

# 第8回地方公務員共済組合資金運用検討委員会

平成27年6月9日（火）

地方公務員共済組合連合会

午後1時27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8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、連合会の職員に人事異動がありましたので、紹介いたします。

山縣投資専門員です。

○山縣投資専門員 よろしくお願ひいたします。

○津田企画管理課長 では、続きまして、本日の配付資料の確認をさせていただきます。

冒頭に、次第がございます。その次に、座席表がございます。その次に、資料1、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、それから資料2として、旧3階の管理運用の方針、それから資料3といたしまして、オルタナティブ投資に係る運用方針の記載項目について、資料3の参考資料としまして、地共連の記載項目についてという別紙がございます。その次に、新3階になりますけれども、資料4、基本ポートフォリオについて、こちらは別紙1から別紙8まで、大部でございますけれども、別紙をつけております。その次に、資料5といたしまして、新3階の管理運用の方針（案）、それから資料6といたしまして、スケジュール、以上でございます。

資料の不足等ございましたら、おっしゃっていただければと思いますが、よろしいでしょうか。

続きまして、第1回から第3回までの検討委員会の議事録の確認をお願いしたいと思います。委員の皆様には議事録（案）をお配りしておりますので、そちらをご覧いただければと思います。

なお、検討委員会議事録作成及び公表要領では、「議事録は、委員会の確認を得て作成するもの」とされておりますので、本日ご出席の委員各位のご了承の上、確定となります。なお、委員の先生方とはメールでやりとりをさせていただき、発言された委員のご確認の上、趣旨を損なわない範囲で訂正・加筆を行っております。

本議事録について、こちらの内容でよろしいでしょうか。

それでは、ご了承いただいたということで、第1回から第3回の議事録はこれで確定したいと思います。本議事録は、検討委員会の開催日から7年後に公表することとしておりますので、ご了承願います。

では、議事に入らせていただきます。以降の議事進行は若杉座長にお願いしたいと存じます。

○若杉座長 皆さん、こんにちは。お忙しいところありがとうございました。

いつものように議事進行につきましては、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（1・2階及び旧3階）について」、続いて「オルタナティブ投資について」、その次が「退職等年金給付積立金（新3階）の管理運用の方針について」及び「その他」の4本となっております。

最初に、議事の1「管理運用の方針（1・2階及び旧3階）について」ですが、初めに内容について事務局より説明をお願いいたします。それでは、大森部長、お願いします。

○大森資金運用部長 よろしく申し上げます。1・2階と旧3階の管理運用の方針につきましては、前回5月の第7回の検討委員会におきまして案をお示しし、委員の先生方からご意見を頂戴したところでございます。そういったご指摘等を踏まえまして、今回、修正をしておりますので、その部分につきましては、今から企画管理課長の津田からご報告をさせていただきます。

本日のこの検討委員会におきまして、大筋の内容をご了承いただきたいと思っておりますけれども、まだこれの根拠となります政令、省令が国で作成途上でございます。この内容で、今後、一部修正を要する部分が出るかもしれませんけれども、そういった点はご了承いただきながら、今回はこの内容について大筋でご了解をいただきたいと思っておりますので、よろしくお願い申し上げます。

○津田企画管理課長 それでは、資料1、厚生年金保険事業の管理運用の方針、1・2階でございますけれども、こちらと、それから資料2、旧3階、あわせてご説明をさせていただきたいと思えます。ご説明は主に変更点のみとさせていただきたいと思えます。

まず、1・2階、資料1の冒頭でございますけれども、こちら修正いろいろ入っておりますけれども、こちらは法令に従って精緻に書き直したものであるということでございます。

それから、2ページ目の冒頭でございますけれども、分散投資の定義のところでございますが、前回、千田委員のほうからご指摘ございました収益率の動きだけではなくて、リスク・リターン等の特性も考慮するというところで、修正しているところでございます。

それから、3ページの真ん中より下、④運用対象の多様化のところでございますけれども、こちらは前回、徳島委員からご指摘ございまして、オルタナ等新たな運用対象の多様化につきましては、分散投資の効果が認められることというものを条件に加えているところでございます。

それから、4ページの冒頭に実施機関積立金に関する基本的な方針ですが、こちらは各共済と調整させていただく中で、方針の趣旨をより明確に規定したというところでございます。

それから、7ページに飛んでいただきまして、上から3行目のところは先ほどと同様でございますけれども、新たな運用対象については分散投資の効果が認められることも条件に加えております。

それから、⑥機動的な運用でございますけれども、最後のところですが、有識者会議の審議を経るほか、実施状況を適時に有識者会議に報告するというところで、有識者会議に報告することは後ほどVの1でも書いておりますけれども、特にこちら明記したものでございます。

それから、めくっていただきまして8ページ、一番下のところでございます。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が、こちら前回、座長からご指摘いただきまして、他の実施機関及び他の管理運用主体等との協調について盛り込めないかというお話がございました。GPIF等と協議をさせていただきまして、現在、日本版のスチュワードシップ・コードに書かれている内容をここに盛り込んだところでございます。

以降につきましては、細かい文言の修正等はございますが、内容について大きな修正はございません。

続きまして、資料2も続けてご説明させていただきたいと思っております。資料2は基本的に1・2階の管理運用の方針を踏襲しつつ、例えばIの1(1)のところで、閉鎖型年金の特性を踏まえるということを書かせていただいているところでございます。

あとは、先ほどの資料1に沿って内容の修正を行っております。

それ以外の点につきましては、運用の多様性、オルタナにつきましては、削っているというところでございます。

内容のご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。

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。

はい、田中委員、どうぞ。

○田中委員 質問というか、意見と要望を少し申し上げたいと思っております。

1・2階、そして旧3階の管理運用方針の骨格と申しますか、ここはこの間の議論を踏まえて一定修文をしていただきました。

とりわけ、2ページ目の資金運用委員会のことで、管理運用体制の強化がやはり必要だと思っておりますけれども、新たに地共連としての資金運用委員会、それと実施機関の有識者会議を設置するという内容になっており、委員の構成や選出方法などについて、基本的な考え方をお聞かせいただきたいと思っております。

1つ目は、地共連の各共済組合の運営に関わり、使用者、そして組合員のそれぞれから選出された委員から成る運営審議会等が置かれることになっていますが、G P I Fとは仕組みが異なるということ、さらに新旧の3階部分が存在していること等、共済組合制度の特徴を理解している経済・金融・資金運用などに関する学識経験者の方々の中から選出されるのかどうかということと、委員の選出にあたっては、やはりステークホルダーが何らかの形で関われるような仕組みが考えられるのかどうか。もしそうであれば、そういった配慮を是非お願いできればと思っております。

加えて、それぞれの実施方針などに関わって、運営審議会等で報告がされることになってくるわけですが、具体的に報告を受ける側の運営審議会委員が、運用委員会及び有識者会議からの専門的な報告を聞いて直ちに理解できるのであれば問題ないですが、場合によってはなかなか難しい場合もあるのではないかと懸念されますので、その点に関わって、少しでも理解を深めるための報告の仕方の工夫や、運営審議会委員に対する研修などをお願いしたいと思っております。

