

平成 28 年度第 3 回資産運用委員会議事録

開催日：平成 28 年 6 月 24 日（金）

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 それでは出席予定者の皆様、お揃いになりましたので、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、当委員会は有効に成立しました。

ただいまから平成 28 年度第 3 回資産運用委員会を開催いたします。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ご参集いただきまして大変ありがとうございます。先ほどから話が出ていますが、イギリスの EU 離脱が現実視されている中で、マーケットに従事しておられる皆様方が当機構のために来ていただいたということは大変心苦しいわけでありませぬけれども、どうぞよろしく願いいたします。開票結果が判明次第、そこにおります松永運用リスク管理役からお知らせいたしますので、どうぞ安心して議論に集中していただければと思います。

本日の議題は、委員会次第にございますように 4 つございますが、主要なテーマは 2 つでありまして、まず (2) の平成 27 事業年度の運用目標等の部分に関する評価報告書 (案) ございまして、これは前回からの継続という格好になると思います。それから (3) ございませぬけれども、こちらは平成 29 年度に向けた中退共基本ポートフォリオ見直しについて。この議題についても第 3 回目ということでございませぬ。おかげさまで基本ポートフォリオ見直しにつきましては、大分論点も絞られてきたのではないかと考えております。

それでは本日も活発なご議論をお願いいたしまして、私からのご挨拶とさせていただきます。よろしく願いいたします。

○高澤資産運用部長 それでは、お手元にございます資料の確認をお願いいたします。1 枚目が座席図、2 枚目が委員会次第に続きまして、左とじにまとめている資料が 4 点ございませぬ。右上に資料番号を付しております。

資料 1 「平成 28 年度第 2 回資産運用委員会資料の修正について」

資料 2 「独立行政法人勤労者退職金共済機構平成 27 事業年度に係る資産運用結果に対する運用目標等の部分に関する評価報告書 (案)」

資料 3 「中退共基本ポートフォリオ見直し (3)」

参考 「平成 27 事業年度資産運用の基本方針に基づく資産運用の報告について (4 事業)」

以上ございませぬ。不備はありませんでしょうか。

それでは、この後の議事進行につきましては村上委員長をお願いいたします。よろしく願いします。

○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皆様方のご協力をお

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ます。まず、議題「(1) 平成 28 年度第 2 回 資産運用委員会資料の修正について」です。事務局から説明をお願いいたします。

○西川理事 それではご説明申し上げます。資料 1 をご覧ください。まことに恐縮ですが、前回お配りいたしました平成 27 年度の標記資料のうち、資料 3 「平成 27 事業年度各退職金共済事業資産運用の基本方針に基づく資産運用の報告について(4 事業)」という長い名前の資料がございましたのですが、この内容について修正がございますのでご報告させていただきます。具体的には、前回お配りした参考資料のうちの「清酒製造業退職金共済事業資産運用の基本方針に基づく資産運用の報告について」というのがございまして、その 9 ページの「表 1 平成 27 年度決算の概要」というものがございます。その修正部分だけを取り出したのが、資料 1 の別紙として 2 枚目でございますので、そちらをご覧くださいければと思います。

何を修正させていただいたかといいますと、2 つございまして、1 つは項目の修正と、もう一つは計数に間違いがございましたので訂正と、この 2 つのものを一遍にやらせていただきたいというふうに考えております。まず、表の中の「区分」というところが一番左にございますがこの項目名を、前回お配りしたときには「当期総損失」というふうに表記しておりましたが、これを「当期純損失」に変更いたしましたほか、もう 1 つ、金額につきまして「平成 27 年度」の真ん中のところが、前回は「1 万円」と記載しておりましたが、これは誤記であり、「72 万円」が正当ということでございます。

まず、「当期総損失」を「当期純損失」に変えた理由でございしますが、これは監査法人のほうから計上方法をこうしたほうがよいであろうという修正の勧告を受けたもので、それに合わせて修正したということでございます。もうちょっと具体的に申し上げますと、当期の経常損失が積立金を上回って、さらに前中期目標期間中の積立金、繰り越した積立金を合わせて取り崩した場合には、損失の全体を当期純損失として、前中期目標期間中の繰越積立金を取り崩した額を除いたもの、言い換えると当期の積立金を取り崩した部分について、そこだけを当期総損失というふうに計上すべきであるというご指摘をいただきましたので、指摘に従って計上方法を変更したということでございます。他の勘定でも損失は計上しておりますが、前中期目標期間の繰越積立金まで取り崩したのが、この清酒製造業の部門だけであったので、ここだけの修正になりました。

それから数字の間違いでございしますが、これは表示単位について、1 万円単位ではなくて 100 万円単位と勘違いし、その結果、四捨五入して 1 万円と書いてしまいました。これは 72 万円が正当ということでございます。失礼いたしました。

