

平成 28 年 2 月 8 日（月）
勤労者退職金共済機構 19 階会議室

平成 27 年度第 3 回資産運用委員会議事録

○清水資産運用部次長 皆様お揃いになりましたので、定刻前ではございますけれども始めさせていただきます。

資産運用委員 5 名の出席を確認できましたので、本委員会は有効に成立いたしました。ただいまから、平成 27 年度第 3 回資産運用委員会を開催させていただきます。

委員の皆様におかれましては、大変お忙しい中お集まりいただきまして、まことにありがとうございます。

初めに、今回が初のご出席となりました資産運用委員の紹介をいたします。委員長代理の臼杵政治委員です。

○臼杵委員長代理 臼杵でございます。2 回ほど欠席してすみませんでした。よろしくお願い致します。

○清水資産運用部次長 ありがとうございます。

それでは、当機構理事長の水野から、皆様にご挨拶申し上げます。

○水野理事長 それでは、一言ご挨拶申し上げます。

本日は大変お忙しい中、また、お寒い中ご参集いただきまして、大変ありがとうございます。今日の主要な課題は、資産運用状況の定例報告並びに中退、林退合同運用に関するちょっと技術的な問題でありますけれども、そういった内容でございます。

ただ、年初から内外株式市場は大荒れでございますし、先々週には日本銀行がマイナス金利の導入を決定するなど、資産運用を巡る環境は今非常に大きく動いております。こうした状況にプロフェッショナルな皆様方にお集まりいただき、資産運用委員会が開けるということは、非常に理事長としてありがたく思っておりますし、ぜひ皆様方の貴重なご意見を、この機会でございますので、積極的にご開示いただき議論させていただければ大変ありがたく思います。どうぞよろしくお願いいたします。

○清水資産運用部次長 では、資料の確認をお願いいたします。お手元 1 枚目が座席図、2 枚目、3 枚目が委員会次第に続いて、左とじになっている議題資料をご覧ください。右上に資料番号を付しております。

資料 1 - 1 「平成 27 年度第 2 回資産運用委員会議事要旨（案）」です。

資料 1 - 2 「平成 27 年度第 2 回資産運用委員会議事録（案）」となっております。

資料 2 「平成 27 年 4 月から 12 月の運用実績」

資料 3 - 1 「合同運用（金銭信託）の仕組みについて」

資料 3 - 2 「合同運用資産の運用ガイドライン（案）」です。

資料 4 - 1 「資産運用委員会における今後の諮問等議題（案）」でございます。

資料４－２「基本ポートフォリオ見直し及びマネジャー・ストラクチャー変更に係るスケジュール（案）」、一枚物であります。

次に、参考資料として

参考１ 「関係法規」

参考２－１ 「中退共の資産運用の基本方針」

参考２－２、２－３、２－４、２－５までが、この３月１日施行の建退共、清退共の基本方針、そして２－６が、４月１日施行の林退共の資産運用の基本方針となっております。

参考３－１ 「資産間リバランス運営基準」

参考３－２ 「国内債券における自家運用、委託運用の乖離許容幅について」ということであります。

以上になりますが、不備はございませんでしょうか。足りないものがございましたら、一向に構いません、その都度こちらのほうにお申し出くださいませ。

この後の議事進行につきましては、村上委員長をお願いをいたします。

○村上委員長 本日の議事進行につきまして、円滑に進行しますように、皆様方のご協力のほうよろしく願いいたします。

それでは、次第に沿って議事を進めてまいりたいと思います。まず議題１は、第２回資産運用委員会議事要旨及び議事録の確認です。事務局のほうからご説明をお願いします。

○小林資産運用第二課長 資産運用第二課の小林と申します。それでは、私のほうから説明させていただきます。

まず、資料１－１の「平成２７年度第２回資産運用委員会議事要旨（案）」と、資料１－２の「平成２７年度第２回資産運用委員会議事録（案）」をご覧いただけますでしょうか。いずれも委員の皆様からご指摘いただきました部分を修正したものでございます。恐縮ですが、議事要旨につきましてはこの場で再度お目通しいただき、修正の可否についてご確認をお願いいたします。全委員のご承諾をいただければ、速やかに対外公表することといたします。

一方、議事録につきましては、お手数ですが、全体を再度ご覧いただきまして、お気づきの点等ありましたらご連絡いただければ幸甚でございます。全委員の皆様の問題のないことをご確認いただけましたら、「資産運用委員会議事録作成及び公表要領」第４条における確認が得られたものとして、次回資産運用委員会にて最終版としてご報告した上で、同要領第５条に基づき、７年を経過した後に公表することといたします。よろしく願いいたします。

○村上委員長 ただいまの報告について、ご質問、ご意見等がございますでしょうか。

ご質問、ご意見がなければ、まず、議事要旨についてお伺いしたいと思います。この事務局案を最終案とすることに、ご異議がある委員は挙手をお願いします。

（異議なし）

○村上委員長 よろしいでしょうか。ご異議がないようですので、本案を最終版といたし

ます。事務局においては、速やかに対外公表されますようお願いいたします。

それから議事録についてですが、こちらはいつまでに事務局の方にご連絡するとかという期限はありますか。

○西川理事 特に日程を定めている訳ではありません。いずれにつきましても公表は7年後でございますので、ご覧いただきなるべく早めということですが、できれば次回の資産運用委員会の場で最終版として報告させていただきたいと思っておりますので、次回までにいただければ幸甚です。

○村上委員長 わかりました。それでは、議事録については次回の委員会の日程を目処に、各委員においてご確認の上、何かもしありましたら事務局のほうにご連絡をお願いいたします。

それでは、議題1のほうはこれで終わります、次の議題に移りたいと思っております。

議題2は、「退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用状況」についてです。事務局からご報告をお願いします。

○川嶋資産運用第一課長 資産運用第一課の川嶋と申します。私からは、中退共資産の運用状況についての報告となります。

それでは資料2をご覧ください。平成27年4月～12月の運用実績となります。

初めに、資産運用状況になりますが、上段の表、右側が、平成27年12月末の資産運用状況となります。自家運用のうち有価証券の資産額は、2兆4,504億円。利回りは、年率換算利回りになりますが、1.02%。自家運用全体では2兆5,392億円、1%となっております。

次に、委託運用につきましては、金銭信託の資産額は、1兆8,989億円、利回り0.18%、委託運用全体では2兆672億円、0.27%となっており、資産合計では前年度末に比べ297億円増の4兆6,064億円、利回りは0.67%で12月を終了しております。

なお、年明けの市場動向につきましては、不安定な状況が続いておりますが、足元の運用状況を申し上げますと、1月末の速報値になりますが、金銭信託の利回りは、マイナス2.05%、資産全体ではマイナス0.25%という状況となっております。

続きまして下段の表は金銭信託のパフォーマンス状況となります。一番右がベンチマークに対する超過収益率となりますが、外国株式はマイナスになっているものの、その他の資産につきましてはベンチマークを上回る超過収益を上げております。なお、超過収益率の合計は、基本ポートフォリオに定める各資産の資産配分で加重した合計値、いわゆる個別資産効果を表記しておりますが、0.09%となっております。

