

## 平成 28 年度第 7 回資産運用委員会議事録

開催日：平成 28 年 12 月 27 日（火）

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 皆様、おはようございます。それでは、出席予定者が皆様おそろ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 5 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。

ただいまから平成 28 年度第 7 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、暮れも押し詰まったところで、慌ただしい時期に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。

4 月から 9 か月間に 7 回という大変な頻度でご審議いただけてまいりましたけれども、中退共の基本ポートフォリオの見直しですが、当機構の特性、制度による制約条件を委員の間で共有した上で議論も集約してまいりましたので、年が変わるこの時期を一つの節目と考えまして、新しい基本ポートフォリオを決定できればと考えております。

さらに、技術的な問題も専門家のお立場から議論を尽くしていただいたと思っております。したがって、本日ご審議いただく内容は、基本ポートフォリオの見直しにとどまらず、将来の方向性を含めたこれまでの議論の集大成についてお諮りさせていただきたいと思っております。大変恐縮でございますけれども、年の瀬にもう一踏ん張り、平成 28 年の掉尾を飾るご議論をお願いいたしまして、私からのご挨拶とさせていただきます。どうぞよろしく申し上げます。

○高澤資産運用部長 それでは、資料の確認をお願いします。

まず 1 枚目、座席表。2 枚目が議事次第。3 枚目以降が左とじになっております。右上に資料ナンバーを振っております。

資料 1 - 1 「平成 28 年度第 4 回資産運用委員会議事録要旨（案）」。

資料 1 - 2、同じく議事録（案）。

資料 2 - 1、1 枚物でございますが「基本ポートフォリオの変更について（1）」。続きまして、同じく（2）。

資料 2 - 2 の付随資料としまして、別紙をまとめたものを一覧として用意させていただいております。

資料 2 - 3 「現行の乖離許容幅・リバランスルール」。

資料 2 - 4 「パッシブ・アクティブ比率の考え方」。

資料 2 - 5、3 枚物で一くくりになっております。「自家運用における債券購入方針の変更について」。

資料 2-6「中退共の資産運用に関する基本的考え方と運用体制について」。同じくその別紙が 1 つございます。

参考 1-1「積立比率シミュレーション、テールリスク検証（金利シナリオ：横這い）」でございます。

同じく金利シナリオ：内閣府ベースラインケースとしまして参考 1-2 を用意しております。

参考 2「許容乖離幅・リバランスについて（理論モデル）」。

参考 3「合同運用資産の運用ガイドライン（案）」。

以上で委員会の資料は終わりますが、そのほかに最後に 1 枚、中退共運用の 12 月 19 日現在の数字をご用意させていただいています。

資料関係は以上でございます。足りない方ございましたら、お申し出ください。よろしいでしょうか。

それでは、これからの議事を委員長にお願いいたします。よろしくお願いいたします。

○村上委員長 本日もたくさんの資料が用意されておりますので、議事進行につきまして円滑に進行しますよう、皆様方のご協力をお願いいたします。

それでは、次第に沿って議事を進めてまいります。

議題 1 は「資産運用委員会議事要旨及び議事録の確認」です。事務局からご説明をお願いします。

○松永運用リスク管理役 資料 1-1「平成 28 年度第 4 回資産運用委員会議事要旨（案）」、資料 1-2「平成 28 年度第 4 回資産運用委員会議事録（案）」をご覧ください。

恐縮ですが、この議事要旨（案）、議事録（案）につきましては、次回を目途に修正の要否についてご確認いただき、事務局のほうにご連絡くださいますようお願いいたします。

その次回の開催時期でございますが、後ほど本日の審議の中でご相談させていただく予定ですが、1 月中に開催をさせていただくことを考えております。詳しくは後ほど理事の西川のほうからご説明をさせていただきます。

いずれにしましても、全委員に問題のないことを確認いただけましたら、次の資産運用委員会にてそれぞれ最終案として報告させていただきます。

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

ないようでしたら、この議事要旨、議事録については次回の委員会で承認するというごこと、各委員においてはご確認の上、何かございましたら事務局のほうへご連絡ください。よろしくお願いいたします。

それでは、本題の議題 2「中退共基本ポートフォリオ見直しについて」の審議に入ります。

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タント業務を受託されている野村證券株式会社さんから、高松さん、西内さん、添石さんにご陪席をお願いしております。よろしくお願いいたします。

では、事務局のほうから資料のご説明をお願いいたします。

○西川理事 それでは、私からご説明をさせていただきます。本日、幾つか資料がございますので、幾つかのパートに分けてご審議をいただきたいと思っております。

まず初めに、基本ポートフォリオ見直しの内容及び時期に関して2つの議題を提出させていただきます。1つは、前回の資産運用委員会でご承認をいただきました基本ポートフォリオ変更案についての実施見送りについて、もう一つは、見送る計画に代えて実施する新たな見直し案についてでございます。それぞれ資料2-1及び資料2-2によりご説明をさせていただきます。

その次に、資料2-3、資料2-4によりまして、基本ポートフォリオにおける乖離許容幅とアクティブ・パッシブ比率について、現行制度及び当該制度導入時の考え方のご説明と、今回見直しにおける方向性について、ご説明をさせていただきます。

その次の議題といたしましては、年度内の平成29年1-3月の自家運用計画についてでございます。委託運用部分の基本ポートフォリオ変更に着手することにあわせて、自家運用につきましても、負債の期間構造見直しを踏まえた運用方法変更に年明けから着手したいというふうに考えておりますので、その具体的な内容について、資料2-5によってご説明をさせていただきます。

最後に、この後の審議において基本ポートフォリオの変更内容についてご承認をいただければ、本日は基本ポートフォリオ変更に着手する節目の日ということになりますので、これまでの議論のポイントをまとめた覚書を資料2-6として作成をさせていただきます。内容をご紹介して、認識の共有を図らせていただきたいというふうに考えております。

なお、この覚書につきましては、これまでの議論の総括に加えて将来展望についても言及をさせていただきます。

それでは、まず、基本ポートフォリオ見直しの内容及び時期に関してご説明をさせていただきます。

資料2-1をご覧ください。1枚紙になります。「基本ポートフォリオの変更について(1)」でございます。ちなみに、この基本ポートフォリオは合同運用資産分でございますので、林退共の分も含んだものというふうにお考えいただければと思います。

議題といたしましては、平成29年第6回、前回の資産運用委員会におきまして事務局が提案いたしまして、委員会でご審議、了承いただきました「基本ポートフォリオを、平成29年4月1日付で期待収益率0.6%となるように変更する」という計画を当面見送りたいと考えていることでございます。

事由につきましては、厚生労働省の労働政策審議会勤労者生活分科会中小企業退職金共済部会、以下いつものとおり「労政審」と略させていただきますが、労政審との関係の精査に基づくものでございます。具体的には下記のとおりでございます。

前回の資産運用委員会では、予定運用利回り引き下げを待たずに、基本ポートフォリオ期待収益率の0.6%への引き下げを、厚労省の了承を事前に得られれば、4月1日付で実

施したいというふうにご提案をしたところでございます。

本件につきましては、基本ポートフォリオの決定は機構の専権事項であります。期待収益率の0.6%への引き下げは予定運用利回りを下回る形になるため、中期目標との整合性の観点から厚労省の事前了解をとる必要があるというご説明をさせていただいたところでございます。

しかし、その後、機構と勤生課の間の協議の中で、労政審との関係を精査いたしましたところ、基本ポートフォリオの期待収益率の0.6%への引き下げは、労政審により予定運用利回りの引き下げが決定された後に行うことが適当であるとの結論に至ったため、この変更につきましては当面見送る、というご提案をさせていただくということでございます。

仮に労政審が来年度以降、予定運用利回りの見直しについてご審議され、そこで引き下げが決定されたのであれば、その段階で改めて0.6%への引き下げということを検討する、そういう形にさせていただきたいというふうに考えております。

労政審で方針さえ決まれば先行実施も可能ということではございますけれども、いずれにいたしましても、ここは方針が決定された時点で改めて当委員会にてご審議をいただきたいというふうに考えております。

以上が議題の第1でございます。恐縮ですが、ここで一回ご審議をいただければと思います。よろしく願いいたします。

平嶋課長、日程感について少し補足をいただければ。

○平嶋勤労者生活課長 おはようございます。前回までのお話の中で、基本ポートフォリオを0.6%に引き下げることについて、中期目標を前提に運用するというのを一時的に逸脱することになってしまうわけですが、これが一時的ということで許されるかどうかについて省内で調整したいということをもつて1つ目の○のところでは申し上げたと思います。その後、書いてありますように、諸情勢を踏まえまして、機構とも相談しながら、労政審の決定前に引き下げることは見送ったほうがよかろうということになっております。

労政審の議論は、これから年度末にかけては付加退職金の論議が行われるわけで、通常ですと夏頃にこの手の運用利回りに関する議論が行われるということでございます。金融情勢の状況などを踏まえながら、今後検討していきたいということでございます。

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

○臼杵委員長代理 総論としては、世間的にはかなり受け入れやすくなったのではないかなと思います。今までは累損があったのでかなりリスクをとったけれども、累損がなくなったので本来の予定利率の目標に合わせた運用をしますということであると、余り目を引くこともないでしょうし、リーズナブルかなというふうに受け取られるのではないかなと思います。

あとは、今後の課題としては、0.6%に下げる根拠みたいなものをどうやって作っていくか。労政審が夏から秋にかけてあるのだったら、そういうことかなと思うのと、あと細か

い点ですが、別紙1-1の資産売買の規模の大きさというのは、どれを見ればわかるのですか。

○西川理事 これは大変に失礼しました。

○臼杵委員長代理 逆に言うと、この売買規模が、期待リターン0.6%のときと1.1%のときでどのくらい違うのかというのが見たいなというか、わかるといいなと。

○西川理事 添付したつもりでしたが、すみません、漏れてしまったようです。追加で配らせていただきます。大変失礼いたしました。

ちなみに、0.6%の場合ですと、国内株式の3,300億、外国債券が2,900億、外国株式が3,200億それぞれ売却されるような格好になっておりました。1.1%の場合どうなるかと申しますと、国内株式の売却額は500億、外国債券は1,200億買い増しというような格好になった上でヘッジをする。外国株式は1,900億の売却でございまして、3分の2ぐらいに金額が減ります。

一番大きいのが国内債券のところございまして、自家運用のところ、0.6%のときには1兆4,800億円買い増す。これはリスク資産を売る分自家運用を増やすということでしたが、今回は、自家運用部分については逆に300億円売るといった格好になっておまして、ほとんど金額は目立たない格好になります。

○村上委員長 では、審議を続けさせていただきます。ほかに何かご意見等ございますでしょうか。

○江川委員 感想ですけれども、私も今回の決定に関しては賛成ですし、そういう形で進めていただくのはよろしいかと思えます。ただ、西川さんからメールをいただいて、今回の決定で大きな問題も生じないということで、その面でもよかったなと思っているのですが、私も退職金の制度についてはほかの委員の皆さんほど詳しくないので、あくまで一国民というか、1人の市井の人間としての感想ということでお聞きいただければと思うのですが、実際の決定が2年以上先になってしまうということは、ちょっと驚きまして、予定利回りというのは非常に重要なことなので、労政審で決定するというのは当然のことだろうと思う反面、金融環境が安定した時期と今の環境は相当違うということもございまして。今後運用の体制なんかを見直していかれるということも考えておられるので、その中で、例えば労政審と機構の役割分担とか、あくまでも決定は労政審にしても、もうちょっと機動的に動ける体制をそちらに備えておくとか、そういうこともあわせてご検討いただけるとよろしいのではないかなと思いました。