以上が訂正でございします。謹んでお詫び申し上げます。修正させていただきます。

○村上委員長 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でしょうか。よろしいですか。

私から確認なのですが、先ほどのご説明の中で、この当期総損失という言葉は今後使わ

れることはあるのでしょうか。純損失と分けて総損失が表示されるということで。

○西川理事 今までは純損失の金額と総損失の金額は基本的に同じでした。ところが今回この清酒につきましては、当期の積立金だけでは足りなくて、前中期計画中に積み立てたものまで取り崩すような格好になったわけですが、その場合は、前中期計画中の積立金からの繰り入れという形になりますので、当期の純損失と総損失を分けて考えるべきであろうという指摘が今回初めて監査法人のほうからございまして、ご指摘に合わせて変更したということでございます。ですから、同じようなことがもし今後ほかの勘定でも起これば、純損失と総損失の数字が変わるような格好で計上することになると考えております。

○村上委員長 わかりました。純損失のほうの方がより期間損益という考え方であるということによろしいのですね。

○西川理事 おっしゃるとおりでございます。

○村上委員長 ほかに何かございますでしょうか。

○江川委員 今に関連して、総損失というのは追加で同じ表に載せなくてもいいということなのですよ、監査法人さんは。

○西川理事 表の形式が決まってしまうものですから、そこだけ変えさせていただきました。しかし、ごもっともなご指摘ですので、次回は、掲載方法について工夫をさせていただきたいと思っております。

○村上委員長 ほかにご質問、ご意見等がなければ、ただいま報告がありました資料の訂正につき、了承するということがよろしいでしょうか。それでは了承いたします。

では、次の議題「(2)平成27事業年度に係る資産運用結果に対する運用目標等の部分に関する評価報告書(案)」です。事務局からご説明をお願いいたします。

○西川理事 ご説明申し上げます。前回、第2回資産運用委員会の際に提出させていただきました平成27事業年度資産運用の基本方針に基づく資産運用の報告について、今回参考として一番後ろに付けさせていただいておりますが、こちらにつきましては、前回の資産運用委員会以降、多くの貴重なご指摘、ご意見をいただきました。まことにありがとうございました。本日、参考としてお手元にお配りしましたのは、皆様からいただきましたご指摘等を反映させたものでございます。また、あわせて頂戴いたしました27事業年度の資産運用に関するご意見、ご評価、ただいまの報告書も踏まえてのご意見、ご評価をもとにいたしまして「平成27事業年度に係る資産運用結果に対する運用目標等の部分に関する評価報告書」の案をまとめさせていただきました。恐縮ですが本席にて内容をご確認いただきますようお願い申し上げます。これは資料2としてお配りさせていただいたものでございます。根本的な部分といいますか意見にかかわる部分は「はじめに」から5ページ目までの部分だと思っております。この内容でご承認いただけましたら、本評価報告書を厚生労働大臣に、平成27年度の業務実績等報告書を提出する際、添付資料として提出させていただく予定でございます。よろしくようお願い申し上げます。もしご意見等、本日いただきました場合には可及的速やかに追加的にこれに反映させていただいた上

で、修正版を電子メールにてお送りさせていただきますので、恐縮ですがご確認の上、追加的に必要な修正等があれば、まことに勝手ながら6月28日、来週の火曜日までにご連絡いただければありがたいというふうに思っております。よろしく願いいたします。

○村上委員長 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でしょうか。

○臼杵委員長代理 独法評価委員会というのはまた別にあるのですか。

○西川理事 有識者会議というのがございまして、別途私どもの出した評価書をご覧いただいた上でそれに対するご意見をいただき、我々と議論させていただくという場が設定されます。これはまた8月ごろに開催される予定になっております。この評価報告書につきましては、そのときのプレゼン用資料としても活用させていただく予定にしております。

○徳島委員 1点ご質問させていただきます。単なる表示の形式問題でございます。今回の報告書で、後のほうの事業ごとの給付経理と特別給付経理の表における区分の項目の表示ですが、どこの経理区分におかれましても下から2行目は「当期総損失」、先ほどの議論とも絡んで総損失と表示されているのですが、その結果、例えば一般の中退区分では、1年前の平成26年度の参考の数値は、このとき「当期利益」だったものですから、数値の前が白三角を付して表示になっており、何となくわかりにくいなと思います。このような表示が法律や規則で決まっているものなののでしょうか。要するに、利益のところの項目名が総損失となっているために、白三角を付して表示しないといけないようになっているのは、わかりにくくないですかということです。

