

## 平成 28 年度 第 5 回資産運用委員会議事録

開催日：平成 28 年 10 月 21 日（金）

場 所：勤労者退職金共済機構 19 階役員会議室

### 1. 開会

○高澤資産運用部長 それでは出席予定者の皆様がお揃いになりましたので、定刻前ではございますが、始めさせていただきます。

資産運用委員 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により本日の委員会は欠席さ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 5 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、理事長の水野からご挨拶を申し上げます。

○水野理事長 本日はお忙しいところ平成 28 年度第 5 回資産運用委員会に御参集賜り、誠に有難うございます。

基本ポートフォリオ見直しプロジェクトにつきましては、春から様々な論点について議論を尽くしていただいていた訳ですが、そろそろ着地を見据えなければならない時期に入って参りました。

そうした訳で、委員の皆様におかれては、お忙しい中、大変な頻度でご参集いただくことになり、恐縮しております。

お陰様でこれまでの委員会では、中退共制度の特性に確り配慮した基本原則を打ち立て、その上で、筋道の立った、非常に真っ当なご審議をしていただいていると感じております。

その結果、新しい基本ポートフォリオについては、現状とかなり異なる姿になりそうですが、確りとした議論を経ているだけに、対外的な説明にも十分に堪えるものと考えております。

一方で、先日も日経新聞一面の特集記事で、当機構が取り上げられましたが、GPIF が引き続き注目を集める中、当機構にも徐々に世間の目が向けられつつある気配があります。

そうなると、基本ポートフォリオ改訂が、金融市場へ与える影響にも配慮する必要があるものと考えております。したがって、今後は、実施段階での金融市場への影響の抑制といった技術的な検討や、情報管理面でもご協力、ご助言をお願い致したく、重ねてご負担をお掛け致しますが、引き続き宜しくお願い申し上げます。

以上、簡単ではございますが、お願い方々、私からのご挨拶をさせていただきます。

○高澤資産運用部長 それでは資料の確認をお願いします。

お手元の 1 枚目が座席図。2 枚目が委員会次第に続きまして、左綴じになっております議会資料をご覧ください。右上に資料番号を振っております。資料 1-1、1-2、これが第 2 回、第 3 回の委員会議事録になっております。

資料 2-1 「資産クラスに関する主な論点」

資料 2-2 「基本ポートフォリオの試算結果」

資料 2-3 「国内債券（自家運用）シミュレーション」

資料 2-4 「期待収益率引き下げの検討」

以上になりますが、不備はございませんでしょうか。

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

## 2. 議事

○村上委員長 本日の議事進行につきまして、円滑に進行しますように皆様方のご協力をお願いします。

それでは次第に沿って議事を進めてまいります。議題 1、「資産運用委員会議事録の確認」を事務局からご説明をお願いします。

○松永運用リスク管理役 それでは資料 1-1 「平成 28 年度第 2 回資産運用委員会議事録」、資料 1-2 「平成 28 年度第 3 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。いずれも『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、同要領第 5 条に基づき 7 年が経過した後に公表することとします。よろしくお願いいたします。

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

ご質問、ご意見等がなければ、了承するというところでよろしいでしょうか。

○全員 異議なし。

○村上委員長 では了承させていただきます。後の手続きの方はよろしくお願いいたします。

では次に議題 2 は、「中退共基本ポートフォリオ見直しについて」のご報告をお願いします。なお、本日も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證券株式会社から、高松さん、西内さん、添石さん、に陪席をお願いしています。事務局は、お三方に入室していただいで下さい。

○西川理事 はい、それでは私のほうからご説明させていただきます。

本日の基本ポートフォリオの見直しにつきましては、3つの部分に分かれてご説明させていただきます。

1 幕目が、資料 2-1、「資産クラスに関する主な論点」を使いまして、これまでご議論をいただきました資産クラスの種類と内容につきまして結論と言いますか、固めていきたいというように考えておりますので、その確認をさせていただくということでございます。

それから第 2 幕目につきましては、その資産クラスを前提としましたポートフォリオの試算結果のご説明をさせていただきたいというように思っております。

それから第 3 幕目につきましては、期待収益率と予定運用利回りについてのこれまでの

議論を踏まえた当面の取りまとめをさせていただきましたので、そのご説明をさせていただきたいというように考えてございます。

それぞれの幕ごとに質疑をさせていただきたいと考えておりますので、よろしくお願ひします。

それでは、まず初めに資料2-1、「資産クラスに関する主な論点」という資料をご覧いただきながらご説明させていただきたいと思ひます。これまでの資産クラスをめぐる論点のうち、ペンディングになっておりました3つがございまして、1つはヘッジ付外債の投資をどうするかということ。それから外国等株式のベンチマークをどうするか。それから債券の投資適格基準についてどうするかという、この3つであるというように考えております。

「資産クラスに関する主な論点」、資料の2-1の一番上のところでございまして、まずはちょっと順番が逆になってしまいましたが、外国株式のベンチマークについての議論からご説明させていただきたいと思ひます。

こちらにつきましては以前、徳島委員のほうから、世間的にWorldを使ったマネジャーのほうが、私どもが使っているKokusaiを使ったマネジャーよりもパフォーマンスがいいという先行研究例があるけれど、ここは押さえておいたほうがいいのではないかとご指摘をいただきました。

確かに早速聞いてみたところ、そういう先行研究が割と有名なものがあるということが確認できたわけですが、それも踏まえまして実際に運用しております外資系の運用機関とか、それから私どもが委託しております金融機関、信託銀行、あるいはその信託銀行がさらに運用を委託しております外資系の運用機関というところに見解を求めたところでございます。

その結果として、調べる調査期間をどこに取るかとか、そういうものによって必ずしも一定の傾向が見られるということでもないという結論が多く聞かれたところでございます。したがって、これまでもワールドを採用した場合に国内株と外国株という2つの資産クラスに日本の株が重複して入ってくるというような気持ちの悪さ、それからもし政策ベンチマークをKokusaiとした上で、マネジャーについてはWorldのほうで運用するといった場合に、私どもの陣容的な面から言ってやや管理のほうに問題が出るのではないかとこのところも踏まえまして、特にKokusaiとWorldとの間で明確なパフォーマンスの差というのが確認できないのであれば、従来どおりこの外国株のベンチマークとしてはKokusaiを使わせていただきたいというように私どもは考えているところでございます。

それから2つ目でございますが、外債のヘッジについてということでございます。2ページ目をご覧いただきまして、これは大分、正直申し上げまして私どもは迷ったところでございます、私のほうから「ここはヘッジ付外債は止めさせてほしい」ということを申し上げたこともあったわけです。しかし、考え方をどこからスタートするかであり、国内債よりも収益率がいいからこれを取るということであればなかなか受け入れ難いかもしれ

ないけれど、ヘッジなしの外債から出発するというように考えれば、リスクを抑えるという方針については私どもの基本方針と合致するのではないかというようなご指摘もいただいたところです。まことにそのとおりだなということでございますので、方針を変えさせていただいた次第です。

また、野村証券さんにやっていただいた試算の結果でも、ヘッジ付外債を導入することによって全体の効率性が上がり、なおかつリスクも下げることができるというそういう結論が出ておりますので、結論としてはヘッジ付の外債を資産クラスに加えていきたいというように考えております。ただ、資産クラスの名前としては「外国債」というような形でよいのではないかと考えております。

そういう基本方針を踏まえた上でなんですが、まだちょっと決めかねているところがございまして、ヘッジというものはひたすらフルヘッジで付けていくべきものなのか、それともヘッジコストの動向等を見ながら調整すべきものなのかというところが、正直まだ結論を出しかねております。先行論文によりますと、ヘッジコストが上がった時だけちょっと外すと非常にいいパフォーマンスが得られるというような研究もあるようでございますので、そういうところをもう少し私どものほうで研究させていただいた上で、どの程度、調整余地を残すか、また残すとすれば委託先に対してどういう指示をし得るのかということについては、後日また改めてご相談させていただくこととして、この場ではこのヘッジ付外債を資産クラスの中に「外債」という名前で導入していくという形で結論づけたいというように思っているところでございます。

それから3つ目の「委託運用の格付基準の緩和」というところでございますが、現在、格付基準については「Aを下限とする」ということになっておりまして、これをBBBまで緩めることで投資対象を拡大することで運用効率の向上が図れるのではないかとご提案がございましたので、これについて検討したところでございます。

それで実態を見ますと、すみません、資料の最後の4ページをご覧くださいなのですが、こちらに私どもが6月末時点で保有しております「国内債券保有銘柄の格付の状況(抜粋)」でございますが、並べたものがございます。いずれも「A」格以上は取っているわけですが、ただ、ほぼ「A」を付けているのは1社だけということでございまして、ほかの格付機関からはほとんど「BBB」を付けられている先が並んでいるわけですし、中には「BBB-」といったような、早晚「BB」に落ちてもおかしくないような先も含まれているということでございますので、これはもう実態的にはBBBまで拡大しているというように言ってもいいのではないかとこのように思っております。