○末永委員 私も江川先生と同じようなことを感じました。金融環境の変化が激しいなか時間軸としては非常に遅いですね。早め早めに動かなきゃいけないときがあるはずですが、それを、国会が終わって、担当者がかわって、それで新たな労政審が行われるとか、そういうスケジュールでいくと手遅れになることがあると思うのです。

その点は、緊急措置的な手当をを考えていただかないと、運用しているサイドは、みすみす損するのをわかっていても動けない、そういう事態が生ずることがあると危惧します。

今回は私もこれでいいと思いますけど、江川先生がおっしゃったように、なるべく機動的に動けるような仕組みを考えていただかないといけないと思います。

○稗田理事長代理 実際の引き下げにはうちのシステムの要素もあるのですよね。時期の話は。

○西川理事 はい。2年といいましても、そのうちの半分以上はシステム対応と周知に要する期間です。従来は、この期間にシステム対応と周知活動を並行的に実施していたということです。周知活動については、特に引き下げの場合は、計算方法等の技術的周知に加え、納得を得るための説明、さらに種々の書類の刷り直しなど、そうした一連の手続きを含めると最低でも1年間ぐらひは期間が必要ということでございまして、特に引き下げのときは慎重に進める必要があると考えております。ですから、2年という長いようですが、実質的には審議の期間はそんなに長くとっているわけではないというふうにお考えいただければと思います。

○平嶋勤労者生活課長 今のご説明のとおりなのですが、予定運用利回りを下げるのには、その議論を2～3か月やって、政令の準備をして、それから周知をするということで、大体1年ぐらひかかるということですが、ポートフォリオ自体を見直すのは1年待ってとまでは申し上げておりませんで、議論が終わって方向性が決まったら、ポートフォリオを見直すのは構わないのではないかとというのが私どもの見解です。これは来年の議論になっているというのは、まさにシステムの問題があつて今年は議論しなかったということです。

○水野理事長 今まさに江川委員、末永委員からご指摘があつたのは、金融業務を行う機構だとなれば当然のことながらスピードが必要ですよと。現中期計画の中では金融業務を行うということになっているのですけれども、うちのシステムのスピードの問題も含めて、必ずしも制度的にそこまで追いついていないのが実態であります。今のご発言は本当に重く受けとめていまして、来年から中期計画の議論が厚生労働省と始まりますけれども、うちは金融業務を行うのですね、となるとスピード感は必要ですよ、それについていえば制度的な問題はあるよね、さらに言えば、システムが追いつかないというのは、ある意味ではお金がかかっていないからだねと、後でシステム経費の問題も出ますけれども、そこまで踏まえて議論させていただきたいなと。

ただ、今回に限って言えば、これは労政審が決めることで我々は何とも言えませんが、来年もし引き下げが労政審で決まれば、施行までの間に引き下げることは可能は可能、ポートフォリオをいじることは可能です。その場合、1.0%の予定運用利回りに対して0.6%のポートフォリオをもし組むとすると、0.4%最初から損失が見えているという問題はあるのですけれども、大きなクラッシュには対応できるかなと考えております。

○徳島委員 今回のご提案の取り組みということで特に違和感はございません。ただ、1年程度後に改めて予定運用利回り0.6%の基本ポートフォリオをご議論させていただくこととなります。当然、これまでに議論したものをそのまま使うという環境にはないと思

ます。今回議論の過程でいろいろな課題も出てきて、とりあえず当面ではできない対応というのも多々ありました。

後ほど中期の運用体制ということでご議論されることになるわけですが、改めて予定運用利回り 0.6%でふさわしいポートフォリオについて、先送りした課題への対応を含めてまた次年度以降議論させていただけたらと思います。

○村上委員長 私から何点かお話しさせていただきます。

まず1つは、今お話がいろいろありましたが、予定運用利回りを引き下げるのは実務上で1年、2年かかるということに関してです。と言いますのは、1年前の環境を考えてみますと、1年という期間の間にはかなり環境が変わっている可能性があるという中で、周知する期間もどのような市場経済状況になっているのか、そのあたりの問題があるかと思えます。そこで、1つは、前にも申し上げたことがあるのですが、予定運用利回りを変えるか変えないかを議論しなければならないトリガーみたいなものを労政審とも共有できておくというのではないのでしょうか。国債利回りと予定運用利回りがこれくらい離れたら協議に入る必要があるというみたいなことで、それが共有できていないと、その都度何か協議に入る動機が必要になるということになります。そのところがまず1つ目です。機械的に予定運用利回りを変えるというのではなくて、そのような議論が必要となる何らかのメルクマールが必要に思います。

それから、当委員会としては、一旦前回で決定した事項、承認した事項について、また途中で少々立ち止まるような形になりますけれども、このように資金性格を踏まえてあるべき姿を議論して将来の方向性を見据えたことは、今後非常に生かせることなのだろうと思います。ただ、今のご説明にあったようないろいろな諸制約があるということも、もう少し委員会で詰められなかったのかなというところは、総括すべき点として、またそれも今後生かしていけばよいのではないかと思います。

そのようなことで、委員の皆様からもこの方向でということでご意見がございましたので、当委員会として了承することにしたいと思います。

それでは、次に資料2-2について、事務局からご説明をお願いします。

○西川理事 資料2-2のご説明をさせていただきます。

議題を2つ含んでおります。1つ目は、基本ポートフォリオの資産構成を別紙2-2のとおり変更することということでございます。

資料2-2という横長の12枚ほどの資料がございます。その別紙1をご覧くださいと思います。

別紙1の下段の「最適化結果」というところで黄色くハイライトされているところがございますが、こちらが期待収益率 1.1%を前提に最適化した新しい基本ポートフォリオの構成比になっております。左のほうから参りますと、期待リターンが 1.1%の場合、この場合リスクは 1.88%、構成比につきましては、自家運用の国内債券の既存部分が 59.6%、新規では特に購入はいたしません。国内債券の委託運用が 20%、国内株式が 7.2%、外国

債券が、これはヘッジを付けないオープン外国債券はなくなりまして、そこから2つ右に飛んでいただくとヘッジ付き外国債券が9.9%ございます。それと、左に戻って外国株式が3.3%ということでございます。

2行下に動いていただきますと、やや太字の黒い文字で現行基本ポートフォリオの比率をお示ししてございます。リスク資産のところでは申し上げますと、国内株式が現行の7.7%から7.2%に1割弱減少するような格好でございます。外国債券につきましては、今の7.7%が9.9%でございますから3割ほど増える。ただ、その場合にヘッジをかけるということです。外国株式が一番減少幅が大きくて、7.7%から3.3%に減少するという格好でございます。

ちなみに、ストレステストの結果を右側にお示ししてございます。これは金融ショックの想定損失額で、サブプライム問題とリーマンショックが起こったときと同様の相場変動が起こったとき想定される損失額の試算値でございます。現行のポートフォリオでは3,500億円強ですが、期待収益率を1.1%まで落としたポートフォリオですと2,000億円強ぐらまで縮小する形になっております。

ちなみに、2ページ先に進んでいただきまして、別紙3でございます。前回、下方リスクについての試算を野村さんにさせていただいたわけですが、下方リスクの中で循環的な変動による5年間の目減り分の一番大きな5%tileでの目減り額が、循環的変動リスクの②に示してございます。金利横這いシナリオでお示ししますと、金融ショックの発生リスクが、今申し上げたとおり現行基本ポートフォリオだと3,500億、新基本ポートフォリオだと2,000億になっています。循環的変動リスクで言いますと、現行基本ポートフォリオが5,500億弱であるところが、新基本ポートフォリオだと3,000億強ということです。合計いたしますと、現行基本ポートフォリオですと、5年間ずっとじり貧状態が続いた上に金融ショックが起こると9,000億円ぐらいのロスが出る、新基本ポートフォリオの場合ですと5,000億円程度のロスが出る、という計算になります。

元のページに戻っていただいて、「期待収益率算定は、金利横這いシナリオに基づくものとする」と書いてございます。金利以外の想定につきましては、内閣府のベースラインの想定に沿っております。これまでの審議の過程で、金利シナリオについては横這いを採用するという話になったわけですが、こちらに内閣府のベースラインによる金利上昇シナリオを採用した場合の試算値の比較をお示ししてあります。

別紙2が金利が上昇するケースについての試算値で、この場合ですと自家運用のところの収益率が上がりますので、同じ1.1%の期待収益率を得るためには、それほどリスクを取らなくて済むような格好になりますので、その分リスク資産が減るような格好になっております。端的に申し上げますと、国内株式が、金利横這いシナリオの場合は7.2%だったのが5.5%まで落ちる。その分、安全資産に近い格好になりますので、ヘッジ付き外国債券の比率が9.9%から20%強まで増えるというようなポートフォリオ構成になるわけでございます。



ちなみに、もし期待していた金利が上がらなかったらどうなるか。シャープ比の横に「期待リターン（横這い）」という欄がございますが、この 0.99%というのが金利が案に相違して横這いになってしまった場合の期待収益率になります。つまり、1.1%で回すはずだったものが1%弱になりますので、赤字が出る格好になります。ただ、金融ショックの想定損失ということでいえば、当然のことながら、リスク資産が少なくなっておりますので、金融ショックのときの損失は小さくなるような格好になっております。

どちらをとるかということでございますけれども、2ページ先に進んでいただいて、別紙4に最近の内閣府の経済見通しにおける金利想定の変遷といったものをお示しさせていただきます。2014年7月以降の見通しが示されているわけですが、このところは上昇のシナリオがずっと下振れてきているということでございます。

上振れリスク、下振れリスク、リスクは双方向に常にあるわけですが、当機構の特性といたしまして、もし万が一想定よりも金利が上がって収益が稼げるというようなことになった場合には、場合によっては付加退職金等での調整が可能なわけですが、下振れてしまって損失が出た場合は回復の手段がないということを考えますと、下振れリスクのほうを取るのが適切ではないかということも、今回につきましては、金利シナリオは横這いのほうを取らせていただいた理由のひとつということでございます。

続きまして、合同運用部分のポートフォリオ変更の結果、林退共の基本ポートフォリオも変更になるわけでございます。

これにつきましては別紙6をご覧ください。下段でございますけれども、期待リターンは、林退共につきましては0.89%になる格好でございます。構成比についてはここにお示ししたとおりでございます。「参考：基本ポートフォリオ」と書いてあるのが現行の基本ポートフォリオでございますが、期待収益率は1.18%が0.89%に落ちる格好になります。リスクも半分程度まで下がります。資産構成についていうと、特に変化の大きいのは外国株式で、これは中退共とパラレルではございますが、7%弱だったものが3%弱まで落ちる。国内株式については、6.9%が1割弱程度落ちて6.2%まで落ちるということです。外国債券につきましては、若干買い増した上でヘッジをかけるという構成比になるということでございます。

ちなみに、金融ショック発生時の想定損失額につきましては、現行ですと11億円の損が出る場所ですが、新しいポートフォリオでは6億円の損失で、半分ぐらいになるという格好になっております。

続きまして、委託運用対象の外国債券については、原則として為替ヘッジ付きとさせていただきますと考えております。

別紙7をご覧ください。これに伴いまして、運用ガイドラインの変更、修正が必要になります。別紙7に新旧の対照表がございますが、下の表形式になっているところの上から3段目が外国債券でございます。右側が現行でございますが、これまで円ヘッジということは想定していませんでしたが、左側に書いてございますとおり、円ヘッジを入れさせて

いただく形での改正をさせていただきたいと考えております。

それから③でございますが、自家運用の期間構造を従来の10年のラダー型から20年のラダー型に変更させていただきたいと考えております。

これは別紙8です。前回の資産運用委員会でご覧いただいておりますけれども、右側の虹色になっているものでご覧いただくと、既発債の年限を1年ずつ積み重ねるような格好で買っていきたいと考えております。

