

平成 28 年度第 4 回資産運用委員会議事録

開催日：平成 28 年 9 月 12 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 では定刻となりましたので、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、江川委員からは少し遅れるとのご連絡をいただいております。

ただいまから、平成 28 年度第 4 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、新メンバーのご紹介です。オブザーバーとしてご参加いただいております厚生労働省労働基準局勤労者生活課長が 8 月 8 日付の人事異動により交代されました。新任の平嶋壮州課長に一言ご挨拶を賜りたいと存じます。平嶋課長、よろしくお祈いします。

○平嶋勤労者生活課長 厚労省の勤労者生活課長の平嶋です。今ご紹介があった 8 月 8 日にちょうどブレインストーミングの会議がありましたので出席させていただきましたが、本チャンの委員会自体は今日が初めての参加となります。どうぞよろしくお祈いいたします。

○高澤資産運用部長 ありがとうございます。続きまして、理事長の水野からご挨拶申し上げます。

○水野理事長 座ったままで恐縮でございます。本日はお忙しい中、平成 28 年度第 4 回資産運用委員会にご参集賜り、まことにありがとうございます。まず平嶋課長、どうぞよろしくお祈いいたします。平嶋課長には労政審との連携役も担っていただくことになっております。ご大役でございますけれども、何かとご苦勞をおかけすることもあるかと思ひますが、どうぞよろしくお祈い申し上げます。

さて、この資産運用委員会でございますけれども、設置されてからほぼ 1 年が経過いたしました。どんな組織でも新しい組織を理念どおり立ち上げるといのはなかなか大変ではありますが、この間、委員の皆様には、当初想定を大幅に上回る頻度と密度で活発なご審議をいただきました。委員長にも大変お世話になりました。おかげさまで、この資産運用委員会を無事にテイクオフさせることができたのではないかと思っております。

また、この 1 年を振り返りますと、資産運用をめぐる環境も、昨年の夏の中国ショックに続きまして、マイナス金利政策の導入、ブレグジットなど、荒波にもまれてきたわけですが、委員の皆様のご経験に裏付けられた貴重なアドバイスもあり、肅々と対応できたと思っております。

本日でございますけれども、本日は定例の運用状況報告のほか、スチュワードシップ・コードに関するご説明などございますけれども、何といたっても今回で 4 回目となります基本ポートフォリオに関する審議がいよいよ具体的な資産の選択段階に入っております。

つきましては、時間をかけてすり合わせていただいた、安全かつ効率という基本方針を再度確認させていただいた上で、説明責任が果たせる選択をさせていただきたいと考えております。引き続きご指導、ご協力のほどよろしくお願ひいたしまして、私からのご挨拶とさせていただきます。どうぞよろしくお願ひします。

○高澤資産運用部長 それでは、資料の確認をお願いします。お手元1枚目、座席図。2枚目、委員会次第に続きまして、左綴じになっている議題資料、それぞれ表紙を付け7点用意しております。

資料1-1 「平成28年度第1回資産運用委員会議事録」

資料1-2 「平成28年度第2回資産運用委員会議事録（案）」

資料1-3 「平成28年度第3回資産運用委員会議事録（案）」

資料2-1 「平成28年4月から平成28年6月の運用実績報告」

資料2-2 「平成28年度の自家運用の状況について」

資料3 「スチュワードシップ活動状況の概要」

資料4 「平成27年度資産運用状況の機構ホームページへの掲載（案）について」

資料5 「中退共基本ポートフォリオ見直しの論点」

資料6 「損害賠償請求集団訴訟への参加について」

参考 「平成28年4月から6月の運用実績報告」

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、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。まず議題1の「資産運用委員会議事録の確認」を事務局からご説明ください。

○松永運用リスク管理役 まず資料1-1「平成28年度第1回資産運用委員会議事録」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させていただきます。

続きまして資料1-2「平成28年度第2回資産運用委員会議事録（案）」、資料1-3「平成28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、こちらは次回を目処に、修正の要否について事務局のほうにご連絡いただき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、次回資産運用委員会にて最終版としてご報告をした上で、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か。まず資料1-1の第1回の資産運用委員会議事録については、この場で最終承認ということになりますが、こちらのほうはよろしいでしょうか。特にご意見等なければ了承するという事で、よろしいでしょうか。

では、了承することといたします。

あと、第2回、3回のほうについては、皆さんからのご意見を反映されたものということですが、最終確認をいただきまして、事務局のほうにご連絡をいただけたらと思います。よろしく願いいたします。

それでは、議題2のほうに移りたいと思います。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」についてですが、ご報告のほうをよろしく願いいたします。

○西川理事 私のほうからご報告させていただきます。資料2をご覧ください。横長の表が1ページ目になります。特に注目すべきところだけピックアップしてご説明させていただきたいと思います。

1-3月からの大きな変化としては、予定運用利回りにつきましては、建退共事業の予定運用利回りが3%に引き上げになっているというところが前回とは違うというところがございます。

上から7行目になりますが、委託運用利回りのところにつきましては、中退共事業と林退共事業の委託運用については、今回の四半期で初めて合同運用の結果が計上されております。中退共事業と林退共事業の数字が異なりますのは、金銭信託については合同で運用しておりますけれども、金銭信託以外の保険の一般勘定等について、中退共事業は別の委託がございますので、その分の差がここに出ているということだとご理解いただければと思います。

もう1つは金額ベースということですが、一番注目の集まりそうな中退共の委託運用部分の金額ベースの数字ということでございます。6月はブレグジットの影響が一番顕著に出た直後ということでございますので、今も見ていただきました委託運用利回りの3行下でございますが、634億円のマイナスと。年度初からの3カ月間で634億円のマイナスになっていたという格好でございます。

ちなみに、そこから2枚おめくりいただいて、ページ数で言うと5ページに8月末の状況をお示ししてございます。右の斜め下のほうに赤い枠で囲ってあるところがございませけれども、こちらでご覧いただくのが一番わかりやすいかと思っております。自家運用は若干のプラスでございますが、金銭信託で336億円のマイナスということでございますので、300億円ぐらい回復したかなという感じでございます。一番下に主な指標の推移というのがございませので、そちらをご覧くださいませると、6月末から8月末にかけて株価が、特に日経平均がかなり上がったと。8%強上がったということと、一番下の為替でございますが、若干、1%ぐらいですけれども、円安に振れたといったようなところが寄与しているということでございませ。

今日現在ということで申し上げますと、まだ運用の結果は出ておりませんが、国内株が今日は日経が1万6,600円強といったところでございますし、NYダウにつきましては1万8,100ドル弱といったところ、為替については102円40銭ぐらいということですので、いずれも1%ぐらいずつ不利な方向に動いておりますので、トータルしますと、8月末に比べて100億ぐらいマイナスかなというような感じかと思っております。

こちらは簡単に済ませていただいて、続きまして資料2-2に移っていただきまして、マイナス金利もございましてかなり運用に苦心しております自家運用の状況についてご説明させていただきたいと思っております。これは計画と実績の比較というような格好になっておりますけれども、真ん中から下の運用方法のところをご覧くださいと思います。一番顕著なのは運用方法の2行目であります国債、既発債につきまして、160億円買う予定が、全く買えませんでしたということです。政府保証債も奪い合いになっているということもございまして、予定の半分程度しか買えていないといったところでございます。その分、政府保証債の既発債を何とか拾っているという格好でございまして、いずれにしても、一番下段の繰越普通預金のところにしわが全て寄っているというのがご覧いただけるかと思っております。

若干ページを飛ばしていただきまして、7ページまで進んでいただきまして、ほかの経理における自家運用の状況ということでございます。8ページ、9ページ以降に計画表がございまして、エッセンスをこの7ページに文章で記載させていただいております。建退共につきましては計画どおり債券の購入を実施してございまして、具体的に申し上げますと、20年債のところを、20年債については10億円減額いたしました、金融債のほうが10億円、その分買えたという格好でございまして、特別給付経理につきましては、これは9ページでございまして、おおむね計画どおり買えているということでございまして、ただ、そうはいつても、繰越普通預金のところを見ていただきますと、いずれの勘定につきましても計画よりも実績のほうが多くなっているというような格好でございまして、例えば建退の特別給付経理の短期運用のところも、CD等は募集をしても殆ど受け手が見つからないという状況がございまして、清退共の給付経理も同じような状況でございまして、12ページの林退共につきましても短期運用のところ、計画が1,100と書いてありますが、それが0になってございまして、その分預金のほうに乗っているということもございまして。

なお、特に林退につきましては、キャッシュフローの確保というような意味合いもあるのはあるのですが、いずれの経理につきましても現状は繰越普通預金のところが計画比、膨れ上がるような格好になっているということでございまして。

そろそろ中退共につきましては、預金を受ける金融機関のほうからも悲鳴が上がってきているというような状況でございまして、場合によっては長期化していく、あるいはマイナス金利がさらに拡大するというようになってきますと、預金のほうにマイナス金利が付くとか、あるいは手数料をとられるというようなヨーロッパ並みになってくることもあ

り得るのではないかと考えており、今後の動向には注意していきたいと思っております。

少し前の方のページに戻っていただきまして、ご参考までにとのことですが、資料2-2の2ページをご覧ください。これは、自家運用の中で保有しております円建外債の償還予定表です。私ども、内国債の扱いで円建外債を買っていた時期がございまして、その償還が始まるということでございます。年限20年で当時のクーポンは5%以上と非常にありがたいクーポンで、今、全部の利回り収入の16%ぐらいをこれで稼いでいるというものなのですが、当然こういったものは今非常に人気が出ておりますので、価格高騰しております。

表の下に最近の状況を調べてもらったものを書いてございますけれども、現在20年物で0.15%ということでございますので、国債よりもさらに低くなっているというような形になってきております。ということですので、戻ってきてもこれを再投資というわけにはいかないというのが現状かなというふうに考えております。資料2につい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せうか。

○末永委員 ちょっと1点、教えてください。収入の欄で国庫金補助がありますが、中退共だけ計画と実績が違いますよね。ほかは計画と実績が同じですけど、これは何か理由があるのですか。

○西川理事 中退共のほうですか。

○末永委員 ええ。1ページ目の収入の欄の上から2行目、26億円の計画で実績が22億円。これは国庫金補助ですよ。ほかのところを見ると、計画と実績が一緒になっていません。要するに、補助金というのは計画と実績が一致するのではないのですか。

○西川理事 中退だけは4～8月の数字ですが。

○末永委員 要するに、26億円の年間計画に対して5カ月で22億円の補助があったということですか。理屈さえわかればいいのですけれど。

○坂牧清酒製造業・林業事業部長 掛金の助成は、特退共のほうは数字が一緒だとおっしゃっていますが、単位未満で若干違って、▲と出ています。これは手帳の1冊目の方に補助を出すのですが、当初見込んでいた数よりも増減をしたりすることがありまして、年間の金額はあるのですが、例えばこの四半期の金額は若干増減があったということがあります。1冊目の方の補助の人数が、当初の計画と実績が違うとこういう形で差が出てきます。

○村上委員長 後ろのほうの各経理は第1四半期の計画になっていますよね。1ページ目の中退共のところは表記が28年度計画です。それで数字は間違いはないのですね。

○坂牧清酒製造業・林業事業部長 予算については年度で数字が決まっていますので、その中の範囲内でおさまればということですけど、四半期でも計画は数字として立てますので、その中で実績値と見込み値の違いということが出てくるというのはあります。

○末永委員 要するに、計画値と実績は必ずしも一致しないという理解で良いのでしょうか

か。

○坂牧清酒製造業・林業事業部長 はい。見込みと実績の違いというのは出てきますので。

○末永委員 国庫補助の計画値は国で算出した数値ではないのですか。

○坂牧清酒製造業・林業事業部長 積算はこちらでやっています。

○末永委員 わかりました。

○西川理事 中退のほうの計画も、一応8月までの割り振りをやっておりますので、やや大きく見えますが、これはたまたまここで実際と計画が食い違ったというふうにご理解いただければ。

○村上委員長 この28年度計画というのは、あくまでも8月までの計画を記載しているのですね。

○西川理事 8月までの計画ということでやっております。ですから、1年間分ということではなくて、あくまでも8月までの計画と実績の差だというふうにお考えいただければと思います。これは加入者とか、そういうものの計画とのずれということだとお考えいただければ。

○末永委員 すみませんでした。それからもう1点だけ確認させてください。自家運用のところですが、今年度は国債が計画どおり購入ができずにその資金が普通預金に積まれています。このことは収益の減少につながることになるので、一定の時期に見直すということとはしないのでしょうか。

○西川理事 いつ見直すかというのはなかなか明言しかねるなというところだと思っています。

○末永委員 それは1年間国債を買わないということもあるということですか。

○西川理事 そうですね。まさに来年度以降どうするかについては、この基本ポートフォリオの中でということだと思っていますが、先ほど申し上げた、どの段階で例えば預金に手数料がかかってくるかとか、マイナス金利がかかってくるかという、そういった動向にもよるのかなというふうに思っています。

○末永委員 今までも相場環境により買ったり、買わなかったりということはやっておられるのですか。

○西川理事 今年の2月にマイナス金利政策が導入されて以降、何とか国債の買えない部分を政府保証債ですとか、金融債ですとか、そういったもので埋めようとしているわけですが、どうしても流通量が全く違いますので、不足部分が出て参ります。その不足部分がどうしても普通預金に貯まってしまうということです。現時点では、まだマイナス金利の国債を買っていいのか悪いのかといったところについて、世間的にも結論が出ていない状況だと思っていますので、そういった中で様子見をしているというのが実態でございます。

○末永委員 わかりました。私の経験で言うと、年間計画を立てたときに債券が計画どおり買えないと困るので、年間買うべき額を毎月均等に購入することを基本としました。相

場環境により計画どおり購入できない月もあったが、その場合は翌月以降の購入額を増額し年間購入額が未達にならないようにした。計画した年間のクーポン収入を確保するためには計画した年間購入額の未達は絶対回避しなければなりません。したがって、説明があったとおりこのまま 10 年国債が購入できない、または代替して購入する債券もないとすると、収益上も心配です。

○西川理事 10 年債といたしますと、もうほとんど金利は 0 になっていましたので、買えないことに伴う収入のマイナスというのはほとんどないと思っています。ですから、むしろもし 10 年債を予定どおり買ってしまおうと、マイナスの金利がかかってしまうということだと理解しておりますので。

○末永委員 そこは理解しています。理解はしているのですが、収入を増やすためには代替する債券を買っていかないと、さっきおっしゃったように、政府保証債とかいろいろやっていたらしてのけど。

○西川理事 既存の枠内ではこれが限界ということでございまして、もちろんお誘いとしては 20 年債国債を買いませんかと、地方債を買いませんかと、あるいは外国債を買いませんかみたいな話がありますが、それは私ども、今まで取ってこなかったリスクを取るといってお話になりますので、それはまさにここでの議論を経ないとなかなか踏み出せないところかなと考えておりまして、今は今までの枠内でのできる限りの努力をしているというのが実態でございます。