あわせて、もし今「A」になっているところを「BBB」に落としてしまった場合には、ほかのところは「BB」とかそういうところまで拡大してしまうことも懸念されますので、この格付基準につきましては、投資適格基準につきましては従来どおりに「A格を基本とする」、「A格を条件とする」というようにしたいと思っておりますし、むしろこの「BBB-」が入っているところについてはやや不安感もございますので、現在、信用のおける格付機

関1つの先から「A格」を取っているという状況になっているわけですが、ここに最低でも「BBBスクエアの格付基準を取得している」という文言を運用の基本方針のほうに書き加えるようなことをさせていただきたいというように考えているところでございます。

私のほうからのご説明は以上でございます。第1点については以上でございますので、ここで一旦切らせていただきます。

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

○末永委員 1点だけ確認させてください。

最後の「BBB」のところですが、規定は改正せずに「BBB」まで購入できるということですか。

○西川理事 規定につきましては、むしろ厳格にするような格好で変更させていただければなというように考えているところでございます。

したがって、今と同じようにいずれかの信頼のおける格付機関が「A」をつけているというのがまず条件になります。それに加えて、ほかのところも最低線のところでも「BBBスクエア」までは取っているということを条件にして、したがって「BBB-」は排除してほしいというような、そういうような規定の仕方にしたいと思っています。

○末永委員 購入後に格付けが下がった場合は、どのような対応になるのですか。

○西川理事 その場合には、結局は売却していただくようなそういう格好になっています。

○末永委員 そうすると、現状だと、東京電力はMoody'sが「BB」、ルノーもMoody'sが「BBB-」、アコムもS&Pが「BBB-」ですね。これらの銘柄は、今後は売却するということになるのですか。

○西川理事 はい、そういうことになってくるかと思えます。

○末永委員 わかりました。

○村上委員長 今のこの基準を設けるとしたら、パッシブ運用もアクティブ運用も共通ということになるのですね。

○西川理事 はい、そういうことになります。

○村上委員長 それによってパッシブ運用がインデックスに対して劣後する可能性が出てくるかと思いますが、そのことは構わないということですね。

○西川理事 はい、そうです。

○徳島委員 基本的な考え方につきましては、私も余り大きな違和感を覚えないのですが、ここでいわゆる信用ある格付機関として内閣府、金融庁が採用されている5つの格付機関を使うということが書いてあります。その中でも海外系の格付会社、S&P、Moody'sに代表されると思いますが、そこが例えば日本国債をさらに2ノッチぐらい下げた場合、他の債券の格付けについても、連動して下がってくるケースが考えられます。正直に申し上げますと国内系のR&I、JCRによる格付とS&P、Moody'sの格付を同列に扱った場合に、そういった影響が将来出かねないということだけは懸念点として申し上げておかないといけない

のかと思います。

格付を見ている人間から申し上げますと、JCR と R&I の間で平均で 0.6~0.7 のノッチ差があります。そして国内の 2 社と S&P、Moody's の間というのも、歴史的には 4 ノッチと言われていましたが、今でも大体 3 ノッチ程度の差は平均的にあると思いますので、日本国債の格下げによって格付け水準の乖離するリスクがあると思います。あくまでも、将来の懸念ということで申し上げておきたいと思います。

○西川理事 はい、ありがとうございます。そういう日本国債という私どもの基本的な運用資産の格付が大きく下がってくるような状態というのは、やはり環境の大きな変化ということだと思いますので、その場合にはまたこの場でご議論させていただいて、再変更ということが必要になればそういうものも考えていくことになるかなというように考えています。

○村上委員長 ほかに何かございますでしょうか。

1 つ、確認しておいたほうがいいと思うのですが、全体を通していろいろな方面から見た場合、多分とても保守的な判断をしているように見えるように思いますが、それは第一には当機構の、この中退共の資金性格に由来したところからこのような判断をしているのであるということが重要なところかと思えます。

資料のほうで言うと、少々先に飛んでしまいましたが、資料 2-4 で「当機構の特性」というご説明がございますね。そこには、他からの補填もなく、要はこの積立金の中で全部やりくりをしていかなければならないような性格であり、運用は国債の満期保有を基本として、ここを出発点として考えていくので、アセットミックスでも大きなリスクを取りに行かないし、資産クラスに入れる銘柄でもできるだけ慎重にやっていくという、そのような中で一貫した資産カテゴリーの基準の決定だというようなことを、共有しておくことが重要であると思われます。

それで元来は、その辺のリスク許容度について、どのぐらいリスクを取ったらいいかというのは、資金面を出す側であったり、またこのプランを提供する側、それから退職金を受ける側の労使というものがそのリスク許容度の意思決定に大きくかかわらなければならないと思いますが、最終的にはそのようなところの意向なども踏まえた上で、もしその辺がもう少しリスクを取って頑張れよというような意向であれば、またそれを踏まえて見直すということになりますが、当機構としてはこの資金の性格を鑑みて今はこのような判断をまず行うという、そのように認識しておくことかと思えます。

○西川理事 はい、おっしゃるとおりだと思います。もちろんステークホルダーの方々のご意向というものも踏まえてということだと思いますが、私どもの現在の認識では現時点でステークホルダーの方々を、「リスクはなるべく取らないように」というご意向であるというように認識しております。

もちろん、周辺環境が変わってステークホルダーの方々のご意見が全く別の方向に行けば、またその時には環境変化ということで対応を検討することになるかと思えます。

○村上委員長 はい、そのようなことでよろしくお願ひいたします。ほかに、よろしいでしょうか。

この資料2-1の方は論点整理ということで、その中には結論は書いてございませんが、今、西川理事のほうからそれぞれについてご説明があった点に関しましては、議論をしてきた方向で「了承する」ということに、この委員会としてはいたしたいと思ひますので、よろしくお願ひいたします。

○西川理事 ありがとうございます。

それでは2つ目の資料に移らせていただきたいと思います。資料2-2、それから2-3でございますが、資料2-2につきましてはただいまご了承いただきましたような資産クラスを前提としまして、効率的なアセットミックスを求めた場合にどのような姿になるかということを試算してもらったものでございます。

結論につきましては6ページをご覧いただきたいと思います。こちらではこの資料を使ひまして2つの目的がございます。1つは、試算結果についてご報告するということと、もう1つは、先行きの国内株を中心とした収益予測をする時のモデルに何を使うかということについてのご意見を賜りたいという2つの目的がございます。

6ページに6行全部でございますが、これは3つのモデルを使ってそれぞれの結論を見たいものでございます。一番上と2番目が私どもがこれまで使ってきたモデルとその修正版でございます、一番下が野村証券さんが通常使っているモデルということでございます。

それぞれのモデルの解説につきましては、11ページからそれ以降のところに説明があるわけでございますが、式で言いますと、余り見たくない式でございますが、11ページ、12ページに基本的な式が書いてございます。11ページが修正GDP、私どもの「中退共モデル」と言われております、以前これを作った時に当時のコンサルタントが使っていたモデルでございます、それから12ページが野村さんの使っているモデルということでございます。

それで結果のほうから見ていただくことにしたいと思います、6ページに戻っていただきまして、とりあえずと言いますか、期待リターン「0.6%」のところと比較をさせていただきたいと思ひますが。一番上の、従来のモデルを使ったものでいきますと、国内の債券の委託運用が一番上のモデルですと15.2%。国内株式が1.6%で、外国株式が0.3%、それで外国債券がヘッジ付のものが1.7%という、そういう配分になっております。

一方で、一番下の野村モデルを見ていただきますと、これでいくと期待リターンが0.6%、下から2番目ですが、国内の債券の委託運用が18.1%、国内株式が1.2%、それから外国株式が0.6%、ヘッジ付外国債券が1.9%ということで、一番大きな違いがどこに見られるかと言うと、株式における国内と外国の比率が大きく変わるということでございます。

それで、こういう結論が出るということは、修正GDPモデル、一番上のモデルにおいて国内株式の収益予想が割と高めに出てきているということが原因になっていると考えられ

ます。

そこで先ほどのモデルのところにもちょっと戻っていただきたいのですが、11 ページのこの式の中で 12 ページとの違いを比べていくと何が大きく違うかと言うと、この 11 ページの期待収益率においては「PBR の変化率」が入っている一方で、12 ページの野村モデルでは「PER の変化率」というものが入ってきているということでございますが、14 ページをご覧いただきますと、ここでは PBR の将来の予測推計をする時に、現在の 2015 年度の平均値から向こう 15 年間で過去平均の 1.64 まで PBR が改善していくという、そういう前提条件を置いているということでございます。この結果として、全般的に株の収益率が高目に出てきているというようなことだと思われま。

それで実際に 15 ページをご覧いただいて、この PBR の回復のペースを、どこまで戻るかというのを調整して、過去平均の中から IT バブルの時の高騰期を除くような格好で推計したのが、先ほどから「修正モデルⅡ」と呼んでいるモデルです。