ちなみに、長く延ばしていきますので、どうしても金利上昇時のリスクを取るような格好になります。下がるときも遅れて下がっていったわけですがけれども、逆に金利が上がっていきますとどうしても遅れていくことになりますので、市場金利の上昇ほどは私どもの運用利回りが追いついていかない格好になるのはいたし方ないかなというところがございますが、その様子をシミュレーションいたしましたのが別紙9でございます。

1枚おめくりいただきますと、上にグラフ、下段に実際の数字が示してあります。2016年度までが実績値でございますが、そこから内閣府のベースラインシナリオで想定されている金利の上昇が起こった場合という格好でございます。2018年度までは、過去に買った部分の金利に引っ張られまして、私どもの自家運用利回りは低下を続けるわけですが、それ以降は徐々に持ち上がっていきまして、ここでは交わっておりませんが、2030年頃に大体追いつくような格好になっているということでございます。

もちろん、すぐに利回りが追いついていかないというのはリスクではありますけれども、1つのサイクルをならして考えれば、市場利回りと自家運用利回りの乖離はそう大きくなるものではないのかなと考えておりますので、予定運用利回りも、市場金利が下がったときにすぐに下げるわけではございませんので、上がるときに若干上がりが遅いことについては我慢していただくしかないのかなと。そのように考えさせていただければ幸甚でございます。

ただ、20年債で全てを買っていくというよりは、細かく買ってまいりますので、全てを20年債で運用していく、新発債を買っていくよりはキャッチアップは早いかなと考えている次第でございます。

以上が議題1でございます。

議題2が裏面に行ってしまうのですが、ただいま申し上げましたような新しい基本ポートフォリオの変更案について、本日この委員会でご了承いただけましたら、即日、この後、内部での決裁手続をとり行いまして、それが終了次第移行作業に着手したい都考えております。

事由といたしましては、現行ポートフォリオが過大なリスクを抱えており、リスクの軽減が必要との見解について、資産運用委員の皆様の間でコンセンサスが形成されたのであれば、先ほどの議論にもかかわりますが、可及的速やかに実行することが望ましいと考えられますので、ご了承いただければ、本日中に移行措置に移らせていただきたいと思いますと考えております。

以上でございます。

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

○徳島委員 2点ほど申し上げます。

まず議題1に関しまして、今回、別紙1にあるものを基本ポートフォリオにされるということで、実際、従来の基本ポートフォリオも同様に資料にあるような数字を採用しているわけですが、基本ポートフォリオに小数第1位まで書く必要があるのかというところで、例えば GPIF は 35%、25%、15%、25%という形でラウンドしていらっしゃいます。実際に私がコンサルさせていただく先でも、ご要望に従って、10%単位もしくは5%単位ぐらいで丸めるということをよくしております。

こちらの場合には、前回の基本ポート作成の際も 7.7%という数字がリスク性資産の配分にあつたものですから、これを8%にするのは少し大きな変更だと思って、前回は申し上げませんでした。今回、例えばヘッジ付き外国債券への配分 9.9%を10%にしたらどうなるでしょうか。厳密な最適化のシミュレーション結果から見れば 9.9%となりますが、その他も、3.3%とか、7.2%とか、ここまで細かく刻むことは必要なのでしょうか。これはご判断だと思います。細かくやっていたら公的運用機関もありますし、逆に、あえて10%単位、5%単位で丸めていらっしゃるところもありますので、ここは決め事だと思っております。

2点目、議題2のところでございます。理事のご説明のとおりということにはよくわかりますが、本来は、基本ポートフォリオというのは中期の運用を前提にしたものですので、余りそこで可及的速やかに相場観を持ってやるというのは本来の姿ではないように考えます。ただ、従来の基本ポートフォリオが余りにもリスクを取り過ぎているという認識のもと速やかに対応されることは、やむを得ないというか、あり得るご判断かなというところでございます。

○村上委員長 ありがとうございます。今の点につきましては、いかがでしょうか。

○西川理事 丸めるところにつきましては、確かに今、小数1位でも全部足すと100%にならないような事態が発生いたしまして、そうすると、どちらに乗せるのかという結構悩ましい部分が出てまいります。丸めれば丸めるほどそのところが結構悩ましくなってくるので、小数点1位ぐらいのところは許していただけるとありがたいというのが正直なところではございます。

それから、本日可及的速やかに実施するというところにつきましては、今のランプ相場が危ういと思っているのですぐやりたいというわけではなくて、リスクを抱えているということについてコンセンサスが得られた以上は、待っている意味がないということだと思っております。もしこれが年度のポートフォリオということでやるのであれば、翌年度ということだと思っておりますが、基本ポートフォリオ自体はいつ変えてもいいという制度になっております。そうだとすれば、決まればすぐに変更するほうが趣旨に合うのではないかなと思っている次第でございます。下手に待っていると、そこでまた相場が大きく変わって

しまつて、逆に動けなくなってしまうようなリスクもございますので、これは早めにさせていただければということでございます。

○村上委員長 先ほどの基本ポートフォリオの数値を丸める点については、野村さんのほうは何かご意見ありますか。

○野村証券・高松 ここは徳島委員がおっしゃったとおりで、公的年金、我々のお客さんでも、小数以下ゼロにしているところもあれば、これと同じように1桁にしているところもありまして、そこはまさに決めの問題で、特段思想があるわけではないので。

○村上委員長 このあたりについては、前提数字の誤差の範囲内ということも言えますね。これはどうなのでしょう。委員会で方向を出したほうがよい事項なのか、お任せしたほうがよい事項なのでしょう。

○徳島委員 お任せでいいと思います。

○村上委員長 それでは、そのようなことをご検討いただければと思います。

それから、今ほど西川理事からご説明のあった後者のほう、すなわちリスクを取り過ぎている状態にあるというのが確認できたので速やかに是正するというのは、相場観と違ったところにある合理的な判断であるとは思いますが。

ほかにご意見ございますか。

○臼杵委員長代理 3点ほど感想と意見です。

1つは、金利シナリオについては、基本的には横這いでよろしいのではないかなと思います。本当はフォワードレートとかを見ていく手もあると思うのですが、内閣府のものはある意味政府の目標ですので、客観的な予測とはちょっと違うのかなということですので、横這いとか、あとはフォワードを見ていくというのが1つの考え方だと思います。

ちょっと気になっているのは、一番最後の移行後の水準のところ、さっき伺った金額だったら時間的にマーケットインパクトが出てくることは多分ないだろうと思うのですが、例えば外株の場合に、後のところと絡んでくるのですが、どのマネジャーをどう解約していくのか、そのあたりは既にある程度お考えがあるのかどうかということ。

それから、外債のヘッジについては、先物でドルを買うというところは、スプレッドが今どうなっているか足元の状況を知らないのですが、この数か月はタイトな状況で、そこで短期金利差以上にヘッジコストがかかってしまうという状況があつて、一部では、為替の先物じゃなくて債券の先物をやる。債券先物だと元本部分のところは証拠金のところにしか為替リスクはかからないので、元本部分は為替を実質ヘッジしているような形になりますので、証拠金というかゲインのところは若干為替で動くだけです。ヘッジ外債について、そういう方法をやっているところもあるので、そのあたりがマニデートとしてフレキシブルに運用機関が選択できるようになっているのかどうかをお伺いしたいところです。

3つ目は、細かい話なので今日の結論に影響はないのですが、これは西川理事にはメールを差し上げたのですが、別紙3で、想定損失額を足しちゃうというのは若干違和感があつて、さっきおっしゃったように、5年間じり貧で、最後どか貧という状況

ですが、普通マーケットで、先のじり貧が見えていたら、そういうことはすぐ織り込みに行くのであまり考えにくい。もう一つ、野村さんのモンテカルロは過去何年のデータでやっているのでしたっけ。

○野村証券・高松 あれは正規分布で乱数発生。

○臼杵委員長代理 その正規分布の推計期間。リスクの推計のデータ期間です。

○野村証券・西内 20年ぐらい。ちょっと正確な数字は覚えてないです。

○臼杵委員長代理 その中にはリーマン時も当然入っているのですが、例えばリーマンのようなことまで考えたいということであれば、リーマンが100年に1度だということであれば、5%tileを例えば1%tileにしてしまうというのでもいいのかなというふうに考えていくという手もあるのかなと。ただ、これは結論に影響はないので、一応意見というか、感想ということで聞いていただければと思います。特に伺いたいのは2のところですよ。

○西川理事 1つ目の外株をどういうふうに削っていくのかということですが、現行の業者の中で預けているところからプロラタで削っていくということを考えております。年度末には総合評価をやった上で減少とか増やすとかやるのですけれども、このタイミングでそれをやるのはやや不公正かなという感じもありますので、11月末現在の持ち高に合わせてプロラタで削ってもらうことを考えております。

外債ヘッジにつきましては、基本的には、とりあえずは愚直にやるというようなことを考えています。将来的には、先ほど徳島委員のほうからもありましたが、宿題の1つだろうと考えておまして、それこそヘッジコストの動向を踏まえて外すというようなオプションも含めて考えていきたいと思っておりますけれども、現在の段階では、その部分で相場を張れるほどの知識がないというか……。

○臼杵委員長代理 私が言っているのは相場を張るということではなくて、ヘッジの方法がいろいろあるというところで、そこで縛るのはどうかなというところをどうしようかなということよ。

○西川理事 どこまで自由度を与えることによってどういうリスクが発生するのかということについての私どもの研究が進んでいないものですから、そのあたりをちゃんと調べた上で、将来的には緩めるようなことを考えていきたい、バリュエーションを与えることも考えていきたいなというふうに思っております。

以前にも資産運用委員会の中で徳島委員から言っていたように、今回はエマージングは買いませんけど、エマージングの通貨までヘッジするような愚は冒したくはないなと思いつつ、どこまでというのは今の段階ではなかなか難しいので、とりあえずは単純にヘッジを。

○臼杵委員長代理 そこは相談していただいて、運用機関がこういうふうにやりたいということであれば、そこは余りフラットに、門前払いする形ではなくて、一応話を聞いていただいてリスクを確認していただければなと思います。

○稗田理事長代理 資料の読み方だけで。別紙1と別紙2の黄色で線が引いてあるものと、

今回追加で配ったポートフォリオとで、構成比の数字が微妙に違うのですけれども、結局今日決めるのはどれになるのでしょうか。

○西川理事 別紙1の数字でお願いしたいと思います。なぜ微妙に変わっているかというところ、自家運用のところの再投資についての計算を前回からちょっと変えておりますので、その収益率が若干変わったことによって全体の数字が少し動いています。

○村上委員長 ほかに何かございますでしょうか。

○平嶋勤労者生活課長 6ページの林退共の部分ですが、期待リターンが0.89%ということで、中退よりは若干低くなるということです。中退はそれなりの剰余金を抱えている。林退は欠損金を抱えていて、今その返済計画の途上にあるという状況で、ここについては検討をお願いしておりますので、どうぞよろしくお願ひします。

○西川理事 こちらにつきましては、また改めまして当委員会でも、将来のシミュレーション等を行った上でご報告させていただきたいと考えております。

○村上委員長 ちなみに、今年度、林退共はどのぐらいの運用利回りになっているかというような数字はございますか。こちらは累損が多いものですから、またそれは改めて検討してまいりたいと思います。

○西川理事 今年度についていうと、ちなみに後ほどご紹介しますが、合同運用のところは12月19日現在で1,000億円強のプラスになっています。そのうちの0.25%ですから、2億5,000万円ぐらいはプラスが出ているのかなということがございますので、9億円の累損がある中で2億5,000万円ぐらい、150億円のうちの、予定運用利回りが今0.5%、コストも含めると0.94%ぐらいが必要利回りだと言っているのですが、1億2,000~3,000万円ぐらいです。それを差し引くと、1億円ちょっと回復しているような、そんなイメージかなと思っております。今の段階ですと一応合同運用をやった意味があるかなと。詳しい数字が出ましたら、またご報告はさせていただきますが、大ざっぱに言うとそんなところでございます。