1枚おめくりいただきまして2ページをご覧ください。運用資産の構成状況となります。上段の表、左側の二重線で囲まれた部分が、基本ポートフォリオと資産ごとの乖離許容幅となります。一番右側が12月末における基本ポートフォリオからの乖離状況となりますが、全ての資産で乖離許容幅に収まっております。

私からの報告は以上となります。

○村上委員長 委員からのご質問やご意見等については、6 経理全ての報告の後でお願いしたいと思います。それでは、続けてお願いいたします。

○小林資産運用第二課長 続きまして3 ページをご覧ください。建退共の給付経理の4 月から12 月の運用実績でございます。上段の表、資産運用状況、右側でございますけれど、平成27 年12 月末現在、自家運用のうち有価証券につきましては、資産額5,707 億円、利回りは1.23%。自家運用全体では5,851 億円、利回りは1.2%となっております。委託運用におけます金銭信託ですが、資産額3,101 億円、利回りは1.68%。委託運用全体では3,496 億円、利回りは1.59%となっており、資産合計では対前年度末104 億円増の9,347 億円、利回りは1.34%という結果でございました。ちなみに1 月の速報値でございますが、金銭信託につきましては利回り0.80%、資産合計では1.05%という状況となっております。

下段の金銭信託のパフォーマンス状況でございますが、バランス型による運用のため、一番下の合計のところをご覧くださいますと、時間加重収益率1.29%に対しまして、複合ベンチマークが1.13%ですので、超過収益率は0.15%となっております。個別資産におきましても、超過収益率は全てプラスという状況でございます。

続きまして4 ページをご覧くださいませでしょうか。運用資産の構成状況となりますが、左側の基本ポートフォリオに定めます乖離許容幅に対しまして、一番右側の乖離状況につきましては、いずれの資産についても、乖離許容幅の範囲内に収まっております。

続きまして5 ページに進んでいただきまして、建退共の特別給付経理の実績でございます。右側の平成27 年12 月末でございますが、自家運用のうち有価証券につきましては資産額145 億円、利回りは1.04%、自家運用全体では159 億円、利回りは0.95%となっております。委託運用におけます金銭信託につきましては、資産額152 億円、利回り2.01%。委託運用全体では資産額177 億円、利回りは1.85%となっており、資産合計では対前年度末3 億円減の336 億円、利回りは1.43%という結果でございました。1 月の速報値でございますが、金銭信託につきましては1.40%、資産合計では1.15%という状況となっております。

下段の金銭信託のパフォーマンス状況でございますが、一番下の合計のところをご覧くださいますと、時間加重収益率1.54%に対しまして、複合ベンチマークが1.19%ですので、超過収益率は0.35%となっております。個別資産につきましては、外国株式以外は全てプラスの超過収益率となっている状況でございます。

続きまして6 ページ目でございますが、特別給付経理の運用資産の構成状況ですが、いずれの資産につきましても、一番右側の乖離状況をご覧くださいますと、乖離許容幅の範囲内に収まっております。

続きまして清退共の給付経理の実績でございますが、7 ページをご覧ください。一番右が平成27 年12 月末現在、自家運用のうち有価証券につきましては、資産額34 億円、利回りは1.01%。自家運用全体では資産額36 億円、利回りは0.97%となっております。委託運用につきましては、金銭信託のみで、資産額8 億円、利回りは3.92%となっており、資

産合計では、対前年度末2億円減の44億円、利回りは1.53%という結果でございます。なお、清退共、林退共につきましてはまだ金銭信託の1月末の速報値が出ておりませんので、この場ではご報告できないことをご了承ください。

下段の金銭信託のパフォーマンス状況でございますが、合計のところをご覧いただきますと、時間加重収益率2.95%に対しまして、複合ベンチマークが1.81%ですので、超過収益率は1.14%となっております。個別資産におきましても、国内債券、国内株式ともプラスの超過収益率となっている状況でございます。

続きまして8ページ目をご覧ください。運用資産の構成状況ということでございますが、国内債券、国内株式の2資産、いずれも一番右側の乖離状況をご覧いただきますと、乖離許容幅の範囲内に収まっております。

続きまして9ページにお進みください。清退共の特別給付経理の実績でございますけれども、右側の平成27年12月末現在で前年度末とほぼ変わっておりません。自家運用は有価証券で3億円、利回りは0.62%。自家運用の合計も同様でございます。全体の資産につきましても、自家運用しかございませんので、資産額3億円の利回りは0.53%という結果でございます。

続きまして林退共の給付経理の実績でございますが、10ページをご覧ください。右側の平成27年12月末現在、自家運用のうち有価証券につきましては、資産額80億円、利回りは1.19%、自家運用全体では、資産額88億円、利回りは1.07%となっております。委託運用につきましては、林退共も金銭信託のみで、資産額51億円、利回りは2.59%となっており、資産合計では、139億円と対前年度末と億円単位でいいますとほぼ変わらないのですが、78百万円程度増加しており、利回りは1.63%という結果でございます。

下段の金銭信託のパフォーマンス状況でございますが、合計のところをご覧いただきますと、時間加重収益率1.97%に対しまして、複合ベンチマークが1.47%ですので、超過収益率は0.51%となっております。個別資産におきましては、外国債券以外はプラスの超過収益率となっている状況でございます。

最後に運用資産の構成状況ということでございますが、全ての資産につきましても、一番右側の乖離状況をご覧いただきますと、乖離許容幅の範囲内に収まっております。

私からは以上でございます。

○村上委員長 ありがとうございます。ただいまのご報告についてご質問、ご意見等がございますでしょうか。

○末永委員 1つお聞きしたいのが、規模が違うということもあるのでしょうか、理由だけ教えてください。金銭信託の運用利回りが、それぞれ共済によってかなり違いますよね。特に中退共のところが一番低いわけですがその理由をもう少し説明していただければと思います。

それともう1点は、清酒製造業のところだけ、国内債券で「その他有価証券」という言葉が出てくるのですけれども、要するに「その他有価証券」で保有しているのは、ほかのと

ころはないということですか。

○小林資産運用第二課長 そうです。

○末永委員 ほかは全て満期保有目的の債券という解釈でよろしいのですね。

○小林資産運用第二課長 はい。清酒製造業の債券は一部「その他有価証券」になっておりますが、ここ最近購入している債券は全て満期保有の債券ということでございます。

○末永委員 前に買っているので一部入っているということですね。わかりました。

○西川理事 前者のほうの質問ですが、規模もさることながら、中退共の場合は、より多くの相対的にリスクの高い資産を持っておりますので、特に今回の場合は株の下落が大きかったということでその影響が大きく出たというふうにお考えいただければいいかと思えます。