○西川理事 確かにそうですね。わかりました。おっしゃるとおりですね。損失だったので逆にしたということですが、参考のほうはあくまで参考なので、そちらを主体にしてしまうことに抵抗感があったということです。もともと損益計算書等の表示を損失にしていたということもあって、それに合わせた記述の仕方をこちらには載せて、あくまでも参考のほうは後ろにくっついてきたものなので、参考のほうの表示の仕方が通常とはちょっと違う形になってしまったということでございます。ただ、違和感があるというご指摘は理解できますので、今回これでお許しいただければ次回は考えさせていただきたいと思えます。

○徳島委員 今のご説明のとおりで、良いと思います。当年度が損失だからということ優先したという、それは一つの考え方だと思いますので、ルールさえ決めていただければ。

○村上委員長 ほかにいかがでしょうか。お目通しする時間がもう少しありますでしょうか。いかがでございますか。よろしゅうございますか。では、ほかにご質問、ご意見等がなければ、「平成27事業年度に係る資産運用結果に対する運用目標等の部分に関する評価報告書(案)」を最終的な部分評価書とすることでよろしいでしょうか。

それではこれをもって了承することとしたいと思います。ありがとうございます。

では、次の議事に移ります。議題(3)「中退共基本ポートフォリオの見直しについて(3)」のご説明をお願いいたします。

○西川理事 それではご説明申し上げます。資料3の「中退共基本ポートフォリオ見直し

(3)」という資料がございますので、こちらをご覧くださいければと思います。横長の資料でございます。

1枚おめくりいただきまして、まず1枚目については、前回までの議論の中で一応合意と言いますか、皆様との意識のすり合わせができたかなと思われるポイントについてお示ししたものでございます。

1つ目、まず私どものような積立型の退職金ファンドにおける「安全かつ効率」な運用のあり方とはどういうものであろうかということでございます。「安全かつ効率」という言葉はいろいろな年金ファンド等でも使われているわけですが、ただ積立型の退職金のファンドという意味では私どもは非常に特殊でございますので、そうした特性を踏まえた私ども固有の運用のあるべき姿についての考え方でございます。この点については、「必要な運用利回りをできる限り低いリスクで達成する運用」であろうというのが一般論としては一番当てはまるのではないかとということで合意ができたかなというふうに思っております。ちなみに必要な運用利回りというのは、予定運用利回りと運営コスト分を足したものであるということでございます。現在でいうと1%プラス0.1%弱で1.1%弱ぐらいというふうに認識しております。

それから2つ目、リスクを最も抑制できるポートフォリオというのは当機構においてはどんなものかということでございますが、これは被共済者の勤続年数の平均値が10年程度で安定しているという中で、そういう債務構造に合わせたラダーを組んだ国債、あるいは政保債等の満期保有、買い切り保有という形が一番リスクを抑制できるのではないかとこのように考えておるところでございます。

それから3つ目でございますが、ただ問題は、全てを国債で持てばいいというものでもなく、国債金利が低く、必要な運用利回りを下回ってしまう場合にどうするべきかということでございます。現在まさにそうした状況でございますが、国債満期保有ではほぼ確実に損失が発生するというような状況になっておりますので、こうした中でどのような基本ポートフォリオを組んでいくかというのがこれからの議論の対象になってくるという、ここまでは一応認識をすり合わせることができたかなというふうに考えております。

2ページ目でございますが、以前労政審のほうから富田勤労者生活課長様を經由して宿題をいただいていた部分があるわけなのですが、現在のポートフォリオの期待収益率等を維持した場合に、どのようなリスクをとることになるかということについて、わかりやすい資料ができないかということでございましたので、今回ちょっとトライしてみたものでございます。3つのケースの比較をしておりますが、期待収益率の3つの選択肢を挙げてみました。1つ目が、現行基本ポートフォリオ、2つ目が現行予定運用利回りと同水準の期待収益率を設定するという形です、3つ目が、自家運用利回りと同水準の期待収益率を設定した場合ということでございます。

まず現行基本ポートフォリオでございますが、これは期待収益率が今1.47%でございます。必要な運用利回りは、先ほど申し上げた1.1%でございます。一方自家運用利回りに

については、向こう5年間で予測した予測値でいいますと0.5~0.6%という数字になっております。現行の基本ポートフォリオというのは、累積欠損金を解消するために採用いたしましたハイリスクハイリターン型のポートフォリオだというふうにご理解いただければと思います。

1枚おめくりいただきますと、期待収益率とリスク、ここでいうリスクは標準偏差を使わせていただいておりますが、この関係について図で示したものでございます。正規分布のグラフが3つ重ねてあるわけですが、A、B、Cというシナリオ分けをしております。一応前提条件を申し上げておきますと、想定投資期間は5年で、国内の国債の金利が横ばいのシナリオという形で計算しております。まずAは期待収益率が現行ポートフォリオの1.47%で、リスク σ 、標準偏差が3.53となっております。それからBの必要運用利回り並みの期待収益率の場合には、リスクは1.71になります。それから自家運用利回り並みの期待収益率とした場合のポートフォリオのリスクは0.36となっております。

