

平成 28 年度第 1 回資産運用委員会議事録

開催日：平成 28 年 4 月 18 日（月）

場 所：勤労者退職金共済機構 19 階役員会議室

○高澤資産運用部長 それでは定刻になりましたので、委員会を始めさせていただきます。

本日司会を務めます高澤と申します。どうぞよろしくお願ひいたします。

出席予定者が皆様お揃いになりました。資産運用委員 5 名のうち 4 名の出席を確認できましたので、本委員会は有効に成立しました。なお、江川委員からは所用のため欠席されとの連絡をあらかじめいただいております。

ただいまから、平成 28 年度第 1 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、誠にありがとうございます。

初めに、理事長の水野からご挨拶申し上げます。

○水野理事長 本日はお忙しいところ、本当にありがとうございます。

今も村上委員長とお話ししておりましたが、理事長としましては、先週の木曜日に起こって、今なお予断を許さない熊本地震の動向もありまして、開催をどうするかと随分熟慮しましたが、熊本地震の当機構への影響度合いと、一方、退職金の安全・効率運用を基本原則として掲げている当機構にとっての、期初のマーケット、今日もそうなのですが状況などを比較考量して、開催に踏み切らせていただきました。皆様、本当に大変なところ、ありがとうございます。

最初に熊本地震につきましては、発生した 14 日付でご案内のように「災害救助法」の適用がされましたが、当機構としましては、翌日 15 日付で対応策を決定し、内容をホームページに掲載し、もう既に実行に移しておりますことを、まずご報告させていただきたいと思ひます。

今回の主要議題ですが、中退共の基本ポートフォリオの見直しに関する第 1 回目のご審議という、いよいよ本丸に入ってきたということでもあります。後ほど厚生労働省の富田課長から、労政審中退部会での主要な意見、すなわち労政審と資産運用委員会との連携についてのご意見についてご報告もごひます。

これまでは、労政審というのは予定運用利回りと付加退職金、そして累積剰余金の目標水準を定め、一方、当機構は基本ポートフォリオを定めるという役割分担のもとで、おのおの独立して役割を果たしてきたわけですが、それぞれの決定内容は、皆さんご存じのように相互に大きな影響を与えるということもあり、相互連携に向けて労政審が動き出したということは、この共済制度全体をつかさどる調和のとれた体制・仕組みを構築することが可能になるという点で、非常に望ましいことと考えております。

どうぞ今日は忌憚のないご意見と、十分にご審議を賜りますようお願いし、私のご挨拶とさせていただきます。どうぞよろしくお願ひいたします。

○高澤資産運用部長 それでは、お手元の資料の確認をお願いします。

お手元1枚目、座席図。2枚目が委員会次第。続きまして左とじになっております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録（案）」

資料1-2 「平成27年度第3回資産運用委員会議事要旨（案）」

資料1-3 「平成27年度第3回資産運用委員会議事録（案）」

資料1-4 「平成27年度第4回資産運用委員会議事要旨（案）」

資料1-5 「平成27年度第4回資産運用委員会議事録（案）」

資料2 「中退共資産及び林退共資産に係る合同運用（金銭信託）開始について」

資料3 「金銭信託及び運用有価証券信託におけるマイナス金利適用について」

資料4 「中退共基本ポートフォリオの見直しについて（1）」

参考資料 「労働政策審議会勤労者生活分科会中小企業退職金共済部会における主な意見（資産運用委員会との連携関係）」

以上になりますが、不備はございませんでしょうか。足りないもの等ございましたら、その都度でも結構でございますので、お申し出ください。

この後の議事進行につきましては、村上委員長にお願いいたします。よろしくお願ひいたします。

○村上委員長 では、本日の議事につきまして、円滑に進行しますよう皆様方のご協力よろしくお願ひいたします。

それでは、次第に沿って議事を進めてまいります。

議題1は、第2回資産運用委員会議事録、第3回、第4回資産運用委員会議事要旨及び議事録の確認です。事務局からご説明をお願いいたします。

○松永運用リスク管理役 まず、資料1-1「平成27年度第2回資産運用委員会議事録（案）」をご覧ください。こちらにつきましては、全委員の確認が得られましたので、最終版としてご報告をさせていただきます。

続きまして平成27年度第3回資産運用委員会についてご説明申し上げます。資料1-2「平成27年度第3回資産運用委員会議事要旨（案）」、資料1-3「平成27年度第3回資産運用委員会議事録（案）」をご覧ください。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、修正の要否についてご確認をお願いいたします。また、議事録につきましては、前回同様、次回を目処に修正の要否について事務局のほうにご連絡いただけますようお願いいたします。全委員に問題のないことを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。よろしくお願ひいたします。

○村上委員長 では、ただいまのご報告についてご質問、ご意見等、ございますでしょうか

か。

特にご質問、ご意見等がないようでしたら、まず平成27年度第3回運用委員会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いたします。お目通しの時間をもう一度、少しとりましょうか。

いかがでございますか。ご異議のある方はいらっしゃいませんか。それでは、ご異議はないようですので本案を最終版といたしたいと思います。事務局においては速やかに対外公表されますようよろしくお願いいたします。

それから議事録については、各委員においてご確認の上、事務局にまたご連絡をいただければと思います。だいたい次回の委員会ぐらいを目処にということでもよろしいでしょうか。

それでは、続いて第4回のほうの資産運用委員会の議事要旨、議事録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 平成27年度第4回資産運用委員会につきましては、年度末のお忙しい折、急なお願いにご対応いただき、ありがとうございました。緊急招集と電子決裁という異例尽くめの運営となりましたが、改めて経緯をご説明させていただきますと、議事要旨、議事録にも記載させていただきましたとおり、公表された省令改正の内容を受けて、中退共及び林退共の「資産運用の基本方針」を改正する必要性が生じ、次回資産運用委員会の前に委員の皆様にご審議いただくことが必要となりました。そこで、委員長にご相談をさせていただき、委員会規程第4条に基づく委員長による緊急招集を発動しつつ、開催・審議方法につきましても、内容的には技術的な修正であることに鑑み、同規程第9条「運営に必要な事項は委員長が定める」の規程に基づきまして、電子メールによる電子決裁方式の採用をご決断いただいたところでございます。

さて、資料1-4「平成27年度第4回資産運用委員会議事要旨(案)」、資料1-5「平成27年度第4回資産運用委員会議事録(案)」をご覧ください。第4回の議事要旨と議事録は、開催経緯の説明と、いただいたメールの引用で構成させていただきました。内容については、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、修正の要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、第4回議事要旨につきましても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第3回と同様、お手数ですが全体を再度ご覧いただき、次回までを目処に修正の要否を事務局までご連絡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 では、ただいまのご報告についてのご質問、ご意見等、ございますか。

○臼杵委員長代理 これも確認なのですが、資産運用の基本方針というのは、厚生労働省の省令に入っていると、そういう理解でよろしいのでしょうか。

○成田理事 法律で基本方針を作らなければいけないと書いてございまして、省令にもともとその基本方針に盛り込むべき事項が記載されているのですが、今回の改正で合同運用

の実施に関する事項も基本方針に書きなさいという文言が省令に追加されましたので、それを受けまして基本方針を改正いたしました。

○臼杵委員長代理 省令のほうは、基本方針に何を書けということが書いてあるということですか。

○成田理事 はい。

○臼杵委員長代理 わかりました。どうもありがとうございました。

○村上委員長 ほかにご質問等ございませんでしょうか。では、特に無いようでしたら、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版とすることで、ご異議がある委員は挙手をお願いいたします。

ご異議が無いようですので、本案を最終版といたします。事務局においては速やかに对外公表されますようよろしくお願いいたします。

それから、議事録については先ほどと同じく、各委員においてご確認の上、何かございましたら事務局のほうにご連絡ください。よろしくお願いいたします。

それでは議題1を終えまして、次の議事に移りたいと思います。

議題2は「中退共資産及び林退共資産に係る合同運用（金銭信託）開始について」です。これについてご報告をお願いいたします。

○西川理事 ご報告をさせていただきます。第2回、第3回の資産運用委員会でご審議いただき、ご了承いただきました合同運用、中退共と林退共の資産に係る合同運用でございますが、計画に基づきまして4月1日、予定どおり資産移管を実施して、現在合同運用を行っているという状況でございます。まず、大きな支障もなくスタートしたということでございます。ただ1点だけ手続き上の手違いが発生しましたので、その状況と、対応方針について報告させていただきます。