以上、質問及び要望として申し上げておきたいと思えます。

○若杉座長 ありがとうございます。

何か事務局から補足することがありますか。

○大森資金運用部長 我々の共済年金、従来からではございますけれども、やはり資金拠出者、また将来、年金の給付対象者であります組合員の理解や納得をいただきながら進めるというのは極めて重要であろうと思っております。今後3つに分かれて、またポートフォリオの内容も変わってまいりますので、そのあたりは一層重視をしてみたいと思えます。

そういった観点から、運営審議会に重要な事項についてはこれまでも報告をさせていただいておりましたが、今後、特に専門的な事項も多いという観点から、この有識者会議あるいは専門家の委員会というのを十分に活用させていただきたいという思いでこの管理運用の方針を作ってみました。この具体の進め方あるいは人選等につきましては、ご指摘のように、やはり共済年金がよく分かっている専門家の方をお願いをすべきだと考えておまして、今後検討の上ご相談をさせていただきたいと考えております。

また、研修等についてもご意見をいただきました。これまでも一部、研修会を実施しておたところではございますが、特に運用面については研修内容というのはなかった、あるいは薄かったと、少なくとも地共連の場合については思っております。このあたりも十分に委員の先生方とご相談の上、一層の充実に努めてまいりたいと考えております。

また、各共済組合、事務局長がお集まりですけれども、このような意見があったことについては改めてお伝えをしたいと考えてございます。よろしく申し上げます。

○若杉座長 よろしいですか。

ほかにご意見、ご質問等がありましたらお願いします。

小島局長どうぞ。

○小島局長 この1・2階を見ますと、今回、根拠規定ですけれども、これは法律に従った形で整理をされていますが、経過的長期給付積立金の関係、法律の規定上、管理運用の方針を新3階に準用するという形になっておりまして、その新3階の部分の問題ですが、書く内容が法律と違う形で書いております。この法律の中には、地方公務員共済組合連合会は、退職等年金給付調整積立金の管理及び運用の方針を作るという形になっておりまして、その中に項目をはっきり書いています。退職等年金給付調整積立金の管理及び運用の基本的な方針と、全部がそういう形で整理を法律上されております。

そこの4号の中で、組合とあわせたら退職等年金給付組合積立金または退職等年金給付調整積立金、これが新3階ですが、これが旧3階も同じように規定がされているということでございます。それで基本的に管理運用の方針を作るということを法律上、明記をされているというところなんです。

我々の組合とか、地共連もそうでしょうけれども、法律を忠実に遵守して書いていかなくてはいけないと考えておりまして、それを無視する形で、準用されていたので分かりにくかったです。

だから、ここの名称のところから、経過的長期給付調整積立金に関する管理運用方針で、その下の根拠規定の、これは1・2階のところは修正されていますが、こっちは修正されていない。だから、根拠規定も全然違いますし、その中の項目も全部違っているということなので、その内容もやっぱりもう少し吟味をしなくてはいけないのではないかと。

法律に準拠した形で、我々立法府ではありませんので、法律に従った形で作っていかなくてはいけないのに、こういう形で作っているというのはやはりおかしいのではないかと感じておりまして、それについてのご意見を伺いたしたいと思います。

○若杉座長 大森部長、お願いします。

○大森資金運用部長 まず、ご指摘のありました資料1、厚生年金1・2階の管理運用の方針につきましては、これについては今年度に入ったぐらいから各共済とワーキンググループの中で議論をしております。その中で、警察共済組合から今のご趣旨のご意見を頂戴いたしま

して、例えば1ページ、長々と線を引いておりますけれども、ここは要するに法律の根拠規定に忠実に書き下したという趣旨でございます。

それから、4ページの2の実施機関積立金に関する基本的な方針、この下の2行の下線についても同様の、調整の一環の中で追加をするというような修正を重ねてまいりました。

旧3階につきましても、4月から同様のワーキンググループで議論をしてまいりましたけれども、警察共済組合から今のご趣旨のご意見をいただいたのが先週末ということで、この部分につきましては、まだいただいた直後というような状況でございます。

ただ、私どもといたしましては、今の法律の用語だと、私ども地共連の積立金が調整積立金、それから各組合さんは調整のない積立金という用語でございますが、束ねる用語がない、地共済全体の積立金という用語がないというようなことで、その新たな用語をつくりながら書くことはどうかということで、監督官庁、総務省にご相談をして、それで良いという方針をいただいて書き下しているわけですが、何分、直近にご意見をいただいたものですから、その調整をいたしておきませんので、ここまで7回、8回とこの検討委員会でご審議をいただいたという経緯も尊重しながら、ご意見を承っていきたくと考えております。

○若杉座長 小島局長、どうぞ。

○小島局長 少なくとも新3階については入れ替えていただかなくてはいけないですけども、この水曜日にいただいた上で意見を出せと言われて出していますので、新3階部分については少なくともそういう話は今までの経緯は言えないと思いますし、そういう意味では新3階の部分についての改正をしていただきたいと。準用するとそれで変わっていきますので。

そこは、何か時間の関係だけを言われていますが、我々やはり法律に従った形でやらないといけないのに、法律を無視する形でやっているということが果たして良いのかと。時間がありませんから法律を無視しますという形をとるのはおかしいと思いますので、これはやはり国会に対して、説明責任じゃないですけども、こういうふうな規定でこういうふうに作りなさいと書いているのに、そうしないということはおかしいじゃないかと。書き方を考えることはいろいろできると思います。別にそういう新しい概念を作って、法律にない概念を作って違うことをやるということが果たして良いのかというと、私はやっぱりおかしいと思います。

監督省庁がそういうふうに本当に言っているのか。これ本当に国会で取り上げられたときに、それで済むのか。法律と条文と全然違うことを書いていますと。それで解釈で全部変えましたと。それをこの委員会で法律と違うことを作って、それでよろしかったですよと言って良いのかというと、やっぱり問題になると思います。

将来的にこの話が表に出ていって、このまま法律と違うものを作ったということになると、この地共連だけではなくて、委員会も含めてやはり何でこんなものを作ったのかという問題が出てきますので、しっかりとした形でやっていかななくてはいけない。

今さっき、総務省はそういうふうの良いと言っていますけれども、本当に法制局も含めて言っていたかと思いますが、はっきり言って。これは閣法ですから、最終的には内閣法制局が了承してこれをつくっていますので、それが本当にそういう形で良いのかどうかというのを確認しないで良いと言われても、それはだめだと思います。

○ 瀧上理事 ここは検討委員会の場なので、そういう話をされても一切分かりませんから。

○ 小島局長 だからですね、一つ言いたいのは、この資料の2をここで決めますと言われてしまったら、それはできませんということを……

○ 瀧上理事 それは事務的にやりましょうよ。これはそぐわないので、今のご指摘は。なので、交通整理をして、問題を端的におっしゃって、事務的にやりましょうよ、まずは。