これらを図示したものがその下でございまして、赤い、ほとんどひらべたくなってしまっている正規分布が現行ポートフォリオでございまして、期待収益率の中心値は上のほうにAとして1.47%と表示しています。このケースが一番期待収益率としては高いわけですが、標準偏差2つ分 2σ 、つまり95%の領域を見てみますと、もうこのグラフからはみ出でしてしまっておりまして、下はマイナスの5.59%、上はプラスの8.53%まで相当幅があるというのがご覧いただけるかと思っております。これをもってハイリスクハイリターンというふうな言い方をしているわけですが、ハイリスクハイリターンの持つ意味合いですが、正規分布である以上、中心値の上と下の確率は常に5割5割なわけですが、当機構の制度上の特徴点として付加退職金という制度のあり方が、ハイリスクハイリターン型ポートフォリオに追加的な意味合いを持たせます。即ち、付加退職金は運用利回りが予定運用利回りを上回ったときには追加で支払う一方、下回っても支給金額が予定運用利回りより低くなる訳ではない、という構造になっておりますので、大きく収益が上回る状況と大きく下回る状況がある場合には、付加退職金がかかなりの金額が出ていく一方で、損失が増えていくことになり、中長期的には維持可能性に問題があるということでございます。その意味からは、現行の付加退職金制度を前提とすれば、このようなハイリスクハイリターン型のポートフォリオというのは中長期的な安定性という観点からはいかなるものかということが言えるのかなというふうに思っております。

ちなみにこのグラフを見ていただきましてついでにご説明してしまうと、この青い線で引いてあるのが予定運用利回りプラス必要運用利回り並みの期待収益率を設定した場合のポートフォリオということですが、期待収益率は1.1%。この場合は 2σ がマイナス2.32からプラス4.52までの範囲ということでございます。95%はこの範囲内に収まるということですが、先ほどの現行基本ポートフォリオと比べると半分以下に、少なくともマイナスの幅は少なくなっているということでございます。ただ、まだそれなりに幅は大きいということかと思っております。

真ん中の紫の一番とんがったものが 0.6%まで期待収益率を下げた場合ということでございますが、こうなると 2σまで下げてもマイナス 0.12%でございますので、ほとんどマイナスになることがないような形でございます。もちろん上に跳ねたときでもせいぜい 1.32%ということでございますので、そう大きな収益は期待できないわけですが、相当狭い範囲での収益の変動になるかなということでございますので、先ほど申し上げたような付加退職金の特性による攪乱要因というのは一番出るのが小さいということだと考えております。

1 ページお戻りいただきまして、ちなみに「付加退職金支給～累積欠損金まで振幅大」というところでございますが、2 ページおめくりいただいて図表 2 をご覧ください。今度は相当単純なグラフになっておりますが、これは期待収益率と想定損失額、それから必要リスク・バッファ率の関係を見たものでございます。想定損失額というのはサブプライムとリーマンショックが続けて起こったときと同じような資産価格の変化を想定したときに、それぞれのポートフォリオについてどのような損失が発生するかということでございます。

一番左の現行基本ポートフォリオでいきますと 3,500 億円強の損失が出るという格好でございますし、真ん中の必要運用利回り並みの期待収益率のポートフォリオであれば、1,700 億円ぐらいになっています。それから期待収益率が 0.6%までいくと、ここはむしろ債券の比率が高くなるので、当時の動き方等を見ると利益が出てしまうというような格好になっておりますが、本当に出るかどうかは別としてほとんど影響を受けないような格好になるということでございます。ちなみに必要リスク・バッファ率というのは、責任準備金でこの想定損失額を割った数字ということでございます。現在の目標値というのが 9%となっておりますが、これは当時の損失額であった 3,500 億円を当時の責任準備金で割った水準でございます。現在の 27 年度末のリスク・バッファ率の水準が 7.57% ということでございますが、一番左の現行ポートフォリオでいきますと、このリスク・バッファ率については、右目盛りになります。8.5%程度のマイナスになるということでございますので、今ある準備金のリスク・バッファ率は超えてしまっているということでございます。

先ほど申しおくれましたが、現在の、27 年度末の累積剰余金の金額は 3,151 億円でございますので、もし現行ポートフォリオの損失が出てしまうと、それだけで累損の状態に逆戻りというような格好になるということでございます。そういったことからいうと現行基本ポートフォリオというのは今のバッファの水準からいうとリスクをとり過ぎているということが言えるかというふうにも思います。