○村上委員長 ほかにいかがでしょうか。

○末永委員 1点だけ質問したいのですけれども、議題2のところの移行ですけれども、リスク軽減が必要であること理由はわかりました。それで、実際に株と外債は売却するのですか。

○西川理事 すみません、説明をし忘れましたが、別紙12に今後のスケジュールをお示しさせていただきます。一番左のほう、本日、2016年12月27日にこちらでご審議をいただければ、即日、外債を買っている会社には新しい運用ガイドラインを交付し、内外株の減額をするところには通知書を交付いたします。外為のヘッジが、それを受けまして本日ただいまから始まるという格好で考えております。

内外株の売却につきましては、金額もございますので、今日から始めて来月1月の半ばぐらいまでには終わるかなと。大体1日に50億円ぐらいであれば、そんなに目立たずにできるのではないかという感じのイメージだということでございます。これが全部売ること

ができて、その代わり私どもの口座のほうに入金できたところで、今度はそれを使って買いに行くという格好になりますので、売買が全て終わるのは、今のスケジュール感でいきますと1月の末ぐらいになるかなと。資金が入ってくるまでの間、1週間余裕を見ていきますけれども、ぎりぎり31日までかかるというよりは、もう少し手前で終わるかなと思っておりますが、大体1月いっぱいかかるというようなことで考えております。

○末永委員 いずれにしても売却が先で、その売却資金で新たな資産を購入するわけですね。ヘッジ付き外債のところはどうなるのですか。「外債為替ヘッジ実施」となっていますね。これは既存の外債は売却せずヘッジを行うということですか。

○西川理事 売らないで、とにかく持っているものについてヘッジを付けてもらう。

○末永委員 現在保有している外債について為替ヘッジを行うという理解でよろしいですか。

○西川理事 おっしゃるとおりです。これはすぐにできるかなと思っています。

○村上委員長 少し私のほうから質問させていただきます。まず1つ目は、先ほど臼杵先生が質問されたことに関連しているのですが、別紙3の想定損失額シミュレーションの前提の確認だけさせていただきたいと思います。モンテカルロシミュレーションを行うときの前提として、モンテカルロで起こすパスについては、金融ショック発生のもので循環的なものを分けて行ったわけではないということですか。

○野村証券・添石 各資産の期待リターンとリスクがあって、相関も含めてパスを出しているだけなので。

○村上委員長 ですから、先ほど確認があったように、その中にはリーマンショックみたいなものも入っているということは、循環のところのリスクとその部分は重複している可能性があるわけですね。

○野村証券・添石 そうですね。5%tile点、下の部分を見ると入っている可能性はある。

○村上委員長 そういうことですね。わかりました。とりあえずそれだけ確認できればいいです。そのような意味では、確率論からしますと、少し保守的に結果が出ている可能性があるというように考えたほうがいいと思いますね。

2点目が、これは結構重要なことではないかと思ひまして、外債のヘッジの表現なのですが、資料2-2の議題1のところに「外債ヘッジによりリスク低減と効率性向上が見込まれること」とありますけれども、今まで詰めてきたプロセスを考えますと、「外債ヘッジあり」という資産カテゴリーを1つ導入したというような認識で私はおりました。このところが結論的には同じになっていますが、例えば別紙1のシミュレーションの結果として、「外債オープン」というものもシミュレーションの資産のカテゴリーに入れているわけですね。こちらの比率がたまたま今回はゼロなわけですし、外債はヘッジを予め前提としているわけではなく、新しい資産のカテゴリーとしてそのようなものを導入することによって全体の効率性の低減が図れるのだという、今までの議論の過程とかシミュレーションの結果ですと、そういうつもりでおったのですが、そのこのところの認識が違っているのか

どうかというところですね。行ってきたシミュレーションからすると、そのような解釈になりませんか。

○野村証券・高松 そのとおりだと思います。別紙7のガイドラインの左側の(案)の書きぶりを見ると、外国債券という資産クラスのベンチマークがヘッジ付きの円になりますので、外国債券という資産はヘッジ付き外債を指すのだというふうに定義を変えたということになるのかなというふう理解したのですけれども。

○村上委員長 このところは、今回の見直しではヘッジなしの外債がゼロであり、最初から全てがなくなったということであるとすると、先ほどのガイドラインのところも、表現は少々変わってくるところがあるのですね。これはどちらがよいでしょうかね。ということは、今後シミュレーションを行うときに、オープン外債というのは入れるのか入れないのかですね。今後見直しをするときに、全て外債はヘッジありを使ってするという事になってしまうと、ここは解釈として結構大きく違うところになるかと思うのです。

○西川理事 私の解釈していたのは、先ほどヘッジ外しをするという話が出ていたときに、最初野村さんがおっしゃっていたのは、ヘッジ外債を新しいカテゴリーとして入れることによって効率性が上がるのですという話だったと記憶しておりまして、その後、どこをスタートポイントにするのでしたっけという議論がまた出てきた段階で、必ずしも国内債からというよりは、外国債券の為替リスクを落とすのですという考え方でヘッジ外債は導入するという事と、加えて、ヘッジを外す可能性があるということになってくると、外したものをどうするかというときに、ヘッジ付き外債から、新たなもう一つの外国債券オープンという資産クラスにそれを移すということにすると、今はゼロにしていますので、移せなくなってしまうということを見ると、外国債券という大きな枠の中で当面それを全部ヘッジしてしまう。

したがって、外したときには外国債券の枠の中で捉えるというような感覚でありまして、効率性の改善のところについていうと、最近、リスク3資産の相関が相当高くなってきている中で、全く動きの違う外国債券のヘッジ付きというものを導入することによって全体の効率性が上がるということはあるかなと、そういうような解釈をしていたものですから、効率性の改善、すなわちオープン外債を残すということと必ずしも結びつけていなかったところがあるのです。ただ、ご指摘のとおり、オープン外債は全く考えないかということになってくると、ちょっとそこは、今後のシミュレーションの中でそれは確かに。

○末永委員 先ほど臼杵先生がおっしゃっていた、外債については為替ヘッジのしようもあるけれど、債券先物でカバーすることもあり得る、あの考え方は為替フリーの外債を持っていないと出てこないと思うのですね。そこははっきりさせておいたほうがいい。たまたま今回の論議の過程では、為替をヘッジする外債を入れていくということになってきているのですが、それ以外にも、先ほど先生も言われましたが、為替ヘッジしないで、外債の先物を買ってやる方法もある。それでリスクを回避できるのであれば、それはそれで1つの方法になると思うのです。その考え方は、くどいようですが、為替フリーの外債



を持つという前提ですよね、多分。1つの方法論としておっしゃったのでしょうか。

○村上委員長 そうしますと、これは基本ポートフォリオとしての考え方というところと、基本ポートフォリオが決まった上で、実践的にどのように運用するかの部分と、両方あると思うのですが、基本ポートフォリオとしての考え方がまずどうなのかというところですね。

○江川委員 私も議論を思い起こしてみたときに、もともと外国債券をやっていたらして、ヘッジ付き外債というのがありますねという議論が出てきたときに、ヘッジしてしまうと円債と同じなんじゃないですかというそもそも論みたいなどころの中で、でも実は違うのですよということはかなりきっちり説明していただいて、それで、ダイバーシフィケーションによるリスク分散ができますねという結論になったと思うので、そういう意味では、オープンのものでそこでなくなっちゃうというふうには私も思っていませんでしたし、今おっしゃったように、そこをきちっとしていただいて、むしろフレキシブルに対応できるようにしておくほうがよろしいのかなと思います。

○徳島委員 ヘッジ外債の議論の際にも少し申し上げました。先ほど西川理事も言われていますが、要するに、シティのワールド・ガバメント・ボンド・インデックスには南アのランドとかポーランドのズロチといった通貨まで入っているのに、それを本当にフルヘッジする必要があるのかということです。計算上は確かに、ヘッジ外債に取り組むことを考えるときに円ヘッジベースでという計算はできるのですが、効率的なオペレーションを考えると、マイナーな通貨までヘッジすることは合理性を欠きます。一般的には、例えばドルとか、ユーロとか、相関の高い通貨でクロスヘッジを行っているので、今ガイドラインの案で書かれている円ヘッジも、必ずしも厳格に100%フルヘッジを行うというふうに解釈するべきではないと考えます。

そういう意味では、ここの「円ヘッジ」の表現は、やや固定的な感じがします。例えば注で「為替に関してはヘッジを行う」といった表現に留め、オープン外債の投資も読めるようにしておくのはいかがでしょうか。実際には、運用委託先との相談になると思いますが、ヘッジの手法にある程度柔軟性を持たせてあげないと、実際のオペレーションは困ると想像されます。

○村上委員長 確かに、徳島委員が今おっしゃったようなクロスヘッジの問題などが実践的にはあるのだと思います。ただ、アセットミックス上の資産のカテゴリーとしたときの性格付けということから考え方がおりてきたときに、どのようにそのところを整理するかと。

○西川理事 この書き方は、外債オープンとも、ヘッジ付き外債とも言わず、外債を持っています、それを運用ガイドライン上ヘッジする格好になっているのですね。ですから、もし外すというようなことが起こったときに、外債の中のポートフォリオのパーセンテージの中に含まれるという格好になります。

つまり、この9.9%というのは、あくまで外債が9.9%であったと。外に出していくとい

うことでいうと、そういう意味では資産運用のカテゴリーは変わらないという中であれば、ヘッジ比率が半分になったとしても、その 9.9%の中で読めるわけですが、もしオープン  
をゼロということにして、ヘッジで 9.9%でやってしまうと、ヘッジを外したものをどう  
するかという技術的な話もあるかなと思うのですが、そこはどうか考えればいいのですかね。  
オープンの外債はゼロだというふうに定義した場合に。

○臼杵委員長代理 わかりませんが、ヘッジ付き外債というアセットクラスをリスク低  
減と効率性向上のために入れるということが資料 2-2 のほうで、ベンチマークとしては  
シティ国債ヘッジにする。実際のシティ国債ヘッジにどう追随するかについては、運用ガ  
イドラインで定めることにするというようなことかなと思うのです。トラックすることが  
まず大事で、その手法についてはまた運用機関と協議するということだから。

○西川理事 そこは全く違和感ないのですが、要するに、対外的に資産クラスをどうい  
うふうに出していくかということなのです。

○臼杵委員長代理 この表をですか。

○村上委員長 恐らく、背景となった考え方やなんかも今回は開示していこうという方針  
ですよ。

○西川理事 はい、そうです。

○村上委員長 そうしたときに、外債ヘッジという 1 つの資産クラスを入れることによ  
って全体の効率性が上がるという判断をして、シミュレーションの結果、今回はオープン  
の方がゼロということになりましたということで、結果的には、ガイドラインは、そこはゼ  
ロなので載せていなくて、このような形で表示しています、というのが一番素直なストー  
リーではないかと思うのですね。

○西川理事 資産クラスは 5 つになるということですね。

○村上委員長 そういうことですね。ゼロなので、あえてここのガイドラインには載せて  
いないという考え方ですね。

○西川理事 ガイドラインの書き方はそうですね。

○村上委員長 ガイドラインはまた別に考えればよくて、どのような道筋でこのようなポ  
ートフォリオに決めたかというところの道筋を考えたときには、必ずしも外債はヘッジす  
ることが前提ではなかったのではないかということですね。ですから、「事由」のところの  
書き方としては、ヘッジ外債という資産クラスの導入ということではないかと思うのです。  
それによって、全体的なリスクの低減と効率性の向上が見込まれるということを検証して  
きたのです。

