

平成 28 年度 第 8 回資産運用委員会議事録

開催日：平成 29 年 1 月 30 日（月）

場 所：勤労者退職金共済機構 19 階役員会議室

○高澤資産運用部長 それでは、定刻前ではございますが、出席予定者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 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。また、平嶋勤労者生活課長からは、多少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 8 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、誠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。新年になりました。昨年御用納めの前日までお集まりいただきまして、大変ありがとうございます。本年もどうぞよろしくお願いいたします。

今年も「申酉騒ぐ」という格言どおり、年初から騒がしいわけでございますけれども、安全かつ効率的な運用に努めたいと覚悟を新たにしている次第でございます。

本日、主要なテーマは、昨年 12 月に決定し、実行いたしました中退共の新基本ポートフォリオの乖離許容幅・リバランスルールと累積剰余金の水準についてでございます。専門家のお立場から議論を尽くしていただきたいと思っております。

さらに、中退共と合同運用をしております林退共につきましても議論を開始したいと思いますので、どうぞよろしくお願いいたします。

それでは、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。

お手元 1 枚目、座席図。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。右手に資料番号を付しております。

資料 1－1 から 1－6 までは第 4 回から第 6 回までの議事録及び議事要旨（案）を用意させていただきます。

資料 1－7 「第 7 回資産運用委員会議事録（案）」。これは議事要旨はまだ用意しておりません。

資料 2 「基本ポートフォリオ変更に伴う売買遂行状況について」。

資料 3－1 「中退共資産に係る乖離許容幅・リバランスルールについて」。

資料 3－2 「運用の基本方針新旧比較表（案）」。これは中退共と林退共のものでございます。

資料 4 「中退共資産等に係る基本ポートフォリオ見直しについて」。公表資料の案でござ

います。

資料5「中退共資産に係る累積剰余金の水準について」。

資料6「中退共資産に係る格付け基準見直しの論点整理」。

資料7「林退共資産の検証」。これにつきましては、申し訳ありません、お手元にカラー刷りで1枚横に置いてありますが、最終ページを差し替えさせていただきたいと思っております。続きまして参考資料。

参考1「資産運用の基本方針（案）」。中退共、同じく林退共のものでございます。

参考2「資産間バラランス運営基準」。中退共資産に係るものでございます。

参考3「公表資料の機構ホームページ掲載場所について」。

参考4「運用資産の損益・構成状況」。平成29年1月末の推移でございます。これは速報値でございます。

資料としましては以上となります。足りないもの等ございますでしょうか。もしないようでしたら、その都度でも結構ですので、後でお申し出いただければと思います。

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

○村上委員長 本日も多くの資料がございます。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参ります。

まず議題(1)「資産運用委員会議事要旨及び議事録の確認」について、事務局よりご説明をお願いします。

○松永運用リスク管理役 最初に、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）」、そして資料1-3「平成28年度第5回資産運用委員会議事要旨（案）」、資料1-4「平成28年度第5回資産運用委員会議事録（案）」をご覧ください。

いずれも委員の皆様からご指摘いただきました部分を修正したものでございます。恐縮ですが、第4回と第5回の議事要旨（案）につきましては、この場で再度お目通しいただき、修正の要否についてご確認をお願いいたします。それぞれ内容についてご了承いただければ、ホームページにて公表することといたします。

また、議事録（案）につきましては、次回を目処に修正の要否について事務局のほうにご連絡いただきますようお願いいたします。

この議事録（案）については、全委員に問題のないことを確認いただけましたら、『資産運用委員会議事録作成及び公表要領』第4条における確認が得られたものとして、次回運用委員会にて最終版としてご報告した上で、同要領第5条に基づき、7年を経過した後に公表することといたします。よろしくをお願いいたします。

○村上委員長 それでは、ここで少々のお時間を設けますので、第4回と第5回の議事要

旨のほうですね、資料1-1と1-3のご確認をお願いします。

○臼杵委員長代理 もう忘れてしまって恐縮なのですが、1点よろしいですか。第4回の9ページの最後のところの「指摘責任」の「指摘」というのはどういう意味でしたでしょうか。

○村上委員長 これは厚労省の労政審に対してという意味だったと思います。

○西川理事 どういうリスクがあるかということについて、ちゃんと認識していただくために情報を提供することが求められるという、そういう意味での問題の指摘責任です。

○臼杵委員長代理 なるほど、わかりました。

○水野理事長 要は、この予定運用利回りを達成するためには、こんなリスクをとらなくてはいけないのですよと。一方で、労政審のほうから見ると、リスクはとらないでやってくれたと思ったら、こんなリスクをとってしまったということにならないように、それは我々基本ポートフォリオを見ている人間がちゃんとお示ししましょうと。今まであまりそういうことはなかったと思うのですけれども、その間を取り持ってくれるのが勤生課長さんだと。

○臼杵委員長代理 そうですね。読めばわかるのですね。

○村上委員長 目標利回りとポートフォリオの決定が同時になっていないので、このような問題が出てくるわけですね。

○水野理事長 この前の労政審さんの議事録を拝見すると、労政審さんのほうからも、ブリッジ役としての勤生課長さんの役割をよろしくお願いしますというのが随所に出てきているので、そこを紐帯として労政審さんと情報共有しましょうということですね。

○村上委員長 ほかに何かご質問やご意見等ございますでしょうか。よろしいでしょうか。

ほかにないようでしたら、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1-3「第5回資産運用委員会議事要旨(案)」については、最終版とすることで了承するということがよろしいでしょうか。

○稗田理事長代理 今のご指摘、「責任」と書くより、ひょっとしたら「労政審との関係」とか客観的に書いたほうがいいかもしれないですね。中身としては労政審との関係ですかね。

○臼杵委員長代理 一番最初に書いてある「リスクの把握、提示」というのが目的なのでですね。

○稗田理事長代理 「リスクの把握、提示」というほうが客観的。

○臼杵委員長代理 タイトルとしてですね。

○水野理事長 タイトルとしては確かにね。

○村上委員長 そこのところは修正するということがよろしいですか。

○西川理事 修正させていただきます。

○村上委員長 では、そこの文言を修正した上で了解ということにしたいと思いますが、よろしいでしょうか。——では、そのようなことでよろしく願いいたします。

こちらの「議事要旨」については、修正後速やかに開示をすることになると思いますが、手続きの方よろしくをお願いします。

また、資料1-2、1-4の2回分の「議事録（案）」については、各委員の皆様で内容をご確認の上、修正の要否については次回を目処に事務局のほうにご連絡をお願いしたいと思います。

○松永運用リスク管理役 続きまして、資料1-5「平成28年度第6回資産運用委員会議事要旨（案）」、資料1-6「平成28年度第6回資産運用委員会議事録（案）」、そして、資料1-7「平成28年度第7回資産運用委員会議事録（案）」をご覧ください。

恐縮ですが、こちらの議事要旨（案）、議事録（案）につきましては、ともに次回を目処に修正の要否についてご確認をいただき、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。

全員に問題ないことを確認いただきましたら、次の資産運用委員会にて、それぞれ最終案としてご報告させていただきます。よろしく願いいたします。

○村上委員長 ただいまのご説明につきまして、ご質問、ご意見等ございますでしょうか。

それでは、資料1-5、1-6の第6回の議事要旨及び議事録、それから資料1-7の第7回の議事録の案につきまして、各委員の皆様において内容をご確認の上、修正の要否につきましては事務局のほうにご連絡いただきますようお願いいたします。

○西川理事 今回、第7回の議事録の案だけを提示させていただきましたが、議事要旨のほうも一兩日中には案を送らせていただきますので、あわせてご覧いただき、ご意見を賜ればと思っております。本日間に合わず、大変に失礼いたしました。

○村上委員長 それでは、今までのものに加えまして、西川理事からございました第7回議事要旨（案）のほうもあわせてご確認のほうをよろしく願いいたします。

では、この件についてほかに何もなければ、次に議題（2）「中退共基本ポートフォリオ見直し（8）」について、事務局より説明をお願いいたします。

本日も、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。よろしく願いいたします。

○西川理事 それでは、ご説明申し上げます。幾つかテーマがございますので、一つ一つ進めさせていただければと思います。

まず最初、資料2「基本ポートフォリオ変更に伴う売買遂行状況について」でございます。

こちらにつきましては、日程が線表の形でお示ししてございますけれども、23日に購入のほうも無事に実施することができました。具体的には、売買指図を行い、先方に資金を渡したということです。これを以って、私どものポートフォリオは、新しいポートフォリオになったというふうに認識、解釈しております。あとは先方の中で、現金になっているか、債券になっているかというのはあるのですけれども、これは資金を渡してしまった段

階で、私どもの資産としては債券として認識しているということでございます。

したがって、今回の基本ポートフォリオの変更は無事に実施終了というふうに考えております。ありがとうございました。

何かご質問があれば。

○村上委員長 何かご質問等がございますでしょうか。よろしいでしょうか。

特にマーケットで噂になるとか、インパクトがあったとか、認識すべきことはなかったのですね。

○西川理事 どちらからも質問あるいはお問い合わせ等は来ておりません。噂も聞いておりません。

○村上委員長 それはよかったです。

○西川理事 続きまして、資料3-1でございます。前回の資産運用委員会におきまして私どもが宿題としていただいております、乖離許容幅とリバランスルールについての試算結果のご報告でございます。

前回は、乖離許容幅とリバランスルールについて、私どもの現状を説明させていただいた上で、いずれにつきましても、乖離許容幅を大きくとること、あるいはリバランスを頻繁にやらないといったことの抱えるリスクと、許容幅を狭くとる、あるいはリバランスを頻繁に行う場合のコスト、その両方を試算した上で比較考量をさせていただきたいということをお願いしたので、その結果をご報告させていただきたいと思っております。

試算につきましては、いつものとおりコンサルタントの野村証券さんにやっていただきましたので、技術的なことについてはまたご質問いただくとして、大まかな結果だけ申し上げます。まず乖離許容幅につきましては、現状私どもは2標準偏差を基準としていると申し上げましたが、こちらにつきましては、以前、乖離許容幅としてやや大きいのではないかと、中心値から大きく端に寄っているときに金融ショック等が起こったときに、想定外の大きなリスクを背負うことになるのではないかとのご指摘をいただいたところがございますので、今回は1.5標準偏差との比較をさせていただきました。したがって、本日は2標準偏差と1.5標準偏差の二つの選択肢について、コストとリスクを比較していただければと思います。