資料2の項番2つ目の「運用委託先での手違い発生と対応」をご覧ください。手違いの内容についてご説明申し上げますと、林退共資産の国内株式と、国内債券につきましては、現物移管をするという計画でございましたので、事前準備作業として移管先ファンドのポートフォリオに合わせるため3月17日に事前調整取引、リバランスと呼んでおりますが、それを行う予定でございました。2ページ目の裏と、右側の別紙1とあわせてご覧いただけるのですが、まず現物移管の流れというのは、右側の別紙1でご覧いただけますとおり林退共の資産の中の国内債券と国内株式それぞれを4月1日に現物移管をするということでした。外国債券につきましては、解約して換金して自家運用のほうに移すというようなプロセスを予定しておったわけでございます。国内債券と国内株式について現物移管をするに際し、予定といたしましては3月17日に左側のページの表1をご覧くださいませとおり、いずれもリバランスを行うという予定でおったわけでございます。そして、運用委託先からは、4月の移管前に必要なリバランスは終了しましたという報告を受けていたわけですが、4月に入りまして、実は国内債券のリバランスが実施されていなかったということが判明いたしました。

原因といたしましては、もともと国内債券につきましては林退共でアクティブファンドに入っております債券を中退共に移す際にはパッシブファンドに移すということを予定し、そのような指示を出していたわけですが、先方内部の連絡ミスによって、アクティブファンドからアクティブファンドに移すというような誤解をしたために、それであればリバランスは必要ないということで見送ってしまったということでございます。

その結果、4月1日の現物移管は違った形の内容での現物移管が行われてしまったことが判明したということでございます。1週間後の4月8日に必要なリバランスを実施致しましたが、結果的に、当初予定どおり3月17日に行った場合との比較で、差益が出た格好になっております。

1ページ目にお戻りいただきまして、項番2の下半分に経緯をもう少し詳しく書いてございますけれども、4月8日に改めてリバランスを実施したところ、②をご覧くださいますと、取引の結果、約200万円の差益が発生したということでございます。

この差益の配分方法ということでございますが、取引が行われたタイミングとしては合同運用が始まってはおりますけれども、もともと林退共の資産を取引するはずだったものを、後でやったという経緯に鑑みますと、この取引に伴う差益については林退共資産に帰属させるのが適当であろうと判断いたしました。そこで、この200万円を林退共からニューマネーが入れられたというような擬制をとりまして、4月8日段階で林退共のウエイト、口数調整を行わせていただくというような形にしております。

従いまして③でございますけれども、ここに書いてあります、同日付で林退共の合同資産運用資産中の保有口数を再計算というのはそういう意味でございます。

ちなみに、3月31日時点の林退共資産額でございますが、国内債券のリバランスが予定どおり行われていたと仮定した場合に比べますと、63万1,000円程度のマイナスということになっていたわけですが、上述のとおり4月8日の取引の結果、それを上回る売買差益が発生したために、最終的には機構といたしましても林退共といたしましても損失は生じていないという格好になっております。

ちなみに、上記の口数調整を行った場合、どのような形で今回の資産運用損益の配分が行われるかということにつきましては、その下の資産運用損益の配分方法というところをご覧くださいと思います。4月1日～7日の1週間分の運用損益につきましては3月末の口数ウエイトで計算をいたしまして、それ以降の運用損益につきましては4月8日以降の新たな口数ウエイトで計算をさせていただくという、そんな形の差益分配を考えているということでございます。

ちなみに、各経理の保有口数につきまして3月末で申し上げますと、一番下の表をご覧くださいますと、中退共の資産が99.7%、林退共の資産が0.27%というふうになっております。4月8日現在でどうなったかについてはただいま計算中でございます。以前、合同運用につきましてご審議いただきました際、林退共の資産が大体0.25%ぐらいというふうに申し上げたと思うのですが、若干増えておりますのは、国債の金利が大幅に下落いたしま

して、国内債のアクティブ運用の比率が結構大きかったものですから、年度末にかなり資産が膨らんだ結果、少し林退共のウェイトが高くなっているということだとご理解いただければと思います。合同運用につきましては、以上でございます。

○村上委員長 では、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か。

○臼杵委員長代理 これは、運用機関は何か謝っているのですか。

○西川理事 現在、再発防止策も含めて今回の事象に関する点検をさせているところでございますが、かなり大きな事務ミスでございますので、来年度のマネジャーの入れかえのときにはそれなりの対応をさせていただきたいというふうには思っております。

○臼杵委員長代理 わかりました。

○水野理事長 付言させていただきますと、結果的にプラスだったからいいという話ではなくて、我々としては適正な、正しい処理をするようにということを厳しく正していきます。

○末永委員 今回の対応は、機構の中にあるルールに則して決めたことなのでしょうか。

○水野理事長 いや、もともと運用機関を選択するときにいろいろな項目があって、こういう場合はシェアを落とすとかいうのがありまして、そこにヒットしてくると。こういうことです。

○末永委員 本来4つのファンドは、それぞれ別々に収益管理されているわけですから、ファンド間のリバランスを行う場合は、事前にルールが決まっていると思っていたので質問しました。

○西川理事 これはリバランスと言っていますが、通常のリバランスというよりも合同運用ということ自体が私ども初めての経験ですので、しかもそこでまさかミスが起こるということも想定していませんでしたので、そういう意味で初めての対応ということになります。ただ、今委員がおっしゃいましたとおり、もともと4つ別々でございましたので、もともと林退共のほうでやろうとしていた取引の後始末ということでございますので、これは林退共の中で閉じるような形での処理にするのが正しいであろうと判断致しました。もし、この200万円を中退共と分けるといようなことになると、中退共にとって、棚からぼたもち的な印象もございますので、それは林退共の中で閉じるような処理の仕方をしたということでございます。

○臼杵委員長代理 わかりました。もし損が出ていたら運用機関と……

○水野理事長 それはもうそのとおりで、そういう場合にはそういう格好できちんと。

○末永委員 過去に黒字のファンドから赤字のファンドに利益を付け替えて両方のファンドを黒字にするという手法が用いられ問題になったことがありましたので、今回のような場合に備え事前にルールを決めておいたほうが良いのではと思われました。

○村上委員長 ほかに何かございますか。ご報告を伺うと、これはあまり考えられないようなお話ですね。

○西川理事 私どもも納得のいく原因の説明と再発防止策をとるようということで厳し

く今、報告を求めているところでございます。

○村上委員長 それでは事後のご対応のほうはよろしくお願ひいたします。ほかにご意見、ご質問等がなければ、中退共資産及び林退共資産に係る合同運用開始について、資産運用委員会として報告を了承することといたしたいと思ひます。よろしくお願ひします。

それでは、次の議題に移ります。議題3になりますが、「金銭信託及び運用有価証券信託におけるマイナス金利適用について」のご説明をお願ひいたします。

○西川理事 ご説明申し上げます。こちらにつきましては、日銀のマイナス金利政策の影響がいよいよ預金というような現金の分野にも及んできたということでございます。私ども、委託運用については債券、株式等の購入と償還、売却の合間に生じる待機資金というのがどうしても発生しております。そういった待機資金につきましては、委託運用の中で大体0.5～1%程度のウェイトで、そう大きなものではないのですが、これが言ってみれば委託先で預金のような扱いになっているということでございます。この信託勘定で発生いたしました余資につきましては、従来は委託先の信託銀行によりましてコールローンですとか、それから委託先に貸し付けるような格好で、委託先が今度は日銀の当座預金に入れてそこで金利を稼ぐというような、そういうような運用が行われておりました。しかしながら、日銀のマイナス金利政策によりましてコール市場での運用がまず困難になり、さらに当座預金での運用にマイナス金利が適用されるということになりましたため、こういった運用コストを私どものほうに転嫁するという方針が示されてきたということでございます。現在、私どもが取り扱いを行っております信託銀行4行のうち既に3行からマイナス金利適用の打診がございまして、残りの1行につきましてもその方向で準備中との経過報告を受けたところでございます。3行からは4月から適用したいという要望が寄せられておまして、残りの1行も5月からの適用を依頼すべく準備中であると、そういうような話になっております。

どのぐらいのということでございますが、3行へのヒアリングに基づいて想定されますマイナス金利の適用レートは現在5bp程度ということでございます。これがどれぐらいの影響になるかということでございますが、下の表をご覧ください。大体現在、私どもは金銭信託合計で機構として3兆6,000億円ほど運用しておまして、27年度末現在ですと163億円程度の余資があるということでございます。そこに5bpということでございますので、影響としては800万円ぐらいのコストになるということでございます。

