

第9回地方公務員共済組合資金運用検討委員会

平成27年7月22日（水）

地方公務員共済組合連合会

午後2時24分 開会

○津田企画管理課長 それでは、時間より少々早いですけれども、ただいまから第9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。次第、それから座席表、資料1、新3階部分に係る基本ポートフォリオ及びその運営方法についてという資料があるかと思えます。次に資料2といたしまして、新3階の管理運用の方針。それから資料3で、リスク管理の実施方針（案）。資料4で、オルタナティブ資産への投資に係る運用方針（案）。資料5で、合同運用についてという資料。その後、資料6といたしまして、一元化後の地共連の資産運用体制（案）でございます。最後に、本委員会限りとしておりますけれども、地共済全体のポートフォリオ状況、3月末資産残高となっております。

落丁、乱丁等ございましたらお願いいたします。資料はよろしいでしょうか。

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。東京都職員共済組合につきまして、オブザーバーが山手事務局長に変更となりました。本日は所用でご欠席のため、太田管理部長が代理でご参加いただいております。

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。猛暑の中を大変ありがとうございます。それでは、早速議事に入らせていただきます。いつものように、議事の進行について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、「地共済全体の新3階の資金運用について」、「管理運用の方針（新3階）について」、「リスク管理の実施方針について」、そして「運用対象の多様化に係る運用方針について」、さらに「合同運用について」、「一元化後の地共連の資産運用体制について」、「その他」の7本となっております。

初めに、内容が関連しますので、議事1、地共済全体の新3階の資金運用についてと議事2、管理運用の方針（新3階）について、2つ合わせて取り扱いたいと思えます。その内容については、大森資金運用部長より最初に説明をお願いいたします。

○大森資金運用部長 かしこまりました。

それでは、まず資料1をご覧ください。「新3階部分に係る基本ポート及びその運営方法について」と題した資料でございます。

まず、基本ポートフォリオですけれども、これは前回6月の本委員会でもご検討いただいたところでございますが、新3階の積立金の運用につきましては、政令において株式等のリスク

性資産の保有が1・2階等と同様に認められる見込みではございますけれども、この新3階の制度が国債の利回りをもとに運用の見通しを考慮して基準利率を設定することになりますため、運用の目標を下回る可能性が低くなる保守的な制度設計となっておりますこと。また、積立金ゼロというところから始まるということも勘案をいたしまして、まず、当初の段階におきましては、基本ポートフォリオとしては国内債券100%という形で始めさせていただきたいと考えております。

また、(2) 目標利回りという欄に記載しておることでもございますけれども、省令においては、運用の目標は、制度上必要となります利率である予定利率を確保できるように定めると。また、地共済、KKR、国地方共通となるように定められる見込みでございます。

また、年金財政上の予定利率、10年国債に係る新規応募者平均利回りをもとに決定されますことなどから、目標とする利回り、運用状況の評価のための利回りは簿価基準とする予定とされております。

2ページをあけていただきまして、今簡単に申し上げましたけれども、具体的な運用の目標として想定されるのは、この枠囲みのおりでございます、10年国債利回りの直近1年ないしは5年平均の低いほうに国共済及び地共済の運用の見通しを勘案するということが想定をされております。

引き続き、2の運営方法に係る基本的な方針の説明に入らせていただきます。

運用手法としては、このような制度でありますことから、2行目以下に書いておりますけれども、制度の安定的な運営に資するために、運用利回りと基準利率との乖離を抑制する必要があることから、原則として国内債券の満期持ち切り運用とすることとしたいと考えております。

また、基本ポートフォリオの期待収益率という欄でございますけれども、今申し上げました運用の目標を確保することを前提とした上でですが、リスクの抑制に努めた上で、組合員、受給者の利益を最大化するために、期待収益率を高めるよう努めることとしたいと考えております。

さらに3、保有する債券の種別の検討というところでございますけれども、(1)は繰り返しのようになります。制度設計が保守的であるということと、ゼロから始まるということを書いております。

3ページ、(2)ですけれども、選択に当たって留意すべき事項ですが、先に申し上げましたとおり、債券の持ち切り運用を原則とするということ踏まえ、10年以上にわたる元本毀損リスクが生じないということが求められると考えております。したがって、保有す

る債券の種別としては、国債、地方債、あるいはこれらと同等の債券に限る必要があるかというように考えております。

こういったことを前提に、4の中で、保有する債券の年限について、一定のシミュレーションをもとに検討をいたしております。

シミュレーションの考え方は3ページに大きく示しております。3つの前提を幾つか置くということでございまして、①経済シナリオということで、長期金利が足元の水準から上にも下にも行かない一定と前提を置いたものがアでございます。

それからイで修正ケースE、ウで修正ケースGと書いておりますけれども、それぞれ財政再計算、あるいは厚生年金におけます財政検証で用いました経済再生ケースあるいは参考ケースをもとに一定の金利上昇をするという前提で、このシナリオを設けたものでございます。

②ですけれども、20年国債と10年国債のスプレッドの水準ということでございまして、アの楽観シナリオが、足元の約75ベースという水準で固定をしたもの。一定、20年債のほうが、スプレッドが広くて10年債よりも高い金利利回りが得られるという想定でございます。

イの基本シナリオですけれども、昭和61年以降としておりますけれども、長期の平均的な水準、55ベースで固定をするもの。

また、リスクシナリオといたしまして、20年債、10年債と比べてあまり開かない、約35ベースの設定をいたしております。

さらに、制度開始時の年齢といたしまして、22歳、いわゆる大学の新卒というもの。さらに30、40、50歳と10年刻みで開始時の年齢を設定いたしております。

これらのシミュレーションの結果が4ページに文字で整理をいたしておりますけれども、あわせてこの資料の下に、別紙1から5までありますが、そのうちの1、2、3というものを順次ご覧いただければと思います。

長期金利一定の場合が別紙1ですけれども、これはいずれの年齢にいたしましても、20年債の金利が上乘せになっておる分だけプラスの効果が得られるという試算結果になっております。

別紙2が修正ケースEです。金利上昇がいつ、大きく4%弱までであるという前提でございますけれども、これでいきますと、概ね最終的には20年ラダーが優位に立つということではありますけれども、途中の段階、概ね20年後、30年後というあたりで、リスクシナリオにおいては100%を下回る局面があり得るということと、別紙2、ケースEの3ページ、制度開始時の年齢が40歳の方のリスクシナリオにつきましては、受給開始年齢においても100%を下回って回復まで至らない、98%強ということで2%ほど下回るというようなシミュレーション結果に

なっております。

別紙3の修正ケースGにおきましては、約3%まで上がるという前提ですけれども、この場合は、修正ケースEと同様の波を打つわけではありますけれども、受給開始時においては、いずれの年代、ケースにおいても100%まで回復をするというようなシミュレーション結果になっております。

これらから得られる示唆ということで、本体の資料の4ページ(3)に書いておりますけれども、概ね20年ラダーが有利ではありますけれども、一定のリスクシナリオのもと、ケースEの40歳かつリスクシナリオというベースでは下回るという局面があります。

ただ、20年ラダー100%ということであっても2%ほどですので、モデル年金額1.8万円に対しましては毎月300円程度の下ぶれというようなことで、その下ぶれリスクというのはありますけれども、限定的といえるのではないかと我々は考えております。

さらに(4)30年債の保有についても一定の考察をいたしました。別紙4で平成11年からの金利の推移をグラフでお示しをいたしております。下にスプレッドの平均のベースポイントを記載しておりますけれども、10年、20年のスプレッドの差が平均で66ベーススとなっており、20年、30年はその約3分の1、22ベーススというような実績になってございます。

こういたしますと、30年国債というのは、20年国債より10年長く持つということになりますけれども、そのことによって得られるスプレッドが余り大きくないということで、メリットが小さいと評価されるのではないかと私どもは考えました。

以上の考察を踏まえまして、5ページに具体的運用方法の案ということでお示しをいたしております。

まず(1)債券の種別ですけれども、こちらにつきましては、具体的には国債、地方債、それから地方公共団体金融機構債、さらには国または地方公共団体が債務保証を行った債券というような形で限定してはどうかと考えております。

また(2)として保有する債券の年限の検討ですけれども、先ほど別紙でお示しをいたしましたとおり、概ね20年ラダーのほうが有利でありまして、劣後をしてもその差は限定的なものであるということ。それから65歳の受給開始前に一時金を受給する場合、一定、途中の断面で100%を下回っている局面があるということはありません。

それから、中途退職した場合というのが、最後の別紙5でお示ししておりますけれども、途中で掛金の払い込みが終わって、あと運用になりましても、別紙5いずれのパターンにおいてもこれは100%を上回っているということなどを考慮した上で、結論といたしましては、さら

に基準利率が10年国債に係る利回りをもとに決定されるということも勘案をいたしまして、10年ラダーと20年ラダーの保有割合を5対5ということの基本としてはどうかと考えております。このことについては先生方のご意見を賜れると幸いです。

さらに、資料2でございますけれども、今のポートフォリオの内容などを踏まえて、新3階に係ります管理運用の方針（案）をお示しするものでございます。

なお、いろいろと加筆修正をしたような形になっておりますけれども、これは先般ご議論いただきました旧3階、経過的長期給付調整積立金に関する管理運用の方針に対しまして、その修正をかけるというような形でお示しをするのが分かりやすいかと思ひまして、そのような形をとらせていただいております。

