

平成 28 年度 第 6 回資産運用委員会議事録

開催日：平成 28 年 11 月 11 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が皆様お揃いになりましたので、始めさせていただきます。

資産運用委員 5 名のうち、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 6 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 座ったままで恐縮でございます。本日は米国大統領選挙による相場の乱高下の中、平成 28 年度第 6 回「資産運用委員会」にご参集賜りまして、まことにありがとうございます。

6 月の Brexit のときもそうでしたが、大きな市場変動を今年度は 2 度も体験したわけですが、理事長としてはこの委員会の皆様方の存在は大変心強いと、改めて感じた次第でございます。

本日の議題は委員会次第のとおり 4 つございますが、主要なテーマは「中退共の基本ポートフォリオの見直し」の第 6 回目でございます。本日は自家運用における新しい投資方法案をご提示します。それともう 1 つは、基本ポートフォリオの変更を実施した際の、金融市場へのインパクトの試算を数字でお示しをさせていただきますので、具体的な手続きも含めて忌憚のないご意見、これは結構大事だと思いますので、ご意見を頂戴したいと思います。本日も十分にご審議を賜りますようお願いしまして、私からのご挨拶とさせていただきます。よろしくをお願いします。

○高澤資産運用部長 それでは資料の確認をお願いします。お手元の 1 枚目、座席表。2 枚目、委員会次第に続きまして、議題資料をご覧ください。右上に資料番号を付しております。

資料 1 「平成 28 年 4 月から 9 月の運用実績報告」、これが 6 ページ分でございます。

資料 2 「外国株式議決権の行使状況について」

資料 3 「基本ポートフォリオ変更手続きについて」

資料 4 「自家運用シミュレーション」

資料 5 「積立比率シミュレーション」

最後に参考資料としまして、「平成 28 年 4 月から 9 月の運用実績報告」、ホームページ掲載の資料を添付させていただいております。

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

それから、11月8日に行われました労働政策審議会の報告を、平嶋勤労者生活課長からご報告していただきます。よろしくお祈いします。

○平嶋勤労者生活課長 平嶋です。8日火曜日に中退共の部会が開催されました。議題はDC法の改正で、相互のポータビリティが少し高まったという報告と、昨年度の事業の実績ということでした。

質問や意見がございましたが、意見についてちょっとご紹介しますと、この部会開催以降、議事要旨ができるたびに部会の委員のほうに送付しておりますが、これについては感謝と。ただ、もう少しこちらの動きをよく知りたいので、予定利回りと損失リスクのシミュレーションの資料とか、もう少し内容のわかるものが欲しいと。非常にこちらの議論が注目を集めているということです。

それからもう1つ、労側の委員からの意見でしたが、資産運用委員会において最低限のリスクで運用を行うという考え方を共有していただいていると。労働者代表として退職金がもらえなくなるということだけは絶対に回避したいと思っておりますので、その旨伝えてほしいというような意見をいただいております。

それから、あとはこの会議そのものでは説明しませんでしたでしたが、事前の資料説明の中で主な委員を周りましたが、機構のほうでポートフォリオを引き下げる議論をしていて、それを実施に移すかもしれないという話は内々にお伝えしております。なので、引き下げがあったとしても、部会委員のほうにサプライズが起こるということはないという状態になっております。以上でございます。

○高澤資産運用部長 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。よろしくお祈いします。

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、皆様方のご協力をよろしくお願いいたします。では、次第に沿って議事を進めてまいります。

まず「退職金共済業務にかかわる業務上の余裕金の運用状況」についてのご報告をお願いします。

○西川理事 はい、それでは資料1に沿ってご説明させていただきたいと思っております。1ページをおめくりいただきますと、「平成28年4月から平成28年9月の資産運用実績報告」というページをご覧ください。こちらに6経理それぞれについてのこの間の実績について、横並び比較ができるような格好でお示しをしております。

一番上の「運用利回り」のところをご覧くださいと、3行目の「委託運用利回り」を見ていただきますと、もう完全に委託運用については皆マイナスというような格好になっているのをご覧くださいかと思っております。最終的な運用利回りのところでプラス・マイ

ナスが出ておりますのは、自家運用利回りの部分の比率の違いですとか、それから委託運用利回りにおけるリスクの取り方の違いにあると考えております。

ちなみに5ページにお進みいただきますと、この間の主な指標の推移をご覧いただけます。上段の一番上が27年度3月末の数字でございますが、下段の真ん中ぐらいのところに28年の9月の数字がございますが、上から日経平均株価、それから真ん中のニューヨークダウ、それから一番下から2番目の円／ドルを見ていただきますと、日経平均株価が大体3月末から9月までの間に2%弱ぐらい上昇、それからニューヨークダウのほうは3.5%ぐらい上昇ということだったわけですが、円／ドルが1割近く円高方向に振れましたので、ほとんど為替円高化にやられたという格好かと思えます。

したがって、先ほどの1ページ目に戻っていただきますと、下にそれぞれの経理の基本ポートフォリオをお示しをしておりますが、中退共、それから合同運用をやっております林退共あたりは外国債券、外国株式の比率が結構高うございますので、こういうところが効いて委託運用利回りのマイナス幅が大きくなってしまっている。その結果として、全体としてもマイナス幅が大きくなっているという、そういうような格好になっているのがご覧いただけるかと思う次第であります。

ちなみにでございますが、今日現在につきましては日経平均株価が今17,400円前後で動いております。これは9月末から比べると6%ぐらいプラスということです。それからニューヨークダウにつきましては、18,800というような数字でございますので、これも9月末からまた3%前後プラスになっています。為替につきましても、9月末との対比では、きょうが106円半ばぐらいですから、5%ぐらい戻している格好ですから、9月末と比べると今日のところは改善してきているかなということでございます。

残念ながら、今日現在の数字というのはないのですが、10月末で見ましてもそんなに大きくは変わりませんので4ページをご覧いただきますと、これは中退共の部分だけになってしましますが、「運用資産の損益・構成状況」というページがございます。これの右下のほうに「運用資産状況」というボックスがございますが、こちらの右側の「4月1日～10月31日」というところの一番下を見ていただきますと、合計値で94億円のマイナスというところで、ほぼイーブンパーぐらいのところまで戻してきているというところがございます。ただ、これはイーブンパーになりましても利払いと業務経費支払分がありますので、このまま来年の3月末まで行っても500億円程度の余剰金は減少するということだとお考えいただければと思います。

ちなみに、また1ページにまた戻っていただいて、一番下のボックスに累積剰余金の数値がございます。一番下のボックスの上から2番目の一番左でございますが、27年度末、今年の3月末が3,150億円ということでございますので、ここから500億円を引くと、来年の3月末には2,600億円程度の剰余金の数字になるというようなことかと思っております。

それから2ページ進んでいただきまして、構成比の状況でございます。いろいろ乱高下

はしているわけですが、9月末においてはいずれの勘定においても変動幅については乖離許容幅の範囲内に収まっている状況というところがご覧いただけるかと思えます。

それから最後に6ページをご覧いただきたいと思えます。ここだけカラー刷りの棒グラフがございます。こちらはマイナス金利の中で、いわゆる預金にブタ積みとなっているのがどういう状況にあるかという直近の数字をご覧いただくこととなります。この棒グラフの縦の長さ全体が、現在の普通預金に置いている金額でございます。一番左をまず見ていただきますと、今年の1月末の段階では普通預金は104億円だけ積んでいたわけでございます。これは日々の支払い用の資金ということで、私どもは大体、中退共で年間に3,600億円ぐらいの支払いを行いますので、週平均で行きますと75億円ぐらいですが、季節変動分もございますので、通常は100億円程度は普通預金に積んでいるということでございます。

その次には1週間、2週間の単位でもできるだけ効率的な運用ということで、NCDを購入しているわけですが、これが2月のマイナス金利政策の導入とともにまず難しくなりました。最初は250億円から始まって、そういうNCDが幾ら募集しても応募してもらえないという状況が続いておりまして、これが今現在ですと600億円弱ぐらい10月末で普通預金に積み上がってしまっている。加えて3月末になりますと、今度は国債のほうの10年債の購入ができなくなってきたということでございまして、それがまた乗ってきますので、一番右の10月末の数字をご覧いただきますと、今現在は普通預金に1,600億円を超える金額が積み上がってしまっているという、非常にもったいない状況になっているということでございます。なので、できる限りこちらを何とかしていきたいと。日銀が言っている10年債まではゼロぐらいまで持っていくという、そういう話の実現してもらえると大分違うのですが。

それで、この件についてはまた後ほど自家運用の来年度の基本ポートフォリオの中で長めに延ばしていきますという話をさせていただきますが、それとの関係で、そうであれば早めに今年度から少し延ばしていけないかなというところについてもご相談をさせていただきたいというように思っておりますが、その件はいずれまたご相談します。

とりあえず以上でございます。

○村上委員長 それでは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。いかがでしょうか。

それでは、ご質問、ご意見等が無いようでしたら、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は、運用委員会として報告を了承することとしたいと思います。

○西川理事 ありがとうございます。

○村上委員長 では引き続きまして、資料2「外国株式議決権の行使状況について」のご報告をお願いします。

○西川理事 それでは資料2に基づきましてご説明させていただきます。本件は以前、議決権行使、スチュワードシップコードの関係でご報告させていただきました際に、徳島委

員のほうから、議決権が行使できていないという部分があるのではないか、というご質問をいただきまして、すみません、そのときには私は即答できなかつたものですから、宿題とさせていただいた部分でございます。

