

第7回地方公務員共済組合資金運用検討委員会

平成27年5月20日（水）

地方公務員共済組合連合会

午後2時28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7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。

最初に、本日の配付資料の確認をさせていただきます。

資料は1から10まで、大部になってございますけれども、まず冒頭、次第、その次に座席表、それから資料1、管理運用の方針の項目でございます。資料1の後に別紙がございまして、これが前回お示ししておりました管理運用の方針の項目（案）でございます。おめくりいただきまして、資料2でございます。管理運用の方針とGPIFの中期計画との相違という表でございます。その次に1・2階の管理運用の方針（案）、資料3。その次に旧3階の管理運用の方針、資料4でございます。おめくりいただきまして、資料5、「ガバナンス改革について」。それから資料6、「運営審議会等及び有識者会議等の役割について」でございます。それから、資料7で、「機動的な運用について（案）」。おめくりいただきまして、資料8、リスク管理の論点整理でございます。その後に参考資料を3つ付けております。積立金基本指針が参考資料1でございます。それから、参考資料2、モデルポートフォリオでございます。それから、GPIFの中期計画、参考資料3でございます。その次に、資料9ということで、新3階の検討状況について。資料9には別紙が1から4までございまして、いずれもシナリオ別のポートフォリオになっております。最後に資料10といたしまして、スケジュール（案）となっておりますが、以上の資料1～10につきまして、不足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。以降の議事進行は、若杉座長にお願いしたいと思います。

では、座長、お願いいたします。

○若杉座長 改めて、こんにちは。お忙しい中、また暑い中をお越しいいただきまして、ありがとうございます。

今、資料の紹介がありましたように、内容が盛りだくさんですので、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、管理運用の方針について、次が退職等年金給付積立金（新3階）の基本ポートフォリオについて、及びその他の3つとなっております。

議事1、管理運用の方針についてですが、最初に、内容について事務局よりご説明をお願いいたします。大森部長、よろしく申し上げます。

○大森資金運用部長 かしこまりました。よろしく願いいたします。

それでは、管理運用の方針についてということで、次第に示しておりますとおり、資料が本体資料だけで8種類ございます。これを今から一括して、私を含め3名で順次説明の上、ご意見を賜りたいと思っております。よろしく願いいたします。

まず、資料1とその別紙をご覧ください。別紙が、前回第6回の本検討委員会においてお示ししました厚生年金、1・2階に関わります管理運用方針の項目(案)でございました。こちらはGPIFの第3期中期計画を踏まえて資料を作成しております。資料1をご覧ください。今回、この項目立てを若干変更させていただいております。Iで「管理積立金の管理及び運用の基本的な方針」というセンタリングした文字が上から3行目にあると思います。それから、下のほうに行きまして、IIとして、管理及び運用に関し遵守すべき事項。裏の2ページに行ってくださいまして、IIIとして、管理積立金、これは地共済全体の積立金のことですが、これに関しますポートフォリオに関する事項。それから、横に行ってIV、こちらは実施機関積立金、各組合等の積立金、これに関するポートフォリオの事項。最後にVとして、その他必要な事項という項目立てに変更させていただいております。これは、厚年法等でこの管理運用の方針の記載事項として列記されている順番に今回改めたということでございますけれども、GPIF等とも打ち合わせをさせていただく中で、やはり法律の順番に則ったほうがよかろうという考えに立ちましたことから、今回変更させていただいております。なお、第6回の資料との対応につきましては、この横長資料1の右側に参考として第6回資料2(別紙)の対応項目という形で整理をさせていただいておりますので、必要があればご参照いただければ幸いです。

そして、管理運用の方針(案)、本体資料が資料3と資料4です。資料3が厚生年金1・2階、資料4が経過的長期給付、いわゆる旧3階でございます。ただ、まず厚生年金、資料3の内容を説明させていただき、その一つ手前、資料2で、この地共済全体と、各組合等の積立金に関する事項、それからGPIFの第3期中期計画との対応といった形でまとめておりますので、こちらで説明させていただきたく存じます。

まず1ページから順次内容を説明させていただきます。今申し上げましたように、資料の一番左側が管理積立金、地共済全体の管理に関する考え方、左から2つ目が実施機関積立金、各組合におけます積立金の内容、3つ目がGPIFの対応部分、最後、一番右側に我々の管理運用方針案とGPIF第3期中期計画との違いについて、メモ風にまとめさせていただいております。以下、主にこの左側の内容について説明させていただきますので、よろしく願いいた

します。

それでは、I、管理積立金の管理及び運用の基本的な方針でございます。1の(1)、こちらは地共済全体の基本方針でございますけれども、これは上から5行目あたりにありますとおり、「長期的な観点から安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行う」ということで書いておりますのと、この管理運用は積立金基本指針、4省の告示に従って行う旨、それから1行空きまして、分散投資を基本とする点、さらに下4行ほどでございますが、モデルポートフォリオを4管理運用主体が共同して定めるということと、それを参酌して地共済の基本ポートフォリオを策定するという点について記述しております。

右側の実施機関積立金の基本方針も、同じような趣旨で書いておりますけれども、ちょうど真ん中あたりの「実施機関は」というところの段落でございますが、実施機関積立金に関しましては、積立金基本指針、それからこの管理運用の方針に適合するように、各組合等における基本方針を定めていただくということについて記述しております。

さらにその次の②と書いております段落ですが、各実施機関におきましては、毎年度の資金運用の具体的な計画を作成し、これに基づいた運用を行っていただくということ。それから、③ですけれども、私ども連合会は、他の実施機関から運用報告書の提出をいただくとともに、そのほか管理運用状況について報告を求めることができる旨、また、連合会は、この管理運用方針等に実施機関積立金の管理運用状況が適合しないと認めるときは、必要な措置を求めることができるという旨、法律等に則って記載させていただいております。

次、2ページをご覧ください。(2)といたしまして、運用の目標、リスク管理、運用手法等の項目に移らせていただきます。①の運用の目標でございますけれども、こちらは下線部分でございますが、「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よう、基本ポートフォリオを定め、これを適切に管理する」ということで、この5カ年につきましては、右側のGPIFの中期計画にありますとおり、名目賃金上昇率プラス1.7%というのが目標運用利回りになってまいります。私どもの管理運用の方針はこの5カ年計画ということではありませんので、汎用的な表現を採用させていただいております。そのほか、マーケットをゆがめない、あるいはベンチマーク収益率の確保といった点について記載させていただいております。

その次の②に移らせていただきます。地共連におきましては、現在、本委員会でご検討いただいておりますけれども、一元化以降は名称を改めまして「資金運用委員会」といった形で設

置させていただき、管理運用の方針、本方針の策定・変更あるいはそのほか専門的事項を検討する場合には、この委員会の専門的知見を活用させていただき旨記述しております。また、実施機関におきましても、有識者会議を設置していただき、同様の活用をし、検討するという旨を記載させていただいております。これ以降、そういった個別の項目の記載の中で、それぞれの委員会あるいは会議の活用、その審議をいただく、あるいは報告をさせていただくということが随所に出てまいります。

続きまして、③、管理運用におけるリスク管理でございます。まず、地共済全体に、左側から申し上げますと、連合会は、そのほかの実施機関からいただいた報告に基づき、資産全体、それから実施機関、また各資産の運用状況のリスク管理を行うということを書いております。これらのリスク管理については、実施方針について資金運用委員会の審議を経て運営審議会に報告するとともに、リスク管理の状況については、適時に両会議体に報告を行うということで記載させていただいております。

右側の実施機関積立金につきましても、同様の構図となっておりますけれども、こちらにおきましては、個別具体の資産の運用を行っていただく主体でございますので、委託運用ないし自家運用について、それぞれのリスク管理についてもあわせて記載するという構造になってございます。