主な修正点をご説明させていただきます。

まず1ページ、冒頭でございますけれども、この2行半、「準用する」ということを消しております。これは根拠法について、新3階の根拠法に改めるということでございます。

それから、5行目にありますとおり、退職等年金給付調整積立金ということで、名称をこの新3階のものに改めるというようなことを一連の中でやっております。

それから、このページの後半の部分になりますが、Iの1の（1）基本的な方針というところの3行目ですけれども、「国債利回り等に連動する形で給付水準を決めるキャッシュバランス型年金の特性を踏まえ」ということで、この新3階の特性をあらわす文章に変更をいたしております。

さらに数行下、リスク・リターン等の特性が異なる複数の資産に分散投資するという旨ですけれども、今回は国内債券100%のポートフォリオといたしますことから、分散投資にかかる規定を削除いたしております。

このページの最後、下の二行のところでございますけれども、「10年国債利回り等を勘案して決定される運用の目標」ということで、留保をかけさせていただいておりますが、ここは省令で示されるこの運用目標の書きぶりに、その省令が固まりました後に改めたいということで、ペンディングとさせていただいているものでございます。この点についてはご了承いただければと思います。

あけて2ページをお願いいたします

上から4行目ですけれども、国内債券100%の持ち切りということになりますので、「各資産のベンチマーク収益率」といったような記述を削除するものであります。

さらに3ページですけれども、ウの各資産にあります、外国資産についてのリスクですけれ

ども、国内債券しか保有しませんことから削除しております。

その次の株式運用における考慮事項。これも株を持たないことから削除をするものでございます。

3ページ真ん中の2、こちらは各組合員におけます組合積立金等に関する基本的な方針ということで、先ほどの地共済全体の部分と同じような修正を行っているというのが、まず1点でございます。

それから、1枚おめくりいただいて5ページをお願いいたします。

5ページのアの資産全体のところで、まず分散投資、あるいはリバランスというような複数資産を持つような規定を削除しておりますほか、ウからカのところの一連の修正におきましては、まず国内債券の持ち切りということでありますので、委託運用する必要がなかろうということで、自家運用を前提とする記述にして、委託運用に係る部分を削除するものでございます。

それから6ページ、④の運用手法ですけれども、こちらも国内債券を満期持ち切り運用という記述に改めるものでございます。

それから、⑤の機動的な運用、⑥の株式運用というところも削除をするものでございます。

7ページのスチュワードシップ責任、これも株に係るものですので削除をいたしております。

9ページをお願いいたします。2の基本ポートフォリオということで、基本ポートフォリオは国内債券を100%ということになります。注は、短期資産を保有はできるということ。それから、不動産貸付金という共済の独自資産について保有する可能性がありますので、国内債券に含むという注釈を置いております。

その下、ベンチマークについても削除をするものでございます。

それから10ページですけれども、こちらの各組合等におけます基本ポートフォリオを定めるに当たって遵守すべき事項ですけれども、これも国内債券100%ということで、幅がないことから、国内債券100という前提で組んでいただくという記述にしておりますのと、⑥は、これは1・2階、旧3階においては枯渇をするなどのキャッシュアウト対応の必要から、地共済全体の基本ポートフォリオに倣えないところの特例の記述でございますので、これも足元では不要であろうということで削除をするものでございます。

また、これは10ページの最後から始まりますが、そのほか必要な事項について、委託運用に係る記述の削除などを行っているものでございます。

以上、主な修正点を説明させていただきました。資料1、2、それぞれご審議をお願いいたします。

○若杉座長 どうもありがとうございました。

それでは、ただいまの新3階部分に係る基本ポートフォリオ、およびその管理運用の方針についてご意見、ご質問等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 この新しい3階部分ですが、従来からキャッシュバランス型だといわれていました。そのキャッシュバランス型では、基本的には一定のフォーミュラに従って付利をすることになっていまして、付利と運用にギャップが出た場合は、スポンサーが責任を持つ、追加で抛出をすとか、余ったら掛金が少なくて済むということになっています。

ところが、今回の新しい新3階は、キャッシュバランス型といっていますが、そういうのは全く違って、運用の実績に応じて付利もされるようになっていきます。今回は、運用の実績によって過不足が出たりした場合、何年間で償却するとかというのが書いていませんけれども、前回の説明ではそうになっていましたね。

そういう意味では、キャッシュバランス型はDBかDCかといったら、DB型に本来は分類されていますが、この制度は、どちらかというDC型、すなわち確定抛出でして、運用がうまくいかなかったら、加入者がそのとぼっちを受けるということになっているわけです。

しかも、2ページの「具体的な運用の目標について」に関連して、その制度の説明がしてありますが、ローマ数字のⅠに加えてⅡが加わっています。このⅡが微妙に作用して、加入者に影響が出ることとなります。キャッシュバランスとはいうものの、何か非常につかみどころがないような制度になってしまっているということです。

これに関連して、まず第1に、こういう制度になった経緯というか、加入者側というか、労働組合といったほうが良いかも分かりませんが、その人たちは、この仕組みについて理解されているのか、どういうふうに関与されたのかということが、一つお伺いしたいということです。

2番目に、それに関連して、先ほどの説明で、2ページの2の(2)ポートフォリオの期待収益率の中で、「組合員及び受給者の利益を最大化するため」という文言が入っていますけれども、こういう制度の中で、組合員及び受給者の利益を最大化するということは、どういう具体的な意味を持っているのか。例えば、極端に言って実績配当だから、株をもう少し入れてリスクを取って、リターンを高くするというのも考えられるのではないかと。あるいは、10年のラダーにするか20年のラダーにするかで、受給者、加入者の組合員の利益はどう変わってくるのか。それをどのように勘案して、先ほどの10年債と20年債を50、50という運用が出てきたのかということをお伺いしたい。

それと、3番目に、この新3階はとやかくいっても全然リスクは取らない、極力というか、ほとんど取らないという運用をされるということですが、これと比べて、旧3階は、債務が確定しているというか、追加の抛出もない制度にも関わらず、株式の比率が50%、外貨の比率が40%と、とんでもないリスクを取っています。この両者の間のギャップというのをどのように考えられるのか、どのように説明されるのかということをお伺いしたいと思います。

○若杉座長 大森部長、お願いします。

○大森資金運用部長 大きく3点かと思います。まず1点目ですが、今回の制度、キャッシュバランス型をもとに検討された制度ということで、特に今浅野委員がご指摘のキャッシュバランスの特性をいうところに主眼を置いてこの制度を比較してみると、やはりかなり違う制度であるというところは否めないと思います。

ただ、これは平成24年の法案を作成し、また審議をする過程で、この基準利率と、それから実際の運用の見込みあるいは実績というものが極力乖離をしない、今の文脈で申し上げると、その追加の抛出というもののリスクを極力抑えるというのが制度設計者たる国のお考えであるということなどを含めて、この新制度について説明がされたという経過を、我々も説明を受けておりまして、そういった考慮点というところを踏まえると、このように、2ページにありますとおり、国共済、地共済の運用の見通しというものを勘案して、国の言い方ですと、国債の利回り見通しからきちんと運用の見通しを下げ、乖離が生じないようにするというような設計になっておるといのが、この新3階の制度の基本的理解であるという説明をいただいているところでございます。

したがって、私ども実施者としてできることというのは、この運用の目標を所与の前提とした中で、できるだけその下振れするところのリスクを回避するという中で、可能な限りリスクの抑制に努めながら、給付の向上、あるいは掛金率の低減というものに努める、すなわち期待収益率を高めるということに、可能な範囲でできるだけ取り組んでいきたいというような考え方でございます。

その中で、株などのリスク性資産を持てるのではないかとご指摘をいただいております。私どももこの制度については、この下振れリスク、追加抛出のリスクを極力抑制する制度の中であっても、一定の株というものを持つ余地がある、あるいは持ったほうがよりリスクの低減に繋がる局面というのもあるのではないかとというような点については、国にも確認を求めてきたところでございます。

その一定の答えといたしましては、政令においては資料1の冒頭に書いておりますが、政令

において株式等のリスク性資産の保有を、これは排除するというのではなくて、1・2階と同じ範囲で持ち得るという制度設計でありますので、株などについては持ち得るという見解はいただいております。

ただ、この積立金、ゼロから新制度でスタート、新規に積み立てていくという制度でありますので、この第1期の基本ポートフォリオとしては国内債券、満期持ち切りというところから始めて、今後の財政再計算、そのポートフォリオの見直しという局面においては、株の保有も含めた収益の最大化というところに踏み込むかどうかという検討をしていきたいというような考えであります。

この2点目に絡めて、さらに10年債と20年債の比率、なぜ5対5なのかというご指摘もありますけれども、ほとんどの場合においては、やはり20年債のほうが有利であるというシミュレーション結果でありますので、もう少し20年債を多く、あるいは全て20年債でも良いではないかというような議論も有力ではないかとは思っております。

ただ、一定の方において、一定の局面においては10年債のほうが有利、20年債という制度の基本のところからずらして、超長期債を買うということによって下回るというような可能性もあるということ。また、繰り返しになりますが、制度の基本線が10年国債ということで、この制度発足当初、第1期ということもありますので、10年債のところにも重きを置いて、同じ割合、5対5ということではいかがかというのは、私どもでご提示をさせていただいている案でございます。