それで 6 ページに戻っていただいて、真ん中の欄を見ていただきますと、国内株式、上から 3 つ目の国内株式が 1 %、それから外国株式が 0.8% ですから、かなり外国株式の比率が高くなるような結論になるということでございます。

そういう中で、ではどのモデルを選ぶかということでございますが、注目点は 2 つあります。1 つは最初の修正 GDP モデルでいくと、余りにも外国株式の比率が低過ぎるなという印象でございます。グローバル化と言っておきながら 9 割が国内株式になってしまうというのは、なかなか対外的にも説明しにくいなというところでございますし、またその前提条件となっている PBR の将来推計の部分についても、なかなか理屈がうまく付けにくいというところがございます。

かと言って、では外国株式の比率が高ければいいのかと、PBR を抑えればいいのかと言うと、これもまた非常に恣意的な感じがございますので、そういう面で行きますと 12 ページの野村モデル、これは期待収益率の定義式を分解したものでございますので、非常に対外的にも説明がしやすいということでございますし、野村モデルはほかの年金基金等でも広く採用されているものだということを考えますと、こちらのモデルに乗りかえていきたいなというように私どもは考えているというところでございますが、こちらについてもご意見を賜ればというように思っているところでございます。

それで、最初の資料 2-2 につきましては、この試算結果は自家運用のところについて、従来どおりの自家運用のやり方をした場合ということで試算したものでございますが、前回、実は私どもの自家運用の債務の期間構造については、従来考えていた 10 年よりも長いのではないかと私どもは考えているということをご報告しましたが、それに基づきまして自家運用の内容を従来の 10 年債だけでなく、20 年債までに拡大したらどうなるかを新たに試算してもらったものがこの資料 2-3 でございます。

一応 3 つのモデル全てで試算をしてもらっているのですが、8 ページの結論のほうで説明させていただきたいと思ひます。

まず、20年債を購入していくということにつきまして、2つの前提条件を付けております。1つはこれから買っていく分で、将来にわたって買っていく時に、20年債と10年債をどのような配合で買っていくかということですが、こちらにつきましては償還に伴って発生する資金フローが私どもの毎年支払っていく退職金のキャッシュアウトを全て賄うことができるだけの推計値に見合う厚目の10年債を確保した上で、残りの部分を20年債に振り向けていくという、そういうような買い方を前提としております。金額的に言いますと、10年債の比率が50%ちょっと上回るぐらいの比率になるというように考えていただければいいかと思えます。

それからもう1つでございますが、今回のこのポートフォリオの見直しをいたしますと、自家運用の比率が、全体のリスクを抑えることとなりますので自家運用の比率が増えます。したがって、自家運用のための国債を新規で買うことになるわけですが、そのところをどういう比率で買っていくかということですが、従来でいけばこれは全部10年債という話になるわけですが、ここを20年債とどのように分け合うかということについて、とりあえず今回については3つ、1：1、半々で買う場合、それから全部今までのように10年債で買う場合、それから全部20年債で買う場合という3つのケースについて試算して貰いました。ただ、先ほど申し上げましたとおり、将来的に買っていく部分についてはおおむね半々ぐらいで買っていくということですが、この一番上の1：1のところでご覧いただくのがいいかなというように考えております。

そこで8ページ一番上の段、「自家運用（新規）10年債、20年債、1：1」というところでご覧いただきますと、0.6%の期待リターンの場合の構成は、下段の「ヘッジ外債あり」のほうでご覧いただきますが、国内債券が5.3%、それから国内株式が0.6%、外国株式が0.3%、ヘッジ付外国債券が0.9%ということで、この前の資料2-2で見ていただいた時よりも全般的に危険資産の割合が減るような格好になっております。これは自家運用のところでも長期債に手を出すことによって収益を上げることができるようになりますので、0.6%を達成するために必要なリスク資産の割合が落ちるといって、そういう結果としてこれになってくるというようにご理解いただければよいかと思えます。

野村モデルを使っておりますので、国内株式と外国株式の比率については比較的、外国株式の割合が相対的には高めに出ているということになるかなというように思っております。

それで、この国内債券の場合には、「自家運用（新規）」というところをご覧いただきますと、33.3%というような数字になっているわけですが、ほぼ5割増しという格好でございます。したがって、今の私どもの運用規模で考えると、国内新規の国債の購入額というのが1兆4千億円から1兆5千億円ぐらいの規模で買っていかないといけないということですが、そう簡単には購入できないかなというように考えているところでございます。買い方等についてはまたご相談させていただきたいというように思っております。

申し遅れましたが、もちろんこの自家運用のところの構成につきましては非常に単純化しております。これから20年と10年でやるということを申し上げているわけではなくて、あくまでも長期債を買って、自家運用のところで10年債だけの時よりも利益が上げられるようになった場合の想定ということでご覧いただきたいと思いますが、もちろん実際にはもっと精緻に構成を考えていかなければいけないと思っておりますが、とりあえず極端なケースでございますが、20年債を加えた場合の試算結果ということでご覧いただいた次第でございます。

とりあえずここでご説明を止めさせていただいて、ご意見をいただければと思っておりますので、よろしくお願ひします。

○村上委員長 ひとつ確認させていただきます。資料2-2のほうは、ポイントとして株式の期待リターンを導く式について、どちらを使うかということが主な論点でございますね。

○西川理事 はい、そうです。

○村上委員長 では、まず資料2-2のほうで、今ご説明がございました株式の期待式を中心としたところでご意見はございますでしょうか。そのほか資料2全般にわたってということも合わせて、まず資料2-2のほうについてということでご意見等をいただければと思ひます。いかがでしょうか。

○臼杵委員長代理 これはモデルについては、私もお案内のあった野村さんのモデルは特に違和感のないので、これで結構なのかなという気がします。

だから、あとはこの2-4のところとも絡んでくるかもしれませんが、ちょっと先走ってしまってよろしいですか。

○村上委員長 はい、どうぞ。

○臼杵委員長代理 どういう場合に野村さんのモデルを使うということもありますが、あとはどういう方向になっていくのですかね。ここに出ているもので、先ほどの債券のところをどうするかという、債券のところはおっしゃるようにこれは10年と20年しかなくて、実は10年はラダーだし、例えば20年を管理しても11年から20年までであるから、ちょっとずつ買っていくという、それも時間をかけて買っていくとか、そういうことを現実的には考えていくのだろうと。もし20年債の長期を入れるとしてもそういうことだろうと思ひます。

私はちょっと少し気になっているのは、リスクのところここでストレステストの、例えば6ページに出ているのですが、前から申し上げていたように、例えば5年後に積立比率がどうなっているかというようなことが、あったほうがいいのかと、チェックポイントとして。それで最適化するのちょっと難しいのかもしれませんが。

理由は2つありまして、1つは、さっきちょっと GPIF の話も出ていました。当機構は当機構の立場があるのですが、世の中は皆もっと株を買おうという風潮が今どちらかと言うとある中で、多分リスクを落とすとどういふ反応があるのか私はよくわかりません

が、多分いろいろな意見が、いいという意見と、なぜ減らすのだという意見と両方ある。政治的にも多分両方あると思うのです。

それで、その時にリスク資産を増やしてきたほうの GPIF では、やっぱり長期投資家だという一つのロジックがあって、確かにそれはストレステストのように1年ではこのぐらい損をするかもしれないけど、株というのはずっと下がり続けるものではないと。やっぱりどこかで上がるのだと。だから長期で見ればそんなに皆が言うほどリスクは高くはないという言い方かもしれませんが、多分そういうロジックが1つあると思います。

それに対して、先ほど委員長もおっしゃったように、当機構は当機構の債務の性質があって、そこでできっちりと管理していかなければいけないということを言わなければいけないと思いますが、その時にやっぱり積立比率、債務に対して支払能力はどうなっているのだというのが、長期で見てもやっぱり株をたくさん取るところというリスクがありますよという説得材料があったほうがいいだろうし、我々もそれを見せていただいたほうがいいのかなと思うのですが。

○村上委員長 その辺はいかがでしょうか。

○西川理事 はい、1つ確かに GPIF 等との比較というのは当然されるのだろうなと思っておりますし、それからよく私ども自身が「長期的な運用をしている超長期投資家の一番強みは待てることである」ということを申し上げているということは確かでございます。

問題は、その時に大きく変動してどこかに収束していくという時に、収束さえすれば同じという場合と、変動すること自体がマイナスになる場合があるというように考えております。それで私どもの場合には、付加退職金の議論等もございまして、大きく振れるとプラスになった時は付加退職金を払って、マイナスの時には動かさないというような問題もございまして、変動すること自体が実は我々固有のリスクを含んでいるということだとすると、GPIF と異なりできるだけ変動を抑えていかなければいけないニーズがあるということだと考えております。そういったことが、ほかの機関よりコンサーバティブな資産運用を選択する理由になるのかなというように考えております。

それで一方、5年後の状況は、これは確かに切り取って平均値としてしか出していないので、この推計をやった時に5年後にはどう着地しているのかということについては、ちょっと計算すれば出る話でございますので、今度提出させていただきたいと思います。