個別のリスク管理のやり方につきましては、おめくりいただいて3ページでございます。ア、資産全体といたしまして、左側、連合会は、基本ポートを適切に管理するため、管理積立金の資産構成割合——持っているものと基本ポートフォリオとの乖離状況を少なくとも毎月1回把握するというところでございます。それから、市場動向の把握・分析等必要な機能の強化や、資産全体のリスクの確認、また分析・評価、乖離要因の分析等を行うという旨を記載しております。

右側の実施機関におきまして、ここで1点だけ修正させていただきますのは上から3行目ですけれども、「基本ポートフォリオ」以下「及び管理積立金の基本ポートフォリオ」、繰り返しますと、「及び管理積立金の基本ポートフォリオ」という部分は削除をお願いいたします。資料3はこの部分はないのですが、資料2で余計な文言が入っておりますので、今申し上げた部分の削除をお願いいたします。

それで、実際の資産構成割合と基本ポートフォリオとの乖離状況を毎月1回把握するとともに、必要な措置を講じるということで、リバランス等の措置を講じていただくということについて記述しております。そのほかについては、基本的に左側の部分と同様でございます。

左に戻りまして、イの実施機関でございますが、連合会は束ねる立場といたしまして、他の実施機関の乖離状況を把握するという、また乖離要因の分析等を行うという旨を記載しております。

次に、ここは共通事項ですが、各資産ということで、各資産に係ります市場リスク、以下こういったことについて管理・注視するというを記述しております。

それから右側に行きまして、実施機関でウからオ、各運用受託機関、各資産管理機関、各生命保険会社それぞれのリスクを適切に管理するという、それからカの自家運用といたしましては、ガイドラインを定めて、適切に管理するという旨記載させていただいております。

4ページをお願いいたします。実施機関に係ります④の運用手法についてでございます。こちらでは2行目ですが、原則としてパッシブ運用とアクティブ運用を併用するという、そして超過収益の獲得を目指すという旨を記載しております。ただ、このアクティブ運用につきましては、過去の運用実績も勘案し、超過収益が獲得できるとの期待を裏づける十分な根拠のもと、合理的なリスク選択を行うという前提条件を書いておりますのと、その選定基準等について、有識者会議の審議を経た上で実施させていただいております。また、有識者会議には適切なモニタリングをお願いするというのも書いております。次の段落ですが、ベンチマークにつきましては、時価総額型でない新たなベンチマークの採用についても検討するというのを書いております。また、その次の段落は、受託機関等の選定・管理、評価・見直しといったことを書いておりますのと、最終段落は、コストの低減あるいは法令で認められる範囲での自家運用の活用を検討といったことについて記述しております。

次に、下半分ですけれども、運用対象の多様化でございます。オルタナティブ投資等、その多様化を図ることを検討するとしております。①ですけれども、この新たな運用対象については、超過収益が獲得できるとの期待を裏づける十分な根拠を得ること、これに加えまして、その運用を行うのに必要な運用・リスク管理体制が整備されているという前提条件を付しております。アクティブ運用と同じように、運用方針についてはそれぞれ会議体の審議を経ること、それから適切なモニタリングをいただくということを書いております。それから、非伝統的資産の特性に応じた検討とか評価等について以下で記述しております。

5ページをお願いいたします。⑥といたしまして、実施機関ですけれども、機動的な運用でございます。経済環境や市場環境の変化を踏まえ、基本ポートフォリオの資産構成割合に資産構成比を近づけるのではなく、許容乖離幅の中で機動的に資産構成比を決定する運用を行うことができるということで、この機動的な運用はどのようなものかということをも明らかにした上で、

前提条件と、それから有識者会議の審議を経るということを記載しております。この機動的運用につきましては、改めて資料を用意しておりますので、そちらで説明いたします。

続きまして、株式運用における考慮事項ということで、これは実施機関からまずご覧いただきますと、ESGを含めた非財務的要素を考慮することについて、「検討結果を踏まえた取組を実施するよう努める」ということで、その右にGPIFは「検討する」とだけ記載しておりますけれども、地共済の各組合等においては、既に実施している組合等も幾つかございますことから、ここは一つ、実施という部分についても記載しておりますのと、全体を束ねます地共連という立場でも、情報収集あるいは情報提供という形での参画もするという旨を明記させていただいております。

それから、⑧、合同運用でございますけれども、実施機関から地共連に預託して運用することができるということで、こちらは、具体的手続につきまして、その出し入れの手続き等々について詳細な詰めを行っておりますけれども、合同運用を一部実施するという旨を記載しております。

以上、長くなりましたけれども、大きな第I章でございました。この5ページの下からが第II章ということで、遵守すべき事項でございます。ここは共通部分も多くございますので、左右まとめて記載しております。1といたしまして、受託者責任の徹底、注意義務及び忠実義務の遵守を徹底するということ。それから2つ目といたしまして、市場及び民間の活動への影響に対する配慮ということで、「マーケット・インパクトを被ることがないよう努める」等々の記載をさせていただいております。

それから、6ページに移っていただきまして、こちらはスチュワードシップ責任を果たすための対応でございます。具体の株式を保有するのは実施機関ということで、右側だけの記載ではございますけれども、こちらはGPIFとはかなり記述を異なるものにいたしております。まず、「株主議決権は、企業が長期的に株主の利益を最大にするような企業経営を行うよう、行使する」という基本理念を記載した上、個別に行使の指図を行う場合、また行わない場合、それぞれの場合において記載しております。指図をしない場合においても、コーポレートガバナンスあるいは議決権行使ガイドラインに則って行使していただくということ、また報告を求めるということを書いております。

下半分は、スチュワードシップ・コードに関する記載でありますけれども、GPIFに加えて、コーポレートガバナンス・コード原案が去る3月に出しておりますので、これに関する記述も加えたような形にさせていただいております。

下に移りまして、4、年金給付のための流動性の確保ということで、現金の確保、また管理等について記載しております。

その下、5は連合会と他の管理運用主体、GPIF、KKR、私学との連携、6につきましては地共済グループ内の連携についてそれぞれ記述しております。

それから、7ページをお願いいたします。ここから第三章、第四章に移ってまいります。こちらは、左のⅢは、管理積立金、地共済全体のポートフォリオに関する事項でございます。まず1と2はモデルポートフォリオの設定、それから見直しということでございまして、こちらはGPIFの中期計画に沿った記述とさせていただきます。

縦に目を移していただきまして、3、基本ポートフォリオの基本的考え方でございます。ここでは、①で下線を付しておりますけれども、モデルポートフォリオに即してではありませんけれども、一体性を確保しつつ、地共済グループといたしましては、自主性・創意工夫を發揮という部分についても、この管理運用の方針の中で明記させていただいたところでございます。それから、下2行ですけれども、②の部分ですが、この基本ポートフォリオの設定につきまして、資金運用委員会の審議を経て運営審議会に報告するということが記載しております。その横の実施機関の基本ポートフォリオにつきましても、同じように、有識者会議の審議を経て運営審議会等に報告するということがさせていただきます。

8ページをお願いいたします。こちらは左側の4の基本ポートフォリオのところですが、年度内まででご議論いただきました基本ポートフォリオの4資産の構成割合、許容乖離幅について記載させていただきます。この構成割合の表の上のところ、「なお」の段落ですが、移行期においてこの許容乖離幅を超過することについて許容する旨を書いております。下の注のほうでは、短期資産を含むということを念押ししておりますのと、オルタナティブ資産については、その特性に応じて区分することと、GPIFに倣いまして、資産全体の5%を上限とするという上限規定を設定いたしております。

その下、ベンチマークといたしまして、地共済全体のポートフォリオにおける各資産のベンチマーク、以下のとおり、4項目、各資産記載のとおり設定したという旨を書いておりますのと、6、基本ポートフォリオの見直しといたしまして、1～2行目、定期的に基本ポートフォリオの検証を行うということ、その下ですけれども、必要に応じて検討、見直しを行うということを書いております。