○村上委員長 ほかに何かございますでしょうか。

○臼杵委員長代理 これはお願いですけれども、利回りを出していただくときに、ベンチマークがないとなかなか、いいとか悪いとか、それぞれ制度によって目標としている利回りが多分違うと思われ、覚えているといいのですがなかなかそうもいかないの、それぞれの例えば予定利率とか、それから基本ポートフォリオの期待リターンとかがあると、載せていただければ良いと思います。それから責任準備金ですね。それがどのぐらいあるかというのがわかると、もう少し。その3点、もし可能であれば3点を、次回こういうものをお出しただけのときに載せていただくと、もう少しコメントしやすくなるかなと。

○村上委員長 ほかに何かございませんでしょうか。

○徳島委員 今いただいた数字のご説明はよくわかったと申し上げていいかと思うのですが、例えば今、末永さんからもご指摘のあったとおり、なぜ差が生じたかというところ、例えば同じ資産で、外国株式の運用をやっているところでも、区分によって結果の出方が少し異なっている。ご説明にあったように、ポートフォリオ全体で見れば確かに基本ポートフォリオの違いということになるのですけれども、ではなぜそこが個別の資産で違うのか。多分これは個別ファンドのマネジャーの問題といったことになるのだと思います。少し大きく乖離しているところは、ぜひそのあたりのご説明も頂戴できたらと思います。

○村上委員長 その辺は、いかがでしょうか。

○竹内資産運用部次長 建退共の特別給付経理が大きく乖離しています。

○徳島委員 顕著なのを挙げると、建退の特別給付の外国株式、そこがかなり差が出ていますよね。

○竹内資産運用部次長 資産の規模が小さいこと、分散が少ないこともありますが、商品自体も不安定な市場環境に付いて行けない状況です。4月に商品を変えているため、余裕をもって見ていこうと思っております。

○村上委員長 その点について、私のほうからなのですが、例えば建退共の場合で、外国株式だけではなくて国内株式も今度は逆にプラスに大きく乖離しているというのがあります。

すが、このあたりがあらかじめ規模や運用戦略からして予見されたブレの範囲であるかどうかというところが一番問題になると思うのですね。そのあたりについて、マネジャーが最初に運用方針をエントリーした中のトラッキングエラー等の範囲に収まっているかどうか。そのような観点のチェックが求められると思います。

○竹内資産運用部次長 はい。トラッキングエラーが運用方針の範囲内に収まっているか毎回、確認しておりますので、大丈夫です。

○西川理事 次回以降は、何か目立つような動きがあればそこも含めてご報告させていただくような形にしていきたいと思います。

○村上委員長 もう1つ、お尋ねさせていただきたいのですが、それは、いつもこの資料をこのままホームページで開示をされていらっしゃると思いますが、この辺の運用の状況等について外部から質問等が寄せられることはあるのでしょうか。

○西川理事 今のところ、ほとんどございません。

○村上委員長 ほとんどないのですか。

○西川理事 はい。おっしゃるとおりで、四半期を載せ始めたのは、第1回の運用委員会以降なのですが、何かしら反応があるかなと思って待っていたのですが、今のところ特に反応はないという状況でございます。

○村上委員長 わかりました。ほかに何かございますでしょうか。ほかにご質問、ご意見等がなければ、平成27年度第3四半期における業務上の余裕金の運用状況については、運用委員会として報告を了承することといたします。

それでは、事務局から議題3の「中退共と林退共の合同運用開始に伴う資産移管等について」の資料のご説明をお願いいたします。

○都築運用調査役 運用調査役の都築と申します。中退と林退との合同運用の実務面についてご説明をいたします。

資料は3-1をご覧ください、実務を考える上で、各勘定間の公平性及び取引コストに留意してまいりました。まず、合同運用開始時の資産移管でございます。林退は現在1ファンド、国内債券、国内株式、外国債券の3資産バランス型運用を行っています。開始時の移管ですが、具体的には国内債券、国内株式は中退のパッシブファンドに現物で移管し、外国債券は、移管せずに林退にて売却し、自家運用で運用するというを考えております。外国債券のみ売却する理由は、1ページ目の下段に記載しております。移管先ファンドのポートフォリオに合わせるため、移管元のファンドで移管前に調整取引が必要でございます。国内債券、国内株式は、現在同じ運用会社で運用していますので、事前の調整取引が可能ですが、外国債券は、運用会社が異なるため資産移管せず売却というを考えております。ちなみに12月末の時価で林退の金銭信託51億円のうち、外国債券は2.5億円程度の残高になっております。

合同運用開始後の各経理資産額は、合同運用資産全体から各経理の持ち分を按分することになります。仮に12月末時点の時価で移管した場合、①の中退の金額が1兆8,989億円、

②プラス③の金額が、48 億円になりますので、林退の案分比率は、0.255%程度になります。

続きまして合同運用のリバランスでございます。2 ページ目をご覧ください。リバランスは中退の定めた基準に沿って行います。リバランスについては、中ほどの図をご参照ください。また、ご参考までに参考 3-1 に「資産間リバランス運営基準」、参考 3-2 に「国内債券における自家運用、委託運用の乖離許容幅について」を添付しております。後ほどご覧いただければと思います。中退の基本ポートフォリオを見直した場合にもリバランスは発生するということになります。

最後に資産返却になります。3 ページ目をご覧ください。3 ページ目が、合同運用の資産返却になります。現在想定しているケースは、林退にて累損解消計画を達成し、その際合同運用資産額の見直しが議論され、合同運用資産を減額することです。資産返却についても公平性及び取引コストの観点から原則、国債での返却を考えております。ただし、金額によっては現金で返却とか、金銭信託での現物移管の可能もありますので、状況に応じて移管方法は考えています。なお、今回合同運用開始に伴いまして、現在委託機関に提示している運用ガイドラインの変更も考えております。内容につきましては中退共資産という文言を合同運用資産に読み替えを行うものでございます。

変更案につきましては、資料 3-2 になりますので、変更案についても後ほどご覧いただければと思います。

説明は以上になります。

○村上委員長 ありがとうございます。ただいまの説明についてご質問、ご意見等がございますでしょうか。いかがでしょうか。

○臼杵委員長代理 今ご説明いただいた 2 ページのリバランスですけれども、これは乖離許容幅を超えたらリバランスするというをおっしゃっていたのですか。それとも、移管した時点で 1 回リバランスをしようということですか。

○都築運用調査役 乖離許容幅を超えた場合にリバランスを行います。

○臼杵委員長代理 だから、とりあえず国内債券と国内株式に上乘せされるけれども、それが乖離許容幅を超えなければ、当面はそのまま走るということですね。さっきいただいた説明の 2 ページのところの乖離状況を見ると、そんなに今のところ乖離していないということですよ。だから、当面は必要ないということよろしいのですか。

○都築運用調査役 はい。

○西川理事 加えまして、先ほど申し上げたとおり林退の資産の金額の割合が 0.25%に過ぎませんので、合同運用による資産移管によるウエイトの変化は殆どありません。

○臼杵委員長代理 ええ、非常に少ないですね。

○西川理事 もう日々の変動の幅のほうが大きいぐらいでございます。

○臼杵委員長代理 わかりました。

○村上委員長 ほかに何かございますでしょうか。

○徳島委員 今、ご説明がありましたとおり今回は資産規模が、中退共と比べて 0.255% しかないものであり、かつ今林退共でお持ちの国内債券、国内株式が、パッシブファンドと大きく乖離されていないという前提であれば、この方法で問題は生じないかと思えます。ただ逆に、林退共より大きな区分を合同運用にする場合ですとか、既存で保有している債券や株式の中身が全然違うものであるときは、また別途方針を考えていただくということで、今回に関しては、これで特に異論はございません。