申し入れはもらっているわけですが、今のところまだ4行全部から出揃っていないということもございまして、それからマイナス金利をどう解釈するかということについて、あるいは適用の手続きについて既に要望の出されている3行の間に差異があるといったこともございまして、現在、要望が出切って4行の間の調整が済むまで回答については保留しているということでございます。ただ、いずれにしましても早晩何らかの形でマイナス金利の適用を受けることは不可避かなと考えているところでございます。いずれこういったものが通常の預金等にも広がってきますと、自家運用のあり方といったようなこと

ろについても考えていかななくてはいけないと思っている次第でございます。経過報告というところでございます。以上です。

○村上委員長 では、ただいまのご説明についてご質問、ご意見等がございますか。

○徳島委員 今回、日銀によってマイナス金利が適用される動きになっていますので、余資のポジションに対して信託銀行がマイナス金利を課されることはやむを得ないことと考えます。したがって、こちらとしては、余資の水準をここまで確保しておかないといけないのかどうか。信託銀行に運用を委託していらっしゃる部分でございまして、余資をもう少し圧縮できるのかどうかをご検討いただいて圧縮していただくということを前提として、やむを得ないマイナス金利の適用なのかと考えます。

○西川理事 ありがとうございます。委託運用の余資につきましては、自家運用の余資と違いまして、私どもの裁量の範囲で動かすものではないのですが、当然のことながら先方に余資の水準をできるだけ抑えるようにというような要望を含めて今後の交渉を行ってまいりたいと思います。

○村上委員長 ほかに何かございますか。

○臼杵委員長代理 4行というのは、りそなさんまで入れたら上位4行ということですか。

○西川理事 そうです。

○臼杵委員長代理 わかりました。

○村上委員長 私から1点、すみません、お伺いします。資料の3点目のところにあります、「マイナス金利の解釈や適用手続きに差異がある」というのは、これは信託銀行ごとに言っていることが違うということですか。

○西川理事 これは、まさに普通預金と横並びでのマイナス金利の適用であると言っているところと、運用先のコストがかかるので運用コストの手数料だという解釈を示しているところがあるということでございます。それは契約の締結の仕方等にも差異があるということなのですが、考え方の差異もありますし、それから言っている適用レートについても予定レートは若干差異があるところでございます。そうなりますと先に言ってきた者勝ちで認めてしまうわけにも、公平性の観点からいきませんので、そのあたりの考え方と、それからレートの水準などについても精査した上で最終的な回答を決めていきたいと考えております。

○村上委員長 わかりました。ありがとうございます。

ほかによろしいでしょうか。

それでは、経過報告ということでございますが、ご質問、ご意見等ほかになれば、ただいまご説明のありました金銭信託及び運用有価証券信託におけるマイナス金利適用についてのご報告を、資産運用委員会として了承することといたしたいと思っております。ありがとうございます。

それでは、次の議事に移らせていただきます。

議題4になりますが、「中退共基本ポートフォリオの見直しについて(1)」のご説明を

お願いいたします。

○西川理事 中退共基本ポートフォリオについてのご審議を本日からお願いしたいということでございます。

まず本日につきましては、個別の項目に関する審議にお入りいただく前に、基本ポートフォリオを見直す理由、必要性についての問題意識のすり合わせをさせていただきたいと考えております。また、当機構にとってのあるべき基本ポートフォリオがいかなるものかというような命題についてもご審議、ご意見を賜りたいと思っております。これらのご審議いただく項目の選定あるいは選択が必要となった際の判断基準の設定のために必須のプロセスであると考えておるところでございます。

本日はまず議論のたたき台として、当機構としての問題意識と考え方をご説明させていただきまして、その上でご議論いただきたいと考えております。なお、今後の基本ポートフォリオの検討過程では、条件を変えてのシミュレーションや文献、事例リサーチ等にコンサルタントを積極的に活用していきたいと考えておるわけですが、必要があり、また支障がなければ、当資産運用委員会にも出席をさせまして、技術的なことや具体例等について委員の皆様からのご質問に直接回答させるということも想定しております。

その28年度コンサルタントでございますけれども、先日、企画競争入札の結果、野村証券に決定いたしましたのでご報告をさせていただきます。今後、コンサルタントの活用方法あるいは逆に活用の際に注意すべき点等につきましてもご助言、ご意見、ご希望等お聞かせいただければ幸甚に存じます。

それでは、まず基本ポートフォリオを見直す理由についてご説明させていただきますが、その前に、本日は厚生労働省勤労者生活課の富田課長、富田課長は労政審と当委員会双方にご出席されている唯一の方でございますが、富田課長から基本ポートフォリオに関する議論のプロセスにも関係する労政審と当委員会との連携についてご説明いただけるということでございますのでお願いしたいと思います。富田課長、よろしくお願いいたします。

○富田勤労者生活課長 それでは、私のほうから今、西川理事からご案内のありました件につきましてご説明申し上げます。添付資料に参考資料というのがついておりますので、ご覧いただければと思います。

労政審の中小企業退職金共済部会におきましては、2月と3月の2回にわたりまして、年間の資産運用益が出た場合に付加退職金を支給することを決定するというをやっておりますが、それについての議論がされたということございまして、付加退職金については、やはり資産運用の結果というのが非常に反映されるということですから、様々なご意見が出されたということでございます。

参考資料を簡単に紹介させていただきますと、特にアンダーラインの引いてあるところをご覧いただきたいのですが、1つ目の意見でございますが、中退部会と資産運用委員会の役割は分かれているが、それぞれに役割を果たしていればいいというわけではなく、お互いに必要な情報をもらうなど、関係性を見直しが必要であるというご意見、これは公益

の委員からいただきました。

それから2点目でございますが、我々が求めている安心・安定の運用と資産委員会の方向性が違うものになる可能性があるという懸念があるということでございまして、これも公益委員からいただいております。

それから3点目と4点目は労側の委員からいただいているご意見でございますけれども、資産運用委員会におけるポートフォリオの見直しの議論と連携を図りつつ、予定運用利回り自体のあり方や、付加退職金のあり方も含めて、今後状況に応じて適宜中退部会を開催して議論していく必要があるというもの。それから、中退部会が開催されない期間中においても資産運用委員会との連携を図っていく必要があるというのが、労側委員から出されております。

それから最後でございますけれども、今回中退部会のほうで議論がされました付加退職金の中で、責任準備金の9%を上回る部分について配分するのかどうかというご議論がなされたわけでございますけれども、この責任準備金の9%という数字についても、これは現行の運用方針に基づいて試算されたものですから、ポートフォリオが見直されれば当然変わってくるというものだろうと思われまふ。そういうことから、資産運用委員会と連携しながら検討するのがよいのではないかと。これも公益委員の側から出された意見でございます。

このように労政審の中退部会の委員からもやはり連携が必要ではないか、特に中退部会が開催していないときにも情報が欲しいというご意見もございましたので、私どもから資産運用委員会でもどのような議論がなされたのかということについては、もちろんホームページでも公表されるわけでございますけれども、私どもも速やかに労政審の委員にも提供することを申し上げてご了解をいただいていることとございまして、また今後も私のほうからは資産運用委員会のご意見をいただきましたら中退部会にも報告をする、あるいは逆に中退部会でご意見があった場合は資産運用委員会の場で紹介させていただき、本日させていただくようなことをさせていただきたいと考えております。私からは以上でございます。よろしくお願ひいたします。

○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か。

○末永委員 資産運用委員会が設置される前も機構の中に委員会はありましたよね。

○水野理事長 ALM 委員会ですか。

○末永委員 それをやっていたときにはこういう意見は出されていなかったのですか。もともとどういう形であろうと、運用と方針を決めるところというのは二重構造でやられているわけですよ。今回、労政審で意見が出された経過が分かれば教えていただきたい。

○富田勤労者生活課長 今回なぜこのような意見が出されたのか。もちろん資産運用委員会ということで、大臣任命の委員がついたということが大変大きな違いであるということ

でございます、やはりそれだけの重みがある委員会になってきたということ。なおかつ今日もマイナス金利のご議論がありましたが、非常に資産運用のあり方が難しくなっているというようなことがあり、今、予定運用利回りが1%と、中退のほうでやっているのですが、債券の利回りがマイナスとかになっている中で本当にそれが維持できるのかというのが、中退部会の委員の皆様でも懸念が共有されたということがありますので、それでやはり緊密に連携をして、この予定運用利回りの件についても意見を、資産運用の側の議論も踏まえながら検討していく必要があるのではないかと理解しております。