それから、右側の実施機関、一番上の②ですけれども、実施機関の基本ポートフォリオにつきましては、この「Ⅲの4で規定する」というのは、地共済全体の基本ポートフォリオの資産

構成割合と許容乖離幅の範囲内でそれぞれの基本ポートフォリオの資産構成割合と許容乖離幅を設定していただくということを記載しております。

それから、オルタナの保有制限、また移行期の許容ということと、機動的な運用の旨ということをそれぞれ記しております。

一番下の⑥につきましては、これは地共済全体と同様ですけれども、検証・見直し等の規定を置かせていただいております。

それから、9ページをお願いいたします。9ページの一番上、⑦ですけれども、こちらはキャッシュアウトが規模に比して多いということで、地共済全体の基本ポートフォリオに沿ったような形でのポートフォリオ構築あるいは運用が難しいというところについては、個別の扱いができる旨、ただ、その場合についてはそれぞれの基本方針において理由を明らかにしていただくということについて記載しております。

最後、第V章でございますけれども、その他必要な事項といたしまして、透明性の向上です。左側、管理運用主体のところでは、上のほうから、これは「運用収益やリスクなど管理及び運用実績の状況」ということで、括弧で幾つか詳細に記載しておりますけれども、年1回の実績等の報告、それから7～8行目以下ですけれども、四半期報告について公表するという旨、またその資料を分かりやすいように工夫するということと、運用の多様化等に対応した充実を図るということを書いております。

また、②の下線部分ですけれども、「これらの公表については、適時に運営審議会及び資金運用委員会に報告を行う」という旨を記載させていただいております。

それから、右側の実施機関におきましては、こちらでも毎年1回の公表という部分と四半期の公表、それから適時に報告することなどについて記載させていただいております。

下に行きまして、2では高度専門人材の確保、それから活用ということで、必要とする部分について人材の確保に努める、またこの活用により能力の向上を目指すといったことなどを記載しております。

最後に10ページでございます。リスク管理の強化ということで、ポートフォリオ全体のリスク管理システムを整備するという旨、また最後に4として、調査研究業務の充実ということで、委託研究、また自らの研究を行うということ、またノウハウを蓄積するということが、運用のレベルアップを図るような旨を記載しておりますのと、情報漏えい対策を徹底するという旨について書いております。

以上がこの資料の説明でございますけれども、事前にこの資料について各委員の先生方に説

明させていただいた中でご指摘いただいたもののうち、反映していない部分について補足させていただきます。

4 ページ目の運用対象の多様化ということで、オルタナティブ投資の部分でございます。

「超過収益が獲得できるとの期待」といったことで書いておりますけれども、何に対する超過収益かというところが不明確ではないかというご指摘などをいただいております。私どもといたしましては、これは一つには、その伝統的資産のベンチマーク収益率に対する超過収益、あるいはポートフォリオ全体、先ほどの基本ポート、これでその各資産を組み合わせたときのベンチマーク収益率、これを超過する収益が確保できるということの期待を裏づける云々といったことで理解するべきではないかと考えているところでございます。

それから、次の5 ページの上から2つ目の項目、E S G投資のところ、こちらについても実施機関のほうの下から3行目ですが、「超過収益が獲得できる」といった記載にさせていただいております。E S G投資につきましては、その収益を得るということの目的以外の部分を重視して、この超過収益という部分を必ずしも重視しなくてもいいのではないかとといったご指摘もいただいたところではございますが、私どもといたしましては、このE S G投資につきましても、やはりアクティブ投資ということで、これは超過収益も合わせて獲得することを目指すべきではないかということで、ここでは「超過収益が獲得できるとの期待」といった記載は維持させていただいております。

それから、もう1点でございます。次の6 ページでございますけれども、スチュワードシップ責任を果たすというところで、この議決権行使等について、他の管理運用主体、また地共済グループとして、連携、力を合わせて取り組むといったことを記述すべきではないかというご指摘もいただいております。こちらにつきましては、他の管理運用主体等との協議が必要ということで、協議を始めているところではございますが、この記述については直ちに置けないものですから、次回の宿題とさせていただきたいと思っております。

以上、資料2及び3、1・2階の方針の説明でございました。

それから、駆け足で恐縮ですが、資料4をお願いいたします。旧3階、経過的長期給付積立金に係ります管理運用の方針案でございます。こちらにつきましては、1・2階と共通部分も多くございますことから、先ほどの1・2階との違いの部分につきまして網かけで表現しておりますので、その部分についてご説明させていただきます。

まず、1 ページ、Iの1の(1)の部分でございます。なお、ここで文言ですけれども、このタイトルにあります「経過的長期給付積立金」というのが地共済全体の積立金のことでござ

います。文書の冒頭の「連合会」、これは地共連のことです。内容ですけれども、旧3階、3月までのご審議の中で多数ご指摘をいただいたところでもありますけれども、この旧3階は新規の掛金収入が発生しない閉鎖型年金であるということで、その特性を踏まえ、下振れリスクに特に留意しつつ、将来にわたる負債と積立金との関係を常に意識しながら云々といったことで、この特性について明記させていただいたところでもあります。

その下、(2)の①でもございますけれども、ここにおいても、閉鎖型年金という特性ということ、それから「将来にわたる負債と積立金の関係に十分留意しつつ」ということで、その部分を重ねて記載させていただいております。

おめくりいただいて、3ページでございます。上の四角囲みの部分ですけれども、「運用対象の多様化」という部分を削除と、この趣旨は、1・2階のほうではオルタナティブ投資等の記述があったわけですが、旧3階閉鎖型ということでありまして、その下振れリスクに留意するという観点からいたしますと、まだ地共済グループとして取り組んでおりません非伝統資産に対する投資というものはまず1・2階で始めて、その実績等を踏まえて、もし可能であれば、この管理運用の方針を改正の上、旧3階について取り組むべきではないかと考えまして、旧3階では当初段階ではオルタナには取り組まないという考え方をここで表したということもございます。

その下、2でもございますけれども、この2のタイトル、「経過的長期給付組合積立金等」という、表現として分かりにくいのですけれども、文章の1行目、この「経過的長期給付組合積立金」というのが、地共連を除きます各組合等における積立金、それから「又は」の後、「経過的長期給付調整積立金」とありますのが、私ども地共連で管理運営をいたします積立金のことです。これを束ねましてタイトルの「積立金等」という定義を置いております。

それから、この文章の冒頭の「管理運用機関」というのが1・2階におけます実施機関のことです。実際に積立金を持って管理運用する各組合等の意味です。そういうことで、用語が違うということと、先ほどの1の(1)と同じ趣旨とご理解いただければと思います。

それから、このページの下でもございますけれども、(2)の①のところにおいても1行目、「閉鎖型年金の特性を踏まえつつ」といった記載を挟ませていただいております。

若干飛びまして、8ページでございます。基本ポートフォリオの章ですけれども、こちらは厚生年金とは異なりまして、モデルポートフォリオがありませんので、その記述が要らないということと、下の資産構成割合の表の下ですが、オルタナに関する5%制限という規定が不要

ですので削除しております。共済独自資産であります不動産、貸付金については旧3階で集約してここで持っておりますので、資産の特性を鑑みまして国内債券に区分するというを言っております。

9ページにおきましては、これもオルタナに関する記述を削除しているということでございます。

以上が旧3階の管理運用の方針でございました。

それから、次の資料5といたしまして、「ガバナンス改革について(案)」ということでございます。このガバナンス改革に関しましては、第2回と第3回の本検討委員会でご審議をいただいたところでございますけれども、その際の5項目に沿った形で、今回の管理運用の方針の記載に照らして、項目の整理を図ったものでございます。