○江川委員 私も同意見です。

○村上委員長 ほかにご質問、ご意見等がなければ、ただいまご説明がありました中退共と林退共の合同運用開始に伴う資産移管等について、委員会として了承することといたします。

それでは、事務局は議題 4、「資産運用委員会における今後の諮問等議題について」のご説明をお願いいたします。

○松永運用リスク管理役 資料の 4-1 をご覧ください。まず、開催日程につきましては、定例案件についてご議論いただく必要があり、現時点で開催が決まっているもののみをお示ししております。審議が 1 回で収束しない場合や運用環境の急変等により、これ以外に追加的に開催させていただく場合もあり得る点、お含み置きください。具体的な日取りにつきましては、本日以降速やかに日程を調整させていただきたいと思っておりますので、ご協力のほどよろしくお願いいたします。

また、議題につきましても、資料には定例的な報告案件を中心に記載しておりますので、これ以外の案件が加わることがあり得ます。なお、定例報告案件以外では、前回の委員会で予告致しました「マネジャー・ストラクチャーの見直し」を取り止めさせていただきました。これは、基本ポートフォリオの変更と同年度内に実施することが日程的に難しいと思われるため、翌年度に延期させていただいたものです。

次のページ、資料 4-2 をご覧ください。こちらに「基本ポートフォリオ」及び「マネジャー・ストラクチャー」の検討スケジュールの大まかな目処についてお示しいたしましたが、基本ポートフォリオについては論点も多いことから、4 月早々から検討を始めさせていただきたいと考えております。初回には、自家運用を含めた現在の運用の考え方や、見直しに際しての問題意識、ご審議いただきたいと考えるポイント等をご説明させていただき予定でございます。度々の開催で恐縮ですが、よろしくお願いいたします。説明は以上です。

○村上委員長 ありがとうございます。ただいまのご説明についてご質問、ご意見等はございますでしょうか。

○江川委員 せっかくこういう時間をとって、きっちり見直しをする機会でございますので、いろいろなことをぜひゼロベースできちんと検討して、いい見直しにつなげていただきたいと思いますということと、それから今、マーケットが非常に不安定な状況で、今後いろいろな大きな変動があり得ると思っておりますので、そういうことも含めた検討をしていただ

ければよろしいかと思えます。

○松永運用リスク管理役 ありがとうございます。資料4-2で、「事前検討」とお示ししている部分がございますが、ここでご指摘のとおり様々な論点につきまして、ゼロベースで検討をしていきたいと考えております。

○西川理事 そういった中には、大きな変動が起こった場合のコンティンジェンシープランですとか、リスク管理といったものも含めて検討させていただきたいというふうを考えております。

○村上委員長 こちらの資料4-2のスケジュール表にある、このいろいろな項目については、この運用委員会の開催の中でまた随時盛り込まれていくというように考えておいてよろしいわけですか。

○松永運用リスク管理役 はい。この詳細版を次回お示しさせていただきます。そしてそれぞれの項目について論点を整理させていただきますので、ご議論をお願いしたいと考えております。

○水野理事長 これは、まさに基本ポートフォリオのことについては、資産運用委員会で本当に議論しなければいけないと思っていますし、その内容といいますか材料もどんどん提供させていただきたいと思えます。

○徳島委員 1点ご質問させていただきたいのですが、平成28年度、ほぼ1年かけて基本ポートフォリオ及び周辺の体制のいろいろな見直しをされるというご説明でした。基本ポートフォリオの策定が12月目処で、その後オーソライズの手続きとかがありますので実質的には、再来年度、平成29年の4月に基本ポートフォリオが変更されるぐらいのスケジュール感かなと拝見します。それを前提としてマネストの見直しに着手するのが29年度からで、これが終わるのが1年後という計画のようです。要するに、うがった見方をすれば、平成28年度に基本ポートフォリオは余り変わらない前提で、だから29年4月1日では、マネジャー・ストラクチャーを大きく変更しなくて大丈夫だという前提のスケジュールのように見えてしまいますが。

○松永運用リスク管理役 先程、ゼロベースで検討をというお話をいただきましたが、基本ポートフォリオ見直しの中では、まず事前検討の段階で、例えば政策ベンチマークから検討をするでありますとか、その場合にはエマージング市場への投資の考え方等も整理する必要がありますし、更には前回のこの委員会でもご指摘いただいたグローバル株式など資産クラスの検討なども行っていきたいと考えております。そうした様々な検討を十分に行うためのスケジュールであるにご理解いただければと思います。そしてそれを踏まえて、マネジャー・ストラクチャーは最適な運用機関数等の検討も含めて各種プロダクトの見直しをしていくことになろうかと考えております。

○徳島委員 基本ポートフォリオを変更したときにマネストが全然変わっていないという状況には少し違和感があるものですから、かなり平行的にやっつけていかれないと、新しい基本ポートフォリオが29年4月1日にスタートしても、実は何も変わっていないということ

になりかねないので、十分ご検討いただけたらと思います。

○西川理事 おっしゃるとおりだと思います。1年間かけてご議論いただくことになりませんが、年度の後半になっていけばある程度、例えば新しい資産クラスが増えるかどうかというところがわかってくると思いますが、その場合にはそういったところを委託する先を追加するための部分修正という形での手続きになるかなというふうに思っております。マネジャー・ストラクチャー全体の変更をとということについては、終わってから議論させていただくというようなことを考えております。

○村上委員長 ほかによろしいでしょうか。ご質問、ご意見等がないようでしたら、「その他」の議題のほうに移らせていただきたいと思います。よろしくお願いたします。

○西川理事 それでは、今回は「その他」というふうにさせていただきましたが、本日は、当機構における資産運用に関する2つのトピックスについて、委員の皆様のご意見をお伺いしたいというふうに思っております。1つは、年初来の全世界的な金融市場の動揺についてでございます。もう1つは、マイナス金利についてでございます。

少し詳しく説明いたしますと、まず金融市場の動揺につきましては、年初来、要因についてのコンセンサスもない中で、内外株式市場が一時は昨年中国ショックを上回る幅で下落しまして、当機構でも中退共でいえば一時は前年度末比で1,000億円以上の損失が発生した計算になります。改めて最近の国際金融市場の不安定さ、値動きの激しさを認識させられたかということかと思っております。そこで、こうした資産運用環境におきまして、当機構としてどのような心構えや備えが必要か、どのような点について注視、あるいは配意していくべきかについて、ご意見をお聞かせいただければと考える次第であります。