すみません、もう一度 2 ページ目にお戻りいただきまして、(1) 現行基本ポートフォリオの一番最後の行でございますが、そうは言っても現行基本ポートフォリオは累損から一気に累積剰余金まで引き上げた立役者であろうと、功労者であろうと。そんな簡単に見捨てるのかということですが、やはりこの数年間というのは相当に奇蹟的な僥倖であったと

ということかなというふうに思っております。その状況を見ていただけるかと思って作りましたのが一番最後のページでございます。こちらに資産ランク、4つの資産のそれぞれのベンチマークの長期的な動きをご覧いただいております。これを見ますと一番右の、まさに今回の基本ポートフォリオの中で損失が剰余金に変わったところは、この緑、それから紫、青、内外の株と外国債券がいずれも急角度で上昇しているという稀有な事例であるというふうに思います。左のほうにずっと見ていただきますと、同じように矢印をお示ししてありますが、これだけ上方向に3本の矢印が揃っているということではなくて、何かしら異分子があるということかと思っております。こういうことを考えますと、また同じようなことが起こることを期待して現行ポートフォリオを維持していくというのは、やはりリスクが高過ぎるのではないかなというふうに考えるということで付けさせていただいたグラフでございます。

ということでもう一度2ページに、すみません、行ったり来たりで恐縮なのですが、2ページのほうにお戻りいただきまして、(2)でございます。現行予定運用利回りと同水準の期待収益率となりますと、期待収益率イコール必要運用利回りで、自家運用利回りの倍ぐらいの水準ということでございます。この場合は必要運用利回りと自家運用利回りのギャップ分、0.5~0.6程度のパーセントを稼ぐためのリスクをとる必要があるということでございます。先ほど図表2でご覧いただきましたとおり1回の金融ショックで累積欠損金になるという可能性は大分低下しているということだと思っておりますが、一方でそれなりの大きな振れ幅はありますので、上下非対称な付加退職金制度の影響というのはなかなか排除できないかなというふうには思っております。

最後に(3)自家運用利回りと同水準の期待収益率ということでございます。この期待収益率の設定を0.6%とするについては、2つのケースがあり得るかなというふうに思っております。1つは必要運用利回りを維持したままで期待収益率、ポートフォリオのみを下げっていくということでございます。もう1つは予定運用利回り自体を引き下げて期待収益率と同水準にするという2つのケースがあり得ると思っておりますが、いずれにしても0.6%の期待収益率のポートフォリオをとるのは、先ほど図表2でご覧いただきましたとおり金融ショックが発生したときもほとんど影響を受けないということでございますし、それから収益の振れ幅もほとんどございませんので、付加退職金制度の影響も限定的ということかと思っております。ただこの場合、特に1つ目の場合でございますが、予定運用利回りを維持したままで引き下げていくというときには、大体年間200~250億円程度の逆ざやといえますか赤字が出てくるということでございます。

ここは先ほどご覧いただいたように2,500億とかそういうレベルのリスクが発生することを回避するという緊急避難的な意味合いというのがあると思えますし、もう1つのケースは予定運用利回りの変更等にはある程度の時間がかかりますので、それを待たずに先行してやってしまうという考え方もあるかなということでございます。座してリスクを待つよりは、200億円のフィーを払ってリスク回避をするということになると思うのですが、

そういうことが許されるかどうかというのは議論の対象になるかなというふうに思っております。私からの説明は以上でございます。ご議論のほうよろしく願いいたします。

○村上委員長 それでは、ただいまの説明についてご質問、ご意見等ございましたらお願いいたします。

○末永委員 1点だけよろしいですか。先ほどの一番最初のときの、過去の経過のところでもあったのですが、付加退職金というのは必ず生み出さなければいけないものなのですか。要するに今までの話を聞いていると、プラスになった、剰余金が出たときには付加退職金を払います。出ないときは払わなくていいというものですよね。

○西川理事 おっしゃるとおりです。

○末永委員 何か成功報酬でも何でも無い、要するに収益が上がったら払って、上がらなければ払わなくていいのでしょうか。

○西川理事 払わなくていいです。

○末永委員 そのかわり累損が積み上がっていただけですよ。それはないのですか。それはありますよね。損があるから付加退職金を払わないということなのではないのですか。すみません、ちょっと整理できない。

○水野理事長 例えば1%が利回りだとすると、1.5%で回ったら、0.5%全部払わなくてもいいのですけれども、付加退職金を払いますよと。ところが1%を下回っても1%は払わなければいけない。そういう約束しているのですよね。マイナスの付加退職金がないから非対称性だと、こういうことだよ。