○臼杵委員長代理 定性的にはおっしゃるように、私も前から付加退職金のところはある意味でオプションだと申し上げていて、だからそこはおっしゃるとおりだと思います。

○水野理事長 でも、おっしゃるように、両面がありますから。全て説明責任を負っていますから、その覚悟はしております。

○村上委員長 ほかに何かございますでしょうか。

今、臼杵委員長代理からお話がありましたように、積立比率との関係で1年の損失額というのを非常に重視して、そのところが安定的であるということを目指しているということですが、その辺のリスク・コントロールをどのぐらいの期間で考えているかというこ

とについて、1年間というのはこの機構では重視しなければならない一つの期間であり、あとは長い運用ができるというメリットを活かすためにもう一つのチェックポイントを設けておくというのも、また1つ重要な点ではないかと思えます。そのあたりは、また追加的な検討をよろしくお願いします。

また、先ほどの株式の期待式のほうはよろしいでしょうか。西川理事からのご説明にもありましたように、私もこの野村さんのモデルのほうがより説明力がある式とっておりまして、株式のリターンを展開すれば恒等式としてこのような式に展開できるわけですが、以前使っていた式というのは、言ってみれば回帰モデルから導き出すようなもので、実質GDP成長率というものの株価変動との相関を考えると、どのぐらい説明力があるかというのが問題です。また、PBRの変化率が過去平均に回帰するというロジックは非常にわかりにくい。本来はPBRというのは将来的な企業の収益力、キャッシュフロー創造力を反映するようなことで現在においてつける値ですから、そのところからして式のロジックとしては理解しにくいので、これはやはり野村さんの式のほうでやられたほうが良いように思います。

あとは、そうしますとEPSの成長率というのを何らかの形で推計して持ってこなければならぬと思えますが、少々気になっているのが、例えばアメリカのS&P500のEPS成長率などの統計を見ていきますと、長期にわたり右上がりトレンドにあり、ときどき何らかのショックがあった時にはへこむことがあっても長期ではそのようなトレンドを形成しています。ところが、日本のほうはアベノミクスで株価が上がっている期間も、EPSはそれほど伸びていないのではと思うのです。ずっと何年にもわたって横ばいか、ここのところはやや下がっているのではないかという中で、その辺のトレンドの違いというのがどうなのでしょう。また、期待収益率に関して言うと、国内株式も外国株式に比べて遜色ない水準になっているのですが、本当にそのあたりは確からしく説明ができるのかというところについて何らかの根拠がほしいように思います。

○水野理事長 これは19ページのあれだよ。

○野村証券・高松 この19ページはGDPの成長率ではなくて、1人当たりGDPの成長率を使っています。なので、予測もそれを使っております、それでなぜ1人当たりを使っているかというところの根拠で、それで今、委員長がおっしゃったことと関係あるかどうかわかりませんが、従来は実は1人当たりのGDPの成長率とGDP成長率は差があるので、過去を見ると、なのでその格差を少し修正するようなことをやっていたのですが、最近逆に1人当たりGDPの成長率よりも、ここ数年は海外も日本も、GDPの成長率が高いということで、格差をなしにして単純にそのまま使っています。

なので、おっしゃるようにこれが本当に将来的に予測力があるのかというのを証明するのは非常に難しいような気がします。

○村上委員長 過去はどのぐらいの説明力があったのでしょうか。1人当たりGDP成長率が、株式リターンに対してということですが。

○野村証券・高松 それは19ページの下の図表に。左側がArnettの図表で、一番上がReal GDPがそのままの成長率で、その下がPer Capita、1人当たりのGDPの成長率です。その下がStock Price Indexということで、長期で見るとこのStock Priceの成長率とIndexとReal GDPの1人当たりの成長率がほぼリンクすると、長期的には。それで、これを元にイボットソンも同じようなことを、長期的には1人当たりに収れんするのだということ。

あとは右側は、みずほ銀行で出したレポートから持って来た図なのですが、日本でも1人当たりGDPの推移と、あとは経常利益の推移が長期的にはほぼリンクするというような研究成果が出ているので、これを元にこれを採用しております。

○臼杵委員長代理 難しいところがありますよね。だけど、そうするとGDPは一定で人口が減少すると経常利益が上がると。

○野村証券・高松 それはそうです。だから生産性が上がるのであれば、株も上がるはずだと、今回はそういう推計です。

○西川理事 PBRのところとPERの差のところを捨象してしまうと、今までのモデルと野村さんのモデルの違いがどこに出るかと言うと、まさにGDP成長率を取るか、PERキャピタのGDP成長率を取るかの違いになりまして、そうすると同じ成長率を前提とすると野村さんのほうが若干、伸び率が高くなっていきます。それで、PBRを抑えた第2モデルのほうと野村さんのモデルを比較すると、むしろ野村さんのモデルのほうが成長率が、期待収益率の伸び率が高く出る。その結果として、国内株の比率が野村モデルのほうが若干、高めに出ると言うようなそういう格好になっています。

○村上委員長 逆算すると、例えば何年後かにROEの水準がどのくらいであるかというのが出てくることはないのですかね。何と言ったらいいいでしょうか、その値からその辺の確からしさについてどのように捉えたらいいのかという中で何か掴めないでしょうか。

要は配当性向とBPS成長率、EPSとROEの関係から算出してみると、日本がかなりROEが上昇して15~16%という水準になっているとか、そのようなことにはなっていないでしょうかね。その辺があり得るだろうという数字が出てくればいいのですが。いずれにしても、モデルのほうは古くから使われていることですし、あとはその辺のご説明材料があったらまた補完していただければありがたいと思います。

○野村証券・高松 はい、研究させていただきます。

○村上委員長 それでは、あとは株式のモデルのほかのところの、債券のほうのシミュレーション、自家運用のシミュレーションも合わせてさらにご意見とかご質問とかはございませんでしょうか。

○臼杵委員長代理 すみません、確認なのですが。自家運用債券が増えた場合に、その時点でもう新規の部分も一回で買うとそういう。

○西川理事 2~3カ月かける必要があると思いますが、基本ポートフォリオ見直しの結果増えた分については、変更の時点で調達せざるを得ないのではないかと考えております。その後、既存の10年債については償還の都度、20年債と10年債が置き換わって行って、

20年債の比率が増えていくというそういうような格好を考えています。ただ、新規の部分については一回で、とりあえずプラス30%分だけは買わざるを得ないのかなと思っています。

それで、これはちょっと先取りになりますが、先ほど申し上げましたとおり、1兆4千億、1兆5千億を新規で調達するとなると、恐らく今の市場の動向から見ると最長の半年ぐらいかけて買っていくことになるのかなと。

○臼杵委員長代理 今は10年を買ったとしても、自然にラダーになっている。

○西川理事 はい、なっています。

○臼杵委員長代理 だから、それでラダーで買うということも、もちろん技術的にはあるわけですかね。11年債から。

○西川理事 もちろん、そうです。ここはあくまでも極端な例として、数字の上で、実際に買っていく時にはもちろん両方を混ぜながらということだと思っていますし。

それから、これは極端に10年と20年ということでやっていますが、おっしゃるようにならずしながら、そもそも前回お示しをしたような私どもの債務構造からいって、どういう期間構造にするのが望ましいのかというところはもっと詳細な分析をしないといけないと思っています。

○臼杵委員長代理 すみません、ここで細かいことに入るのがいいのかわかりませんが、ラダーにすると多分10年と20年の中間ぐらいの利回りになるということですか。

○西川理事 はい、そういうことです。

○臼杵委員長代理 イールドカーブにもよるのでしょうか。

○西川理事 なので、この資料2-2と2-3の中間地点ぐらいに落ちてくるのかなと、最終的にはそういうイメージかなと思っています。

○村上委員長 恐らくその辺はフローベースの買い方というのもあるのですが、でき上りの形をどのようなもの置いて、それをどう目指しているかというのを説明していただいたほうがわかりやすいかもしれませんね。

○徳島委員 従来の手法ですと10年、20年、1:1ということで、こういった設定は負債に由来しているので違和感は余りないのですが、今までのマーケットを見ていた人間からすると、10年と20年の利回りについて、10年はとりあえず現状の利回りで固定するのは適切であると思いますが、20年の利回りも10年間固定するというのは、今後、10年と20年のスプレッドがもう少し変動するのではないかと思います。その一方で、先月から日銀が新しい金融政策を採用しているために、10年と20年のスプレッドが固定されることもあるのかなという気がしています。20年の利回りがもう少し上がる局面があってほしいと思っていますが、逆に、10年と20年のスプレッドがもっとタイトニングする可能性もあるので、少し危惧が残ることを指摘したいと思います。

○野村証券・高松 過去に平均を見たことがあって、55ベースとかそのぐらいにありました。それで大きな時で85ぐらいになってタイトニングすることもあると。足元は40ぐ

らいなので40を使ったということで、これはスプレッドの形については、それで実際には過去の経験を踏まえると、もう少しスプレッドが大きくなる可能性はあってもおかしくはないかなと思います。