一方、先々週日本銀行によって導入されましたマイナス金利につきましては、自家運用を中心に早くも悩ましい問題が見込まれております。すなわち自家運用については、当機構の債務構造を前提に現在、金利変動リスクを回避しつつ、安定したキャッシュフローを確保するために10年間のラダーを10年国債を中心に形成するという運用をしておりますが、10年国債の金利がマイナス領域に入った場合、難しい選択を迫られることになるというふうに考えております。

選択肢としてはざっと考えますと、まずマイナス金利を気にせずに国債を中心としたラダーの構築を位置づけるという形。それか、決済性預金等による短期運用に切りかえるということ。3つ目は、10年ラダーの構築を諦めて、金利がマイナスにならない超長期国債の購入に切りかえていくといったようなことが考えられるかと思えます。

自家運用でのマイナス金利の甘受につきましては、それだけでは予定運用利回りの引き下げが不可避となり、事業推進上の観点から支障が出る可能性が考えられるかと思えます。とはいえ、運用利回り低下を回避するために金銭信託の割合を増やすということにつきましては、拡大している金融市場の変動リスク等を勘案すると、やや躊躇するところがあります。一方、2の預金へのシフトにつきましては、ラダーが崩れること、あるいは資金量が大きいだけに金融機関のクレジットリスクも無視し得ないといったようなこと、さらに

は欧州の事例を見ますと、今後さらにマイナス金利が突っ込んでいきますと、預金金利自体がマイナスになってくる可能性もあるといったことも考えますと、こちらの選択肢もなかなか悩ましいなと思っております。3つ目の超長期国債の購入につきましては、この超低金利の状況で超長期国債を購入した場合に、将来的に金利変動リスクを抱え込むといったようなところが懸念材料としてございます。

このようにいずれの選択肢にも一長一短があり、悩ましいところではございます。現時点ではマイナス金利がどこまで拡大するのか、いつまで続くのかが判然としない中、とりあえずは新たな信用リスクや長期的な金利変動リスクを抱え込むよりは、多少なりとも金利が高く安全性も高い運用手段、例えば政保債ですとか、商工債ですとか、そういったところの確保に努めつつ、現行の10年ラダーの組成方針を継続するといったようなところが安全策かなという気もする一方で、本当にそれでいいのかといったところを悩んでいる今日この頃ということでございますので、ぜひ、こういった点についてのご意見をお聞かせいただければありがたいと思っております。以上でございます。

○村上委員長 それでは、ただいま西川理事のほうから問題提起がありました2つのテーマについて、ご意見あればお願いしたいと思います。

○末永委員 1つは、もともと機構で運用しているスタンスというのが、やはり元本を確保するということが大前提になっているはずですので、そこはぶれないようにしなければいけないのではないかなと思うのですね。ただ、そういう前提の上に立って、言えるのは、2～3年前まで累積損失がずっとありましたよね。あれは私もいろいろ見てみたのですが、やはり株式の運用で損失を出しているのですよね。債券はそうでもないと思うのですけれど。プラスに転じてきた今、累積損失が消えて、利益剰余金が3,800億円くらいになっていますが、これはやはりアベノミクスのおかげなのですよ。株価が上がってから累積損失が消えて、剰余金が積み上がってきていると。だから株にかなり振られているのですよね。ですから、冒頭、理事がおっしゃった1番目の株式とか、そういう価格変動の大きい資産にシフトするというのは、過去のそうした動きをどう分析しているかですよ、機構として。それを、市場に振られても良いのだということであれば、債券が0%であれば、そっちへ行くということもいいのしょうけれど、その辺をもう一度、きっちり分析しないといけないのではないかなと思うのですよね。やはり株式は、特に最近の動きを見るとボラティリティが高すぎますので。将来的にも、かなり振られると思うのですよね。その都度一喜一憂してもしようがないし。先程、1,000億という数字が出されましたが、瞬間的にはマイナスになったにしても、3,800億というお金があるわけですよ。その範囲内であれば、極端な言い方ですが、その範囲内であればリスクは許容できるというふうに捉えても良いのではないかと、私は思うのですよ。だから、そこはそういうことでやったほうが良いのではないかなと。

それともう1つ、せっかく10年債のラダー型でやってきた。これは負債のキャッシュフローとの関係でやってきたということをお伺いしているのです、単純に言うと10年のラダー

だけあれば、デュレーションと言っていいのかわからないけれど、要するに5年ですよね。10年債を購入しているわけですから。今回、10年がゼロ金利、これはもう過去に経験がないことなのですよね。10年まではマイナスに近い利回りになっているのかもわからないですけども、20年になりますと0.7%とか0.8%とかあるわけです。ですから場合によっては国債だったら20年債と預金、要するに20年物と1年物。これで割合を考えながらやって、デュレーション的には10年になるようなものを考えるというような手立てもありではないのかなと。その場合問題なのは、やはり金利リスク。これはショックのところは株式ばかり出ていますけれど、前にあったVaRショック、あのときは1%上がっているのです。だから、それがあから、20年を入れるのであれば満期目的ではなくてその他有価証券にしておいて、いつでも金利が大きく振れたときには逃げられるようにするというのも1つの手かなとは思いますが、ただ、それは全体を見ながら少しやっていったほうがいいのではないかと。

ただ、私はそうは言っているのですけれども、大前提になるのが、要するに預かったお金が返せるかどうかなんです。返せるのであれば無理する必要はないと思います。無理してこれ以上傷口を広げることのほうが、かえって怖いのではないかなと、ちょっと思うのですけれどね。これはもう私の勝手な解釈と考え方です。

○村上委員長 どうもありがとうございます。西川理事から問題のご提起をいただきました2つのテーマのうち、今、末永委員のほうからは主に自家運用におけるマイナス金利対応のほうについて、いろいろご意見を賜ったと思いますが、2つのテーマがバラバラだと非常に議論がしにくくなりますので、まず先にこの自家運用におけるマイナス金利対応のほうにターゲットを絞って皆様にご意見いただきましょうか。いかがでございますでしょうか。

○臼杵委員長代理 今、覚えていなくて申しわけないのですけれども、予定利率が1.0%ですよね。基本的にはさっき末永委員もおっしゃったように剰余があるというところをどう考えるかということだと思っております。だから、もちろんマイナス金利はなかなか大変だとは思いますが、それがどう、何年ぐらい1.0%を下回るような金利水準で投資を続けていって、どのぐらいの期間、大丈夫なのかということを考えるべきなのかなと思います。私も最初にご説明を伺ったときに、基本のキャッシュフローのデュレーションが10年ぐらいだとおっしゃっていただいていたような気がして。そうすると10年ラダーだとデュレーションが負債より短くなるとは思っていたのです。だから、本来的にはもう少し長い期間をとりに行ってもいいと思うのですが、ただ、先ほども申し上げたように基本ポートフォリオをこれから見直そうというようなことを考えると、余り短期的にとりあえず何か動くというのもどうかという気がしています。さっき伺ったのは、もう1つは、1.0%という予定利率で割り引いた負債の金額が、責任準備金って4兆……