○ 小島局長 だから、この旧3階については決めていないと、これからまたもう一回検討し直すということを委員の皆さん方の中で……

○ 瀧上理事 だから、それは留保条件をつければ良いじゃないですか。おっしゃっている内容が恐らく分からないので、留保条件をつけたままで議論したらどうですか。

○ 小島局長 いや、というか、留保条件をする前に、法律に合っていないのですから、それを議論して……

○ 瀧上理事 いや、だから合っていないとおっしゃるなら、合っていないと端的におっしゃってください。

○ 小島局長 はっきり言います。だから、経過的長期給付積立金に関する管理運用の方針という題名から違います。

○ 瀧上理事 題名よりも中身を言ってくださいよ、もっと端的に。

○ 小島局長 中身はですね、まず条文が違います。条文の中の書いているものが全然違います。連合会が運用状況を管理する組合とか書いてありますけれども、こういうことは法律上書いておりません。それを管理するとも書いておりません。だから、前文から全然違ったことを書いている。項目も、全然法律と違った項目を全部入れているということです。だから、項目が違うのに、その項目の中身を議論していても仕方がないということです。これは……

○ 瀧上理事 だから、もう少し、何が問題なのかを。

○ 小島局長 はっきり言って、だから……

○渚上理事 準用と書いてあるわけだから、はっきりは書いていないわけですね、少なくとも。

○小島局長 だから、法律的に整理をしていただきたい。

○渚上理事 本当に困るのはどこですか。整理をするなら、おっしゃったことがあるので、整理しますよ。でも、ここの委員の皆さん方はおっしゃっていることが全くわからないので。事務整理をする前提として。

○小島局長 ならば、簡単に言いますと、経過的長期給付調整積立金の管理運用の方針として書かなければいけないということです。この経過的長期給付積立金の管理運用の方針としては、法律上は書いていない。法律上は、ここは地共連の言う経過的長期給付調整積立金の管理運用の方針を書くことになっているということです。

○渚上理事 あとは。

○小島局長 全部そのとおりになっています。ほかのところも全部そうです。

○渚上理事 ちょっとすみません、事務整理しましょう。その前に申し上げたいのは、例えば恐らく財政調整の仕組みがありますので、財政調整の仕組みを前提にいろいろ運用方針を立てるにしても、全体との関係が必要不可欠だと思います。

法律で書き切っているかどうかは分かりませんが、今度精査しますけど、必要的記載事項と任意的記載事項が多分あるのだと思います。その全体像を一度、異論がありますので、整理した上で、その部分、整理をもう一回返すという前提で中身の話に入っていただけませんか。

そうでなければ、一回これをパスしろという話に聞こえますが、日程的にもそれは難しいので、一応問題整理をした上で、この次に全体としての結論を出すということで、どうでしょうか。もし必要があるとすれば、一部その議論は先へ送ってもいいですけど。

○小島局長 多分ですね、この新3階のところは準用規定ですので、新3階のところを作っていけば、その分はね返りでこの旧3階の部分というのはできてきますので。だから、新3階のところはまずおかしいので、新3階のところを議論して行って、新3階を変えていけば、それに合わせた形で旧3階の部分は変わっていきますので、そこは新3階、今回、出ていますけれども、こちらの議論をしっかりとった上で、そここのところの整理をしっかりとった上でこの中の議論をしないといけないのではないかと思いますけれども。

○若杉座長 調整がないということで、中身は全然違ってしまうということですか。

○渚上理事 いえ、恐らく、誰が運用方針を決めるのか、誰が責任を持って決めるかという問題だと思います。我々は全体の財政調整というものが仕組みとしてありますので。

それで、もう一つは、KKR、公務員グループの中で、財務省並びにKKRとの調整を誰がどのように行っていくかというプロセスの問題もあると思います。これ、ばらばらにやるわけにはいきませんので、とりあえず我々が今、調整をやっておりますけれども、それを、おっしゃる意味がよく分かりませんが、個別にやれということなのかもしれません。でも、それはなかなか難しいと思います。したがって、法律上は必ずやらなければならない仕事としての、責任を持って決める立場が我々に一部あると思いますけど、全体は必ずしも多分書き切っていないかもしれません。

しかしながら、公務員の新旧3階を全体としてどう調整していくかということセットで考えないといけないと思いますので、そういう意味では、さっきの新3階の本文は出ておりませんが、多分ポートフォリオで我々の案が決め過ぎているのではないかというご指摘ではないかと思っておりますので、もう一回それを警察共済組合から言っていた上で、そういう交通整理を次回までに行うという前提で、必要な議論をしていただければと思います。

○若杉座長 小島局長どうぞ。

○小島局長 法律を作るとき、基本的にこの調整積立金という形で作って、それを組合の積立金については運用状況の管理を含んで、全体をそれで管理をした上で財政調整その他をやるという形で調整されていますので、今の淵上理事が言っている話というのは、別に財政調整があるからこう違うという話とは全然違う話ですので、基本的には、法律に書いているときにこういう形でやりますという形をしています。

そして、これ本当に、地共済法というのは一日で作ってしまい、国会に対してもきちんとかういう条文でやりますということを説明して作っている法律ですので、それをいい加減に変えてしまうということは国会をないがしろにしていると批判されてもしょうがないと思っておりますので、やっぱりそこはきちっと整理をしていただきたいと思っております。

中身は、やはり全体の話じゃなくて、結局この話であれば、この連合会を持っている調整積立金についての議論であれば当然できると思います。それと、管理運用の関係の部分について、組合積立金についてやることについてはできると思います。

ただ、実際には全体像が変わる可能性もあるので、そこは十分考えながらやったほうが良いのと、これは新3階と合わせた形で最終的には準用されたものになりますので、そのところはやっぱりしっかりと議論をしないと、後で作ったら、それとは違ったものでしたと。承認を得られるかどうか分かりませんが、後でまたこれがおかしいものでしたと言われて後で困るよりは、きちっとした議論をしたほうが良いと思っておりますので、そこは所管省庁も含めて、

また内閣法制局も受けて、こういうことはこうしても良いのかどうかという確認をとっていた上でやっていただければと思います。

○若杉座長 淵上理事が言われるように、ちょっと私にも十分理解できないのですが。

○淵上理事 その部分は事務的に整理する必要がありますので。フォーマットとか、管理運用の方針の書きぶりとか、構成とか、名前とか変わるかもしれませんが、それはそれとして、そういう強いご異論があるので、それを事務的に整理することにして。

記載すべき内容というのはありますので、その中身の議論を本日はしていただければよろしいと思います。もし、それにも異論がおありになるなら、一部対象外にする必要があるかもしれませんけど。中身の話としてこれからご議論いただければ良いのではないのでしょうか。

○若杉座長 これについて中身を今やればいいわけですね。そういうことでよろしいですか。

○小島局長 留保をつけさせていただきますけれども、またこれが大分変わってしまうということで、もう一回議論し直すことがあるということを前提にご議論いただきたいと思います。

○若杉座長 そういうことでよろしいですか。

それでは、今この段階ではここにある資料に基づいて議論をしたいと思います。よろしくお願いたします。

この方針を最終的に決めるのは、いつということになるのですか。

○大森資金運用部長 今後のスケジュールで申しますと、この管理運用主体としての管理運用の方針の内容をまず固めた後、各組合等の基本方針の作成にかかるという形になります。その基本方針は、この管理運用の方針を踏まえてやっていただく必要がありますので、その内容面においては今後の基本方針の策定の作業の関係もありますので、本日の段階で極力固めていただきたいと考えております。