○末永委員 わかりました。

○村上委員長 ほかに何かありますでしょうか。ちなみに、普通預金はどのくらいの数の銀行に、分けてやっているのでしょうか。

○西川理事 大きいので 3 つだと理解はしているのですが。

○清水資産運用部次長 今、全部で 3 つにまとまって。

○西川理事 3 行ですね。おっしゃるとおりで、そこまでいくと信用リスクという話にはもちろんなってくると思っています。金融市場で何か大きな問題が起きたときに銀行の信用リスクというのが今度は重要な問題になってくる、あるいは流動性リスクというのもあるかなというふうには思っていますので、余り長くこういった状況が続けるべきではないというのはおっしゃるとおりでございます。

○村上委員長 ほかによろしいでしょうか。ではほかにご質問、ご意見がなければ「退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用状況報告（6 経理）」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たいと思えます。

それでは次の議事に移ります。議題 3 「スチュワードシップ活動状況の概要について」のご説明をお願いいたします。

○西川理事 それではご説明させていただきます。私ども勤退共は運用機関への委託運用を通じまして、国内株式を保有する「資産保有者としての機関投資家」として、金融庁より公表されました「責任ある機関投資家」の諸原則、日本版スチュワードシップ・コード

の趣旨に賛同いたしまして、これを受け入れることを平成 26 年、2 年前の 8 月に表明しております。

スチュワードシップ・コードの原則、7 つありますけれども、その 7 番目に、委託者に対しての定期的な報告義務というのがございます。私ども、委託者であると同時に事業主、あるいは被共済者から委託を受けているというふうにも考えられますので、私どもの委託先がどのような形でスチュワードシップ活動をやっているかということをごホームページで対外公表しております。

対外公表のやり方ということですが、昨年が第 1 回ということでしたが、資料 3 の 2 ページと 3 ページをご覧くださいと思います。こちらで、受託機関の対応状況と、どのような形で議決権が行使されているかという、その内訳を国内株と外国株に分けて公表させていただいております。

数字につきましては、それぞれの表をご覧くださいけるとおりということですが、行使の概要の一番下の (4) をご覧くださいますと、国内株では行使対象議案数が 7 万 4,795 議案となっております。そのうち賛成が 6 万 8,190 議案で 9 割強ということがございます。反対が 1 割弱というような格好になっております。あえてカテゴライズしますと、退任役員の退職慰労金の贈呈、自己株式取得、ポイズンピルに関する議案では反対比率が高くなっているというところでございます。株主提案議案数は 735 議案と全体の 1 % 程度あったわけですが、こちらに対する賛成は余りなくて 1 % 程度と、ほとんどは反対になっているということがございます。

右側の外国株と比較いたしますと、自己株式取得に対する議決内容というのが、国内株と外国株の間ではかなり違っていることがご覧いただけるかと思います。国内株ですと大体半々ぐらいになっておりますけれども、外国株ですと 9 割は賛成しているということがございます。

各委託先の基本的な議決権の行使の方針を読みますと、自己株式取得については基本的に肯定的に投票するというのが一般的なのですが、恐らく最近では資金が余っている中で猫も杓子も自己株買いというような形で、余り株主の利益に資さないような形で計画が持ち出されるケースが多くなっているのかなという感じもいたしますが、いずれにしても去年、今年と続いて自己株式取得についての賛成率は低くなっているが特徴的かと思っております。

この 2 枚が対外公表予定の資料でございます。ちなみに、1 ページ目に戻っていただきまして、こちらにエンゲージメント、各委託先が企業と直接的にどのような対話を行っているかということについての代表例をこちらにまとめさせていただいております。項目としてはガバナンス、企業価値、株主還元というようなカテゴリーに分けさせていただいております。ガバナンスについて申し上げますと、社外取締役の任命については、独立性に問題あり、及び企業規模に比して取締役数が過多だというような形で意見をされたというようなことが載っております。会社側からも前向きなといいますか、それを踏まえた形で努

力するというような回答があり、その後、実際問題として取締役数を減員したというような報告がございました。こういった形で委託先でございますが、比較的熱心にエンゲージメントを実施していると。実際に企業の行動にも影響を与えるようなエンゲージメントを実施しているのではないかなというふうに思っております。それ以外はお読みいただければいいかなと思っております。

○江川委員 2ページの役員報酬に関する議案で、ストックオプションに関して25%ぐらい反対があるのは、これはどういう。

○水野理事長 これは役員以外の取引先か何かにもまく話だったよね。25%反対というのは。

○古賀運用調査役 そうです。主な反対議案は、ストックオプションの付与対象者に社外取締役や社外監査役等が含まれている議案でした。

また、ストックオプションの付与数が多過ぎるということで反対した事例もございました。具体的には、各運用機関において、発行済株式数に対して発行できるストックオプションの割合、上限を設定しております。

例えば、ストックオプションの発行上限基準が10%の場合、10%以上の発行となる議案には反対するという議決権ルールを各運用機関が独自に設定しておりまして、そのような自社ルールに従い、粛々と議決権行使した結果、という報告を各運用機関から受けております。

○江川委員 じゃあかなり増えているということですね。

○古賀運用調査役 はい。ストックオプション発行議案に対する反対率は増えております。

○村上委員長 ほかにご質問等ございますか。

○徳島委員 対外公表資料という形では、この2ページ目、3ページ目のイメージで結構かと思いますが、資料3の3ページ目に出ています外国株式の対象企業数のところについてです。実際はこれ、保有銘柄に対して株主議決権を行使できない先が、かなりあるはずなんです。実際、通貨の問題ですとか、運用会社の問題もありますので、委員会におきまして実際のところを示していただいたほうがいいのかなと思います。私の経験上では、議決権を行使するたびにお金がかかり、コストパフォーマンスが悪いので、行使しないという市場が、特に外国株式の場合ありますので、公表する必要はないと思いますが、委員会への情報としてご提供いただければと思います。

○村上委員長 そのあたりで何かございますか。運用機関の実施状況みたいなところですね。

○西川理事 そこにつきましては、これからヒアリングをした際に、どのくらい無理やりやっている部分があるかというようなところを聞きまして、適切な対応をとりたいと思います。

○徳島委員 以前に、外株と内株のパッシブファンドを両方とも見ていたことがありますので、外株のパッシブファンドを持っていますと投資先数は膨大な数になりますが、実際

は議決権行使できない株式というのがかなりあったという記憶がございます。

○村上委員長 現在、行使できない国はかなり絞られてきてはいると思いますけどね。

○西川理事 私ども、エマージングは投資していないので。

○村上委員長 そうですね。Kokusai の中では極めて限定的だと思います。ほかに何かございますでしょうか。1つ、私から質問なのですが、対外公表されるのが2ページと3ページのところになるのでしょうか。

○西川理事 おっしゃるとおりです。2ページと3ページです。1ページ目はご参考までということです。

○高澤資産運用部長 すみません、1ページも入れます。

○西川理事 失礼。

○村上委員長 それで了解です。というのは、スチュワードシップということになりますと、かなり建設的な対話というものに重点が置かれていて、その趣旨からすると大切なのは、行使結果だけではありませんから。

○西川理事 エンゲージメントと議決権行使ですね。大変失礼しました。

○臼杵委員長代理 すみません、ちょっとお教えいただきたいのですが、この1ページを公表されるということで、7行目、「国内株式と同様に、運用のすべてを委託している」という、この「すべて」というのはどういうコンテキストで「すべて」という言葉が入るのでしたっけ。議決権行使も含めて「すべて」ということですか。

○村上委員長 自家運用をやっていないということと解釈いたしました。

○高澤資産運用部長 議決権行使も含めてです。あと、運用の方法も含めてですね。

○西川理事 確かに誤解を生みそうな感じはございますね。

○水野理事長 委託しているということですよ。上から4行目で、「機構は、国内株式運用のすべてを委託していることから」という、その国内株式……。

○臼杵委員長代理 だから全く関与していないという。議決権行使についても関与していないということを言いたい。

○水野理事長 委託機関に全部やってもらっていますと。だから我々としては委託機関とのエンゲージメントは必要ですよと。

○西川理事 ここはただ国内株式と外国株式をここであえて分けている理由ということですかね、先生のおっしゃるのは。「国内株式と同様に」だったら別に分けなくてもいいよという、そういうご趣旨でいらっしゃいますよね。そうだとすると、「国内株式と同様に、外国株式の議決権行使状況についても、別表にて」とか、そういう書き方にすればわかりやすいかということでございますかね。

○臼杵委員長代理 余り細かいところにこだわるつもりもないのですが、一応ちょっとお聞きして。

○水野理事長 最初に「国内株式」というのを「株式」と書いて、「国内」をとっちゃえばそれで書く必要はない。

○西川理事 誤解のないように書きかえさせていただきます。

○村上委員長 ほかに何かご質問、ご意見等ございますか。それでは、こちらの資料3のほうにつきましても当委員会におきまして、今議論があった言葉等の表現のところで修正すべきところは修正するという条件で、了解ということにしたいと思います。

では、次の議事に移りたいと思います。資料4「ホームページによる対外公表資料の充実について」のご説明をお願いいたします。

○西川理事 平成27年度の資産運用状況の公表の仕方をご説明させていただきたいと思っています。

資料4の2ページ、3ページをご覧くださいますと、資産運用残高ですとか、利回りの状況につきまして、これは表で、時系列でご覧いただけるような格好になっておりますが、それを見やすくといいますか、ややビジュアルにしたのがそれ以降のグラフというような格好になっております。公表方式は去年と同様になっております。

それにあわせて運用状況と、6ページには委託運用先の一覧、これも昨年と同様でございます。7ページには先ほどご覧いただきましたスチュワードシップ・コードに関する報告書。10ページ、11ページには27年度の資産運用状況についてということで、こちらは昨年度も発表しておりますけれども、全ての勘定について合わせたものをこちらにお示ししてございます。いずれも27年度の資産運用状況でございますので、有識者会議向けの報告書をお作りする前にご覧いただいた数字等をグラフと計表にしているというふうにお考えいただければいいかと思います。

○村上委員長 ただいまのご説明について、ご質問、ご意見等はございますか。

○臼杵委員長代理 これはいつごろ更新、掲載される。もうこれは、今日終わったら。

○西川理事 はい。問題がなければ、すぐに掲載させていただければと思っております。

○臼杵委員長代理 1ページの下に、ほかの勘定でも同じものを作られるという。このCというのを作られると。

○西川理事 はい。

○臼杵委員長代理 これは去年まではなかったということですか。

○西川理事 あります。

○臼杵委員長代理 新たにというのは、そういうことではないのですか。

○西川理事 これまでは、資料Cについてはこれまで中退共だけが公表していたものがありますが、若干時間はかかりますが、各勘定についても、他の勘定、特退のほうについても公表させていただく予定ですが、まずは中退共のみ先行して公表させていただきます。

○末永委員 これ、ちなみにどういう人がアクセスして、どういう反響が今までありましたか。特段それはないですか。つかんでいないですか。

○西川理事 今までのところ、どういう人というのはなかなか難しいのですが。

○末永委員 アクセスはない。

○西川理事 アクセスは、それなりにはありますが、反響と言われると、余り問い合わせ

みたいなものはないと思っております。

○末永委員 ちょっとこれを見ていて気になったのですが、金融機関のディスクロージャーとか、いろいろやってきていまして、特に見ると、用語なんか注釈を入れるところが結構ありますよね。要するに、素人の人が見たときには、専門用語が書かれていてもわからないこともあるのでね。それでどういう人が見ているのかをちょっと聞いたかったのですが、それと機構としてどういう人に、どういう目で見てもらいたいのか。その目的がはっきりしないと、何のためにホームページに載せているのかというのが、アリバイ作りじゃないかということにつながっていくので、そこら辺のコンセプトというのは何かはっきりさせておいたほうがいいのかと思います。

○西川理事 一応私どもが考えているのは、私どものステークホルダーである事業主の方々であったり、被共済者の方々であったりをご覧になる運用状況ということなのですが、確におっしゃるとおり、いろいろな方がいらっしゃいますので、注釈が必要かというのはありますので、ちょっと考えさせていただきたいと思います。

○清水資産運用部次長 それにつきましては、一応共済契約者であったり、被共済者であったりという方々を対象にして概ね描いてはいるために、今出しているのはこれだけなのですが、ホームページの中には用語集という部分を作っております、非常に難しい、込み入ったところの用語は書いておりませんが、一般的にさらっと読んで、さらっと理解できる程度の用語については意味を簡潔に書くような部分を作っております。

○末永委員 わかりました。結構です。

○村上委員長 ほかに何かございますか。

○徳島委員 今の末永委員からのご指摘にも絡むところですが、用語集というのは多分ぶつ切りの説明になってしまうので、なぜこういう運用のシステムになっているかというのを、今年度はもう結構だと思いますが、今回、基本ポートフォリオを見直した後の体制で、何故自家運用があって、その他に委託運用があってという構造を、各々何を目的に運用しているかというあたりを少し説明してはいかがでしょうか。GPIF ではそういった運用の考え方、どういう考え方で投資を行っているかを示していらっしゃいます。運用方針をわかりやすくかみ砕くというか、基本的な方針や考え方を少し書き加えて差し上げるのが、共済加入者の皆様に情報提供としてプラスになるのではないかと思いますので、ご検討いただければと思います。

○西川理事 基本方針というような、ああいった堅いものではなくて、さらにそれをかみ砕いてということでございますね。

○村上委員長 今、徳島委員が話されたあたりは、ちょうど今年度、ポートフォリオの議論をやっていますので、そのところがある程度まとまってくれば、いろいろな形で表現できてくるのではないかと思う部分もあります。

○西川理事 ありがとうございます。

○村上委員長 ほかにご質問等ございますか。それでは、こちらの議題4についてはよろ

しいでしょうか。対外公表の件につきましては、このようなことで了解したいと思います。

それでは、次の議題5の審議に移りたいと思います。本日は中退共の基本ポートフォリオ見直しに関するコンサルティング業務を受託している野村証券株式会社から、高松さん、西内さん、添石さんに陪席をお願いしています。事務局におかれましては、お三方に入室していただいでください。

では、事務局から資料5「中退共基本ポートフォリオ見直しの論点」のご説明をお願いいたします。

○西川理事 本日は、今後、基本ポートフォリオの具体的な資産構成を決定していくに際して、どのような論点があるのか、という点についてまとめさせていただきました。本日のご審議内容を踏まえて、今後の詳細な議論のために、どのような資料を用意させていただくかを決めさせていただきたいと思っております。

それでは、資料5「中退共基本ポートフォリオ見直しの論点」をご覧ください。こちらに具体的な保有資産の内訳を決定するに際して検討を擁すると思われる論点をまとめました。