その結果ということでございますが、やはり議決権の行使の比率ですが、中退共で半分、それから特退共のほうで4割程度はできていないということでございます。基本的にはお金のかかるところでは議決権は行使しないという、そういう形になっているということでございますが、若干、基準の引き方が異なっておりまして、中退共については米国、カナダの一部、それぞれの国においては行使すると。それ以外の国においては行使しないという、そういう形になっております。それで、これらの国の中に入っている保有銘柄数というのが全体の5割に相当するので、全体の行使数が5割になっているというそういう形でございます。

一方で、建退共につきましては、建退共の給付、それから建退共の特別につきましては、こちらは国については米国に限っておりませんで、それぞれの国で議決権行使に料金のかかるものについては行使しないという、そういうことになっております。大体、1案件ごとに5ドルぐらいかかるというような話でございますが、コストベネフィットを考えてこちらについては行使していないということでございます。その結果として、行使比率は今6割強というような格好になっているというのが現状でございます。

改善の余地があるのか、あるいはすべきなのかどうかというのは若干悩ましいところではございますが、今回はそういうところについてもご意見を賜ればというように思っております。1つの方向性としては、行使の基準について、さすがに機構内で統一したほうがいいのではないかとこのように思うところがあるかと思っておりますし、それからスチュワードシップコードのような観点から、いわゆるESGのような観点から考えた場合に、お金がかかるからと言って議決をしなくてもいいのかということもあるかもしれませんので、そういうところについてどう考えるべきかということについてご意見を賜ればというように考えている次第でございます。

私からのご報告は以上でございます。

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

○徳島委員 ありがとうございます。こういう形で行使にお金がかかるものに関して、本当に運用のパフォーマンスを低下させてまで議決権を行使するべきかどうかというのは議論の余地が、理事のご説明のとおりにあると思います。実際に資料にも書かれていらっしゃいますように、多くの運用機関ではお金をかけてまでやっていない、というのが今の大層のイメージかと思っております。ただ、昨年からスチュワードシップコードの受け入れの動きが始まっている中で、皆さんが「やっぱり、それでも行使するのだ！」という動きになったら、それは遅れないようにするべきだと思いますが、当面は判断基準としてコストパフォーマンスを考慮することは肯定されるものではないかと思っております。

ただ、実際に中退共や、建退共も若干基準が違うようですが、整合性が確保できているのかは、確認が必要でしょう。正直言いますと、例えば平成19年にリスクがないものしか行使しないと決めていらっしやったのを、スチュワードシップコードの受け入れを表明された後にそのままに放置することが、いいのかどうかということは内部でご検証いただく必要があるのかと思います。

ただ、繰返しになりますが、お金をかけて、手間をかけて、本当にとことんやるべきものなのかどうかという疑念は少し持ちつつ、スチュワードシップコードだから全面的に行使するべきだというものだとは思っておりません。

ただ、1点あるとすれば、実は国別で行使の取扱いに差が出るというのは説明が可能ですが、運用機関によって行使に差が出るというのが、本当にそれが適切な差なのかどうか。実際には、運用機関に特別なエキスパティーズや適切な投資執行能力が欠けるのに、そういうところに運用を委託していると思われること自身、スチュワードシップコードの観点からおかしいじゃないかという指摘を受ける可能性すらあると思っています。このあたりの議論はまだ昨年から日本において始まったところですが、慎重に運用されていければよろしいのではないかと思います。

○村上委員長 ありがとうございます。ほかに何かご意見等はございますでしょうか。いかがでしょうか。

○坂牧清酒製造業・林業事業部長 すみません、ちょっと私はよくわからないので教えてほしいのですが、費用がかかるというのは、どこに対してお金を払うのですか。5ドル程度というのは。

○徳島委員 議決権行使をする際に、カストディアンに払わなければいけないケースがあります。

○西川理事 おっしゃるとおりです。運用機関がカストディアン宛に支払うという格好になっていますので、私どものほうから委託残高のほうからその部分が引き落とされるというような形になります。

○江川委員 すみません、簡単な質問なのですが、カストディアンが結構アメリカのものが多いのですが、議決権の対象国はいろいろな国がありますが、これはどのような形でやっているのですか。大きいのが書いてあるわけですか、それぞれの国のカストディアンは全部ばらばらに。

○西川理事 例えばJPモルガン・チェースなんかは、世界的に行使ができていて、先ほどカストディアンによって行使の条件が違うというような話が出たのですが、実はなぜかJPモルガン・チェースだけは全地域で、MSCIワールドの組み入れ対象国の中で、JPモルガン・チェースだけはなぜか全地域で無償行使ができるという特権を持っているらしいのです。なぜそうなっているのか、ちょっとまだ解明できていないのですが。ですから、そういう意味ではJPモルガン・チェースに預けている部分については、議決権が幅広く行使できるという、そういうようなことです。

○村上委員長 よろしいでしょうか。カストディアンの特任については、スチュワードシップコードというのを受け入れた時点で、それがカストディアンを選択する基準みたいなものにも反映されている必要があると思います。そのあたりについては、議決権行使まで含めた能力のようなものを測っていく必要があるのではないかと考えるのですが。

○西川理事 現時点ではカストディアンは管理信託銀行のほうが選定しておりますので、そういう意味では私どものほうから管理信託銀行に対して何か要求していくということかなと思います。今はどういう要求しているのかも含めて検討させていただきたいと思います。

○村上委員長 それともう1点は、スチュワードシップコードは機構として受け入れているので、先ほどご説明の中にありましたが、ファンド（資金）ごとに対応が違うというのも変えていかなければいけないところだと思います。

ファンドの規模でいくと、中退共のほうが大きいですね。その大きなほうが不行使比率が高いというのをディスクロージャーすると解せないところがあると思ひまして、そのあたりについて改善が必要です。

それから先ほど徳島委員がおっしゃったコストとの問題ですが、結局、退職者の利益、すなわち加入者の利益、受益者の利益に専念するというのを考えたときに、コストパフォーマンスというのは考えられてしかるべきだという一方で、スチュワードシップでは投資家責任というものも問われているということであり、ここをどのようにバランスさせていくかという問題があると思います。

基本的には、説明ができればコストパフォーマンス、受益者利益を優先して構わないと思いますが、問題は議案の中には投資家の責任として無言ではいられないようなものがひょっとしたらあるかもしれないとしたとき、そのような場合にどのように対処するかというのも実務的には整理しておく必要があるのではないかと思います。コストパフォーマンスを考えると全議案に対して行使する必要はないと思ひますが、ただ、そのような議案が出たときに、無言でいるということは投資家責任を果たしていないのではないかとということが問われるようでは、スチュワードシップに反するのではないかとということになり、その辺をどのように整理するかというのは今後の課題ではないかと思うのです。

○西川理事 そうですね。現時点では議決権の行使は基本的にはもう任せてしまっていて、初めに向こうの基本方針だけいただいているというような格好でございますので、おっしゃるようなことから言えば、基本方針をいただいたときに、こういうテーマについては必ずやってくれ、という追加条件を付けていくかどうかという話かなと思いますので、その辺はまた徳島委員にも言っていただきましたように、周囲の状況等も眺めながら条件の付け方なども考えてみたいと思います。

○村上委員長 よろしくお願ひします。ほかに何かございますか。

では、ほかにご質問、ご意見等がありませんでしたら、外国株式議決権の行使状況につ

いては、機構において、ただ今、議論がありました方向で検討を進めていただくということで、運用委員会としてご報告を了承することとします。事務局におかれましては検討の進捗状況については適宜ご報告をお願いしたいと思いますので、よろしく申し上げます。

○西川理事 ありがとうございます。検討状況については遅滞なくご報告させていただきたいと思います。ありがとうございました。

○村上委員長 では次に「中退共基本ポートフォリオの見直しについて(6)」の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。事務局は、お三方に入室していただいて下さい。

○西川理事 それでは資料3に基づいてご説明をさせていただきます。先ほど平嶋課長のほうから、期待収益率を下げてもサプライズにならない、というお言葉をいただいて非常に心強いところなのですが、期待収益率を下げた場合にそれなりの金額の売買が必要になるということでございます。特に0.6%まで下げた場合の規模というのが、思った以上に大きかったということでございますので、具体的にどのぐらいの期間がかかるものなのか、そのときにどのような手続き上の問題が発生するのか、そういうようなところを少し詰めさせていただきました。

まず1枚おめくりいただいて1ページ目でございますが、こちらにどの程度の金額の売買が必要になるのかというのを、期待収益率0.6%と1.1%それぞれについてお示しをさせていただきます。一番右側の期待収益率1.1%で申し上げますと、売るほうは国内債券で300億円、国内株式で500億円、外国株式で2,000億円弱というような格好になっております。この程度であればそんなに大きな負担にならずに何とか売買できるのではないかと考えておりますが、0.6%になりますと、特に国内債券、自家運用の購入金額というのが2桁ぐらい変わってきますということでございます。1兆4,800億円を新規で購入しなければいけません。売却のほうもほぼ9割方を売るというような格好になってまいりますので、株式、それから外国債券、いずれも3,000億円前後の売却が必要になるということでございます。