ただ、今、警察共済組合からいただいたご意見もございまして、それから冒頭申し上げましたとおり、政省令の内容等によって一部修正を迫られる局面もあるかもしれません。そういったことにご留意をいただいた上で、内容についてご了承を賜ればというのが本日の機会でございます。

○若杉座長 はい、分かりました。まだいろいろ不確定要素がありますけれども議論を進めたいと思います。いかがですか。ご質問等、ご意見がありましたらお願いします。

もしなければ、皆さんに了承していただいたということで、このまま先に進めていただき、また後に必要があればフィードバックをしたいと思いますが、よろしいでしょうか。

それではそういうことで進めたいと思います。ありがとうございました。

次の問題に移らせていただきますが、議事の2「オルタナティブ投資について」ということ  
でございます。これも事務局よりご説明いただきます。よろしくお願いいたします。

○高濱投資専門員 高濱と申します。よろしくお願いいたします。

お手元の資料3という、オルタナティブ投資に係る運用方針の記載項目について（地共済全  
体）と書いてある1枚ものをご覧ください。

先ほどご審議いただきました管理運用の方針の1・2階のほうで、オルタナティブ投資、運  
用対象の多様化ということで規定が入る予定でございます。その中で運用方針については事前  
に資金運用委員会の審議を図るほか等々の記載がございます。そこで述べている運用方針の記  
載項目について、今回まとめたものがこの資料3になります。

前段から、1、2、3、4、5、6と裏面まで内容ございますけれども、順にご説明いたし  
ます。

前段のところでは、厚生年金保険事業の管理積立金に係る管理運用の方針に基づき、管理積  
立金の運用を長期的な観点から安全かつ効率的に行うことを目的にと書いてございます。もと  
もと管理積立金を長期的な観点から安全かつ効率的に行うというのが大元の考え方でございま  
すので、それをここに記載してあります。

運用対象についてリスク・リターン等の特性が異なる複数の資産に適切に分散して投資する  
と。これも分散投資を基本とするということが管理運用の方針に定められておりますので、そ  
れを準用しているということでございます。

以下、1、2、3、4と、内容は、多様化の定義、目的、位置づけと投資割合、多様化を行  
う場合の留意事項。裏面に移っていただきまして、5番では管理運用主体である地共連の役  
割・行動、6番では、実際にこの運用の多様化を行う実施機関の役割・行動というような構成  
になってございます。

内容は、概ね管理運用の方針に沿った内容となっております。まず定義でございますけれ  
ども、1番のところ、以下の事項をいうということで、株式や債券の伝統的資産以外の資産、  
括弧して具体的には不動産、インフラ、プライベート・エクイティ等々への投資を行うこと定  
めてございます。

目的は、これは先ほども申し上げましたように、基本的には分散投資を進めるために行うと  
いうところであります。

3番の位置づけと投資割合、これも管理運用の方針に定めてあるところでございますが、こ  
のリスク・リターン特性に応じて国内債券、国内株式、外国債券、外国株式に区分すると。資

産の上限は、それぞれ管理積立金、または実施機関積立金の資産全体の5%を上限とするというところでございます。

実際に行う場合の留意事項が4番になります。ここもご覧いただければ分かるかと思いますが、最初に、その分散投資を基本とするということ。

2番目には、分散投資の効果が認められ、超過収益が獲得できるとの根拠を得た上で行うと。

3番目、運用・リスク管理体制の整備をした上で行う。

4番目、この資金運用委員会あるいは実施機関の有識者会議の専門的な知識を活用すると。

裏面に移っていただきまして、上から、必要とされる能力、オルタナティブ投資実施の能力を精査して、そういったものを持つ人材の確保に努める。

確保しただけではなくて、そういった人材を活用して研修等を実施して、職員の業務遂行能力の向上を目指す、切磋琢磨を続けていくということでございます。

最後、オルタナティブ投資は、かなり伝統的資産とはリスク等が異なるところもございまして、実際の流通市場等々の状況も十分に踏まえて検討を行うという内容でございます。

5番が管理運用主体、地共連の役割でございます。かなり大枠のところだけ規定してございます。ここは、最初のポツでありますけれども、各実施機関から報告をいただいて、管理積立金全体の状況を月1回把握すると。

実施状況や、この委員会から求めのあった事項等はこれも適時報告を行うと。

先ほどの能力の向上とも絡むところでありますが、調査・分析というのを適時に行っていくと。

6番、それぞれ実際に実施する機関の役割・行動でございます。

こちらは上から順に、まずオルタナティブ資産の明確化、どういったものを運用対象とするかをまず明確化していきましょと。

その次のポツでございますけれども、その戦略ごとの投資目的は何なのかというのを明確化すると。これは後ほどご説明いたしますけれども、各実施機関においても運用の方針というのを定めるというようなことを想定しておりますので、そちらのほうでこういった目的ですとか、対象を明確にするということを想定してございます。

以下、同じような内容でございますけれども、有識者会議の審議を経るとか、毎月1回状況を把握する、あるいは連合会に報告する、オルタナティブ資産に一般的に認められている専門的な知見に基づきリスク管理を行うと。

申し訳ございません、ここで改行が一つ抜けておりまして、今申し上げた、下から3番目の

ポツの「オルタナティブ投資は伝統的資産への投資とは異なる特性を持つことから、オルタナティブ投資で一般に認められている専門的な知見に基づきリスク管理を行う」というところで改行いただいて、次のポツが「資産の管理及び運用に関し一般に認められている専門的な知見に基づき、資産の評価と行う」と。

あと、残り2つは同様の内容でございます。

以上が、地共済全体における運用方針の記載項目の考え方でございます。

そして、後ろに資料3参考があるかと思えます。オルタナティブ投資に係る運用方針の記載項目について（地共連）とございます。

これは、私ども地共連が実際にオルタナティブ投資を始める場合に、実施機関としての地共連としての運用方針をどういうふうに定めるかと。ですから、こちらがもう少し細かい内容を書くことを想定しているものでございます。これはあくまでこの場でというよりは、地共済全体の方針を見ていただく上での参考の資料ということでございます。

1枚目、ページでいきますと2ページの5番までは、概ね今、地共済全体のところでご説明した内容とほぼ同じようなことが書いてございます。

ただ、5番で、特にオルタナティブ投資を行う場合の留意事項というところで、少し見にくいですが、網掛けをしているような部分がございます。オルタナティブ投資の留意事項、項目として挙げますと共通項目になりますけれども、実際はオルタナティブ投資ということでかなり注意しなければいけないというようなところを網掛けでハイライトしているというところであります。

以下、6番、7番、8番、9番、ここは実際に運用受託機関を選定する場合の注意事項とか、運用戦略をとる場合の確認事項、あるいは8番ですとリスク管理について、9番では委託をした場合の受託機関の評価方法等々というところをやや細かく定めているというところでございます。

こちらはあくまでご参考でございますが、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。

これからオルタナティブ投資をこれまでより積極的にやっていくことを決めましたので、オルタナティブ投資に関する運用方針を決める必要があります。今日の資料はそのための第一歩として、運用方針にこういうことを書き込んだらどうかということを示したものです。大事なことで足りないところがあれば、ご意見を出していただければと思います。

