含めた諸々の部分につきましては、やはり加入者のご理解と納得がないと運用を決めがたいところもあるかなと思っておりますので、よ

く検討させていただきたいと考えております。ただ、これは我々地方公務員の共済だからということではあるのですけれども、地方公共団体金融機構債につきましては、基本的に国債と同等の信用力を持っている中で、若干のスプレッドが乗っているものだと考えておりまして、これまでも義務運用のスキームの中、数千億単位で引き受けてきた実績もございます。したがって、この機構債の部分については基本的に入れていく方向で考えておりますのと、そのほかの方策につきましては、よく検討が要るかなと考えております。

戻りまして、2点目のご指摘ですけれども、旧3階につきましては、積立金の額というところが固まってきましたら、その資産・負債というところを十分に吟味の上、検証の作業に努めたいと考えておりますので、よろしくお願いいたします。

以上です。

○若杉座長 ほかにいかがですか。川北委員、どうぞ。

○川北委員 今の浅野委員のご意見に関係しますけれども、別紙4の資料の2ページ目に、基準金利の決め方は、運用の状況、それから運用の見通しを勘案して決めるということになっています。基準金利を、このシミュレーションでは10年国債の現状というか足下の金利で決めているわけですが、何か矛盾が生じているのではないのかなという気がします。過去の運用の実績に準じているのであれば、過去の平均値でいいのではないかと。今の足下の10年金利の金利を付与する必要性というのは、受給者にとって虫のいい議論になっているのではないのかなという気がします。今後、これは制度の問題なので、どのように内部で議論されるのか、ここは分からないですけれども、そこが一つ感想ですね。

それと、シミュレーションされているように、金利が上がった過程において過去の低い金利の国債が実質的に損失を発生してしまう。機会損失だと思いますけれども、それが発生してくる。見かけ上、この意味での積立不足が生じるとすると、それを補うためには、浅野委員と結果は一緒だと思いますけれども、何らかのリスクを取らざるを得ない。ですから、そのときに3ページ目に書いていますように3つの方法があって、そのうち1番目の方法というのは、今説明がありましたように、無利息に近いとすると、これはこれで良いのかなと思います。ただ、量的にどの程度ここが確保できるのかというのが、少し疑問として残っているという点が1点。

それから、3つ目のリスク性資産の組み入れというのは、ここはなかなか合意を得るのは難しいだろうと思います。結局はデューレーションを多少長めにして埋めていく、この方法が一つ現実的にはあり得るのかなと思いますけれども、金利が上昇するプロセスにおいて10年以上の国債の金利がどの程度上昇していくのか、その検証が必要になってくるのかなと思います。

○若杉座長 ありがとうございます。

ほかにご意見はありますか。どうぞ、俊野委員。

○俊野委員 今、川北先生からも虫がいい制度というご指摘がありましたけれども、国債利回り分を付与することになりますので、金利が上がると付与率が上がっていくという意味では、それに追従するのは非常に難しいところですね。ですから、債券中心で運用すると、金利上昇時には時価が目減りが起こってくることは避けられません。また、リスク資産を入れると株価の下落とか為替リスクの問題が発生しますから、この付与率のルールに追従する運用は非常に難しいなというのがまず感想でございます。

私は、(2)の簿価評価の満期保有目的での債券で、20年債、30年債とか、10年国債利回りよりも高いものを満期保有で持って、時価評価しないということがもし可能であれば、一番無難なのではないかなという印象を持っております。それで多分10年国債よりも平均すると0.7%ぐらい直利が高い利回りが確保できると思いますので、付与率に負けないようにするのであれば、そういう方法はあり得ると思います。債券を満期保有するのであれば、金利が上昇しても、実損が発生するわけではありません。

以上です。

○若杉座長 ほかにいかがですか。はい、徳島委員、どうぞ。

○徳島委員 キャッシュバランプランについて、民間の企業年金の例を見ますと、付利率は大体直近の国債もしくは過去3年の平均とかで低いほうを使うといった決め方が一般的によく見られます。そういった意味では、今回のこの設定はやむを得ないのかなと思います。個人的には、民間の企業年金の場合には、最近TOPIX連動とか、ポートフォリオ連動とか、そういったキャッシュバランプランが認められておりますので、国債に拘らない余地もあるかとは思いますが、事務局からご指摘のあったとおり、基本的には事業主からの追加出資がないという前提の中では、リスクを抑えざるを得ない。そういった意味では、国債で運用せざるを得ないというのが一つの基本の考え方になると思っております。

今、俊野委員がご指摘になられたとおり、債券の時価評価で金利が上昇した場合に損失が発生するというのは、あくまでも実損ではありませんので、償却原価法を採用するといった形で時価評価を回避できるのかどうか。この新3階の枠組みで許されるものなのかどうかをご検討いただけたらと思います。実際の取組みとしては、デュレーションを長期化するところで、いきなり全部を20年ラダーにする必要は恐らくないと思っていまして、10年ラダーに加えて20年ラダーを少額つけ加えるとか、そういった方法ができないかと思います。ご指摘のとおり、