資産クラスごとに行きますと、まず株式です。株式については、グローバル化への対応という観点から、外国株の扱いについて、3つの選択肢、方向性を提起させていただいております。1つ目は、日本株を独立したアセットクラスとして残しつつ海外株式というアセットクラス、2つのアセットクラスに分けた状態で考える現行方式。2つ目は、グローバル株式といたしまして内外株式を統合してしまう方式。3つ目は、日本株という独立したアセットクラスを残しつつ、外国株式については日本株も含むという形でのグローバル株式とする方式です。

言い換えると、資産クラスを従来の「国内株式」と「外国株式」に分けるか統合するか、という選択と、統合しない場合の外国株のベンチマークを何にするか、の選択です。という論点。3つ目は、エマージング株を投資対象に含めることの是非です。

次に、債券については2つの論点があります。一つは、ヘッジ付外債購入をどう考えるかという問題。もう一つは、委託運用における格付基準緩和の是非です。

3つ目は、自家運用の投資対象拡大についてです。やや具体的には、長期国債の利回りがマイナス領域に入り実質的に購入できなくなっている状況下、これまで10年までの国債、政府保証債、特定の金融債に限定してきた投資対象を、財投債や地方債、超長期国債などに拡大することの是非ということです。

まず始めに、国内株式と外国株式の統合問題について、ご意見をいただけますでしょうか。

○徳島委員 国内株式と言っても本社の所在地に過ぎず、日本企業でも海外展開している企業はグローバル株式とも言えるので、統合してしまっても良いのではないかと、という議論がけっこうありますが、やや乱暴な議論だと思っています。無理に国内株の比率を上げるためにホームカンントリーバイアスを設定するようなことを改めることには賛成ですが、一

気に統合まで行くのは行き過ぎでしょう。一番重要なポイントは、今まで4資産でやっていたものが3資産になった場合、分散効果はかなり落ちると思われることです。

海外の大規模年金ファンドなどで、株式に限らず債券でもグローバルな投資の枠組みで実施している先はありますが、実は彼らも中でちゃんと点線で区分しているケースが少なくありません。ある程度分散効果を考える以上、余り統合し過ぎるのも良くないと思われま

す。そういった意味では、カルパースが取り組んでいるようなファクターベース、例えば「成長」というカテゴリで投資すると考えるのであれば、グローバルで考えても適合すると思われま

すが、当機構において、今の時点で、いきなりグローバル株式と、内債、外債の3資産にするというのはやや乱暴かなと思っています。
○臼杵委員長代理 要するにカントリーアロケーションの問題ではないでしょうか。日本と外国の間に点線を引くとして、それが常に50対50である必要は多分ないと思います。国内債もあることを考えると、日本という国に対してそんなにたくさんのエクスポージャーを持つ必要があるのか疑問があります。その意味では、ホームカントリーバイアスの設定はかなり疑問なしと

しません。
○野村証券・高松 理論的には、グローバルな株式のベンチマークをそのまま採用するのが最も効率的になりますが、普通に考えると、そこまでグローバルな市場が統一されているというふうには言えないと思います。したがって、日本株と外株をそれぞれ持って、ただ、現行のようにホームカントリーバイアスを設けて、日本株が外株よりも大きいというところを持つ必要はないだろうと思っ

ています。
もう一つの論点は、国内株式と外国株式を分けて持つとして、後者のベンチマークを日本を除いたグローバル株であるMSCI Kokusaiにするのか、日本を含めたMSCI Worldにするのか、という選択肢です。国内株とKokusaiのほうがポートフォリオ上は効率的ですが、その差はごくわずかです。一方、アクティブファンドのマネジャーのパフォーマンスについて、Worldをベンチマークとしたマネジャーのほうが良い、という先行研究結果が出て

います
○村上委員長 ベンチマークをKokusaiにした場合とWorldにした場合とでパフォーマンスに差が出るとしたら、何ゆえこういうような結果が出てくるというふうに考えたらよろしいのでしょうか。何の情報の差異がそれをさせているかということですね。

○野村証券・高松 決定的なものというのを分析するのは難しいのですが、1つの可能性として、アクティブ運用の基本法則の「情報係数掛けるプレス」のプレスの部分が、国内株を除いたKokusaiと含んだWorldでは、やっぱりWorldのほうが多くなりますので、その結果として、Worldをベンチマークとしたアクティブファンドのほうが多少良いのではないだろうか、という仮説が考えられます。

○臼杵委員長代理 Kokusaiだと日本株をアンダーウェイトにする、ということができない、ということですね。

○野村証券・高松 はい。日本株と外株の比率をアロケーションするところにマネジャーにとって自由度がありますので、そこがプラスに働く可能性がある。

○徳島委員 しかしそれは、基本ポートフォリオのベンチマーク、ポリシーベンチマークの議論ではなくて、マネジャーベンチマークの議論ではないでしょうか。

○野村証券・高松 そのとおりです。ただ、基本ポートフォリオのベンチマークも、アクティブマネジャーに対して World をベンチマークとして与える場合に、基本ポートフォリオのベンチマークが Kokusai だとトラッキング・エラーの管理をしなくちゃいけないというところがありますので、その管理負担を考えると、マネジャーベンチマークに基本ベンチマークを合わせた方が良く、という考え方はあります。

○徳島委員 その議論には全く私も賛成ですが、見た目として、World をベンチマークとする外国株と日本株の2つを並べるというところが美しくないと感じるだけです。

○臼杵委員長代理 あとは、そのときにその割合をどうするかですね。結局、World の中には日本株が10%入っているとすると、日本株のエクスポージャーは、TOPIX のエクスポージャーと World 中の日本株のエクスポージャーの合計値ということになりますね。その場合、最適化の作業によって、一元的な答えが出る、言い換えると合計値についても最適な数値が求められる、ということでしょうか。

○野村証券・高松 はい。最適化によって求めることができます。そのときにはホームカントリーバイアスは外した最適化をするというところですか。

○水野理事長 いきなり全部グローバルにしないで、国内株式は国内株式で持っていますよ、今までは外国株式だったのだけど、そこに日本も入れてグローバルでやったほうが、みんな張りやすい。それをやった結果として日本株が増えるのはせいぜい World のマックス 10%ぐらいだから、そんなに大きく日本株が増えるというわけでもない。とは言え、国内株式の比率は高くなる訳ですが、カントリーバイアスについては、今世界的にはどの程度採用されているのでしょうか。

○村上委員長 ノルウェーのように特殊なところは別としても、時価総額で考えれば自国の株のウェイトが高い国のほうが多いと思います。公的年金のほとんどのところはそうなっているのでしょうか。

○水野理事長 ミシン目が入っているというのはそういうことですね。国内株式がものすごく減ってしまうわけにはいかないということですか。

○村上委員長 今、時価総額で考えればと申し上げましたが、わが国もグローバルの中では10%とか8%とかいうウェイトになりますが、そのような基準で考えれば、どこの国も時価総額よりは大きめのウェイトを持っているところが多いわけですが、日本の場合は時価総額ウェイトに比べて極端に多いかもしれないというところが問題だと思います。

したがって、World をベンチマークにすることに伴う国内株のウェイトへの影響を問題視するつもりはないのですが、いま一つすっきりしないのは、資産のカテゴリーの区分を考えるのに当たって、日本株が重複してくるといふところなのです。ここのところが、資

産配分ということで単純に考えれば、重複は排除したほうが分散効果や何かはかりやすいのではないかと思われるのです。

結局これも、グローバル株式をアセットミックス上でどうするかという議論と、もう一方で、マネジャー選択の段階で、アセットミックスを組成するときとは別にマネジャーベンチマークとしてそのようなものを与えるというような、選択肢としてはそういう可能性もあるわけですね。例えばアセットミックスの時点では Kokusai なり、日本を除く ACWI なり、オール・カンントリーにしておいて、マネジャーベンチマークは World を採用するという選択肢もある訳です。

○野村証券・高松 今委員長がおっしゃった効率性については、ご指摘のとおり、国内株と日本を含む World の相関が、Kokusai よりも少し高くなるので、落ちることになります。

確かに重複を省いたほうが自然というか、違和感はないのですが、World の収益性を重視してマネジャーベンチマークに採用するのであれば、トラッキング・エラーの管理負担に着目して、政策ベンチマークを World にしてしまってもいいのではないかというのが1つの考え方です。ただ、それぞれメリット、デメリットはあると思います。

○村上委員長 非常に実務的なことですが、今まで対外報告も4資産に分けていた部分について、外国株式をグローバル株式としてしまうのか、国内株式が重複して入っている部分はどういう表示をするのか、そういった実務的な問題が1つ出てくると思います。

もう一つは、マネジャーに預けるロットの問題ですね。現在のシミュレーション上でリスク許容度からして外国株のウェイトのほう小さくすると、1マネジャー当たり預けられる額を考えたときに、その中で分散ポートフォリオを作ってもらうのに効率的になるかどうか、実務的にはそちらの観点もあると思うのです。

○野村証券・高松 それはあると思います。

○村上委員長 World でやる場合に、他の資金と合同運用をしない限りにおいて、個別単独資産でポートフォリオを組むとすると、どのくらいの最低額が要するのか、その辺とも絡むと思います。大きく変わることはないとは思いますが、Kokusai に対して、オール・カンントリーとか World になると、また細かくポートフォリオをつくる必要があるので、最低必要額は変わってくるかもしれない。そのあたりは実務的に合っているかどうかという問題を少々詰める必要があるかもしれません。

効率性の問題については、さまざまな前提条件がありますので、効率性をシミュレーションで考えるのは非常に難しい作業であったと思うのですね。

○野村証券・高松 そうなのですね。結局、仮定、前提次第で結果が出てきちゃいますので。

○村上委員長 期待リターンについての仮定次第で大きく変わるはずですよ。

○臼杵委員長代理 正解はないのです。

○野村証券・高松 リスク、相関係数のとり方によっても違ってきますので。

○臼杵委員長代理 だから結局、みんな時価総額でやっちゃうのですよ。

○野村証券・高松 そうすると、World 一本でいいのではないかという形になってしまうのです。

○村上委員長 時価総額というのは、いってみればそれぞれの国の企業群の将来生むべきキャッシュフローが反映されているというように考えれば、1つの大きなよりどころとなる手段ですよ。そこを出発点として考えるというのは悪くないと思うのです。

○西川理事 これは後で出てくる期待収益率や何かの計算のところと密接にかかわってくるわけですね。バイアスをかけないとなると、計算方法次第で国内株式が逆転して、World のほうが9割で、国内が1割みたいな話になる可能性もあるということですね。そうすると、ここの安定性、説明力みたいなものをどう確保するか。

○徳島委員 逆に、World に関する議論はそれでよろしいのではないのでしょうか。国内株ゼロで World が10でも十分ありだと思っけていますから。別にホームカントリーバイアスをなくしたということはそういうことだと思っけるので。

○西川理事 もちろん。なので、それが振れるのを10年で計測して、それを許容するのか、15年、30年で計測して許容するのか、そこは考えどころかなと。

○臼杵委員長代理 振れるとおっしゃっている意味は、今と比べて移る、そうじゃなくて。

○西川理事 それがどういった理由で、どのくらいの頻度で変動するのが最適なのかという意味なのですけど。つまり、情勢の変化だけでなく、その時々期待収益の計算方法の選択で変わるわけですね。計算の仕方を変えることによって猫の目のようにポートフォリオが大きく変わるとなると、最適なポートフォリオを選択しているという主張の説得力が弱くなるのではないかと。さらに、もし国内とグローバルというので引くとすると、当然、乖離許容幅というのが出てくるわけですよ。ですから、その間でどのくらいまで許容するのかという話もあります。

○臼杵委員長代理 線を引くときは線の引き方は確かに難しいですね。こっちのほうは時価総額なので、日本株が下がれば自然に日本株のウェイトが落ちてきますから、上がれば上がるし、そこを一々こっち側で調節するのか。線のミシン目が動いちゃうのをどうするのだというのは確かにあると思うのですね。

○野村証券・高松 今、国内株、外株は50・50なのですけど、公的年金の性格が最初に設定したときには多分そこにはあると思うのです。今実際に、公的年金のほとんどで日本株が大きいという実態になっていますので、そういう中で、どこまで国内株を減らしてというところが可能なかというところは、別の理由で考える必要があるかな、気にする必要があるかなとはちょっと思っけています。

○臼杵委員長代理 ただ、株のエクスポージャー自体は多分相当小さいですよ。だから、GPIFみたいに50%が株だと、半分というと25%ですけど、ここはせいぜい10%とか、そんなもので、意味合いは大分違うかなと。だからといって、全然気にする必要はないということにもならないのかもしれませんが、多分、それをそっとうっている分には余り文句を言われぬ。(笑)

○水野理事長 そっとやらせてもらえれば。

○臼杵委員長代理 いや、なるべく宣伝してください。

○西川理事 委員長にご指摘いただいた、異なる資産クラスの中に同じものが入っているというのは、美しくないだけでなく効率が悪い、という点は重要なことかと思われま

す。当機構として今回の見直しで目指すところは、安全、安定で行くということであって、最先端の運用方式を追い求めることではないので、そうだとすれば、もう少し世間の状況なんかも見定めながら、このグローバル化対応というのは進めていったほうがいいかなという気がしております。

したがって、やり方としては今までどおり、日本株と、外国株の日本株抜きすなわちKokusai で、ただ、ホームカンントリーバイアスのところだけ抜くというような形で良いのではないかと思われま

すが、如何でしょうか。
○村上委員長 私も資産が重なって入るところに少々気持ち悪さが残っています。普遍的な原則として、資産とに関して、アセットアロケーションを考える上で重複して入れるというのがどうなのかというのは、恐らくこの日本株とグローバル株式のところだけではなくて、オール・カンントリーと MSCI Kokusai を重ねてアロケーションに使うということはないと思いますが、例えばオール・カンントリーとエマージングの指数を重ねて使うとか、ほかのところでも起こり得ることだと思います。ですから、アセットアロケーションにおいて重複して同じ資産を使うことを考えるということ自体が、基本原則としてどうなのかという、そこのところの基本的な考え方というのを整理しておく必要があるのではないかと思います。8%ぐらいだから、影響が少ないからというだけでいいのかどうかという問題を考えるおくことが必要です。

もう1つは、情報比の問題でKokusai よりもWorldのほうが高いというのも、これは日本株の組入れ分がそれをさせているということであれば、日本株運用はひとつのカテゴリとしてあるわけで、そこのところ

で情報というものは生かされるという考え方もできるかと思

います。ただ、日本まで含めたカンントリーアロケーションなどのところの影響はまた少々違ってくるかもしれません。
それからあとマネジャーベンチマークとしての普遍性みたいなところで、Kokusai というのはユニバースが小さいだろう、Worldのほうが圧倒的に大きいだろうという点は、数字で捉えてみる必要があるのかもしれないですね。今、日本で、例えば投資パフォーマンス基準、GIPS などのユニバースの中でどのぐらいのファンドが登録されているのかということ、このあたりもKokusai だと極めてその辺がマーケットとしては小さくなるのかということなども含めていろいろ検討してみるべき要素ではないかなというように思います。基本的にここのところは、私も新しいことに踏み込まないでいいのではないかというようには思っています。先ほど西川理事がおっしゃったような方向ですね。