○西川理事 おっしゃるとおりです。あるいは損失が出てもマイナスの付加退職金というのは払えないわけです。

○末永委員 くどいようですが、その原資というのは一体どこから出てくるのですか、マイナスの。

○西川理事 ないのです。

○水野理事長 ないのです。だから、それがマイナスが積もっていくと、つまり1%の予定運用利回りについていつもマイナス0.5%だと、マイナス0.5%の分は繰越欠損になる。

○末永委員 結局はそうすると退職金を先にもらった人が得で、後からの人がもらえなくなるという結論になっちゃうのですよ。だからやっぱりおかしいのですよ。これはだから前から言っているとおり機構の話じゃなくて、そこら辺の制度をやらないと、これで幾ら運用せよと言ったって無理なところがあるのですよ。やっぱり運用するほうとして、今回もありましたけれど、やっぱりこれはこういう無理があるのですよ。制度が崩壊するのですよと。ここまで言っているのかどうか分からないですけど。こういうことをやっぱり示唆しないといけないような気がするのですよね。

○西川理事 さはさりながら、付加退職金制度が全くいらぬかというところとそういうことでは恐らくないのだと思います。当然ながら年々の運用利回りは変動はしますし、予定運用利回りを常に柔軟に変えられるわけではないので、金利水準が変わってきたり株式相場が

変わってきたり、特に金利水準だと思うのですが、予定運用利回りを上回る収益が出たときに、それを出す方式がないとどんどん貯まっていく一方になってしまうわけですね。そうするとある意味掛金をいただき過ぎみたいな話にもなっていくかねないので、そういう意味では還元する方法は何かしら必要なのだと思います。その還元とマイナスが生じたときに備えるための制度というのをうまく組み合わせることが必要だということだと思っています。なので、既に今 3,500 億円までは積み立てることを認めていただいているというのは大きな前進でございまして、あとはこれから付加退職金制度というのを維持していく中でどこまで積み立てていくことが望ましいのかというその議論になっていくのかなというふうに思っております。

○末永委員 もう1つ、すみません。予定利回りはそうやってなかなか変えられないということをおっしゃっていますが、掛金というのはどうなのですか。掛金を動かせば、収益は上がっているのだから掛金を落として、そうすれば……

○西川理事 掛金は定額で毎月きちんと積み上げていくという。

○稗田理事長代理 特定と一般の中退とでは違ってまして、中退には 16 種類ありますから、だからその 16 種類の中で選ばれるということで。特定だと確かに上げればいいのです。1 種類です。

○末永委員 なるほどね。

○臼杵委員長代理 基本的には掛金と予定利回りの間にイコールの式があるのですよね。だから予定利回りを下げると、給付を同じ規模にするためには掛金を上げなければいけない。本当はバッファーのために掛金だけをコントロールはできない、やっぱり予定利回りを動かさないと掛金をコントロールできないということですよ。

今の話、ちょっと追加ですけど、だから上下非対称性があるというのはある意味でオプションを売っているようなものです。オプションの値段というのはボラティリティが高いほうが普通は上がるので。だからもし付加退職金を払うのであればオプションの値段分は常に内部に留保しておかないと、今、末永委員がおっしゃったように、ある意味で表面上はそうはなっていないけれども、将来に向かって先食いしているようなことになって、だから将来の加入者に対して、将来掛金を払ってくれる人に対する不公平みたいなものが生じるということなのだと思うのです。

○西川理事 ですから、その分のバッファーをどれだけ持っているべきかという議論が必要になるわけです。もちろん持ち過ぎると非効率にもなってきますが、そういう意味ではリスクの低いポートフォリオをやっておけば、当然のことながら持たなければいけない金額自体が小さくなりますので、より少ない金額でリスクを担保することができるということかなというふうに思っております。そういう意味では付加退職金制度ということをお案してもリスクを低くしておくことと安定性というものが増すということかなというふうに思っております。

○水野理事長 それで、そういう面でいうとさっきのご提案の(3)の①ですか、必要運

用利回りが 1.1%だけ期待収益率は落として、もともとマイナスが出るの見越しているけれど、物すごいショックには耐えられると。そうすると 200 億円ですよ。そのときに、前から議論がありますように利益剰余金と責任準備金の比率が今 9%、三千何百億になっていますけれども、比率なのか額なのかという問題になってきて、比率だとリスクを下げればがんがん減ってしまうわけだけれど、やっぱり額であり率だと、つまりある程度の準備金を持っていないと払える余力がないですねという議論になってくるのだと思うのですね。そこはまさに労政審のほうで決めることなのですからけれども、そういう問題提起はしていきたい。