まず、1、資金拠出者の適切な関与ということで、①は、法律・定款事項の定款変更や予算・事業計画、決算ということの審議をいただいておりますのと、今回の管理運用の方針では、報告事項といたしまして、モデルポートフォリオ、また管理運用の方針ないしは基本方針、それからリスク管理の実施方針、また運用実績、リスク管理状況について報告するというので、この運用のルールないしは結果についてお知らせをするというスキームを設けております。

それから、2の法人業務の性格に応じたガバナンス向上策ということで、上の運営審議会等も含まれますけれども、「現行の執行体制に加え、以下の体制を構築」ということで、外部有識者からなる委員会・会議をそれぞれ設置して、その専門的知見を活用するという点、これはこの下で個別については整理しております。

それから、内部の会議体といたしまして、リスク管理委員会を置いてはどうかといったことを地共連としては検討させていただいているという旨を書いております。詳細については、また次回以降でご報告させていただこうと思います。

それから、3の外部運用委員会というところでございますけれども、これは資金運用委員会ないし有識者会議を置いて、審議事項といたしましては、モデルポート、管理運用の方針とリスク管理の実施方針、またオルタナ等、新たな運用対象の実施方針。それから報告事項といたしましては、運用実績、リスク管理状況、また新たな運用とか、専門人材の強化・育成の状況について報告をさせていただくという規定を置いております。

それから、内部の専門的人材の確保といたしましては、その業務を精査し、人材確保に努めるということと、それぞれの組合等におけます業務遂行能力の向上ということを規定しております。

最後に、執行への監視機能と資金拠出者への説明責任ということで、運用実績等の報告、それから、繰り返しになりますが、リスク管理委員会、情報公開の充実といったことを整理させていただいたところでございます。

それから、私からは最後ですが、資料6といたしまして、これは参考でございますが、先ほどの管理運用の方針に規定いたします運営審議会及び有識者会議等の役割ということで、該当項目を列挙して整理したものでございますので、ご参照いただければと思います。

資料7・8につきましては、それぞれ担当の総括投資専門員から説明をいたします。

○寺岡総括投資専門員 それでは、寺岡でございます。資料7をご覧ください。機動的な運用につきましてご説明いたします。

最初に「機動的な運用」の定義でございますが、平成26年3月12日の社会保障審議会（年金部会）での「年金財政における経済前提と積立金運用のあり方について」において、以下の括弧の中に記載されているとお示されてございます。括弧の中につきましては省略いたしますが、こちらの内容を受けまして、「機動的な運用」についての私どもの考えといたしましては、基本ポートフォリオの中心線に向けまして、これまでのようなリバランスを行うものではなくて、確度の高い経済見通しに基づきまして、基本ポートフォリオの許容乖離幅の中で資産構成比を決定するものと考えております。

2番でございますが、その具体的な運営のイメージということで、こういった許容乖離幅の中で運用するというところでございますので、運用方法につきましては、さまざまな方法があるかと思いますが、大まかなイメージについて以下に3点まとめてございます。

①でございますが、投資計画の策定でございます。基本ポートフォリオにつきましては、投資期間が25年程度という極めて長い期間の想定になってございますが、具体的な運用につきましては、それより短い期間、例えば1年～3年程度を想定しまして、フォワードルッキングな視点で投資計画を策定いたします。計画されましたポートフォリオにつきましては、基本ポートフォリオの各資産における許容乖離幅のレンジの中でターゲットを決めていくことになるかと考えております。

②でございますが、投資行動の実施でございます。当然ながら、投資計画を立てましたときの市場見通し、経済環境と実際の市場の関係はどうなっているかという推移を注視しながらですから、投資計画に基づいた投資行動を実施いたします。当然、市場環境が当初の計画と違う場合につきましては、投資計画そのものの変更も検討することになると考えてございます。

③でございますが、計画ポートフォリオの評価でございます。年度ごとになると思いますが、

計画ポートフォリオの評価を実施するというところでございます。評価の方法といたしましては、基本ポートフォリオとのパフォーマンス比較に加えまして、計画策定時の市場見通しと実際のマーケット、市場動向の推移等について比較することを実施したいと考えてございます。

機動的な運用につきましては以上でございます。

○藤原総括投資専門員 リスク管理担当の藤原でございます。よろしくお願いいたします。

それでは、お手元の資料8に沿いまして、管理運用の方針を踏まえてリスク管理としてどのように取り組んでまいるか、こちらをご説明いたします。資料8の構成でございますが、最初に項番1として、基本的な考え方をお示ししております。さらに、項番2のところ、厚生年金事業、いわゆる1・2階部分についてのリスク管理、4ページ以降になりますけれども、経過的長期給付積立金、旧3階に関わるリスク管理につきまして、誰が何をどのようにリスク管理するか、これをまとめてございます。

それでは、まず1ページにお戻りいただきまして、項番1のところ、基本的考え方についてご説明させていただきます。こちらに記載いたしましたとおり、管理運用の方針は地共済全体の各積立金ポートフォリオが対象でございます。かつその地共済全体のポートフォリオ、こちらは地共連及び各組合等が管理運用する複数のポートフォリオで構成される、いわば集合体となっております。これがこのリスク管理の対象としての体制面の特徴と捉えております。また、運用面の特徴としましては、先ほどご説明がありましたとおり、分散投資を基本とし、基本ポートフォリオをそれぞれ策定して運用するというところで、この両面を踏まえましてリスク管理には取り組んでまいります。

次に、項番2のところ、厚生年金事業の管理積立金管理にて積立金に関わるリスク管理をどのように行うかをご説明いたします。(1)、(2)にございますとおり、リスク管理の実施単位と実施主体並びにリスク管理対象ポートフォリオにつきましては、記載のとおりでございます。

その下のところ、リスク管理内容とありますけれども、ページをお進みいただきまして2ページの上段、「管理積立金／地共連に関わる主な実施事項」をご覧くださいたく存じます。先ほどの管理運用の方針のところでも説明がありましたとおり、地共済全体を束ねる観点からは、地共済全体ポートフォリオの資産全体、それから各実施機関の状況、さらには地共済全体のポートフォリオにおける各資産のリスクの状況を把握してまいります。具体的な実施事項は、それぞれ記載がございますけれども、基本的には、基本ポートフォリオとの対比をしたリスク状況、こちらを把握する一般的な指標を縷々書いてございまして、こちらを把握、モニタリン

グしてまいるという内容でございます。また、地共済全体を束ねる立場といたしまして、各組合等からリスク状況のご報告をいただき、それに基づいた対応も行ってまいります。

さらに、各資産に係る実施事項につきましては、この③のところに記載いたしているとおりでございます。

次に、2ページの下段のところに「実施機関に関わる主な実施事項」を記載しておりますが、ここの①のところににつきましては、地共済全体、今申し上げたところと同様の内容でございますので、割愛させていただきます。

さらに次のページにお進みいただきまして、②～⑤の部分につきましては、管理運用の方針に記載されたものでございます。

(4)のその他のところの①に目を移していただきまして、伝統的資産以外の資産への投資、こちらはオルタナティブ投資を想定したものでございます。オルタナティブ投資につきましては、昨年度来いろいろな調査・研究等々を進めて資産特性の把握に努めてきており、体制をこれから整えてまいりたいと考えているところでございます。

最後に②のところ、運営審議会等並びにこちらの委員会等へのご報告につきましては、ガバナンスの観点という意味でもリスク状況の適時のご報告は重要なポイントと認識いたしております。

なお、4ページ以降につきまして、旧3階部分の記載がございますけれども、こちらは基本的には1・2階部分と同様の内容でございますので、この場でのご説明は割愛させていただきます。

簡単ではございますが、管理運用の方針を踏まえたリスク管理面での取り組みにつきましてのご説明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。