○野村証券・西内 まず情報比に関して、グローバルマネジャーのほうに比較的優位性がみられるという話については、その原因が果たして内株の中での銘柄ピックの問題なのか、

それともグローバルの中でのカントリーアロケーションの問題なのかというところまで踏み込んで分析というのは難しいとは思いますが。一方で、もう1つのプロダクトのユニバースの問題ですね。ここは確認をすることはできます。ただ、感覚としては、当然グローバルのほうがユニバースとしては圧倒的に大きくなるのかなというのがあります。

○村上委員長 従来、今までほとんどの公的機関も Kokusai を使ってやってきたと思いますが、ただ、ここで Kokusai のベンチマークに勝てるマネジャーというのは長期的にはなかなか少ないというようなデータが、統計上は出ているのではないかと思うのですね。そのあたりで、現場で委託をする際に、Kokusai をベンチマークとした場合に、応募してくるマネジャーが少なくて困るとか、そのようなことは実際にはあるのでしょうか。

○都築運用調査役 特にマネジャー採用の際に、ベンチマークに Kokusai を使うことについて、難しいというような話は聞こえてこなかったと認識しています。

○臼杵委員長代理 マネジャーベンチの話とアセットアロケーションの話とをうまく切り分けることはできないでしょうか。例えば MSCI World を、例えばアクティブのマネジャーには World をベンチマークとした投資を指示し、株式マネジャー全体のベンチマークが Kokusai と合致するように、パッシブのマネジャーのポートフォリオを調整するようにうまく工夫してできないかということです。

○西川理事 マネジャーベンチマークのところで工夫していくというのは、私ども委託者側の実務能力面で難しいものがありそうに思います。政策ベンチマーク対比の運用成績で私ども自身のパフォーマンスを評価していくという話になるわけですけど、マネジャーベンチマーク対比でのパフォーマンスと政策ベンチマーク対比でのパフォーマンスに乖離が生じた場合、対外的な説明が非常にややこしくなるなど。そうすると、何でそういうふうにしたのかという別のところの議論になってしまって、透明性というか、説明責任というか、そういったところが非常に複雑になる。もうとにかく利回りで勝負するという話だとそれでもいいのかなという感じはするのですが、私どものような組織、立場の場合、結果責任よりも過程責任が重要ではないかと思っております、説明できないようなことはなかなかしづらいなのというのが正直なところです。

○臼杵委員長代理 御懸念されるような乖離が生じないように調整するということです。例えば 50 : 50、仮に Kokusai と日本株の配分にした場合に、アクティブのマネジャーが 10 : 90 と。日本株 10 で外株 90 になっちゃったというところで、理屈の話からすると、その分を 40 分だけ、10 プラス 50 との差だけウェイトを、パッシブのほうを Kokusai から日本株に移せば、トータルとしては、ベータのエクスポージャーとしては多分調節できると思うのですが、それは管理負担がかなり大変だということでしょうか。

○水野理事長 運用機関としての当機構は、枠組みも体制も基本的にはかなりシンプルになっています。枠組み的には、基本は国債の満期保有を中心とした運用であり、だからこそ、国債の利回りが下がったら、それはやっぱり予定運用利回りを下げてもらわないと、この機構は難しいですよと、そういう分かりやすい枠組みになっています。体制面でも、資

産運用部のメンバーは 20 人ですけど、実際に資産運用をやっている人は 5～6 人です。その陣容との兼ね合いもありますし、となると、余り複雑な対応は難しいのではないかと思います。もちろん、運用機関として勉強はします。だからこういう議論は絶対必要だし、こういう議論は職員にもぜひ聞かせてスキルアップを図る訳ですが、実際にそうした複雑なオペレーションに踏み込むとなると、かなりの体制変革、陣容強化が必要になると思われます。

もう 1 つは、説明責任の問題です。今、GPIF が時々批判にさらされていますけれども、言われること自体は致し方ないとして、それに対する説明責任は結構重いと思います。先程は、世界的に World で勝負しているならその方が良いかなとも思ったのですが、説明責任まで考えると、World の採用が説明不要なぐらい一般的にという訳でもないのだとすると、まだ時期尚早ではないか、ということは今思ったりしております。

ちなみに、野村さんに 1 つお聞きしたいのは、当機構と同様に日本株と海外株式を別々の資産クラスとして持っている先の中では、Kokusai と World どちらが多く採用されているのかということです。そういうのはわかりますか。

○野村証券・高松 公表されているペースで確認できるところでいうと、企業年金連合会と国民年金基金連合会、この 2 つが日本株 TOPIX と World という形でやっています。

○水野理事長 ということは、やっぱり世の中の大宗は Kokusai のほうだということですね。政策ベンチマークは Kokusai が大宗として、その中でマネジャーベンチマークを World にしている先は多いのでしょうか。

○野村証券・高松 それは Kokusai がポートフォリオのベンチマークの場合は、マネジャーベンチマークも Kokusai の場合のほうが多いと思います。

○水野理事長 そうすると、企業年金連合会、ちょっとイメージが違いますよね。ポートフォリオも違いますしね。

○野村証券・高松 そういう意味では最先端の年金基金の 1 つだと思います。

○徳島委員 現実には、昔は東京にいるマネジャーに MSCI Kokusai の運用を委託するというのが普通でしたが、今、実は東京のマネジャーも多くが、海外の運用会社に再委託しているので、そこは World のほうが運用しやすいということもあります。

再委託先が World のほうが超過収益を獲得しやすいという声は現実にあるので、Kokusai にこだわる必要はないかなと思います。私はベンチマークに多少重複があってもいいかなとは思っていますが。運用の幅ということを考えると、World のほうがマネジャーの選択肢はあるような気がします。

○水野理事長 あるような気がする。圧倒的にあるわけじゃないですよ。そのあたりが大事ですが。

○徳島委員 この 10 年ぐらいでかなり変わったと思います。東京で、自前で運用している運用機関がかなり減っていますので、逆に東京から外株運用しているところで、どこにインフォメーションがあるのかと考えると、勝てないマネジャーがそういうことをやって

きたものと考えられます。実は海外の運用会社の再委託が増えているというのは、海外で運用している人たちに運用を任せられた方が妙味があるということだと。

○水野理事長 メジャーリーグはWorldだと。マイナーリーグが……。

○徳島委員 この10年で徐々にそちらにシフトしてきたのではないかと思います。

○水野理事長 もう1回考えよう。

○野村証券・高松 あと1つ補足で、意見ですが、さっき申し上げた企業年金連合会も国民年金基金連合会も、株の比率が非常に高いです。そこはこの中退共と全然状況が違ってくる。外国株式の割合がすごく小さければ、どちらでも大勢に影響はないというのは、言い方は率直ですけど、そういう考え方もとれるかなど。理論的には、さっき申し上げたことだと思うのですが。

○水野理事長 しかも企業年金連合会は2010年当時にインハウスで為替リスクヘッジも自分たちでやっているところですよ。だから運用分野に人が相当いるのではないですか。陣容との兼ね合いからいうと、オペレーションが余りにも複雑なことになってしまうと難しいのではないかという懸念もあります。

○臼杵委員長代理 ただ、ベータの調節は多分外に委託することはできると思いますけどね。ある程度リバランスをやってもらうのと一緒に、ある程度外部に投げることはできると思いますね。

○水野理事長 じゃあもう1回確認しましょう、そこは。

○西川理事 それでは次にエマージング株への投資の是非について御意見をいただきたいと思えます。

○徳島委員 GPIFがMSCI ACWI (ex Japan) にベンチマークを変更されて、一般的にACWIに向かうという気持ちはわかりますが、正直言って、逆にWorldの安定性ということを考えないといけません。本日の野村証券の資料にもありますが、従来から企業年金にMSCI Kokusai はやっぱり大変だと言って来たのは、エマージングとアドバンスとの境目、例えば、中国とか韓国、台湾の区分が変わった瞬間Worldの位置付けが減茶苦茶になると思うし、それらが抜けたエマージングはもっと悲惨なことになります。結局、将来のどこかのタイミングまでには、オール・カントリーにしておかないといけないと思っています。

ただ、望ましいのはACWIだと思っていますが、移行の仕方は、また別の議論かなと思っています。トラッキング・エラーが怖いからということで、いきなりピンポイントでエマージング株式を一気に買うことは避けるべきでしょう。

○村上委員長 私も今徳島委員がおっしゃった意見に近いのです。やはり新興国はいろいろなことの影響で一段とリスクが高いのです。それから流動性が低いという問題もある。さらに、個々の国別で見てもリスクが高くなっています。そのようにリスクが先進国とは一段違ったところにあるということや、何か危機が起こったときのドローダウンといいましょうか、高い水準から落ちるときの大きさがものすごく先進国と違います。市場規模の問題もあって、資金の流れに大きく影響を受けてしまいます。

そのようなところを勘案すると、ベンチマークとしては、私も分散された ACWI のほうにできるだけ持っていくべきではないかと思うのですが、そこに行くまでのステップをかなり刻んでということをやっけていかざるを得ないのではないのでしょうか。あるいは、エマージング国、新興国だけのベンチマークを持ってきて、先進国との比率をコントロールしつつ、すなわち当面は MSCI の Kokusai=先進国インデックスを並列させて比率を動かしながら、最終的にはどこかの時点で ACWI に持っていく、そのような方法もあるのではないかなと思うのです。いきなり ACWI を導入してしまいますと、10%の新興国市場のウェイトを持ったベンチマークを使わなければならないということになってきますので。

○西川理事 確かに、ベンチマークとして入れると収益のところだけが注目されるので、それに近い収益を上げようとする、どうしても危ない橋を渡ることになるわけですね。

○末永委員 私も問題はリスクのところだと思うのです。実際今まで新興国のところは手を出していないわけです。どの程度それが許容できるのか、そこも考えておかないと。今出されているのは、新興国をやれば、多分それなりに収益が上がっていくのかなと思うのですが、裏腹に何かイベントがあったときにはかなりやられる可能性が高いわけですね。だから、本当にそれが受け入れられるものなのかどうかという視点を持っていないといけないのではないかと思います。

○野村証券・高松 おっしゃるとおりで、メリットとしては長期的にリターンが期待できます。リスクとしては、単年度のボラティリティが大きいというのは明らかにあります。なので、中退共として長期的なリターンを重視するのであれば、入れるということになる。ベンチマークとしても入れるということになるでしょうし、リスクを抑えたいということであれば、ベンチマークは従来どおりにしておいて、ACWI ファンドで一部エマージングを入れる。そこはリスクに対するスタンスの問題だと思うのです。

私の意見を申し上げますと、当面はリスク抑制的な運営をしていこうということが中退共としての総意だとすれば、これについても、ベンチマークは従来どおりにしておいて、ACWI ファンドでエマージングを入れるほうが思想的には一貫するのではないかなと私は思います。そこは皆さんの議論だと思います。

GPIF は、ある意味、資産と負債を比較するような決算がないので、長期の運用が可能なのですが、勤退機構の場合は毎年毎年決算をする。しかも、財政状況を確定させるという構造がありますので、そう考えると、年々のリスクを抑制するというのは考えとしてあるのではないかなとは思いますが。

○野村証券・高松 2000年代はエマージングを入れた ACWI のほうが比較的いいのですが、リーマンショックが起きた後、2011年以降は新興国を入れない World のほうがリターンが良好です。ボラティリティも、1990年から2015年を通算してみると World のほうが小さいということになります。過去の実績だけで見ると、リターンも World のほうが大きいですし、リスクも World のほうが小さいですから、World のほうがいい。

ただ、将来の新興国の成長率を考えると、今後は期待リターンが長期的には期待できる。

ただ、新興国ですので、どうしてもボラティリティの大きさは避けられないというところがあります。

○西川理事 新興国の場合は、単なる振れ幅だけではなく、マーケットの成熟度とか流動性といった制度的な制約が結構大きいので、何かショックがあったときにデフォルトが発生しやすいとか、売れないというリスクが追加的に存在しているのも事実。今回の基本ポートフォリオ見直しの基本方針が安全、安定性重視のリスク抑制だとすると、少なくともこの段階で、ACWI のほうにシフトして、投資対象にエマージング諸国を加えることでリターン改善を目指す、という方針は採りえないことではないのか、という感じはいたします。

ただ、将来的に全然否定するものではなくて、先ほどご指摘いただいたような、構成国が変わることによって大きくベンチマークが変わってきたときに、新たなリスクみたいなものを抱えるようなことになれば、また別の観点から検討をしていくのかもしれませんが、現時点では、現状のベンチマーク維持が妥当ではないかと思われま。

次に、ヘッジ付外債を資産クラスに入れることについて、野村証券さんからご説明いただきたいと思います。よろしく願いいたします。

○野村証券・添石 ヘッジ付き外債をポートフォリオに入れる場合の考え方について、2つあると思っています。

1つは、ヘッジ付き外債を独立したアセットクラスとして設定しようということです。こちらの考え方としては、共済年金のような長期的投資家の視座に立ち、短期的な為替の変動は許容してしまおう、そういった考えを持つならば、そもそも為替ヘッジする必要がないわけですから、独立したアセットクラスとしてヘッジ外債を入れる必要もありません。一方で、為替変動をリスクとして捉え、許容できないリスクとするならば、為替リスクを抑制するためのヘッジ外債をアセットクラスとして独立して設定し、基本ポートフォリオを組むのがいいだろうと考えられます。この結果として、最適化のシミュレーションをしますと、基本ポートフォリオの効率性が改善するといったような結果も見られておりました。

もう一つの方法は、ヘッジ付き外債を、独立したアセットクラスとして設定しないまでも、円債の枠内での代替とか、外国債券の枠内の代替として投資するものでございます。こちらについては、長期的な視座に立つならば、短期的な下振れは許容するという一方で、アセットクラスとして設定しないまでも、実践ポートフォリオの考え方の中で短期的な為替リスクに対応していこうという考えでございます。円債代替、外債代替、それぞれ考えられるかと思えます。

ただ、こちらについては、外債、円債のどちらにヘッジ外債を入れていくかというようなことが検討の課題になってくるかと思えます。さらに、独立した資産クラスとしないので、基本ポートフォリオを最適化する過程で保有水準を特定しないわけでございますから、どの程度ヘッジ外債を入れていくのかという部分については、考えなければいけない別の

問題が出てきてしまうかと思えます。

○西川理事 ありがとうございます。それでは、ご質問、ご意見を賜りますようお願いいたします。

○末永委員 理論上は、外債をヘッジしちゃえば国内債券と一緒にというふうに我々は教わって、運用してきたのですけど。

○野村証券・添石 おっしゃるような考え方に基づいて、為替を取ってしまえば国内金利だということ、例えば円債の中でやってしまうというのも1つあります。ただし、ヒストリカルデータを比較してみると、為替ヘッジを付けたインデックスと国内債券のインデックスの動きは異なるので、別のアセットクラスとして用意する考え方もあるということです。