○西川理事 考え方としては、例えば一時的にヘッジを外す場合は、それは一時的に外し  
ているヘッジ外債である、そういうふうに考えるということですかね。

○村上委員長 ヘッジを外している場合は、そうであると思います。ベンチマークをヘッ  
ジ付きのものにするわけですから、資産カテゴリーとしては、ヘッジをした外債を入れる  
ことが効率的であるということで一旦シミュレーションの結果が出ているわけですね。ヘ

ッジを取るということは、それから乖離させていくアクティブな戦術になるわけですから、それはアクティブ戦略としての位置付けになるのだらうと思います。

○白杵委員長代理 一時的にヘッジを外すというのは、どういう事態を想定されているのですか。

○西川理事 ヘッジコストが余りにも高いときには外していくとか、そういう議論が先般少しあって。

○村上委員長 それは、そのほうが外債ヘッジのベンチマークに対して超過収益がとれるという判断になりますね。

○西川理事 ただ、今現在それをやるつもりもないというか、そういうことが本当にどのくらいできるのかわからないので、これからの検討対象にしていきますという話で、とりあえずは愚直にやらせていただきたい、そういう話をさせていただいたのですが、それを愚直にやることを当面前提とすれば、私がちょっと懸念しているような、外してもいいよというよう自由度を持たせたときに、オープン外債は別のカテゴリーとしてあって、その比率はゼロなのですというものととの整合性をどうとるかということについては、当面、外すということを考えなければ問題は生じない。

○村上委員長 そうですね。オープン外債の比率がもし入ってくるのであれば、オープン外債はオープン外債として委託すると思うのです。そちらは別資産カテゴリーとしてです。

○西川理事 もし委託先に多少の自由度を与えるにしても、それはアクティブ戦略の1つであるというふうに考えていくということですかね。

○村上委員長 そうですね。アクティブ戦略として、超過収益をどのような機会でとっていくかというストラテジーを委託先にはきちんと出してもらって、それを評価していかなくてはならないということになると思うのです。

○白杵委員長代理 それはアクティブ運用ですね。あと、徳島さんがおっしゃっているのは、ヘッジをする場合に、実質ヘッジに近いけれどもヘッジをしない。

○村上委員長 クロスヘッジみたいな手法ですね。

○白杵委員長代理 そういう意味での自由度を彼はおっしゃっていて、そこは今おっしゃったアクティブなものとはちょっと違いますよね。

○村上委員長 それは結局、どちらがトラッキングエラーとコストの面からして合理的かということ、きちんと判断根拠を出してもらって行うということではないかと思うのですね。クロスヘッジというのは確かに行われる手段だと思うのですが。

○江川委員 今の関連でちょっと確認なのですが、ガイドラインで、もし資産クラスが1つ加えて5つということであれば、当面アロケーションがゼロだとしても、ガイドラインみたいなものに載っていないのは逆に変だということなのでしょう。

○村上委員長 その点もなきにしもあらずなのですが、そのところはどのような説明をするかという中で解釈していけばいいかなと思います。確かにそのような資産カテゴリーはありますよ、ということを入れるべきなのでしょうね。

○江川委員 わかりました。

○村上委員長 これは、どちらの整理をしておくかで今後の行動にも随分影響があるもの  
ですから、このところは考え方を明確にしたいと思います。

○西川理事 確かに再計算をしたときに、オープンの外債がゼロじゃなくなる可能性はま  
さにゼロじゃないということだとすると、排除すると、そこで新しい資産クラスを入れる  
という判定をしなくちゃいけないということになってくるのは、そもそも何で存在しない  
ものについて計算の中に入れたのだみたいなことになってくる。そういう意味では分けて  
おいて。これからヘッジの仕方について、ある程度マネジャーに対して自由度を与えるこ  
と自体は、ヘッジ付き外債の運用という定義に反しないということであれば、それはおっ  
しゃるとおり分けておいて、オープン外債は今回はゼロということでやらせていただく。

○野村証券・高松 ただ、そのときに、資産クラスを4つにするか、5つにするか、そう  
いう議論だと思うのですね。普通にすれば、ヘッジ外債という資産クラスを追加して資産  
クラスは5つになると思うのですが、その場合、今回の基本ポート見直しを公表したと  
きに、オープンの外債の比率が従来 7.7%だったものがゼロになってしまう、こういう見  
せ方になるわけですね。

ただ、ほかの公的年金等で、我々お客さんで公開していますけれども、外債はゼロとい  
うふうに見えてしまいますと、そこはやっぱり避けたいという気持ちがあるお客さんが多  
いというのが現実問題ありますので、そう考えると、今回、外債という整理で、実は中身  
はヘッジ付き外債で、比率が少し増えたという整理の仕方の開示するというのはあると思  
いますし、この検討の中で、本当にオープンの外債を入れたほうが効率が上がるというの  
であれば、そのときに資産クラスを追加すればいいのではないかなと思います。

○水野理事長 資産クラスを追加しなくてもできる。

○野村証券・高松 シミュレーション自体は。今回だって、ヘッジ外債という資産クラス  
は今ないですけど、ヘッジ外債を……。

○水野理事長 このガイドラインについていえば、ベンチマークなので、ベンチマークは  
あくまでもヘッジ付きで見ますよ、ヘッジ付きよりもオープンのほうがいいと思えばオー  
プンにしますよと、そういう単純な問題じゃない。

○野村証券・高松 ヘッジ外債とオープンの外債は資産特性が全く違うので、本来であれ  
ば資産クラス上は分けて考えるべきだと思います。あとは見せ方の問題が論点になるの  
ではないかなと思います。

○水野理事長 ということは、資産クラスとしては追加しました、ベンチマークとしては  
ヘッジ付き外債だけで取ります、こういうこと。

○西川理事 野村さんはどちらかという、資産クラスを追加したとは言わないというこ  
とですね。

○水野理事長 でも、現実には追加したいわけでしょう。

○野村証券・高松 そうですね、実際は。

- 水野理事長 考え方としては追加したい。
- 野村証券・高松 それはさっき委員長がおっしゃったとおりです。
- 水野理事長 公表については外債で出しますよということはありませんよと。
- 野村証券・高松 そういう整理の仕方はあるのではないかなというふう思ったのですけど。
- 村上委員長 ヘッジ外債の導入経緯については、このような検討を経てという、シミュレーションなどを行ってきたことを出すべきだと思いますし、そのときに資産クラスを増やしてやったと。ただ、その結果としてオープンのもはゼロになったので、今回のガイドラインの表示上はこのようにしますということでもいいわけですね、説明としては。
- 西川理事 私の書き方は、どちらかというリスクを減らしたほうに重きを置いた書き方をしてしまったので、ヘッジしましたと書いたのですが、効率性ということで考えれば、確かに資産クラスを追加したというふうな書き方をしていかないと合わなくなる。それはそのとおりでございます。両方の意味合いがあったと思うので。
- 水野理事長 そういう面で言うと、事由の②のところを「ヘッジ外債という資産クラスの導入により」と入れればいい。「ヘッジ外債という資産クラスの導入により、リスク低減と効率性向上が見込まれること」でよろしいですか。
- 村上委員長 そうですね。そのあたりにつきましては、いかがでしょうか。
- 徳島委員 それをやると、運用ガイドラインの改正箇所がかなり多くなると思いますが、附則の改正だけでは足りないはずで、本文も改正しないといけないと思います。
- 水野理事長 「資産クラス」と入れているからね。
- 臼杵委員長代理 この別表が4つになっているということは、資産クラスが4つだということ为前提で作ってあるということですね。
- 徳島委員 そこまで今から取組まれますかということですか。
- 成田理事 形式的なことですが、資料2-2の別紙1では「外国債券」と「ヘッジ付き外国債券」が分けて記載されているので、本日の委員会で、この資料により基本ポートフォリオの見直しについてご承認をいただくのであれば、資産クラスをどうするのかという点についても明確にしておく必要があるのではないのでしょうか。
- 水野理事長 何かいいアイデアありませんか、徳島さん。
- 徳島委員 私がさっき申し上げたとおり、附則のところの各資産のベンチマーク、これはあくまでもベンチマークの議論なので、ここに円ヘッジと入れるのは、これで当面良いと考えます。その他に、別途、注みたいな形で、オープン外債もあり得るみたいなの、必ず100%円ヘッジではないといった趣旨の表現で対応できないかなと思います。
- 水野理事長 円ヘッジのところに注を付けてですね。
- 平嶋勤労者生活課長 基本的に円ヘッジ。
- 徳島委員 基本的に円ヘッジ。霞が関流に言うとなんかそういう表現になりますね。
- 水野理事長 円ヘッジが基本とか。

○白杵委員長代理 ベンチマークはヘッジ外債ですね。そのヘッジ外債に、ヘッジを外すことを認めている、公に認めるというか、実際に円ヘッジの効果を得るようにする方法については、それぞれの運用機関との相談ということだけでも、さっきおっしゃったように、ヘッジコストが高いから単純に外しましょうということは認めないということですよ。

○西川理事 そうしたら、今は「日本を除く、円換算」となっているわけですがけれども、括弧の外に出してしまっていて、基本的に円ヘッジとか、原則として円ヘッジという注書きを括弧の外に出すというのは。

○都築運用調査役 委託会社とのやりとりで、何の数字をもってパフォーマンスを評価するかというベンチマークの話ですので、円ヘッジの名称自体、そもそも我々が勝手に決めているわけではなくて、シティ世界国債インデックスの中で決められたものですので、これは変える変えないという判断は、ありません。

○西川理事 そうだとすれば、ベンチマークとして何と比較してねと言っているだけなので、我々がこれしか持っていないと言っているわけではないということですね。だから、ここ自体は、とりあえずこれで書いても問題はない。むしろ最初の新基本ポートフォリオの説明の仕方として出していくときに、オープン外債とヘッジ付き外国債券をそれぞれまだ存在しているという形を出していくかどうか、委員長おっしゃられたようにそっちのほうが問題ということですかね。

○村上委員長 今回はポートフォリオの検討の過程も開示していきましょう、というようなことになっていましたので、そのプロセスと急に違う結論の出し方がされていると違和感があります。

方針は方針として決定しておいて、ここの表現をどうしたらいいかについては、来月の委員会回しというわけにいきませんかでしょうか。すぐにしなければならない行動等影響を受けますでしょうか。

○稗田理事長代理 方針と表示方法とは違うのでということですね。

○村上委員長 方針は方針でよいと思います。

○西川理事 ヘッジすること自体は変わらないということですね。

○村上委員長 そういうことですね。

○稗田理事長代理 それをどのように文章上表現していくかということについて、横並びを検討の上整理してみる。

○村上委員長 それと、先ほど徳島委員からご指摘があったガイドラインのほかにもどこまで変更が及ぶのかなど、少々点検しないとならないところがあるかと思いますので。

○西川理事 わかりました。では、大変恐縮ですが、そこはペンディングにさせていただいて、書き方を次回の資産運用委員会でまた改めてお諮りする。案はその前にももちろんお示ししますけれども。とりあえずヘッジをさせていただくということについてはご了承いただくということで。

○村上委員長 それでは、時間も押してきましたので、議題2につきまして、期待収益率0.6%への引き下げに代えて、期待収益率1.1%への引き上げについて可及的速やかに着手すること、それから、その資産の内容としては外債はヘッジ付きとして所要の運用ガイドラインの修正を行うこと、自家運用の運用方法については10年ラダーから20年ラダーへ移行すること、これらについては資産運用委員会として了承することとしたいと思っております。

また、この関連で、債券格付基準の変更につきましては、次回運用委員会において提出される影響度に関する調査結果を踏まえて、最終判断を行う方針についても了解したいと思っております。