それでは、最初の議事ですが、管理運用の方針について、最初に大森部長からご説明いただき、それに関連して運営審議会等あるいは有識者会議等の役割についての説明、それから「機動的な運用」という言葉が出てくるわけですが、それについての説明、そしてリスク管理での取り組みについてということで説明をいただきました。ご質問あるいはご意見がありましたら、お出してください。浅野委員どうぞ。

○浅野委員 資金運用委員会、あるいは有識者会議というのですか、この役割と位置づけについて確認させていただきたいと思います。

現状、GPIFを初めとして、みんな運用委員会というものを持っているわけですが、その

位置づけというのはかなり違うように思います。例えばGPIFだと、議事要旨を見ると、意見が割れた場合には、表決を取って、決定しているようです。そういう意味では、決定機関に近いという感じがいたします。それに対して、私が関わっております全国市町村職員共済組合連合会の場合だと、理事長からの諮問という形になっていて、それを運用委員会では審議して、答申という形で意見を集約するという形をとっています。それに対して、当連合会の運営委員会に相当するものは、基本問題研究会という名前がついていて、意見を聞くという程度の位置づけのような印象を受けます。その委員会においても、この検討会においても、基本ポートフォリオとかを議論したときに、一つの意見に集約するとか議決をとるとかということはずらずに、その意見を参考にして事務局のほうでこうしますという具合に決められたような印象を持っております。

そういうことを念頭に置いて、改めて本日の基本方針の文言などを読むと、2ページで、「実施機関の有識者会議の活用」という形で出ておりまして、「専門的な知見を活用し、検討する」となっています。ところが、その後のほうを見ると、幾つかのところ、例えば5ページの機動的な運用のところでは「有識者会議の審議を経る」、それから7ページの基本ポートフォリオの設定に関するところでもやはり「有識者会議の審議を経る」といった文言が入っています。審議を経るということだと、やはりその意見を一つに集約して決定するという意味合いを含んでいるのではないかと思います。意見が割れた場合にどうするか、両論併記でやるのか、あるいは議決をとるのか、そういった審議ということになると重い決定に関与してくるよように思います。ところが、実際のそのガバナンスの構造を見ると、このほかに運営審議会というのがあるようです。それとの関係はどうなるのか。あるいは、GPIFなどだと、法律上は理事長一人が決定権限を持っているようになっていると思いますが、そのあたり、どういう関係になっているのかということをもっと明確にしていきたいと思います。

それともう一つ、これはここの資料外の問題かとは思いますが、最終的には当連合会等に関わるところだと、総務省の認可というものが最後に必要になるわけですね。今回の基本ポートフォリオの作成に関しても、ここでの議論とは別に、政府からのご意向が強かったというようなことを聞いております。そうなってくると、運用委員会あるいは審議会と、役所との関係はどうなるのか、そのあたりももう少し明確にしておいていただきたいと思います。

○若杉座長 連合会の問題と実施機関の問題があると思うのですが、その辺のことも区別しながら、説明していただけますか。

○大森資金運用部長 まずご指摘の1点目ですけれども、GPIFの運用委員会というのは、

これは法律に規定がございまして、大臣が任命をされて、委員の方々は非常勤の公務員扱いということになっているかと思えます。この法律の中で、業務方法書ですが、中期計画等々について、運用委員会での審議を経ることが条件にはなっておりますけれども、決定権者は理事長ということでございます。この「議を経る」ということではございますが、その決定に拘束されるということは、法律上は少なくとも明記されていないということかと思っております。

私ども共済グループの場合は、地共連でいいますと、運営審議会が法律及び定款に位置付けられておりまして、これが組織としての一つの機関ということではございます。資料の中でもありましたけれども、予算とか計画、それから決算あるいは定款というものについて、法文上は同様に議を経るということになっており、決定権者は理事長ということになってございます。

一方で、この有識者会議ないしはここでいうところの資金運用委員会というのは、法令上の機関ではございませんので、それぞれの要綱等で設置していただく会議体であろうと考えております。GPIFの運用委員会は、専門家の集団でありますので、専門的知見がある方の集合体でありますけれども、私どもの運営審議会というのは、ステークホルダーの会議でございますので、必ずしも専門的な知見を有しているとは言えない部分があります。この専門的知見を補うという観点で有識者会議を設置し、その審議を経るということをもってこの専門性を補完するというところで、今回この管理運用の方針では規定させていただいているところでございます。

その運営方法あるいはその審議のあり方につきましては、それぞれの組合等の設置要綱等で定めていただくのが適切かと思っております。市町村連合会あるいは各共済組合、また私どもの地共連というところで、現段階におきましてもそれぞれ運営の仕方は異なるようでございますので、ここでの管理運用の方針で規定すべきこととしては、専門的事項については審議を経るということについては統一的に置かせていただきまして、その具体的な運営の仕方につきましてはそれぞれの組合等でご判断をいただくべき事柄かなと考えてございます。

それから、後段の監督官庁との関係でございますが、総務省におきましては、地共済法、それから今後は厚生年金保険法の一部制度を所管するという立場でございますが、こちらにつきましても、金融論とか運用とか、そういった分野の専門的知見を必ずしも有しているわけではないかと思っております。したがって、具体的な管理運用の方針や予算等におきましては、専門的な知見や実務を踏まえて各組合等で定めた上で、制度的な観点との整合性等を総務省で審査をされる際にご判断されるものと考えております。したがって、一定程度、そういった観点から、監督官庁からのチェックが入るということで、専門的知見、有識者会議のご意見

を踏まえて我々で案を作ったからといって、必ずしも通るわけではなく、監督をするという立場からのチェックは、全体が法律に基づいてやっている実務でございますので、そういった余地は残るものだと考えております。

○若杉座長 浅野委員、よろしいですか。

では、村上委員、どうぞ。

○村上委員 3点ほどございまして、1点目は、先ほど浅野先生がおっしゃったことと関連するのですが、私は去年の4月まではGPIFの委員をやっていて、委員会の位置づけの認識としては、確かにそれまでは議決をとったことはなかったと記憶しています。そして、去年、委員が入れ替わってから後の議事要旨などを追いかけて見ていくと、大幅に基本ポートフォリオを変えるという議論の中で委員会の意向を示すために議決をとった、確かそんなことになっていたのではないかと思います。それで、位置づけについては、先ほど大森部長がご説明されたとおりだと思いますが、GPIFはガバナンスに関しても、例の有識者会議等を受けて、運用委員会の位置づけなどをどうしていくかについて、2つの案を軸として検討していく途上にあるのだと思います。ですから、委員会の位置づけや、理事長の権限なども変わるかもしれないというようなところに差しかかっているのではないかと思います。そのように認識したときに、今後どのように考えるかということを検討しておく必要が、またどこかの機会が出てくるのではないかと思います。

というのは、一元化された公的年金ということで、根っこはもう一つになってしまうという中でなぜ管理方法が違うのか、基本ポートフォリオもほぼ同じという中でなぜ管理方法が違うのかというのは、国民の関心も集まる場所ではないかと思います。そこで、そのような観点からすると、管理方法のメリット・デメリットを整理した上で、なぜこのような方法を選択しているかということの説明できる必要があるのではないかと思います。1点目が、以上のような意見です。

2点目は、かなり具体的なところで、資料2の4ページの運用手法についてですが、私が読み落としているかもしれませんが、GPIFの中期計画では、例えば最初の行に、「初めて取り組む手法やその運用方針については事前に運用委員会の審議を経る」という文言がありますが、こちらの地共済のほうにはファンドの選択などについては書かれていると思うのですが、このような「初めて取り組む手法やその運用方針」のようなことは記述がないようです。このあたりはどこかに含まれていると考えられるのかどうかということところです。