○野村証券・高松 理論的には、ヘッジのコストというのは内外金利差です。ヘッジをかけると金利差分のコストがかかって、コストを差し引いた後の利回りは同じになる。ただ、実際には、例えば10年債を考えたときに、10年債について、10年の金利を使ってヘッジをするかというのと、そうしないのですね。もっと短い。実務的には3カ月という金利を使ってローリングしていくわけです。短期金利を使った金利差と、10年債の金利差は異なりますので、ヘッジをした場合でも、必ずしも金利差がゼロになるわけではないというのが実際です。したがって、理論的には、外債はヘッジしてしまえば国内債券と一緒にということになりますが、必ずしも実際はそうになっていないということです。

○村上委員長 その部分は重要ですね。リスク・リターン属性はより円債に近くなるのですが、必ずしもそこは一致しないという性格になってくるかと思えます。しかし、性格的には確かに、外債よりは円債に近い資産カテゴリーになってきます。

○臼杵委員長代理 1つは、さっきおっしゃったように、裸の外債がほかのアセットクラスとかなり相関が高くなってきていますので、全ての資産クラスが同時に為替の影響を受ける。近年は、内株が、日本企業が円安になると儲かるので、円安で上がる。外株も、為替で円安になると差益が出る。そうすると外債も為替で収益が出る、という状況が、少なくともこの3~4年は続いてきたので、それが今後も続くかどうかが1つ大きな判断になると思います。さすがにそろそろ逆方向に振れるのではないかと考えるのであれば別ですが、そうでなければ為替というエクスポージャーをとらないという意味で、ヘッジ外債というのは1つ魅力的ではあります。

○村上委員長 理論的には、ヘッジ外債というのは、イールドカーブ上でいけば、外国の長い金利のところ投資をして、短期金利差はコストになりますから、その差を引いて期待リターンとして置くことができる、そのところがプラスに置けると理屈的にも言えるのではないかと思うのですね。

そして、もう一つ考え方としては、円債のうちの何割かをヘッジ付き外債として円債の中にまとめてしまう、そのような考え方もあるかと思えます。これは、局面で使うということにも少々ウエイトがかかるとすれば、このようなやり方のほうが大きな資産クラスの

変更がなくていいのかもしれない。そのような考え方もあるのです。

○徳島委員 生保はヘッジ外債に数十年取り組んで来ていますが、ヘッジの比率をかなり柔軟にコントロールしてきています。しかし、企業年金がヘッジ外債をやると、真面目に完全なフルヘッジをされてしまうので、時々「クローネなどのマイナー通貨までヘッジするのですか」と突っ込みます。そんなマイナー通貨をヘッジすると、ヘッジコストのほうがはるかに高くなるので、多分やる意味がないことです。ヘッジ付き外債が国内債券よりも超過リターンを取るというのは、ある程度マーケットのゆがみを取るとのことなので、ヘッジ付き外債を全面的に否定する気はありません。しかし、果たして本当にヘッジ付き外債を恒常的にアセットクラスとして置いておく価値があるのかというのは昔から悩んでいます。

実際、内債のアクティブ運用委託先に対して、状況によってヘッジ外債を一部組み込んで良いというマndateを出している例があります。しかし、固定的にヘッジ外債を幾ら保有するというのは、過去のトレンドから見ると整合性があったりしますが、本当にそれが将来を約束しているものではないと考えます。したがって、皆さんからのご指摘のとおり、例えば円債の内枠みたいな、円債の投資対象ユニバースを拡大して、少しリターンをかさ上げするといった整理のほうが望ましいかと思います。ただ、取り組んでくれるマネジャーがいるのかどうか。

○臼杵委員長代理 もう一つは、外債の内訳にしてしまっただけで、基本、5割がいいのかわかりませんが、仮に5割ヘッジとして、その40から60をオーバーレイのような形で少し動かすというような考え方もあるとは思いますが。実際、ヘッジ付外債を基本的には外債の内訳にして、為替も外に投げないで自分で調整しているような形にしている先もあります。

○野村証券・高松 どちらかというヘッジ外債という資産クラスを持たないで、4資産で基本ポートは作っておいて、資産ポートの中で為替の管理をしていくというようなイメージになると思います。基本ポートと別に実際ポートがあって、実際ポートは、それこそマーケットを見ながらやっていくことになるかと思うのです。実際、それに近いことをやっている先もあります。

○西川理事 そうすることで恒常的に効率性が改善するのかという点は如何でしょうか。

○村上委員長 難しいと思いますね。日本のほうが相対的に金利が高い国になったら、また前提条件が変わってきますからね。

○臼杵委員長代理 入れないと改善するかというのも逆に言えないところなので、100%否定することはないと思うのですけどね。

○徳島委員 足元、円債の期待リターンが極めて低い局面にあるので、暫定的に入れておくという対応はあると思いますが、それは基本ポートの議論ではなくて、実際の委託先マネジャーの運用の話ですので、ヘッジ外債という投資対象があるということをおっしゃることは大事だと思います。

○西川理事 運用の基本方針の中に、場合によっては入れられるというような格好で含め

ておくということでしょうか。

○徳島委員 逆に、ヘッジ付きの外国債券投資を例えば国内債券の内訳として管理するといった余地を残しておいていただくのは、前向きでいいと思いますが、恒常的にどんな局面でもポートフォリオの10%をヘッジ付外債に投資するというアロケーションの採用には、躊躇します。

○西川理事 「ヘッジ付外債」を新たに基本ポートフォリオの資産クラスとして設けるかどうかというのは、もう一つの論点です。ヘッジ付外債については、2つのメリットが指摘されていて、1つは、資産クラスにもう1つ加えることで効率性が高まる可能性があるという話。もう一つは、債券の残存期間と実際のヘッジ期間の差に起因するヘッジをするときの長短金利差によって、国内債を持つよりも収益が上がるという点でした。

しかし、効率性改善メリットについては、飽くまでも「可能性がある」であって、必ずしも普遍的なメリットではありませんし、長短金利差で内国債よりも利回りを稼ぐということですが、そもそもリスク低減ではなく収益目的でヘッジをするというのが、運用の基本方針に合致するのか、という疑念も感じます。

必ずしも外債のヘッジはデリバティブではありませんが、私どものガイドラインの中でデリバティブの使い方については、ヘッジに限定して使うというような規定がございますので、若干そこに精神的に抵触するような感じがする訳です。

もちろん、イールドカーブの形状が逆イールドになった場合には、長短金利差が裏目に出るというリスクもあり、種々勘案すると、ヘッジ付外債をもう1つ資産クラスとして加えることに躊躇いを感じているところです。

○臼杵委員長代理 スタートをどこに見るかということですよ。国内債とヘッジ外債を比べれば、それはヘッジ外債のほうがリスクは少し高いですけども、ヘッジなし外債とヘッジ外債を比べれば、それは明らかにヘッジ外債のほうがリスクは低いわけですよ。そのリスクを抑えるという意味でヘッジ外債を入れる、だからアセットクラスとして入れるかどうかという立て方とは別に、例えば外債のうちで、もう少しヘッジしたほうがいいのではないかということもあります。例えばヘッジ外債をスターティングポイントにすると、ヘッジなし外債というのは為替リスクを取りにしているわけですね。そういう意味で、むしろデリバティブを使って円の金利を売って円を借りて、外国為替で為替のレートを取りにいくことになる。だから本来は、もし為替にリターンがないのであればヘッジ外債が基本で、ヘッジなし外債というのは、だからヘッジ外債プラス為替リスクだというふうにと考えると、むしろヘッジ外債が基本だという考え方もあり得るわけですね。

だからヘッジ外債をスターティングポイントにしてしまうと、外債というものに投資する際にヘッジがむしろ基本であって、ヘッジなしにするということは、その例えばドルの為替を取りにしているというふうにと考えると、アセットクラスとして入れるかどうかという問題の立て方はまた別の問題として、外債を買うのであれば、むしろヘッジするほうが当然だという考え方はあるのかなというふうに思います。

○西川理事 確かに、純粹にヘッジということだと、おっしゃるとおりで、リスク抑制の方向性にも合致すると思います。ただ、実際のこのヘッジは、実は全期間ヘッジしているわけでもなくて、短期のヘッジを繰り返していくという、そういう格好になっているということですよ。だからそのところが、純粹にノーヘッジの外債と、このいわゆるヘッジ外債と言っているものの差の部分、そこが収益の源になっている訳ですが、そのところで、本来の趣旨と異なる別のリスクを取りにいていませんかという、そういう気持ちの悪さを感じてしまう訳です。

○江川委員 要するに長短の金利差の話だから、それが本当にリスクになるのはイールドカーブが逆振れするという、滅多にない、かつそんなに急に実現することはない事象が生じた時ということですよ。であれば、それほど大きなリスクとは言えないのではないかと思います。今、結局、マイナス金利がかなり長く続きそうだということで、運用手段がなくなってきているという現実があるのですから、余りリスクを取らないというこの機構のスタンスは活かしつつ、現実的にちょっとずつ進めるというのがいいと思うのです。ある程度今の延長で、取り組みやすい形で少しそういうものを入れていただいても、全体としては、ヘッジ付外債は比較的やりやすいもの、エマージングマーケットとかそういうのに比べると、債券の世界の話だし、少し検討の価値はあるのかなというふうには思いました。ただ、どのアセットクラスにするのかとか、実際に運用をどういうふうにするのかということがいろいろあると思いますので、それ以上のことは申し上げませんが。

○水野理事長 運用する玉がなくなって、本当にアベイラビリティ上やらなきゃいけない場合には、実は私もある程度のことは考えていますけれども、アベイラビリティがまずあるうちは、基本方針のところでも相当議論しましたけれども、まず予定運用利回りを下げてもらおうというのが基本ではないかなと思っています。

と言いますのは、最近の労政審の議事録を読んでいる限り、誰一人としてリスクを取れとは言っていないですよ。むしろリスクは取るなと仰っている。当機構がお預かりしているのは、皆様の虎の子の退職金であり、損失を政府から補填して貰える訳ではなく、しかも付加退職金の非対照性という問題も抱えている。そうした状況を踏まえると、国債金利の低下に対しては、運用面でリスクを取って対応するのではなく、まず予定運用利回りを下げただけのが順当な手順ではないかと思われま。

もちろん、労政審で、予定運用利回りは下げない、という結論が出れば、それは私はやらざるを得ません。しかし、そうした決定が下される前に、予定運用利回りを下げる必要があるという問題を提起しておく、指摘責任があると考えています。したがって、予定運用利回り 1.0%ありき、では考えていません。

そうした考えを前提に、外債運用はどう考えるかという、末永委員が最初におっしゃったように、長期で運用しているわけですから、基本はヘッジしないですよ。基本は。日本株との関係では、最近の傾向として、市場参加者の動きがリスクオフになると円高と株安が同時に発生するので、外債投資が危険分散にならない、という部分もありますが、

本来、外債は日本株との組合せでリスクを分散させる機能を果たすものではないかなと思っていて、それを長短金利差の関係で収益を得るためにヘッジするというのは、やや違うのではないかという気がしております。ただし、リスクを取って 1.0%で回す、という決断が下ったのであれば、様々なリスクを取りに行くことになると思いますが。

○野村証券・高松 ヘッジ外債を資産クラスに設けることでポートフォリオが改善するかどうかということが基準であるべきだと思います。そのときの基準として一番わかりやすいのは、やはりリスク量だと思います。こちらの場合は剰余金が限られていて、その剰余金の範囲内でしかリスクが取れないと考えられます。1回大きなリスクが出ちゃうと、もう剰余金はなくなってしまいますから、そうすると、もうそれ以上リスクが取れない。こういう構図になりますので、やっぱりリスクを避けるということがすごく大事だと思います。

そういう意味でいうと、ヘッジ外債を資産クラスにしない状況で一旦ポートを作ってみて、そのポートの持つリスクの大きさに耐えられるかどうかの議論が必要だと思います。それに耐えられないのであれば、私は実は耐えられないはずだと思っていますけど、耐えられないのであれば、予定利率を下げるか、あるいは、予定利率を下げられないのであればアロケーションのほうを改善すると。これを考えなくちゃいけない。こういうふうになると思います。

1つの手段が自家運用の改善。あと例えば、もしも生保の一般勘定が入れられれば、そういうのもありますけど、そういうのがなければ、やっぱりヘッジ外債を入れて、為替リスクを排除した形で円金利の資産を持つということがどうしても必要になるのではないかと思います。

○水野理事長 予定運用利回りが下げられないのであればですね。労政審によって予定運用利回りは下げられない、という決断が下されれば、それは国債以外の資産で何らかのリスクを取ってリターンを稼ぐしかなくなります。

○野村証券・高松 そうした場合に、リスクをできるだけ抑制しつつリターンを上げるとしたら、もうヘッジ外債しか多分手段がないのではないかな。リスクを抑えて、どこまで許容範囲かというのはもちろんありますが、リスク抑制という方針の範囲内で考えようとしたら、ヘッジ外債が最有力の手段ではないかなと考えます。

○臼杵委員長代理 1点だけちょっと追加ですけど、今はこういう議論になっているのですが、基本、先程、末永先生が指摘されたように、期待リターンは、ヘッジしてもしなくても一緒のはずです。金利平価が成り立っていれば。為替レートと内外の短期金利差の間で金利平価が成り立っていれば、期待リターンは、ヘッジしてもしなくても一緒だと思います。だから長期だろうと短期だろうと、期待リターンは、そこはしてもしなくても一緒で、ヘッジするとその分だけ基本はリスクが小さくなるというのが、だから今の中退さんの状況とか、マイナス金利とかの状況とかはちょっと置いておいて、基本に帰ると多分そういうことだろうと私は思っています。

○水野理事長 そこはどうですかね。ヘッジ外債の比較優位性の源泉である長短金利差が逆転した場合は、損失が出ることも有り得るのではないのでしょうか。

○臼杵委員長代理 それはだから、そのときはヘッジなし外債でも同じようなことが多分……。

○野村証券・高松 長短金利差で逆転するというのは、要するに国内債券とのリターンの相対的な差の問題であって、そうではなくて、ダウンサイドリスクが問題なわけですよ。要するに、単年度で大きく為替が円高になって損失が発生すると。決算でマイナスになると。ここを抑えなくちゃいけないはずだと思います。ボラティリティが大きいという意味では株と為替ですけど、為替についてはそういうふう抑える手段がある以上、しかもリスクを限定的な運用をしなくちゃいけない以上、為替を抑えるというふう考えるのが、そちらを重視するほうが、要するに円債との相対的なリターンの比較よりも、ダウンサイドのリスクを重視するのが今の段階では必要なんじゃないかなというふうに私は思います。