そういう数字を押えておいた上で、それではまず株の売買についてということでございます。2ページから3ページをご覧いただきたいのですが、まず2ページのほうを。こちらはかなり保有株数の多いものを3ページにざっと並べてございますが、9月末時点での保有株数がそれぞれの株の1日当たりの売買株数、平均株数を超えるものというのがこちらの3ページにリストアップしてございます。

上のほうの一番右側を見ていただきますと、「売買日数」というのが書いてありますが、これは私どもの持っている保有株数がそれぞれの個別株の1日当たりの平均的な売買数の何倍に当たるかという、そういう数字だとお考えください。ちなみに、「平均値」というのは25営業日の平均値ということでございますが、上のほうの2銘柄程度が3日を超えているというようなところかと思えます。1日当たりの売買金額の何%なら大きな影響がないかというのは、その時々、その株が売られているか、買われているかとか、そういうこ

ともよるので一概には言えないということかと思いますが、例えば10分の1だとすると、30営業日かかって売却するというそういうことになるかと思いますが。

いずれにしても、これは委託先に影響が出ないようにうまく売ってくれという指示を出していくということだと思いますが、特に金額の多い、保有株数の多いものについては、例えば1度ではなく2度に分けてやってほしいとか、そういうような注文の工夫も必要になってくるかなというように思っております。ただ、いずれにしても売るほうは1月程度、多くても2か月程度あれば売却できるのではないかなというように考えている次第でございます。それで国内株はそういうことですが、海外の株についてはより市場規模が大きいので、そちらは大きな問題はなく売却していけるのではないかとというように私どもは考えているところでございます。

続きまして、問題の「自家運用債券の購入」でございます。4ページにお進みください。いきなり文字が細くなるのですが、まず「Availabilityと所要期間」ということでございます。複数の証券会社にヒアリングをしたところ、見解はそれほど違ったものは返ってまいりませんでした。市場価格に大きな影響を与えないことを目指す場合には、月間で無理なく購入可能な金額というのは、新発債、カレント債で2,000億円から1,000億円、10年債のほうが多くて2,000億円、20年債で1,000億円程度ということでございますし、それから既発債については銘柄を分散しても、全体で1,000億円程度というような感触だという答えが返ってまいりました。かなり保守的に考えた場合ということではございますが、この程度かかるということでございます。

それで後ほど自家運用の新しい配分方法のところでもまたご説明しますが、10年から20年にかけて均等に買ってラダーを組んでいくというようなことを考えた場合には、11年から19年までの既発債を大体1,360億円ぐらい最終的には買っていかなければいけないという計算になります。そうすると9年分で1,000億円が限界だということになりますと、マーケットで全部買っていきこうとすると1年程度を要する計算になるということでございます。

もちろん、できるだけ短い期間でやれるようにということでございますので、現在、委託運用で持っている国債を自家運用へ現物移管ができないかというようなことを、5ページの一番下のボックスの中に書いてございますが、自分の中でもクロス取引でマーケットに影響を与えないでできないかというようなことを検討中でございます。これは委託運用から時価運用に変えますと、会計上の処理として簿価運用に、そういうものにちゃんと切りかえることができるのかどうかというところを検討を依頼しているところでございます。すぐに答えが返ってくるかと思っていたら、結構悩ましい問題がある、という回答でございまして、今月中を目処に回答をいただけるような格好になっているということでございます。

それから、そのほか証券会社からアドバイスをいただきましたのは、財務省が行っている流動性供給入札のようなものも毎月5,000億円ぐらい行われているということござい

ますので、そういうものも利用できるのであれば利用したらどうかというようなアドバイスもいただいているところでございますので、実行に際してはそういうものも活用しながら、影響度を抑えつつできるだけ早く実現したいというように考えているところでございますが、そうは言ってもやはり相当な金額であるなどというのは実感しているところでございます。

それで購入資金のところですが、問題はこの購入資金はリスク性資産の売却した見返り金を投入するということになるわけですが、先ほど申し上げましたとおり、こちらの売却のほうは割と早めに終わります。当然のことながら、リスクを落とすためにはこちらを早めに済ませてしまわなければいけないということですから、できれば年度内に終わらせてしまうということ。4月1日に買えればということですが、そういうのが形になるかと思えます。

そうしますと、そこから国債のほうの購入が終わるまでに1年間かかるということになりますと、1兆円を超える金額をどうするかという問題が出てまいります。到底、預金では受け入れてもらえるわけがないということですので、ここで少し工夫をする必要があるかなということでございます。

現在、私どもが頭をひねっておりますのは、対応策としては、最終形の新基本ポートフォリオから乖離してしまいましたが、資金を一旦、国内債券の委託運用のほうにシフトして、そこから切り売りをしながら買えるごとに資金を出していくというようなことをしてはどうかということを考えております。もちろん、委託運用でございますから、キャピタルロスの可能性というのは出てくるわけですが、当面、向こう1年間を考えると、10年未満のところで金利が大きく上昇してくることはないのではないかなというように考えておまして、今のところもし1年間かけてこれを買っていくということであれば、こういう非常手段のようなものをやらざるを得ないのかなということでございますが、別途いいアイデアがあればぜひアドバイスをいただければというように考えているところでございます。

そういう中で、懸念材料としましては10年の新発債利回り、今は一応10年債の新発債も来年の4月以降は0%まで戻ってくれば一応買えるかなということでございますが、そこが買えないとなりますと、どのような形でそこを手当てするのかという問題が残ることになります。さすがに買えるまで1年を超えて委託運用の国内債券を残すというのも、基本ポートフォリオ見直しの概念にちょっと反するのではないかなと思えますし、そうなると前回一度検討の俎上に上がりましたが、金融債券は今は商工中金債券しか買っていませんが、それ以外の金融債券とか、財投機関債とか、そういうものの購入の可否についての再検討を行うということもあるかなというように考えている次第でございます。

それでちなみに、先ほど申し上げました5ページですが、こちらは委託運用から自家運用へ国内債券を移管する場合に、ではどのぐらいが移管対象になるかということでございます。自家運用で買おうと思っているのは10年よりも長いところということでございますので、委託債券で持っているもののうち10年以上の部分が対象になるということござい

ますが、大体2割強ぐらいというように考えております。ですから、現在持っている国内委託運用の国内債券、総額5,300億円うちの1,155億円程度が移管対象になるということでございます。全体の1割弱ぐらいをこれで済ますことができると、1カ月強ぐらいは調達の期間を短くすることができるかもしれないということかと思っております。

そうした中で6ページをご覧くださいますと、大ざっぱに「リバランスのスケジュール」ということでございます。赤い下の表をご覧くださいますと、赤いのが「売却」、それから青い矢印が「購入」という形になるわけですが、まずは②の外国株式・国内株式・外国債券の売却というのを2月、3月中に進めるということです。その売却代金を用いて国内債券の委託運用の国内債券を購入すると。パッシブで買っていただくということだと思えます。それを4月以降に売却しながら、①の自家運用債券の購入を続けていくと、そういう形かなというように思っております。

ちなみに、一番下に書いてありますのはヘッジ付外債でございますが、こちらは比較的簡単にできるということでございますので、もう新規のポートフォリオに移行する直前にヘッジだけかけてもらうような形になると考えております。

私からのご説明は以上でございます。ご審議とご意見をよろしく申し上げます。

○村上委員長 ありがとうございます。それでは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。

○臼杵委員長代理 すみません、ちょっと教えていただきたいのですが、まずリバランスの金額が1ページに出ているわけですが、確認なのですが、自然体でキャッシュの出入りというのはどのぐらい1年間にあるのですか。

○西川理事 キャッシュで入るとするのは、退職金等でお支払いしている金額は年間で3,600億円ぐらいです。それで掛け金等での収入が、大体それをちょっと上回るぐらいの金額が入ってきているという格好でございます。

○臼杵委員長代理 では毎月300億円とかそういうことですか。

○西川理事 いいえ、結構振れがありますね。やはり年度当初は大きく入ってきますので。

○臼杵委員長代理 そういう意味では先ほどおっしゃったように、債券の恰好を取ると時間がかかるという意味では、とりあえず売ったものは給付の支払いに充てて取引コストを抑える、なるべくそのようにされるのだと思いますが、それが1つ。

それからこの株を、もちろんマネジャーを解約するということになるわけですが、少しはまだマネジャーは残るわけでしたか。

○西川理事 はい、少しは。

○臼杵委員長代理 どういうマネジャーを解約して、どういふマネジャーを残すかというのは、要するにマネストのような話というのは何かお考えがあるのですか。

○西川理事 それはやらざるを得ないなと思っておりますが、具体的にどこを残すかまではまだ検討はしておりません。

○臼杵委員長代理 私はそんなにトレーディングには詳しくないので、もし詳しい方がい

たら教えていただきたいのですが、多分パッシブのほうが、例えばバスケットで売るとすれば売りやすいのかなと。

○西川理事 はい、そうですね。おっしゃるとおりです。

○臼杵委員長代理 そのかわりに、そうするとアクティブが残ってしまうので、いいアクティブが本当に残るかどうかという問題が多分あって、さっきのこの1日当たり売買株数も、これはパッシブの中で売るのであれば、あまりこれを気にする必要があるのかどうかということも思ったりしますが。