まずページ3にございますのが、ヒストリカルなシミュレーションとモンテカルロ・シミュレーションによるコストの比較です。4ページには想定損失、金融ショックが起こったときのリスクの違いといったものをお示しさせていただいております。この表の見方ですか、案が6つお示ししてあります。上段の1、2、3が2標準偏差の場合、下段の4、5、6が1.5標準偏差の場合でございます。それぞれ3つ示してありますのは、リスク資産、国内株式、外国債券、外国株式と違う動きをする国内債券について、かねてより広めの乖離許容幅をとっているわけですが、その幅を3種類ずつ設定しているということがございます。他のリスク資産等同様の2標準偏差ないし1.5標準偏差に構成比を掛けたものと、それに1%ポイント上乗せしたもの、2%ポイント上乗せしたものというような形に

なっております。

まずコストのところから見ていただきますと、3ページをご覧ください。ヒストリカル・シミュレーションのほうでご覧いただければと思います。幾つか指標がございますけれども、まず効率性という観点からいうと、シャープ比のところをご覧ください。上段の2標準偏差、それから下段の1.5標準偏差、いずれについても、1案よりは2案、3案のほうで効率性がいいという結果になっております。

一方で、その次の右側の超過リターンで見ますと、 $1.5\sigma$ 、 $2\sigma$ いずれにつきましても、2案、5案のところは超過リターンが一番大きくなるような格好になっているということでございます。

一方で、一番右のリバランスのところを見ていただきますと、累積リバランスコストでは、上段の $2\sigma$ のところについては、一番小さいのは一番乖離幅を大きくとったものになりますし、下段の $1.5\sigma$ につきましても、逆に一番下の乖離幅を大きくとったものが累積リバランスとしては一番小さくなっております。

累積リバランスコストについては、効率性と超過リターンのところを集約されてくる、ということだとすれば、比較対照になるのは第2案と第5案になるのではないかと考えております。

それを踏まえて、4ページのリスクのところをご覧ください。一番右のストレステストの想定損失額をご覧ください。代表選手の第2案と第5案を比べていただきますと、 $2\sigma$ 、 $1\sigma$ 全て同じような水準になりますが、案2の $2\sigma$ の場合の想定損失額は3,075億円となっております。一方、 $1.5\sigma$ になりますと2,829億円ということでございますので、240億円ぐらいの差が生じるということでございます。

先ほどのコストのところをもう一度ご覧いただきますと、一方で、 $1.5\sigma$ のほうは、今見ていただいたとおりリスクは小さくなるわけですが、一番右の累積リバランスコストという観点からいうと、 $2\sigma$ の場合よりは高くなっているかと思えます。この累積コストの差、1.73と1.43、0.3ポイントでございますけれども、このデータが32年間分でございますので、32年間分の累積コストとして0.3ポイントを計算していきますと、大体年間400万円ぐらいのコストの差になります。

これをどう捉えるかですが、一つの考え方としては、先ほどのリスクの削減分が240億円ぐらいということをお考えすると、600年間に1回こういったリスクが起これば元が取れるというような計算になるのかなということだと、そんなに大きな保険料ではないかもしれないということかと思っておりますし、それから、資産全体に対する比率といたしましても、この年間400万円というのはそう大きな数字ではないかなと思われまので、そういう意味では、リスク抑制という今回の見直しの眼目にもかなうということで、乖離許容幅については $1.5\sigma$ にしてはどうかというのが、私どもの結果を見たときの第一印象でございますが、また後ほどこちらについてはご意見を賜ればと考えております。

次にリバランスルールでございます。リバランスルールにつきましても、私ども前回ご

説明いたしましたが、2つのルールがございます。5ページの上のところに書いてございますけれども、ターゲットに対して、乖離許容幅を超えたときには半分のところまで戻すというのが現行のルールでございます。それに加えて、年度末のみ、乖離許容幅の半分を超過した場合には、乖離許容幅以内であっても、乖離許容幅の半分のところまで戻す、そういうリバランスを実行するというルールがあります。この2つのルールから成り立っているのが現在の私どものルールでございますので、このルールの妥当性をみるために、新しいデータを入れて試算をしてもらったのが6ページの結果でございます。

先ほど、 $2\sigma$ と $1.5\sigma$ とそれぞれの代表選手として、ナンバー2とナンバー5を選びましたので、それぞれについての試算という格好になっております。同じくヒストリカル・シミュレーションのほうでご覧いただきたいと思いますが、先ほど私どもとして推薦玉といたしました上から3段目のナンバー5のところでご覧いただきますと、4つの組み合わせがございます。月の戻し方を半値戻しにするのと、中心値まで全部戻してしまうもの、それぞれについて年度末の調整をやる、やらない、そういう4つの分類がございます。

まずシャープ比を見ていただきますと、ナンバー5につきましては、「半値戻し」の「年度末調整あり」か「中心値まで戻し」の「年度末調整あり」かになるという格好でございます。その次に超過リターンのところを見ていただくと、これは3つ目の「中心値まで戻し」の「年度末調整なし」だけが除外されるような格好になってくるということでございます。一方で、累積リバランスコストという観点から見ますと、一番小さいのは「半値戻し」の「年度末調整なし」という格好になっております。

この中で何を取っていくかということでございますけれども、中心値まで戻すと、コストという観点からいくとかなり大きく増えるなという感じがしておりますので、月間のリバランスにつきましては、今までの半値でいいのかなというのが正直なところでございます。

一方で、年度基準のところにつきましては、これは実は悩んでいるところでございます。もちろん、パフォーマンス評価に関わってくるような年度の数字をなるべく中心値に近付けておく、大きな変動がないようにするという意味合いはあるのかもしれませんが、判断材料としての妥当性については、疑問無しとしない、というのが実感です。

ただ、数字を見る限りにおいては、「年度末調整あり」のルール、上から2つ目が決して悪い数字にはなっていないということでございます。ひょっとすると、これは私どもが意図していたもの以上の意味合いがあるのかもしれないと正直考えているところです。この点については、委員長からご示唆をいただきましたが、半値戻しをしているということは、相場が一方方向に動いているときに、長期間半値のところには張りついて、中心値からずれ続けているような状況が長く続くというようなことがあるのかもしれない。それを年度末という形で一度元に戻すというような格好で効率性が上がっているとか、そういうような意味を実は体現しているのかもしれないというような可能性をご指摘いただいたところ

です。ただ、そうだとすると、年度末に調整をする必然性には疑問が残ります。

そうだとすると、私どもとして検討しなくてはいけないことは、コストを抑えるために半値戻しにすることによって想定される副作用と申しますか、相場が一方方向に傾いているような状況が長く続くときに、半年とか、9か月とか、そういう長い期間中心値をずっと結構な幅でそれているというような状態を続けていくことに伴うリスクの大きさの把握と、これを修正するような新たなルールというようなものを検討する必要があると考えるところです。意味合いが不明瞭なままで年度末調整を続けていくのは適切とは言い難いと思われまます。

半値の年度ルールあり、なしのところを比較すると、両者そう大きな差があるわけではございません。むしろ、半値の年度ルールなしのほうが累積リバランスコストは低いということもございますので、自分たちとしてあまり意味が十分に理解できていないルールを残すよりは、このルールは撤廃した上で、改善策を今後検討していくのが妥当なのではないかというふうに考えているところでございますが、これについてもご意見を賜ればと考えている次第でございます。

したがって、とりあえず私どもからの第1次案といたしましては、1.5σに乖離許容幅を縮小して、そうすることで、先ほどの半値戻しの害悪が多少弱くなるというのものもあるかもしれませんが、縮小した上で、リバランスルールにつきましては、月々は半値戻しとし、年度のリバランスルールについては撤廃する、ただし、今後の課題として、半値戻しの潜在的な問題点というものを改善できないかという改善ルールについて宿題とさせていただき、そういう形にさせていただけないかというのが私どもからの当初の提案事項でございます。ご審議を賜ればと思います。よろしくお願いたします。

○村上委員長 ありがとうございます。ただいまの西川理事からのご説明について、ご質問、ご意見等がございますでしょうか。

○臼杵委員長代理 このシミュレーションでの国内債券とは、どのような国内債券でしょうか。

○野村証券・西内 シミュレーション上は、国内債券は、インハウスも含めたウェイト79.5%ですね、これがあって、そのリスク・リターン特性については、シミュレーション上は委託運用の期待リターンとリスクを使っています。

○臼杵委員長代理 NOMURA-BPI。

○野村証券・西内 そうです。

○臼杵委員長代理 実際、自家運用部分は今度デューレーションを長くするのですよね。そうすると、もう少しリスクは上がるのでしょうか。どうなのですか。

○野村証券・西内 時価評価をするということであれば、当然リスクは上がりますけれども、簿価ですので、むしろリスクは割と大きめに全体として見ているということになると思います。

○臼杵委員長代理 わかりました。それから、リバランスは、実際にオペレーションとし

てはどういうふうにするのでしたか。パッシブの間でお金を移すのですか。どういう形でやっておられるのでしょうか。

○西川理事 現実問題としてやる場合ということですね。どの資産においてリバランスを行うかということにもなるのですが、基本的にはおっしゃるとおりで、動かしやすいパッシブのほうから動かしていく。

○臼杵委員長代理 あと、掛金とか給付は、その場合どういう使い方をされるのですか。例えば掛金とか給付を使えば、往復でやらなくて済む可能性もありますよね。つまり、掛金を、入ったものをアンダーウェイトしている資産に持って行って、給付をオーバーウェイト資産から落とすというようなこと。

○松永運用リスク管理役 そこは、自家運用の資産全体における比率がどうなっているか、どのくらい中心から乖離しているかという点も絡みますので、一概には言えませんが、基本的には、委託運用の中で、超過した資産については半値まで戻し、その資金は逆方向に乖離の大きい資産へ移すという方法で行っています。

○臼杵委員長代理 掛金とか給付については特に調整には使っていない。

○松永運用リスク管理役 はい。

○臼杵委員長代理 売るときは基本ポートの比率で売って、入ってきたものは基本ポートの比率で配分しているということですか。

○松永運用リスク管理役 はい、そのとおりです。

○清水資産運用部次長 掛金の収納の部分をおっしゃっているのですか。

○臼杵委員長代理 「収納」という言葉は、ちょっと私わからないのですが。

○清水資産運用部次長 掛金と退職金の支払いと今2つお話しされたと思いますが、掛金のほうを言っていると思うのですが。

○臼杵委員長代理 両方ですけど。

○清水資産運用部次長 実際に毎月退職金の支払いと掛金の収納の収支差、キャッシュだけで収支差をとっていますので、キャッシュが残れば、その分だけ国内債券を、そういう形でありますので、リバランスのときには委託の中でお金を回すことになります。

○臼杵委員長代理 わかりました。では、このシミュレーションはほぼ実態を反映しているという理解でよろしいのですか。

○清水資産運用部次長 そうです。

○末永委員 リバランスについては、年次と月次のルールがありますが、これまで実施したことがありますか。

○西川理事 月次はそれなりに委託運用の中ではやっていますね。

○末永委員 それは機構として確認していますか。

○西川理事 これは特化型の委託方式ですので、バランス型で相手に任せてしまえば、向こうで勝手にやってもらうという話になるのですが、特化型の場合はリバランスの可否を判断できないため、自動的にリバランスは行われたいわけでは、ト