○高澤資産運用部長 手元に正確な数字がありませんが、総資産額が約4兆6,000億円、剰余金が3,800億円ですので約4兆2,000億円前後かと。

○臼杵委員長代理 4兆2,000億円ぐらいですね。だから、デュレーションを10年として、仮に割引率をマーク・トゥ・マーケットとしたとしたら、割引率がゼロとしたら、実際の負債はもう少し大きいかもしれないですよ。4兆6,000億円ぐらい、マーク・トゥ・マーケットしたらあるかもしれないですよ。だから本当は剰余金はカツカツかもしれない。もちろん資産のほうも簿価評価しているのがありますから、債券の含み益もある。だから、そこら辺をどういうふうに見ていくかだとは思いますが、その市場金利のゼロと予定利率1%の差というのは、今は帳簿の上では出ていないけれど、これから出てきます。そういうことを言ってくると、余り付加給付とか出せるような状況なのかなという気はちょっとしていますけれども。余りお答えになっていなくてすみません。

○村上委員長 ほかに、いかがでしょうか。徳島委員、どうぞ。

○徳島委員 とりあえず、まずマイナス金利のほうからお話を申し上げるとすれば、前回の委員会の席上でも申し上げましたとおり、金利が上がらないリスクということ考えたときにどうするかということ。本来的には私も、今、臼杵委員長代理から言われているとおり、今回の状況からはかなり大きな影響が出てきますので、来年度予定されていらっしゃる基本ポートフォリオの見直しでしっかり議論をすべきであると考えます。今ここで何かアクションをとるつもりは全くありませんけれども、ただ、考えておかないといけないのは、今選択肢として理事からも言われている中で、預金にしておくというのはないだろうかと。というのは、預金では、ゼロないしマイナス利回りですから、これはもう1.0超という必要な運用利回りに対して、それではもう負け決めになってしまうという、実は生保も昔こんな議論をまさにしていたわけですが、高い予定利率を保証しておいて低い金利の国債を買うことができないという議論を散々いたしました。そういった意味で、全部を預金にするという選択肢は恐らくないだろうと。

あとは超長期年限への投資というのが生保の取組んできたことにはなりますが、それが本当に、今臼杵委員長代理が言われているとおり負債から見て適切なオペレーションなのか、そしてどこまでが超長期を買えるのかということは判断する必要があります。超長期債を買うこと自体は理屈が通ると思いますが、一方で、全額超長期債を購入することはあり得ない。生命保険会社の一般勘定では、保有する国債全体に占める残存11年以上の国債の比率が、大手4社のポートフォリオを見ますと、大体8割から9割になっています。これは生保の抱える負債のデュレーションがこの機構より長いことで可能になっていることですが、ではこちらの退職金の支払いスケジュールから考えると、そこまでの長期化はできないと考えられます。では、どこまでできるかということ、次期の基本ポートフォリオの制約の中で考えていくしかないのかと思っています。もちろんご指摘されているとおり、少クレジットリスクや流動性リスクをとって、政府保証債ですとか、御機構の規定上では地方債とか高格付けの社債も購入可能ですので、そういったものを購入することで、10年以内の債券でも利回りを上げる方法はあるのかと思います。この点については、またクレジットリスクをとることの是非ということも議論しないといけませんので、

併せて、次の基本ポートフォリオ策定の過程で議論して、どこまでリスクをとるかを決めることとなります。要するに、ここまで金利が下がっていると、何もリスクをとらなくて目標利回りをクリアすることはできないので、何のリスクをどれだけとるかということを議論するのが、次の基本ポートフォリオの策定過程においての最重要課題であると考えられます。

実は現在の基本ポートフォリオの策定過程に私は入っていましたから記憶にありますが、あのときは欠損があるのでそれを埋めるためにリスクを多めにとるという判断をして、株式も少し増やし、外物のリスク、為替リスクも増やしました。それでたまたまアベノミクスのお陰で望ましい相場展開に行ったので、剰余金が生まれるまでできました。では、現在のややリスクが多めのポートフォリオをどうするのか。一方で、金利はこんな水準及び状況になってしまっているので、来年度の基本ポートフォリオ見直しにおいては、かなり大変な検討をしないといけないだろうと思っております。

あと1点、1番目のご質問に若干だけ触れさせていただきますと、あくまでも基本ポートフォリオは中長期的に正しいものとして考えておりますので、この1月で株が下がったという事実を、見ることは大事です。先ほど四半期のご報告に関しても拝見させていただいておりますけれど、見ることは大事ですけれど、それで慌てる必要はないし、慌ててはいけません。ただ、これも現在の基本ポートフォリオの検証に際して議論させていただいておりますけれど、与件としている前提条件が大きく変わっているのであれば、定期的な見直しを待たず勇猛果敢に基本ポートフォリオを変えないといけない、という見極めをすることが大事だと思っております。だから、去年の秋の段階では我々は前提が大きくは変わっていないと判断しているのですが、いや、足元、これは変わっていると思われるのであれば、基本ポートフォリオの見直しを早めに実施するというのも1つの選択肢だと思えます。

○村上委員長 ほかに何かございますでしょうか。

○水野理事長 よろしいでしょうか。今のお話で、皆様方それぞれのバックボーンによって違うのですが、予見が変わったのではないかということも最近、というか去年ぐらいから言われていますよね。それはどういうふうに見ていらっしゃるのですかね。どう見ているかだけで結構なのですか。

○徳島委員 実は白杵委員代理が先ほどおっしゃられたとおり、この低金利がどこまで続くかというビューを、金利がいずれ上がるのであれば少し短めの債券を保有しておいて、金利が上がったところで長期債を買えばいいという発想があります。しかし、金利上昇が待てるのか待てないのか、これは誰にもわかりませんので、私は金利が上がらない前提で考えるべきだと考えています。前回は申し上げましたが、金利が上がらないリスクを考えるとというのは実質、前提が変わっているに近い状況であると思っております。ただ、その判断は極めて大変なことなので、しっかり皆さんで議論をしなければいけないと思えます。

○江川委員 私は現在はまだ金融の仕事をしていないので、ここにいらっしゃる金融関係者の方のほうのいろいろなことをご存じだと思いますけれども、全体として言われている

のは、今いろいろな形でグローバルなリクイディティが非常に増えていて、そのレベルはリーマンショックの前を上回っているということです。ですから、それだけ大きなリクイディティがあるとやっぱり大きなクラッシュもあり得るわけで、先ほどコンティンジェンシープランとかリスク管理という、いろいろな場合に備えてということをお願いしたのはそういう背景もありました。ですからそういう意味で長期でどういうことをやっていくべきかということをしっかり考えていくのが重要だと思います。マイナス金利がどれぐらい続くかというのは本当に予見しにくいので、これはシナリオを考えるしかないと思いますけれども、先ほど徳島委員がおっしゃったようにマイナス金利だからといっていろいろなことを大きく動かすというよりは、やはりせつかくの機会なので、どうあるべきかというところから考えていくべきだと思います。