いかがですか。

村上委員、どうぞ。

○村上委員 これは項目的には、最後の6の実施機関の役割・行動に入るのかもしれませんが、今ご説明いただきましたように、オルタナティブ投資というのは多種多様で、伝統資産には無いいろいろなリスクがあるということで、やはりあらかじめ考えられるリスクについて網羅的に捉えておく必要があると思います。どのようなリスクがあり得るか、あるいはそれがどのくらい、どのようなときに発生する可能性があるのかといったような、これは金融当局が金融機関に対してリスクアセスメントというようなリスク管理手法を使わせているのですが、それに近いような形で、この分野についてはこのようなものがあるというリスクやコストを網羅的に把握できるような準備が必要ではないかということで、項目の6の中に、「あらかじめ考え得るリスク、コストを網羅的に把握する」ということを入れ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。

この6というのはどの資料の6ですか。資料3ですか。

○村上委員 資料3です。

○若杉座長 資料3の6. というと実施機関の役割・行動ですね。

○村上委員 その通りでございます。

○若杉座長 6に無理に入れないで、独立したセクションを立て、オルタナティブ投資にはどんなものがあるって、それぞれどんなリスクがあるかというようなことを整理しても良いのではないかと思います。いずれにしろ、村上委員は、そういうことをきちんとしてほしいということですね。それについては高濱専門員、どうですか。

○高濱投資専門員 今ご指摘のあった事項でございますけれども、今ご説明した考え方は、地共済全体で、あくまでも大枠の考え方をお示ししていると。実施機関は、どういった運用方針を定めますかというのが資料3の参考でございます。

ですから、あくまでもオルタナティブ投資をやる場合、実施機関は投資する対象ですとか、その目的を明確化しなさいということだけが今、資料3に定めてあって、いざ投資を行うといった場合は、それぞれの実施機関でそのところを検討するというような建付けになってございます。

資料3の参考のところをご覧くださいますと、例えばこの資料ですと一番後ろのページ、別紙というところを書いてございます。3枚目、ページ数、振ってございませぬけれども、表が載ってございまして、これは例えば地共連では不動産ですとかインフラをここで行うといった場合には、まずここで投資対象とする資産及びその目的というのをこういった形で明示してい

こうと。

おっしゃられたところの、例えばこういった資産にはこういったリスクがあるからそこに気をつけなさいというようなところは、恐らくこの別紙のところ、実施機関できちんと定めるといふことになろうかなと思っております。

資料3でそれを包括するような形で、一文、リスク項目を明確にするとかというのを入れるということも検討していきたいなと思います。

○若杉座長 そういうことでしたら、この1の運用対象の多様化の定義というところで、オルタナティブ投資あるいはオルタナティブ資産の定義とその多様化の意義とか、そういうようなことにしておいたらどうですか。

村上委員、どうぞ。

○村上委員 すみません。十分に伝えられなかったところがあるみたいで、補足いたしますと、資料3の6の2つ目に、「採用する投資戦略の投資目的を明確化する」という項目がありますが、この下あたりに加えるイメージで、「採用する投資戦略に関してのリスクやコストを網羅的にあらかじめ把握する」といったような、それらを分析して把握するということをやはり入れておくべきではないかということでございます。

○高濱投資専門員 ご指摘もとてもでございますので、検討させていただきます。

○若杉座長 運用主体によってオルタナティブ資産とかオルタナティブ投資をどう定義するかということは違ってきますので、自分のところはどのように考えるかということは明確にする必要があると思います。どういう建付けにするのか検討していただければと思います。

○高濱投資専門員 はい、その点、検討いたしまして、また次回のところでお示しできればと思います。

○村上委員 少々具体的なレベルのところ、例えばインフラ投資などでも、いろいろな設備や何かから収入がある訳ですが、例えば震災のリスクみたいなものがどのような形でリスクになるのか、あるいはその物件に対してはコストの負担になるのか、そのようなことを、案件ごとにきちんとリスク一覧を作成していくというような作業を私はイメージしております。

○若杉座長 分かりました。

○高濱投資専門員 今のご指摘事項も、現状の考え方でございますけれども、資料3参考で、先ほどご説明を省いてしまいましたけれども、例えば3ページの8番のオルタナティブ投資のリスク管理と。これも幾つか書いてございますけれども、あくまでも大枠なことだけ書いてあ

りまして、実務レベルでは下に矢印で書いてございますけれども、管理内容は運用戦略ごとに別途設定すると書いてございます。

これは事務レベルの話になりますけれども、実際の投資とか管理を行う場合は、さらに詳細なチェックポイントなどを設定する方向で考えております。

○若杉座長 どうもありがとうございました。

ほかに。

浅野委員、どうぞ。

○浅野委員 このオルタナティブ投資に係る運用方針の記載項目についてと書いてあるその前文ですが、分散して投資することを進めるため、運用対象の多様化について以下の運用方針で行うものとするとして書いてありますけれども、何かオルタナティブ投資をやっていないといけないみたいな、一つの目標としてやるというようなニュアンスに取れますが、必ず皆やらないといけないのでしょうか。

2つ目は、それに関連して、参考資料で、ヘッジファンドは対象としないというようなことが書いてありますが、普通、我が国のオルタナティブ投資の現状を見ると、インフラやプライベート・エクイティをみんながやるというのはかなり難しいのではないかと。どちらかという、ヘッジファンドだったら比較的容易に取り組めるのではないかと思います。なぜそれなのにヘッジファンドは対象としないのかということをお伺いしたいと思います。

それから、それに関連して3番目の質問として、このヘッジファンド等は対象としないというのは地共連だけに限定されるのか、それともほかの組合にもこれは適用されるのか、この点を確認させていただきたいと思います。

○若杉座長 では、今の3点、お願いします。

○高濱投資専門員 最初のご質問のところでございますけれども、必ずオルタナティブ投資等々をやらなければいけないというような想定はしておりませんで、書きぶりでございますけれども、資料3の2枚目、6番の実施機関の役割・行動で、実施機関が運用対象の多様化を行う場合は以下の事項を行うものとするということで、明確には書いていないですけれども、やる場合はこういったことに留意してくださいというような書き方にしてあります。

それと、2番目のヘッジファンドをなぜやらないのでしょうかというお話ですけれども、今回の考え方としてはあくまでも投資対象の多様化ということで、伝統的資産、株債と違う資産に対する投資ということで分散投資を図ってこうというような考え方でございます。

ヘッジファンド等々は、これ必ずしも株債だけというわけではございませんけれども、あち

らの場合は例えば空売りですとか、あるいはレバレッジを思い切りかけてリターン増を起こさせるとか、そういった運用者のアルファに依存するところがかなり多いものかと思います。今回は、アルファというよりはむしろ、株債とは異なるベータを持つ資産に対する投資といったところで分散投資を図ろうということで、ヘッジファンドは対象としないとさせていただいております。

もう一つ、最後のご質問で、実施機関もヘッジファンドをやってはいけないという縛りになるのかということでございますけれども、これは資料3の1番の運用対象の多様化の定義というところで、こういったものへの投資と縛ってございますので、実施機関においてもヘッジファンドは投資対象外と今は考えております。

○若杉座長 いいですか。

○浅野委員 ヘッジファンドをマネジャーのアルファに依存するというで排除することですが、アルファはベータの分散にはより効果的と考えられるし、マネジャーの能力に依存するというのであれば、インフラにしてもプライベート・エクイティにしても依存するところは多く、不動産でもその要素はかなりあると思います。