○末永委員 いずれにしても、今は外債があるわけですよ。これは為替ヘッジなしで持っているわけですよ。だけどこれはどっちみち償還のときには為替リスクを取るわけでしょう。その前に売ることもあるのでしょうか。任せているわけだから。ディーリングみたいなことをやっているのでしょうかね、ファンドは。

○水野理事長 委託はそうですよ。持ち切りじゃないですよ。

○末永委員 だから委託でしか外債、今入っていないでしょう。

○野村証券・高松 パッシブで持てばずっとローリングしますので、基本的にずっと為替のリスクは取らない。

○末永委員 ヘッジ付外債はオープン外債と分けて考えておかないとだめなような気がします。

○野村証券・高松 うちでつくった資料も見て、数値的な部分を確認した上で議論したほうがいいと思います。この議論は。

○徳島委員 臼杵委員長代理からも言われたとおり、議論のスタート台が皆さんちょっとずつ異なるように思います。要するにオープン外債から見たら、ヘッジ外債は為替リスクをかなり抑えているので、そこに導入する意味があるということです。ただ逆に、今の議論を聞いていると、一旦オープン外債をやめてヘッジ外債に取組みという方針にし、それでリターンが足りない場合に為替リスクを取ってオープン外債に取組むという選択肢もあるはずですよ。

○末永委員 そういうことでいうと、国内債ではクーポンを取れないから、その代替として一体何がいいか。今、オープン外債があつて、国内債があつて、その中間でヘッジ外債を購入する。そういう選択肢を取っているように感じました。だからその国内債からのシフトというイメージで考えていたのですけどね。

○徳島委員 外債からスタートするのか、国内債からスタートするかによって全然話が違います。

○末永委員 今回の国内金利がこうだから、とりあえずヘッジ付外債へ行きましょうと。そういう認識だったのですよね。基本は、だってリスクは取らないのですから。

○水野理事長 スタート地点というのであれば国内債であり、そこにリスク分散の観点から外債が導入されたということだとすると、外債がリスク分散手段として機能しなくなったとしたら、外債投資はやめるというのが素直な気はします。そうした中、外債をやらないけど、ヘッジ付外債なら大丈夫だということであれば、オープンの外債に比べれば、ヘッジ付外債のほうがよさそうな感じはしないでもないです。

○臼杵委員長代理 先程の野村さんの話にもありましたが、資産クラスの入替と言うよりも、ポートフォリオ全体で見なきゃいけないのだと思います。全体としての効率性の改善に繋がるかどうか、ということですが、ヘッジ付外債を加えると、恐らくオープン外債はポートフォリオから外れてしまって、ヘッジ外債プラス国内債という形、あとはその比率をどうするかという選択肢になるのではないかと思います。

○水野理事長 そうすると、期待リターンは 0.5%しかないですよね。イメージからいうと。

○臼杵委員長代理 株を入れないと 1.1%というのはかなりしんどいかなという感じではありますが、どうですか。

○野村証券・高松 ヘッジ外債を入れない限りは、株がかなり入ってくる。そうすると、後で出てきますけど、ストレステストをやると 2,500 億ですね。多分、バリュアットリスクを出しても同じようになるはずです。今、剰余金が 2,500 億ぐらいしかないですから、1回それになると、剰余金は 0 になるわけです。私、剰余金が 0 になったら、それ以上リスクを取れなくなるはずだと思います。そうすると、そこに制度の見直しとか、あるいは民間でいうと業務改善命令とか、業務停止命令とか、こういう感じになりますから、それはとにかく避けなくちゃいけないはずだと。なので、リーマンショックが起きても、もう 1 回ぐらいは、要するにリーマンショック 2 回ぐらいの相場変動であれば、累積剰余金がプラスの状態を維持できるような形のリスク量に抑えなくちゃいけないのではないかなというふうに考えます。

○臼杵委員長代理 株のリスクを抑える上では、多分ヘッジなし外債よりは、ヘッジ外債のほうがポートフォリオの効率性は改善するということですね。

○野村証券・高松 そうです。期待リターンの設定ももちろんあるのですが、ただ、今考えるとそういうふうになる。もちろんおっしゃったように、予定運用利回りを下げられれば、株をそれほど持つ必要はなくなります。

○水野理事長 現行の予定運用利回りを維持した場合のリスクの大きさと、予定運用利回りを下げることで、全体のリスク値を大幅に下げられるなら、少なくともそうした選択肢があることは、ちゃんと指摘すべきだと思うのです。後になって、そんなリスク取っていたなんて認識していなかった、などと言われないうにすべきでしょう。

○臼杵委員長代理 リスクを抑制することについては、ここにいる人は多分ほとんどそこ

は反対しないと思いますが。

○水野理事長 全員反対しない。実は本当は私も個人的にはリスクを取りたいけれど、やっぱりこのポストとしてはそういうわけにいかないです。

○西川理事 ヘッジ外債については、様々な論点が提示されたと思いますので、それらを整理させていただいて、次回、もう一度、議論させていただきたいと思います。

なお、外国債券の政策ベンチマークについてですが、この案件については、コンセンサスができたというふうに考えていまして、引き続きシティの世界国債インデックスを使用するというのであったかなというふうに考えております。

次に、債券について本日、ご審議いただきたい案件がもう2つございまして、1つは委託運用における格付基準の緩和の是非についてでございます。現在は、国債についてはA格以上、非国債についてはAA格以上ということで運用のガイドラインを定めているわけですが、運用している先からは、BBB格まで入れてもらえないと運用がしにくくてしょうがないというような話はよく参ります。そこで、これを緩和することが是か非かという、そういう話であります。これは言ってみれば収益率を上げるために信用リスクを取りに行くというような格好での緩和になりますので、これまでの議論の流れ、期待収益率を落としてでもリスクを引下げるといふ方向性とは馴染み難いようにも思われますが、かなり頻繁に受けるリクエストではありますので、この機会にご議論いただければ幸甚です。

それで、BBB債どうでしょうかという提案が行なわれる際によく指摘されるのは、「A格債とほとんどデフォルト率が変わらない」ということです。しかしながら、できるものであればリスクフリーの資産で回したいが、アベイラビリティの制約があればやむを得ず妥協はする、というのが基本理念であるとする、AA、AAAというデフォルト率がほとんどない債券が原則であって、Aはどちらかという、むしろ仕方なく買っているという位置付けになります。そのアベイラビリティの観点から仕方なく買っているAと同等だからBBBでもいいじゃないかというのは、軒先を貸して母屋を獲られるような、違和感を感じるところです。

○徳島委員 日証協の社債市場の活性化に関する懇談会では、最近、社債市場の活性化で低格付債マーケットが日本でできないのは、投資家の投資スタンスに一つの問題があるという考え方があります。これは投資家が過度に保守的になり過ぎていて、もちろん1つは国内債券の代表的なベンチマークであるNOMURA-BPI総合の格付基準がA格以上というのがあるためですが、A以上とか、AA以上というふうになぜ皆さん保守的にしているのか、日証協からGPIF等の大きな機関投資家に直接お願いにいたり、そういった経緯もあって最近、GPIFはBBB以上を投資対象にされ、その他の公的年金も変えていらっしゃいます。

日本におきましては、正直言ってAをBBBにしたからといってスプレッドが大きく乗るとも思えないのですが、リスクも余り変わらないですし、そこはマネジャーの判断で、マネジャーに買うなど言うのではなく、マネジャーに、買ってでもいいけど、リスクに見合っ

てリターンが取れるなら買っていいと言う分には問題ないのではないかと、国内に関してはまず思います。

海外につきましても、同様にそういった形で最近公的年金の皆さんがどちらかという投資の信用基準を拡大されているのは、ここに書かれているとおり、トラッキング・エラーが大きくなってきてしまっているところにあります。いきなり BB まで拡大しようと言われるのであれば、それはやめておきましょうと申し上げるところですが、BBB までというのであれば、決して大きなリスクではないだろうと考えます。マネジャーの判断で、マネジャーが買っていいと思うのであれば BBB を入れていいよ。「入れなさい」ではないので。こういった考え方は、マーケットの規模から考えても、今採用できるのではないかと考えます。

特に、ヘッジ外債の投資対象を考えたときに、例えばアメリカの米ドル債で、今ヘッジ付外債でプラスの利回りを獲得するには、例えば BBB ぐらいのコーポレートまでいかないとヘッジコストが大きくて投資の意味がありません。こういった状況を考慮すると、一概に格付基準ではじいておかないほうがいのではないかと思います。

○水野理事長 でも一般の機関投資家と違いますよね、うちはね。何度も言いますが、これしかやっていない。私も一般の機関投資家だったらやるけど、このお金しかない。それから、ステークホルダーの方々から安全重視を依頼されている。日証協から市場振興への協力を依頼されている訳でもありませんし。銀行にいたときに BBB 債が破綻の引き金を引いた某社のケースとかを見ていると、結局、普段は問題ない訳です。しかし、クラッシュが起きたときに BBB というのはすぐ BB に落ちたり、あるいはリファイナンスができなくなったりしがちなのです。我々としては、まず絶対取っちゃいけないのは信用リスクだと思っています。次が、それこそデリバティブリスクみたいな、本当にヘッジリスク。最後は金利リスク。金利リスクは要するに運用利回りとの兼ね合いだと思います。一般的な機関投資家の感覚からすれば、BBB への拡大に大きな抵抗感を感じるべきではない、とおっしゃる意味はわかります。しかし、当機構の特性を勘案すると、多分ここはやっぱり違うのではないかなという気がします。

○徳島委員 確かに某社のケースも破綻の1カ月前はA-でありましたから、Aですら安心できないというご懸念はよくわかりますが。

○水野理事長 そうです。あれはあっという間。あの時もAですからね。多分、ネガティブだったと思いますが。

○徳島委員 私もAだから安全ということは全くないと思っています。その中でどの企業を選ぶかは、そこはマネジャーに判断させるべきだと思いますが。

○水野理事長 そうです。投資先の選択はマネジャーに任せざるを得ないからこそ、基本路線から離れた部分は極力抑えたいということです。当機構の安全志向に照らすと基本はAAで、やむを得ずAということなのではないか、そうであれば、Aの部分をもっと拡大するのは、少なくともリスクを下げようとしている時の選択肢ではないと思う次第です。も

ちろん、未来永劫、絶対いけないと言っているわけじゃないのですが。

○村上委員長 資料5の2ページの左下のところに注書きされている運用ガイドラインの表現についてです。ここの「いずれかにより AA」というのについては、よく最高基準か最低基準かの問題があって、それによって結局、2ノッチぐらい水準が異なる可能性が多くありますので、「最低格付でもこれ以上」とかという表現にすることによっても、この辺りはかなり違ってくる可能性があると思います。

○西川理事 逆に言うと、もしここを「いずれかにより BBB 以上」というふうにすると BB とかが入ってき得るとい、そういう話になるわけです。

○村上委員長 その水準にもし落とすのであれば、複数ある場合は「最低でも」というトーンを強く入れないとならないか、あるいは「一番厳しいところの基準で考えて」という基準を入れないと、これは大変なことになる可能性があると思います。

○水野理事長 ちなみに、マネジャーに任せると、マネジャーってその信用リスクを見るのでしょうか、どのくらい見るのでしょうか。

○徳島委員 最近、少なくとも国内では余りスプレッドがとれなくなっているの、かなり信用リスクの評価能力は落ちてきていると思います。海外はやっぱりコーポレート・ボンドで利回りをとってきている人たちもいますので、それなりにとれてきているはずだと思います。

○水野理事長 次の地方債、財投機関債、全部同じ発想ですよ。例えば銀行が潰れたのはメリ担主義で、メリットと担保でやった。メリットと担保じゃ何もならなかったというのはわかったわけで、財務内容がちゃんとしていて、保証であっても、正式保証がついていけば別ですけど、ついていない場合には、それはどうなるかわからないだろう。当機構に、万が一のときは運用損を補填することのできる別途の収益源（あるいは政府による補填の道）があれば、もう少しリスクを取るのですが、これしかない、運用以外の収益源はありませんということになると、やっぱりリスクを抑えるというのは大事かなと。

○臼杵委員長代理 内外を分けるということは難しいですか。

○水野理事長 外債の格付ですね。AA 以上にすると、外債はほとんどなくなるということですか。

○臼杵委員長代理 そうですね。

○水野理事長 そうですよ。投資対象はなくなりますよねという。

○臼杵委員長代理 うちで自家運用に絡むのは内債だけですよね。

○水野理事長 そうすると、だから格付機関も分けると。S&P とかね。S&P と JCR で全然違いますよね。もう3ノッチ、4ノッチ違うわけだから。だから S&P とムーディーズの両方がA以上とか、そういうのだったら可能性がないわけじゃない。

○末永委員 そうした場合に、投資対象が減るということはないですかね。この基本方針がいつ作られたのかわからないですけど、昔はA格以上の債券は国内も海外も結構ありましたが、現状ではかなり少なくなっています。だから格付を重視すると投資対象がなくな

ってくるというのは、自分の首を絞めるようなイメージですよね。だからそこは本当に対象がいっぱいあって、この格付で行けるならいいですけど、そうじゃない場合は、徳島委員がおっしゃったように、委託の場合はファンドマネジャーに任せるわけですから、そこはリスクをわかって取りに行くわけですから、リターンとの関係で買ってほしいみたいなイメージをとっておかないと、ちょっときついのかなと思います。おっしゃるとおり、格付機関、フィッチまで入れればとりあえず5つでしょう。5つでかなり開きが出てきますよね。多分、JCRが一番下、というか甘いですから。

○末永委員 格付をきつくすると運用するものがなくなっちゃうような気がします。格付については債券の議論になっていますが、株式についてはどうするか。発行体としての企業格付けにも規制をかけるのかという問題があります。ある程度委託の部分は最低の線を引いておいてファンドマネジャーに任せるような、そういうことはちょっと工夫すべきなんじゃないかなとは思いますがね。

○西川理事 完全にアベイラビリティに問題が出てきているという話ではないと思います。選択肢を狭める訳ですから、効率性が低下するという問題は確かにあるのかもしれませんが、ただ、効率性というのはどれだけ変動を抑えられるかという、そういう発想ですよ、基本的には。ベンチマーク対比で α を取る事が難しくなるということも指摘されるのですが、一般的な投資家よりも低いリスクを目指すのであれば、期待収益率が平均値よりを下回ることは当然といえば当然とも言えるかと思います。ただ、末永委員ご指摘のとおり、運用できなくなってしまっただけは困る、ということかと思しますので、そこは程度問題かと思えます。