○西川理事 特にパッシブで行くと、例えばプリンシパル取引みたいな恰好で場外でということも可能かなというように思っておりますので、そういうものも活用しながらやっていきたいと思っております。

○臼杵委員長代理 例えばあるアクティブを解約したとしても、うまくバスケットに組み合わせることができれば、TOPIXなのか、MSCIなのかわかりませんがそういうことも、少し工夫していただくほうがいいのかなと思います。

あとは、4ページの、とりあえず売ったものを1回どうするかという、キャッシュをどうするかという話ですが、ほかにアイデアがあればとおっしゃったわけですが、中退さん、勤退さんで何かほかに検討されたものはあるのですか。

○西川理事 正直言うと、ようやくひねり出したということでございまして。

○臼杵委員長代理 ここのさっきの1,600億円あるうちの、本来NCDに行くべきものというのは、これは今はどういう形になっているのですか。

○西川理事 全て普通預金に入ってしまったのです。

○臼杵委員長代理 これは一応、受け入れてもらっているわけですね。

○西川理事 はい、そうです。ただ、相当文句を言われています。ちょっと地方債とかも買ってくれませんか、という営業も来ております。

○臼杵委員長代理 だからあとはデュレーションをどうするかという、仮に債券を買うとしてもありますよね。当然、デュレーションを短くすると利回りは低下するわけですが、その分、ただリスクは小さくなるので、そこをどうするかですが。

○西川理事 そこはまだ具体的に決めているわけではないのですが、基本的には一番リスクが小さい形で、もともと受け入れてくれるのであればキャッシュで普通預金に積んでおいてもいいと思っているものなので、そういう意味ではできるだけリスクが小さいような形でやるのが筋かなと思っています。

○臼杵委員長代理 ある意味で1年間の支払いが3,200億円あるなら、それに充てながら債券を買っていくようなそういう中で金利リスクを抑えるような方法もあるかもしれません。

○西川理事 支払いの部分は結局、売却代金以外に10年債の償還分も入ってそれだけ確保するようにできてしまっていますので。そういう意味では、そこはそれで足りてしまうのですね。

○臼杵委員長代理 だから、そこをある意味でトランジションのためのファンドみたいなものをどう作るかということになってくるわけですね。

○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。

○稗田理事長代理 すみません、事務方でもあるし、また前回欠席して質問をさせていただくのは大変恐縮なのですが、2つの事項について質問させていただきたいと思います。

まず第1ですが、試算に当たっての金利の前提です。試算は全て、前回の資料にもあるように、「国内金利シナリオ横ばい」ということでしておりますが、これは他の運用機関が将来見通しを行うに当たっての通例であるかどうか、この点について野村証券にお伺いしたいと思います。

それから内閣府はご案内のように、中長期の経済財政に対する試算を行っておりますが、経済再生ケース、それからベースラインケース、いずれも今後10年では上昇を前提としております。政府部内での議論を行うに際して、国内金利シナリオを横ばいにしたということについて、内閣府の試算との関係をどのように説明するのか、その点について事務局にお伺いしたいと思います。

第2、将来の見通しですが、2つの期待収益率が示されておりました、期待収益率1.1%なら問題ないと思います。ただ、0.6%の場合についてでございます。「0.6」というのはここにありますように、大幅に債券を買い増すポートフォリオでございます。それで足元の金利はほぼゼロで、金利が横ばいであるとすれば、恐らく稼ぐものは過去に購入した債券の金利になると思います。それは継続的に低下していくということが前回の資料にも示されているわけですし、2020年ごろには0.5%を下回るそういう状況でございます。したがって、期待収益率0.6%の場合のポートフォリオを維持した場合には、2022年、あるいは2023年ごろの状況はどうなるのか。何かで稼げると考えているのか。または予定運用利回りについて、自家運用利回りの低下に沿って0.5%からさらに引き下げるということになるのか。この点についてお考えを事務局にお伺いしたいと思います。

2点、よろしく申し上げます。

○村上委員長 まず、野村証券さんへのご質問から申し上げます。

○野村証券・高松 はい、今年度に関して、ほかの年金基金等で金利の見通しをどのようにしているかということですが、当社でコンサルティングしているお客さんの場合には、基本は内閣府のベースライン、下のほうですが、あれを使うのを基本でやっています。ただ、今年度についてはこういうマイナス金利の状態なので、合わせて参考値として金利横ばいのケースも示していると、こういうやり方をしております。

それで中退共につきましても同じように両方のケースで最適化試算をしております、最終的に金利横ばいを採用するのがベターではないかと考えたのは、今の状況の中で保守的な見通しを採用したほうがベターなのではないかというように考えたということであり、ます。

○村上委員長 ありがとうございます。

○西川理事 では私のほうから。1つ目の、いわゆる我々が以前メインシナリオと言っていたような政府見通しを採用しないということについてどう説明していくかということだと思いますが、今回の基本ポートフォリオの見直しの一番の眼目というのは、リスクの低減ということだと考えておりますので、収益の予測値よりは過去の実績から見てリスク値のほうに注目してポートフォリオ等を検討してきているということだと思っております。

それで先行きの収益については慎重目に見て、それを上回ればもちろん私どもとしては特に問題はないということですし、もし予測どおりであっても問題がないような形で基本ポートフォリオを組んでいく必要があるのではないかとということでございます。やはり楽観的な見通しに基づいて組んでしまったということで、それが実現しないということになりますと、最悪、キャッシュフローに問題が出るということも発生し得るわけです。そう考えると、先行きの見通しについては慎重目に置いた上で計画を立てていくのが、今回の基本ポートフォリオの見直しの基本方針には沿うのではないかとということで、今回のようなシナリオを採用したという、そういう説明の仕方になるかなと思います。

それから2つ目ご質問は。

○水野理事長 要するに、0.6%にした場合に、そこで大幅に債券の買い増しをしたときに、2020年、2030年がますます自家運用利回りが下がる惧れがある、つまり先行きをどう考えているか。

○西川理事 そうですね、失礼しました。先行きをどのように考えているかということですが、ここについては先ほどの金利横ばいの想定ともかかわってくるのだと思っております。通常ですと先行きの見通しについては、10年間の先行きの見通しというような格好で予測を立てていただいて、それに基づいて計算をやるわけですが、今回は5年にしていただいております。これは国債の金利がゼロ、横ばいの見通しというのは、恐らく先々5年間で見たときにはリーズナブルな見通しだというのが最近の見方だと思っておりますが、さすがにそれを10年間に延ばすというのはいかかなものか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、私どもが今考えているのは5年先までのことで、そこから先はそのときの情勢等を眺めながら改めて検討していくということになるというように考えているところでございます。もちろん、その5年間で情勢に変化があれば、機動的に基本ポートフォリオは見直していかざるを得ないというように考えているわけですが、現在、具体的に経済の先行きについてどこまで見通しているかと言われれば、5年先までの見通しということだと思っております。諸機関の見通しを見ましても、大体5年から先は横ばいで置いているところが多いので、形式上はそういう10年先までの見通しを置いてみても、結局は余り意味がないのかなと考えておりますので、とりあえず具体的な見通しというのは5年先までだということでございます。

○稗田理事長代理 第1の質問について、保守的であり、リスク減を取るというご説明でしたが、横ばいというのは金利上昇リスクを見込んでいないのではないかと批判には

答えられるのですか。

それともう1つ、ゼロが続くということは5年ぐらしか見通せなくて、そこから先はわからないということは、上昇する可能性が高いとすれば、やはりその部分を見込んだ見通しを作るといことが、やはり将来見通しを考えるに当たっては必要なことではないでしょうか。

○西川理事 はい、おっしゃるとおりだと思います。上昇リスクというのは確におっしゃるとおりなのですが、今回の場合には大幅に国債の簿価評価を行う自家運用を増やすということでございますので、そういう意味では金利上昇リスクというのは限りなくゼロに近いというようなところに持って行っているということだと考えております。

ですから、実際に上昇してくるということになれば、それは逆に自家運用部分の収益性が上がってくるという格好になってまいりますので、そのときにはまたリスク資産の割合をどうするかということも含めて再検討していくのかなというように考えておりますが、少なくとも金利上昇リスクというのは、今回取ろうとしているような保守的な基本ポートフォリオの中では大きなものでは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。

○村上委員長 今のところでもう1点ですが、債券の自家運用の部分についての将来シミュレーションというのは、10年債だけでなく、長くする前提でやっていますね。

○西川理事 はい、やっています。

○村上委員長 ですから、その長い部分のスプレッドは金利横ばいでも乗っているという前提ですね。それで簿価評価であるということが前提になっているということになりますね。

○水野理事長 1点追加すると、2番目のご質問で、今後また金利が下がればそれは下がる。もともとのこの発想、出発点は、安全・効率的な運用です。それを我々なりに解釈すると、今の時点で言えば、今までもそうですが、国債中心にラダーを組んで支払い期日に合わせながらやっていきますと。その一部をリスク商品で運用していますと。こういう考え方です。前は予定運用利回りと、それから国債利回りがかなり離れていたときもあって、その国債利回り以上の予定運用利回りを要求されたときには赤字のときもあつたし、それからその結果、リスクが高いものをして負けたときもあつたし、勝ったときもあつたと。ただ、やっぱり基本に戻ると、国債の金利が下がれば予定運用利回りを下げてもらうように言いましょうと。それで、いや、いや、やっぱり勤労者退職金のためのものだから、予定運用利回りはこれ以上下げられないと言われれば、ではその中でやるとするところというリスクがありますねとお示しをして、それで進めましょうという考え方なので。