○末永委員 私もそこが一番気になっていたのですね。スプレッドが異常にタイトニングしている時に購入するのは将来リスクが増大することに繋がる。どの程度スプレッドがあったらよいのか水準を決めておくべきだと思います。

私は単純に10年を買って、20年を買ってというイメージだったのです。臼杵委員長代理がおっしゃった10年以上20年未満の既発債を購入することは想定していませんでしたが、現状では10年と11年、15年のイールドカーブ自体はフラット化しています。今後、金利が跳ね上がった時には長期金利の上昇が大きくなり過大な金利リスクを取るようになってしまうと思うのです。それだけが心配です。

○西川理事 おっしゃるとおりでございまして、なかなか悩ましい、どう予測するかというところは難しいところです。ただ、今までは言ってみれば、平均的に言うと10年で皆取りに来るのだろうなと思って、10年までの金利しか取っていなかったわけですが、20年平均すると皆が取りに来ないということがわかれば、例えそれが少ないとしても今までゼロだったものがプラスになるということにはなるだろうと思っています。

○末永委員 そうですね。超長期のプレーヤーは生保とか年金とかに限られていましたから、そういう点では入り込める余地というのはあるのかなと思いますね。

○西川理事 確かに今現在、非常に20年債の人气が高まってしまっていて、値段が高騰しているので、タイミング的には悩ましいところがあります。

○村上委員長 ほかによろしいでしょうか。それでは、今、西川理事からご説明いただきました資料2-2と資料2-3については、ご説明いただいたのを受けてこの場でご議論した方向で「了解」することとしたいと思います。よろしく願いいたします。

○西川理事 ありがとうございます。それでは3つ目の資料に移らせていただきたいと思えます。

これまで期待収益率のレベルにつきましては、この資産運用委員会の最初のところでも申し上げましたとおり、予定運用利回りは私どもの権限の範囲外でございまして、労政審のご議論、ご判断を待つということが大前提ということでございますので、場合分けをしていつもご覧いただいていたわけですが、それはフラットに、0.6のケースはこうです、1.1のケースはこうですと、現行ポートフォリオはこうですと、そういう形でお示しをしてきたわけですが、さはさりとして、そろそろ着地点を見ていかなければいけないということだとすると、私どもとしての方向感をお示しする必要があると考えました。そこで、本日はこれまでの議論を取りまとめると共に、私どもの方向感としてはこういうものであるということをご説明させていただきたいということで、このペーパーを作らせていただいたということでございます。

それで1番目からご説明させていただきますが、まず大前提となります「当機構の特性」

ということでございます。既に委員長のほうから先ほど、まさにご説明いただいたとおりでございます。収入源が契約企業による積立金のみであって、収益源が運用益のみであるということでございます。民間企業の年金であれば、場合によっては本業のほうからの補填ということもあるでしょうし、公的年金であれば国のほうからの補填もあるということでございますが、私どもについてはそういう最後の手段というのはないということがあります。

それから退職金原資という資金の性格上、まかり間違っても減るようなことがあってはならないと考えております。安全、かつ安定的な運用は必須であるということでありまして、それに基づけば国債の満期保有という最も安全な運用の仕方を中心に置かざるを得ないということが2つ目の要因でございます。

それから私どものこの機構全体の役割といったことでございますが、退職金制度を入れられない中小企業の方々が入れられることをお手伝いするという、制度をお渡ししているのであって、高利回りでの運用を主目的として提供しているのではないということだと思っております。退職金制度の事務代行が中心だということに考えておりまして、高利回りを追及するということが中心の使命ではないですし、したがって体制的にもそういう体制にはなっていないということでございます。もし、高利回りを追及するということであれば、それなりの調査機関でありますとか、分析機関でありますとか、バックオフィスでありますとか、そういうものを全て充実させていって3桁のような人数をそろえてということだと思っておりますが、実際問題としては、現在、資産運用部は20名という少人数で回している中では、なかなかこの高利回りを追及するようなことは難しいということも実態でございます。

それから事務費についても、私どもは運用収益で賄っているということでございます。かつては事務費については政府から補助をいただいていたわけですが、運用資産が大きいことに鑑みて、運用益で事務費も賄っていくことができるだろうということで、今は基本的に運用益で賄うような格好になっておりますし、一部いただいている国庫補助についても縮減を図ることが私どもの使命になっているということでございます。

ちなみにということで、3ページに私ども中退共制度の収支構造と経費率をお示ししているところでございます。収入の部に「補助金等収益」というものがございますが、これをご覧くださいますと今現在は大体、毎年11億円程度の補助金をいただいているだけということでございます。かなり独立採算性が強くなっているということが言えるかと思えます。また、そういう中で業務経費率については相当程度圧縮してきておりまして、一番下から2番目の赤いところをご覧くださいますと、0.1%を切るような業務比率で回しているのが実態ということでございます。

2つ目、「基本ポートフォリオ」というところでございますが、そういう中で今回の基本ポートフォリオの見直しを始めているわけですが、主要なテーマが2つ。1つは、リスクの引き下げ、これはなぜかと言うと、現在の基本ポートフォリオが累損の解消を目的とし

たハイリスク・ハイリターン型になっているということでございます。それを現在の累積剰余金がある程度あるという財務状況の中で、あえてリスクを取りに行くようなことを修正したいということが1つ目のテーマでございますし、もう1つは国債金利低下への対応ということでございまして、今年の2月に始まったマイナス金利政策に対しては、私どもとしてはどういう対応をするかということがありまして、これが2つの大きなテーマであろうなというように考えております。

併せてということでございますが、これを機に先ほど申し上げましたような負債サイドの期間構造の再検討結果を踏まえて、投資対象の見直しも行うということです。これは後から加わってきたものということでございますが。

まず4ページの図表の2をご覧くださいますと、上段には以前にも見ていただいたことがある予定運用利回りと、それから国債金利の関係、その時に発生していた累積剰余金なり、欠損金の推移といったものをお示しをしております。今回は新たな趣向として、そういう中で私どもの基本ポートフォリオの内容がどんなふうに変わってきているかということも、併せてご覧いただけるような格好にしてみました。

1990年代の後半は完全な逆ザヤ状態になっていたということございまして、そういう中で累積剰余（欠損）金が拡大していくような姿になっているということでございます。その中で2000年のところをご覧くださいますと、下段のところでは一回リスクを取ってリスク性資産のシェアが高まるというようなことになっているわけでございますし、2002年には運用利回りを下げて何とか累積損を解消しようというような格好にしているわけでございます。

それで予定利回りを下げていただいた中で、リスク性資産の割合を2000年代の初めは下げてきたわけでございますが、その中で徐々に累積損はやはり逆ザヤが解消された中で、景気も回復してきたということもありますが、累積損を減らしていったわけでございますが、結局はサブプライム問題が出てここは元に戻ってしまったというような格好になっております。

ちなみに、先ほど1回2000年でリスクを取ったということをお願いしましたが、この時はITバブルの崩壊でその試みは失敗したということございまして、リスクを取ればいつも成功するわけではないということをご覧いただける代表例かなという感じがしております。

その後でございますが、リーマンショックで大きく累積損が膨らんだ時に、2010年から2011年にかけてまたリスク性資産の引き上げという、リスクを取るような格好でのポートフォリオの見直しを行ったわけでございます。この時にはアベノミクスによる株価の上昇、円安というようなことによりまして、これは賭けが表に出たと言うか、当たって今の累積剰余金の蓄積ができるような格好になってきたということでございます。

ただ、今後、こういう良い状況が続いていくとは思えませんので、このリスク性資産の割合を何とか下げていきたいというのが今回の1つの大きなテーマかと思っております。

それから先ほど「追加で」というように申し上げましたが、負債サイドの見直しにつきましては図表の3-1でございますが、これまで私どもは負債の期間構造については、単純な人数によって平均的な掛け金の納付月数を割り出してきたわけでございますが、金額ウエイトでウエイト付をしますと、この図表3-1のとおりかなり全体のウエイトが長いほうに寝てくるという、そういうことがご覧いただけるかと思えます。

そういうことを踏まえて平均年数、納付期間の荷重平均と単純平均を比較しますと、図表3-2、6ページでございますが、従来は10年程度と言っていたものが一番右まで、いろいろな要素を全部加味していくと、21年という倍ぐらいの期間に延びてまいりますので、そうであれば20年債まで手を延ばしても資金フロー上、問題が出てくることはないだろうというように考えている次第でございます。

続きまして、また1ページに戻っていただいて「予定運用利回り」ということでございます。繰返しになりますが、こちらについては労政審の議論を待つということでございますが、ただ運用の立場から言うと先ほど申し上げた国債の満期保有を中心に運用する中で、ここまで国債金利が低下してきてしまうと、安定的な資産運用ということを達成していくためには、予定利回りを引き下げていただければ非常に助かるというのをお示しをしてあるということです。