○村上委員長 私の方からもマイナス金利対応のほうについて少しコメントさせていただきたいと思います。10年ラダーの債券を持っている意味ということで、今までご説明いただいた中にキャッシュフローへの対応とか、負債とのマッチングの問題、それから元本の保全ということと、それにここも付随的といっても重要なのですが、そのところでプラスの利回りを、インカムを確保するという目的がありまして、いずれにしてもこのようなことというのはキャッシュ自体がマイナスになってしまうということは想定していない中で枠組みとして組まれてきたということがあるかと思うのです。それで、先ほど西川理事の方からありました、案1という中の国債のラダーの継続ということであると、今はもう9年までがマイナス金利になっていると思いますが、10年がマイナス金利になったらラダーを継続するというのは、先ほどの前提条件から考えれば、やはりもうないのかなというように思います。

それから、案2につきましても、預金にしておくというのもまた金融機関のリスクや、またそれがマイナスになるリスクというのがありますので、これもなかなかとりづら選択肢だろうと思います。一時的、短期的だったらそのような対応をとれないこともないのかもしれませんが、これが経常化するということはまずあり得ない対応なのだろうと思います。

そうすると、案3の超長期国債購入という方法が、すなわち10年よりもっと長いところを購入していくのがあり得るのかどうかということですね。これは1つはラダーというのがどのぐらい今の負債とマッチングしているのかというところが厳密には私もよくわかっていないところがありまして、そのところの問題も分析する必要があると思いますが、このラダーのところについてはポートフォリオの見直しのときにまたどういう議論があるかというのは別として、今の枠組みの中で考えますと、時価評価しないで簿価評価でインカムを得るというスキームでやっていますので、負債とのマッチングの問題はありますが、もっと長期化して、例えば15年債ぐらいとか、20年ぐらいまで伸ばしていくというのあり得る選択肢かもしれません。それで、もし金利がプラスに戻ってくれば、間にできた空白のところを埋めていくとか、いろいろな対応の仕方、それでラダーを構築し直すとい

う考え方は技術的には可能かと思えます。何しろ低金利状態がずっと続くというようなことになりましたら、これは1%という予定利率もどのような環境のときに決まったかというのはあるのですが、環境が大きく根底から変わってしまっている時のリスクを運用に負わせるということは、制度自体、運営としてそういうあり方でいいのかということにもなります。ここのところは予定利率の議論になるので、ここの機構で決められる部分ではないとは思いますが、制度として環境によって運用のリスクのとり方を変えなくてはならないような運用の仕方というのが本当に正しいのかどうかということは、よく考えなければならぬ課題なのではなかろうかと思っています。そのようなことで、そこについてはこの制度自体のリスク許容度とポートフォリオを本当にどうすべきかというようなところに議論が立ち返らざるを得ないのだと、そのように思います。

私が意見を申し上げてしまいましたが、ほかに何かございますでしょうか。

○臼杵委員長代理 10年ラダーを組むというのは、それはどのレベルの意思決定なのでしたっけ。

○高澤資産運用部長 あくまでも本部内でございます。負債側が、加入期間が、被共済者、従業員の加入期間、私どもの制度のほうですね、ちょうど10年というところですので、そこに合わせているといったことです。

○臼杵委員長代理 さっきも言いましたように10年ラダーポートのデュレーションは多分もうちょっと短いので、4年とか5年とか。

○高澤資産運用部長 ええ、5年弱でございます。

○臼杵委員長代理 負債側のキャッシュフローは10年というのは割ともうはっきりしているわけですね。

○高澤資産運用部長 はい。

○松永運用リスク管理役 掛金は一括払い込みではなく月々の払い込みですから、負債側もキャッシュフローベースでみると5年くらいになります。

○臼杵委員長代理 なるほど。一括じゃないからという。

○松永運用リスク管理役 はい。そこはどう判断すべきなのか、私も整理がついていないところではあるのですが。

○臼杵委員長代理 加入途中の平均的な払い込み期間から支給のタイミングまでは5年ぐらいということですか。

○松永運用リスク管理役 キャッシュフローベースでみると5年くらいでマッチングしているということになります。

○西川理事 したがって、ラダーにはキャッシュフローと金利のミスマッチ回避という意味があることになるのですけれど。

○末永委員 そのところをつかめないとちょっと困りますよね。負債側のね。当然、資金調達して運用するということは、負債があって、それに見合う運用ですからね。そこで、金利リスクをとるのか、そういうことが決まってくるはずですからね。

○水野理事長 確定しないといけないですね。

○末永委員 そうですね。次の段階ではやったほうがいいのかもわからないですね。

○水野理事長 ただ、皆様のご意見を伺っていると、基本的に一番最初に末永委員がおっしゃったように元本確保はやっぱりすべきであると。また私もそう思っているのですけれど、ということですよ。で、それが去年、一昨年までの環境の1.0%と、今激変した環境の1.0%では相当違うわけだから、それを、その1.0%のままにしておいてリスクをとりに行くというのは本末転倒であるというような理解でよろしいですよ。その場合について、我々で決められないけれども、そういう問題意識を出していくということですよ。

○西川理事 確かに今回マイナス金利という非常に外目の変わる変化があったわけなのですが、国債の運用利回りが1%を下回る状態というのはもう既にずっと続いてきているわけですので、そういった意味では既に数年がかりで難しい環境に来ているということだと考えます。それを、この数年は金銭信託のほうのプラスで補ってきていて、非常に成績がよかったものですから、付加退職金まで出せるような状態だったということですが、これはもう末永委員ご指摘のとおり非常に不安定なものですし、江川委員にもご指摘いただいたとおりでございます。このところは、どこまでの変動を許容範囲と見るかということも非常に来年度にかけて議論していただく必要があるかなと思っております。現在の3,500億円の累積余剰金積み上げ目標というのは、リーマンショックと同じようなショックが起こったときでも耐えられると、サブプライムとリーマンと続いたあのとときと同じような状態でも耐えられるというのが前提になっているわけですが、次の金融ショックがそれと同じ規模で起こるとは限らないわけです。当時に比べると国際金融市場はさらに大きくなっているわけですし、流動性ももちろん増えております。金融の国際化や自由化の進展の影響ということを考えますと、もっと大きなクラッシュが来る可能性が十分あるということだと思いますので、そういったリスクも含めて考えていかななくてははいけないかなと思っております。

さらに言うと、コンティンジェンシープランということですが、金融危機が起こり、金融機関が経営危機に陥るということになってきますと、私どもの日々のキャッシュフローを預けている預金口座が動かさないというようなことも想定せざるを得なくなってくるということですので、コンティンジェンシープランということは、そこまで考えを持っていかなければならないかなと思います。

○村上委員長 いかがでしょうか。マイナス金利への対応は、大体委員の意見が出尽くしていると思いますので、これ以上深めていくにはまたいろいろな材料が必要になるのではないかと思います。皆さん、よろしいでしょうか。

では、理事からもう1つお話がありました、最近のような非常に変動の激しいという、環境の変化に対する心構えみたいのところにつきまして議論をしたいと思います。先ほど徳島委員のほうからも少し触れていただいた部分があるかと思いますが、ほかの方はいかがでしょうか。