事務局におかれては、速やかに手続を進めていただくことと、実施状況に関する遅滞ない報告をお願いします。

それでは、次に、乖離許容幅と、アクティブ・パッシブ比率について、事務局のほうからご説明をお願いいたします。

○西川理事 それでは、資料2-3をご覧ください。ただいま私どもがどういう格好で乖離許容幅を定めているかについてのご説明をさせていただきたいと思っております。

1枚めくっていただいで、文章だけになって恐縮ですけれども、中退共資産の乖離許容幅のうちリスク性資産につきましては、現在、リスク値の2標準偏差をベースに、国内株式、外国株式、外国債券の乖離許容幅を設定しております。設定した当時の考え方としては、2標準偏差方式というのが大体世間で一般的に用いられている水準だという理解だったと聞いております。

一方で、これは自家運用と委託運用両方ですが、リスク性資産と逆相関関係となっている国内債券については、同様の乖離許容幅3%としますと、リスク性資産の乖離許容幅が生かされず、3対1の綱引きになりますので、3つの試算が同じ方向に行ってしまうと、それぞれ1%の乖離で反対側にいる国内債券のリバランスが発生してしまうということで、リスク性資産のほうの乖離許容幅を有効に生かすために、国内債券のほうの乖離許容幅についてはやや幅広めにとっているということがございます。

当時、どこまで幅広めにするかということを検討した結果、4%以上ということではいろいろとシミュレーションを行って、リターンの変動幅とリバランスのコストを勘案した結果、現在の5%という水準になっているということがございます。これが乖離許容幅の現在の定め方でございます。

何か理論立ったものがあるかと調べてみたのですけれども、これといった決定打はなく、ここについては、世間相場を見ながら、私どもの過去の資産の振れ幅などを見ながら決めているということがございます。

それに合わせてリバランスルールも決めているわけですが、現行のルールでは月末基準と年度末基準がございまして、月末基準については、乖離許容幅を超えた場合に発動して、乖離許容幅の半分まで、3%であれば1.5%のところまでリバランスする。年度末基準というのは、乖離許容幅を超えていなくても、半分以上の外側に行っていれば半分のところ

まで戻してくるというようなルールを作っております。

現行ルールの採用理由でございますけれども、下に書いてあるようなシミュレーションを実施しまして、効率性、シャープレシオをその判断指標として、リバランスコストも勘案した結果として現在のルールに決定したと聞いております。

シミュレーションの内容については、年度末基準を採用する場合と採用しない場合、中心値まで戻す場合と今採用している半分まで戻す場合についてのシミュレーションを行ったということでございまして、その結果を3ページにお示ししてございます。

組み合わせの問題でございますが、月末のところでも全くリバランスをしない、半分だけ戻す、全部戻す、毎月とにかく全部戻す、これは幅にかかわらずです。それから、それぞれについて年度末はしない。月末に半分だけ戻す、全部戻すに対して、それぞれ年度末に半分戻す、そういう組み合わせでシミュレーションを行った結果、効率性では、月末に半分ないし全部戻す、年度末にも戻すというルールのとときに一番効率性がよくなったということでございまして、その中で若干リターンがよかった半分戻しを採用したと聞いております。

リバランスルールについて言いますと、理論的には、中心値に乗っかっていることの効用とそこに戻すためのコストの比較考量で決めるということですが、中心値に乗っかっていることの効用はどうやってはかるのだという問題がありまして、なかなか比較をするのが難しいので、余りぴったりしたルールがないということだというふうに理解しております。

その一方で、次回の資産運用委員会では、以前に委員長のほうから、乖離許容幅が広過ぎると、想定していないようなリスクを抱えることとなりますよというご指摘をいただきました。具体的に言うと、今の私どものリーマンショック発生時の想定損失額は、中心値に乗っていることを前提にして計算していますので、もしそれが限界いっぱいまで広がっているときに起これば、当然リスクの大きさは大きくなります。

したがって、乖離許容幅いっぱいに入ったときにどのようなリスク値があるか。恐らく、そのリスクの大きさというのが効用の逆数といいますか、逆の数字になるのかなと思っておりますので、そのリスクの数値とリバランスの数字、コストといったものを比較して、 $1\sigma$ ということはないと思うのですが、果たして $2\sigma$ がいいのか、 $1.5\sigma$ がいいのか、あるいは $2.5\sigma$ がいいのか、そういった数字の比較をしていただいた上で、最終的には決めさせていただければなと思っております。

リバランスルールにつきましても、そういった中で、コスト等のシミュレーションをやった結果をお示しできればなと思っている次第でございます。

○村上委員長 ただいま西川理事からご説明ありました点について、ご質問、ご意見はございますか。

○白杵委員長代理 これは今日は頭出しですか。

○西川理事 はい。今のやり方について、明らかにこれはおかしいとか、あるいはこうい



ったいい方法があるということがあれば、ご意見をいただければありがたい。そうしましたら、それをまた次回までに踏まえて比較ができると思いますので。

○村上委員長 いかがでしょうか。

○白杵委員長代理 これはどういうふうにして決めたのですか。コストはどうやって計算したのですか。リバランスのコストみたいな、これ全く無コストでやったということ。

○西川理事 これは、ここにリバランスの回数がありますけれども、実際に半分戻すときのこと……。

○都築運用調査役 リバランスコストにつきましては、信託銀行の信託財産留保金を参考に前回試算しまして、例えば国内債券では0.02%、国内株式では0.06%というような形で、一定の数字を置いて試算いたしております。

○白杵委員長代理 このリターン分布みたいなのは、普通の正規分布みたいなのでやったのか、それとも実際のヒストリカルデータに入れてやったのですか。細かい話で恐縮ですけど。

○都築運用調査役 こちらはヒストリカルデータで、一番後ろのほうのデータにつきましては、平成10年4月から平成20年12月までの129か月で分析を行っています。

○白杵委員長代理 おっしゃるように、正解は多分なくて、乖離許容幅が大きくなればなるほどリスクが高まったり低まったり、本来あるべきリスクが取れなくなる、あるいはリターンが取れなくなるということとコストとのトレードオフになると思うのですけれども、どうなのですか。野村さんなんかこういうのはやられていますか。

○野村証券・高松 乖離許容幅については、理論的には効用関数の。

○白杵委員長代理 理論的にはこのとおりなのですけどね。リスク許容度か何かで。

○野村証券・高松 あれを使って理論解、 $\lambda$ を出してやっても、実際問題使えないので、シミュレーションを使ってやります。ただ、シミュレーションも、結局、リバランスのやり方で効率がどう変わるかというのは、相場つきによって、リバランスしたほうがいい場合もあれば、リバランスしないほうがいい場合もある。相場つき次第で変わってしまうのですね。なので、いろんなシミュレーションをやっても、結局どれでやっても余り変わりません。ほかのお客さんでやった場合も多分そうなると思います。結局相場つきになると思います。

○白杵委員長代理 なるべく長くやったほうが良いような気が私はしますけどもね。

○野村証券・高松 お客さんの要望によっては、いろんな期間をとってやります。

○白杵委員長代理 それを見て、ある程度判断するしかないとは思いますが。

○村上委員長 この点につきましては、ご意見等ありましたら、また事務局のほうにお寄せいただくということよろしいでしょうか。

○白杵委員長代理 普通シャープ比でやって、IRでやらない。

○野村証券・西内 リスク・リターンという意味ですと、結局、相場つきによってどれがいいという判断ができないので、どこまで細かくやるかによりますけれども、トータルで

一時的にどれだけリスクが高まっているのかとか、当初の基本ポートのリスク水準からどれだけ大きなリスクを取ることになるのか、そういったリスクの目線で判断するほうがいいのかなど。あとは実務的にどれぐらいヒットするのかというところですね。幾ら効率性が高くても、コストの設定次第で毎月ヒットするような結果も出かねないので、そこは実態を見て、どれぐらいの頻度で当たるのか、オペレーション上も対応可能なのかといったところを見てもらって判断することが多いかと思うのです。

ですので、理論モデルをベースに使おうが、標準偏差をベースに使おうが、それは最初の当たりぐらいにして、それから段階的にちょっとずらして見てみるというようなやり方もあると思います。

○村上委員長 このリバランスルールについては、できるだけ次回の運用委員会で了解できるようにご準備をいただくということにしたいと思いますが、いろいろご意見がありましたら、早めに事務局のほうにお寄せいただきたいと思います。よろしくお願いたします。

○西川理事 続けて、パッシブ・アクティブ比率の考え方でございます。パッシブ・アクティブ比率につきましては、売買が簡単で運用戦略に影響の少ないパッシブの運用資産に、資産間のリバランス時の調整弁機能を持たせる、アクティブ運用への影響を抑制するというような考え方で、乖離許容幅の2標準偏差をパッシブ比率の下限とするということでございます。2標準偏差まで動いたところで戻すということになった場合に、全てパッシブの運用資産の中で処理ができるということでございますが、大体はそこからオーバーシュートしてから戻すわけですので、それが最低水準になるということでございます。

問題はアクティブをどこまでやるかということですが、こちらについては、委託費用程度のアルファがとればよいということございまして、過去の実績値から大体委託費用が稼げる程度のアクティブ比率を算定したところ、現在の数字になっているということでございます。

こちらで見ていただきますと、資産クラスによって比率は異なるわけですが、27年度末でいいますと、国内債券ですと4分・6分ぐらい、国内株式ですと2対1ぐらいの割合です。外国債券は大体半々程度、外国株式の場合は、アクティブのほうが逆に6割でパッシブが4割というような構成比になっております。

本日お諮りしたいのは、当面は、アクティブ・パッシブ比率につきましては、これからの売買につきましては、現状のアクティブ・パッシブ比率のままですと、とりあえず売買をさせていただきたいと考えております。これは基本ポートフォリオというよりはマネジャーストラクチャーの話でございますので、来年度以降にマネジャーストラクチャーを検討していく際に、私どものほうから何か新しいやり方はないかということについて検討した結果をお示ししていく中で改善を図っていきたいと思っておりますので、そうはいつでもこのやり方はあまりにも変だぞということであれば、本日も指摘いただければということでございますが、お許しいただけるのであれば、とりあえずはこのやり方を当面続けさせてい

ただければと考えているところでございます。

○村上委員長 本格的な議論は、来年度のマネジャーストラクチャーに向けた中でということですね。

1つだけ、委託費用というのは具体的には何が含まれていますでしょうか。

○西川理事 全ての金銭信託関係の委託費用を含んでいるという格好です。

○村上委員長 運用報酬というのは当然入っていますね。そのほかにカस्टディーの費用、ほかには何かありますか。

○都築運用調査役 こちらの数字は委託会社にお支払いしている金額のトータルで、それ以外にかかった費用というのは、結局ファンドの中の運用収益上費用としては計上されて、ファンドのパフォーマンス上あらわれてきます。実際に委託会社にお支払する金額をトータルしたのがこちらの委託費用になります。

○村上委員長 当機構から明確に数字で出ているものということですね。売買等にかかわるものはファンドの中で処理されているということですね。

○都築運用調査役 そのファンドの中で処理されています。

○村上委員長 わかりました。

○西川理事 先般出たような集団訴訟の結果とか、そういうものも全部そこに含めて。

○村上委員長 この件についても、時間の関係もありますので、いろいろご意見がありましたら事務局のほうに寄せていただいて、来年度検討するためのいろいろな材料を捻出できればと思います。

当面は現行方式を継続しつつ、今後のいろいろな検討結果によって、また来年度議論させていただきたいと思います。

○臼杵委員長代理 乖離許容幅の2標準偏差をパッシブ比率の下限とするとおっしゃっている意味がよくわからなかったのですが。例えば株が前のポートフォリオだと7.7%として、乖離許容幅が3%としたら、1.7%以上とするのか……。乖離許容幅の標準偏差というのは何ですか。