図表4の7ページをご覧くださいますと、国債金利が自家運用利回りを下回り始めてからももう長い期間が経ちまして、これからさらにそれが拡大してきている中で、必要運用利回りと自家運用利回りのギャップというものも今後は拡大の一途をたどるような格好になってくるということでございます。既に2016年の現状でも0.8程度まで落ちて来ているということでございますので、今後はこの状態が続いていくと明らかな逆ザヤ状態で、財務の悪化が予想されるということでございますが、もし0.5まで下がってくるということになりますと、2020年ぐらいまでは国債金利がゼロで横這っても、あと数年はもつというそういうことかなというように、計算上はそうなりますが、そういうことでございます。

もちろん私どもとしては軽費削減等で何とかということで、できるだけ財務状況が悪くならないような努力はするつもりではございますが、先ほど図表1でございましたように、全ての経費の比率が0.08%でございますので、到底それだけで金利の低下分をカバーできるというものではないということでございます。逆に、むしろ情報セキュリティ関連コストの大幅な増加が今後は見込まれるということをお考えた場合には、経費の分からむしろ逆風が吹くということも考えられるということでございます。

それから4番目の「基本ポートフォリオの改定」ということでございますが、図表の5、6でございます。では、どこまで一体、収益率を下げるのが適切かということでございますが、図表のほうは既にご覧いただいた先ほどの野村さんの試算の結果をご覧くださいますが、この右側にストレス結果が出ております。サブプライム、リーマンショック並みの相場変動が起こった場合に、どのような収益への影響が出るかというのがストレステスト結果の想定損失額、積立比率変化というところにお示しをしております

が、一番下の現行基本ポートフォリオを維持した場合には、その2年間で3,500億円のロスが出ると。1.1%まで下げた時には1,900億円のロスであり、0.6%まで下げた場合には国内国債中心の運用となりますので、むしろ金利の低下が国債の価格上昇に繋がりますので利益が出るという、そういう想定になっているということでございます。

それで、これだけ見ますと、期待収益率を1.1%に下げたおけば、現行ポートフォリオに比べて半分近くまで想定損失額が小さくなりますので、2回ショックに耐えられるのではないかと、そうであれば1.1%まで下げればいいのではないかとこのように見えるので、本当にそうなのかという点を検証したのが図表の6でございます。

左の濃い緑の線が、これは実績の累積剰余金の金額でありまして、ピークが27年の3月末の3,800億円。今年の3月が年初来の相場下落によって3,100億円まで落ちています。それで来年の3月でございますが、もし運用損益がゼロというように仮定しますと、予定運用利回り相当の利払い分と業務経費分を合わせて大体500億円ぐらい減少しますので、来年の3月末が2,600億円というように仮置きさせていただきます。

その段階で2年続いてサブプライムとリーマンが起こったと仮定しますと、2年間でございますので、先ほどの予定運用利回りと業務経費分で1,000億円が減ります。それに先ほどの想定損失額が上乗せされるような格好になりますので、現行基本ポートフォリオを維持した場合には累積欠損金が約2,000億円発生してしまうということですし、1.1%まで下げたとしても予定運用利回り相当利払いと業務経費分とを合わせますと300億円の欠損金に既になってしまう、つまりショック1回でも欠損金になってしまうという試算結果でございます。

一方で、0.6%まで下げた場合には、1,000億円の利払いおよび経費支払は同様にあるわけですが、相場変動分についてはむしろプラスに効くということで、2,000億円近くの累積剰余金を維持することができるということでございます。そういうことを勘案すると1.1%よりも0.6%に設定するのが安心できるなというところでございます。

もう1つ、図表の7をご覧いただきたいのですが、今ご覧いただいたのはショックが起こった時にどうなるかということがございます。もう少し平常時の変動という観点から両者を比較したものが、10ページの図表7でございます。これは村上委員長に作っていただいた表でございますが、それぞれ運用した時にどのような運用実績を上げる確率があるかということでございます。現行ポートフォリオで言いますと、予定運用利回り1%の時の採算利回りを上回る確率というのは、実は54%でございます。1.1%に下げた場合には、これはもう五分五分、50%になるということでございますが、その時に損失が出る確率はどうかと言いますと、引き続き現行ポートフォリオの場合には34%、3分の1は損失が出る確率でありますし、1.1%まで下げても4分の1を上回る確率で損失が出るということでございます。つまり、1.1%にしたからと言って、決して、安心して1.1%が間違いなく手に入るというわけではないということでございます。

一方で、0.6%まで下げた時はどうかということもございますが、この時は予定運用利回

りを達成することは難しくなるわけですが、一方で損失がまず出ないというような資産構成になるということでございますので、そう考えると今の状況を考えた場合には、「0.6%まで下げておく」というのが私どもとしては安心ができる選択ではないかということでございます。

それで、「今のような状況」と今申し上げましたが、それは若干相場観的なものが含まれているということだと思いますが、図表の8をご覧くださいますと、こちらでは日経平均とNYダウの超長期の時系列をご覧くださいているわけでございます。日本の株価というのは平成バブル以降、大体5年から10年程度の周期で変動を繰り返しているということでございます。それから一方で2000年以降、海外との相関が非常に強くなっているなどということも何となくこれでご覧いただけるかなということでございます。

それで現状から見ますと、周期的な意味から言うと、既にリーマンから8年経っているので何があってもおかしくないような時期に来ているのではないかなと。もう少し材料的なことでも申し上げますと、世界的な金融緩和も長期間にわたって続いておりますので、何かしら金融市場にひずみも溜まってきているのではないかということからも周期性の仮説の理由付けは付くかもしれないですし、さらに、海外との相関が高まっているという観点からも、海外における政治的なリスクが相当指摘されている中では、海外発の波乱の可能性も考えられます。

例えば2ページに進んでいただきますと、いろいろな機関が来年は国際政治リスクが高いということを指摘しているわけでございます。下に書いてありますが、アジア・欧米を問わずいろいろな政治日程がありますので、こういう不確定要因が出てくると、市場の常としてリスクオフが行われる可能性が強いので、そうすると株が下がったり、円高になったりということが考えられますし、ひいては、それが今度は金融市場の不安に繋がって金融ショックの引き金を引くということもあり得るのかなということでございます。このように、結構、現状はヒヤヒヤものの状況にあるのではないかと思っている次第でございます。それで、そういう相場観から考えた場合には、先ほど申し上げましたとおり0.6%ぐらいまで期待収益率については落としておきたいということでございます。

そこでということなのですが、1ページにまた戻っていただきまして、先ほど「予定運用利回りは下がったほうが私どもはありがたい」と申し上げましたが、実は非常に恥ずかしい話ですが、今、「予定運用利回りを下げます」と言われてしまうと、実は私どもは逆に困ってしまう面がございまして、非常に当機構の退職金の支払いシステムというのは複雑なシステムになっているものですから、システム対応に非常に時間がかかりまして、今、下げろと言われてしまうと逆に困ってしまうという問題がございまして、

そうなる、ということなのですが、ではシステム対応ができないのであれば、できるまでの間リスクを取ったままで行くのかということでございます。それで選択肢として私どもとしては予定運用利回りを維持したまま、期待収益率だけ下げることがあり得るのではないかということを考えております。もちろん、その場合には逆ザヤが発生す

るわけですが、0.5%ということですので200億円程度の逆ザヤということですので。先ほど申し上げましたとおり、2,000億円、3,000億円という規模の損失リスクを考えた場合には、200億円ぐらいの保険というのはそんなに非常識なものではないのではないかということでもあります。それでほぼ完全に損失発生を抑え込めるということであれば、選択肢としてはおかしくないのではないかと考えているところでございます。

そうした中で、2ページにもう一度お戻りいただきまして、「累積剰余金の水準」についてでございます。先ほど今後、情報セキュリティ関連も含めて業務経費についてはむしろ逆風が吹くことが予想されますと申し上げましたが、システム関連経費について金融機関の動向等を見ますと、13ページ、14ページの図表の10-1と10-2をご覧ください。

まず10-1をご覧ください。A.T. Kearneyさんの出している試算結果で有名なものがありまして、それは、「国内金融機関のITコストが、大体資金量に比例する」ということです。具体的には、金融機関は、資産量の0.2%程度のシステムコストをかけているということでございます。

私どもの資産規模は5兆円弱ということから言いますと、年間100億円というような数字になるということでございます。もちろん、私どもは支店がいっぱいあるわけでもございませぬし、金融トランザクションを直接やっているわけでもございませぬので、そこまですとは言いませんが、明らかに私どものシステム経費というのは、図表1をもう一度、3ページをご覧くださいますと、27年度の直近値で0.02%ということでございます。しかもこの0.02%というのは今年の4月にありました法改正の対応でかなり膨れ上がった結果として0.02%でございますので、従来でいくと0.01%ぐらいというような水準のシステム経費しか増やしていないというような状況でございますので、そういう中では実は潜在的に情報リスクというものが高まっているというような状況でございます。