リガーを引くのは私どもという格好になりますので、リバランスが必要になれば、私どものほうからその指示をして実施しているという格好になります。数は多くありませんけれども、実際問題としてリバランスの実績もあります。

○高澤資産運用部長 毎月、月末ごとに資産の構成状況をウォッチングしていきまして、特に直近で、月次基準で抵触したのは25年10月末、26年11月末、いわゆるアベノミクスの影響でリスク資産がかなり膨らみましましたので、抵触した資産を国内債券へ移管しました。各々翌月速やかにリバランスを実施しています。両年度の年度末もリバランスを実施しました。直近ではその2か年が大きかったのかなと。

○末永委員 わかりました。

○村上委員長 アベノミクスの影響でリスク資産が膨らんだときなどは、毎月上限に張りついていることはなかったでしょうか。

○高澤資産運用部長 抵触するような機会が。実際に月次にひっかかったのは1回でしたが、毎月の動きはかなり上下していたと思います。

○村上委員長 ほかに何かございますでしょうか。

○徳島委員 事務局には事前説明の段階で申し上げましたが、この場合の国内債券の乖離許容幅を設定することに意味があるのかなという気がしています。というのは、あくまでも国内債券が本機構の場合には運用の基本であり、余計なリスクはとりたくないという方針です。そういった意味では、国内債券への配分が仮に大きくなった場合、それはほかの資産が乖離許容幅を下抜けている場合とか、例えば今ご指摘のあったアベノミクスのような形で国内株式が時価増で配分比が増えている場合もあるので、リスク性資産の3区分に乖離許容幅があれば、国内債券は無理して設定しなくて良いのではないかと考えます。

そう思ったもう一つの理由としては、資料の2ページ目のところ、2標準偏差の場合、1.5標準偏差の場合、いずれも国内債と国内株がどちらの案でも3%ずつ、2%ずつという同じ数字になっています。そうすると、リスクの大きさとか元々の配分の大きさから比べると、国内債券が構成比79.6%、国内株式が7.2%なのに、なぜ乖離許容幅が同じなのかという違和感を覚えます。あくまでも国内債の運用、リスクをとらない運用が基本であるということを考えると、国内債の乖離許容幅は外していいのではないのでしょうか。シミュレーションをやっていただいて、リスク性資産だけでコントロールできるのであれば、そういった考え方はあるのではありませんか。

極論、国内債だけが動いた場合ですが、ここからさらに金利が低下して、委託運用の部分も若干ありますので、国内債が時価増になったときに、果たして超過した国内債を売べきなのかどうかというのは、国内債の中での判断というよりも、むしろリスク性資産との兼ね合いではないかと思えます。私は、国内債に関しては乖離許容幅を外してもいいのではないかなと考えておりますが、いかがでしょうか。

○西川理事 そこは私ども、ご指摘をいただいて検討させていただいたところです。3ページのシミュレーション結果をご覧くださいますと、上段のヒストリカル・シミュレーシ

ョンの右の半分に乖離許容幅超過回数というのがございます。この回数について、国内債券の3案と6案をご覧ください。いずれも理論値に2%ポイント上乘せして国内債券の最も乖離許容幅を広く取った案ですが、これらのケースでは、国内債券の超過回数が32年間でそれぞれゼロと1になっています。したがって、この結果は、国内債券に乖離許容幅を設けない場合のシミュレーション結果と大体同じぐらいではないかと考えたところがございます。

そういった中で見ていくと、3案も、6案も、どこで比較するのかという問題はあるのですが、例え超過リターンのところで見えていくと、小さい話ですが、むしろ2案、5案のほうが計数的には良好な結果になっているということです。ということは、乖離許容幅をなくすことで、パフォーマンスが改善することが見込めないということなので、シミュレーション結果からは、今回、乖離許容幅を外す理由が見出せなかったということです。したがって、恐縮ですが今回は、従来どおり、国内債券にも乖離許容幅を設定する案を提示させていただいた次第です。

○村上委員長 今の件につきましていかがでしょうか。

○野村証券・高松 徳島委員のおっしゃっていることは、実際の実効性の問題とは別に思想の問題があると思うのですね。つまり、リバランスの基本的な思想は、基本ポートフォリオを軸にしたトラッキング・エラーをリスクと捉えて、それを効用とコストの関係で許容乖離幅を作ろう、こういう思想なので、そこでいうリスクというのはあくまでトラッキング・エラーだと思うのですが、今徳島委員がおっしゃったのは、中退共という制度に鑑みて、トラッキング・エラーだけではなくてダウンサイドリスク、いわゆる下方リスクの思想を少し入れると。

したがって、その場合であれば、多少リスク性資産がアンダーウェイトであっても、全体のリスクが減る。ダウンサイドリスクは減っていますので、許容できるのではないかと、あるいは、むしろそういう思想で許容乖離幅を設定するのだという思想の問題になるのかなと思います。そこは議論の余地があるような気がします。そういう思想を採用するのか、あるいは従来型の思想を採用するのか。ごく自然にやれば、従来型の思想であまり問題はないのかなとは思いますが、徳島委員がおっしゃるように、そこにダウンサイドのリスクを重視する思想を入れるという考え方があってもおかしくないかなとは思っています。

○村上委員長 ありがとうございます。今の高松さんからのお話も踏まえまして、いかがでしょうか。

○臼杵委員長代理 国内債券がすごく小さくなったけれども、他の資産はちょっとずつ上がったときに、トリガーが引かれなくなるという可能性もあるわけですね。

○野村証券・高松 片方だけ付けてもいい。ダウンサイドリスクが小さくなる分には放っておけばいいのではないかと、多分そういう思想だと思うのですが。

○村上委員長 ダウンサイドリスクの場合、インハウス運用している部分については考える必要はないと思いますが、国内債券も金利が低下し過ぎたときのダウンサイドリスクは結

構大きなものがあるということを考えると、そのダウンサイドリスクをコントロールしておくかどうかという問題は生じるわけですね。ですから、そののところも含めて考える必要があるのかもしれないですね。

○野村証券・高松 一方で、今回基本ポートフォリオを作るに当たって、基本ポートフォリオ自体が随分ダウンサイドリスクを意識したポートフォリオになっていますので、さらに重ねて、許容乖離幅の設定のところでそこを含めなくてもいいのではないかと私は思いますけども。

○村上委員長 いかがでございますでしょうか。ちまたでは両方とも、考え方としてとられている場合があるように思うのです。国内債券は残りで決まるというか、ほかのリスク資産が全部動き切っても大丈夫な大きな枠をとっておいて、そのところはコントロールしないという思想もあると思いますし、どちらでも理屈付けはできると思うのです。どちらのリスクをより重視しなければならないかというような観点で、またそのほうが当機構の思想に合うかというところで、この議論は詰めていくのかなと思うのですが、国内債のリスクについて、あまりそのところは考えないかどうかということですね。それと、高松さんがおっしゃったように、トラッキング・エラー全体を重視するという思想でいくということだと、提案どおりが良いことになります。

○徳島委員 基本的には私は従来型で許容できると思っていますが、これまでの議論を考えていくと、例えば委託運用のところで金利が上がった場合というのは、自家運用で金利が高い債券が買えているので実はプラスの面もあるわけですから、そういった意味で、ことさらに国内債の配分を調節する必要はないのではないかと。今回も、最初の国内債の乖離許容幅を設定するのにいろいろ苦労していらっしゃるの、あえてしなくてもいいのではないかと考えています。

一方で、GPIFのポートフォリオを見ますと、国内債の配分は35%で、乖離許容幅はプラス・マイナス10%もとっていらっしゃいますから、これは別の経緯もあるというふうには伺っていますが、それと比べると、79.6%もの配分をお持ちの国内債券に±3%とか、最大でも5%といったシビアな乖離許容幅は必要なのかという気がしています。我々が意識しないといけないのはリスク性の3資産ではないかと考えるところです。ただ、結果は大きく変わらないというのは認識しておりますので、そこは思想の問題だと思っています。

○村上委員長 先ほど西川理事からご説明がありましたように、もう一点は、期末基準は廃止する方向でということながら、宿題として、中心値からの乖離をどうするかは継続して検討ということですね。そのあたりのルールについては対外的には出しているのでしょうか。リバランス運営基準というのは。

○高澤資産運営部長 公表はしていません。

○村上委員長 このルールについては、内部的なものです。ただ、許容幅、すなわち枠となりますと公表ということになるわけですね。ですから、枠のほうは宿題とするわけにはいかないわけですね。確認なのですが。

○西川理事 乖離許容幅は基本方針に載せますので。後ほど対外公表資料でご覧いただきますけれども。

○村上委員長 今までは国内債券の枠を設けていたのを、積極的に方針を変えていくかどうか。変える根拠みたいなものをどのように説明していくかという問題も出てくると思いますし、私も、どちらの考え方も成り立つと思うのですが、1つは、今まで検討してきた過程で、シミュレーション自体が、トラッキング・エラーをどのようにコントロールするかに重心が置かれている中で判断しようとしているという一連の流れがございますので、いかがでしょうか、そのあたりについては、とりあえずまずは枠を残しながら、その先に向けて継続して検討していく。このところの枠については対外的に出ますけれども、そのような方向でいかがでしょうか。これは委員長としての提案なのですが。

○西川理事 先ほどの半戻しの潜在的なリスク対応案に加えて、もう少し、どんなところがどういった形でこのルールを採用しているのかといった背景分析等も含めて実施させていただきたいと思います。先ほど徳島委員のほうからご指摘ありましたように、私どもの資産の特性に鑑みてというのもあると思いますので、そのあたりを対外的にきれいに説明ができるような格好で研究をさせていただいた上で、変えるだけの材料が揃いましたら、またお諮りをさせていただくというような形にさせていただければと思います。

○村上委員長 いかがでございますでしょうか。とりあえず本日の委員会ではそのような決定をさせていただきたいと思います。

○徳島委員 基本は別にそれで構わないと思っておりますが、本日の最後の議題の格付け基準見直しのところでも、当機構の運用の基本的な考え方については、理事長様から今年度言われてきたところですので、よろしくご検討をお願いします。

○村上委員長 継続してご検討をよろしくお願いいたします。

それでは、次の資料のご説明をお願いします。

○西川理事 今の乖離許容幅の部分を受けまして、資料3-2、運用の基本方針新旧比較表でございます。左側が変更案、右側が現行です。

2ページ、3ページをご覧ください。ご審議をいただいてからということで、2ページのところは空白になっておりますけれども、左側の乖離許容幅のところ、今ご審議いただいた内容を踏まえまして、左から3%、2%、1%、1%という数字が入るような格好になります。