最後に3点目といたしまして、新3階と旧3階のリスク水準についてのご指摘でございますので、新3階は、制度としてとりうるリスクを限定させるという国のこの制度の趣旨というもの踏まえてこのようになっているものでございます。

一方で旧3階は、ご指摘のとおり閉鎖型年金ということで、新たな掛金収入がありませんので、極力リスクを抑えるべき点については、過去のこの委員会でも各先生方からご意見をいただいているとおりで、私どもも旧3階の制度の趣旨としてはそのようなことかと考えております。

ただ、制度発足当初におけます、特に資産側の積立金が幾らになるのかというのが分からないことから、当面1・2階と同じポートフォリオで始めさせていただきたいということで申し上げておまして、このことについては、積立金額が確定をしました暁にはきちんと検証をさせていただきますけれども、制度の趣旨というところから離れた理由ではあります。この10月からは、株あるいは外国資産が高い1・2階と同じようなポートフォリオで始めさせていた

だかざるを得ないというように考えておる次第でございます。

○若杉座長 そういう答えですが、浅野委員、よろしいですか。

○浅野委員 余り満足した答えではないですけども、やむを得ないですね。

○若杉座長 既に決まっていることもありますので、どうしようもないところも残念ながらあるわけです。

ほかに。

俊野委員どうぞ。

○俊野委員 各論的なところで2点ほどご質問させていただければと思います。

もともと、目標利回りが10年債のところで、20年債を交えることによって、利回りの向上を図るということで、これは非常に合理的なご判断だと思っております。事前のご説明の中でも、20年債利回りで利回りの確保・向上ができた場合には、コントリビューションホリデー的な、掛金の削減という形で加入者の方にも貢献できるというようなお話も伺っておりますので、私はそういう方針でよろしいのではないかと考えております。

1点細かい各論の点でご質問ですけども、10年債と20年債、同じ金額を購入しますと、20年債のほうを長期間持つこととなります。そのため、10年債と20年債を同じ金額ずつ積み立てますと、将来的には10年債のほうに先に償還されますので、20年債の残高のほうが多くなってきます。例えば、最終的なターゲットを1,000億円と1,000億円のように同じ金額にするのであれば、毎年の積立金額は50億円と100億円とか、20年債は半分になります。50%ずつというのは、積立金額が同じなのか、最終的な保有割合が同じなのか、どちらなのかを明確にさせていただく必要があるのかなというのが1点目です。

それから2点目は、私は、20年債はすべて国債でも良いのかなと感じておったのですけれども、団体の性格もありますので、地方債は比較的積極的に購入されていきたいというお話でございました。そういう意味では、どの地方債を買っていくのか、利回りが良いものを買っていくのか、そこら辺の方針はどのようにお考えなのでしょう。少し利回りが高いものというのは偏りが出てくる可能性がありますので、最終的に、例えば特定の地方債の構成比率に一定の歯止めをかけるとか、何らかの目安みたいなものも検討していただいたほうが良いのかなと、その2点でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。事務局、何かありますか。

企画管理課係長、お願いします。

○企画管理課係長 私から1点目のご質問について回答させていただきます。1点目につきま

しては、10年ラダーと20年ラダーの5対5という、この具体的なイメージを、どのようなことかというご指摘だったかと思います。

シミュレーションの上でもそうですけれども、各年度におきまして、債券を購入できる全ての掛金収入につきまして、この収入を等分、5対5で割って、それぞれで10年、20年を買いに行くといったことを前提にしてものを考えております。ですから、10年後には10年債が満期償還を迎えるわけですけれども、そのときには償還額と、それからプラスして、また別途購入しに行くということで、ほぼその段階では2倍の金額を購入しに行くことになると考えております。なので、今回、「10年ラダー」という言い方を申し上げておりますけれども、その金額の面で均等を買っていくという意味でのラダーというよりは、買える資金の100%でラダーを組んでいくという意味においてのラダーだと考えているところでございます。

○大森資金運用部長 それから2点目、どこの債券を買うのか、どれぐらい買うのかということですが、まず一つには、以前申し上げたかもしれませんが、地方公共団体金融機構債につきましては、直接相対で引き受けることに寄りまして、数ベース上乗せが得られるということ、我々は義務運用でやっております。この部分につきましては、当然機構の発行余力もありますのでご相談ではありますけれども、できる範囲内においては、各組合の要望を地共連で取りまとめるなどして、まず優先的に活用していきたいという点が1点でございます。

それから個別の地方債、あるいは共同発行債について、まず何を買うのかということですが、やはり債券運用の基本、有利な利回りの良いものを買うというのが一つ考えられるかと思えます。

ただ、この購入規模によっては、いわゆる財政状況が悪い方が一般的にスプレッドは乗るわけですが、そこで買い切れないというような状況になる組合も、これは複数考えられるところが現実的なところでして、そういう組合においては、やはり安定的に買うというところから、できるだけ幅広く買って行くというようなところになるかと思えます。

ただ、大小それぞれございますので、保有制限というようなところについては、一律の目標としては設けにくいということで、今回は設定しないこととさせていただきたいと思っております。

○若杉座長 俊野委員、そういうことでよろしいですか。

○俊野委員 はい。

○若杉座長 ほかにありますか。

徳島委員、どうぞ。

○徳島委員 私も今の具体的な購入対象のところ、資料1で申し上げますと5ページ目のところの具体的な運用方法に書かれているところが気になります。やや細かい話になりますが、(1)の債券種別の①から④につきましては、具体的に管理運用の方針の中では書かれていられないので、これはあくまでもご提示されているガイドライン的な位置づけと理解できるのではないかと考えています。

ここで、①に関しましても若干同じような形態のものもございますが、特に②、③の地方債と地方公共団体金融機構債について、ラダーを組むという方針を考えますと、例えば、均等償却償還債ですとか、ディープディスカウント債といったものについては、趣旨としては対象外なので、基本的には満期一括の10年物ないし20年物に限定すべきであると考えます。ただ、今回スタートの時点でラダーを組むということになりますと、新発債だけではなく、途中の残存のものも含めて購入するということになると思いますが、あくまでもラダーを組むという目的に沿った債券を購入するという理解でよろしいのか確認させていただけたらと思います。

○若杉座長 大森部長、その点いかがですか。

○大森資金運用部長 ご指摘のとおりのように認識をいたしております。この部分につきましては、実際の購入に当たりまして、やはり満期一括を基本に買っていきたいと考えております。

○若杉座長 ほかによろしいですか。

どうぞ、村上委員。

○村上委員 1点だけ質問です。最後の5ページですが、10年ラダー、20年ラダーの保有割合というのは5対5を基本とするとあります。これは、運営として、余り基本から外れた運用をしない、アローアンスを大きくとるとか、そのようなことは考えていないということでしょうか。といいますのは、これは2ページ上段の枠内の運用の目標のところ国共済と地共済の運用の見通しというのがあるのですが、運営上のアローアンスがあると、キャッシュフローの影響を除いてはそのあたりが利回り見通しに一番影響を受ける可能性があると考えられますので、実績の低いほうに引っ張られるというような現象が起こると思われるのです。そのあたりの全体のコントロールというのはいかに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。

○大森資金運用部長 基本的には、この方針がお認めいただければ5対5と思っておりますけれども、過去の例をみましても、一時的な断面だとは思いますが、10年債と20年債の金利がひっくり返っているような局面で、わざわざ低いほうの20年債を買うのかというような局

面もあり得ると思います。したがって、この5対5で固定というような方針は、なかなか打ち出しにくいということで、このような記述としているというのが1点ございます。

それから、KKRとの比較ということですがけれども、私どもの地共済においては、この複数のところで毎回申し上げておりますけれども、KKRよりは早目に検討をしております。KKRがどのような方針で買うのかというのがまだ見えていないということが一つ。それから、KKRにおいては、旧3階のほうが我々より先に枯渇する。すなわち独自資産である貸付金、不動産の部分が、新3階に我々より早く、より多く来るということが見込まれておりますので、この地共済、国共済の運用の見通しというのが揃うのか、揃わないのかという二者択一でいきますと、揃わないというのが現実の状況でございますので、これは地共済としてこのような方針で考えているという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。

どうぞ、千田委員。

○千田委員 2点確認させてください。運用上5対5を基本とする点ですが、毎月200～300億円程度の掛金をその都度投資に振り向けるという理解でよろしいですね。

また、逆イールドの際には、より有利な債券へ投資をするなどのアローアンスは考慮されていて、債券運用のインハウスについて管理体制を整備されているという理解でよろしいでしょうか。

○大森資金運用部長 全て今おっしゃっていただいたとおりで結構でございます。

○若杉座長 ほかにいかがですか。はい、田中委員、どうぞ。

○田中委員 不勉強な部分もございますので、確認の意味で質問させていただきます。今回出された方針と、考え方は、10年国債をもとに基準利率が決定されるということと、ゼロから積み立てを始めるということなどを勘案すれば、やはり国債、地方債、それに類する債券に限定した運用でスタートする点については、一定理解はしますし、妥当なのだろうと思っております。

その上で、保有する債券の評価方法について確認したいのですが、厚生年金部分のポートフォリオ、これを見直す場合に、その理由の一つに、債券中心のポートフォリオでの金利上昇局面における保有債券の評価損の問題が挙げられていたと思いますが、新3階においては、満期持ち切りを前提としているというようなことなので、こういった場合の評価方法について、どのような手法を用いて評価をされるのかというようなことが一つ。