今後はそういうところを補強していくということになれば、経費はかなり膨らんでいくということかなと思っています。いきなり0.2%ということはないと思いますが、少なくとも今の倍とか、実額で言うと27年度で11億円、12億円のレベルなのですが、恐らく恒常的に25億円とかそういうレベルになってもおかしくないのかなというように考えているところでございます。

それで、もちろん効率性の観点からこういうところを考えますと、できるだけ利益剰余金は温存しておきたいなというところではございます。当然のことながら、システム関連経費、情報セキュリティ関連経費というのは被共済者の方々のための経費ということでございますので、給付経理のほうから出していくという格好になるのだと思っております。したがって、そのための原資としての利益剰余金というのは必要ということだと思っております。もしこれが欠損金ということになってくると、こういう手当もなかなかやりにくくなっていくことになり、その結果、情報セキュリティ面等でお客様にご迷惑をおかけするということもあり得ますので、そういう観点からも安定的な運用に差しさわりが出ると

いうこともあり得るというように考えております。実は業務運営面からも安定的な資産運用が望ましいということが申し上げられるかと思えます。

それで、その一方で0.6%まで下げた場合には、ほとんどリスク資産がなくなるというような格好になります。そのままずっとやっていると、私どもの組織の中から資産運用に関するノウハウがどんどんなくなってしまうということが考えられるわけでありまして。中にいる人間として見るインセンティブがなくなりますし、恐らく委託運用先も少なくなりますので、情報を持ってきてくれる先も少なくなるというようなことがあるのかなというように考えております。

また、先ほど申し上げましたような相場観というのは、周辺環境がすごく大きく変わって、例えばショックが来てしまい、ここから先は安定する、あるいは相場が上昇していくしかありませんというような環境になった時には、またリスク資産の割合を少し増やすとかという見直しがあってもおかしくないし、あるいは先ほど委員長からご指摘いただきましたように、ステークホルダーの方々のご意向が変わって、もう少しリスクを取ってほしいというような状況になった時に、そうは言われても私どもの中にノウハウが全く存在しません、というのいかなものかということでございますので、もし可能であれば利益剰余金の中から一定額を、少額を割いてベビーファンドのようなもので最新の運用動向をチェックしながらノウハウの維持を図るというようなこともあってもいいのかなというように思われます。これは基本ポートフォリオの話とは若干離れると言うか、別の議論になってくるのですが、そういうこともあってもいいのかなというように考えているところでございます。

それから7番目、ここまでが見直しに際しての私どもの方針についての今までの議論の総まとめということですが、7番目は今度は基本ポートフォリオは変更するといった場合に、どういう留意事項があるかということでございます。既に申し上げてしまったところでもあるのですが、ポートフォリオ変更によって委託運用資産の売却と多額の国債購入が発生します。こちらにつきましては図表の11、15ページをご覧くださいますと、大体どのぐらいの金額を売り出し、買うことになるかということでございますが、リスク資産につきましては株、外国債、いずれも大体3,000億円強を売り出すということでございます。マーケットが大きいということもありますので、こちらはそんなに大きなインパクトということではないかもしれませんが、売買金額そのもの自体は。ただ、先ほどご指摘いただいたとおり、私どもが株式を大幅に売るという事実が影響を与える可能性はあるかなというように思っております。

一方で、一番下の青いところですが、内国債については1兆5,000億円近い金額になるということでございます。こちらは専門家に聞いたところで言いますと、大体1日に買える金額というのは100億円が限度かなということでございます。そうすると20営業日で2,000億円、新発債を毎月1,000億円買ったとしても3,000億円ということになりますと、5カ月ぐらいかかるようなイメージかなというように思っております。もし、この基本ポ

ートフォリオの変更の決定が年内に終わったとして、年明け早々から買い始めたとしても5カ月ですから、年度をまたがってというような格好になってしまうことになります。

その場合に、今度は基本ポートフォリオをどの時点で発表していくかということも問題になってくるかなと思います。もし、この売買が一瞬でできるのであれば、売買が終わってしまってから公表すればいい話ですが、今申し上げましたとおり、現実問題として年度をまたがるということになると、さすがに年度末になっても新しい基本ポートフォリオを公表しないというのも難しいのかなということでございまして、どこまで引き延ばせるのかというのは私どもは法令的な観点から、手続き的な観点からこれからチェックしていきたいと思っておりますが、引っ張られても年度末までかなというように考えているところでございます。

ただ、少なくともそこまではできるだけ情報が表に出ることは控えたい、避けたいというように思っているところでございますので、今後は今まで以上に当委員会における議論の内容についての情報管理については、徹底してまいりたいというように考えているところでございます。

とりあえず以上で私からの説明は終わらせていただきます。

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

○臼杵委員長代理 これは手続きを伺いますが、基本ポートフォリオはこちらの判断でいつでも期待リターンを含めて変えていいのですか。

○西川理事 まず基本ポートフォリオは当機構が決めることができるというのは、これは事実でございますが。ただ、もし予定運用利回りと期待収益率の間に逆ザヤが発生することになりますと、私どもの中期経営計画上、そういうものを定めることが適切かどうかという問題が出てまいります。それで中期計画については厚生労働大臣に承認をいただくという必要があるものでございますので、それがご承認いただけるという目途が立たない中で先走って期待収益率だけ下げってしまうということは難しいということがございます。

○臼杵委員長代理 そうすると、その手続きは、平嶋課長がやられるのですか。

○平嶋勤労者生活課長 委員のご指摘のとおりですが、私もこの機構の担当課長という意味では皆様のご心配を共有しているわけですが、全体の中でどう判断するかというのはちょっと省内の調整が必要になりますので、なるべく早く結論を得られるように、準備しているところです。

○臼杵委員長代理 では、我々の資料をそろえて課長にお願いするということで。(笑)

○水野理事長 あとは最後に大臣が、やはり今の国会の状況とかがありますので、政治的な状況の中でどうご判断されるかというのがありますが、たびたび申し上げておりますように、我々としてはやはり指摘責任と言うか、こういうようにしたいのだということは申し上げておいたほうがいいかなと。

あとは山越局長は非常によくご存じで、平嶋課長もものすごく勉強されておられますからあれですが。

○白杵委員長代理 だから労政審議会は特にその場面では出てこないのですか。

○平嶋勤労者生活課長 労政審議会の役割は予定運用利回りを決めることです。それで機構と資産運営委員会の役割は、ポートフォリオを決めることということで、どこまでならいいかというのがあるのですが、中期目標では「予定運用利回りを前提に機構は運用すること」となっておりまして、それはきっちり一致していなければいけないのか、一時的にちょっと市場の動向で上下するぐらいはいいのかという判断もあり得ると思いますので、その辺も含めて相談をしているところです。

○村上委員長 その場合に、先行して期待収益率は下げてしまって運営するということとすると、予定運用利回りを今度は逆に期待収益率に合わせにいくということの前には、中退部会でのいろいろな議論が必要になるということになるわけですね。

○平嶋勤労者生活課長 予定運用利回りを変える場合には中退部会の議論が必要ですが、もう少しシステムに時間がかかるという中で、今決めてくださいというのは理屈に合わないかなと。理論的にはこの1年間で、それがまた国債の利回りが上がったとかいうこともなくはないわけで。

○村上委員長 そうですね、わかりました。ほかに何かございますか。

○徳島委員 今、ご説明いただいた考え方はすごく理路整然としていて、適切であると思います。理事のご説明にもあったとおり、運用のノウハウを蓄積するといったことを考える意味でも、ベビーファンドの活用というのもぜひお考えいただけたらと思います。これは公的資金、準公的資金の運用に関する有識者会議報告の中でも「ベビーファンド」の採用は明確に書かれていたことです。実はGPIFは使っていないようですが、是非こういう方法を使っただいて、いろいろな資産クラスに対する投資ノウハウをまず習得していただけたらと思います。

あと1点だけ、2ページ目の7番の「基本ポートフォリオ変更時」のところですが、これはもう釈迦に説法かもしれませんが、内債の委託運用において、超長期のセクターとかは現物移管をすとか。

○西川理事 それは今、運用機関に対して可否を確認中でございます。売買執行コストがなるべくかからないような手法を取りたいと考えております。

○徳島委員 実務では、割とよくそういう方法を採用するものですから、執行コストを減らすこと、マーケットインパクトを減らすことも含めて、この1兆5,000億というのはマックスであって、少し減らす工夫はできるかなと考えます。

○水野理事長 ちょっと1点、今の全くおっしゃるとおりで、もうベビーファンドについては私も来た時からそう思っているのですが、これは先ほど西川理事から我々の研究開発というか、ノウハウというように申し上げましたが、まさにそうなのですが、実はもう1点、私がこれを言った意味がありまして、それはリスクテイクの責任の所在の明確化と。

要するに4兆5,000億の大きな固まりの中で、どういう判断でどうなったのかわからなくならないように、要するにこれについてはこういうことでやったのだと。ただ、ベビーファンドですから当然、失敗もあるわけで、失敗があった時に明確に失敗を分析して次に生かすということを願っていて。それは結局、我々の機構のノウハウの蓄積にも繋がるかなということなので、これについては理事長の権限を越えますので、これもやはり厚生労働省のご配慮と言うか、ご理解をいただくように今後は交渉していきたいと思っています。