下の3ページは、前回ご審議いただきましたけれども、外国債券のインデックス、ベンチマークにつきましては、シティ世界国債のインデックス、これは名称が若干変わっていたのを修正させていただいておりますが、それに今回、外国債券については基本的にヘッジを行うということで、インデックスの中の円ヘッジのインデックスを使うという指示に変えております。

今後の検証の中で、もし最適化をしたときにオープン外国債券をプラスで持つ必要がある、そのほうが効率がよくなるという結果が出た場合には、このガイドラインの内容に

つきましても、外国債券のところを2本立てにするというような形での修正を施していく必要があるかなと考えておりますが、今回につきましてはオープン外国債券の比率はゼロでございますので、実際に数字のあるヘッジ付き外国債券についてのみここでは言及させていただく形にしております。

1ページおめくりいただきまして、後ほどまたご説明しますが、5ページにつきましては、現在、委託部分について合同運用をしております林退共につきましても、自動的に基本ポートフォリオの資産配分の比率が変わりますので、そこを変更するものでございます。これは自動的な変更とお考えいただければと思います。

併せまして6ページの(注2)につきましても、合同運用部分の委託運用の期待収益率と標準偏差が変わったことに伴います自動的な変更でございます。

以上でございます。

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

○徳島委員 1点だけ確認させてください。固有名詞ですが、外債のインデックスのところ、シティ世界国債インデックスまで問題ないのですが、円ヘッジ、円換算というのは固有名詞なのでしょうか。円ヘッジした後に円換算と付けるのは本当に必要なかという気がしました。

○都築運用調査役 他の機関でもこういう表現を使っていたので、もう一回インデックスの正式名称を確認します。

○西川理事 こちらは確認させていただいて、問題がなければということで。ご指摘ありがとうございます。

○臼杵委員長代理 蒸し返しで恐縮ですが、林退共の基本ポートフォリオは中退共とどういう関係になっていましたか。少しだけ債券が増えているのはどうしてでしたか。

○西川理事 これは、一緒に運用している委託運用の外国債券について、ヘッジ付きにはなりますけども、もともと7.7%であった構成比が中退と同様に増えていますので、林退の全体における外国債券の比率も高くなっているということです。

○臼杵委員長代理 合同運用と独自運用があるのでしょうか。

○西川理事 自家運用の部分が独自のものです。

○臼杵委員長代理 わかりました。

○西川理事 大体3分の2ぐらいが自家運用で、3分の1ぐらい、140億円のうちの48億円ぐらいが合同運用という格好になっております。

○村上委員長 私も、林退共のほうは、どのような経緯だったかというのを考えてしまったところがあるのですが、要は、合同運用していて、持ち分で同じ比率を守っていないと決算上困ることなのですね。基準価格制であれば、双方の口数が変わろうが、例えば途中で売買しても構わないのですが、案分比例の形で双方が保有しているので、ファンドのサイズが変わると、それに伴って影響を受けてしまう。そのような消極的な変更になってしまっているという理解でよろしいでしょうか。

○西川理事 そういうことです。

○村上委員長 本来、林退共としてあるべきポートフォリオというところから導き出されてどうなのかという議論になっていないので、そのところは少々気になるところではありますが、現状の仕組み上でそのようになってしまうということですね。

○西川理事 基本的に中退共の資産運用に丸乗りするというのを前提にして合同運用をしているということです。

○村上委員長 小口の資産であるためにポートフォリオがサイズの非常に組みづらいので、そのような合同運用の方法を採択した時点でこのような運営になることがあり得た。林退共の状況については、後でまた別途ご説明いただく。そのような理解でよろしいでしょうか。

○末永委員 確認させてください。2ページの乖離許容幅のところは、3、2、1、1と入るのですか。

○西川理事 はい。

○末永委員 許容幅のところこれで確定して、先ほど言っていたリバランスルールについては、どのような扱いになるのですか。

○西川理事 それはこの中に入っておりません。あれはあくまで内部ルールでございます。

○末永委員 そこは持ち越しというイメージですか。

○西川理事 リバランスルールにつきましては、私どもとしては、月々については今までどおりの半値戻しで、年度のものはやめるということはどうかなということでございます。ただ、半値戻しは、コストは低いということはあるのですけれども、同じような相場展開が続いたときに、ずっと半値のところ張りついていくというようなことになっていくと、中心値で想定したよりも大きいリスクを長期間にわたって保有し続けるようなことにもなりかねないので、それをある程度の期間で修正するようなことができないかというようなことはこれから検討していきたいというふうには思っています。

○末永委員 何か代替措置を考えるということですか。

○西川理事 はい。年度の今までのリバランスというのが、たくましくしてそういう効果を持っていたのかもしれないということなのですが、ただ、それを年度末にやるのが適当かどうかというのは必ずしもわからないということもありますので。

○末永委員 はい、わかりました。

○村上委員長 少々戻るようなのですが、今の点で、年度基準は、年度に意味がないので撤廃するということですが、半値戻しでしたら、リスク資産が例えば半年以上にわたって基準よりも1%多いということもあり得るわけですね。そのようなことが起きたときは、本当にそれでいいのかどうかという疑問が対外的にもあると思いますので、そのあたりでどのような影響があるのか、どのようなルールを当てはめたらいいのか、またご検討を続けていただければと思います。ヒストリカル・シミュレーション等を野村さんのほうでされて、そのように何か月も続けて上下限に張りついているような期間というのはあったので

すか。

○野村証券・西内 先ほどの資料でいうと、案5に関して、年度基準なしで試算はしてみたのですが、平均して3か月ぐらい半値より上の状態、半値から許容乖離幅の間でうろろしてしまうというか、そこに入っている期間は平均すると3か月ぐらい。最大ですと1年ぐらい続いてしまうというケースもあります。

○村上委員長 ずっと幅の上限に張りついてしまうということですね。そうすると、対外的に解釈すると、結果的には意思を持ってずっとオーバーウェイトしていたように見えかねないということですね。

○野村証券・西内 ただ、許容乖離幅そのものの理屈で考えると、許容乖離幅の中での移動というのはコストのほうが大きくなってしまいうという考え方になりますので、理屈では、許容乖離幅を超えたら幅のぎりぎりまで戻すというのが理論上はベストな執行になると思うのですが、それをやると実務上どうしてもひっかかる回数が大きくなってしまいうので、半値まで戻すということが現実的にはよくとられる。ですので、半値から許容乖離幅の間が、本当にそれがマイナスなのかどうかというところの判断は、従来のリバランスの考え方、乖離許容幅の考え方からだと判断が難しいということになります。

○西川理事 そういう意味では、ひょっとするとこれは、累積剰余金というか、想定損失をどこで捉えるかということなのかもしれません。私どもは今中心値でそれを見ているわけですが、もし乖離許容幅ぎりぎりのところが普段の状態であってもいいのだという話になると、そこで想定損失を計算して、それに備えるような形にしていく、そちらとも関わってくるかもしれない。

○村上委員長 大ざっぱに、国内株式のウェイトも6分の7倍ぐらいになりますので、金額換算しますと結構大きくはなるのでしょいうね。そのあたりは、また宿題ということで、ご検討いただきましょいう。

ちょっと確認なのですが、当委員会の次第の中で、議題（2）に対応する資料の範囲というのがどこまでになるのか、この資料3-2の後も、累積剰余金の水準のこと等いろいろ続きますね。議題（2）の中の範囲で決定しなければならないものはどこまででしょいうか。

○西川理事 そういう意味では、決定をいただきたいのは、ただいまの乖離許容幅とリバランスルールのところと、後でご説明させていただく基本ポートフォリオの見直しについて、これをこの形で公表させていただいていいかどうか、この2つは本日決定をしていただかなくてはいけないというふうにご考えております。それ以外の資料につきましては、ご審議をいただくというふうな格好になっております。もう一つ、林退共の背景説明等につきましては、私どものほうからのご説明というふうにご考えております。

○村上委員長 今、西川理事のほうからご説明がありましたように、運用の基本方針の新旧対照表、その次の公表資料、ここまでが本日決定しなければならないことということでは、あわせて公表資料案のほうもご説明いただいた後、まとめて討議をやりまし

よう。

○西川理事 それでは、資料4でございます。最初に申し上げましたとおり、売買がおかげさまで無事に終わりましたので、それを受けまして、今回の基本ポートフォリオの変更につきまして、速やかに対外公表をしていければなというふうに考えているところでございます。日付につきましてはまたご相談をさせていただきますが、内容についてご審議をいただければと思っております。

構成といたしましては、まず最初に、基本ポートフォリオの見直しの背景を書かせていただきまして、ここは、私どもの大きな枠組みであります、当機構は中期経営計画を持っている金融を業とする独立行政法人ということですので、それとの関係についてお示ししたものでございます。中期計画における累積欠損金の解消を目標として設定されたのが現行の基本ポートフォリオですので、当該目標が既に達成された以上は見直すことが適当であろうということでございます。

あわせて運用環境の変化ということで、大きいのは、中心的な資産の利回りである国債の利回りがどんどん低下してきていることと、それから、これは主に委託運用のほうに関わってきますが、資産間の相関が高まってリスク分散効果が低下するといったようなことで、リスク性資産の組み合わせによる運用が非常に難しさを増している、そういう環境の中で基本ポートフォリオをどうすべきかということでございます。

さらにいうと、共済契約者・被共済者、ステークホルダーのご意向ということでございますが、退職金の確実な支払いが重視されているということでございます。

そういった背景の中で、私どもがどんな思想のもとで今回の基本ポートフォリオを決めていったかということの基本ポートフォリオの考え方ということで整理させていただいたのが、2ページ目でございます。

まず大きいのは資産運用委員会が設置されたということございまして、その委員会のもとで、私どもの制度の特徴を踏まえたあるべき基本ポートフォリオとは何か、ゼロベースで年度を通じて審議を重ねていただいたことを最初に書かせていただいております。

その次に、では、中退共制度の特徴とは何かということで、退職金の原資であって、確実な支払いが求められること。私どもは、GPIFと違って、賦課方式ではなくて積立型の制度であって、掛金と運用益のみを原資として、継続的に約束した退職金を支払っていく仕組みであるということ。それから、累積欠損金が発生しても、政府とか自分たちの他事業から補填を受ける仕組みがないということでありまして、そうした特性の中で、リスクを取り難い仕組みになっているということをお示したところでございます。

安全かつ効率的な運用の考え方ということでございますが、審議の結果、中退共制度の上記の特徴を踏まえまして、私どもの基本方針にある「安全かつ効率的な運用」というのはどう解釈すべきかということについては、「必要な収益を最低限のリスクで確保する」というのが適切な解釈だろうという結論に達したということです。