○村上委員長 よろしいでしょうか。ほかに何かございませんか。

○富田勤労者生活課長 2 ページのところの (3) の①なんですけれども、ちょっとこれが実際とり得るのかどうかというのはちょっと考えなければいけないと思うのです。実際に中退機構に対する中期目標を厚生労働省のほうで作っているのですけれども、その中期目標では予定運用利回りを踏まえ運用することみたいになっていて、「前提として」か「踏まえ」かどちらかの表現なのですけれども、そういう表現だということで、要するにそういうふうな前提として運用してくださいと言っているのに前提ではないように聞こえてしまうので、これは。ちょっとそこは、またこれは、恐らくこういうふうな中退共の制度は労審のやはり参画で決まっているという部分もあって、労審の意見もその辺は聞いた上で判断しないといけない部分もあるので、ちょっとそこは①がとれるかどうかというのは、今日の時点ではできますよと言えるような状況ではないということをご理解いただきたいと思えます。

○水野理事長 多分この①を勝手にやると、いわゆる役員の忠実義務違反にヒットするのではないかなと思って。ただ、過去のものを見ると予定運用利回りとは必ずしも期待リターンが違う、プラスのほうに違っているわけですから、となるとそういう議論もあるのかなということで。決めるのは我々ではないということは認識しております。

○村上委員長 その点については、予定運用利回りを踏まえた運用、そのところの表現がどのようになっているかなのですが、「踏まえた運用」というのが期待の中心値がその予定運用利回りになる運用ということなのか、また予定運用利回りを上回る確率を高める運用というのも「踏まえた運用」であるという解釈もできますね。そのように考えると予定運用利回りよりも高いところに運用利回りの目標を置かないと、目標達成することが確率的には高まっていかないという、そのところは「踏まえた運用」になるかならないかという議論が、多分その先にはあるのではないかと思うのですが。議論のケースで確率 50% 以上で必要運用利回り 1.1%を上回るような運用を行えば、0.6%を上回る確率は、0.6%の期待値で運用するよりはずっと高くなるわけです。ただ、下方のリスクも高くなるという、その見合いで判断していくことと思うのですが。

○西川理事 期待収益率 0.6%でも、逆に言うとある程度の確率では 1.1%を上回る成績になることもあり得るといえるのはあるのですけれども。

○村上委員長 ですから、例えば3ページの表がございますね。3ページの左上の表に、ポートフォリオA、B、Cがありまして、例えばこの表の下ぐらいに、1.1%を上回る確率だとか、下方に行ったときの例えば0.6%を下回る確率だとか、そのようなことまで全部書いておくとよりわかりやすくなるのではないかと思います。いろいろな判断材料となる、ある程度のメルクマールを、ですね。あるいはまた、ゼロを下回る確率だとか、幾つかわかりやすいポイントを全部入れていくとよいと思います。

○臼杵委員長代理 やっぱり積立比率でリスクを見せたほうが多分一番いいかなというのがまず一つあるのと、それからもう一回さっきの話に少し戻りますけれども、達成確率と同時にリスクの指標として達成しなかった場合の平均値、あるいは場合によっては下方部分積率、テクニカルにはそういうリスクの指標等を見ていくことが、この議論としては必要かと思えます。

○西川理事 この次といいますか次回といいますか、ここからどう発展させていくかということについては、この後この指標の拡大の方向に行くのかなと思っております。野村さんには既にさまざまな指標について推計期間を変えた数字ですとか、作っていただいておりますので、そういったものも踏まえてほかにもよりわかりやすく、わかっただけそのような指標をどうプレゼンするかというようなこともこれからやっていかなければいけないかなというふうに思っている次第です。今回、とりあえず一番標準的なものを使わせていただきました。

○臼杵委員長代理 あと、すみません、もう1点だけ。私ばかりで恐縮なのですが、これもむしろ委員長にお伺いすることなのかもしれませんが、最後の5ページの表を見ると、この表を見て思ったことは2つあって、1つは過去5年間のことがある程度僥倖だとしたら、3ページの確率分布の中でどれぐらいの点なのかというのが多分示せるのかなと。上のほうの何σぐらいの線なのか、過去5年の時間加重収益率がどこに位置付けられるかですね、ということと言えるのかなというのが1つです。

もう1つは、さっきおっしゃったように国内株と外株というのは多分世界経済の成長率にリンクしているところがかなりあって、そうするとアセットクラスとして本当に2つ分けるのがいいのかという話と、それから外債と外株に関して為替という共通のファクター、最近国内株も為替がかなり効いていて、そうすると逆に外債についてはヘッジを付けたものを考えてもいいのかなとか、そういうアセットクラスの議論というのはどのステップでやるのかなと。すみません、これは今日の話とは少しずれるのかもしれませんが。