要すれば、国債金利が下がればまた下げてもらわないとこういうリスクがありますよという議論になる。一方、今度は上がれば、ただ残念ながらストックの部分がありますから、下がるときにも今は国債金利はゼロ%だけど、ゼロまでは行かなくて、過去のものがあったて0.6%ぐらいで止まるのですが、今度は上がるときには一直線には上がらないで、過去

の分があるからそれは遅れますよねと。それは申しわけないけど、やっぱり安全に運用するためにはマーケットと同じようにはいかない。遅行性はありますよねということは説明しなければいけないのですが、そういう前提なのでですね。

○西川理事 ついでに申し上げますと、これまで私どもがお示しをしてきた資料というのは、議論の過程で選択の対象外になったものはどんどんそぎ落として資料を作っていますが、最終的に世間にこれを説明していくときには、ちゃんと今、代理からご指摘いただいたようなところも「検討しました」ということを示していく必要があるというのは本当にご指摘のとおりなので、今言っていたいただいたようなところをちゃんと研究した上で、対象をこちらに選択しましたというような資料は作っていきたいと思っております。

○水野理事長 ついでにこの機会に、せっかくこういう議論が出ましたので。

数字で、この前にもチラッと出しましたが、数字で出るとやっぱり1兆4,800億円の国債を買わなければいけないと。先ほど冒頭に申し上げましたように、今、トランプショックでマーケットがどうなるかわからないという、この辺の状況もある程度は見極めなければいけないのかなという感じが多少はしております、それはやっぱり政府系の機関でもありますし。この基本ポートフォリオの変更というのは結構、中退共の場合には注目されているようでもありまして、その辺をインパクトも含めてちょっとタイミング的にどうするかということは実は今、考えております。ロジカルに考えると0.6%に下げたいただかないと多分うちのモデルはなかなか苦しいのでありますが、あとは方法論としてはちょっと考えなければいけないなということが実はこの直近に思っていることで。まさか、こんなに相場が大きく動くとは思っていませんでしたので、その辺はもう少し慎重に考えなければいけないと思っています。

○村上委員長 ほかにいかがでしょうか。よろしいでしょうか。まだ回答が得られていない部分がありますでしょうか。

これはまた私がさらなる意見ということで申し上げますが、この資金性格を考えたときに慎重に運用しなければいけないということがある訳ですが、特に今、付加退職金の仕組み自体が非常に影響して、年々の利回りが余り振れることがよろしくない理由になっているのではないかと思うのですね。

と言うのは、例えばこの0.6%の期待収益率のこのポートフォリオで運用すれば本当に0.1~0.2%ぐらいしか振れないと思いますが、株式や何か他のもので2割ぐらいリスク性資産が入ると、いいときには3%を超えて、逆に悪いときには-2%になったりというように利回りが上下していきます。長い眼で見れば、そのほうが収益率が高くなる可能性が高いと思います。

ところが退職金制度として、年ごとに付加退職金をいいときにだけ出して、悪いときには運用利回りが低くても予定利回りは出さなければいけないということだと、非対称に付加退職金が支払われてしまうということになるのです。それはものすごく、加入者がいつ退職するかということによっても公平、不公平が出てくることになります。制度として

その辺のリスクが今の付加退職金の仕組みにあるのだらうと思います。そのようなことがなくて、もう少し長い眼で見てリスクを取ればいいというような性格になっていれば、また違った資金性格のもとにポートフォリオを組み立てられる部分が出てくるのではないかと思うのです。

○平嶋勤労者生活課長 実はこの間の部会でも、議事録を委員の皆さんが見て、付加退職金について問題だということになっているのでしょうか、というような質問があったのです。それは私のほうからは、いろいろな意見があつて、逆に付加退職金だけでいいのではないかという意見もありますし、いろいろな意見がありますみたいな。まだどちらかの方向にコンセンサスがあるわけではないのですが。

大事なことは今、部会のほうで合意しているように、3,500億円までは積んでおいてバッファを作りましょうということをしていきますので、それをしっかりと守っていくことが大事だと思います、というお答えをしたところだったのですが。付加退職金を完全に履行すれば、ゼロかマイナスしかないわけですから、蓄えは、そこに3,500億円のバッファを積んでおけば、悪いときにはゼロぐらいになって、いいときにはまた戻るということができるのではないかというのが私の認識で、その場ではそのようにお答えしたところでした。

○村上委員長 結局、予定利回りの1%は必ず払っていかなければいけないという前提があります。それに付加退職金がありますので、運用がいいときには合わせて2%配当を支払わなければいけない可能性がある一方で、運用がマイナスになったときには財政逼迫したとしても、結局1%はどうしても払わなければいけないということになります。そうすると、付加退職金まで入れると、運用で稼ぐ平均の利回りよりも退職金を払うほうが多くなってしまふという仕組みになっているのだと思います。そのあたりが理論的に釣り合っていないところではないかと思うのです。

○平嶋勤労者生活課長 もともと付加退職金が最初からあつたわけではなくて、途中から導入したわけですが、そのときには予定運用利回りをこまめに変えるのはなかなか計画が立てにくいとかそういうことがあるので、基本的にこれだけ払いますというところは確保して、あとは付加退職金で微調整していきましょうという発想だったと思うのです。それは多少はプラス面とマイナス面があるのですが。

○村上委員長 そうすると、加入期間によってある程度退職金に差が出てきます。それをどのぐらいの差にしておくかということで、本来は制度として余り有意な差がでないほうがいい、公平性があつたほうがいいということを考えると、余り振れの大きな運用を行うこと自体が制度として馴染まないのではないかということになってきます。それが1つ、リスクを取りづらいう理由になっているのではないかと思います。

○平嶋勤労者生活課長 3,500億円が積んであつても懸念は払しょくされないとお考えでしょうか。

○村上委員長 そうですね。これは図を描いてみるとわかってくるとは思います、付加退

職金はいいときには1%に上乗せして余計に出すのですが、悪いときには1%よりも下げて配当するということができないわけですね。ですから、運用としていいときと悪いときが左右対称に起こるとすれば、いいときだけ余計に出して、悪いときも1%は出すということになりますね。

○平嶋勤労者生活課長 長期的に1%を下回る運用が続くとすれば、ずっとマイナスになっていくと。

○村上委員長 例えば長期的に1%の運用をしたとします。そこでぶれがあるとすると、配当は1%より大きくなってしまいうわけですね。平均としては1%の運用しかできていないとしても、いいときにたくさん出してしまっていて、悪いときでも1%を配当として出しますから。

○平嶋勤労者生活課長 でも、いいときには積んでいくわけですよ。

○村上委員長 はい、積んでいきます。ただ、仮定として長期的に平均1%で運用できていたとします。それで配当率が何%になっていたかということを考えると、運用が悪いときでも、マイナスになったときでも1%の配当は行い、それで、良いときには2%とか3%の配当をしていることもあり得るということになります。

○平嶋勤労者生活課長 3,500億円が溜まるまでは2%、3%は配当しません。

○村上委員長 はい、現在の状況では配当はしません。ただ、バッファのことを除けて考えると、1%を目指した運用を行ったときに、平均運用利回りよりは付加退職金を加えた配当利回りのほうが大きくなるということになるのです。

○平嶋勤労者生活課長 バッファがなければですね。

○西川理事 こういうように考えるといいと思います。リスクは2つの種類があって、1つは大きな変動で発生するもの。もう1つは、普通の変動の範囲内で長く続いてじり貧になるものということだと思います。それで3,500億円というのは、あくまでもリーマンのような大きなショックがあったときのための備えであって、大きなショックはないけど、例えばじり貧状態が10年間続きますと言ったときの備えではないのです。極端に言う。そうすると、本来的にはいいときが10年続いたときの利益剰余金というのは、じり貧が10年続いたときのための備えとして取っておかなければいけないということなのだと思います。

それで今、3,500億円と言っても、それはあくまでもリーマンのためのものであって、長期じり貧状態のときの備えではないので、そういう意味で委員長がおっしゃるのは、例えばいいときに出てきたものは次の悪いときに備えて取っておけば、ずっとその予定運用利回りを安定的に維持できるのではないかと、そういう考え方だと思います。

○村上委員長 そうですね。平均で1%の運用しかできないのであれば、配当も平均で1%に止めないと財政が悪化していくわけですね。ところが、いいときだけは余計に上乗せしてしまっていて、悪いときはマイナスができないという仕組みになっていますから。

○平嶋勤労者生活課長 おっしゃるとおり、じり貧状態がずっと続くと、やがてなくなる

ということですね。

○水野理事長 もう1つ言うと、だから西川さんが言ったように、3,500億円はリーマンショックみたいなことが起こったときの備えですよ。そこで今度、備えがなくなってしまうと、次にマーケットショックが起こったときに、ある程度はリスク量を上げてリバランスと言うか、取りに行くことができない。そうすると、ますますじり貧に拍車がかかってしまうという、こういうことですよ、考え方としては。これは結構、大事なところなのでですね。