株や債券みたいに上場されていてインデックスに投資できるわけではないから、オルタナティブはみなマネジャーの能力に依存するというで、そういう理由で排除してしまうのは納得がいきません。ましてや各組合にもそれを強制するのはどうだろうかと思えます。

○若杉座長 私が理解したことをお話ししますと、ここで、資料3の1でもって、わざわざオルタナティブ資産と書いてありますよね。オルタナティブ資産という意味はアセットのことを言っているのであって、メソッドのことを言っているのではないというのですよ。ですから、空売りとか、ロングとかショートをいろいろ組み合わせてやる、そういうやり方を考えているのではなくて、運用対象、テクニックとしての対象じゃなくて、アセットとしての対象を広げるという意味だと理解したのですが。

ですから、その辺は書きぶりを少し工夫されたら良いのではないかという気がします。だから、ヘッジファンド自体が非常に曖昧な定義ですよ。

○高濱投資専門員 そうですね。意図といたしましては、新しい資産に投資をします、新しい手法は今回検討対象外としていますということでございますので、ちょっと読みづらいというご指摘でございますので、そのところは書き方を考えたいと思います。

○若杉座長 今日の資料は項目の頭出しということですから、説明は不十分かもしれません。そういうところに配慮して説明していただけたら良いと思います。

私、本日になって気がついたことがあります。分散投資が目的だと書いてあります。しかし、分散投資は、最終的にはリスク・リターン効率を高めるための手段ですから、例えば資料3の2のところ、「多様化は管理積立金の分散投資を進めるために行う」のではなくて、「分散投資によりリスク・リターン効率を高めるのが目的だ」という言い方をしたほうが良いのではないかと思います。

ほかの箇所にも、分散投資が目的みたいに書いてありますが、分散投資はあくまでも手段、方法と位置付けるのが正確な表現だと思います。その点、検討していただけませんか。

○高濱投資専門員 分かりました。書き方等については検討させていただきます。

○若杉座長 そういう立場であれば、浅野委員が指摘された分散投資を必ずしなければならないのかという疑問に対する答えが明確になるとと思います。あくまでもリスク・リターン効率を高める限り分散投資をするということです。みなさん、そういうことでよろしいですか。

○浅野委員 ヘッジファンドをわざわざ除外する意味が分かりませんでしたので。

○若杉座長 そこは言葉使いを工夫していただければと思います。

ほかによろしいですか。

はい、どうぞ、徳島委員。

○徳島委員 1点、今のところに関連してですが、私は基本、オルタナティブ資産という言い方から入るということは、これまで取組んでこられたこと等を考えるとあり得るかなとは思っております。ただ逆に、参考に書いてある表現ですが、このロングオンリーと異なる手法を用いる投資戦略は対象としないことについて、あまり強制的に言い切っていただきたくないなという気がしております。

具体的に何を申し上げたいかという、例えば株式におけるワンサーティ・サーティのような投資手法を必ずしも否定する必要はないと思います。純粋な空売りは多分否定される趣旨だと思いますが、完全な100%ロングオンリーだけではないものも容認されているという理解で良いかと考えております。

○若杉座長 まだこれから詳細な記述に入るといいますので、そのときにいろいろ入れていただくということで先に進めたいと思います。

千田委員、どうぞ。

○千田委員 そもそもなぜオルタナティブ投資かという点について、管理運用方針の議論の中で、運用対象の多様化で分散投資の効果が認められること、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といふ点などを議論していますが、これらの点との整合性をとるこ

とが重要ではないかと思えます。

また、投資対象については、最初から限定せずに、むしろ管理体制や商品の特性のところで線引きをすべきではないかと思えます。

○若杉座長 どうもありがとうございました。

川北委員、どうぞ。

○川北委員 最初、村上委員がおっしゃったところと多少関係すると思えますけど、資料3の6のところのポツの4つ目、5つ目、ここに対象資産の多様化の状況と書いてありますけれど、ここの意味が何かいま一つよく分らないです。リスクとリターンの状況を多分意識されているのかなと推測しますけれども、そのあたり明確に書いていただいたほうが良いのかと思えます。村上委員のおっしゃったようなところも踏まえて、もう少し具体化されてはどうでしょうか。

それから、同じく下から3つ目、資産の評価と書いてありますけど、これもどういうことを評価するのか。そのあたりも明確化されるということで対応していただければ、村上委員のおっしゃったところももう少し明確になるのではないかなと理解しました。

○若杉座長 ありがとうございます。

たくさんご意見が出ましたけど、ぜひうまく反映させていただければと思えます。

時間の関係もありますので、先に進めさせていただいてよろしいですか。

どうもありがとうございます。

それでは、最後、議事の3ということですが、**「退職等年金給付積立金（新3階）の管理運用の方針について」**という議事に入りたいと思えます。

それでは、これも事務局から、大森部長、お願いします。

○大森資金運用部長 かしこまりました。資料の4をご覧ください。新3階の、まず基本ポートフォリオの検討状況についてご報告をさせていただきます。

ただ、この記載内容、前提事項ですけれども、まだ政省令等、現時点においても検討中のものであります一方で時期も迫っておりますことから、未確定の内容の部分もかなり含まれておりますが、地共連事務局、私どもの分析、責任において記載をしているという前提についてご理解を賜ればと思えます。

内容に移ります。

まず、財政の推計の前提でございまして、基準利率につきましては、スタート段階において、10年国債利回りの1年、5年平均の低いほう、すなわち1年平均ですけれども、

0.48%。付与率については仮置きですが、法律上の上限の1.5%を機械的にここでは置いておきます。

運用の目標ですけれども、これについては予定利率を勘案して決定するものとなる見込みとなっております。

予定利率については、下の囲みの中の（i）、後ほど申し上げますが、前半の部分について勘案して定めるものでございます。

基準利率の求め方がその下に書いてございますけれども、これまでも何度かご案内差し上げておりましたが、10年国債の利回り、それから運用の見通しに基づく率ということで、①②は10年国債の1年、5年平均の低いほう、それから③④、国共済とそれから地共済の運用の見通しを勘案するというのが、今、政府で検討されております。10年国債利回りのほうが低い場合は国債の利回り、それから運用の見通しのほうが低い場合はそちらのほうを考慮するという形になってまいります。例えば、金利上昇局面において、持っている資産の利回りが低いということで運用の見通しが足元の利回りを下回るという場合については、その分、引き下げるという趣旨でございます。

これに加えて、（ii）といたしまして、利差損益、過不足に係ります剰余不足、これを10分の1ずつ埋めていくことが検討されております。

それから、おめくりいただいて2ページ目でございますけれども、3の投資対象資産、これは政令におきまして1・2階、厚生年金部分と同様に、国債、株、信託等と幅広い資産を保有し得るという内容で記載をされる見込みでございます。

以上をもとに、4で、新3階の財政の推計に移らせていただきますが、（1）といたしまして、国債の利回りのみ、基準利率を10年国債の1年、5年平均のみで算出した場合、この試算について別紙1から3ということで、下にご用意させていただいております。これについては前回までの委員会でもご報告しているものと基本的に同様でございます。