○西川理事 いえ、まさにこの後それをやらなくてはいけないという話だと思っています。まずはよって立つところの判断基準を作らなくてはいけないということで、この基本ポートフォリオを作るに際しての根本的な理念みたいなのところについてのコンセンサスを作らせていただくということで、ここ3回ほどやらせていただいているわけなんです、おおむねコンセンサスができてきたかなと思っておりますし、あわせて労政審の皆様にも御判断いただくような形での、割とわかりやすいというか基本的な部分のプレゼンができたかな

ということだとすると、次はまさに内容のほうの技術的な話に移っていく必要があるというふうに思っております。そういう意味では次回以降は徐々にといいますかそちらの方向にシフトしていかないとそもそも間に合わなくなってしまう危険性があるのではということだと思っております。

○臼杵委員長代理 どうもありがとうございます。

○村上委員長 今の臼杵委員長代理からのお話ですけれども、期待収益率と必要運用利回りと自家運用利回りとの関係を議論するとき、アセットクラスや他の事項も一緒に議論すると非常に複雑になってしまいますので、とりあえずシンプルな形でそのあたりの関係を概念的に整理した上で、どのような対象資産まで拡大するかとか、アセットクラスの区切りをどうしていくかとか、そのような議論をしていけたらと思っております。

○西川理事 なるべく手戻りのないような形で、どういう順番でやっていったら効率的に議論が進むかは、こちらはまた別途の過去の経緯なんかも見ながら考えていきたいと思えます。

○村上委員長 なかなかこのところの議論というのは流れるようにできる部分と、また少し戻って議論しなければならない事項、そのような部分も出てくるとは思うのですが。

ほかに何かございますか。いかがでしょうか。

先ほど臼杵先生からも出されましたが、3ページのA、B、C、3つのポートフォリオの属性みたいなものをもう少し整理して、それぞれがどのような特徴なのかというのを表現するとよいように思います。どうしても、この正規分布のグラフだけだとわかりにくい部分も出てきてしまうので、そのあたりの特徴的なところをうまく整理すれば、コンセンサスがとりやすくなってくるのではないだろうか、それぞれのポートフォリオのリスクと目標等との関係がわかりやすくなってくるのではと思うのですが。

○西川理事 それでご相談なのですが、今ご指摘いただきましたとおりまだ結構ここから技術的な話題等が盛りだくさんにございまして。そういう意味では夏休み前に可能であればもう1回ぐらいやらせていただければありがたいと思っております。すみません、また追って皆様のご予定を確認させていただきたいと思っておりますので、場合によっては7月、来月のどこかでもう一度やらせていただければと思っております。内容等につきましても改めてまたご相談させていただきます。

○村上委員長 そうですね。いろいろ、対象資産の範囲とか最適化をどういう考え方で行うかとか、まだいろいろ多く議論をやらなければならないところがあると思っておりますので、そのようなことでまたよろしく願いいたします。

○臼杵委員長代理 長めにいただけたほうが多分。私は別に8月でも構わないので。皆様はちょっとわかりませんが。

○西川理事 わかりました。そうしましたらお伺いする対象期間をちょっと長めにとらせていただきます。

○村上委員長 今日のところは何か他にございせんか。よろしいですか。

○水野理事長 そういえば結果は来ていないの。

○松永運用リスク管理役 イギリスの国民投票の結果が出たそうでございます。途中経過と同じで離脱のほうでと。離脱が 51.9%、残留が 48.1%という最終結果だったそうでございます。ちなみに日経平均の大引けが 1 万 4,952 円、為替のほうは一時期よりも落ち着きを見せていましてドル円が 101 円台後半、ユーロ円が 112 円前後、ポンド円が 139 円台と、現在はこんな状況だそうでございます。

○稗田理事長代理 金利も低下していますよね。

○松永運用リスク管理役 金利は一時期マイナス 0.21%まで下がりましたが、足元はマイナス 0.2%ぐらいということです。

○村上委員長 それでは議論も出尽くしたようでございますので、その他のご質問、ご意見がなければ、事務局より次回の委員会について、報告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、従前、9 月 12 日に開催する旨お知らせをしておりましたが、先ほどもありましたとおり、それまでに一度「基本ポートフォリオの見直し」に係る審議をお願いできればと考えております。日程につきましては、後日ご相談をさせていただきたいと思っておりますので、よろしくをお願いいたします。また、そのときにご審議いただく事項につきましても本日のご意見を踏まえ、事務局で案を作成し、事前にご相談をさせていただきたいと思っております。度々の開催となり大変恐縮ではございますが、どうかよろしくをお願いいたします。

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

ご質問、ご意見がないようでしたら、これをもちまして資産運用委員会を終了いたします。ご協力ありがとうございました。

(了)