○村上委員長 ほかに何かご質問かご意見はありますか。

○臼杵委員長代理 大きな方向性として大変結構ではないかと思うのですが、具体的にどのような形で、例えば課長が両方でこの前こういう議論がありましたのご報告いただくのか、ほかに何か方法があるのか、まだこれからご検討されるのかもかもしれませんけれども。例えば予定利率を決める、予定利率はどのようなタイミングでどうやって決めるかというのはいろいろあると思うのですが、そのときに例えば1%のままだったらこういう運用になるけれどもこういうリスクがありますと。では0.5%にするとこういう運用になるけれどもリスクはこうなりますというようなことが多分、労政審のほうではお知りになりたいのかなと想像はするのですが、そのあたりは具体的に何かどういう形で連携を進められるかというのをお考えがおありなのでしょうか。

○富田勤労者生活課長 いろいろな連携のあり方があると考えておまして、もちろんこれはまだ議論が始まっている段階でございますので、こういう意見がありましたという議論の紹介でもそれぞれ共有認識でできる部分はあると思っておりますが、議論がもちろん進んでくれば、例えばですが、これは了解もいただいていませんが、例えば資産運用委員会のどなたかに中退部会に来ていただいてご説明いただくとか、専門的な話になってくれば、ということもあると思っておりますし、もちろん中退部会からこういう資料を求められているのですがいかがですかということをお諮りするとか、そういうやり方はいろいろあると思っておりますが、そこは議論がもう少し進んできてからまた検討してみたいと思っております。

○村上委員長 ありがとうございます。ほかによろしいでしょうか。

具体的なところはこれからという課長からのお話でしたが、現在、いろいろ分かれて決められている予定利率の問題や配当の問題などは運用方針とも不可分なところですので、連携をとっていくということは非常に重要な点ではないかと思っております。具体的なところをまた委員会としても進めていけたらと思っております。よろしく願いいたします。

それでは、この議論も出尽くしたようですので、事務局には次の項目についてのご説明をお願いしたいと思います。

○西川理事 それでは改めまして、まず、基本ポートフォリオを見直す理由についてご説明をさせていただきたいと思っております。資料4をご覧ください。1ページおめくりいただきまして、【1】でございます。「基本ポートフォリオの見直しを検討する理由」というところでございます。まずはざっと文章で申し上げますと、資産サイド要因と、それから負債サ

イド要因の、大きく2つに分けることができるかなと思っております。

資産サイド要因といたしましては、何といたっても経済情勢ということをごさいます、景気の政府想定比の下振れですとか、それから国債金利のマイナス化といったような運用環境の変化があったということをごさいます。

それから2つ目は、金融市場の構造ということをごさいます、商品・市場間の相関係数が上がっているのではないか、あるいは相場の volatility が上昇傾向にあるのではないかとといったようなことが言われているわけですが、これが循環的な変動の範囲内なのか、構造変化なのか、あるいは一時的な特殊要因なのか、そんなところも検証する必要があるかなと考えております。

それから新たな投資対象資産、この間に随分いろいろと登場しておりますので、その中で安全かつ効率的な運用に適合・寄与するような商品がないかといったところについても検証する必要があると考えているところであります。

負債サイド要因といたしましては、財務の状況ということが挙げられるかと思えます。現行は基本ポートフォリオ作成時に比べますと財務状況は大幅に改善しているわけをごさいます、22年度末では2,000億円以上の欠損金であったのが、26年度末では3,800億円の余剰金が発生しているという大きな違いがごさいます。欠損金を回復するためにある程度のリスクをとりについていたということであれば、余剰金が出てきた段階ではリスクを下げることができるのではないかとこのように議論をごさいます。

一方で、最近の足元の状況ということをごさいますと、内外株価の下落あるいはマイナス金利導入ということで、累積剰余金も目標水準は下回ってきているということをごさいますので、もう一度それを目標水準まで早期に回復する必要があるかどうかといったようなことも議論の中身に入ってくるかと思えます。

それから、国債金利の低下で自家運用利回りと予定運用利回りの逆ざや化が発生しているわけをごさいますけれども、委託運用のハイリスク化の適否・要否といった判断も今後は必要になってくると思っております。

それから社会情勢ということをごさいますと、資産運用委員会の設置というのが前回の基本ポートフォリオ作成時とは大きく変わっているわけをごさいます、これはゼロベースでの議論というものが必要かなと考えているところをごさいます。さらに関係者間でのリスク回避傾向の強まりというのは、この制度のステークホルダーの考え方の変化といったものも私どもは考慮に入れながら、基本ポートフォリオを見直していく必要があると考えているところをごさいます。

少し表等を使いまして、もう少し説明させていただきたいと思えます。1ページおめくりいただきますと図表1という横長の表がごさいますので、そちらをまずご覧ください。これは当機構の勘定経理ごとの基本ポートフォリオの比較をさせていただいたものをごさいます。一番上が中退共のポートフォリオ、今回の検討対象ということをごさいます、真ん中の国内債券のところの構成比というところをご覧くださいと、自家運用で6割

以上、それから委託運用分まで含めると7割5分、4分の3が国内債券ということでございますので、今回のマイナス金利の適用というのが非常に大きなインパクトを持つということがご理解いただけるかと思えます。あわせて、ほかの勘定と比べますと、国内株式、それから外国株式のウェイトがかなり高くなっているということもご理解いただけるかと思えます。中退共については相対的に大きなリスクをとりについているということでございます。こういったところについて私どもとしては問題意識を持っているということでございます。

1 ページおめくりいただきますと、27 年度末現在での運用状況について各勘定ごとの比較を行ったものが、この図表 2 でございます。中退共につきましては、シャドウのところは肝のところだと考えておりますが、予定運用利回りが現在 1% ということでございます。業務運営費等も考えますと採算利回りというものが大体 1.1% ぐらいになるかなと考えております。27 年度につきましては、運用利回り、これは株式相場の下落等もありましてマイナスというような格好になってしまっているわけです。そして、その下の自家運用利回りが 1% を切ってきていることがご覧いただけますが、今後、国債の金利がゼロないしマイナスで推移するとすれば、この逆ざや状態がさらに拡大していくということでございます。

ちなみに運用利回りのところ、右に見ていただきますと、他の勘定では実はマイナスになっていないというところが、結構意外感があるところですが、これは株式のウェイトが中退共は高いために、そのマイナスが大きく響く一方で、他の勘定では国内債のウェイトが高いため、国債金利の低下がプラスに働きまして、それぞれ運用収益がプラスに出てきたというような格好になっているところでございます。

それから、累積剰余金の水準についてということでございますがこれは、下から 3 列目のリスクバッファ比率をご覧ください。累積剰余金と責任準備金の比率ということでございますけれども、26 年度の数字で見ますと中退共が 9.24%、建退共が 13.2%、それから清退共の給付経理が 120% ととても高く、林退共は今まだ欠損状態という格好になっているわけでございます。中退共につきましては、下から 2 行目に目標水準の比率が書いてあるわけですが、9% ということで、これはサブプライムとリーマンショック並みの相場下落が発生したときに現在のポートフォリオだとのぐらいの損失が発生するかという、そういうことに基づいて計算された数字でございます。現在それを 27 年度末時点で割り込んできている状態ということでございます。建退共につきましては、まだそこまでは大分余裕があるというような状況になっております。

こういった運用環境につきましてもう少しビジュアルにグラフでご覧いただきます。1 ページ下の図表 3 でございます。こちらには予定運用利回りの推移と国債金利の推移、それから累積剰余ないし欠損金の推移をお示したものでございます。かつてバブルの後遺症のまだ冷めやらないような時期には予定運用利回りが非常に高い水準に設定されていたわけでございます。これはバブルのころは株式での運用収益が非常に上がっていたため、

株式を多く含むほかの金融商品との競争力というようなことで高めに運用利回りが設定されていたわけでご覧いただきまして、国債金利との比較でいくと相当高かったということがご覧いただけるかと思えます。その結果ということですが、1996年代から2000年代の初めにかけては、累積欠損金が拡大していくというようなことになったということでご覧いただけます。2002年に財政の安定ということを目的といたしまして予定運用利回りが1%まで引き下げられまして、その時点では自家運用の中心を成します国債金利を下回るような格好になりましたので、これ以降の期間については委託運用のリスクの部分については、累積欠損金をリカバーするためにリスクをとっていたという、そういうような位置付けになるかと思えます。2011年以降でございますが、アベノミクスの関係で欠損金が一掃されまして剰余金が膨らみまして、本来であればここで委託運用でそうリスクをとらなくてもよくなるはずだったわけですが、残念ながら国債金利がほぼ同時に大きく低下していったということで、むしろ本丸の自家運用のところの利回りが想定を大きく下回るような格好になってきているということでご覧いただけます。そうした中で、今後のポートフォリオをどうしていくかというのを真剣に考える必要が出てきたということです。