○白杵委員長代理 徳島委員がおっしゃったことと基本的には同じです。やっぱり中長期で運用しています。もちろん大変なことが起きるかもしれませんが、それはもう誰もわからないです。一応さっき言った、想定していた金融環境が大きく変わったということになると、基本ポートフォリオを見直すということをやらずにはいけないとは思いますが、それはそれとして、見直していないのであれば一応今のルールどおりにきっちり運用していく。ただ、いろいろな説明責任みたいなものは多分従前よりも出てくるとは思いますので、そこはきちんと説明していただくと必要はあるのかなと思いますけれども。

○村上委員長 いかがでしょうか。

前提が変わったかどうかというのは、これまたすごく難しい議論なのだろうと思うのですね。ある程度時間が経っていろいろなことが出てきて分析できるものがないと、そこまでの認定は難しいですし、特に市場が大きく動いている中でそれを認定するというのは、逆にすごくリスクがあるところなのだと思うのですね。

○白杵委員長代理 ただ、徳島さんのほうがよくご存じですけど、例えば債券の期待リターンというのは基本的にはカレント・イールドをもとに考えるということで行くと、やはり債券の期待リターン自体はある程度下がっているだろうという気がします。

○末永委員 金融がそういうふうにならっていくかというのはあるのですが、同時に社会構造がやっぱりどうなるかという問題もあると思うのですよね。そうなったときに、今ある中小企業にどういう影響が出てくるのか。それによって加入してくる人たちが減る可能性もあるのですよね。そういったことも考えておかないと、やはりそういう掛金があるからこそそれを守るために運用しているのであって、そういった全体を、これは多分前回徳島委員がおっしゃられたことだと思うのですね。諸々、機構の今後の規模がどうなっていくのかなど。その辺をしっかりと考えた上で運用を考えるということ。それを合わせてやっていかないといけないような気がするのですけれどもね。

○水野理事長 そうなのですね。大きなキャッシュフローをやっぱり、確かに中小企業は潰れる可能性もありますし、その結果退職金もアウトが増える可能性もあるし、インは減ると。そうすると結構厳しい。だからその辺も踏まえていかないといけないですね。

○村上委員長 末永委員から出されましたことで、今まで当機構でいろいろな計画を立てるときに、加入員について何らかの将来見通しというのを、シナリオを基本的に置くということはしてきたことがあるのでしょうか。

○西川理事 そこにマクロの景気変動要因を織り込んだことはないです。

○村上委員長 そうということですね。

○水野理事長 環境を織り込んでというのはなくても、基本的な軸となるシナリオみたいなものは……

○西川理事 一応、将来的な増加幅とかというのは見込んでいるはずでございますけれども、それがマクロ環境によってということではないと思います。

○村上委員長 それは何に基づいてなのでしょうか。

○西川理事 それは私どもの5カ年計画の中での加入者の増加計画がありますので、それに整合的になるような形で見通しを立てているという格好でございます。そういう意味では世の中は特に変わらず、私どもの加入者増加のための努力の中で増やしていくという前提に立っているということで、中退共に関してでございますけれども。

○村上委員長 心構えという点については、他にいかがでしょうか。

○水野理事長 いずれにしても余り短期的に狼狽するのが一番悪いわけで、そこはきちんとしたシナリオで臨まなければいけないわけです。これからだから、先ほどから出ていますけれども、ポートフォリオの見直しの議論に入るときに、ちょうど今日のような議論を先にしておいたほうがやりやすいかなと思って、今日あえて皆様方のご意見を伺ったわけですけれども、この議論を深めていかなければいけないと思います。どうぞよろしく願いいたします。

○村上委員長 お願いいたします。

1つ、私がこのような市場で大変気になっていましてところは、基本ポートフォリオからの乖離というのが、例えば株式などでもプラス・マイナス3%の枠があるということなのですが、例えば1.5%ぐらい経常的にずれていて、株式市場が10%上がったか下がったかということになると、利回りにして全体に0.15%のインパクトがあるということになります。これは予期せぬエラーみたいなものが、結構大きく全体の利回りに影響してくる部分があると思うのです。全体で0.15%をアクティブ運用で稼ごうとすると、個々のアクティブ運用ではかなりの超過収益を目指さないとならないというようなことにもなります。このあたりは恐らく来期課題の中でリバランスルールというのを検討するという事項の中にも入るとは思うのですが、結構そのようなエラーが起こってしまうようなリバランスルールに今はなっているということですね。それはリスクとしては認識しておかなければいけないのではないかと考えています。企業年金や公的年金の例を挙げましても、このような市場下落時にきちんとリバランスをしていたかどうかで結構パフォーマンスの優劣の差というものが過去もついているということがデータとしてありますので、そのところは課題として持っておいていただけたらと思います。

○臼杵委員長代理 そうですね。つついリバランスしたくなるのですが、でも、きちんとしたほうが。

○高澤資産運用部長 過去、私どもは機械的にしっかりやっています。入れるときも、崩すときも。

○西川理事 悩みつつではありますけれども。

○臼杵委員長代理 それからキャッシュのインフローとアウトフローがあるときも、へこんでいるところと出ているところを調整するように使っているわけですね。

○西川理事 おっしゃるとおりです。

○徳島委員 前回リーマンショックのときにリバランスを止めたほうが良かった外資

系コンサルと、やったほうが良いと言った外資系コンサルと両方いたので企業年金関係者の間では議論が錯綜してしまいました。私の意見としてはリバランスルールを停止することは、基本ポートを見直さないといけない状況であるというぐらいの認識でやらないといけないことだと思います。

○水野理事長 そうそう、そうですね。

○村上委員長 今、徳島委員がおっしゃったように、株式投資を減らすということであれば、そのようにリスクのとり方を変えるということでもよいのだと思うのです。基本ポートフォリオを継続する限りでは、逆に下がったところできちんと購入しておいたほうがパフォーマンスは極大化していくということが大原則だと思います。

○西川理事 リスク資産の構成比を落とすのであれば、当該資産の相場が落ちる前に構成比を落とすということでございますね。

○村上委員長 ほかに何かご意見等ございますでしょうか。よろしいでしょうか。

それでは、ほかにご意見、ご質問等ないようでしたら、事務局から次回の委員会についてのご報告をお願いいたします。

○松永運用リスク管理役 次回の委員会は4月上旬に開催をさせていただき予定です。先ほども申し上げましたが、できるだけ速やかに日程を調整させていただきたいと思いますので、よろしくをお願いいたします。

なお、ご審議いただく議題は、「基本ポートフォリオの変更について」を予定しておりますが、「その他」を含めまして(案)を事前にお届けいたしますので、ご検討方お願い申し上げます。また、何か議題とすべき案件がございましたら、いつでも事務局までご連絡、ご提案いただきますようお願いいたします。

以上でございます。

○村上委員長 ただいまのご報告について何かご意見、ご質問等ございますでしょうか。よろしいでしょうか。

それでは、これもちまして資産運用委員会を終了いたします。皆様、議事進行へのご協力、ありがとうございました。

(了)