それから3点目は、資料7でございます。この「機動的な運用について」という資料を見て

いきますと、一つだけ違和感がありますのが1の項目の2つ目の「・」のところで、「機動的な運用とは」というところに続く2行目に「確度の高い経済見通しに基づき」という表現があります。ほかのところが「市場環境」とか「市場見通し」という言葉を使っているのに、ここだけ「経済見通し」というのになっていますが、資産運用において経済見通しと市場見通しというのは似て非なる部分があるのではないかと思います。例えばバリュエーションとか需給とか、そういった要素は経済見通しとは少し違う部分がありますので、このところは統一性を持たせたほうが良いのではないかと思います。

以上です。

○大森資金運用部長 それでは、1点目と2点目について、私からお答えを申し上げます。

まず、GPIFの改革につきましては、先生のご指摘のとおりでして、私どもも、1月までの状況というのはこの検討委員会でもご報告をしつつ、それに基づいた検討状況をお知らせしたところでございますけれども、そちらが今止まっているような状況かと思っております。こちらにつきましては、また今後の推移を見定めて、必要なことがあれば対応させていただきたいと思っておりますけれども、今回この段階で整理をいたしましたのは、そちらが進んでいないということでありまして、一元化あるいは今後のレベルアップに向けて必要なことはどういうことかという部分について整理をさせていただいたものでございます。今後のGPIF側の進捗あるいは情勢等の変化、そういうものを踏まえまして、必要であれば、その段階で検討を加えていきたいと考えております。

それから、資料2の(4)の新たな手法については、確かに形式的にはGPIFと記述していないところではございますけれども、新たな運用を行うということであれば、アクティブ運用の実施基準、方針というところも変わってくるということなどなど、そのほかの記述で対応できるのではないかと考えたところでございます。改めてご指摘を踏まえまして、必要かどうか検討をしまして、必要であれば加えるように検討をしてみたいと考えております。

3点目につきましては、寺岡専門員からご説明いたします。

○寺岡総括投資専門員 ご指摘のとおりでございまして、本文の機動的な運用につきましては、こちらの資料の5ページになりますけれども、経済前提ではなく、「市場環境」とかと書いてございますので、資料が若干言葉足らずだったという形で、ご指摘のとおりでございます。

○若杉座長 村上委員、よろしいですか。

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と一体化した運用と

ということですから、それを踏襲してまとめていただいたということで大きな問題はないかと思
います。ただし、旧3階部分につきましては、閉鎖年金という資金の性格から見て、元本の保
全とか、給付の確保とか、そういう要請がある中で、ほとんど対策らしいものをとられていな
いのではないかという懸念を感じております。その結果、市場が非常に悪化したとか、そうい
う状況になった場合に、非常に大きなリスクを負ってしまっていることになるのではないかと
いう、強い懸念を持ちました。

そういう意味で、例えばインフラ投資のような元本の保全が確保できるようなオルタナティ
ブ投資を株式の代替として入れていくというニーズは旧3階部分のほうが大きいのであって、
1・2階よりは旧3階のほうを優先的に対応していくことが本来あるべきリスク管理ではない
かと感じております。1・2階のほうを先行して、確認がとれたら旧3階も考えるといったご
説明ですと、全く逆ではないかと感じられます。現状では、旧3階の元本保全とか、給付の確
保とか、そこら辺の対策はほとんど無策ではないかと思われま。オルタナティブ投資の採用
目的として超過リターンを獲得というご説明があったのですけれども、むしろ元本の確保とか、
インカムの確保とか、超過収益の確保とは別の目的で、旧3階部分につきましてオルタナティ
ブ投資の採用を真剣に優先度を高めて議論すべきではないかと思ひます。

○大森資金運用部長 今回、制度がスタートするということで、1・2階と同じポートフォ
リオにせざるを得なかったというところについて、いろいろとご批判、ご指導はありますけれ
ども、今回はこのように整理させていただきました。その上で、基本ポートフォリオはこうで
あるということ、それからリスク管理の手法自体につきましては厚生年金と同じだと思っ
ておりますので、その部分については同じ記載とさせていただきます。

ただ、方法論としては同じですけれども、その中で下振れリスクにより留意しなければいけ
ないという点を踏まえなければならないということや、これは方針の記載事項ではないと思っ
ておりますけれども、同じ許容乖離幅、同じ資産構成割合のポートフォリオではありますけれ
ども、まだ移行段階であります。10月以降、1・2階、旧3階、そこで分かれた後にどのよう
な移行、その後の運用をしていくかというところは、このような基本方針、目的等に照らして、
それぞれの階での判断が必要なのではないかということで、実行ベースではそういったことの
判断もやっていく。そのことの趣旨というのはこの基本的な方針の中の哲学で記述していると
私どもとしては理解しております。

それから、各論といたしまして、運用手法でオルタナについての言及がございました。イン
フラという資産区分についての特性、これは俊野先生ご指摘のとおりかと思ひますけれども、

先ほど、株の代替とおっしゃられましたけれども、インフラはインカム収入が安定しているということですので、GPIFの例を参照しましても、これは債券の代替ではないかなと考えております。伝統的資産としての外債とインフラというところで、どちらのほうがよりリスクが高いのか低いのかという比較になってこようかと思えます。インフラのほうが低いというものもあるかと思えますけれども、まずは我々としては手慣れております伝統的資産で始めさせていただいて、その後、別の階でインフラをやってみて、その知見を得て確信度を高めた上で、旧3階に引用していく、取り組んでいくということが適当ではないかと考えております。不動産にしても、あるいは株代替ということであれば、プライベート・エクイティあたりがこの株のところに区分されるような資産であろうかと思えますけれども、それぞれのところで伝統的資産と非伝統的資産、その非伝統的な部分についても、知見を得られれば、確信を持てば、旧3階でも取り組んでいくといったことで、その際には管理運用の方針を改める、またこの有識者会議でオルタナの方針についてご意見、ご審議を賜った上で取り組んでいきたい。こういう考え方でおりますので、明確には、旧3階で書き尽くせていない部分はありますけれども、管理運用の方針というのは基本的な枠組みを定めるものということで、この基本方針、哲学を踏まえて、実行ベースではまたそれぞれ判断していきたいということでご理解を賜ればと思っております。

○若杉座長 よろしいでしょうか。俊野委員が言われるようなことは含まれているという趣旨だと思いますけれども。

○俊野委員 株式投資は、市場の影響を強く受けてしまいます。考え方はいろいろあろうかと思えますけれども、資金の性格上、5,000億円以上の給付を賄うためには、巨額のインカム収入の確保が必要になりますので、私の個人的な考えですけれども、国内債券については長期債のラダー運用でインカムを確保して、インフラ等につきましても、株式の代替として、価格変動の影響を抑えつつインカム収入も目指していくという工夫が必要ではないかと感じております。旧3階部分は追加資金がないということで、元本の保全の要請が非常に高いと思っておりますので、ぜひともそのあたりのご配慮を十分にいただければと思えます。

○若杉座長 どうもありがとうございました。

ほかにはございませんか。川北委員、どうぞ。

○川北委員 1点目は、機動的運用に関してです。端的に言うと、どこまで取り組めるのかなということ。資料7を読むと、「確度の高いものであるべきことを明示する」と。確度の高いものであれば、もう市場に織り込まれているはずなので、機動的運用ということは成り立

たない。年金部会での報告というのは無理難題を言っているような気がします。ここは半分皮肉ですけども、もしこういうことをやろうとすると、必要になってくるのは人材といえますか、そういうことをやる体力と知力があるのかどうかということが問題になってくるので、資料2の9ページ目にも人材のことが書いてあるのですけれども、外部の専門家を雇用するとか、そのあたりはどのように考えられているのか、お聞かせいただきたい。

それともう1点、6ページのところで、スチュワードシップ責任を果たすための対応ということで、この3のところでは、主に議決権行使に関して書かれているようなイメージを受けるのですけれども、それに対してGPIFは、スチュワードシップ・コードの責任と同時に、具体的に③の下から5行目のところに「エンゲージメント」という言葉が出てきて、企業と対話をしていく、そういうプロセスがある程度ここで書き込まれています。この意味で、議決権行使だけに限定してやっていると、どうしても形式的になりがちだと私自身は思っていますので、このあたり、もう少しGPIFの書き方などを参照して、企業と機関投資家の対話的な部分を書き加えることはできないのかどうか、ここは提案です。