図表4をご覧くださいますと、こちらはもう少し大きく自家運用利回り、それから国債利回りの関係をお示ししたものでございます。現在、10年国債の利回り、2012年の段階で1%を下回って予定運用利回りを下回ってきているわけですが、私ども自家運用では10年国債を10年間のラダーで保有しておりますので、全体の利回りはすぐには下がってまいりませんが、徐々に下がってまいりまして、2015年、昨年度の段階でちょうど予定運用利回りを下回るような段階になってきております。今後は、国債利回り0%と仮定すると、10年のラダーですので、大体、毎年0.1%ずつ自家運用利回りが低下していくというような格好になりますので、この逆ざや状態が拡大していくということになります。となりますと、その分をどこかでリスクをとっていかなくてはならないと、単純に言えばそういうことでご覧いただけます。

自家運用での不足部分については、これまでも委託運用の利回りでカバーしてきているのですというのが図表5でご覧いただけます。自家運用の利回りは下の図表5でご覧いただけますとおり予定運用利回りの少し上を動いていたわけですが、直近ではそれが逆転しているということです。それまではその不足部分を委託運用利回りがカバーして、付加退職金なども出せるような状況になっていたわけですが、足元の2015年末ではこの委託運用利回りが大きくマイナスのほうに入ってきてしまっているということでご覧いただけます。

もう1ページおめくりいただきますと、こちらに全体としての運用利回りの推移を勘定経理別にお示ししたものでございます。赤い太線でお示ししているのが中退共の運用利回りの変化でございますが、ほかの勘定と比べますとかなり大きく振れているのがご覧いただけるかと思えます。こんなところにも中退共が比較的大きなリスクをとっているということをご覧いただけるかなと思えます。

さらに今後のことを考えますと、図表7ではこの6年間、前回の基本ポートフォリオ作

成時と、それから昨年の定例検証の際に比較いたしました同じポートフォリオの中での期待収益率と、標準偏差の違いをご覧いただいているのですが、期待収益率が下がる中で標準偏差が上がるといった状況になっております。従いまして、同じ収益率を保とうと思うとかなりリスクが高くなるような状況になってきているということです。これは計算期間10年でやっておりますので、どのぐらいの計算期間でやるかによってもまた姿が変わってくると思いますが、最近の10年間でいいますとそういった傾向が見られるということでございます。

もう1枚おめくりいただきまして、そのリスクが全体的に高まっている背景といたしましては図表8にご覧いただきます各資産間の相関係数の変化でございますが、これも基本ポートフォリオを最初に設定した段階から昨年の2月までの間の変化でございますが、内外の株式の間、あるいは国内株と外国債券の間、あるいは国内株式と外国債券の間といった相関係数が上がってきているということでございますので、なかなかリスク分散がしにくくなってきているということでございます。そういった中でリスクが大きくなってきているので、もし収益を高めようとして株式等を増やしていくときには以前以上に大きなリスクを抱えるようになる可能性があるということかと思っております。

あわせて最近の相場感、相場感によって運用方針を決めるわけではありませんが、そうはいっても基本ポートフォリオの見直しに際しては、相場動向も勘案せざるを得ないと考えております。日経平均で見ますと、バブルのときを除けば最近の1万7,000円、1万6,000円といった水準、そう低いわけではなくてむしろ天井階に近いようなところだということでございますので、そういう意味では余り下がらないうちに、もしリスクを下げるのであれば下げておきたいところです。一度基本ポートフォリオを決めてしまえば、リバランスはもう粛々と、落ちれば待つし、大きく上がればリバランスを行うということが基本だと思っておりますが、やはり基本ポートフォリオを変えるというような大きなイベントになりますと、この相場についても気にしないわけにはいかないということかと思っております。

株式相場と同様に大きな影響を与えます為替相場の動向でございますが、1ページおめくりいただきますと図表10、名目の対ドル相場ということでいいますと、まだ円安に行く余地がありそうにも見えるのですけれども、これを実質実効相場をベース、価格競争力の指標のようなものでございますが、これで見ますと歴史的にも相当な円安水準になっておりますので、ここからさらに円安を期待するというのはなかなか難しいかなということでございまして、そういう意味では今のうちに為替面でもリスクを下げておきたいところもあるわけでございます。

最後に、累積剰余金と期待収益率、リスク値の悪循環という図表11をご覧ください。これは先ほど上がっておりました諸変数、私どもの基本ポートフォリオは期待収益率とリスク値を決めるわけですが、労政審のほうで決めていただく累積剰余金、それから付加退職金との間がどんな関係になっているかというのを図表化したものでございます。累

積剰余金が不足いたしますと、それをカバーするために期待収益率を上げていかななくてはならないということになり、それはリスクをとりに行くということでございますので、リスク値が上がるということでもあります。リスク値が上がりますと先ほどの労政審での議論の最後のほうに出てまいりましたけれども、基本ポートフォリオを変更することによって今度は累積剰余金の値自体が上がってくるということになるわけでございます。そうしますとまた不足額が増えて、さらに期待収益率を上げないといけないという、そういう悪循環が発生してしまうということでございます。

それを何とか止めるということでございますが、全体としてのリスク値を下げた累積剰余金の不足額を下げることであれば、今度は逆にそれほど期待収益率を上げなくても済むようになり、リスク値が低下して、今度はそれが累積剰余金の目標水準を下げるというような、今度は好循環に入ってまいりますので、先ほど申し上げたようなどどんリスクを上げていかないといけないというようなことにならないという、そういう解法も出てくるということでございます。その意味では労政審と連携をとりながらこういったもの水準の決め方等を決めさせていただければ非常にありがたいかなということでございます。

もちろん最初に申し上げたとおりでございますが、現在の運用環境からいきますと予定運用利回り1%というのは非常に負担感の大きいところでもございますので、もしこれを引き下げていただけると、そもそもこのリスクをとりにはいかななくてはならないという必要性も相当下がってくるということでございますので、また基本ポートフォリオの内容自身にも大きな影響が出てくるかなと考えております。とりあえず必要性につきましてのご説明でございます。

○村上委員長 ありがとうございます。今、西川理事のほうからご説明がございましたのは、こちらの資料4の【1】というように考えてよろしいですね。「【1】基本ポートフォリオの見直しを検討する理由」というところについて、いろいろとグラフなども使ってご説明いただきましたが、この辺りのご説明や論点についてご質問、ご意見等がございましたらお願いいたします。

○臼杵委員長代理 例えば図表2でさっきご説明いただいたように、中退共以外は27年度、それなりのリターンがあった理由で、1つは国内債の配分が大きかったというお話だったと思うのですが、ほかのところも同じなのですが、自家運用の満期保有債券のアカウントティングというリターンは、これは……

○西川理事 簿価評価になります。

○臼杵委員長代理 簿価評価のままですか。そうすると、ほかの共済のところはこの委託の中にも結構国内債があったと、そういう理解でよろしいのですか。

○西川理事 そのようにお考えください。その分、中退共のほうは株式の比率が高いということになっておりまして、それが明暗を分けたような形になっています。

○臼杵委員長代理 自家運用についてはもう基本的に簿価評価という。

○西川理事 それは満期保有を前提としております。

○水野理事長 前のページに委託と自家運用の数字が出ています。建退共は22.6%が委託になっています。清退共、林退共はそんなに大きくないのですよね。

○臼杵委員長代理 そうすると、例えば図表5の自家運用も基本的にはこれはほとんどフラットになっていますけれど、それは簿価評価だからフラットだという面もあるわけですね。図表5の赤い点線のところは。