それと、管理運用方針の（案）では、株式運用における考慮事項で、E S Gに関する記述が削除されております。新3階は国債、地方債を中心にとりうようなことです、結果的には、E S Gへの考慮の余地がないからと理解はいたしますけれども、将来的には、運用対象の見直しによって株式等が追加されれば、E S Gへの考慮も必要と思いますが、そのように修正していくという理解でいいのかという点、以上2点お願いします。

○大森資金運用部長 まず1点目でございますけれども、今回、この資料1の1ページの一番下にありますとおり、評価等についての利回りは簿価基準ということで、国からも示されているところでございます。これは時価評価の原則の場合でも同様ではありますけれども、満期持ち切りということになりますと、この元本のところの評価の増減というところは、持ち切ることによって影響しなくなります。そういうことから、これは簿価評価ということで、かつその1・2階でありましたようなリスクというのは発生しないというご理解で結構かと思っております。

2点目のE S Gの点ですが、これもおっしゃっていただいたご指摘のとおりでございます、今回、株を持たないというポートフォリオになりますので、株式における考慮事項ということが要らなくなるということでもあります。今後、株を持つというポートフォリオに変更する場合には、リスク管理などのほかの部分も同様ではありますけれども、ご指摘のE S G投資に関する部分も、きちんと記述をして、そこについても考慮をしていくということになるかと思っております。

○若杉座長 よろしいですか。

ほかにはいかがですか。どうぞ、川北委員。

○川北委員 2点ありまして、1点は、今の質問にも関係しますけれども、評価は簿価だということですが、時価で評価した場合のものが参考情報として開示されるのかどうか。その開示の方法に関しまして、例えば運用利回りがどうなるのかとか、インカムだけの評価と、それからキャピタルを含めた評価がどうなっているのかも、少し具体的なイメージを教えてください。

それからもう1点は、少し先の話になると思いますが、掛金というか、積立金が増えていったときに、運用方針の見直しがあり得るのかなと思います。今は債券100%になっているわけですが、株式等が入る可能性が出てくると思います。この、今決めようとしている運用方針の見直しは、どういうタイミングで行われる予定なのか。以上2点を教えていただければと思います。

○若杉座長 大森部長、お願いします。

○大森資金運用部長 時価で評価した場合の水準というものについても、やはりこの貴重な積立金をお預かりしている立場ということで、そこは計算をしてお示しをしなければならないと考えております。

ただ、この階はほかの階と違いまして、簿価を基準とするというのが原則でありますので、その表示方法については、区別できるような形で工夫をしまいたいと思っております。

それから、この管理運用の方針の見直しということですが、特に基本ポートフォリオにつきましては、9ページに、ほかの階と同じように、「基本ポートフォリオの見直し」という項目があるわけですが、ここはあえて残しております。定期的に基本ポートフォリオの検証を行うということで、それで必要があると認める場合においては見直しを行うというようなことが書いております。

これに伴って、例えば株を持つということでありましたら、先ほどの田中委員のご指摘のようなESG、あるいはリスク管理、スチュワードシップ等々がまた戻ってくるというようなことがあろうと思います。

これ以外の部分につきましても、特にその手続規定等を設けているわけではありませんけれども、この委員会でもご議論をいただいた上で修正をかけていくということはあるものと考えております。

あと、1点申し忘れましたけれども、基本ポートフォリオ、ほかの階は経済前提で、5年ごとの検証、再計算を行う予定でございます。随時あるいは毎年度検証を行うという予定にはしておりますけれども、この5年に1度というのが、大きな見直しの契機に事実上なってくると思っております。以上です。

○若杉座長 よろしいですか。

では、この点はよろしいでしょうか。

それでは、この議事の1と2に関しましては、以上で終了したいと思います。

本日ご議論いただいた管理運用の方針（案）については、細かいことについては事務局にお任せしようと思っておりますけれども、全体としては委員会として了承したということにしますので、よろしく願いいたします。

この管理運用の方針（案）の今後の取り扱いについて、事務局より説明をください。

○津田企画管理課長 ただいまご了承いただきました管理運用の方針（案）でございますけれども、8月の運営審議会に報告をするとともに、正式手続を経るほか、各共済にお送りをした

いと考えております。以上でございます。

○若杉座長 ということでございますので、ご了承ください。

それでは、次の議事に移りますが、議事3ということで、リスク管理の実施方針について、でございます。藤原総括投資専門員より説明をお願いしたいと思います。

○藤原総括投資専門員 それでは、お手元の資料3、積立金の運用に関するリスク管理の実施方針（案）、こちらをご覧くださいたく存じます。

本実施方針（案）でございますけれども、管理運用方針の規定に基づき作成いたしました。

ただ、先ほど新3階の運用方針のご説明がありましたが、管理運用の方針は1・2階、旧3階、新3階と分かれております。ただ、こちらの規定につきましては、これら3つの階層を1つの方針にまとめております。といいますのも、管理運用の方針にあるリスク管理の文言等々は重なる部分がありますので、これにまとめて書いた内容となっております。

まず、全体の概要でございますが、こちらは項番1～5となっております、この1から5にかけて、まず積立金の運用の特性を踏まえ、地共連並びに各組合等がそれぞれの管理運用する積立金に関しまして、ここに記載の管理指標などを用いてリスク管理を行い、そのリスク管理の状況を運営審議会に報告するという大きな流れ、構成になってございます。

1ページをご覧くださいまして、まず上段のところ、前書きですけれども、こちらに「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」云々でございますが、それ以降、1・2階、旧3階並びに新3階の各管理運用方針の規定に基づいてこの実施方針を定めた旨を記載いたしてございます。

次に項番1、リスク管理に関する基本的な考え方でございます。

リスク管理におきましては、どのような積立金の運用が行われるか。ここが大事なポイントでございますので、ご案内のこととは存じますけれども、長期的な観点から安全かつ効率的な運用を行うこと、分散投資であること、これを示してございます。

次に項番2、リスク管理の実施主体及び管理対象に進みます。

こちらにおきまして、やはり地共済全体の管理となります積立金が複数の口座になっておりますので、それぞれの主体と対象を明示いたしております。

(1) のところで、厚生年金保険事業の管理積立金とありますが、こちらがいわゆる1・2階部分でございます、①のところで連合会が行います地共済全体の管理につきまして、また②のところは各組合等のレベルを記載しております。

以下、(2) のところが旧3階の部分。次のページにお進みいただきまして、(3) のとこ

ろが新3階部分に関して同様に記載いたしてございます。

さらに、2ページの項番3、リスク管理の方法をご覧いただきたく存じます。

以下の(1)連合会が行うリスク管理。こちらに連合会が地共済全体の積立金のリスク管理を行う観点からの実施事項を記載いたしております。

①のところ、資産全体に関する事項。こちらですけれども、アの資産構成割合の乖離状況から、エのその他まで、ポートフォリオ運営上の一般的な管理指標を列記いたしております。こちらの指標を、少なくとも毎月1回把握しまして、問題がある場合は改善に向けて適切に対応するということといたしております。

なお、こちらに記載の個々の章は、先ほど申し上げましたとおり一般的なものでございますので、ここの内容の説明は割愛をさせていただきます。

次の3ページの(2)各組合等が行うリスク管理、こちらにお進みいただきたく存じます。

こちら、大枠としましては、今申し上げました連合会が行うリスク管理と同様でございますが、こちらの(2)のすぐ後の2行ですけれども、「各組合等が管理する積立金の運用に関するリスク管理として必要があると考えられる事項」と記載いたしましたとおり、個々部分につきましては、当然各組合等におかれましてはリスク管理を実施いただくという、その上で私ども連合会がこの全体の管理を行う観点から見てこの程度は必要であろうと考えられる事項を整理してお示ししているものでございます。

内容については、先ほど申し上げましたとおり連合会が行うものとほぼ同様でございます。

さらに、4ページにお進みいただきまして、②各資産に関する事項でございます。この文言の後ろに括弧書きとしまして、「運用する資産の内容に応じて」と付記してございます。こちらにつきましては、ご案内のとおり、各組合等で運用されている資産、その内容は必ずしも同じではございません。例えば、株式の運用がない組合等がございましたが、そちらでは、こちらに記載の株式関連の指標については該当しないという趣旨でございます。

それから、これ以下、③から⑥にかけては、各運用受託機関、各資産管理機関、さらには各生命保険会社、自家運用とございますけれども、こちらは管理運用の方針に沿った内容を具体化した記載といたしておりますので、後ほどご覧いただきたく存じます。

さらにお進みいただきまして、5ページのところ、(3)各積立金の固有の事項をご覧ください。

これまでのところは、基本的には1・2階、旧3階、新3階共通の部分でしたけれども、各階層の固有のものをここに記載しております。

①のところ、厚生年金保険事業の管理積立金及び実施機関積立金とございますが、1・2階部分につきましては、基本ポートフォリオの策定時に、ここにごございます下方確率並びに条件付平均不足率等と、これを考慮して作成しておりますので、その点もリスク管理で考慮するということ。

また、オルタナティブの投資。1・2階で行いますので、その点についても体制の整備、リスクの洗い出し等々を行ってやっていくということをこちらに記載してございます。

さらに②では、旧3階部分でございますので、閉鎖型年金ということ。それに加えて共済独自の資産を持っていること。これは③のところの新3階も同じでございますけれども、これに加えてキャッシュバランス型の年金であること。こういうことを踏まえてリスク管理を行うという旨を記載いたしております。