○西川理事 各資産の乖離許容幅を2σで置いているわけですね。ですから、そこまで行って戻すときに、全てパッシブのところ取引できる。

○臼杵委員長代理 そう言う方法は珍しくないですか。そういうのは割とありますか。アクティブ・パッシブ比率を乖離許容幅に連動させる。

○村上委員長 その点については、私も前例をあまり知っていませんね。乖離許容幅については、それだけは最低必要だというのはあると思うのです。ただ、それがアクティブ・パッシブ比率の決定要因になるということについては……。

○臼杵委員長代理 制約要因ということなのでしょうけど、それとは別に実際にアクティブの運用からどのぐらいのリスクとどのぐらいのリターンが期待できるという話が多分あって、そこで決まってくると思うのです。

○西川理事 ですから、委託費用を稼げる程度のアクティブ比率というのが最終的には決

定要因にはなっているわけですけど。

○村上委員長 報酬控除後できちんとベンチマークを上回れるマネジャー選択ができるかどうかというところに、すなわち全ては選択能力というところに大きくかかわってくる問題だと思います。

○臼杵委員長代理 そこに余りコンフィデンスがなければ、無理にアクティブをたくさんやる必要はないのかなという感じで。

○徳島委員 アクティブ比率というのはあくまでも目標値であって、絶対にアクティブ比率を何%にしなければならぬというものではないという前提でいいと思います。

○村上委員長 超過収益に対してある程度確信が得られるところでの比率でアクティブ比率は決めていくべきだと思いますが、そのあたりについては、今日は時間の関係がありますので、次の議論に移らせていただきたいと思います。

リバランスルールと、パッシブ・アクティブの考え方については、また次回以降ということですが、リバランスルールについては、先ほどご説明がありました新ポートフォリオへの移行のための取引が完了した時点で乖離許容幅が決まっている必要があるということ踏まえまして、今準備をさせていただいていると思いますが、1月中に開催する委員会のほうでもう一度議論をさせていただきたいと思います。そのあたりにつきましては、事務局におかれては日程調整等と、本日の議論あるいは寄せられた意見を踏まえての資料を準備していただくようお願いしたいと思います。

○西川理事 本当に毎月のようにお集まりいただくので気が引けるのですが、申しわけございません。先ほども申し上げたとおり、1月の末までに何とか売買を終わりたいと思っておりますので、それが完了した段階では乖離許容幅を決めておく必要がありますので、よろしく願いいたします。

○村上委員長 それでは、次に、平成29年度1―3月の自家運用計画について、事務局のほうからご説明をお願いいたします。

○西川理事 資料2―5の3枚組みでご説明をさせていただきたいと思います。

既に新基本ポートフォリオの説明ところでもかなり申し上げてしまったのですが、従来、中退共の自家運用については、満期保有の10年国債等によって10年間のラダー型満期構成としてまいりました。これは、被共済者の平均加入期間を債務の期間構造とみなして採用された方針だったわけですが、今般の基本ポートフォリオ見直しの過程で、債務の期間構造の見直しを行った結果として、従来の倍と考えるのが適当であろうと考えたところがございます。これを受けまして、保有債券の満期構成については、10年のラダー型から20年ラダー型に変更するというのは先ほど申し上げたとおりでございます。

ついでには、委託運用部分は今日から新基本ポートフォリオの移行手続を始めるということでございますので、自家運用部分についても、そういった方針に沿って来年1月早々から新しい方式での購入計画を進めたいと考えているところでございます。

具体的な内容は記の下にございますが、平成28年12月までの余裕金約730億円を活用

しまして、残存 11 年から 20 年を各年限について均等に購入いたします。残存 11 年から 19 年は既発債、20 年は新発債というような形になります。購入時のマーケットインパクトを考慮いたしまして、1 回の購入額は 50 億円以下といたします。

上記を踏まえて、平成 28 年 1 月については、各年限、額面 31 億円、2 月は額面 30 億円の購入をしていきたいと考えております。

別紙 1 の表が、1—3 月に、具体的に 3 か月通してそれぞれどの程度の金額を買うことになるかという数字でございまして、下半分の運用方法のところの数字をご覧いただければと思います。国債の新発の 20 年債が 61 億円、国債の既発債の合計が 672 億円でございますが、既発債についておおむね均等に割り振っております。

その様子をグラフ化したのが 3 枚目のグラフでございます。これは、満期が到来する年度に、今回この 1—3 月に買う金額を黄色の枠でお示ししている格好でございます。38 年度償還分が 400 億円強でございます、それ以降は、今年度については 61 億円ずつ積み増しますが、ここから毎年積み上げていって、最終的には各年度 1,300 億円ずつ積まれるような格好になります。ここに商工債（5 年債）とかが上乘せされて、やや余裕を持ってですけれども、最低必要なキャッシュフローである 1,540 億円を毎年確保していくような満期構成にしていく。そのようなラダー構造になっていくというのが今後の方針でございますが、それに基づいてこの 1—3 月に先ほど申し上げたような売買を始めさせていただきたいということでございます。

○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、ご意見等ございますでしょうか。

○白杵委員長代理 償還が来たものは、順次 20 年に分けていく。

○西川理事 そうです。どんどん再投資していくというような格好です。

○村上委員長 ほかにございますでしょうか。

○徳島委員 これは、利回り水準にかかわらず購入されるということでよろしいですね。

○西川理事 はい。ちなみに、マイナスの場合は買いません。ついでに申し上げてしまうと、12 月に入って長期のところは全部プラスになってまいりましたので、この計画を進めることができるようになりました。もしまたマイナスになってくるようなことがあって買えないということになった場合には、これもペンディングの 1 つでございますが、投資対象の拡大のところについてまたご議論させていただくことになると思っております。

○村上委員長 それでは、ほかにご質問、ご意見等がなければ、平成 29 年 1—3 月に 20 年ラダー型の運用方式へ移行を開始することについて、資産運用委員会として承認することといたします。

すみません、私の進行のせいで既に終了予定時間になっておりますが、資料 2—6 について、事務局からご説明をお願いします。

<この時点で開始から 2 時間経過し、白杵委員長代理、江川委員退席>

○西川理事 冒頭の理事長からのご挨拶の中でも集大成ということがございましたが、当

ペーパーにつきましては、基本ポートフォリオをめぐる議論について、これまでご議論いただいた内容を取りまとめさせていただいたということでございます。当機構の特性と、それを踏まえた資産運用の目指すべき理想形、さらに、それぞれの理想形に関する論点をまとめさせていただいたものでございます。

大きなところについていえば、1ページ目の3の(1)でございますが、安全の定義のところは1つ重要なことと思っております。自家運用利回りが必要利回りであって、予定運用利回りと業務経費率が一番理想的な関係であるということでございます。

ここで強調しておきたいのは業務経費率でございます。現在私ども0.1%で見えておりますけれども、情報セキュリティ関係の費用が増高しております。これはこれからも余り減ることはないだろうと考えておりますので、金融機関並みとは言いませんけれども、その4分の1でも結構な金額にはなってきますので、将来的には、現在0.1%と言っている業務経費の部分についてももう少し上目に考えて、期待収益率等を考えなければいけないかもしれないと考えているところでございます。

もし自家運用利回りが必要運用利回りより小さい場合には、委託運用でリスクをとる必要が発生するので、そのリスク量を労政審へ提示して、リスクを許容するかどうか、そのところを労政審で判断してもらおうというのが、今回の基本ポートフォリオの検討の中で新たに確立された方式だと思っております。

2ページの上で注釈しておりますけれども、引き下げるべし、あるいは引き上げるべしという判断が出て、すぐに実行できるかということ、ここはその時々のお金の水準とか金融市場の動向を踏まえて、最終的な実施のタイミング等は私どものほうで調整することもあるかと思っておりますけれども、基本的な方針については労政審のご決定に従うということだろうと考えております。

(2)の金融ショックと周期的相場変動の双方に備えた剰余金の蓄積の問題でございます。剰余金につきましては2つに分けることができると考えておまして、先ほども議論がありましたが、1つはワントイムの金融ショック用のバッファーと、もう一つは周期的な相場変動のバッファーで、いいときばかりではないので、悪いときに備えていいときものを積み上げておく必要があるということでございます。ですから、この2つに備えておかないと累積剰余金は十分とは言えないのではないかとということです。

現在の付加退職金制度のもとで想定されているのは、前者の金融ショックのほうの想定バッファーのみでございますので、循環的相場変動のバッファーを上乗せしていかないと中長期的な資産の安定が図れないと考えておりますので、循環的相場変動バッファーをどの程度と見込むかというのが今後の課題の1つだろうと考えているところでございます。

1つの考え方は、とにかく双方で想定される最大限の金額ということで、先ほどお示したわけでございますけれども、先日委員長から、デンマークの年金資産、公的年金基金においては、総資産の20%ぐらいをバッファーとして持っていらっしゃるというお話を伺いましたけれども、1.1%のとき5,000億円というのが1割強でございますし、9,000億円

というのであれば2割ぐらいになるわけですが、5,000億円、9,000億円というのはそんなに的外な金額でもないのかなと思っています。

付加退職金の問題については、前回の資産運用委員会でも各委員からご指摘をいただいたところですが、非対称性というのがやはり大きな問題だと考えております。非常に単純な解決方法を考えると、1つは、なくしてしまうということがあるかもしれませんが、調整弁がないとやはりまずいということかとは思っています。もう一つ非対称性の排除ということで、マイナスの付加退職金制度の導入ということですが、ただ、そうなると、保証利回りという意味がなくなってしまうので、これもなかなか選択しがたいことかなと。

そうだとすると、支給基準の変更が1つの選択肢ではないかと思っている次第でございます。今のような形で毎年支払うということではなくて、支払える状況なのかどうかというのを5年ごとの財政再計算のタイミングで検証した上で、十分なバッファーはあるのか、あるいは、なぜ超過利潤が出てきたのかといったようなことを十分に検討した上で、支払いを決定するというやり方があるのかと考えているところでございます。

いずれにしても重要なことは、累積剰余金とリスクテイクの関係の考え方を十分に共有することだと思っております。累積剰余金、金融機関でいえば自己資本の範囲内でリスクは取るべきであろうということだと思っております。

以前、累積損を解消するためにリスクを取るというようなこともやっていたわけですが、あえて言えば、当時はまだ金融を業とする独立行政法人として位置付けられていなかったわけですが、現状私どもは金融を業とする独立行政法人ということでございますので、基本的には金融機関と同様のリスク感覚で運用をしていく必要があると考えており、そうであれば今後は以前のような形でのリスクテイクはできないと考えているところでございます。

4ページの効率的なリスク資産運用。今まで安全の定義については度重ねて申し上げているわけですが、効率的な定義については、出てはおりましたけれども、まとめたことがなかったので、まとめさせていただきました。ポートフォリオの設定面では、効率性フロンティア上で、与えられた期待収益率の中でリスク値を最小化できるようなポートフォリオを選択ということでございますが、加えて運用面では、短期的な運用手法の活用あるいは運用コストの節減努力といったようなものも入れられるかと思っております。

かつては、累積欠損金のできる限り速やかな解消ということが効率的な運用として定義されていたような時期もあったと思いますが、少なくとも今後はそういうような定義はあり得ないというふうに考えているところでございます。今後は、そういったような考え方がとられないように、労政審と当委員会とで情報と認識のすり合わせを行っていく必要があると考えているところでございます。

それから、経済見通しを踏まえた慎重な検討につきましては、先ほどの金利の選好といったところで十分に検討を重ねていく必要があるということでございます。

運用意思決定の独立性については、海外の公的年金運用組織においては、最優先義務はとにかく加入者・受給者の権益の保護であって、政治的介入を抑えるためにさまざまな施策がとられているということであり、その傾向は特に政府の手が入らない積立金方式の先で強いということでございますので、私どもとしてもそういったところを目指していく必要があるかと考えております。