○西川理事 そうです。自家運用のところはそのとおりです。それは金利だけだとお考えいただければ。

○臼杵委員長代理 わかりました。ありがとうございます。

○村上委員長 ほかにご質問、ご意見等ございますか。

○徳島委員 今回、労政審も含めて予定運用利回りを変えていただける可能性があるということですが、これは今後また連携する中で出てくるわけなのですけれども、従来であれば利回りを前提にしてポートフォリオを作成し、どのようなリスクをとって効率化していくかというのが資産運用委員会のミッションだったかと思います。今回は、そういった従来の枠組みが外れてしまっています。では基本ポートフォリオをどうやって作成していくのか。まず必要なのは、これから中期の各資産クラスの運用利回りがどれぐらいになるのかという見通しだと考えます。その見通しを作る際にどれぐらいの期間を想定するのでしょうか。5年なのか10年なのか20年なのか。GPIFのように25年といった長い前提で行うのか。そういったことを、これから決めていかないといけません。その過程の中では、先ほど理事からもご指摘のあったように、知見を一番お持ちのコンサルと、協議していかなければいけないのではないかなと思います。最初に、正式な運用委員会の場でないところで、ブレインストーミング的な形でコンサルと議論をし、もちろんコンサルにちゃんと準備をしていただくことが前提になると思いますが、それで各資産クラスでどれぐらいの利回りが確保できるのか。ワーストシナリオを考えると、今のポートフォリオないし国内債券100%で運用を継続したら、どういう運用結果になるのか。それを一番底にしておいて、どのようなリスクをとって、どういった水準のリターンを求めるのか。予定運用利回りの1%を外していただける可能性があるという中で、刻みとして0.5%なのか0%なのか選択肢は限られているのではないかなと推測します。こうした組み合わせを議論していくのかなと思いますが、必要な運用利回りが決まっていますと割と作業が流れて行くと思います。ところが、前提の見直しも含める議論になりますので、多分2回か1回かループして議論をさせていただかないといけないのかと思います。事務局も含めて大変な作業になると思いますが、よろしくをお願いします。

○富田勤労者生活課長 現在、少し私の説明が突っ走った説明になったかもしれませんがけれども、実は労政審は1%を見直すとはまだ言っておりませんで、1%という予定運用利回りを下げるということは退職金の支給水準も下がることになりますから、当然労政審の委員から反発が来る可能性がございます。したがって1%を前提とせず白紙でご議論いただくというよりは、1%を維持するならこんなリスクが発生しますとか、そういうこ

とをご提起いただいて、それを労政審の場でもお伝えするという形のほうがベターではないかなと思いますので。すみません、よろしく願いいたします。

○西川理事 おっしゃるとおりだと思います。変化ありきだとは思っておりませんが、やはり現状の1%というものをまずは前提として、どんなポートフォリオをその場合に組むことになるのかというのをまずご覧いただいた上でご検討いただき、そのうえでのご判断を踏まえてまた私どもで検討の必要があればやっていくと、そういうプロセスになるかなと思っています。

○水野理事長 よろしいでしょうか。労政審の議論を、議事録ベースですけれども拝見させていただくと、やっぱりリスクを余りにとらないでくださいねと。やっぱり安全・効率の基本方針に沿ってくださいねと。もし1%にこだわった結果、こんなリスクがあるのだったらそれは相談してくださいねということだと思います。ですから、コンサルタントを今回選ぶときも、基本的には使う人たちがいろいろ話をしたのですが、私から確認したのは、今後やっぱり1%で出した場合にはこうだ、次、このリスクにするためにはどのぐらいのパーセントと、そういう2段階、3段階のリクワイアメントが理事長から行くよと言っておりますので、そこはその議論ができると思いますので、よろしく願いします。

○末永委員 ただ、その1%というのが私も少し気にはなるのですが、もともと退職金の絶対額、これをどう捉えているかです。要するに日本の今の退職金制度というのは、ほとんど確定拠出に切り替わってきていますので、そうすると多少ぶれてきますよね。昔だったら退職金というのは皆一定額で決めていましたし、企業がそれを積み立てたので、水準というのがある程度わかっていたのですが、この1%を決めたときに、退職金の水準というのはいくらどの程度に置いてこれを決めたのか。何か絶対額がこのぐらいは維持しないとこの退職金制度に中小企業は乗ってこないよということが多分決めておられると思うのです。だから、そこら辺ももう1回きっちり何か論議していただいたほうがいいかなと。金利がこうなったから1%という話ではないような、どうも気がするのですよね。運用できなくなったから云々ということはどうも来ちゃっているような感じがするのです。

○水野理事長 今回の議論は多分厚労審でやる議論だと思います。我々としてみれば1%と言われたらこういうリスクですよということをお見せすることが大事であって、それを今度厚労審で、そんなにリスクをとるのだったら大変だということではないかなと。

○末永委員 多分だからそういうことで、検討することで出せるのではないかと思うのですね。多分債券では運用できないから、株を買うとか、多分そんな話。あるいはオルタナティブでやるとか、そういう話になっていくのでしょうか。

○富田勤労者生活課長 ご質問ですから情報だけ申し上げますと、確かに委員のご指摘のとおり、前回この1%に引き下げたときに、退職金の水準をこれぐらいにしなさいという議論があったというよりは、その当時は累積赤字が非常にたくさん積み上がっている状況でして、高い予定運用利回りで、このままではそれは解消できないのではないかという議

論がありまして、それで市場の利回りとか利子率も参考に1%というものが決定されたと理解しております。

○村上委員長 その点、私のほうからもよろしいでしょうか。先ほど西川理事からご説明いただいた資料の5ページのところに予定運用利回りの推移が載っていますね。これを拝見しますと、2002年に予定運用利回りを下げています。それでだいたい国債金利と同程度ということは、債券中心に運用していれば賄えるぐらいの水準と考えられます。ただ、累積損があったということで、この緑のグラフが下のほうに向いています。ただし、累積損を別とすれば安全運用をしていて賄えるぐらいの水準というのがだいたい予定運用利回りということになってきたという経緯があるのではないかと思います。けれども、その国債金利の水準が足元ではもう全然違ってきてしまっているというのは、かなり大きな変化になるのではないかと思います。

そこで問題は、予定運用利回りというのも、例えばそれが0.5%だったらどうかとか、0.8%だったらとか、これが非常に難しいのは、またこの金利情勢というのが長期の計画を立てる中で動いていく可能性があるということです。ですから本来は安全な国債利回りというののもしリスクフリーに近いものと考えますと、その国債利回りとの関係で予定運用利回りというのが定式化できるようなことというの、もしかしたら考えていかなければならないのではないかと思います。予定運用利回りがあまりにも安全利回りとかかけ離れてしまったら、やはり見直さざるを得ないのではないかと。そのようなときにリスクのとり方を変えに行くのか、予定運用利回り自体を見直すのかというのは、非常に大きな議論になるということです。ただ、この辺りのマターは運用委員会にあるわけでもないところがありますので、そこのところは連携していろいろ協議していかなければならないのではないかなというように思います。

すみません、私からは以上ですが、ほかに何かございますか。資料の1ページでご整理いただいたものについて、特にほかにございませんか。

それではもう1つ、1ページについて私のほうから加えさせていただきますと、ここでは資産サイドと負債サイドと分けて環境を整理していただくと、確かにこのようなことになるかと思うのですが、基本ポートフォリオを求めるためのより直接的なパラメーターでいきますと、要は資産サイドのほうはリターンとリスク、それから相関係数というような数字が載ってくるのではないかと思いますし、それから負債サイドのほうは先ほどの予定運用利回りだとか、あるいは累積剰余金だとか、このようなものがリスク許容量に関わってくるものとして挙がってくるのではないかと思います。結局、そのような数字、パラメーターが大きく変わるときというのは、またポートフォリオを見直さなくてはならないということです。それで、それらの数値の背景の環境としてここに挙げられた要因があるのではないかというような整理をしておくと、より明快になってくるのではないかと、見ていて思いました。意見として申し上げます。

ほかにご意見等ないようでしたら、とりあえず【1】についての議論は出尽くしたよう

でございますので、次に「【2】基本方針・判断基準」という、こちらのほうの項目についてのご説明をお願いしたいと思います。

○西川理事 ありがとうございます。それでは、ご説明いたします。2番目でございます。こちらは機構における資産運用の基本的な考え方をどのような形で基本ポートフォリオに反映させていくかということだと思います。発足当初から繰り返し説明させていただいておりますが、私どもの基本運用方針は、安全かつ効率的な運用ということでございますが、なかなかこの安全かつ効率というのが、では具体的にどういうことかということについて恐らく皆様考えていることがそれぞれ違う可能性もあるかなと考えているところでございます。したがって、今後、ただこの安全かつ効率についての考え方が、基本ポートフォリオを決める上でさまざまな選択をしていく場合の判断基準に関わってくるものと考えますので、ここで基本ポートフォリオにどのような形で安全かつ効率という基本方針を反映させていくべきかについての委員の皆様のお考えをお聞きしたいというのが、趣旨でございます。

例えば2ページのほうにお示ししてございますけれども、商品性というところがございます。退職金共済に求められる商品性とはどんなものかというようなことは、どのぐらいの期待収益率を見込んでおく必要があるのかということにも関わってくるかなということでございます。例えば、予定運用利回りギリギリのところの期待収益率でいいのだという考え方もあるでしょうし、多少色をつけておかないとほかの金融商品に負けてしまうというような考え方もあるかと思えます。あるいはほかの金融商品との競争ということで考えるのか、あるいは退職金制度を導入していないような事業主を導入に踏み切らせるといような観点から考えるべきなのか等、様々な観点があり得る中で、どういったものを必要な商品性とするかということも、基本ポートフォリオのリスクですとか利回りの水準を考える上で1つ重要な点かなと思っております。