それから、最後のページの6ページにお進みいただきたく存じます。

こちら項番4、運営審議会等へのご報告とありますけれども、運用状況の報告。こちらが四半期ベースで行われるということですので、リスク管理の状況につきましてもそれと同様に扱うことといたしてございます。

また、項番5のところ。こちらは今後運用対象の多様化を初め、機動的な運用など、今後、運用の高度化が検討されておりますので、リスク管理におきましても、継続的な改善の取り組みとしまして調査研究を適時に実施していく旨を記載いたしました次第でございます。

最後に、5月の時に今後のリスク管理につきましてはこういう取り組みでまいりたいとご説明したときに、「問題がある場合は適切に対応する」というところはということかというご指摘がございましたけれども、これについて補足をさせていただきます。

地共済における積立金の運用につきましては、大枠として、どこまでリスクが許容されるかという明示的なもの、これは今のところ総務省から特に明示されておりません。したがって、数値的な特定の目途というようなものを、この方針のところでお見せするというのは馴染まないと考えています。

さらに、先ほど来申し上げておりますとおり、各組合におかれましては積立金の運用を、それぞれの事情を踏まえて行われております。それに加えて、この地共済全体の管理となりますと、その集合体ということに対して管理をすると、なかなか複雑系の管理となりますので、リスク管理につきましては、ここの事情に合わせて行っていないといけないと考えております。

このようなことを踏まえまして、本件実施方針につきましては、管理運用の方針のレベルで作成したということもございますので、このような書きぶり、記載ぶりにとどめている次第で

ございます。

リスク管理の実施方針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。

地共連とそれぞれの地共済が統合的に行われるようにということで、リスク管理について共通の基本方針を定めているということですが、これについてご検討をお願いいたします。

浅野委員、どうぞ。

○浅野委員 運用のほうのリスク管理については概論的なので、具体的にどうなるか今後の課題だと思うのですが、共済というか年金ということになると、やっぱり債務との関係が重要だと思いますので、債務を誰が把握するのか、多分、各組合はしないと思うので、当連合会の責任として、資産負債の状況、積み立ての状況をきちっと把握するというを明示しておいていただきたいと思います。

それと関連して、やはり各組合においては、相当キャッシュのアウトフローの問題があるので、それとの絡みでこのリスク管理をやっていく必要があるのではないかと思います。その点についても、それぞれ当連合会と各組合との役割というものをもっと明示していただきたいと考えます。

○若杉座長 これについては、どなたから説明をいただけますか。

○藤原総括投資専門員 まず、こちらのリスク管理の実施方針についてですけれども、先ほど、前書きのところでご説明いたしましたとおり、管理運用の方針のそれぞれの規定に基づいてリスク管理を実施する旨のことを書いてあります。当然、リスク管理は幅広くいろいろなものがございますけれども、その中でも管理運用の方針の規定に沿ったものということで、やるべきことというものを書いております。まず、この実施方針の位置付けはそのような位置付けのものでございます。

債務との関係並びに各組合におかれての支払いのお話というのは、これはいわゆる現金管理。全ての業務については、その裏にはリスク管理ということが絡んでまいりますけれども、いわゆる制度の問題を含んでいることかと思っておりますので、このリスク管理の実施方針は、先ほど申しましたとおり、この規定に沿って書いておりますけれども、それ以外のところについては、ご相談をさせていただきたいと思っております。

○大森資金運用部長 リスク管理と、以外の部分も絡みますのでまとめてお答えをさせていただきましても、この負債資産という関係を含めて、財政再計算というものについては、当然地共連がやっていくということですので、そちらの観点からきちんと管理をしてまい

りたい。そのことについては、その状況については各組合等にもきちんと周知をした上で、個別の組合等におけます運用、それにおけるリスク管理をしていただくというようなことかと思っております。

この部分については、管理運用の方針に、その精神が表れていると考えておりまして、その具体的なリスク管理部門におけます実施方針については、再計算等についての規定は特段設けておりませんが、管理運用の方針との連続という流れで捉えていただければ幸いかと思っております。

○若杉座長 川北委員、どうぞ。

○川北委員 浅野委員のおっしゃったことは私も気になっていまして、最後に、本検討委員会限りのところで各組合のポートフォリオもついていますけれども、これを見ていただいたら分かるように、短期資産が非常に多いところがあるわけです。

私が以前に関わっていたところも、やはりきちんとやっておられると認識していますけれども、キャッシュアウトフローの状況を踏まえつつ、要は広い意味の流動性の観点からポートフォリオを組み立てられている。そうすると、年金自体の成熟度とか、そういうことも含めて、積立金の運用をどうするのか、負債を踏まえたポートフォリオを決めていく必要があると思います。

だから個々の運用ということに関しては、ここのリスク管理の実施方針に書かれているとおりにだと思いますが、もう少し浅野委員のおっしゃったような、負債との関わりの中を含めたリスク管理、それは今申し上げたようにポートフォリオとも関係してくるので、そのあたりのことを少し書き込んでいただいたほうが良いのかなと思います。提示された原案だけ見ると、この点について全然検討していないような、そこを無視したリスク管理になっているような印象を受けてしまうというのが私の意見です。

○若杉座長 はい、大森部長お願いします。

○大森資金運用部長 この部分については、旧3階の管理運用の方針に、「負債との関係を意識しながら」ということを書きましたけれども、今の川北委員のご指摘も含めて考えますと、やはり1・2階と新3階はただちにあらわれませんが、共通事項として書いたほうが適当かと思っております。

したがって、資料3をご覧くださいますと、1ページのリスク管理に関する基本的な考え方というところがありますので、ここに、「負債との関係を留意しながら」というようなところで一文書き足すということで、全3つの階について網をかけるというようなことで、少し

考えてみたいと思います。

○若杉座長 川北委員、そういうことでよろしいですか。

ほかにいかがですか。

俊野委員どうぞ。

○俊野委員 リスク管理の問題は、非常に重要性が高いと思います。それで私が気になるのは、やはり旧3階部分についてです。かなり株の比率が高いため、35%、25%、15%、25%という基本ポートフォリオがあって、トラッキングエラーの状況を毎月把握することということになりますから、そうすると、恐らく毎月、この35%、25%、15%、25%というモデルポートフォリオと比べて、勝ち負けというのが毎月計算されるということですね。ですから、株の比率を少し保守的に低目にしておいたときに株式市場が非常に好調だった場合、基本ポートフォリオと比べて株式の比率を下げていることによってベンチマークに負けていると認識されると思います。そうすると、実際の資産配分を基本ポートフォリオに近づけるというインセンティブが働いて、その結果、絶対リターンベースでは、株式市場が大きく下落した場合のリスクが大きくなると思います。その部分はバリュウ・アット・リスクで計測していますということですが、特に旧3階部分については基本ポートフォリオと比べて勝ち負けという部分に加えて、絶対リターンベースでの株式の急落リスクと申しますか、そこももう少し強く意識したリスク管理を加えていただく必要があると思います。

そこにつきましては、恐らく地共連では、機動的運用という方針を採用していますので、株式が非常に危ない局面では、株の比率をかなりダイナミックに下げるといった対策ができるような仕組みになっています。その際、株式の急落リスクみたいなものが実際に発生した場合のリスク管理について、もう少し手当をしていただく必要があるのかなという印象を持っています。現状では、バリュウ・アット・リスクを計測する程度の対策しか検討されていないようですので、絶対額ベースでのリスク管理について、もう一工夫ご検討いただく余地がないかなと感じております。以上です。

○若杉座長 大森部長、何かありますか。

○大森資金運用部長 新3階も含めて10月以降の基本ポートフォリオというのは、これまでのような機械的なリバランスということにとどまらずに、機動的な運用とご指摘にもありましたが、そのことも含めて、よく考えてどこに狙いを定めていくのかということを考えなければならぬと考えております。

その中でも、特に旧3階については、やはり制度の趣旨から導き出される当然の帰結ではな

く、このような基本ポートフォリオになっているということでもありますので、管理運用の方針の中でも書きましたけれども、この下振れリスクには留意しなければいけないということがあろうと思います。

今回お示しをしていますこの資料3のリスク管理の方針の中では、5ページです、(3)各積立金に固有の事項として、②で旧3階のことが書いてありますが、具体にはそのアです、「閉鎖型年金の特性を踏まえ」ということだけ書いておりますけれども、ここにきちんと、その管理運用の方針に準じて、新規の掛金が発生をしない、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、というところをきちんと書き込むことによって、その「下振れリスク」という文言をこの方針の中に置きたいと考えております。

ただ、見る指標としては、また別の指標を見るということでもなかろうかと思っております、ここであります各資産に関する事項というところを、今申し上げました下振れリスクに留意しながら、というところを、特に念入りにチェックをします。その中で、何か問題が起こる、あるいは起こる見込みが感じられたということであれば、より慎重に、迅速に動くというようなことで、この方針としては整理をさせていただきたいと考えております。

○俊野委員 ありがとうございます。私からのお願いですけれども、機動的運用は、相当重要性が高いと思います。たとえば1989年のときも、1990年からあれだけの暴落をすることは誰も思っていなかったと思いますので、株式市場の非常に好調なときほど、下落リスクを意識した運用をしていただく必要があると思います。