○江川委員 私も実は委員になったときに、最初にポートフォリオを見せていただいて、本当に国債ばかりなので、しかも退職金なので、考え方としては長期で利回りを出せばいいというものなのに、なぜこんなに国債が多いのだらうと思ったのですが、今の仕組みを聞いて、これはリスクを取らないしかないと言うか、リスクを取らない運用をしなさい、ということが構造的に義務付けられているのでこうなっているのだなということがわかったのです。

ただ、ちょっと心配なのは、もちろん前回の議事録にも書いてあるように、そういう構造であるということをしっかり説明しながら、いろいろな報告をしていかなければいけないのですが、やっぱり普通の人は予定利回りとポートフォリオだけを見て、どうしてこんなに国債に偏っているのかとか、公的な機構なのでそういう批判を受けてしまうとどうなのかということと。

それから、理事長がおっしゃっているように、今のこの仕組み自体が本当にこの機構のミッションに合っているのかという疑問がありますね。

○水野理事長 あともう1つ、あえて言うと、おわかりだと思いますが、積立方式なので、付加方式ではなくて。私の積んだ退職金をここに預けて、その分に運用利回りが乗って返ってくるという。退職金カーブもあり、完全にそうではないのですが、でも考え方としてはそうなので。そこはかなりリスクが取りにくいのです。

○末永委員 逆に言うと、この制度を利用している人は、退職金として積んだ金額以上の見返りを期待しているため、積んだ元本を割るようなことは絶対にあってはならないことです。

○水野理事長 そうなのです。

○末永委員 そこがこの制度の根本なのです。リスクは一定の収益を得るために取るわけですから、どの程度の収益または利回りを得るためにどれくらいのリスクを取ればよいか、ということだと思います。

それで先ほどの3,500億円というのは、累積赤字を解消するためリスク資産割合を増やすポートフォリオの見直しを行った結果の成果だと思います。したがって、期待収益率や付加退職金を現状維持で今後行うことになれば、3,500億円を食いつぶすことになると思います。そして、最終的には再び累積損の状況になり、ではリスクを取りますかという話になると思います。そういうことを繰り返してはいけないので、この3,500億円がある

うちにこの制度を健全に維持するためにはどういう運用すべきかが今求められていることではないでしょうか。

○水野理事長 全くそのとおりでございまして、そういう面で言うとかなり新しい試みをしているのですね。政府系機関としては。ですから、稗田代理がご心配になる向きも非常にわかるし、そういう批判はまともに受けなければいけないのですが、理事長としてはやっぱりこの仕事を引き受けた以上はここはやらなければいけないのではないかなという感じでございます。

○村上委員長 ほかにいかがでしょうか。

○徳島委員 保険会社の商品も、お約束している利率は常にこれは毎年付けなければいけない。それで、年によって更に利益が出たら配当をお出しするという仕組みになっているものですから、いろいろ不公平感が出てこないような仕組みという意味で、配当平衡積立金などの形でリザーブする仕組みを別途持っています。

そもそも予定利率のところもちゃんとお支払いができるように、責任準備金を積んでいますが、さらに金融庁からご指摘をいただいて、「ソルベンシーマージン」という形で上乘せのバッファーも積んでいます。こちらの機構の仕組みの場合には、バッファーの機能をすべて剰余金として積んでいるところでやっているという形になっています。これはもともと余裕がなかったために、別途の準備金や積立金を設けることができなかった。民間の保険会社は、損金参入を認めていただけない中でも法人税を払いながら積み立てをしておりました。こちらは、そういう枠組みのない公的な資金でいらっしゃるので、将来、もし本当に余裕ができたなら付加退職金付与を平衡化させるようなバッファー、リザーブを別途設けることをお考えいただいたほうがいいのかと思います。しかし、残念ながら今の運用環境から行くと、今ここで準備するという話ではありません。今は理事長が言われたとおり、リスクを抑えてダウンサイドの損失を出さない運用に取組んで、ここ5年、10年を切り抜けて行き、その後また金利が例えば1%、2%という時代が来たら、やっと新しい取り組みができるのではないのでしょうか。今のこの国内債券で利回りは稼げないという前代未聞の事態、この状況を乗り切るには、リスクは極力抑えるということしかないのかなと思います。

○村上委員長 ありがとうございます。ほかに何か今の議題に関連してございますか。

恐らく今議題になりました付加退職金の仕組みというのは、これからまた1つの課題として考えていく必要があると私も思っております。ですから、もっと均せる仕組みみたいなものを検討すること、運用がいいときが出て、悪いときには出ないというのは、退職金の制度としては余り好ましくないかもしれませんね。そのあたりをどのようにするかということとあわせて、またそこが変わるともしたしたら、ある程度は運用のリスクの取り方を変えていくことの出来る可能性があるかもしれない、とも考えます。

例えば、これは企業年金などでも最近、はやっている考え方で、当面、10年ぐらいのキャッシュフローには対応できるような安全資産を片方で持っておいて、将来を考えると

う一方ではやはり成長を目指す資産のカテゴリーがないと、いろいろな配当などを行う資産の充実がされていかないということで、そのような二元的なポートフォリオに切り分けて運用するというような、そのようなところも最近は出て来ています。今回は当退職金の性格から保守的なほうの選択をせざるを得ないということだったのですが、そのあたりも含めました引き続き検討課題がいろいろあるのではないかと思います。

ただ、やはりこのポートフォリオを見ますと、とても保守的に映るのは確かでございます。本当にこれだけリスク性資産の比率を抑え込んでしまうのがいいのかなということ、直感的に思わないではないのですが、先ほど江川先生からもご指摘がありました。そのあたりについては外部の方はもっとそのように思う人があると思いますので、よくよく説明ができるように整えておく、理論武装をしておくということも必要と思います。

あとは、資料のほかのところについては、どうでしょうか。今、リスクの取り方ということで全体の議論をおさらいをさせていただいたような形になってはいますが、6ページなのですが、新ポートフォリオの対外公表というのはやはり3月末、年度変わりの時点ということで意識しなければならないのでしょうか。というのは、なかなかボラタイルな市場の時期とか、2～3カ月、市場が低迷するようなこともしょっちゅうありますね。本当は株式はもっと時期を分散して、水準を分散して売却したほうがいいのかというように、このところの市場の動きを見ると思わなくもないのですが。そうすると、リバランスの時期が年度をまたいでしまうということにはなるのですが。

○西川理事 おっしゃるとおりでございます。本当に相場を見ながら決めていくしかないのかなということだと思っております。もし、どうしても実行が難しいようであれば、半年後ろで出すというような考え方も検討していかなければいけないと思っております。それで対外公表のタイミングについて、ちょっと法律的なことも考えなければいけないと思っておりますが、決めたものをいつまでに公表すべきなのかということだと思っております。GPIFさんなんかは逆に、市場へのプラスのインパクトを期待して早めにとというようなことをやられたのですが、当機構の場合には逆方向をやるわけですから、そういう意味から言うと性格的にはなるべく後出しをしてということになるのだと思っておりますが、さはさりながら常識の範囲内で、ということです。

○臼杵委員長代理 上がっているときがいいですね。上がっているときに、ばかだな～と言われるのが一番いいですね。

○水野理事長 そういう意味では今のようなときが良いと思います。

○村上委員長 あとは前回、委員からお話がありました、まずレンジをまず幅広くして、その幅の中で対応していくというようなことを少し考えてもよいかもしれません。

○臼杵委員長代理 これは乖離許容幅を変えるのは、やっぱり中期計画に入ってしまうのですか。

○西川理事 変えざるを得ないと思います。ただ、それを向こう5年間の恒久的なものというのと、この移行期間の特別枠というのは使い分ける必要があるかなと思います。特に

この国内債券の委託というのは、明らかに基本ポートフォリオと違うことをやる話になりますので、ちょっと移行期間特別ポートフォリオのようなものを。

○臼杵委員長代理 移行ポートフォリオを作るという例はよくありますけれどね。

○西川理事 図らずもそこに落ちていくということでございます。したがって、実行上の問題につきましては、量に対する対応としてはそういうようなことですし、あとは相場との関係、世間との関係ということで言えば、それはタイミングの問題というのが大きな問題になっていくかなと思います。

○臼杵委員長代理 株を売った時点で乖離許容幅を超えてしまうのでしょうか。下限を下回ってしまうのですか。

○西川理事 はい、そういうことです。もう9割方売れる格好になりますので、それはもう現行のポートフォリオから完全に逸脱するということになります。

○臼杵委員長代理 そういう形でリバランスルールとの整合性を保つのは難しいかもしれないですね、考えないと。

○水野理事長 そうなのですよ。

○西川理事 移行ルールのようなものを定めておく必要があるかと思います。

○徳島委員 実際に今回の被用者年金一元化の過程のときは、GPIFは許容乖離幅を一旦外すという方針を公表して、それでオペレーションをやっていたから、そういう余地はあると思いますね。

○村上委員長 そのあたりも含めまして、今後、詰めていく必要がありますね。ほかにはいかがでしょうか。

○徳島委員 あとは一旦、株式等を売却されて出てきた資金を、国内債券委託運用にシフトするという表現ですが、考え方はどちらも取れると思いますが、結局、今お持ちの委託運用そのものに持ち込むのではなく、恐らく別の新しいことに取組まれると思いますので、名前としては「国内債券委託運用」でいいと思いますが、むしろ先ほど臼杵委員長代理からご指摘のあったように、いわゆる移行ファンドみたいな形で別建てにし、そこでどういう債券を購入するかまたご検討いただく必要があるのかなと思います。