まず、別紙1の1ページ、長期金利が一定の場合、10年国債ラダーを組みますと、これについては長期金利、それから基準利率、運用利回りが一致をするということで過不足が出ないと。

下の20年国債ラダーですと、10年国債と比べまして、一般的に良い利回りが得られるという部分で、その分剰余が積み上がるということでございますが、おめくりいただいて、シナリオEというような、3.9%まで上昇すると仮定をいたしますと、金利上昇局面において、持っているものの運用利回りが基準利率を下回る、すなわち不足が出ると、棒グラフが下に飛び出る局面があるということでございます。

隣の別紙1の(3)のシナリオGという、2.8%という一定低い金利まで下がるという仮定においても、程度の差はあれ同じ傾向でございます。

それぞれのページの下の20年国債ラダーにおいては、金利上昇局面においては、超長期債のほうがより負けるという部分が出てまいりますことから、下のほうに膨らむ局面がありますものの、スプレッドが乗っておるということで、プラスがされる部分があるということで、最終的な、金利が落ちついた段階では一定のプラスがありますものの、底に沈む局面がどうしてもあるというようなことでございます。

別紙2、別紙3につきましては、一部、機構債というようなスプレッドを乗せた場合ですとか、それから20年債との組み合わせでラダーを組んだ場合等々について整理をしております。これについてはお目通しをいただければと思います。

ここまでについては、委員の先生方には事前に一定ご説明をさせていただいた部分でございますけれども、先ほどの1ページにありましたとおり、国共済、地共済の運用の見通しをこの基準利率に考慮するということになってございまして、今その方向で検討が進んでおりますことから、この運用の見通しを考慮して基準利率を修正する、すなわち引き下げた場合のシミュレーションもすべしというご指示をいただきまして、この4の(2)にありますとおり、端的に申し上げますと、基準利率を引き下げて算出したシミュレーションを別紙4、5、6という形で新たにおつけいたしております。

別紙の4をご覧ください。これは先ほどの別紙の1から一定運用の見通しを考慮し、基準利率を引き下げたというものでございます。ただ、この2～3日で作業をしておりましたことから、若干細かい部分の調整がきいておりませんで、少しでこぼこありますけれども、概ねの傾向としてお聞きいただければと思います。

まず、別紙4、別紙1のそれぞれの1ページ、基準利率が一定の場合、10年国債におきましては基本的には、別紙4において多少剰余が出ておりますけれども、基本的に過不足がないという目でご覧いただければと思います。20年国債についても同じということでございます。

ここまで同じなのですが、おめくりいただいて、それぞれの2ページをご覧ください。

別紙4の2ページ(2)シナリオEのように、金利が上昇する場合の10年国債ラダーでございます。これについては、運用利回りを考慮しない場合において、2021年度あたりから単年度の不足が出まして、2023年度ごろから累積でも不足が出るというような試算でございましたが、その単年度のマイナスをここでは生じないことになるということでございますので、基本的に剰余不足の額については、単年度は減らない、横ばいかあるいは増える方向という形になって

まいります。

したがって、10年国債ラダーの絵を見ていただきますと、少し一旦上に出て、そこから沈まないというような形で、不足が出ないという形になります。シナリオGについても同様です。

それから、それぞれのページの下、20年国債ラダーにおいては、沈むときに沈まないで、一定プラスが出る局面で20年国債、超長期債のプラスの спреッドが得られますことから、超長期的には一定の剰余が積み上がると、このような試算結果になってまいります。

別紙5、別紙6で一定、機構債を入れた場合、あるいはいろいろミックスした場合においても同様でございますが、基本的にはマイナスが出ないで、それぞれの状況に応じて一定のプラスが積み上がるというような試算結果になっているということがご覧いただけるのではないかと思います。

詳細の数字等につきましては、時間の関係もございまして後ほどご覧いただくこととして、本体資料、資料4の説明の続きに戻らせていただきます。

こういった推計を踏まえまして、2ページの真ん中、基本ポートフォリオ（案）の検討に移らせていただきます。

最適化計算を行うわけですが、その前提として囲みのおりとしております。

経済シナリオですが、1・2階部分と共通のEをもとに、金利が10年後まで均等に上がっていくというような形で想定をしております。本来、ケースGなりについても作るべきかと思っておりますけれども、本日の段階では作業等の関係で間に合っておりません。Eのみやっているということについてご理解を賜ればと思います。

それから、ベンチマークについて、国内債券は制度の趣旨を勘案いたしまして、10年国債によるラダー型運用を行うと。そして、持っている資産の評価は簿価によって行うという形のベンチマークを仮定して置いております。

そのほかのリスク性資産については1・2階と同様の前提を、ベンチマークそれから期待リターンとリスクというところについて同様の前提を置いております。

以下省略させていただきますが、こういった前提のもとに、最適化計算の結果を3ページでご紹介を申し上げます。

まず、国債の利回りのみ、1年、5年平均のみで基準金利を算定した場合でございますが、この結果は別紙の7で整理をしております。

想定運用期間を5年から25年まで5種類作っております。1ページ目の、今後5年において

は国内債券が100%ということで、債券のみで期待収益率を達成できるということでございませぬけれども、10年以降のところでは一定劣後する部分がございます、リスク性資産が一部入ってまいります。今後10年で国内債券が96.2、すなわち4%弱の国内株式以下のリスク性資産が入ると。

以下おめくりいただいて、15年、20年、25年とご覧いただきますと、それぞれこのリスク性資産が10%弱の範囲内に入っているという結果になるということをご覧いただければと思っております。

この場合の下ぶれリスクというのを一応検討しております、その下の別紙の8でご用意をいたしております。

これは今後15年というところの国内債券が、一番構成割合が低い、すなわちリスク水準が高い、といいますが1.44%ということではございますが、この最適化計算結果でモンテカルロシミュレーションを行ったものでございます。

この新3階、第1期は3年半と短くございまして、実質的に次回の再計算を行って見直すのが8年後と現在想定をしております。2023年の段階での積立比率をご覧いただきますと、1%で96.0という積立水準になるというシミュレーション結果になってございます。

より超長期では、この黄色の網掛けあるいは赤い字で95を下回ると、5%以上の不足が出る局面というのも一定想定されますものの、8年程度であれば99%以上の確立で、95%の積立水準は確保できるというようなシミュレーション結果になってございまして、リスク性資産、当然程度にもよりますけれども、この程度であれば一定下ぶれリスクも限定的であるというシミュレーション結果と理解をしております。

本体資料に戻っていただきまして、3ページ2の(2)です。運用の見通しを考慮しまして基準利率を計算いたしますと、先ほどご覧いただきましたように、別紙4、5、6でご覧いただきましたとおり、別紙4ですね、10年国債のラダー運用であってもこれは不足が出ないという仕掛けになってございますことから、リスク性資産は要らないという結果になってございます。これは何年でやっても自明でございますので、シミュレーション結果をおつけいたしてございませぬが、こういう結果でございませぬ。

以上の最適化計算の結果等を勘案いたしまして、3、基本ポートフォリオの案ということでお示ししております。

これらの計算結果、それから制度発足当初についてはゼロから始まります。年間2,500億から3,000億円程度の積み上がりかと思っておりますけれども、そういったことから、当初は積