特に、そういうときは、目先株式市場が好調なため、要因分解すると、株式の比率を下げることによってベンチマークに負けるという問題があって、株式の比率を下げることに対して消極的になりやすいと思われま。リスクを強く感じたときには、大胆に株の比率を下げるということ、勇気を持って実行していただきたいです。そこだけお願いしておきたいと思っております。

○若杉座長 よろしいでしょうか。

どうぞ、藤原専門員。

○藤原総括投資専門員 リスク管理担当として、5月にもリスク管理の、今後こういう形で取り組むということをご説明したときに、このリスク管理指標だけを計測してどうするというお話をよく伺っておりますが、このような形でいろいろなリスク指標をみていきますと。当然、マーケットの環境も動いていきます。いろいろな環境も動いていきます。その環境の変化とここの指標に出てくるものとの関係、何を注意すべきか、というものをしっかりと見ていく。それで運用をしていく人に情報を出していく。それでどうしようかと、多分一緒になって考え

ていくというのが、まさにリスク情報を踏まえたマネージとっておりますので、機械的にこの数字を見るのではなく、環境等を踏まえて。それで適切に対応する。それは当然ケースバイケースということが起こりうると思いますので、どうしてもこういう形でお示ししております。

ただ、実際には地共連の場合にはこのような形でリスク管理担当として取り組んでまいりたいということをご理解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。

徳島委員、どうぞ。

○徳島委員 手短に申し上げます。本日資料3でご提示されていらっしゃるリスク管理の実施方針につきましては、あくまでも地共済グループ全体、それから地共連のご提示されるリスク管理の実施方針という形で、いわゆる1・2階、旧3階、新3階、基本的には全部について共通のこととして書かれております。しかし、実際は、今ほかの委員からもいろいろご指摘のあったように、実は各階に固有のかつ多様なリスク管理の考え方が必要になると思います。例えば、新3階は基本的に国内債券100%をラダーで保有しますので、NOMURA-BPI総合と対比したトラッキングエラーの把握は必要ではありません。そういったことも含めて、各実施機関が個別に、各階層別のリスク管理として何を取組むかということをきっちり考えていただく必要があると思います。重ねて申し上げますと、実施機関のリスク管理の実施方針というのは、区分ごとにしっかりしたものを作っていただくことが必要になると思いますので、今回ご提示いただいたものはあくまでも、全体像としてお出しになられたと理解します。具体的に運用を実施される主体におかれましては、きっちり、区分ごとに方針を作成いただくことが望ましいと考えております。以上です。

○若杉座長 大森部長、その点はそういうことでよろしいですか。

○大森資金運用部長 これは地共済全体の方針としてお示しをしているというのはご指摘のとおりでございます。

ただ、この後予定をしております、地共連の基本問題研究会で、各階共通の形で、かつ固有事項は後でこのように、同じように整理をするという方針を提示する予定の身としては、なかなか後段については、「はい」とは申し上げにくいところはあるのですけれども。

ただ、意識する観点というのは、かなり各階において異なるという点については、徳島委員ご指摘のとおりかと思っております。

○若杉座長 よろしいでしょうか。

それでは、この問題につきましては、事務局に、先ほどの1ページの1のリスク管理に関する

る基本的な考え方に年金債務との関係を入れるということをお願いします。事務局としては、それを入れたものを改めて委員に見ていただく必要があるとお考えですか。それとも、私と事務局にお任せいただくことにしますか。

○大森資金運用部長 1ページの基本的な考え方については、先ほどおっしゃっていただいたように負債との関係をとということを入れさせていただく。また、5ページの旧3階については、管理運用の方針の文言を極力そのまま入れると、全て入れるということですので、かつ、この部分につきましては、議事2と同じように8月の運営審議会にかけさせていただきたいということですので、申し訳ありませんけれども、細かい文言については事務局にお任せいただけるとありがたく存じます。

○若杉座長 それでは私も見ますので、お任せいただければと思います。どうもありがとうございました。

時間が大分押してきてしまいましたので、議事の4に移ります。運用対象の多様化に係る運用方針についてに移りたいと思います。これは高濱投資専門員からご説明をお願いいたします。

○高濱投資専門員 それでは、お手元の資料4、運用対象の多様化（オルタナティブ資産への投資）に係る運用方針（案）という資料をご覧ください。

これは、前回の委員会で記載項目についてご審議いただきまして、そのとき委員の方々からいただきましたご意見等を踏まえて、実際の運用方針という形に仕立て上げたものでございます。

それでは、前回お示したものととの差異を中心にご説明したいと思います。

前段のところでございますけれども、これは厚生年金保険の管理積立金の管理運用の方針に基づいて、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、リスク・リターン等の特性を異なる複数の資産に適切に分散して投資すること、これを分散投資といいますが、その一環として運用対象の多様化を図る場合の方針を定めるとしてございます。

1番で、その多様化の定義。ここのところは、前回、多様化はリスク・リターンの特性が伝統的資産と異なるもの、これをオルタナティブ資産と今後申しますけれども、への投資を行うこと。

②のところ、そのオルタナティブ資産の範囲ということで、不動産、インフラ、あるいはプライベート・エクイティの資産のほか、当該資産を裏づけとした有価証券、信託の受益権その他の資産をいう。これは具体的に投資する場合の技術的のところ。投資先の技術論のところからこういった表記にしてございます。

2番の運用対象の多様化の目的。これは前回座長からご指摘いただきましたところですが、運用の多様化の目的としては、あくまでもこれはその長期的な観点から安全かつ効率的に行うことを目的とするというところを明記してございます。

3番につきましては、ここは前回と変更ございません。

めくっていただきまして4番でございます。

4番につきましても、概ねここは前回の表現。多少表現を変えているところはございますけれども、前回のものを踏襲しているというところになります。

5番で、連合会が実施する事項。①のところ、前回、「運用対象の多様化の状況」という表現を使っておりましたが、分かりにくいというご指摘がございましたので、①で、「オルタナティブ資産への投資状況（運用対象、残高等をいう。以下同じ。）」と記載してございます。

6番でございます。こちらは実施機関が実施する事項ということで、実施機関が運用対象の多様化を行う場合において、行う必要があると考えられる事項として、以下のとおり載せてございます。これは（1）から（6）まででございます。これは、前回では全てひとまとめにして書いてございましたけれども、中身の性質に応じて、まず（1）のところ運用方針に関する事項。（2）のところでは運用対象の選定に関する事項。（3）ではオルタナティブ資産の管理に関する事項。（4）ではオルタナティブ資産の状況、それに対する対応。（5）では投資状況の報告。（6）その他の事項と整理してございます。イメージとしてはPDCAのような形で整理してございます。

（1）の③のところ、これも前回ご指摘いただきました、採用する、投資する戦略に関する期待リターン、あるいはその発生する可能性のあるリスクですとかコストというものを予め把握するといったところを入れてございます。

（2）の選定に関するところ。これは新たに前回から設けたところでございまして、運用対象の選定に関する審査項目は、各組合の有識者会議での審議を経て策定すると。②ですが、それに則って審査項目を審査して行うと定めてございます。

3ページ目のところでございますが、（3）の④、今申し上げましたところです。チェックという意味で、同じくその事前に把握した期待リターンですとか、リスクコストといったものが実際どうなっているかというところをきちんと確認するという記載を入れてございます。

⑤、⑥、これは運用の受託機関ですとか資産の管理機関について、きちんとその状況を把握するというところを入れてございます。

（4）、これはオルタナティブ資産の状況に対してどういうアクションを起こすかというこ

とでございますけれども、(3)でいろいろ述べてありますところに問題があるような場合には、なぜそういうふうになっているかという理由の確認ですとか、あるいはその改善の要請、あるいは場合によっては投資金額の解約等を含むような増減ですとか、そういった対応をきちんと行うというようなことを書いてございます。

(5)、(6)につきましては、前回から変更ございません。

簡単ですが、オルタナティブ資産に関しては以上でございます。

○若杉座長　オルタナティブ資産の多様化に関する運用方針ということですが、これについてご意見やご質問等がありましたらお願いいたします。

俊野委員どうぞ。

○俊野委員　私はオルタナティブ投資の上限5%というところが少し気になります。1ページ目の一番下のところに、管理積立金及び各実施機関積立金の資産全体の5%を上限とするという表現になっていますので、そうしますと、相当きちんとした運用体制を整備しないとオルタナティブ投資ができないと考えていらっしゃるようですので、地共連の1・2階部分の5%ということは、5,000億円ほどが恐らく実質的な上限になるのかなと考えられます。地共済グループ全体では、42兆円の中の5,000億円ということですから、全体の1%ぐらいということになります。恐らく、最初の導入の時期はかなり手堅く、慎重に導入されると思いますけれども、資産全体の中での効果ということを考えますと、42兆円の中の5,000億円というのは、いかにも少し限定的、かなり保守的かなという印象を持ちます。将来的には、ここら辺の比率につきましては、軌道に乗ってきたらということでありまして、少し拡張の方向などもご検討いただく余地があるのかなという印象を持っています。

特に、GPIFの場合ですと規模が大きいですので、120兆の中の5%で6兆円という歯止めをかけることは、キャパシティーの問題があってGPIFだけたくさんとってしまうとほかに回らなくなってしまうところがありますので、意義があると思います。そういう意味では、いい投資対象があれば5,000億円よりは、もう少し多く投資する余地を残しておいても良いのかなという印象を持っています。将来的には、この辺の上限は拡張の余地があるのかなというのが私の感想でございます。