その中での「必要な収益」というのは何かということですが、これは、累積剰余金の水

準や市場環境の変化等を踏まえた場合に、リスクを極力抑制した予定運用利回りプラス業務経費率に相当する水準とすることが適当と判断されたということです。

その結果が、1.1%という期待収益率の新基本ポートフォリオを策定した。そういう一連の議論の流れの骨格をこちらに書かせていただいたということでもあります。

3ページ目に見直し結果を書かせていただきました。この乖離許容幅については、先ほどの数字が入るという格好になっております。

4ページ目で、今回の基本ポートフォリオ見直しの主要ポイントを掲げさせていただいております。1つ目は、累積欠損金の解消によって、資金特性により適したポートフォリオへの移行であるということですが、3つ挙げておまして、期待収益率の引下げ及びリスクの抑制、ヘッジ付き外国債券の導入、それから負債サイドの期間構造見直しを踏まえた自家運用の期間構成比の変更、大きく分けるとこの3つかなと思っております。

まずリスクの抑制効果ということですが、金融ショック時の想定損失額のシミュレーション結果を見ると、表に示したとおりでございますけれども、金額で1,500億円、積立比率において3.5%程度のリスクオフになるということでございます。

5ページは、私どもが循環型変動リスクと言っているものへの影響をお示ししました。シミュレーションの結果、左側の新基本ポートフォリオは、右の現行ポートフォリオに比べると5年間で累積剰余金の変化幅がかなり小さくなっているということでございます。言い換えると、下方リスクが小さくなっているということがご覧いただけるかと思えます。

6ページでは、基本ポートフォリオ見直しの2つ目でございますが、ヘッジ付き外国債券の導入ということで、こちらについては、その目的を1行でお示ししております。ヘッジ付き外国債券を新しいものとして資産クラスに加えることで、リスクを抑制しつつポートフォリオの効率性が向上できるためということで、資産全体としての効果を示しているということでございます。ヘッジのない外国債券とか国内債券とのパフォーマンスの違いをグラフとリターン・リスク比較表でお示したという形です。

7ページに、3つ目の自家運用の変更についてお示ししております。これは、債務の期間構造についての見直しを行った結果、従来の10年型のラダーから20年型のラダーにポートフォリオの変更を行いますという説明がこちらにお示ししております。

最後に、技術的なことになって参りますけれども、期待収益率の推計方法ということで、前提としてどのような経済予測を使ったかということです。国内については、内閣府の中長期の経済財政に関する試算におけるベースラインケースを使用しました。海外は、英国のコンサルタントEIUの予測値を使用しました。ただし、国内の金利見通しについては、保守的に金利横ばいケースを想定いたしましたという説明書きをさせていただいております。

それと、各資産の推計方法についての記述を入れてあります。国内株式につきましては野村さんのモデルを使っておりますけれども、内容を明示するために推計式を記載させていただきました。

9ページに、期待収益率と、リスクと相関、特に期待収益率につきましては、私どもは

金利横ばいシナリオでやっておりますが、あわせて検討いたしました内閣府のベースラインケースとの比較をこちらで示させていただいているということでございます。

参考情報として、リスクと相関係数の状況を下段にお示ししてございます。

10 ページに、最適化結果を、横ばいケースと、現行基本ポートフォリオ、内閣府のベースラインケースというような形で、3者比較しております。こちらでご覧いただきたいのは、これも1つの宿題になっていたわけですが、外国債券の取扱いということでございます。

ヘッジなしとヘッジ付きの取り扱いについては、ここで明確にヘッジ付きは新しいものとして導入したという格好で明示していくということでございますが、一方で、オープン外債といったものを完全になくしたということではなくて、あくまで今回の最適化の結果としてそれが0.0%になったということを明確化しているということでございます。ただ、大きなくくりとしては、外国債券という中に含まれるものとして考えていきたいと思っております。したがって、資産クラスは何かと言われれば、4資産クラスということだと思いますが、ただ、内訳があるので、最適化の対象の資産ということでは、5つのものを対象にして最適化を行っていくということだと考えております。

11 ページにつきましては、これも自動的な変更ということになるわけですが、林退共のポートフォリオをお示ししております。

13 ページ以降は、関連法規をご参考までにお示ししているものでございます。基本方針等につきましては、修正後のものをこちらに載せさせていただいております。

17 ページ、18 ページについては、中退共資産の運用状況についての一般的な情報、最終ページについては、関連の経済指標等をご参考として載せさせていただいているということでございます。

○村上委員長 それでは、先ほどの資料3-2と資料4をあわせまして、ここまでは今日の委員会で決定しておかなければならない事項ということですが、資料4のほうには、今までの議論の経過がコンパクトにまとまって載っていると思っておりますが、これらをあわせましていかがでございますでしょうか。

○末永委員 ちょっとお聞きしたいのですが、1つは、4ページ目の一番上、「累積欠損金の解消により、資金特性により適したポートフォリオへの移行」となっていますが、累積欠損金の解消ではないと私は思うのです。要するに、それはもう既に解消して、累積剰余金がある中で一定のリスクをとる。今まではリスクをとり過ぎているから、それを使いながら新たなポートを作るということだから、「解消」ではなくて、今ある累積剰余金に適したポートの見直しを今回やったのではないかなと私は考えています。だから、ここは「解消」という表現は適切ではないと思います。

それから、6ページ目の「ヘッジ付き外国債券の導入」のところですが、今西川理事が説明されましたように、10ページのところでは、外債も資産クラスとして見ているわけですね。外国債券の中のヘッジ付きとヘッジなしだから、資産クラスは4つですよ。

資産クラスとするのかどうか、これは前回も論議になったと思うのです。そこは明確にしておいたほうがいいのではないですか。先ほどの説明だと、資産クラスは4つですよというふうに聞こえたものですから、これでいくと5つになるというイメージになると思います。

○西川理事 最初に申し上げましたとおり、もう既に現行ではなくなっていますが、前のポートフォリオを組んだときに大きな目標になっていたのが累積欠損金の解消であり、そのためにリスクをとっていたことを考えると、解消の後の累積剰余金を積めたというものはあるのですけれども、もともとは累積剰余金を積むというよりは解消するというのが大きな目標になっていたと考えると、解消というのは局面面の変化という面では一番大きいのかなというふうに考えておきまして、特に私どもの中期目標との対照を考えても、解消できたというのは大きな変化でございますので、それを踏まえて、当時必要とされたようなポートフォリオは見直すのが適当であろう。

そういうロジックでございまして、確かにおっしゃるように、積み上がった累積剰余金の使い方はどうするのだというのは、別途また後ほどの水準をどう考えるかという議論と関わってはくるのですけれども、今回の見直しの大きな環境変化という意味では、当時のリスクをとるという判断が適切かどうかというのはまた別として、少なくとも、リスクの高いポートフォリオを求める原因であったのは累積欠損金でございますので、その解消というのが大きな理由であろうという位置付けでございます。

○末永委員 確かにそうなのでしょうけど、後ろのほうでもいろいろ出てきますけど、リスクの量を必ず出していますよね。リスクをとらないのであれば、おっしゃることはわかります。累積欠損金があったから、リスクをとってそれを解消しなければいかんだろうということで、中期計画を作ったのですよね。

○西川理事 今回たびたび申し上げていたのが、当時はまだ金融業を行う独立行政法人ではなかったということもこれありということなのかもしれませんが、本来的には、おっしゃるとおり累積剰余金の範囲内というか、自己資本の範囲内でしかリスクはとれないはずなんです。なので、それに見合ったリスクをとっていくべきだろうということでございます。したがって、危ない橋を渡っている理由がなくなる中で、今度は適切なリスクの水準に落とすというところだと思えます。いずれにしても、ここでは累積の解消を「見直しの契機」として挙げている訳でありまして、新基本ポートフォリオの内容を説明しているわけではない、言い換えると新基本ポートフォリオが「累積ゼロ」に見合うものになっていると言っている訳ではないということです。

○末永委員 わかりました。

○村上委員長 恐らく、丁寧に書くと、累積欠損金の解消と一定の累積剰余金ができることによって、あるべきポートフォリオへ移行するというようなこと。過程を正確に表現するとそのようになるかと思うのですが。

○西川理事 ややこしいのは、累積剰余金というと、じゃあ、累積剰余金のできたのだった

たらリスクを増やすのかという方向に議論が向きそうなので、そこはもう少し工夫は必要かもしれません。

○末永委員 わかりました。公表用ですから、あまりくどくど書く必要はないと思うのです。

○村上委員長 2点目のほうはよろしいでしょうか。

○西川理事 資産クラスと言われれば、確かに新しい資産クラスを導入したということなので、5つと申し上げるのが正しいと思います。4分類という形で、外国債券というような書き方をする場合もあるという言い方が正しいのかもしれませんが。

○末永委員 あまり気にしなくていいという理解でよろしいですか。

○西川理事 ただ、資産クラスということであれば、新しい資産クラスを導入している訳ですから、5つと回答するのが正しいと思います。失礼いたしました。

○末永委員 あと1点追加でいいですか。7ページ目に10年から20年に変えたと書いてあるのですが、従来は何で平均的な掛金納付の期間を使ったのか、それで今回何で加重平均なのか。すらっと書いているけど、そこは問われませんか。

○西川理事 もし加入者の退職金が全て同じ金額であれば、それぞれの人の平均加入期間がそのまま平均期間になるのかな、デュレーションになるのかなということなのですが、実際問題としては、3年働いた人と10年働いた人では、極端な話3倍の違いがあって金額に出てくるわけです。それは単なる利回りの差、運用期間の差ではなくて、積立金の差によるわけですね。そうすると、債務構造は金額をベースに考えるべきであろうということがあります。

従来ですと、1年働いている人も、20年働いている人も、同じ1票として計算をしていたわけですが、20倍の退職金をもらう人はウェイト付けをして、20年後に取りに行く人は20倍の金額を用意していないとまずいのですよねという認識をすべきだろうということでもあります。では、従来はどうしてと言われると、なかなかつらいものがあるのです。

○末永委員 単純に結論だけ見ると、リスク資産を減らして、国内債券を増やす、国内金利が低金利だから期間を長くしたい、長くしたいがために負債サイドも長くしたと見られません。我々は論議しているからわかりますが。

○西川理事 タイミングとしては確かにそういうふうに見られかねないものではあるのですが、実際問題としてはそうではなくて、本来20年運用できるものを10年でしか運用していなかった、そういうもったいないことをしていたのを、より効率的な資産構成にしていくということだと考えております。

○末永委員 より効率的な資産構成にするためにという表現を入れることはできませんか。

○水野理事長 これについてもうちよっと丁寧に説明すると、資産運用委員会ができて最初に委員の皆さん方から言われたのが、資産サイドだけでなく負債サイドを分析したほうがいいよということで、これについてはあまりやっていなかったと思うのです。我々