例えば、日銀のオペレーションで10年国債利回りは当面動かないと思うのであれば、全額10年新発国債を買ってしまうとやれば、比較的早めに一旦は債券で固定できると思いますし。足元はかなり日銀のマイナス金利以降の政策のお陰でセカンダリーの流動性は落ちていますので、昔の感覚では「こんなのは簡単に買えるよ」と言いたいところですが、資料に書かれているぐらいがマーケットの実勢だと思いますので、少し工夫をしていただく必要があるのかと思います。

○村上委員長 ほかにいかがでしょうか。よろしいですか。では、ほかにご質問、ご意見がなければ、「中退共基本ポートフォリオの見直しについて(6)」のうちの、まず資産構成の最終着地案、それから大きな基本的な方向性、これについては本運用委員会において了承することとしたいと思いますが、よろしいでしょうか。

○全員 異議なし。

○村上委員長 では、事務局におかれましては本日の議論を踏まえて、さらに詰めるべきところは詰めて素案の精緻化していただきたいと思います。よろしくお願いします。

それでは、「自家運用のシミュレーション」のお話をよろしくお願いします。

○西川理事 それでは資料4に沿ってご説明させていただきます。「自家運用のシミュレーション」でございます。今回、野村証券さんに無理を言って策定していただきました。前回はとりあえずということで、とにかく新しい延ばす部分が20年債だけで延ばしますという、そういう形でのシミュレーションをやらせていただいたわけですが、それを結果は2ページをご覧くださいますと、非常にこのように極端な凸凹した買い方になるわけですが、さすがに20年債だけというのはおかしいかなということで、4ページをご覧くださいますと、こちらは10年から20年まで既発債の残存期間をずらしていくような形で買っていく1つのシミュレーションでございます。ただ、ここについては左の赤い数字の1のところをご覧くださいますと、それぞれの年次の配分比率が長いものほど高くなると思うか、ちょっとゆがんだ形になっています。これは20年と10年が半々というような形で、前回試算したものと期待リターンを合わせるような格好で比較していただくために作ってもらったということでございますので、どうしても長いほうを少し厚めにしないと0.21%まで期待リターンが行かないということで、このような比率になっています。

それで、この0.21%というものにこだわらずにやっていたのが、次の5ページでございます。こちらにつきましては残存期間10年から20年までの国債を、等配分で投資していくというような形でのラダーを組むということでございます。虹色のように帯になっているのがご覧いただけるかと思いますが、2030年代の後半ぐらいからほぼ定常状態に入っていくというようなことでございます。このような形にしておきますと金利が上昇してきたときも、もちろんすぐにキャッチアップはできないのですが、毎年入れかわりがでてまいりますので、徐々にであります。世間の金利上昇にも少しずつ追いついていくことができるのかなと。前回お示しをしたような20年債で買ってしまおうと、あと5年しないと次のものは買えません、みたいな話になってしまってなかなかキャッチアップができないわけですが、きめ細かく買っていくことによってそちらの追いつくスピードも早めることができるのかなというように考えております。

ちなみに、この買い方でいきますと、赤い文字の2の、下から2行目に赤字で書いてございますが、一応これは1,540億円のキャッシュフローを想定しております。それで償還金は必ず必要なキャッシュフローは賄うことができるような形での購入になっております。今までは10年国債、10年間分のラダーという形だったわけですが、それにかわる、20年に延ばしたときのそれにかわるラダーとしては、これが私どもとしては一番穏当なのではないかというように考えている次第でございます。

ちなみに、その次の6ページは、10年債については根雪のように、今までどおりに10年のラダーとして持っていて、新たなところで既発債の年次分散をするというような形が

6 ページのやり方でございます。

この場合の考え方として、今回のポートフォリオの変更に伴って新たに加わってきたところだけを延ばすということなので、既存の部分については今までどおりということですから、負債の年次構造をどこまで反映させるかということですが、根底から反映させるという意味では5 ページのほうがリーズナブルなのかなと。ちょっと定常状態に入るまで時間がかかるのですが、手間もかかりますが、5 ページのほうが全体としての整合性は取れるのかなというように考えているところでございます。

簡単ですが、とりあえず以上でご説明は終わらせていただいて、ご質問を受けたいと思います。

○村上委員長 ありがとうございます。今のご説明の確認なのですが、この資料はいろいろ同じパターンの表が並んでいますが、この中で基本的には5 ページのところを軸として投資方法を考えていくということでございますね。

○西川理事 はい、そうです。

○村上委員長 では、今の点につきましてご質問、ご意見等はございますでしょうか。

○臼杵委員長代理 ちょっと確認なのですが、その後の8 ページにまた最適化の話が出ているのですが、この期待リターンを0.6%にしたというのは、この債券の長めのものを買っていくということは想定して、なおかつ0.6%にしたのですか。

○西川理事 この期待リターン「0.6%」というのは、想定していたかと言うと、もちろん想定していたということでございますが、これは予定運用利回り0.5%に、業務経費分の0.1%を載せたものぎりぎりの水準という、そういう話でございます。

○臼杵委員長代理 0.5%はどこから来たのですか。

○西川理事 0.5%は、現在の予定運用利回りが1%でございますので、どこまで下げるかと言ったときに、切のいいところと言うか、わかりやすいところで「0.5%」という話です。もちろん、制度的に0.8%がだめだということでもありませんし、0.3%がだめだということでもありませんが、わかりやすいという意味では「0.5%」かなと。

○臼杵委員長代理 わかりました。私は債券の長期化を想定していなくて0.6%なら、これを入れると利回りが上がるのだから0.7%じゃないのかな、という議論が出てくるのか、そういう議論をする余地があるのか思ってちょっと確認したかったのです。

○西川理事 そういうことではございません。

○村上委員長 ほかにいかがでしょうか。

○西川理事 そういう意味では、今、言及していただいたように、8 ページの最適化結果のところと言うと、1の期待リターン0.6%の④ですね。これが5 ページのポートフォリオの配分方法に相当するものでございます。ほとんど今まで見てきたものと変わらないかなと。国内株式0.69%と言っていたものが「0.7%」になっているということでございますし、外国株式も四捨五入すれば今までも0.4%でございますので。最適化結果は大きくは変わっていないということでございます。

○村上委員長 よろしいでしょうか。ほかにご質問、ご意見等がなければ、ただいまのご説明、これは議題3の中の「中退共基本ポートフォリオの見直しについて(6)」の一部分ということでございますが、自家運用の今後の組み立て方の方向性について、運用委員会として基本的な方向性を承認させていただくことにいたします。また、事務局におかれましては今の議論を踏まえて、さらなる情報収集と素案の精緻化をよろしくお願いいたします。

では、次にご質問、ご意見がなければ「中退共基本ポートフォリオの見直しについて(6)」の中の議題で、「積立比率のシミュレーション」のご説明をお願いします。

○西川理事 はい、それでは資料5に基づいてご説明させていただきます。技術的なことは野村証券さんにご説明いただくとして、これは以前、臼杵先生に積立比率の将来像のようなものも示すべきではないかと、利益剰余金の部分の将来像についても示すべきであろうというご指摘をいただきましたので、それにお答えする形で試算をしてもらったということでございます。

結果としては8ページに、「期待リターン0.6%」とした場合の利益剰余金の将来推移についての試算結果が、左側の下のグラフでございますが、10ページには「期待リターン1.1%」にした場合の、同じく利益剰余金の将来推移がお示しをしてあるということでございます。以前は村上先生にお示しをさせていただいたような利回りについての広がり具合という格好でお示しをしたわけですが、今回は利益剰余金について似たようなものを、将来の時系列のシミュレーションという形でお示しをしているわけでございます。

やはりと言うか、予想どおりと言うか、8ページをご覧くださいますと、利益剰余金については期待リターン0.6%であれば増えていくというような結果はないわけですが、さはさりながら、ほとんど減らないと言うか、横ばい状態で推移する確率が非常に高いと、余り振れがないということがご覧いただけるかと思えますし、少なくとも欠損金に行くということはほとんど考えられないというのが現実ということでございます。

10ページの1.1%のリターンで見ますと、5%マイルではございますが、最悪のケースの5%ぐらいの確率では、欠損金に2020年、あと5年後に欠損金に入るとすることも想定し得るということでございます。

ちなみに12ページに、現行基本ポートフォリオの場合という試算結果がございますが、その場合には最悪ケースでいきますと、累積欠損金が3,000億円というようなことが想定されるということでございます。これはリーマンとかそういうことではなくということでございますので、じり貧最悪ケースというようなことかなというようにお考えいただければ良いかと思えます。

あとは野村さん、何か追加でこれだけは言っておきたいことがあれば。

○臼杵委員長代理 これはさっきの付加退職金も、今のルールで払ったらという前提で計算されていますよね。

○野村証券・高松 はい、そうです。前回の議論でダウンサイドリスクを確認するという

意味合いで、各ページに積立金が枯渇する確率、あるいは1,000億円を下回る確率を示してあります。例えば8ページの上の右側の表は、剰余金額が一定金額を上回る確率、ちょっとわかりにくいのですが、左側の一定金額を下回る確率というのをご覧いただきますと、期待リターン0.6%の場合には利益剰余金が枯渇する確率も、1,000億円を下回る確率もゼロだということになります。これに対して10ページの期待リターン1.1%の場合には、利益剰余金が1,000億円を下回る確率が5年後に17.6%、あと枯渇する確率が7.7%ということなのです。