○若杉座長　大森部長お願いいたします。

○大森資金運用部長　外国の年金基金も含めて、10%、20%というのを持っておられるところが少なからずあるということも含めて、ご指摘のとおりだと思います。

ただ、この量的なキャパシティーというよりは、まずゼロから始めますので、我々の質的な

キャパシティーもございます。

したがって、GPIFと同じ上限からまずスタートをさせていただいて、実績を見ながら旧3階に広げるとか、あるいはその上限5%を引き上げるとかということは、実績を踏まえて今後検討してまいりたいということでございます。足元はこれで始めるのが精いっぱい。かつ、5%にもなかなか乗せるのは大変なことかなと思っております。気を引き締めて取り組んでいきたいと思っております。

○若杉座長 オルタナティブ資産には伝統的資産とは異なるリスクを伴いますので、それにふさわしい体制が必要です。特に人材の問題等がありますので、当然、慎重に進めるべきだと思います。

ただ今の説明でよろしいですか。

田中委員、どうぞ。

○田中委員 私は労働組合の役員ですけれども、地方公共団体の職員として少し意見がございますので申し上げます。

当然、地方公共団体の職員ですので、地域住民に対して良質の公共サービスを提供するという立場から、いろいろな業務に携わってきております。とりわけ、インフラ投資に関連して言えば、公共インフラであります上下水道事業などがありますが、やはり地方公共団体の職員からすると、そもそも普遍的かつ安定的なサービス提供を使命としてきたことからすれば、こうした公共事業を投資対象としてリターンを求めることに大きな抵抗感があり、対象物の一つとしては当然あるという理解はしつつも、公共サービスを提供する立場からすると、やはり投資対象にするのはいかがかなというのが率直な思いとしてございます。

加えて、海外におきましても、公共インフラ整備に関連して、地域住民の方とのトラブルであったり、環境に与える影響であったり、そういった問題があると聞いていますので、慎重な検討をぜひともお願いしたいという現場の職員の思いとして、この場で申し上げておきたいと思っております。意見です。よろしくお願いいたします。

○若杉座長 大事な点だと思いますが、大森部長いかがでしょうか。

○大森資金運用部長 インフラにつきましては、有望な投資対象ではあると、総論としては思っておるのですが、海外のインフラのほうが非常に案件としては多いという印象を持っております。というのは、通常の資金調達と異なる特性を持つ我々、長期で安定して一定の大きな規模を入れられる機関投資家がインフラ部門に資金を流すことによって、経営の安定、私どもは収益という形でウィン・ウインの関係をとれるというのが海外のインフラで多い事例

かなと考えております。

一方、国内の場合は、私も地方行財政に携わったこともございますが、この地方の公営企業ですとかインフラというのは、資金調達で地方公共団体の信用力、あるいは先ほどもありました地方公共団体金融機構というところから長期で安定した低利の資金が引けるというところが、海外の部門と大きく異なる要素だなと。そういうことも一因だと思っておりますが、国内のインフラで具体、いろいろ不動産も含めていろいろと紹介も、民間の機関からもいただきますが、国内のインフラというのはほとんど、やはり件数としてはないというのが率直な実感でございます。

インフラについても、一般論としては内外の分散投資が好ましいと思っておりますけれども、実態としてそういうことでありますので、そこを無理に発掘するということがいかなることかと思っておりますので、ご指摘の点も含めて、ここは慎重に妥当な判断をしていきたいと思っております。

また、海外の部分についても、やはりそういうトラブルを起こさないとかいうことも含めて、株でもやっておりますESGというような観点を持ってやっている主体ですので、インフラについても同様に、やはりそれぞれの投資している地域のためになるということも主眼に置いていきたいと思っております。ここは選考基準、あるいは具体のプロセスにおいて、そこは考慮していきたいと考えておりますのでよろしく願いいたします。

○若杉座長　そういうことでよろしいですか。

それでは、この運用方針についてもこの場で皆さんにお認めいただきたいのですが、よろしいでしょうか。

どうもありがとうございました。それでは、この運用方針の今後の扱いについて、事務局から説明をお願いします。

○津田企画管理課長　先ほどのリスク管理の方針と同様に、今後、正式な手続を経て、これに従って進めていきたいと考えております。

○若杉座長　どうもありがとうございました。

それでは、次の議事に移りたいと思います。合同運用について、でございます。これは運用第二課より説明していただくことになっております。よろしくをお願いします。

○運用第二課係長　よろしくをお願いします。

それでは、資料5、合同運用についてという資料をご覧くださいと思います。

まず、実施機関間の合同運用と、実施機関内の合同運用の2点についてご説明させていただ

きます。

合同運用につきましては、第2回の検討委員会でご説明させていただいた以降、各関係の共済組合と協議を進めさせていただいたところでございます。

2のところに記載してございます、実施機関間の合同運用についてですけれども、こちらにつきましては、地方職員共済組合と団体共済部から、参加することを検討したいという旨の申し出がございました。私どもはこの申し出に従いまして、具体的な合同運用のスキームについて検討を進めていたところでございます。

また、(2)の開始時期でございますけれども、当初平成28年度スタートということを想定しておりましたが、団体共済部から、ぜひ27年10月1日の一元化施行に合わせて進めていただきたいというお話がありましたので、この10月1日をスタートにすることといたしまして、信託銀行ですとか関係者等調整させていただいておるというところでございます。

(3)の合同運用のスキームにつきましては、先ほど申し上げましたとおり10月1日のスタートという形になりますと、作業時間もございませんので、今、預託金制度というのは私どもでございます。これと合わせる形で、新制度というものをスタートしていきたいと思っております。具体的にその新制度と現行の預託金の制度の比較というものにつきまして、資料5の後ろにつけてございます別紙をご覧くださいまして、簡単にご説明させていただければと思います。

まず、違いの一つの大きなところ、項番の1番でございますけれども、対象共済組合が、今までの制度でいきますと指定都市を対象としていましたものを、全ての地方共済組合、全国市町村職員共済組合連合会も含めて参加するような形を考えてございます。

また、2の対象経理につきましても、1・2階及び旧3階と、今まで長期経理一本だったものにつきまして、複数経理の対応を考えているということ。

あるいは、3の預入期間につきましては、通常3年以上というのを想定してございましたけれども、関係共済組合様から預入期間の短縮というのを検討していただきたいという形がございましたので、連合会が認めた場合においてはこれを短くするというような仕組みにしたいと考えてございます。

また、5の預け入れ資産につきましても、現物移管というものを一つの方法として受け入れていただけないかというご要望がありましたので、これも連合会が認めた場合については受け入れを可能としたいというふうに考えてございます。

また、8の払戻日および払い戻し方法につきましても、今まで年1回という形でさせていた

だいておるところでございましたけれども、これも年2回という形に変更することによって、共済組合様の利便性の向上を図りたいと考えてございます。

また、裏面にいっていただきまして、17のところになりますけれども、基本ポートフォリオの資産構成比でございますけれども、これは今、現行の中では長期給付における委託運用の資産構成比というのを利用してございますけれども、新しい預託金制度になりますと、各経理で基本ポートフォリオが異なってございますので、それぞれの基本ポートフォリオの構成比及びその現実の実行ポートフォリオの比率を踏まえて決定してまいりたいと考えてございます。

また、19の運用対象資産につきましては、先ほどオルタナティブのお話もございましたけれども、当面は伝統的運用資産でスタートさせていただきまして、オルタナティブ投資等につきましては、今後検討してまいりたいと考えてございます。

また、20の運用方法につきましては、現行アクティブ運用で行ってございますけれども、こちらにつきましては、当初パッシブで運用していきたいと思っております。一つは、団体共済部からも、パッシブ運用というご要望があったということも含めて検討した結果でございます。

また、21、22の費用につきましては、それぞれ適切な費用の半分ということで過去には設定してございませんでしたけれども、これらの費用についての設定も検討してまいりたいと考えてございます。

新預託制度との関係は以上でございまして、本紙の2ページに戻っていただきまして、今度各実施機関内の合同運用について触れさせていただきたいと思っております。

まず(1)に記載してございますけれども、各実施機関におきましては、各経理に資産を区分する必要があることから、資産の仕分けの方法というのを検討する必要があると考えてございます。例えば、委託運用につきましては、原則ファンドの分割を行うことと考えてございますけれども、それぞれの実施機関様の中には、取り巻く環境でございますとか、ファンドの規模ですとか、ファンドの特性ですとか、こういうものに応じましてファンドを選択して、それぞれの各経理に仕分ける方法というのも当然考えられるものと考えてございます。

また、(2)に記載してございますけれども、分割するまでの移行期間ですとか、このファンド分割を行わず、現行のファンドを継続して運用するという形になった場合においても、ではその収益の按分方法をどうするのかですとか、費用の按分方法をどうするのかですとか、これは各実施機関で適切に対応していただくことにはなりますけれども、それぞれでルールがばらばらだという形になってきては困りますので、このルールにつきましては、統一的なルールを決めていただくということで、総務省を含めて関係者と検討中であると考えてございます。