も、ああ、そうだなということで分析をしてみたら、こういう結果が出たので、今回高度化したということなのですね。ただ、末永委員のご指摘は公表で誤解のないようにしたいということなのですよ。

○末永委員 誤解がなければ別に問題はないと思います。

○西川理事 用語の選択には多少気持ちを込めたところがありまして、投資期間を長期化したではなくて、拡大したという表現にしたのは、利回りを上げるために期間を長くしたのではなく、選択肢を広げるという意味で変更したのだ、という意味合いを込めたのですが、分かり難かったかも知れません。

○水野理事長 投資期間を拡大とか延長という表現ではなく、投資期間を債務の期間構造についての見直し結果に合わせて変更した、というのでは如何。

○末永委員 見合ったというかね。負債構造に見合ったものに変えたというかな。

○水野理事長 見合ったものに。

○末永委員 いいです。すみません。

○村上委員長 ほかの方はいかがでしょうか。

○臼杵委員長代理 外国債券の為替ヘッジですけれども、ヘッジ付き外債という表現ですけれど、ヘッジ付き外国債券というのは運用がわかっている人はわかっているけれど、普通の人でわかるかなというのがあって、4ページとか、何をヘッジしているのかわかりませんね。

○西川理事 為替ですね。

○臼杵委員長代理 だから、例えば外国債券については為替リスクをヘッジする、外国債券についての100%為替ヘッジとか、為替リスクヘッジとか表現する、そうするとアセットクラスの問題も少し突かれにくいかなという感じはするのですけどね。

○西川理事 確かにヘッジは何のヘッジだということ。まずはヘッジのところは全て冒頭に「為替」を入れることとして、併せて……。

○徳島委員 3ページ目のところは注に「為替ヘッジを行う」と書いていらっしゃるのですが、むしろ逆にヘッジ付き外債というのは何がというのを用語集みたいな形でどこかに付けていただくとか、そういったほうがわかりやすいとは思いますが。

○西川理事 では、注釈をどこかに入れさせていただくという格好で。多分4ページの「基本ポートフォリオ見直しの主要ポイント」の(2)で、為替ヘッジ付き外国債券とありますので、ここに注を入れさせていただきます。

○村上委員長 この分野に携わっている人と議論していると、何げなくヘッジ付き外債と言ってしまおうのですが、確かにご指摘のとおりですね。

あと何かございますでしょうか。

○臼杵委員長代理 これはいつ公表されるのですか。

○平嶋勤労者生活課長 機構のほうからは2月1日に公表したいということで聞いておいたのですが、省内で事前に話をしておりますので、今週中には公表できるような形で進め

たいと思っております。よろしく申し上げます。お待たせしてすみません。

○白杵委員長代理 ホームページに公表されて、特に何かプレスするとかそういうことは。  
○西川理事 やるつもりはありません。後ほどホームページの掲載場所もご覧いただきたいと思いますが。

○白杵委員長代理 では、ある意味ではいつの間にか変わっていたということでしょうか。  
○西川理事 そこまで言うつもりはないのですが、前倒しで言わせていただくと、当資産運用委員会の議事要旨については非常に注目をされているようですので、その下に、この資産運用委員会に興味を持っていただいている人はすぐにわかるようなところに掲載させていただきたいと思っているのですが、一方で、What's New みたいな形で出すかというのと、ちょっとそれはやめておこうかなと考えているところです。

○白杵委員長代理 手続的にはこれで、労政審とかも含めてもう終わっているという理解で、了解は要らないのですか。

○平嶋勤労者生活課長 労政審はこの2月の下旬に開催予定ですけど、そこで報告をする予定です。資産をどう運用するかというのは、この資産運用委員会、機構の権限ですので、報告ということです。

○白杵委員長代理 わかりました。

○村上委員長 先ほど末永委員からございました資産クラス、言葉の使い方なのですが、最近、大くくりの表示、すなわちディスクロージャーなどで表示される資産、それとアセットミックスのいろいろなシミュレーション等を行うときには、もっと内部が細かく切られていることがありまして、この辺りはどのように言葉の定義をするかという問題で、資産クラスというのと、ディスクロージャー・ベースの資産のくくりみたいなどころとが、必ずしも一致していないことが結構あります。

○西川理事 明確に言えることは、新しいものとして加えたというのが重要なと。

○村上委員長 混乱を招きやすいところなので、確かに使い方に注意しなければならないところです。ほかによろしいでしょうか。

そうしましたら、これは用意ができ次第公表していただくということで、よろしく願いいたします。

議題(2)の中の決定すべき事項についてはここまでの資料ということですが、議題(2)の中退共基本ポートフォリオの見直しについて、まだ少し審議するテーマがあるということで、そちらのご説明をよろしく願いいたします。

○西川理事 それでは、資料5でございます。前回、累積剰余金の望ましい水準につきまして、金融ショック発生時の想定損失プラス、モンテカルロ・シミュレーションの結果の5%tileという最悪ケースの5年間での下方リスク、累積剰余金の減少金額を足したものを1つのバッファとして考えられるのではないかとご説明をさせていただいたところ、5%tileの中にそもそもリーマンショックとかそういったもののケースが含まれてい

るとすると、過剰計上になるのではないかというご指摘をいただいたところでございますので、もう少し検討し直してみたということでございます。

まず想定損失額の算出ですが、金融ショック発生リスクについては、今までどおり、サブプライム・リーマンショックと同等の相場変動が発生した場合の累積損失を想定ということで、今回の1.1%の場合ですと2,100億円ということでございます。現行基本ポートフォリオから比べると、先ほど申し上げたとおり、1,400億円程度の減額になっております。

問題は、循環的変動リスクをどのように捉えるかということでございます。

3つぐらい考えたわけですが、1つが、前回ご覧いただいたシミュレーションの結果でございます。5年間での累積剰余金の減少額、下方リスクについてですが、これは、減少するほうの最悪級ケースの5%tileの3,200億円から50%tileの400億円までと結構な幅があるところでございます。

2つ目、こちらは新たに野村さんに試算していただいたわけですが、運用利回りが正規分布に従うということをご前提としているわけですので、その中で算定される条件付きの期待値ということですが、これは単年度決算での平均不足額掛ける過去における運用損の連続発生年数で、大体2,000億円ぐらいでございます。運用損の連続発生年数につきましては、平均すると2年間ぐらいということでございますが、最長のケースで3年ぐらいということですので、一応リスクということですので、最長のケースを今回はとっております。

3つ目が、損失が発生しないけれども、とにかく運用収益が上げられない年が続くことを仮定する場合がございますが、この場合は、予定運用利回り相当分の利払いと業務経費がマイナスになっていくということですので、これがボトムラインになるかなということでございまして、450億円の3年分ということで約1,400億円になります。

上の(1)と(2)をどのような組み合わせでやっていくかということでございますけれども、金融ショック1回分の累積剰余金をバッファーとした場合というのは現状ということでございますが、この場合には、発生リスクが顕在化して剰余金を取り崩してしまうと、それ以降はリスクがとれなくなってしまうということでございますので、基本ポートフォリオを変更してリスクオフしていく必要が出てしまうということでございます。

金融ショック発生後に、基本ポートフォリオを維持して、リバランスを行って相場回復の恩恵を享受するには、通常の相場変動リスクに耐える累積剰余金を維持することが必要と思われまので、循環的変動リスクはやはり持つておく必要があるだろうということです。

さらにいうと、金融ショックのためのバッファーを累積するには、発生確率に見合った長期間を要すると考えられるわけですが、金融市場構造が変化してボラティリティ等が上昇している、相関係数が上がっていると勘案すると、かつてのような期間を考えてじりじりと増やしていこうとしていると、次回ショック発生時にバッファーの蓄積が間に

合わないかもしれないということでございます。5%tileの中には金融ショック発生の可能性が含まれているであろうということではあるのですが、それは32年間の平均値の中でということですので、最近10年間とかの市場構造の変化を勘案すると、もっと早い頻度で金融ショックが発生する可能性もあるのではないかと。それを考えると、金融ショックについては、もう一度ぐらいバッファを持っていないと危ないのではないかとこの考え方でございます。

必要となる累積剰余金額と純資産比率ということですが、上記の想定損失額を踏まえたということですが、循環的変動リスクにつきましては、さっき①、②、③と書きましたが、①のモンテカルロ・シミュレーションに基づく金額の400億円と3,200億円の中間値をとると1,800億円ぐらいであり、②の2,000億円とそんなに大きな違いはないと考えると、とりあえず2,000億円というのは1つのメルクマールになるかなということでございます。そこに金融ショックリスクを1回想定するか、2回想定するかということでございます。

前回申し上げたのは、どちらかというと循環的変動リスクのほうを膨らませていた感じなのですが、先ほど申し上げたような論法で考えていくと、むしろ循環的変動リスクのほうは中庸な数字をとっておいて、金融ショックリスクのほうをどう捉えるか、そちらのほうで2ケース作ってみました。

金融ショックを2回想定した場合の金額は6,200億円ということですので、28年3月末対比でいうと、3,050億円ぐらい積み増しが必要になるという格好でございます。1回であれば1,000億円ということですが、いずれにしても、現在の累積剰余金の水準は、1.1%にリスクを下げたとしても、決して安心していただける水準ではないであろうというのが一番言いたいところでございます。

併せて2番目に言いたいことがあるとすると、金融ショックを2回想定した場合の純資産比率は13.8%になるわけですが、この表の上にも書いてありますが、大手生命保険会社ですと純資産比率は大体20%を超えておりますので、そんなに高い水準ではないのかなというふうに考える次第であります。

3つ目、付加退職金制度との関係でございますが、リスクの大きさは金融市場の構造変化等によって大きく変化することが当然あり得ると思います。したがって、上記のような累積剰余金の水準については、定期的にその妥当性を検証することが必要であろうということです。したがって、付加退職金の支給の適否については、その検証結果を踏まえて検討することが適当ではないかと思料されます。そうであれば、付加退職金の支給額の検討は、毎年ではなく、例えば財政検証時の5年ごとに実施するというのも一案かもしれな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。今のご説明について、何かご質問、ご意見等ありましたらお願いします。

○臼杵委員長代理 そもそもこの累積剰余金の議論をここでする目的みたいなのはどうい

う点にあるのでしょうか。ポートフォリオと基本的には別のものであり、かつ基本ポートフォリオができたということで考えると。

○西川理事 累積剰余金は付加退職金制度とあわせて労政審で決めていただくというのが基本的な話であります。私どもの基本ポートフォリオとの関係では、前回、前々回のこの委員会でも、付加退職金のあり方が私どもの資産運用のあり方に大きな影響を与えていて、具体的に言うと、リスクをとりづらくしているのではないかという話でありました。そうだとすると、私どもの観点から見た望ましい付加退職金制度あるいは累積剰余金の水準というのはどういったものかについて、私どもとしての案をお示しすることも必要ではないかということでございます。