地方公共団体金融機構の発行する縁故債の義務的引受があるのは地共連だけなので、傘下の運用実施主体は義務的引受がありません。地方公共団体金融機構の公募債券をマーケットで買いますと、最近は一プラス4.5bpとか4bpぐらいで発行されていますので、縁故債と比べると、利回りは下回ります。したがって、デュレーションの長期化をメインに据えていただいて、それを可能にするように、時価評価の影響をなるべく抑える方法がないかをお考えいただくのが一番妥当かと思います。浅野委員が指摘されました変動利付国債ですか、今はマーケットがありません。しかし、例えばこれを、コンスタント・マチュリティ・スワップを受けるとか、そういう方法も理論的には可能だと思いますが、多分コストが大きくなってしまって、実質的には厳しいことになるだろうと思っています。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございます。

ほかにはいかがですか。村上委員、どうぞ。

○村上委員 先ほど浅野委員がおっしゃったように、私も3ページのこのアプローチの仕方には賛同しておりまして、このようなことで進めていけば良いと思います。

それで一つ、2ページの最後に書いてあります「安全性を最優先した運用」という言葉ですが、年金の運用では安全かつ効率的という言葉がしばしば出てきて、この安全というのが一体何なのかということがいつも議論になるところだと思います。基準金利を得るために最低限のリスクでやるというようにその安全という意味をとるのか、それとも元本の確保ということが安全なのか。そのところをどのような目標でやるかということを最初にはっきりさせることによって、とらなければならないアプローチというのは違ってくると思いますので、もう少し明確な表現をしたほうがよろしいように思います。

○若杉座長 ありがとうございます。

ほかにはいかがですか。川北委員、どうぞ。

○川北委員 1点だけ追加ですけれども、3ページの満期保有というか、簿価評価でやるという運用のときに、これは、例えば20年国債を買ったとして、今どのぐらいの利回りか、あまりはっきり分からないですけれども、そのときの10年国債が最終的に20年国債の利回りを上回っていると、そこで実損が発生してしまいます。もちろん20年間ちゃんと運用するというか、変な波風を立てなくて長期運用をするという方針のもとに簿価評価されるのであれば、それはそれで良いと思いますけれども、現実的に金利がどのように変動するのか、そこは慎重にシミュレーションされたほうが良いと思います。意見です。

○若杉座長 ありがとうございます。

浅野委員、どうぞ。

○浅野委員 先ほど安全というのは何かという問題提起がありましたが、キャッシュバランス運用で安全というのは、要するに基準金利をリスクなしで達成できるというのが安全の定義だと思います。そういう意味で、先ほどデュレーションの長いものを入れたら良いのではないかという意見もあるようですが、それは安全という観点からいったら全然だめです。というのは、例えば20年債で、今どれぐらいですか。1.5%ぐらいですか。

○徳島委員 1%ぐらいです。

○浅野委員 1%ぐらいですか。例えばいま、その1%で投資してしまったとしましょう。その後10年国債の利回りが2%になったとしたら、ずっと1%の逆ざやが続くわけで、それは損失の確定になってしまうという意味で、安全な運用とはほど遠いということになると思います。

でも、これは、厳密に言うと、例えば10年国債の利回りで付利して、それがずっと続くとすると、その将来の金利というのはある程度10年より長い債券のところに織り込まれているはずだからという意味では、その金利は意味があるわけで、それを確実に確保しておくとする、それを買って何かを売るというポジションを作れば、実はそれが可能になってきます。それがフォワードの意味ですけれども、先ほど徳島さんがおっしゃったようにスワップで組んでということでもできるのですが、実際にやるのは、マーケット規模だとか、いろいろなノウハウとか、そういうもののコストがかかってくるため、なかなか難しいと思います。そうすると、やはり10年ラダーをベースに考えるのが一番安全に近いところかなという感じはします。

この10年ラダーで運用していて、金利が変動はするけれども、トレンドがなければ、長い目で見れば帳消しになるわけですね。でも、トレンドがあると、例えば金利が上昇していくと、その過程ではずっとやられっぱなしになるということになります。これは、簿価評価か時価評価かとは関係なくて、実質的にそうなるということですので、あまり会計問題とは関わっていないと思います。

○若杉座長 金利が変動する以上、リスクは避けられないわけで、いかに対処していくかということしかありませんね、この問題について、いかがでしょうか。ご意見、ご質問等ございませんか。

それでは、議事の2は以上で終了しまして、次に、議事の3、その他に移ります。

これについても、事務局から説明をお願いいたします。

○津田企画管理課長 それでは、今後のスケジュールでございますけれども、資料5を見てい

ただきたいと思います。

今後のスケジュール案でございますが、第6回を本日举行させていただきました。第7回、次回でございますけれども、5月中旬を予定しております。1・2階及び旧3階の管理運用の方針につきまして、今回、項目をお見せしましたけれども、本文のたたき台をお示しできればと考えております。それから、新3階の基本ポートフォリオについて、何らかご提示し、ご議論いただければと考えております。6月に第8回を開催させていただき、1・2階及び旧3階の管理運用の方針、新3階の基本ポートフォリオにつきまして、できればご決定いただきたいと考えているところでございます。また、新3階の管理運用の方針につきまして、第8回、それから第9回でご議論、ご決定いただければと考えてはおりますけれども、若干流動的なところもございますので、また随時お示ししたいと考えております。

当面、月1回というタイトなスケジュールになり、恐縮でございますけれども、ご協力のほどよろしくお願い申し上げます。

私からは以上でございます。

○若杉座長 どうもありがとうございました。

本日予定しておりました議事がすべて終わりました。活発なご議論そして議事進行へのご協力、どうもありがとうございました。今後については、このスケジュールに従って、また皆さんにご都合を伺うことになると思います。よろしくお願いいたします。

どうも本日はありがとうございました。

午後3時55分 閉会