○水野理事長 非常に私にとってありがたいのは、普通とは逆の議論の展開になっているわけです。運用する機構側がいやいやそんなことをやっていたら投資対象がなくなっちゃうんじゃないかというような実務的な観点から、より規制を緩めることを希望して、外部委員の方から原理原則論をご指摘いただく、というのが普通のパターンだと思うのですが、今は逆の展開になっているのは、私どもとしては自由度をいただいているということで、大変ありがたい話ではございます。これは、今回の見直しでは期待収益率の引き上げを求められていない、という非常に特殊な状態の中で起こっていることと思いますが……。何れにしても、要はアベイラビリティがない、実際問題として運用ができない、効率的なポートフォリオが組めない、というのであればまた考えなきゃいけない訳ですが、期待リターンを0.6まで下げると、必要なリスク資産の金額がそれほど多くはないので、アベイラビリティの問題は、さほど深刻ではないのではないかと、という感じもしてまして、その辺も踏まえてもう1回振り返りたいということではいかがでしょうか。

○徳島委員 格付のところはそれで結構ですが、自家運用の対象のところ。実は私も御機構の運用にかかわらせていただいてもう何年かたつのですが、金融債を買っていて、地方債、財投機関債は買わないというところについて、理論的な整合性に関してだけは疑問を持っています。歴史的経緯があるのも存じ上げておりますが、地方債と財投機関債に関し

て政府による支援可能性が不明確だと書かれたときに、では金融債に關しての支援可能性に關する懸念はどうでしょうか。

○西川理事 確かに、うちの金融債はどちらかというと ESG のはしりみたいなのところがあって、中退共だから商工中金債だしという話ですよ。ですから、ちょっとここは別の判断基準が入ってしまっている部分はあります。

○徳島委員 ですから、金融債を買うべきでないと申し上げる気は全くございません。金融債と同じぐらいのレベルで考えていいのではないかという趣旨でございますので、ご検討いただければと思います。

○西川理事 逆に言うと、金融債はどうして買っているのかと言われると、それは自分たちのやっている活動の趣旨に合致しているのではという話だと思います。それと同等のリスクをあえて取りにいったときに、じゃあそこは何で買うのかと言われるときに、なかなか説明がしづらいというか。

○徳島委員 歴史的には、商工中金債しかなかったのですが、例えば今、日本政策金融公庫の中で中小企業事業部分が調達している財投機関債をなぜ買わないのかと言われると、何の説明にもならないわけですよ。

○水野理事長 政策金融公庫ですかね、そういう意味では。

○西川理事 それでは、ここは各種債券のアベイラビリティとその内容をもう少し検討させていただいてということよろしいでしょうか。

自家運用の話に今入ってしまったので、そちらに進ませていただきます。本日の委員会に先立って、先日、自家運用の資産構成についてご意見をいただきたいというお願いをさせていただきました。直前でのお願いになってしまいましたが、自家運用については、その根幹を成す前提条件が2つ、大きく揺らいでしまったものですから、根底から考え直す必要に迫られています。前提条件に關する2つの揺らぎと言うのは、一つは10年国債利回りのマイナス化であり、もう一つは負債構造、より具体的には債務の期間構造です。

マイナス金利については特に説明の必要はないと思いますが、自家運用の大宗を成す10年国債の利回りがマイナスになってしまったことで、償還された資金の投資先が現状なくなっている状況です。

もう一つの負債の期間構造については、今までずっと、「大体私どもの平均的な加入期間は10年間」と申し上げており、したがって投資の中核部分である自家運用については、10年国債の10年ラダーが一番フィットする投資形態です、という、そういうお話をさせていただいてきたわけです。

しかし、負債の期間構造について少し数字を見直した上で計算し直すと、退職者1人1票みたいな格好で単純に計算した平均積立期間が10.8年ということで、この数字を基に、当機構の負債の期間構造は10年間と言ってきた訳です。全ての債権者が、最初に同じ金額を投資して、違うのは運用期間のみ、ということであれば、割引現在価値は長く勤めた人も短い人も同じ、ということで良いのですが、当機構の退職金は積立方式ですので、

長く勤めた方にお支払いする退職金（当機構の負債）は、利子に関係なく、期間に比例して大きくなる訳です。負債の割引現在価値も、勤務年数によって大きく変わってくるようになりますので、負債の期間構造という意味では、積立期間（退職金原資）でウェイト付けをしてやる必要があると思われまふ。そこで試算してみると、平均積立期間は 21 年まで延びるとの結果が出ました。

だから単純に 21 年のラダーにするというつもりはないのですが、少なくとも、現在の 10 年ラダーの正当性にはかなり疑問が生じる訳であり、新たな基準を設ける必要があると考えています。これまで私どもが言っていた「負債の平均期間が 10 年なので 20 年債は買えない」という説明は意味を成さなくなると思っております。ただ、現時点では、自家運用における新しい資産の配分方法についての具体案がある訳ではありません。ご議論、ご提案をいただきたく思う次第です。

○臼杵委員長代理 基本的にはキャッシュアウトに債券を全部マッチングさせていくというのがスタートポイントだと思います。金額でウェイト付けした勤務（積立）年数の分布がキャッシュアウトのウェイトというか、支払い額が 1 年目に 1% 出て、3 年目か 2 年目かよくわかりませんが、2% 出るという、そういうふうに見てよろしいですか、このグラフは。

○西川理事 そうですね。

○臼杵委員長代理 そうしたら、これに合わせて債券を持つというのが一つのスターティングポイントの考え方だから、別に 30 年のラダーにしたって全然おかしくないということになるのかな。と私は思いますけど。この 30 年のラダーができるかどうかはちょっと置いておいて。

○村上委員長 基本的には、ある程度の近未来のところまではキャッシュフローを意識しなければならないと思いますが、その先の長いところ、すなわち底に溜まる残高としてある部分については、またキャッシュインもあることを考えると、それほど厳格にキャッシュフロー対応を考えていく必要もないことになってくるだろうと思います。この表はあくまでも出ていくほうだけのキャッシュフロー予測ですよ。

○西川理事 おっしゃるとおりです。

○村上委員長 平均の年数を合わせるというのも、デュレーションマッチング的な考え方で、負債と資産側の金利感応度が同じだったらそれは成り立つと思いますが、予定運用利回りというのが金利感応度によって決まっているわけではありませぬし、そういう意味ではむしろ 5 年なり 10 年のところは、キャッシュフローはある程度見ておきながら、底溜まりの残高の部分は考え方としてかなり長期の運用ができるのではないかとはい思いますが。ですから、その辺の流動性の確保というのをどのぐらいしておかなければならないのかというような問題になってくるのではないかと思うのです。

○野村證券・高松 私も委員長と同じ意見で、具体的に考えると、今、10 年ラダーでやっていて、それを例えば順番に償還が来たものから 20 年ラダーに切りかえていく、ある

いは10年と20年、50:50でやるというふうに切りかえていくとするじゃないですか。そのときに何が問題になるかという、1つはキャッシュアウト。要するに資金繰りの観点で、債券を売却しなくちゃいけないような状況に陥るとしたらそれは問題ですが、そこがないかどうかを確認するのが1つと、あと、将来の金利上昇があるとすると、少し短目のところを少し厚目に持つとか、そういうことを工夫すればいいだろうと思います。

なので、すごく具体的なことでいうと、前もちょっと申し上げましたけど、負債のキャッシュフローの予測をしていただければ、それでそれをうちの情報にいただければ、そういうふうに自家運用の年限構成を少し変えたときにどういうふうになるかということシミュレーションするのは可能ですから、そういうことで試行錯誤してやればいいのではないかなと思います。いずれにせよ、負債の時価評価はしませんので、デュレーションを合わせる必要はないと思いますね。だから意識するのは負債のコストとさっきの仕組み、そこがポイントかなと思います。

○水野理事長　そこで、すみません、今、国債利回りが下がったから予定運用利回りを下げる必要があるのではないかということを行っているわけですよね。だけどこれのみそは、国債利回りが下がるほど自家運用利回りは下がらないよねと。つまり、過去に購入した金利の高い国債があるので、自家運用利回りは償還・再投資に併せて徐々に下がっていく訳です。しかし、逆に国債利回りが上昇する局面では、そのペースに合わせて予定運用利回りを上げると言われても、かなりきつい訳です。そうすると、超長期国債の保有に踏み切る際には、金利上昇局面で、自家運用利回りの回復が国債利回りより遅れることになるリスクを認識しておかなきゃいけないなど。つまり、今苦しいからって20年物を持っていても、今度次に上がったときには……。

○野村証券・高松　そこは民間の感覚というか、保険会社の感覚でいうと、そういう問題があるとすれば、予定利率の設定ルールみたいなのが何かしらあって、それがないと運用は考えられないですよ。そういう努力をしなくちゃいけないはずだと基本的には思いますね。ただ、実際問題、予定利率を上げるという選択肢よりも、過去の経緯を考えると、配当を上げることになると思いますけど。

○水野理事長　付加退職金でやるという。

○野村証券・高松　ええ。予定利率自体を上げるという選択肢は余りないのではないかと、これは個人的な意見ですけど、思います。仮に金利が上がったとしても。

○水野理事長　それであれば良いのだけれど、下げてくださいと言っていたら、今度は上げると言われる可能性はある。

○野村証券・高松　でしたら、それこそ企業年金のキャッシュバランスプランとか、公務員でもそういう制度を入れましたけど、運用と負債側のコストがリンクするような仕組みを考える努力をしないと、なかなか難しくなるのではないかと思います。

○徳島委員　歴史的に保険会社が予定利率を上げたのは、競争相手が上げたからやむを得ず上げたというのが歴史ですので、逆に御機構の場合には特に明確な競争相手というのが

なく、変な競争をしなくてよければ、ご指摘のあったように、予定利率を上げずに付加退職金といった形で還元するというのが一番健全だと思います。

○水野理事長 白杵委員長代理が前におっしゃっていたけど、付加退職金でやる。確かにそう。ちょっと安心しました。

○西川理事 これはそういう意味では、私どものほうでの債務というか、キャッシュフローの予測をお渡ししていて、ただ、これは難しくて、新規の加入者や何かをどう置くかみたいな話。

○野村証券・高松 複数のパターンでいいと思います。ただ、新規加入者をたくさん……。総合基金の解散の問題なんかもあるので、中退共の加入者が増えるというケースもあれば、財政を考えると、余り加入者が増えると多分財政は厳しくなるとは思いますけど、そういうケースもあれば、自然体のケースもあれば、3つぐらい作って、それぞれやってみるといって、そういうことはできます。

○西川理事 それを踏まえて、長いのと、そのキャッシュフローの状況を踏まえて、どんな組み合わせがいいかというような試算をしていただいてということですかね。

○野村証券・高松 それは実務レベルでできますので、そういうことがいいかなと思います。

○西川理事 自家運用については、まずそういったものでたたき台を作っていただくというような格好でやりたいと思います。ついては、試算に際しての留意点等があれば、ご指摘いただけますか。

○野村証券・高松 技術的なことでいうと、経済シナリオに関しては、特に金利について、内閣府のシナリオもあるのですが、ポートフォリオを作るに当たっては少し保守的に「金利シナリオ：横ばい」の想定を基本にするのが適切かなということです。

国内株式モデルについては、従来の中退共モデルだとちょっと期待リターンが高くなり過ぎますので、若干修正することも必要かなと思っています。

リスク・相関の計測については、リスク抑制的な運営を当面するという方針を踏まえて、リスクを適切に評価するという観点からみると、最近、2000年代半ば以降のリスク性資産の相関の高まり、ここを反映させるのが適切であると思います。したがって、計測期間としては過去10年を基礎にするのが適切かと考えます。

月次にするか、年次にするかという問題はあるのですが、年次にすると系列相関が反映されるというメリットはあるのですが、ただ、年次で過去10年でやると、本質的にデータ数が10個しかないということになりますので、それはちょっと足りないかなということで、月次の10年を用いるのが適切ではないかというふうに考えています。

○西川理事 ありがとうございます。相関係数等の推計期間を過去10年間とすることには違和感はないのですが、期待収益率の推計期間は何年でやっているのですか。期待収益率は経済見通しを基に計算する訳ですが、大方の経済予測は、まともに予想しているのはせいぜい5年先までで、後は横這い、という先が多いのではないのでしょうか。そう

だとすると、金利見通しなど 10 年間で平均を取ると、おかしい数字になるように思うのですが。国内の金利横這い想定も、当面 5 年間はの方が良いと思いますが、10 年先までとなると疑問無しとしません。特に、海外景気とのギャップが不自然なものになる気がします。だから期待収益率の推計期間は 5 年ぐらいでやった方が確実なものになるかなという感じはあります。

○徳島委員 確かに円債との関係でヘッジ外債の期待リターンがやたら高くなってしまっていると思います。その結果、基本ポートフォリオにおけるヘッジ外債の比率が極めて高くなる可能性があります。

○野村証券・高松 それは徳島さんおっしゃるとおりです。これはだから見通しを 5 年で切った場合とか、少しやってみてもいいかもしれない。

○水野理事長 それを見せてほしいのと、あと海外の長短金利差。

○臼杵委員長代理 海外に関する EIU の見通しも、足元はいいとしても、その先が本当にどこまでリライアブルかどうかというところはあるかもしれない。

○村上委員長 基本ポートフォリオのタイムホライズンを考えるというのは非常に難しいところだと思います。基本ポートフォリオというのは当初の議論で、ある程度普遍的なところ、長期のものを狙いたいということを考えたときに、資産クラスとしてのヘッジ外債というのは相対的な数値は変わったとしても、例えば国内株と債券の関係だったら相対的にリスク、リターンの優劣など、そのあたりというのは、いつの時点でもそんなには変わらないと思います。ところが内債と外債の期待リターンとかということになってくると、相対的な関係というのが局面によって変わり得ますし、半年後に予想した、あるいは 1 年後予想した期待リターンというのは違うかもしれないのです。シナリオが動いていくゆえにですね。そのような中で基本ポートフォリオを考えるというのが、今、ゼロ金利という局面だからこのようなポートフォリオが俎上に上ってくるのかということになります。もっと普遍的に、そのようなヘッジ外債というのが資産クラスとしての位置付け、相対的な魅力度を持った資産として考えられるのかという、そのあたりの答えというのが非常に出しにくいところにあると思います。

○野村証券・高松 そうですけど、ただ、円債の期待リターンを十分に確保できれば、ヘッジ外債を入れなくてもリスクを抑えられる。当然、目標リターン 1.1%であれば、そうなると思います。

○村上委員長 ただ、今のゼロ金利という局面が非常に影響して、基本ポートフォリオもこのような議論になっているところがありますよね。

○野村証券・高松 そこはそのとおりだと思います。

○村上委員長 そうすると、基本ポートフォリオのタイムホライズンというのを 10 年で考えるとか、そのようなことともまた少々違うのかもしれないと思うのです。先ほどのように、もっと短いホライズンで、今の局面だからこのようなものになってしまうということになるのかもしれない。

○西川理事 ヘッジ外債導入の論拠は、国内債券では運用できないのではというか、稼げないので、外国債券を買うしかないじゃないですかと。でもノンヘッジの外国債券を買うのはリスクが大き過ぎますよね、だからヘッジしますよねという、三段論法というか何というか。