○臼杵委員長代理 それは課長に示すということですか。ここで議論して結論が出て、どういうメリットがあるのだろうかという。

○平嶋勤労者生活課長 参考にさせていただきます。

○臼杵委員長代理 ある意味で、議論のたたき台というか、ブレインストーミングという言い方がいいのかどうかわかりませんがそういう理解で良いのでしょうか。

○西川理事 私どものこちらでの議論を労政審の方々が気にしていただいて、参考にしたと言っているというのがまず前提条件になっての話だというふうに思っております。

○水野理事長 まさにおっしゃるとおり、たたき台ですね。我々は決める権限も何もないわけですから。ただ、今までの基本ポートフォリオからずっと続いている話であって、ぶつ切りになるよりは、そこを前提で考えると、我々の権限から超えるのだけれども、こういう考え方がありますよと。

○西川理事 1つの先ほどの指摘責任みたいなものかなと。

○臼杵委員長代理 資料に書いてある最後の3番については私も割と納得できるのですが、1番とか2番はかなりテクニカルであり、難しいなというのが正直な実感です。時間も限られているのであまり細かいところに入っていきのいいのかどうかというところはあるのですが、この前申し上げたように循環的と金融ショックというのは本当に2つに分けられるかどうかというところについては、まだよくわからないところがあります。それを足し算するというのも、繰り返しますけど、循環的変動のシミュレーションのパラメーターにはリーマンショックのときも入っているので、例えば②はどういう計算で2,000億円というふうになっているのですか。単年度決算での平均不足額というのはどういう計算でしょうか。

○野村証券・高松 これは正規分布を仮定して、剰余の正規分布を考えると、運用の目標が1%で負債のコストが1%のとき、剰余の中心はゼロなのですね。その左側の部分の確率平均を条件つきでとったものが……。

○臼杵委員長代理 CVaR みたいなものですね。

○野村証券・高松 CVaR です。それが幾つでしたっけ、率で出まして、その率に資産額を

掛けて。

○臼杵委員長代理 それが 600 億円とか 700 億円が平均値ですか、年当たりになると。それって確率的に、どのくらいの確率で 600 億円というのは起きるのですか。

○野村証券・高松 確率は 50%になります。まさに左側全部。

○臼杵委員長代理 それの平均値ですか。

○野村証券・高松 そうです。

○村上委員長 過去の連続発生年数というのはマックス 3 年だったということですか。

○野村証券・高松 要するにパーフェクトストームのときに 3 年。それで 3 年としているだけです。

○村上委員長 あのときが 3 年ということですね。

○臼杵委員長代理 パーフェクトストームって 2000……。

○村上委員長 2000 年を越えたぐらいの時期でしたね。

○野村証券・高松 2000 年から 2002 年。IT バブル崩壊のときです。

○臼杵委員長代理 3 年続くのは 8 分の 1 の確率ということですね。2 分の 1 の 3 乗で。

○野村証券・高松 実はこれ議論があると思うのですが、さっき言ったように剰余の分布を考えると、左側 50%、右側 50%ですから、右側を積んで左側が出たときは、それを取り崩すようにすれば、長期的には本当はチャラになるはずですが、そこでどうして不足が出るかという、要するに付加退職金ですか、この仕組みがあるので不足が出るという構造なので、実はリスクというよりも付加退職金の問題のはずだと思うのです。ただ、付加退職金を議論すると時間がかかるので、であれば、付加退職金を払う前提で、ある程度事前に積んでおくという考え方はあるかなという妥協策です。

○臼杵委員長代理 ただ、あのシミュレーションは、一応今のルールで付加退職金をやったらどうなるかということでやっているわけですね。

○野村証券・高松 この前のやつはそうです。

○村上委員長 本来、想定した期待収益どおりだとすれば、不足の累積が増えていくことになるわけですね。

○野村証券・高松 そうです。それがまさに過去に議論が出た非対称の問題です。

○臼杵委員長代理 あと、金融ショック 2 回分は何で必要なのでしょう。1 回分ではなくて。では、逆に 3 回分はなぜ要らないのだともいえると思いますが。

○西川理事 おっしゃるとおりです。究極言ってしまうと、積めるところまで積みばいいのではないかという話になってしまうと思うのですが、どこまでできるかという話ですね。ですから、1 回がたり得ないと言っているわけでもないわけですが。

○野村証券・高松 実は私、1 回では足りないと思うのです。1 回分しか積んでいないと、仮にリーマンショックが起こると剰余金はゼロになるではないですか。基本ポートフォリオ上、剰余金をバッファーにしてリスクをとっているわけで、そうするとリスクをとれなくなるはずだ。したがって、1 回リーマンショックが起きても多少の剰余金が残る水準に

しておく必要があるだろうと思うのです。

○白杵委員長代理 ただ、バッファーという考え自体がそういう面を持っていて、別にリーマンショックではなくても、ある1年損が出たらバッファーは減るわけですね。そうすると、バッファーという考えを厳密にやっているとそれに見合ったリスクのポートフォリオしかできなくなっちゃいますよね。例えば3,000億円のバッファーがどこかで2,700億円になっちゃいました。そうすると2,700億円に合ったリスクしかとれなくなるということですよね。だから、常にこういう問題は起こりますね。

○野村証券・高松 ある意味金融機関的に運営しているとなれば、自己資本を最低限の部分常に維持しなければならない。それがゼロになるということは、ある意味債務超過なので、民間でいうと業務停止命令になりますよね。それを避けるためには、最低1回分プラスアルファが必要なはずだと思っているという話です。

○白杵委員長代理 僕は書いてあるロジックはよくわからないのですが、バッファーをもう少し積んだほうがいいのかということ自体については、そんなに違和感はないのですが、では、何で3回ではなくていいのか。それは繰り返しになりますけど、確率の話ですよね、結局。どこかの水準で腹を決めなくてはいけないという話ですよね。

○野村証券・高松 政策判断みたいな話になるとは思います。

○村上委員長 そういう意味では、リーマンショック1回分と循環リスク1回分、少し余分を見てそれに掛けることの1.5倍とか、そのあたりは多分そのような考え方もいいわけですね。

○白杵委員長代理 循環と金融ショックをまとめてその大きなほうに対応できればいいのかなという気が私はしますけどね。普通の考えで。

○西川理事 要するに5%tileのみみたいなイメージですか。

○白杵委員長代理 今金融変動が激しいから、前回申し上げましたように、5%ではなくて1%にしてしまえば、もっとぼーんと大きなバッファーの数字が出ますよね。

○野村証券・高松 そういう議論ですよ。バリュー・アット・リスクの95%なのか、99%なのか、あるいは99.9%なのか、そういう議論だと思います。

○白杵委員長代理 あとは、前から言っていますけど、負債をマーク・トゥ・マーケットにしたら実は剰余金はもっと小さいのだという議論も多分できると思うのですね。今の責任準備金は予定利率で。だから、今度予定利率が1.1%から下がったときどうなるかよく知りませんが……。負債の評価というのは、予定利率は1.1%だから変わらないのですが、予定利率ではなくて、例えば債務として市場の債券利回りで評価したらもっと剰余金が減るだろうとか、そういうロジックでもいいのかなと。ちょっと今回の資料のロジックは、労政審に持っていくには難し過ぎる。私はちょっと、これでいいかと言われると、なかなか難しいなと。

○平嶋勤労者生活課長 99%をとったらどういう数字かはわからないですよね。

○野村証券・高松 95%と99%の違いというのは、99%というのは、簡単に言うと100年

に1回起きる巨大損失です。95%というのは、20年に1回ぐらい起きる多少の損失なので、巨大損失という意味では100年に1回起きるほうが大きいではないですか。だから、99%に備えると巨大損失に備えることになるので、リスクバッファーをたくさん積むことになる。

○平嶋勤労者生活課長 それは何億円かというのは今わからないですよ。

○野村証券・高松 計算すれば出てきます。

○村上委員長 この辺は、どのように説明したら皆さんがイメージがしやすいかということも大きいわけですね。

○水野理事長 最初に臼杵委員長代理が3はわかるとおっしゃったではないですか。これは一言で言うと、付加退職金制度はあるけど、非対称性はかなりなくなりますよね、5年に1回の。要するに前提条件が変わった場合だけ見ますよと。そうすると、循環的変動リスクはなくなるのですよね、多分。2,000億円はなくなる。ここが我々のつらさなのだけど、今の付加退職金制度を前提として考えると、この2,000億円がないと心配で心配でしょうがないよというのがこの循環的変動リスクで、それをどうしようかと考えていろいろ作っているのですが、ずばりと出てくるものはなかなかない。

もう一つは、4兆5,000億円も運用しているところが3,000億円ぐらいの自己資本でやっていること自体が、皆さん金融のプロだけど、普通はないよねと。10%ぐらいは必要だよねと。

○臼杵委員長代理 そうなのですけど、ただ、アセットのリスクとか、保険会社でいうとアセットはもっとリスクをとっていると思うのですよ。そこの違いとか、バリュー・アット・リスクは保険会社も計算しているし、もちろん死亡率のリスクとか、そういうリスクも含めて対応するためにこれだけ持っているの、一概に金融機関とアップル・トゥ・アップルでは比べられないなというふうには思いますね。

○水野理事長 ただし、ざっくりした相場観でいうと、やっぱり少ないなという感じはしているのですよ。

○臼杵委員長代理 最後は我々が決めることではないので、一応意見は申し上げますけど、その辺は議事録に私の意見を書いていただければ。

○水野理事長 わかりました。

○臼杵委員長代理 申し訳ない。いろいろ勝手なことを言いまして。

○徳島委員 一番大きいのは、保険会社とか金融機関は外部からバッファーを調達できる場所です。逆に御機構はそれが一切できなくて、毎年の剰余の中で、全額を付加退職金に回さなくて、一部を積み立てることができる場所だけですので、外部調達できる人たちと同じ比率まで積むというのはかなり難しいことだし、これまでの議論にあったとおり、1回損失が出たら枯渇してしまうという構造にあるわけですから、かなり慎重に考えないといけなくて、大事にしないといけない部分だと思います。

○水野理事長 かつては、さっきの議論ではないけど、繰欠が出たときにリスクをとった

のですが、今それは恐らく許されないのですよ。となると、繰欠が絶対起こってはいけないと考えると、ある程度の。だから、最終的には付加退職金の非対称性になると思うのですね。

極端なことを言えば、あれが完全に正規分布で運用できるのであれば、儲かったときは、その同じ金額だけロジカルには損をするわけですから、それをずっと我慢できるのであれば、ロジカルに考えると循環的要因はなくなってもいいですよ。ただ、それも、前提条件が正しかったという前提ですけれど。という問題提起ですね。臼杵委員長代理がおっしゃった様にはないけど、これはいずれにしても我々が決められないところで、平嶋課長に期待するところです。