将来的には、ESG 投資みたいなものはある程度政策協力的な意味合いも入ってくると思いますので、これを導入するときには、被共済者あるいは契約者の利益との相反がない形でどうやれば入れていけるかということ十分に検討する必要があると考えております。

6 ページの投資体制強化でございますが、今回は相当リスクを落としていくという保守的な選択を随所で私どもやっているところでございます。ただ、いつまでもそれが続けられるかということでございますけれども、私どもの母体といいますか、お客様である中小企業の数は基本的に減少傾向が続いておりますし、人口ももちろん減っているということでございますので、いつまでも運用資産が拡大基調を続けていくかどうかというのは心もとないところがあるのは事実でございます。

一方で、コストは、先ほど申し上げたとおり上昇基調にあるということを考え、しかもこれからも低金利状態が続いていくとなると、ある程度リスクを取ることが必要になるということも考えられるわけでございます。そうだとすると、今回のようなリスクを抑えている間に運用体制の強化を図り、将来的にリスクが取れるような形にしていく必要があるかと思われま。そうすることで、今は体制が整っていないのでできない、例えばマネジャーのベンチマークと政策ベンチマークを別々のものを使うとか、そういったような宿題についても対応ができるような体制をとっていきたいということでございます。

あえて具体的な形で、どんな形で強化するかということはこちらにお示ししてありますが、1つ目のガバナンスは、積極的な運用体制をとるのであれば、現在のような理事長独任制というよりは、合議制のほうが世間的な透明性とか説明力があるのではないかとということで、書かせていただいているところです。以前、GPIF でもこういった形でのガバナンス体制が議論されていると認識しております。

担い手につきましても、こういった分野の専門家をヘッドハントで有期で採ってくるというような形で成果を上げさせることを考える必要があるかなと考えております。人数については、5名程度までを考えております。全体の取りまとめ、制度とか法令に詳しい者、金融・経済に詳しい者、金融商品とかシステム関係に詳しい者、コンプライアンス・オフィサーといったようなフロントオフィスチームをつくるのも1つの考え方ではないかと考えております。

あわせて、野村さんがいらっしゃる中でこう言うのは恐縮ですけれども、コンサルタントというのが非常にありがたいものだなということを今年身にしみて感じましたので、常用したいというようなことも考えているところでございます。

さらに、内外のディーラー等との不断の意見交換も必要でしょうから、情報機器を備え



たディーリングルームみたいなものを導入できればよりいいのではないかと考えているところでございます。

最終判断要素につきましては、理論的に基本ポートフォリオを選択していくとして、どこで実施するかということについては、ステークホルダーのご意向、相場動向、両方に配慮する必要があると考えております。一般の被共済者を無視しているわけではありません。もちろんアンケート等で意向は確認はするのですが、最終的には労政審の委員の方々にご納得をいただく必要があるということで、その意向は最大限尊重されるべきであるということだと考えております。

ただ、私どものほうからの情報提供が不十分な場合には、意見が十分に折り合わないようなこともあり得ると思いますので、ここは意思疎通、情報共有に齟齬がないように、私どものほうに問題があれば指摘責任もあると思いますし、不断に情報を提供していく義務もあると考えております。

最後に相場動向でございます。もちろん、私ども長期の運用者ですので、短期的な市場動向に左右されるべきではないと考えておりますけれども、情勢は常に注視していく必要があると考えております。

バッファーの確保というのはリスクテイクの必要条件ではございますけれども、あれば何でもやっていいということではなくて、リスクを取っていい状況かどうかは常に検討しながら進めていく必要があると考えているところでございます。ありがたいことに資産運用委員会は常時開催ができますので、何か問題があれば、お集まりいただいてご検討いただくということになるかと思っております。

ちなみに、1枚別紙を付けさせていただいておりますが、表とグラフでございます。これは現行の付加退職金制度が運用資産に与える影響のシミュレーション結果です。現行の付加退職金ルールは、運用利回りの振れ幅が大きくなればなるほど資産を減少されるということを申し上げましたが、それを数値化したものでございます。新しい期待収益率1.1%回りで毎年0.5%ずつプラスになったりマイナスになったりが続くケースと、2%、5%、それぞれ3ケース見ておりますが、毎年5%上下の変動が続くような格好になりますと、4,000億円近くあった累積剰余金が20年たつと6,000億円ぐらいの累積欠損金になるというぐらいのインパクトが実はあるということでございます。したがって、付加退職金ルールにつきましては、中長期的には見直しを図らせていただくとありがたいということでございます。私どもがリスクを取っていく、変動を許容するためには、こういった見直しも必要になってくるということだと思っております。

以上でございます。

○村上委員長 ありがとうございます。だいまのご報告について、ご質問、ご意見等ございましたらお願いいたします。

○平嶋勤労者生活課長 ありがとうございます。最終ページに書いておられるように、労使がステークホルダーとして。ただ、金融の専門知識が必ずしも十分ではないということ

で、労政審のほうでもこの資産運用委員会からの議論のフィードバックは期待しているところですので、しっかり繋いでいきたいと思っております。

大きな枠組みとしましては、機構は中期目標を管理する団体でございますので、その枠組みの中で効率的に運用いただくというのが期待されている役割だと思っておりますので、細かいところは指摘するつもりはありませんが、そういう中で運用いただければと思っております。

それから、今回ポートフォリオを見直した中で付加退職金のことも提起いただいておりますが、リスクが減るわけですから、付加退職金をどうするかという議論は今度2月、3月にやらなければいけないと思っておりますので、また機構と相談しながら対応を考えたいと思っております。

○村上委員長 ありがとうございます。付加退職金がリスクを取りにくい構造にさせている、というところはかなりあると思っておりますので、そのあたりはぜひよろしく願いいたします。

ほかに何かございますでしょうか。

○水野理事長 1つだけ。私が申し上げたかったのは、永続的な組織にするということについていえば、資産運用委員の皆様も、我々機構も、労政審も、被共済者もみんな同じだと思うのですね。その中で、過去利ざやが3%ぐらいあったときはある程度余裕があったのですけれども、世界的な低金利で利ざやがどんどんしぼんでいく。今だと0.6%ぐらいになっている。一方、経費率は物すごく上がってきているということから考えると、とりあえず今はリスクを取る体制になっていないので、リスクを抑えたポートフォリオにはしておりますけれども、将来的にはリスクを取る体制にしないと回らないのではないかなど。資産運用の規模も、中小企業の今の減り方からいうと、頑張るのですが、マーケットにはなかなかかさからえませんか、減っていくと考えたほうがいいのかなど。となると、その点からもある程度リスクを取る事が必要になりますが、リスクを取りに行くにあたっては体制というのをよく議論した上でやらないと危ないかなど。

一方で、GPIFの議論があって、この前国会で政府参考人のある方がおっしゃっていたのですが、全部国債に投じていけば、ガバナンスもないし、リスク管理もないし、コストも安い、意外とそういう考え方もあるよというのが1つの究極としてあるかなど。全くリスクフリーと、リスクを取った場合との比較考量はやっていかなきゃいけないのかなど思っています。先ほど平嶋課長が言ったように、我々は金融業務を行っていると同時に中期目標に基づいた独立行政法人なので、そういう面でも、これから本格的な議論が始まる中期目標でうちの機構をどう位置付けるかというのが非常に大きな問題になると思っておりますので、ぜひよろしく願います。

○村上委員長 少しお話しさせていただきます。

1つは、付加退職金等の制約のために長期運用のメリットを生かせるようになっていないところがあるということで、長期運用の視点にもっと立ったほうが加入者のためになる

という、あるいは利益にもっと結びつく制度になるというところを強調されるとよろしいのではないかなというように思います。

コストの点については、これは比較対象としていいのかどうか分からないのですが、前に申し上げたことのある例の中小機構というところが行っている中小企業の経営者の小規模共済のパンフレットを見ますと、運営費については国からの交付金で全て賄われて、掛金やその運用益は全て加入者に還元されます、というのを謳っているのですね。ですから、そこで並べて考えますと、経費がかさむために高い運用利回りを出さなければならないというところがあまり強調され過ぎると、少々ロジックがそれでよいのかなというところがあります。

○西川理事 中小機構は、実はあの表現は間違っておりまして、もともと私どもが以前あの書き方をしていたのだそうです。それを参考に書いたのだそうです。既に中小機構も当機構同様、全てではなくて一部しか補助は受けていないのですが、まだパンフレットの記述を修正できていないということだそうです。近々直すというような話を聞いております。

○村上委員長 そうですか。それでは、その辺は事実では無いことが書かれているということで、取り消させていただきます。

○西川理事 実は、そのご指摘を受けて、どうしてそんなことができるのだと問い合わせましたところ、そういう回答が返ってまいりました。

○村上委員長 なぜリスクを取って運用しなければいけないか。それが加入者のためになるからです。GPIFも去年の春に『行動規範』というのを策定して発表していますが、これには被保険者の利益に専念するように役職員が行動しなければいけないということを謳っているのですね。これをご参考にされるとよろしいのではないかと思います。記憶が確かなら、去年の3月か4月頃に行動規範というのを出しています。これについての議論はまた委員会でも適時させていただきます。

すみません。今日は時間が長引いておりますが、ご意見がなければ、本件に関する審議を終了いたします。事務局におかれては、本日の議論も踏まえて、今回の基本ポートフォリオをめぐる議論を総括して、基本ポートフォリオ変更に関する対外説明の準備をしていただくようよろしくお願いいたします。

○水野理事長 最後に一言だけよろしいですか。私のほうからはいつも最後言わないのですけれども、1つの区切りなので一言だけ。

年の瀬のお忙しいところ、本当にありがとうございました。時間も延長して大変申しわけございませんでした。

昨年の10月に、当機構の資産運用業務に関して実効性のあるリスク管理体制を整備するために、厚生労働省大臣が任命する委員から構成される資産運用委員会が発足したわけですが、本日で何と11回になりました。おかげさまで、委員の皆様とは、当機構の特性、制度上の制約を共有した上で議論を交わすことができたと思っております。

本日は、その1年半に及ぶ議論の集大成として一定の取りまとめができ、それを踏まえ

て、年変わりの節目に新基本ポートフォリオを決定することができました。ここに委員の皆様のご献身的なご貢献に改めて感謝の意を表したいと思っております。

厚生労働省の平嶋課長におかれましても、労政審とのパイプ役を担っていただいております。どうぞ今後ともよろしくお願いたします。

来年はとり年、「申酉騒ぐ」という格言もございますけれども、理事長としては、当機構の資産運用面におけるリスク管理体制を担う本委員会の存在が大変心強く、来年も安全かつ効率的な運用に努めたいと覚悟を新たにしました次第でございます。

皆さん、どうぞよいお年をお迎えください。ありがとうございました。

○村上委員長 ありがとうございます。

事務局から次の委員会についてのご報告をお願いします。

○松永運用リスク管理役 次回の資産運用委員会は、先ほどご了解いただきましたとおり、「中退共基本ポートフォリオ見直しについて」等を議題に、1月下旬で調整させていただきますので、ご協力のほどよろしくお願いたします。

また、これを受けまして、まことに恐縮ではございますが、既に開催のご了解をいただいております2月7日の委員会につきましては、日程を変更して開催させていただきたいと思っております。あわせて日程の調整をさせていただきますので、ご協力のほどよろしくお願いたします。

○村上委員長 よろしいですか。

それでは、これもちまして本日の資産運用委員会を終了いたします。

今日は議事進行が予定どおりでなくて、30分超過してすみませんでした。皆様のご協力ありがとうございました。

皆さま、どうぞよいお年を。

(了)