それから2つ目、リスク指標。これはより技術的な話になってまいりますが、リスク指標については通常は標準偏差で見ているわけですが、果たしてリスク指標というのは標準偏差だけでよいのか、という点も議論の余地があるものと思われまます。標準偏差は運用利回りの変動幅ということになるわけですが、それだけではなくて例えば非常時のデフォルト確率ですとか流動性のリスクですとか、あるいは価格の入手可能性といったようなそれぞれの資産に固有の性格等についての点検も必要ではないかということでございます。

それから、リスク値あるいは相関係数等の推計期間ですが、短い期間だけとると方向性を誤るとの見方もございます。私どものような超長期の運用をやっている人間にとってはやはり超長期の推計期間をとるべきではないかという考え方もございますし、一方で構造変化等が起こっている可能性を考えると、近年の動向のほうにウエイトを置くべきではないかというような議論もあるかと思われまますので、様々な推計期間で計測するとして、どんなふうにもバランスをつけて見ていくべきかということもあるかと思われまます。

それから期待収益率の推計方法につきましても、現在私どもは10年間の先行きの経済予測に依拠するような形で推計値を出しているわけですが、過去の実績値から推計するというような格好もあるでしょうし、それから同じ経済予測といたしましては政府の公表しているメインシナリオで行くべきなのか、悲観的なシナリオで行くべきなのか、あるいは民間機関の出しているものの平均値をとるべきなのかとかいろいろなやり方があると思いますので、安全・効率といった観点からはどういったものをとるべきか、そうした点についてのご議論もいただければと考えているところでございます。これはあくまで代表例といたしましては台ということですが、果たして私どもが安全かつ効率といった方針に基づいた基本ポートフォリオを構築していく上でどんなところに注目していくべきかということについて、委員の皆様方のご意見を賜ればありがたいと思う次第でございます。

○村上委員長 それでは、ただいまの西川理事からのご説明につきまして、論点、ご質問、ご意見等がございましたらよろしくお願いたします。

○臼杵委員長代理 それでは順番に3つぐらい申し上げますけれども、まず大きな考え方として安全かつ効率とは一体何だろうという、安全かつ効率というのはある意味でわかったようなわからないような言葉です。村上委員長もご存じですがけれども GPIF にも同じような言葉が出ていて、何か揉めたということもないのですけれども、必ずしも考え方が一致してなくて。効率というリターンを追求することと考えていて、これは安全と矛盾するのではないかとおっしゃる方もたしか GPIF でもいらっしゃったような気がしますけれども。だからそういう意味で、安全かつ効率とは一体何だろうというのは一応コンセンサスを得ておくということは意味があるのかなと思います。これはまたおいおい議論していけばいいことですが、私の解釈は、基本は安全にあるのだと。例えば債券に準ずるぐらいのリスクなのだと。ただ、その中でリスク分散をうまく活用しながら、より効率的という意味は、例えばいわゆる効率的フロンティアの上に乗るようになるのだということなのかなと個人的には思いますけれども、そのあたりはまた議論していくということでは意味があるかなと思います。

それから次のページに行って商品性のところは、これは先ほどもお話がございましたけれども、中小企業退職金共済部会のほうで恐らくお考えも多分おありになって、1%というのを下げたら加入がどのぐらい減ってしまうのだというようなことも考えつつ決めていくことになるのかなと思います。

それから3つ目で、これは後のポツ3つと全部関係、かなり技術的な話になりますので。リスク指標について、これも私の個人的意見で、コンサル採用のときも意見を少し出させていただきましたけれども、やっぱりこの組織で考えなくてはいけないのは、マイナスの付加退職金というのはないのだということです。予定利率を上回ると付加給付払わないといけなくないのだけれど、予定利率を下回ったときに誰も補填してくれないという、そういう意味で非対称なわけですね。あるいはオプションに近いところがあって。そうすると

やっぱり下方リスクのほうが多分重要なのではないかと考えています。もちろん正規分布、少しテクニカルになりますけれども正規分布であれば余り上も下も関係ないのでけれども、非正規だとすると下のほうが特に重要になりますし、コンサルのときにも申し上げましたけれども、本来あるべき負債の金額に対する下方リスク、例えば少し難しい言葉で申し上げますと下方部分積率も見ていく必要があるのかなと思います。

それから、リスクの推計期間とか期待収益率は、これはもう恐らく学者に言わせても全然コンセンサスはないので、これはもちろんいろいろやってみていくしかないのかなというところがあります。さっき徳島委員からもお話がございましたけれども、そういう意味ではコンサルと我々とで割とフランクに意見交換をできる場みたいなものがあった方がいいのかなと。私はいつでもフランクに申し上げますけれども、正式な委員会ですとなかなかコンサルも遠慮するかもしれませんし。前回も少し申し上げたかもしれないのですが、コンサルも相手を見ていろいろレベルを調整して、お客さんの言って欲しそうなことを言うというところもありますので、そこはなるべくお互いにフランクに意見交換できるような場があった方がいいのかなと思います。以上です。

○村上委員長 ありがとうございます。

○水野理事長 よろしいでしょうか。確かに、コンサルで固めてこうだと言うのではなくて、もう少し議論のところから入ったほうがお互いに合意もできるし、できれば富田課長にも入ってもらって状況をお伝えいただければと思います。

○村上委員長 ほかにいかがでしょうか。

○徳島委員 今、臼杵委員長代理のほうからもありましたように、「安全かつ効率」という言葉については、すごく難しいものだとは思っています。安全ということを出せば、いわゆるリスクフリーレートで運用することになってくるのでしょうか、これは予定運用利回りの見直しの有無を問わずにおいても、10年超ぐらいまでの国債利回りがマイナスになっている中で、それだけの運用はもう成り立たないという状況にあります。したがって、なるべく国内債券中心の運用が望ましい、といったぐらいのニュアンスで割り切るしかないと思っています。そこで、単純に安全だけ言っても利回りが全然足りない、マイナス利回りでは投資の間尺に合わないわけですから、そこをコントロールするために効率という考え方が出てきているのだと整理できます。臼杵委員長代理が言われたように、それを効率的フロンティアで見るとか、例えばシャーププレシオみたいなもので見るとか、いろいろな手法がありますので、何らかのリスクをとって組み合わせることになります。これはもう基本ポートフォリオを作るスタートの議論に戻ってしまっているわけですが、そういった認識でポートフォリオの構成を考えましょう。

効率性とか安全性のチェックに際しては、臼杵委員長代理が言われている下方確率とか様々なリスク指標の、特にダウンサイドに注目しましょうということは、私もすごく意味があると思っています。今、JGBの10年債を買っても0.1%ぐらいのクーポンしか付かない中ですから、安定的に入ってくるインカム収益から生じるリスク許容度、本来国内債

券保有によって得られるリスク許容度が、現在はほぼ枯渇している状況になっています。こうなると、御機構が持っていらっしゃる剰余金の厚さぐらいしか、もうほかにバッファがない中なので、相当厳しい運用を迫られることとなります。今回 GPIF の運用成果に関して、損失の規模が5兆円を上回るとかいろいろなことを言われ始めていますけれども、運用の結果について後付けで言たって仕方のないことです。GPIF もそうですけれども、私たちも中長期の目線を持って運用をしている中で、株や為替の価格変動リスクをとっている以上、価格が下振れて損が出ることは当然あることとなります。5兆円損するのならば、逆に相場が展開すれば5兆円儲かるし、10兆円儲かることもあるというぐらいの開き直りは当然必要だと思います。常に絶対損してはいけないなんていうことを言う人がいまだにいることについては、引続き説得していかないといけません。私たちはあくまでも中長期的な視点で運用しているのです。そのために、先ほどのリスク指標や期待収益率の推計期間というのがあるわけなので、実はいろいろな場で私も申し上げるようにしているのですけれども、そういった前提や考え方をちゃんとご理解していただくということが必要なのです。こちらの委員会の議事要旨とかでもこれから必要になるとは思いますが、あくまでも「中長期的に運用している」ということを常に言い続けることが必要です。そうでないと、すぐに「損した」と言われてしまいます。実は一番メディアが恐いのは、儲かったときに何も言ってくれなくて、株や為替が下がったときだけ注目して、損失が5兆円だ、10兆円だとすぐに報道されてしまわれるので、しつこいぐらいに言っていく必要があるのかと思っています。