当方から合同運用につきましての説明は以上とさせていただきます。

○若杉座長 ありがとうございます。

この問題については、ほとんど議論をしていませんのでこれから詰めるべきことがたくさんあります。本日は時間がありませんが、少しでも皆さんからご意見を伺えればと思います。

浅野委員どうぞ。

○浅野委員 この合同運用、私はもっと積極的に進めるべきではないかと考えておりますので、非常に良い提案だと思います。

しかしながら、不十分な面もあります。それはどういうことかということ、この合同運用をしないといけないというか、これが良いという理由の大きなところは、各共済組合をとったら規模も小さいし、人材も十分ではないということにあると思います。ですから、それを集めることによって規模が大きくなって、運用機関との交渉力が高まるとか、あるいは、そこに集まってきて、これは人材の交流もやってほしいということを含めてですが、運用能力の向上とか、人材の育成というものに繋がっていくと考えます。

しかし、そういう点からいうと、パッシブ運用に限っているというのでは余り効果がない。パッシブ運用だけなら、別にそんなに能力とか人材というものも必要じゃないわけで、規模の点で多少効率的な面があるかも分からないですけれども、より効果があるのはアクティブ運用だとか、それこそインフラだとか、オルタナティブとかいう、そういうところこそ、ノウハウだとか交渉力が必要になってくるわけです。そういう意味では、このパッシブ運用に限っているのは、意味がないのではないか。やっぱりアクティブ運用、オルタナティブも含めて、これはもっと積極的に活用して、地共済グループ全体の運用能力を高めるようにしていただきたいなと思います。

○若杉座長 大森部長、お願いします。

○大森資金運用部長 地共済の運用能力の向上という観点からいたしますと、浅野委員ご指摘のとおりかと思えます。

ただ、今回は一元化の当初であるということと、共済組合のご要望を踏まえてやっている。その結果といたしまして、この2共済合わせて数千億規模というところがマックスかと思っておりますけれども、そういう規模で、例えばアクティブ運用で各資産分散投資をするといったようなこともなかなか難しゅうございますし、オルタナについても、今後地共済において始めることを検討するという段階において、他共済さんの資金も含めてオルタナを取り組むというところの水準に至っておりませんことから、今回、スタート段階ではこのようにさせていただ

きたいと考えております。

また、全体のレベルアップという観点からいたしますと、各階の管理運用の方針に、他の実施機関との連携ということで、そのあたりの知識、資料等の提供、あるいは調査研究の取り組みを行う、情報提供を行うというようなことで、それぞれの持っているものを分け合うというようなことも、今後取り組んでいきたいと考えております。特に、取りまとめの地共連におきましては、今も資金運用部の中に、各共済から3人、職員に来ていただいてやっておりますけれども、そういったことも、さらなる活用も含めて、地共済全体のレベルアップに貢献をしてまいりたいと、このように考えております。

○若杉座長 よろしいですか。

とにかく一元化ということで、全く新しいことをこれからやらなければいけないわけです。急ぐべきこともあります。この問題のように徐々にやるしかないものもあるようです。

これで固めているというわけではなく、とりあえずこういうことでスタートしようということだと私は理解しております。

この点についてよろしいでしょうか。

そういうことで、事務局においてはさらに検討を進めていただければと思います。

時間が大分押してしまして申しわけありませんが、議事6、一元化後の地共連の資産運用体制について、に移りたいと思います。これは大森資金運用部長からお願いいたします。

○大森資金運用部長 かしこまりました。

資料6をご覧ください。現行の体制からの相違点を中心にご説明をさせていただきます。

地共済、地共連、当然理事長以下で構成をする組織でございますけれども、一番上に、法定の議決機関として運営審議会がございます。予算・決算、計画等について議決をいただくという機関でございます。

理事長の左側でございます、地共済全体としては、資金運用委員会という、この検討委員会の名称を変えて、新たな組織として10月以降作ることについて、管理運用の方針の中で規定をさせていただいておりますほか、個別の組合等としての地共連として、この後に開催いたしますが、基本問題研究会というのがございます。あと他共済の有識者会議も含めて、今後、一元化後は地共済としては専門的知見をいただきながら運用を進めてまいりたい、管理運用の方針の策定・改訂ですとか、運用実績をチェックいただく。またリスク管理についても報告の上ご意見をいただくというような形で、専門的な観点からご意見を賜るということで予定をいたしております。

さらに、内部の組織といたしまして、運用面で補佐します理事、湧上のことでございますけれども、湧上理事をトップとして、内部の合議体として資産運用委員会というのを設けまして、投資行動、あるいはリスク管理の状況の報告といったようなことをやっております。ここでの議論の結果を踏まえて、具体の投資行動について理事長の決裁を得るといったようなプロセスを行っておりますけれども、このうち一元化後は、リスク管理の部分を右側に出しております運用リスク管理会議というものを理事長の下に置きまして、先ほどのリスク管理の実施方針にありましたような、もろもろのリスク管理を行っていきいたいということで考えております。

また、資産運用会議は、運用全般にかかわるということで、現在の委員会と同様に企画管理課において所管をしたいと思っておりますけれども、右側、運用リスク管理会議におきましては、中の課室の体制においてリスク管理室というものを新たに新設いたしまして、先ほどリスク管理を説明いたしました藤原総括投資専門員とともに、このリスク管理会議の事務局を担うというような形で、中の合議体、それから課室の体制として、運用側とリスク管理側をきちんと分けて対峙をさせるという関係で、緊張感を持った運用リスク管理というふうに進めてまいりたいということで考えております。よろしく願いいたします。

○若杉座長 以上のようなことでございますが、何かご質問やご意見ありますか。

外からの監視としては、監事さんと、これから組織される資金運用委員会がやることとなります。それと、地共連自体については、今まで基本問題研究会がありますが、それが継続されると理解しております。資金運用委員会は、この委員会を発展させていくということになるということです。

そのほかの資産運用会議とか、運用リスク管理会議というのは内部の組織だということになります。

徳島委員、どうぞ。

○徳島委員 事前説明の時にも少し申し上げましたけれども、私の過去の経験で一言だけ申し上げさせていただきます。

当面、こういう体制でリスク管理を切り出すというやり方について、もっともだと思っております。実は保険会社でも同じような取組みを過去に行っております。ちょうど資料にあるような体制というのは、私が所属します会社でいきますと十二、三年前の姿かなと思います。すなわち、資金運用部長の傘下に、運用のフロントとバックと、リスク管理とが全部ぶら下がっているという形です。このような形は、後に相互牽制が必ずしも十分でないということで、金融庁から指摘を受けて、リスク管理を別枠の指揮系統に置くように修正された記憶がございます。

す。

そういった意味では、現状まずリスク管理を立たせるという意味で、スタートとしてはこのような体制で良いと思いますが、今後の体制整備・充実等を考えていただきながら、徐々にリスク管理を別に立て、資料にあります運用リスク会議と直結させて、場合によっては、例えば理事長直属のラインにするといった体制を構築しないと、完全な牽制が効かないという指摘を民間は受けて来ましたので、ご参考までに申し上げておきます。

○若杉座長 この辺は、法律でこういうものが要請されているということはないのですか。

○大森資金運用部長 共済年金の運用としては、そこはございません。実態で申し上げますと、GPIFのリスク管理の内部部門も参考にして、このようなことをとらせていただいております。

ただ、そこは生保さんの実態と、現状と合わないというのもご指摘のとおりかと思っておりますので、そのことはよく心に刻みたいと思います。そうはいえども分かれているという意識を持って、まずは取り組んでいきたいと考えております。ありがとうございます。

○若杉座長 どうもありがとうございました。

そういうことで、資金運用体制についての説明、よろしいでしょうか。

どうもありがとうございました。

それでは、最後の議事7、その他に移りたいと思います。津田企画管理課長より説明をお願いします。

○津田企画管理課長 最後につけております、本委員会限りの、地共済全体のポートフォリオ状況、3月末の決算値のものでございますけれども、簡単にご説明いたします。

左の地共済全体のところを見ていただけたらと思いますけれども、3月末の時点で、時価残高は42兆5,732億円でございます。国内債券が55.7%、国内株式17.7%、外国債券8.9%、外国株式12.9%ということでございまして、地共済全体の、10月からの基本ポートフォリオに照らしますと、国内債券が5.7ポイント超過しているということで、国内株式は乖離幅内におさまっております。外国債券、外国株式は、それぞれ0.1ポイント乖離幅をマイナスしているというのが3月末の状況でございます。

これを踏まえまして、現在においてはさらに比率は変わっておりますので、より全体のポートフォリオに近づいているものと考えております。

以上でございます。

○若杉座長 ありがとうございます。

何かご質問とかありますか。

これはポートフォリオで、検討委員会限りですので、その点ご留意をお願いいたしたいと思っています。

よろしいですか。

それでは、どうもありがとうございました。議事7についてもこれで終わりたいと思います。

時間が延びてしまって恐縮ですけれども、これで第9回資金運用検討委員会を終わりにしたいと思います。どうもありがとうございました。

事務局から何かご連絡ありますか。

○津田企画管理課長 次回の日程でございますけれども、9月上旬ごろを考えております。また日程調整、それから今回の議事録の確認につきましては、先生方にメールでご連絡したいと思いますので、どうぞよろしくお願いたします。以上でございます。

○若杉座長 いよいよ時間が差し迫ってまいりましたので、どうかよろしくお願いたします。

どうもありがとうございました。

午後4時15分 閉会