以上2点です。

○大森資金運用部長 後者から申し上げますと、同じ記述を実はしております。我々のほうが長くなっておりますので、少し下の行に来ておりますけれども、同じ記載を転記してさらに加えているとご理解いただければと思います。

それから、機動的運用のところですが、非常に難しいことかと思っておりますけれども、一つには、経済環境分析といった形で今年度から新たにシンクタンク2社と契約いたしまして、定期的にそういった見通し等についてご報告あるいはディスカッションをするということを私ども地共連も、GPIFの取り組みを参考に立ち上げております。このように今までもさまざまなレポートとかいろいろな意見交換をもとにそういう情報も仕入れてきたところではありますけれども、ここを系統立てて強化するという、それからリスク管理のシステムという予算面の対応も一部させていただいております。

それから、人材面につきましては、私の横におります専門員3人は民間からの人材でございまして、地共連におきましては、徐々にではありますけれども、外部から専門的な経験・知識のある人材を補強しつつあるということでございます。このことにつきましては、各組合等においてもそれぞれの必要に応じて取り組まれているものと承知しておりますけれども、この機動的な運用というのは今までの運用以上に難しいことであろうと思っておりますので、そこは人材あるいはシステム、またさまざまな取り組み、これが十分に整備されて、機が熟していると、中

から見ても外から見てもご判断いただけるような体制を整備した上で取り組んでいきたいと考えております。

なお、これを実施する場合の方針につきましては、それぞれの有識者会議でまたご議論をいただいた上で取り組むということにさせていただいておりますので、よろしく願いいたします。

○若杉座長 ほかに。徳島委員、どうぞ。

○徳島委員 1点目、まず運用対象の多様化の新たな運用対象について意見を申し上げます。先ほど大森部長からご説明いただきましたように、超過収益が獲得できるという表現となっております。しかし、これは余りにもタイトな表現で、そもそもオルタナティブ投資を実施することの意味合いというのはこれだけではありません。先ほどの大森部長の説明まで踏まえればちゃんと理解していただけるのですが、この資料2に書いてある表現だけでいきますと、まるでインデックス運用に対してプラスアルファがとれないとだめだという狭い意味に取られかねません。実際にオルタナティブ投資を採用するときには有識者会議等で議論することになっていきますので大丈夫だと思いますけれども、そういった趣旨であるということを改めて確認させていただけたらと思います。

それから2点目でございますが、ここで何回か議論が出ています機動的な運用につきましてお尋ねします。機動的な運用の方針については有識者会議等にかけるという形になっており、その評価もすると書いてあるのですが、評価については有識者会議等について報告するとは全く書かれておりません。少しバランスが悪いのではないかなと思います。通常の運用と含めて、機動的な運用をやったことの価値判断や、さらには例えばフォワードルッキングな視点を加えたことが良かったのかどうか、機動的な運用の前提になったシンクタンクの見通しが適切なものだったかどうかも含めて、分析を行い、ご報告いただけたら良いのかと思います。

それから3点目、これは些末なところですが、リスク管理の資料8の旧3階のところ、5ページの上段のところに生命保険会社に対する言及が抜けているかと思っておりますので、追加しておいていただけたらと思います。

以上です。

○若杉座長 ありがとうございます。

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 いろいろご指摘をいただきまして、非常に参考になるものですので、それぞれ留意して取り組ませていただきたいと思います。

○若杉座長 どうぞ、千田委員。

○千田委員 表現について2カ所、コメントさせていただきたいと思います。

資料2の1ページ目、基本方針の2つ目のパラグラフです。分散投資の説明としては、収益率だけに着目するのではなく、「リスク・リターンの特性が異なる」という表現が適切かと思っています。

それから2点目は、資料8の2ページ目の「管理積立金／地共連に関わる主な実施事項」について、各々「把握する」という表現に留まっていますが、実際には何のために把握するかという点が重要ですので、「必要に応じて適切な措置を講ずる」等の表現を追加していただきたい。

○若杉座長 ありがとうございます。

よろしいですか。何かごく当然というか、当たり前のことのような気もしますが。

○大森資金運用部長 1点目は、表現を改めたいと思います。

2点目につきましては、中でもいろいろ問題意識はあるのですけれども、これを完全に定量的にやるわけにもいきませんし、どう具体的にやるかというのはなかなか難しいところだと思いますけれども、いろいろ試行錯誤しながら、ご指摘も踏まえて、取り組んでいきたいと思えます。そのほかの先生方からも実は同様のご指摘は複数いただいております、ここは非常に難しい命題だと思いますが、頑張ってみます。

○若杉座長 はい。では、なるべく簡潔にお願いします。

○小島局長 資料2の8ページで、一番左の地共済全体の基本ポートフォリオに関わる場所では5のベンチマークというのが明記されている。それに対して、その次の各実施機関におけるところにはこれを書いていない。資料3、資料4についても同じように、実施機関のところでは基本ポートフォリオを定めるといったことが書いてあるのだけれども、ベンチマークについては触れていないですね。これまでの議論からすると、このベンチマークに限定されるものではないということでしたので、その点をここでもう一度確認しておきたいと思います。間違いはないでしょうか。

○大森資金運用部長 5で置いておりますのは、これはあくまで地共済全体の基本ポートフォリオを作ったときのもとになっているベンチマークで、地共済全体のこのポートフォリオ管理に用いますベンチマークのことです。現状におきましても、MSCI国債とか、野村BPIの20年ラダーとか、それから外国ものについてヘッジをしているといった異なる取り扱いの組合等もございませうことから、これにつきましてはそれぞれ、この全体のベンチマークと

一定の整合性というもの、あるいは異なるということについては、この業界の用語でいいますと、リスクであるということではありますけれども、その部分をきちんと管理していただくということを前提に、異なるベンチマークを採用していただく余地はあると考えております。

○若杉座長 何かありますか。もう一つご意見があるようなので。

では、小島局長どうぞ。

○小島局長 当組合でも、実施機関の積立金の管理運用の基本方針の検討を始めているのですが、法律の中に規定はあるものの、省令がまだはっきりしていないため、具体的にどのようなことを書いていくのかというのは少しイメージができていくのですが、今、連合会で作られているいろいろな管理運用の方針との関係がよく分からないというのが少しありまして、ほかの運用主体の3主体は、基本的に実施機関がありませんので、そこで完結する。そうすると、省令というのは、基本的にその枠を超えて何か書けと言っているのか、それともこの枠の中で何か分けて書けと言っているのか、それとも深く書けと言っているのか、全体像となったときに、地共済グループは管理運用主体と実施機関が分かれていますので、その切り分けのようなこととか分からなくなってきました。何を書けば良いのか、それから全く同じものになるのか、監督省庁とも相談していただきたいなと思っているので、よろしく申し上げます。

○若杉座長 そういうことで、よろしいですか。大森部長。

○大森資金運用部長 この検討委員会の下にワーキンググループというのを設けております。総務省にもご参加いただいております。その中で議論してまいります。

○若杉座長 そういうことだそうです。

最初の議題については十分時間をとりましたので、以上にしたいと思います。

続いて2番目ですけれども、退職等年金給付積立金（新3階）の基本ポートフォリオについてに移りたいと思います。

では、事務局より説明をお願いいたします。

○津田企画管理課長 それでは、資料9でございます。新3階部分の検討状況について、お伝えいたします。

まず基準利率でございますけれども、1の（1）のb、国債利回り、それから国共連及び地共済の運用状況及びその見通し、これを勘案する事項ということで検討されていると承知しております。