立金の規模が小さいということを踏まえまして、当面は基本ポートフォリオ案については国内債券100%としてはどうかと考えてございます。

なお、当初は旧3階で整理をいたしておりますが、順次、新3階に移ってくる部分が一部ございます。独自資産（不動産、貸付）については国内債券に含めて管理をします。また、これも1・2階と同様ですが、短期資産、これはこの100という数字の中で管理をするということによって考えてございます。

次に、4、国内債券の具体的な運用方法でありますけれども、これについては10年国債ラダーでもいいわけでありまして、国債と同等の信用リスクと評価をし得る債券、具体的には地方債ですとか地方公共団体金融機構債などというようなところで、一定の利回りを稼いでいくという部分ですとか、超長期債、20年債ないしは30年債等々考えられますけれども、そういったもののラダー運用を併用することによりまして、リスクの抑制に努めた上で、ポートフォリオの期待収益率を高めるよう努めるものとするとしてはどうかと考えております。

なお、資産のところでも申し上げましたとおり、満期保有の債券ですので、簿価基準で運用評価を行いますけれども、ディスクロージャーの際には時価も参考情報として開示することを考えております。

最後に、5、リスク性資産の保有でございますけれども、こちらについては一定のリスクを抑制する中で、下ぶれリスクを十分に捉まえた上で一定入れる余地はあり得るものとは思っておりますけれども、積立金の残高の推移、すなわち一定たまってきた段階、あるいは今後の財政再計算の結果を踏まえて改めて検討することとしてはどうかと考えてございます。

以上、基本ポートフォリオ案の内容でございまして、これを含めた資料5をご覧くださいますと、退職等年金給付積立金に関する管理運用の方針（案）をご提示しております。

こちらについての作り方の方針だけざっとご案内申し上げておきますと、1・2階ないし旧3階のこの管理運用の方針を先ほどご審議いただきましたけれども、これをもとに新3階、こちらの特性に応じまして、例えばでございますが、1ページ目の真ん中の網掛けにございまして、国債利回り等に連動する形で給付水準を定めるキャッシュバランス型年金の特性を踏まえ云々ですとか、その下、国内債券による運用を中心とするというようなところで、新3階の特性を踏まえた形で書き直す方針ではどうかと考えております。

そのほか、旧3階と同じように、制度発足当初においてはいわゆるオルタナ資産を持たない方針にするというような、そういった所要の修正を加えた案といたしております。

ただ、資料の4のとおり、まだポートフォリオ案について検討中でありまして、ポ一

トフォリオの部分についてはペンディングとさせていただいておりますほか、この新3階の部分については特にワーキンググループ、事務方段階でも先週より議論を始めたところという段階でまだございますので、調整も済んでおりませんが、大きな考え方等々についてこの場では議論をいただければと考えてございます。

以上、資料4と5の説明でございました。

私からの説明は以上でございますので、よろしく願いいたします。

○若杉座長 ありがとうございます。

では、ただいまのご説明について、ご質問、ご意見等お願いいたします。

浅野委員、どうぞ。

○浅野委員 確認をしながら少し意見を申し上げたいと思います。問題はこの基準利率ですが、資料の1ページの①②、これの低いほうが一応ベースになって、それに③④が時によってきいてくるということですね。

基本的には10年の新発物の利回りで基準利率が決まってくるのだから、10年国債のラダー運用で大体は良いはずだと考えられますが、今後、金利が上昇していく場合、どうしても後追いになるので資金が足らなくなってしまいます。でも、5年ぐらいだと②がきいてきて、過去の低い金利のおかげで10年ラダーでも賄えるということのようですが、加入者にとっては少し不満が残りますね。

さらに、その先になると、過去の金利が低かったことがきいてこなくなり、①②の低いほうを達成するにも少しリスクを取らないといけないということですが、その場合、今度は③④がきいてくることとなります。③④はどういうのかというと、債券で利息が確定している分だけをカウントし、基準利率にするとということ、つまりそれが低かったらそっちのほうきいてくるということになっているわけです。

私は、長期的に見ると、少しリスクを取って、できるだけ①②を達成するのが良いかなと思いますが、でもそうすると、③④がきいてきて基準金利下がってしまいます。リスクな資産を入れると債券の利回りの見通しが下がってしまうからです。そういう場合、結局、加入者はどっちが良いのだろうか。運用者としてのリスク管理だけでなく、加入者はどっちのほうが良いのだろうかということを考えないといけないのではないのでしょうか。

リスクを取って剰余が出た場合、5年ごとの再計算で、その剰余はその後、10年にわたって分配されることとなりますが、それは、かなり後でないともらえないことを意味します。そういうことを考えると、運用の管理者としてのリスク・リターンだけでなく、加入者は果たして

どっちのほうが良いだろうかということも考えないといけないのではないかという気がいたします。

さらに、③④の低いほうということですが、③④は国共済と地共済の利回りの見通しです。そうすると、国共済と地共済でばらばらなことをやって、どちらかが債券の比率を低くして見通しを低くしてしまったら、それに影響されてもう一方も基準利率を下げられてしまうということが起こります。そうすると、運用方法はちゃんとすり合わさないといけないのではないかという気がしますが、そのあたりはどういう手はずになるのでしょうか。

○若杉座長 大森部長、お答えをお願いします。

○大森資金運用部長 この考え方で運用をしていった場合の先行き、すなわち基準利率が下がると、結果として給付水準が、これを考慮しなかった場合と比較して低くなるという点については委員ご指摘のとおりか考えております。

でも、地共連、私どもといたしましては、国からこのように運用の目標を示されて、それを満たすようなものをできるだけリスクを低減して確保せよというご指示でございますので、その限りにおいては国内債券だけで足りるというのが今回のシミュレーション結果ではございません。

ただし、結果としてうまくより多くの収益を上げることができれば、逆でありますけれども、積立金が積み上がって将来の給付等にとっても好影響を与えるということでもありますので、ここは、総務省などにも伝えて、今後、議論をさせていただきます。まだ足元ではこの積立金の残高が非常に小さいということで、遺族給付等に支障を来してはいけないということもありますので、当初段階においては国内債券ということで置かせていただく案にしておりますけれども、将来的なリスク資産の持ち方については、我々としても先生と同じような問題意識を持っておりますので、よく議論してみたいと、このような状況でございます。

○若杉座長 よろしいですか。

ほかにいかがですか。ご質問とかご意見ございませんか。

もし特になければ、この後も別の研究会がありますので、このあたりにしたいと思っておりますけれども、よろしいですか。

それではこの件については以上として、最後に議事の4「その他」について、事務局からお願いいたします。

○津田企画管理課長 それでは、資料6のスケジュールについてご説明いたします。

次回、第9回は既に日程調整をさせていただきまして、7月22日水曜日、時間ですけれども、

14時半から16時でお願いしたいと考えております。

内容といたしましては、新3階の基本ポートフォリオ、それから管理運用の方針、あとオルタナティブ投資の運用方針、また今後、協議、確認等によっては、旧3階の管理運用方針ということになるかと思えます。

それから、第10回につきましては9月にやることを検討しております。内容等は未定でございますけれども、そういう予定になっております。

以上でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

それでは、以上をもちまして、本日予定しておりました議事が全て終了しました。

どうもありがとうございました。

午後2時52分 閉会