○末永委員 このシステム経費のところですが、機構のシステムというのは退職金の管理も含めて内部の管理システムですね。A.T.カーニーが言っている金融機関のシステムコストは勘定系・情報系・為替など外設系のシステムコストであり比較にならないのではないかと。

○水野理事長 ただ一応、退職金の支払いもしますし。ただし、いわゆる民間金融機関のようなブランチバンキングをやっているわけではないので、そこは軽いのですが、実はうちはものすごく高度な個人情報を持っているのです。これはシステムに対してすさまじい情報セキュリティコストがかかるのです。通常であればどんなに少なく見積もっても資金量の0.1%~0.05%、私どもの相場観から言えば。ところが、そこを毎年ずっと0.01%ですから、もともと発射台がすごく下がっているわけですね。それで、ここに来て猛烈なサイバーテロが来ておりますから、ここは結構お金がかかるのです。

○末永委員 基本的な考え方の裏付けにつきましては理解しました。特に今は官庁へのサイバー攻撃が相当出ていますから、個人情報のセキュリティにコストをかける必要性はあると思います。

それと内部留保と言うか、累積の黒字をそういうところに使うということはいいことだと思いますね。厚労省との間でこういうルールは作っておいたほうがいいと思います。

○平嶋勤労者生活課長 そこはほかの独法とかでいい数字が取れたら、もっと説得力が増すような気がします。

○西川理事 システム経費関係ということですよ。独法というのは、なかなか全般にこうした分野での対応が遅れているということがあって、先行事例を探すのが難しいかもしれません。

○水野理事長 ただこの個人情報の機密度というのはちょっと突出しているのですよね。これは厚労省の中で最も機密な情報があるということで。

○西川理事 1つは類似の機構としては、中小企業の基盤整備機構があるわけですが、こちらはやはり支払対象が事業主なので人数的にも違いますし、実は退職金の支払いのシステムの複雑さも当機構が相当複雑だったりするものですから。それは悩ましいところです。

○村上委員長 そのこのところはもう一度確認していただいたほうがよいかと思いますが、中小機構のほうはシステムの投資については積立金の運用益からは出ていないかもしれないという点です。確かパンフレットにも「積立金の分は全部加入者に還元します」というような言葉が書かれていて、そのあたりがどのような資金性格であるのか。受託者責任と

いうのをどのような形で負うことになるのかというところは、整理しておく必要があると思います。

○西川理事 そこは今度、確認しておきます。

○村上委員長 それから、受託者責任というのは明確にルール上では書かれていないと思いますが、一般的に預り資産のルールとして受託者責任を負っているお金だとしますと、パイロットファンドのようなものは疑義を持たれることになると思います。というのは、「プルーデント・エキスパートルール」ということで、専門家として慎重であることが求められるというルールがありますが、そのところもベビーファンドの検討をしていく中では整理をしていかなければならないと思います。

○水野理事長 なるほど、ありがとうございました。

○村上委員長 GPIF の場合は、確かに先ほど徳島委員がおっしゃったように、「ベビーファンド」という言葉は出ていたのですが、あれはどちらかと言うとファンド自体が非常に大きいので、分割運用をするかどうかの議論の中で、特殊な投資の分野についてはそのように分けて運用したらどうかというようなことが、私の記憶だと議論として強いトーンであったと思います。実験に使うということでは否定されておりました。

○水野理事長 だから、ということは研究開発費では通らないということですね。

○村上委員長 法人としてそのような研究開発にかけるためのものを、あらかじめ外部にも説明して確保するということはできるかもしれませんが。

○水野理事長 なるほど、ほとんど研修費用みたいなそういう位置付けにしてしまうということですね。

○村上委員長 そのとおりです。実際にファンドのお金を使いますと、そのリスクをまた負うことになりますので、そのところをどのように説明するかが問題になります。

○水野理事長 はい、ありがとうございました。

○村上委員長 もう1つ、資料2-4の1ページ目で、大きな1. の項目の、3つ目のポツのところに「退職金制度事務代行が本業」とありますが、この表現なのですが、これはもしかするとまずいかもしいのです。と言うのは、そうすると片手間に資産運用をやっているというように捉えられますが、これはおそらくいろいろな規則の上で、当機構の職務としてそのように分かれているわけではないと思うのです。確かに高利回りを追及する体制にはなっていませんが、資産運用も一つの業務であって片手間にやっているわけでもないのです。今の体制としては退職金制度事務代行がメインの形になっているということで、運用に戦力の多くが配置されていないということなのだと思います。

○西川理事 おっしゃるとおりです。せいぜい業務上の中心というか、主目的とかそういう表現に変えさせていただきます。

○臼杵委員長代理 よろしいですか。さほど大きな違和感はないのです。それで、最後の調整取引は移行とどうするかによるのですが、まず移行期間をどのぐらいに考えるかということもありますし、それからよく考えるのは、要するにキャッシュイン、キャッシュア

ウトがあるから、それを使ってまずやることで取引コストを片道で済ませるということで。それはさすがにこれだけの規模になると、それだけでやると多分何年もかかるのかなという気がします、それをまず使って残りを移行するということなのかなというように思います。

それと、あとは移行の、どのタイミングでどう発表するかということもなかなか難しいところですが、リバランスの乖離許容幅の範囲であれば別にそんなにはルール変更にならないので、本来のリバランスとは少し趣旨が違いますが、ある程度は許されるのかなという気はします。

あとは、先ほどの繰り返しで恐縮ですが、5年後にそれぞれ積立比率の分布がどうなっているかを見ることによって、もう少し期待リターン「1.1%」のポートフォリオと「0.6%」のポートフォリオのリスクの状況が多分わかりやすく見られるのかなと思います。

○村上委員長 ありがとうございます。ほかに何かございますか。

確かに今、白杵先生からお話がありました売買のところについては、これは情報管理がまた非常に重要になりますね。結局、リスク資産についてほとんどの受託機関から資金を引き揚げなければならないとなると、これはマーケットですぐに噂になる可能性があります、そこをどのようにやっていくかというところで、非常に情報を締めていかないとなりません。

○西川理事 GPIFさんの時には、どちらかと言うとマーケットにプラスの影響を与えるように事前に公表するという格好ですが、当機構の場合には逆にマイナスの影響を与えないように事後に公表することにしたいと考えています。

○村上委員長 事前に出すことはあまり得策ではないと思いますね。投資行動としては。

○西川理事 そうですね。じゃんけんで自分の手を最初に出しておくような話なので。

○村上委員長 ほかに何かございますか。方向性としてはこのようなことでよろしいでしょうか。

○全員 異議なし。

○村上委員長 では、この資料2-4でご説明いただいた方向で、今後また検討を進めていくということで了解したいと思います。

○水野理事長 すみません、最後に1つだけ。ありがとうございました。

今、西川理事から説明していただいた期待収益率の引き下げの検討につきましては、昨年の10月に着任して以来、長年金融業務に携わってきた者同士として西川理事とは週に1度は、最近は毎日のように議論を重ねてきたわけございまして、その問題意識と仮説を皆様方にいろいろな場面を、場外も含めてぶつけさせていただいてファクトを積み上げてまとめたものでございます。

本件を判断するに当たりましては今ご説明した7つの柱、その中でも1本目の「当機構の特性」が中軸であるわけですが、やっぱりマクロ全部を見た上での判断だというようにしないといけないと思ひまして検討してまいりました。

先ほど臼杵委員長代理からも出ましたが、当然、本件は理事長の権限を越えるものでありまして、そういう面ではこれから厚生労働省に手続きを踏んでいく必要があるものでございますが、機構としましては本日の資産運用委員会の場で一定の結論と言うか、方向性を出させていただきました。ここまでの過程で委員の皆様、及びコンサルタントをご担当いただきました野村証券の皆様の番外編も含めて、献身的なご尽力にこの場をおかりして改めて御礼申し上げます。どうもありがとうございました。

○村上委員長 どうもありがとうございました。それではほかに、今日の議論の全体を通じてご質問とかご意見はございますでしょうか。よろしいでしょうか。

なければ事務局より次回の委員会についてご報告をお願いします。

### 3. 閉会

○松永運用リスク管理役 次回の資産運用委員会は11月11日（金）の14:00から、本日より同じ会場での開催となります。ご審議いただく議題は、平成28年度第2四半期の運用状況報告、そして引き続き中退共基本ポートフォリオの見直しなどを予定しておりますが、その他を含めまして（案）を事前にお届け致しますので、ご検討方よろしくお願い申し上げます。また、何か議題とすべき案件がございましたら、いつでも事務局までご連絡、ご提案いただきますようよろしくお願い致します。

○村上委員長 ただいまの今後の予定についてご質問とかご意見とかはございますか。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。進行へのご協力をありがとうございました。長い時間、お疲れ様でございました。

（了）