国債金利でございますけれども、10年国債の直近1年平均または直近5年平均の低いほうの

率。運用の状況でございますけれども、剰余不足に基づく率（2回前の財政再計算から直近の財政再計算までの間）、5年間ということでございます。

それから、見直しにつきましてですけれども、予定されている利息収入等に基づく率ということで再検討されているという状況でございます。

試算を行っておりますけれども、資産の想定でございますが、基準利率を0.5%、付与率1.5%として試算を行っております。こちらの試算は、別紙1、前回お示ししたものをリバイスしたものでございます。まず1枚目は、長期金利が0.5%で一定の場合、10年ラダー、それから20年ラダーで、2ページ目、3ページ目は、それぞれシナリオE、シナリオGにつきまして示しているものでございます。

それでは、資料9の2ページ目でございますけれども、新3階部分における運用対象資産及び運用手法についてということでございます。

まず試算でございますが、基準利率の決定方法が国債金利を前提とされておりますので、債券運用を中心とし、下振れリスク等に注意を払った上で、リスク性資産の組み入れを一定程度想定するというところで考えているところでございます。

債券運用部分につきましては、運用手法の比較・検討の表を以下、ベンチマーク、それからラダーの短期、10年、超長期と分けて、インカムの有利性や、基準利率との整合性について、まとめて整理しているところでございます。

もう1枚おめくりいただきまして、3ページ目でございますけれども、次はリスク性資産につきまして、また運用手法の比較を行っております。国内株式、外国資産、それからオルタナにつきまして、投資期間との関係あるいは下振れリスク等について、このように整理を行っているところでございます。

国内株式につきまして、下振れリスクですけれども、別紙2で試算を行っておりますので、そちらをご覧いただきたいと思っております。横の表でございますが、これは不足率が5%、すなわち財政再計算を実施する基準といえますか、5%を超えると計算実施ということでございますけれども、そこに到達する保有割合を検証したものでございまして、バリュエーション・アット・リスク、ストレステスト等から算出しますと、黄色の枠の○で囲っているところでございますけれども、株式の保有上限は10%弱という試算が出ているところでございます。

裏面に行っていただきますと、表面を踏まえまして、国内株式の保有割合を10%、ほかはすべて10年ラダーとして、モンテカルロシミュレーションを行った試算でございます。これは国内株式について試算したものでございまして、ほかの資産についても試算した上で、次回以降

ポートフォリオ案の検討に繋げていきたいと考えているところでございます。

また資料9に戻っていただきまして、3ページの3でございますけれども、こういったことを踏まえて、とりあえず現在、基本ポートフォリオ案というのを書かせていただいたところでございますが、aのところは、10年ラダー運用を中心とし、他の年限の債券や国債以外についても活用したラダー運用を実施する。

bのところ、他の年限につきましては、各実施機関においてスプレッドに着目してリスクとリターンを慎重に検討した上で取り組むものとするということで、別紙3を見ていただきますと、10年国債を50%、それから20年国債を50%持った場合の試算を行っております。別紙3の2ページ目は、別紙1と同様に、シナリオE、シナリオGについても同様に、10年国債を50%、20年国債を50%ということで試算したものでございます。

たびたび戻って恐縮でございますが、資料9の3ページ目、一番下のところでございますけれども、組み入れる債券種別でございます。こちらにつきましては、4ページの冒頭に書いておりますけれども、信用リスク、それから対国債スプレッドの間の効率性に着目して慎重に検討した上で取り組むものとするということで、こちらにつきましては、別紙4でまた同様にシナリオをつくっております。こちらは、国債を50%、10年25%、20年25%、それから地方公共団体金融機構債を50%入れた場合について、長期金利が一定の場合、それからシナリオE、シナリオG、それぞれの別に同様に試算しているところでございます。

資料9に戻っていただきまして、評価基準は、満期までの持ち切りを前提に、簿価評価とする。情報開示においては時価を参考情報として記載するというところで考えております。

それから、リスク性資産につきまして論点整理、(2)でございますけれども、これは、債券のみでは基準利率を上回ることが困難な場合あるいは下振れリスクが限定的な場合には、上記の場合に限らないということで、こういったことを論点として考えているところが一つ、それから、過去5年のリターンが基準利率に反映されるといったこと等々が留意すべき事項だと考えております。

これらを踏まえまして、(3)の地共済全体の基本ポートフォリオの枠組み(案)でございますけれども、投資対象資産は、原則として国内債券とする。ただし、リスク性資産については、リスク・リターン間の関係に留意した上での保有を否定しないという枠組み(案)を書かせていただいているところでございます。

資料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。

新3階について、基本は国内債券ではないかということで、今いろいろシミュレーションの経過をご報告いただきましたけれども、何か質問等ございましたらどうぞ。

どうぞ、浅野委員。

○浅野委員 質問というより意見ですけれども、新3階については、10年国債の利回りで付利をするという、過去1年なのか、5年なのかとかありますけれども、それが原則になっていますから、10年債で運用するのがベースになるということはよろしいかと思いますが、金利が今後上昇していくことを考えると、10年のラダーで運用していたら、不足することになるわけですね。ですから、何らかの形でリスクをとらないといけない。それが超長期債になるのか、株式になるのかということだろうと思いますが、実際に不足が起こったらどうなるのか、あるいは余剰が生じたらどうなるのかということを含めて、加入者にとってどちらがいいのか、あるいは場合によっては加入者の意向調査のようなものをして決めるのが良いのではないかと思います。

その場合一番問題になるのは、不足になった場合は、その後の利息の付与が削られる、あるいは掛金が上げられる一方、余った場合はどうなるかという、付与利率が上がるわけですね。そうすると、上がる可能性があるのだったら少しリスクを取っても良いかなといった考えもあるのではないかと思います。そこをどう考えるかということが非常に重要だと思いますので、そのあたりも含めて検討していただきたいと思います。

○若杉座長 よろしいですか。はい。

○企画管理課係長 今いただきましたご意見につきまして踏まえさせていただきます、今後、基準利率の検討を踏まえながら、基本ポートフォリオの検討に繋げてまいりたいと考えております。ありがとうございました。

○若杉座長 では、時間も押しておりますので、大変申し訳ありませんが、最後の議事3に移りたいと思いますが、よろしいでしょうか。

それでは、3について事務局より説明をお願いいたします。

○津田企画管理課長 それでは、資料10、今後のスケジュールでございますけれども、次回が第8回、6月9日を予定しております。こちらにつきましては、本日ご審議いただきました1・2階及び旧3階の管理運用の方針について、ここでご決定いただきたいと思いますと考えております。それから、新3階の基本ポートフォリオについて引き続き検討していくこと、それから新3階の管理運用の方針についてもここから検討を進めていきたいと考えているところでございます。

第9回は7月中旬を考えておりますけれども、こちらにつきましては、新3階の基本ポート

フォリオについて引き続き検討することになる可能性もあるということと、それから新3階の管理運用の方針について引き続き検討を行っていくという状況でございます。

今後のスケジュールは以上でございます。

○若杉座長 そうすると、1・2階の部分の管理運用の方針は、6月の最初のときにファイナライズしなければいけないということですね。

○大森資金運用部長 先ほど警察共済組合からご指摘もありましたけれども、政省令の公布がこの時期よりも後ろになる可能性がありますので、それ以降に、今の想定よりも変わった部分につきましては、さらにその後変更の可能性はありますけれども、大筋で次回6月におまとめをいただければと考えております。それから、新3階につきましても、基準利率等々のルール設計を今、監督官庁等と協議しているところでございますので、その結果、その状況を踏まえて、次回、出せるものをお出ししたいという考えでございます。

○若杉座長 そういうことだそうですが、よろしく願いいたします。

それでは、以上で本日予定しておりました議事は終わりましたので、会議を終了したいと思います。

どうもありがとうございました。

午後4時03分 閉会