それで12ページの現行基本ポートフォリオではさらに枯渇する確率、あるいは一定金額を下回る確率が上がるということで、確かに基本ポートフォリオのリスクを抑えることでダウンサイドリスクも抑制されるということがシミュレーションからも明らかになったということでもあります。

○臼杵委員長代理 今のポートフォリオだと付加退職金は多分ほとんど払っていないですよ。実際には。

○野村証券・高松 0.6%の場合はそうです。7ページのグラフの真ん中です。ここに責任準備金と負債が載っていて、直線なのは分布していないというのは、付加退職金がないので見通しどおりに負債は行っていると。一方で、9ページや11ページだと、真ん中のグラフが分布しているのは、資産上側に分布した場合には付加退職金を払うので、負債も上側に延びる分布ができる。そういう図になっています。

○村上委員長 この9ページが先ほど議論になっていた、ある程度はこの付加退職金がいろいろぶれると、一番右のほうに、逆に資産総額を責任準備金で割ったのが下のほうに行く可能性が大きくなってくる、そういう解釈ができると考えてよいのですね。

○野村証券・高松 はい、そうです。

○平嶋勤労者生活課長 これはどういうルールで置かれているのですか。付加退職金のルールは。

○野村証券・高松 現行のルールどおりに、5ページにまとめてあるのですが、中退共制度の付加退職金のルールそのものです。

○臼杵委員長代理 払ったキャッシュアウトではなく、責任準備金を載せているのですよね。

○野村証券・高松 そうです。先ほど言ったように、剰余が出ると、一旦その半分を付加退職金の責任準備金に積むと。ただ、翌年にそれが仮に損失が出たとしても、それを取り崩すことができないので、そういう意味では明らかに非対称になりますから。そこは確かに検討の余地があるような気がします。

もともと一番最初に制度を作ったときには、多分、安全性資産で予定利率を賄えると。それがまずあった上で、それでリスク性資産も含めて全部の剰余は半分残しましょうと。還元しましょうと、こういう発想があったと思うのです。

ところが今は、その安全性資産の予定利率すら賄えないと。したがってリスク性資産か

ら出た剰余で予定利率を賄わなければいけないと。こうなると、先ほど委員長がおっしゃったように、剰余が出たときにはそれを取っておいて、損失が出たときにはそれで埋めるというそういう仕組みにしておかないと多分なかなかうまくいかないはずだと思います。

ところが付加退職金制度が残っている関係で、剰余が出たときに半分は責任準備金に積んでしまうと。そうすると、その翌年に仮に損失が出たときに、それを埋めようと思っても半分はもう責任準備金に行っていますので埋められないと、こういう構造になっていたと思います。なので、そこは予定をより下げること、また昔のもともとの発想の構図に近くなると、こういうことになると思います。

○平嶋勤労者生活課長 じり貧の状態のときに問題だという話があったけど、それはじり貧状態にならないように予定利回りを下げることで。

○野村証券・高松 じり貧状態というのは、もう少しわかりやすい表現をすると、多分、安全性資産、要するに債券で予定利率を賄えると、そういう状態がまずベースにあるということ。そこが崩れると、やはりじり貧状態というか、そういうリスクが出てくると。そういうところが問題なのかなと思います。

○臼杵委員長代理 これは今は予定運用利回りは0.6%で、他にどういう前提でシミュレーションをやっているのですか。

○野村証券・高松 そこは0.6%とか。

○臼杵委員長代理 期待リターン側はそうですが、負債側の。

○野村証券・高松 1です。そこは中退共のほうで予想していただいた次の予測値を使うことになります。

○臼杵委員長代理 だから逆に、もし予定運用利回りを下げてきたら、もしかすると付加退職金が出るかもしれないのですね。

○野村証券・高松 予定利率自体を下げた場合は、それはそうです。

○臼杵委員長代理 でも、ポートフォリオ自体がそんなにリスクがないから、付加退職金が出る確率もそんなに高くはないし、出てもそれほど大きな金額にはならないだろうと。

○野村証券・高松 はい、そうですね。

○村上委員長 ほかに何かご質問はございますでしょうか。

○臼杵委員長代理 どうもありがとうございます。よく出ていると言うか、よくわかると言うか、さっきの議論とちょっと繋がるのですが。

おっしゃるように世の中的には金融庁なんかも、長期投資家は皆さんリスクを取りましょう、みたいな方向で今は行っていますので、おっしゃるようにまさにちょっと世の中と反対の方向に行っているんで、それなりの説明は多分必要で。だから、むしろ相場感とか株価が下がるというような話じゃなくて、やっぱりさっきからおっしゃっているように、末永委員もおっしゃったように、やっぱり「退職金を確保する」というところがこの制度の根幹なのだということ。だから、それをステークホルダーも皆さん認めているというところが一番大きな理由だと思うのです。その中でやっぱり付加退職金という制度があるこ

とによって、リスクを取るとそれは本来の趣旨と逆方向に行く可能性があつて。

それで確かにバッファがある、そのためにバッファは積んでいるのですが、ただ、今の債券マーケットがすごく金利が下がってしまったので、バッファをリスクバッファ、短期的なリスクバッファではなくて、長期的な逆ザヤに対するバッファとして使いましょうというのが今回の趣旨だと思うのですよ。

○平嶋勤労者生活課長 それは長期的に食いつぶすようであれば、やっぱり利回りは下げなければいけないと。そっちのほうだと思います。

○臼杵委員長代理 そうです。だから、それはいつできるのですか。(笑)「システム」とこの前おっしゃったのですが、変更は大変なのですか。

○西川理事 結構これが大変で、過去の例でも大体1年かかっています。しかも、変えるたびに算定方法が複雑化していきますので、変更の度に倍々にステップ数が増えていくという、そういうような構造になっていまして。

さらに、予定運用利回り改定にだけ対応すればいいということなら比較的簡単なのですが、例えば生前御退位の話が出てくると、元号対応をしなければいけないという話になってくるのですね。それで元号対応というのは、中退制度のシステムの根幹部分で、そこをいじくしなければいけません。その作業を今の報道ベースで行くと、30年の1月までにやらなければいけない。それと並行的に本当にできるのか、というようなことから検討しなくてはならないのが実態です。実は予定運用利回り改定への対応の所用期間については、もう半年ぐらい前から専門家に検討を依頼しているのですが、そういう中で元号問題がパツと飛び込んできた訳です。2つの作業を並行的に果たして走らせられるのかについては、プログラムまで降りていってチェックしないとわからないということなので、今は突貫工事で検討していただいているのですが、正直、今いつまでにできるというようにご回答できるような状態にないということです。

○末永委員 それはいつ頃作ったシステムなのですか。要するに、システム自体はこれまでも修正の繰り返しで維持しているのだと思いますが、開発当初から関わっている人は、職員やメーカーの中にいるのですか。

○西川理事 ありがたいことに今の業務運営部長と、それからシステム管理部長もシステム構築に携わった人間です。前回の利回り改訂時には、今の部長方が自分でプログラミングをしたものなので、そういう意味では間に合ったと言うことかと思います。

○水野理事長 全ての体制がそういう面で言うと、リスクを取って機動的に動く体制にはまだなっていないのです。だから、それも全部踏まえた上で、体制を整えないで出ていくというのは非常に危ないかなと思っています。ただ、そうは言っても再来年の4月1日を目処に相当やろうと思っはいますが。

○村上委員長 そちらのほうはぜひよろしくお願ひします。ほかには、よろしいでしょうか。ほか質問、ご意見等がなければ、「中退共基本ポートフォリオの見直しについて(6)」のうちの、「積立比率シミュレーション」の結果については、事務局におかれましては本日

の議論を踏まえて、このシミュレーションの結果をどのような形で対外的な説明に使用するか、またその説明にどのように活かしていただくかということにつきまして、検討を進めていただくようお願いいたします。

このシミュレーション結果のみならず、本日の議論の中で出たところ、資金性格についてのご説明は結構重要になると思います。ぜひよろしくお願いいたします。

それでは、本日の特にこの議題ということではなく、その他全般的なご質問とかご意見はございますか。なければ事務局から次回の委員会についてのご報告をお願いします。

3. その他

○松永運用リスク管理役 次回の資産運用委員会は従前、2月7日に開催する旨お知らせしておりましたが、大分間隔も空いてしまいますので、それまでに1度、引き続き「基本ポートフォリオの見直し」に係るご審議をお願いできればと考えております。できましたら12月に開催させていただきたいと思っておりますが、具体的な日程につきましては後ほど皆様のご予定をお伺いさせていただき調整いたしますので、ご協力のほどよろしくお願いいたします。たびたびの開催となり大変恐縮ではございますが、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何かご質問、ご意見等はございますか。当初の予定のままだとだいぶ間隔が開いてしまいますが、これは今年度の重要テーマであって期限があるものですからやむを得ないと思いますので、そのあたりは間隔を詰めて議論してまいりたいと思います。

ご質問、ご意見等がないようでしたら、それではこれをもちまして資産運用委員会を終了します。ご協力、どうもありがとうございました。

(了)