○野村証券・高松 それに近いですね。

○西川理事 そういうことですね、出てきているイメージは。

○野村証券・高松 そう思います。

○村上委員長 長期的なプレミアムがどうか、内債との相対関係がどうという、資産クラスとしての特性を定義しているわけではない、非常にシナリオオリエンテッドなアプローチであるということです。

○野村証券・高松 消去法ですよ。消去法でもうヘッジ外債しか残っていないような、そういう感じはします。

○村上委員長 そうすると、それは基本ポートフォリオとしての判断ということよりも、むしろ局面的な、戦術的な判断に近いのかどうかということですね。

○臼杵委員長代理 ただ、かといってじゃあ基本ポートフォリオで円債の期待リターンを2%に置くとか、それは普遍的かと言われたら、それは全然普遍的かどうかよくわからないので、円債の期待リターンは0近辺に置かざるを得ないと思います。普遍的かどうかという議論はちょっと置いておいて。それで5年ぐらいたって、もし金利が上がってれば、あるいは途中でもし金利が上がれば、それはそこでまた考えざるを得ないという。金利が上がるシナリオに今、ベットはできないので。そうすると、円債の期待リターンは0に置いて、あとはだから確かにヘッジ外債のリスクは、これも割と普遍的な話、外債と比べてかなり低いという、為替分だけ低いというのは普遍的な話だと思います。ただ、期待リターンはシナリオオリエンテッドなところがあるので、さっきおっしゃったように、期待リターンは何通りかもしかしたら置いて、いろいろ見てみたほうがいいかもしれないですね。ヘッジ外債、あるいは生の外債にしても。

○村上委員長 外債も、金利横ばいで置くということはある得ますかね。

○臼杵委員長代理 世界的な成長率が下がっているから、外国の金利も上がらないということも当然可能性としてはあるわけですね。

○村上委員長 だからそれはシナリオとしては入れてみるのでしょうかね。

○西川理事 ヘッジ付外債、ヘッジなし外債にヘッジを付けることでリスクを抑えるための手段ですという、そういう発想だとすると、例えば為替ヘッジ以外でも何かしらのデリバティブをまさに買うことによって、例えば株式の変動リスクを小さくするとか、何かほかにも手段が出てきちゃいそうな感じもしますけれども、そのあたりはどう考えればいいですかね。つまり、このヘッジ付外国債券を新たな資産ランクとして設けることの正当化理由。

○臼杵委員長代理 為替リスクというのは、基本的に期待リターンがないという。株のり

リスクというのは、一応リスクを取ることによってリターンが得られるという。そこが株のリスクと為替リスクの大きな違いだと思います。為替リスクというのは、さっき言ったように金利平価が成り立っているとすれば、無駄なリスク。リターンを生まないリスク。株のリスクというのは一応、マーケットの中でそれなりにプレミアムが付くという。だからプレミアムのないリスクが為替リスクだということ、それは取らないほうが良いということになります。もちろんだからほかと相関がマイナスであれば、リターンを生まないリスクでも取ったほうが良い場合はもちろんありますが、基本は取らないほうが良いところ、それが株のリスクとの違いかなと思います。

○水野理事長 中長期的なリスク低減の手段として外債ヘッジが有意義かつ優位性があるとして、リターン面での優位性については、金利の前提次第ですよね。

○臼杵委員長代理 期待リターンはそうですね。

○水野理事長 実は金利の前提は余り信用していないというふうに考えると、それほど優位性はないかもしれないということですね。

○臼杵委員長代理 本当にどのぐらい円債と比べてヘッジ外債にプラスがあるかどうかというのは、もうちょっと厳しく見たほうが良いと思います。

○水野理事長 だから頭の体操としてやってみる。公的機関のEIUの予測はこれだけ、そうならない可能性もある訳ですね。

○臼杵委員長代理 むしろ私としては、FEDやECBなど世界の中央銀行が一生懸命緩和策を取っても、インフレにならないし金利も上がらないというような状況というのは相当な確率であると思います。

○水野理事長 そうですね。

○西川理事 期待リターンを5年で計算すると、大分結果は変わりますか。

○野村証券・高松 変わるかもしれません。ちょっとそれはやってみましょう。今の話は期待リターンの設定水準によってアロケーションは変わってくるという、そういう話なので、そこは幾つかやってみたほうが良いかなと思います。

○徳島委員 リスクは変わらないですね。

○野村証券・高松 そうですね。

○西川理事 それでは、野村さんには、期待リターンを計算する経済見通しについては、海外の見通しについて海外予測機関以外のシナリオを加えていただくのと、推計期間を5年にしたものを作ってくださいようお願いします。

最後に最適化手法について、ご説明いたします。

最適化手法として平均分散法か下方リスクで行くか、他機関の動向も踏まえて検討して参りましたが、結論としては、今回は、引き続き平均分散法をメインに据えることでどうかと考えております。

幾つか理由はあるのですが、1つは実際に下方リスクを採用しているPFAさんとの相違点の存在です。即ち、PFAの場合は、新手法を採用した背景として、下方リスクを意識

せざるを得ない事情、即ち、累積欠損の存在や、資産構成における株の比率が高く（現在でも株の割合が4割から5割ということです）、運用利回りの大きな変動が見込まれるという中で、相当下方リスクを気にしなくてはいけない状況にあるということが考えられます。この点、累積剰余金があり、リスク資産の比率も格段に低い当機構とは事情が異なるということが言えると思われます。

加えて、当機構固有の事情として、現行の付加退職金制度の下では、運用利回りが上振れした場合に、付加退職金が出てしまうという問題があるので、利回りだけ捉えれば、上方リスクも無視できないこともあるのではないかと考えられます。

もう1つは、予定運用利回りはそう簡単に、自動的に動きませんが、それでも一応、労政審のほうと情報交換しながら、場合によっては動かしていただけるような条件が整っているということを考えると、それまで考えたときの下方リスクをどういうふうに計算していくかというようなところが難しいかなということもあります。

さらに、非常に難しい手法でもあるので、ちょっと一般のステークホルダーの方々に説明していくのも難しい部分もあるかなということもあります。

その時々の方々に試算なんかはさせていただかざるを得ないかなとは思っていますけれども、主要指標として対外公表していくとか、判断材料の軸に据えるのは平均分散法かなというふうには考える次第です。

もちろん、私どもも、いつまたPFAのように、下方リスクを気にしなきゃならない状態になるかわからないというところはあるので、将来的にどうかというのは決めてしまうわけではないのですが、とりあえず現状から考えると、主要指標としては従来どおりの手法で行くのが適当と考えております。

○村上委員長 今のご説明で主要指標としては従来どおりの手法ということで、方法ですから、ほかの方法もトライはしつつ、判断の参考としては見ながら、ということですね。

○西川理事 ホームページに載せるとか、そういう話ではないですけども、局面、局面で見ながらということではあるかと思えます。

○村上委員長 従来、平均分散法だけであったのが、いろいろな手法の結果を見ながらというのは、また一つ進歩であるような気がするのですが。どうでしょうか、そのあたりは。

○臼杵委員長代理 私も下方リスクを言ってきた張本人なので、おっしゃるように基本は平均分散でやる。確かにストレステストなんかでも一応見られているので、要するにファット・テールみたいな状況もきちんと考慮されるということであれば、それはそれで結構じゃないかと思えます。

○村上委員長 リスクの把握、提示は、労政審からいただいた宿題でもある訳ですが、究極的には、予定運用利回りの見直しの重要な判断材料ということですね。そうだとすると、リスク値を示すだけではなく、このような条件下ではこういう見直しをすべきというようなものがあると良いと思えます。例えば、国債利回りとこのぐらいの乖離ができれば見直さなければ厳しいとかということですね。メルクマールを示して議論するというのが結構

重要なのではないかと私も思っています。

○平嶋勤労者生活課長 労政審のほうは、こういうマイナス金利という新たな局面を迎えて、利回りのあり方を考えるということについて反対している人はいないのです。ただ、今の1%はなるべくキープしてほしいという意見があるのも事実です。予定運用利回りを下げるということは、加入者数に対してはマイナスの影響を及ぼしてしまうということですが、それを補って余りあるメリットの存在、それで回避できるリスクの内容や大きさを、どう分かりやすく示せるかどうかだと思います。

だから、過度に保守的になる必要はないと思いますけど、ある程度起こりそうな数字を示せば、下げざるを得ないですねということになると思います。過度に保守的にならず、一方で冒険する必要は全然なくて、それでみんなが納得するような数字ができるかというところだと思います。

○西川理事 おっしゃるとおりで、ただ、事業推進上のマイナスというのは、金利もさることながら、かつて欠損金があったときのマイナスインパクトというのはすさまじいものがある、本当に大丈夫なのかという、これは致命的だと思いますね。ですから、欠損金が出るというだけは避ける必要がある。そうなった瞬間に、比較対象にならなくなってしまおうと。相対的に運用利回りが低くても、低い事務コストで制度を導入できる利便性や、企業が破綻しても差押対象にならないという意味も含めての安全確実さ、それに掛金助成金が出るというようなメリットだけでも、魅力的な制度であり得ると考えています。そもそも私どもは運用機会を提供しているのではなく、退職金制度を提供しているということだと思っておりますので、事務代行的なことも含めて、そういう意味でのアドバンテージを強調していけば、金利の低さみたいなものは、もし上がってくれば付加退職金で補填するということもあり得ますので、じり貧になっていった結果として何か1回あったときにマイナスになってしまうリスクもあわせてご説明していくのかなというふうには思っております。

○村上委員長 そのあたりのトレードオフの関係をよくご理解いただくのが大事なのではないかと思いますね。

○臼杵委員長代理 前もちょっと申し上げましたが、積立比率の平均的な水準と、逆にリスクとして最悪の事態になったときに、このぐら이하がるというのを労政審の委員の先生にもちょっと見ていただくということかなと。

○水野理事長 現行基本ポートフォリオのリスクを分かりやすい形で労政審にお示しして、御判断いただくということですね。当機構としては、リスクの存在の指摘責任があり、また、それを分かりやすく提示する必要があるということだと考えています。国債金利の低迷が続く中で、利回りを維持しようと思えば必然的にリスクを取ることになる訳ですから、そのリスクの大きさが許容範囲かどうかを御判断いただいて、その結果として、リスクを取れということであれば、それに従ってできる限りの運用をするということですし、リスクの大きさが許容できないということであれば、予定運用利回りを下げさせていただく、こう

ということですね。

○西川理事 本日、ご審議いただいた案件については、次回の資産運用委員会までに事務局で論点を整理し、再度、ご審議いただいたうえで、方針を決めさせていただきたいと思っております。それで、当初の予定ですと次回は 11 月でしたけれども、今後、自家運用の運用手法の変更に関する議論や、運用方法変更に伴う期待収益率の変更に因る最適基本ポートフォリオの変化などを勘案しますと、年内に最終決着にたどり着くのがかなり難しそうです。したがって、できれば 10 月にもう 1 度、自家運用のところを中心にやらせていただけないかなと思っております。具体的な日程については、追って調整させていただきます。

○村上委員長 いかがでしょうか。ご異論がなければ、ただ今、西川理事からご説明がありましたとおり、10 月にもう一度審議することといたします。事務局におかれては、日程調整をよろしくお願いたします。

では、最後に、資料 6 についてのご説明をよろしくお願いたします。

○西川理事 資料 6 をご覧ください。フォルクスワーゲン社関連の損害賠償請求集団訴訟への参加についてということでございます。株式投資等をやっておりますと、よく集団訴訟の話はございます。基本的には、これはもう委託先に任せておまして、勝っても負けても全体としてのコストの一部に含めていただくというような形でございますが、今回、ご参考までということでご報告申し上げますのは、案件が今年のフォルクスワーゲン社の排気ガス不正事案という、結構世の中で人口に膾炙した案件であるということと、通常ですと向こうが勝手にやっていますが、今回はこちらの訴訟に加わるということについて承認を求めてきたということもございますので、ご報告をさせていただきたいと考えて資料に含めさせていただきました。ただ、内容的に個別の、個別の話でもございますので、議事次第上は「その他」の中に含めさせていただいているということでございます。

こちらの訴訟はドイツでの訴訟になりますが、参加を呼びかけてまいりましたのは、アメリカの法律事務所と会計事務所、こういった訴訟関係の代理人業務を行っている社の 3 社で、共同で呼びかけてきたということでございます。日本側の代理人の日本窓口は西村あさひ法律事務所と小高功嗣法律事務所がやっているということでございます。

本件は成功報酬方式ということでございますので、うまくいけば入ってくるし、特に負けたからといってコストがかかるわけでもないということでございます。したがって、特に拒む理由もないと考えます。むしろ、これを拒んでしまうと受託者責任違反にもなりかねないかなと思っておりますので、これは了承したいと考えております。

ちなみに、フォルクスワーゲン社についての訴訟と同時に、別途、ポルシェ社のみを被告とする訴訟も現在準備が進められているということでございます。両方とも勝つということはあるわけですが、保険をきかせているというか、2 方向から攻めているというような訴訟テクニックということかと思いますが、両方のケースとも同意したいというふうに考えているところでございます。以上です。

○村上委員長 ただいまのご説明についてご意見等ございましたら、お願いします。

○徳島委員 集団訴訟へ参加することについては私も全く異論はございません。ただ、御機構の場合には、付加退職金の計算の仕組みから、加入されていた期間の決算の状況によって決まっています。極端な場合、本件の損害が発生した年度に加入されていた方には全く恩恵がなく、数年後たつて訴訟が確定して賠償金が入ってきたときの加入者にメリットが出るという構造になってしまいます。御機構の場合には国内株式も外国株式も余り大きな金額を投資されていらないので影響は小さいと思いますが、かつての国内市場の経験でいえば、西武鉄道とか、幾つかの国内の大企業に関する訴訟の場合には、後年度に大きな特別利益を計上したといった経験がございます。年度の差による損得を何らか緩和しスムージングする手段は考えられないでしょうかという、ないものねだりを一言だけ申し上げておきたいと思えます。

○西川理事 この集団訴訟関係は、これに限らず本当にいつもある話でございます、ご指摘の点については私ども、結構悩んだところですが、ただ、何年間かかるかというのがなかなか予測しがたいということもございますので、これは突発的なコストというのはいろいろなところでかかってくるということもございますので、そういうものの一種だと考えて、コストの中に、あるいは思いがけず入った収益とみなしてしまっていないかと私ども、割り切っているというのが現状でございます。

○村上委員長 よろしいでしょうか。なかなか難しいところですね。

○徳島委員 同様な議論は、保険会社の配当でもあるものですから。

○村上委員長 それでは、他に御意見がなければ、本件については、資産運用委員会として了承することといたします。

今日の委員会を通じて何かございませんでしょうか。よろしいですか。

それでは、今日の委員会はこれで終了いたします。長時間に亘ってのご協力ありがとうございました。

(了)