リスクの見方についても、もちろん標準偏差だけでは足りないと思っておりますし、下方確率とかロウアーパーシャルモーメントだけでも不十分かなという気はしています。そのあたりもコンサルをご採用されていらっしゃると思いますので、コンサルも含めて連携と議論をさせていただけると、もう少しいい答えが出てくると考えております。

○村上委員長 ありがとうございます。

○末永委員 私も個人的な意見ですが、「安全かつ効率」、これはどこでも使っている言葉だと思うのです。私が所属しているところでもこういう言葉は規程の中に明記していました。その前提にあったのは、元本の毀損は絶対に回避しなければならないということでした。したがって運用資産の構成は債券が主体となり信用リスクも回避するため国債・政保債・地方債かA格の国内債で運用していました。あと効率というのは、キャッシュフローが生まれてくるわけですから、そのキャッシュフローをいかに再運用していくか。そういうことを考えながらやっていたと私は理解しています。

今の時点でこの「安全かつ効率」という言葉を出されると、債券運用はまずできない。なぜならマイナス金利の世界では償還時の元本が毀損してしまうからです。したがって何らかのリスクをとらざるを得ない。ただ、リスクをとるのがいいのでしょうかけれど、元本を毀損してはいけないということですから、最低限はそこをカバーするためにどれだけのリスクをとるかというのを考えなくてはいけないのかなど。今、お2人から出ていたダウ

ンサイドリスクというのが一番大きいのではないかと思います。そういうところで今後どういう運用をしていくのかということを考えていくべきなのかなと。

本当にこれは私の全くの個人的な考えですけれど、本来リスクなんかとってはいけないのだと思っています。ただこういう状況だからとる。そういうことで今後はもっと考えていかないと運用というのはできないのではないかなと思います。何か感想的で申しわけないですけれど。

○村上委員長 いいえ。ありがとうございます。ほかに何か追加でございますか。

○水野理事長 よろしいでしょうか。私に来てからこういう話をし始めたのですけれど、そもそも問題意識というのは、やっぱり労政審が決めることとうちの決めることと分かれていますけれども、そうは言ってもうちが運用している退職金ですから、これだけ環境が変わった中で、このまま予定利回りが変わらないと、こういうリスクになりますよということを、やはり指摘責任といいますか、があるのではないのかなというのが1つ。

それからもう1つは、なかなか難しいのだけれど、やっぱりきちんとした手続きを踏んで、要するにそれなりの議論をした上で、やっぱり相場ですからどうなるかわかりませんが、その手続きだけはちゃんと踏んでいきたい。その手続きについて言えば、やはり先ほど出ましたけれども付加退職金のマイナスはありませんから、財源がないので当然ながらリスクは極小化していくということを申し上げておくということにしたいなと思って、富田課長にも非常にご尽力いただきまして、こういうことがこの場で議論できるということは非常にありがたいことだと思いますし、ぜひ具体的に進めていきたいと思います。

○村上委員長 ありがとうございます。私からも少しお話しさせていただきます。先ほど白杵委員長代理からお話がありました GPIF の件では、やはり「安全かつ効率的」については確かにいろいろな議論があった記憶があるのですが、GPIF はホームページでは、正確な言葉ではないかもしれないのですが、定義としては「必要な収益を得るために最小限のリスクで行う」という考え方に置きかえています。今、理事長からもリスク極小化という言葉がありました。必要な収益を得ることを最小限のリスクで行うという、この言い方というのは1つのたたき台にはなるかと思います。

もう1つ、GPIF のホームページで強調されているのは、インフレというものを考慮して実質で考えるというのが重要だということが謳われていると思います。

それで、このあたりに照らして、必要な収益を得るために最小限のリスクで行うとただ言っても、このような金利情勢下で1%を得ようとしたらかなりリスク資産のウェイトが大きくなるという事態にもなりますので、そのところはまたループして、それが本当に安全・効率的かというのを考えなくてはならないということになります。また理事長がおっしゃった指摘責任というところにもつながってくるころだと思いますが、そのところについてはまたフィードバックしながらやっていくのが、先ほどの連携につながるころなのではないかと思うところでございます。

それから、この基本ポートフォリオを考えるタイムホライズンというのが非常に重要な

ところだと思います。足元の金利がマイナスだからといって、それにどのぐらい引っ張られて考えるのか、というようなことです。長期的に、例えば10年なり15年なり、どのぐらいの期間で考えるかという点はあるのですが、そのような期間の想定したときにどれぐらいの平均的な金利水準であるのかというようなことがあります。株式の場合でも、足元のバリエーションというのは確かにあるかもしれませんが、長期的な企業の増益率を考えると、以前に株価をご説明いただいた式からすれば、企業収益の伸び率を用いて、EPS×PERに分解して考えているというようなお話でしたので、EPSの伸び率というのがどのぐらいであるのかというのが長期的な株価の推移を決めていくということで考えれば、それをどのぐらいのホライズンで考えるかということと、そここのところで足元の状況をどれぐらい考慮するか、この辺りの整理というのは基本ポートフォリオを作るところで非常に大切になるのではないかと思います。

それから、先ほど臼杵先生からもお話がありましたようにリスクの推計についてコンセンサスはないということだったのですが、このあたりもできるだけ長期のデータを見てみて、例えば相関関係にしても、先ほども相関関係が最近が高まっているというグラフがありましたけれども、これが30年とかいうタームで見て、どのような変化の仕方をしてきているのかというようなこともよく考えながら、それからまた、例えば過去10年で輪切りにしたときに次の10年の予測にどのぐらい本当に当てはまるのかとか、そのようなことも含めていろいろなことを見ていきながら、ベストな選択をしていく必要があるのだらうと思います。そのような意味では、コンサルタントにはかなりいろいろな仕事をやらせてもらわなければいけないと思っているのですが、ちょっと考えるだけでも山のようにリクエストしたいことが私もございます。そのようなことを1つ1つ詰めていき、ただ数字をどこから持ってきたということではなくて、裏にある思想をきちんとするというのをやっていかなければいけないと思うのです。

余計なことまでいろいろ話しましたが、ほかによろしいでしょうか。

それでは、時間も押してきましたようですので、事務局から本件に関しまして、今後の審議予定についてご説明をお願いいたします。

○松永運用リスク管理役 次回の資産運用委員会は、6月10日の金曜日14時から本日より同じ会場での開催となります。なお、ご審議いただく議題は、「中退共の基本ポートフォリオの見直しについて」の2回目に加えまして、「平成27年度資産運用結果について」を予定しておりますが、その他も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、ご提案いただけますようお願いいたします。

○村上委員長 すみません、先ほどの資料4の2ページにございました「審議手順」というところは特に今回よろしいですか。

○西川理事 今、いろいろともう既にご示唆をいただきましたが、今頂戴したご意見を踏

まえるとどのような項目についてどんな順番で議論すると効率的かというようなことで、もしご意見が賜ればと思ひましてここに書かせていただいたのですが、それは次回までに思い付かれることがあればご連絡いただければ、それを踏まえて検討させていただきたいと思ひますので、よろしくお願ひいたします。

○村上委員長 わかりました。

○臼杵委員長代理 1点だけ。今までもご説明いただいておりますので、これまではどうされていたかをまず少し見せていただいて、それに対してもっとこうしたらというのが各委員で多分意見があると思うので、そのあたりを1つ考えられるのかなということと。

後ろの期限をどうするかにもよるのですけれども、大抵こういうのというのは、もし期限を切ってしまうと後ろは時間がなくなってしまって、じゃあこれはもう次回に回そうとか、次回という意味は次回の基本ポートフォリオ見直しに回してはどうかとかいうことも往々にしてありますので、早め早めに、例えばさっきのブレインストーミングなんかは例えば夏休みとかも含めて早め早めに、もしやっただけなのであればご設定いただくとか。それから、なるべく早く論点出しをしてもう1回、さっき委員長からもご説明いただいたようにループのように戻ってきたるすることもありますので、その辺ももう躊躇せずにごんごんまた戻るときは戻るといふような形で、早め早めに進めていただければと思ひます。

○西川理事 ありがとうございます。そういう意味では、以前から暫定的な日程表をお渡しはしているのですが、改めましてそういったものをご覧いただいた上でご意見をいただいて、こちらについてもループといいますか検討・変更をさせていただきます。

○村上委員長 ではよろしくお願ひいたします。

それでは、先ほど松永運用リスク管理役のほうからご説明がありました点につきましては、何かご質問、ご意見等ございますか。よろしいでしょうか。

何もないようでしたら、これをもちまして資産運用委員会を終了します。ご協力ありがとうございました。

(了)