○平嶋勤労者生活課長 私も、制度を安定させるためには、なるべく一定の剰余金を保有することが望ましいと思っていて、その水準についてお知恵があればお伺いしたいなと思っています。

○西川理事 今いただいたような、1%ならどうなるかとか、そういったことも含めて引き続き検討をして参りたいと思います。

○村上委員長 よろしく願いいたします。それでは、これは継続検討課題ということで、次に進めさせていただきます。

<2時間が経過し、臼杵委員長代理は所用のため退出>

○西川理事 資料6でございます。これは以前に債券の格付け基準の見直しについてご審議をいただいたことがございました。もともと現在のやり方は、どこか信頼の置けるいずれかの格付け会社1社がA格を付けていればいいという基準になっているわけです。実際問題として見てみると、BB格まで含まれていることが判明する中で、BBBぐらいまでで何とか下限を切れなかなという話をさせていただいたところでございます。その際に、一応その方向でもいいというふうには言っていたのですが、併せてそれで大丈夫かというご心配も随分されたところですので、現実問題としての実行可能性を調査させていただいたので、ご報告をさせていただきたいということでございます。

2ページ、まず年初の段階、1月5日時点で、もしBBBが下限であるというふうにした場合にひっかかってくるのは6銘柄ありました。銘柄数からいえば限定的であります。ただ、その中に東京電力とかソニーといったところが含まれておりまして、2014年から2016年12月までの超過収益率で見ますと結構稼ぎ頭になっているのは事実でありますので、パフォーマンスに影響が出てくる可能性はあるなということでございます。もっともここは割り切り的问题だと言えれば割り切り的问题であります。

それから、外国債券につきましては、国債は、最低基準を設定すると、イタリア国債の投資が今回不可能になってしまうということでございます。現在既に投資不可になっているものが南アフリカの国債でございまして、先ほどのベンチマークの中でいうと、この2つを合わせると10%程度が投資対象から外れる格好になります。国債以外はいずれにしてもAA以上なので、この影響は小さいということですので、国内債券、外国債券ともそれ

なりのパフォーマンスへの影響は出てくるかなということでございます。

ただ、そこも割り切りということだとして、問題は3ページです。運用会社にヒアリングを実施したところ、上はA、下はBBB、そういう2つの基準を採用しているような委託元はないということございまして、もしそういった方針に基づいた運用をスムーズに行おうとすると、システム対応が必要になるという話でございました。そうなってくると、場合によっては当機構のファンドが特殊対応ファンドとなってしまう、投資行動が通常のファンドよりも遅れるような可能性もあるのではないかと。そうすると、機動性の低下が投資対象先の減少に加えてパフォーマンスに悪影響を与える可能性もあるということですし、場合によっては、そもそも受けてもらえないというようなこともあるかもしれないということでございます。

したがって、ここは、すぐにやりますということもできないなということでございますが、ただ、実際問題「やってくれますか」と聞いたわけでもないの、ここからもう少し慎重に、アベイラビリティとか影響力といった面について調査を行ってから、やるかやらないかは決めさせていただきたいということございまして、本日は中間報告というような格好になりましたが、継続検討とさせていただきたいということでございます。

ちなみに、4ページに、先ほど申し上げたひっかかった6銘柄をお示ししてございます。それから、5ページには、外国債券の格付け状況をお示ししてございます。

以上です。

○村上委員長 ただいまの西川理事のご説明で、ご質問、ご意見等ございましたらお願いいたします。

○徳島委員 国内債の基準では、Moody's、S&Pは外したほうが良いと思います。JCRの格付けがちょっと高いというのは十分認識しているつもりですが、例えば東京電力のように、JCRがAで、片やMoody's、S&PがB a 2、BB+というレベルですから、これは明らかにレベルが全然違い過ぎる。一方で、BPI総合の基準でいくとJCRのAが入ってきますから、海外系の格付け会社を国内債の投資に使う問題点が出てきていると思っています。

ただ、一方で、外債のときどうするかは、西川理事からご説明があったとおり、ここ数か月イタリアの格付けが問題になっています。意外とイタリアへの投資で超過収益をとっているファンドが結構あるものですから、悩ましいテーマだと思います。今後、BBBをぎりぎり投資可能にするのかどうかといったことを今後お考えいただく必要があると思いますし、現実にはイタリアがもうワンノッチ下がってしまったら大事になってしまいますので、真面目に考えておくべきである、と思っています。

○西川理事 そうすると、例えば国内と海外については別の基準をとというようなこともあり得るということですか。

○徳島委員 私は、海外系格付け会社の日本における評価能力は極めて低いと思っています。既にアナリストも十分にはいないし詳しく対象企業を見ることができていないので、その格付けを使うことが本当に適切なかどうか。実際にS&Pが国内の事業会社で格付け

を付けている先は数十のはずなので、それを採用することは本当に適切なのか、疑問に思っています。

○村上委員長 そのあたりの議論になりますと、少し格付け会社のリサーチもしないとならないですね。

○徳島委員 昔ですと、JCIFが格付け会社の評価をやっていましたが、最近、公的なところはやっていらっやいません。一律ではなく、適切な格付けを参照することについて、考えていかないといけないと思います。

○西川理事 わかりました。ほかの機関等の動向も見ながらリサーチを続けさせていきたいと思えます。

○村上委員長 最低格付け基準は、特に、格付けを取得していないところとのアンバランスが起きやすいですね。4ページで見ましても、東京電力の場合、S&Pで格付けが付いているからこういうことになります。このところの問題もまたあると思えます。商船三井も同様ということになりますかね。Moody'sやS&Pの格付けがないところはオーケーなのかというと、アンバランスであり、そのような問題というのが大変あるような気がしますね。運用会社に、同程度の基準で格付けしたらどのくらいになるかを推測しろというのなかなか厳しいのかもしれないですね。ただ、運用会社はもう少しきちんと対応できる場所があるのではないかと思うのですが、これはどうなのでしょう。そのあたりについて、もう少しヒアリングをしてみることで。

○西川理事 そのアベイラビリティの問題も含めて調査をしていきたいと思えます。

○村上委員長 よろしくお願ひいたします。

ほかに何かございますか。——よろしいでしょうか。それでは、これも継続検討ということにいたします。

ここまでが議題（2）になります。議題（2）の「中退共基本ポートフォリオの見直しについて（8）」に関しましては、決定事項については事務局案が決定された、また審議事項については継続検討課題ということで、今後の続きの検討をよろしくお願ひいたします。

それでは、引き続き議題（3）「その他」について、事務局よりご説明をお願ひしたいと思えます。資料7の「林退共資産の検証」について、事務局ご説明をお願ひします。

○西川理事 それでは、資料7に沿ってご説明をさせていただきたいと思えます。

これまで中退共の基本ポートフォリオの方向におきましては、あえて林退共への影響といったものは捨象して議論させていただいておりました。これは、合同運用のときの前提条件として、林退共は中退共のポートフォリオに丸乗りするというので、中退共が何をしてもそれに乗っていく、そういうことが前提で合同運用を始めたということでございます。

もちろん、その結果について、もし耐えられないということになれば、合同運用を解消するというのでございますが、したがって、今回のような形で年度の途中に基本ポートフォリオが変わるということになると、林退共についてはほぼ自動的にポートフォリオが

変わることとなりますので、そういう意味で、中退共のほうを中心にご説明をしてきたということでございます。

ただ、今回、中退共のポートフォリオが変わることによって期待収益率が低下いたしましたので、もともと林退共との合同運用というのは、林退共の累積債務を解消するために始まったものでございますので、当然のことながら、その解消計画に影響が出るのは事実でございます。したがって、今回の基本ポートフォリオの変更を踏まえまして、今後合同運用をどうしていくかといったことが議論になっていくということでございます。最終的には、こちらについては、運営委員会等での議論を経て決定されていくという格好になるわけですが、それに先立ちまして、まず、これまでの林退共の累積欠損金問題につきまして、取りまとめさせていただきたいということでございます。

まず最初に1ページ目でございます。そもそも累積欠損金がどのような形で発生してきたか、一番端的にご覧いただけるのが1ページかなと思っております。

かつて1900年代の前半から、予定運用利回りが国債金利を相当程度上回り、逆ざや状態が続いてきたという経緯がございます。これはほかの共済制度でも似たような状況があったわけですが、特にその影響が林退に大きく出たのは、林業の共済制度というのは比較的新しい制度でございまして、高度成長期に剰余金を積み上げる期間がなかった。そういう余裕のない中で逆ざやを続けてしまったということで、緑色の棒グラフで見ただくと、累積欠損金が膨らんできたということでございます。

2003年に0.7%まで予定運用利回りをぐっと下げまして、ここで国債金利との逆ざや、自家運用利回りとの逆ざやも解消するという格好で、累積欠損金の増加に歯止めがかかったということもございますけれども、その後国債金利が低下してきたということもございまして、思うように解消には至っていないということもございます。2010年から、アベノミクス等の関係もあって、幾分改善してきたのですが、2015年にはまた増加しているような格好になっております。この2015年の増加については、また後ほどご説明をさせていただきたいと思います。

2ページ目は合同運用の経緯についての資料でございます。これは人の禪で相撲をとるようで恐縮ですが、前回財政検証時の資料をそのまま使わせていただいております。

ポイントは一番下の3でございまして、今後とるべき対策として4つの施策がとられたわけでございます。予定運用利回りの引き下げと掛金日額の引き上げ、業務費用の縮減、資産運用方法の見直し、加入促進対策の強化でございます。資産運用方法の見直しというのは合同運用のことだとお考えください。予定運用利回りの引き下げは、当然のことながら、資産運用だけでは累積損の解消は難しいということで、予定運用利回り自体も引き下げる。一方で、それによって退職金が減少してしまう、魅力がなくなってしまうということがないように、業界としては、魅力を維持するために、掛金日額の引き上げの形で痛みを共有したということもございます。私どもとしては、当然のことながら、業務費用の縮減で協力をしていくということもございますし、国と業界を挙げて、加入促進対策の強化で加盟

者数を増加させることによって資金繰りを改善していく、そういう総合的な施策が採られたということでございます。

こういう4つの施策の合せ技で解消を図っていく中で、本来であれば、累積欠損金のある中でより高いリスクをとっていくのは危ない話ではあるのですが、そういった4つの施策の合せ技の中でぜひというお話があって、当機構としてもそれを受け入れたということでございます。

ちなみに、キャッシュフローあるいは資産の累積欠損の状況に大きく影響します加入者数、脱退者数の状況については、それまで数年間、脱退者数が加入者数を上回るような状況が続いていたわけですが、今回の施策を受けて、2015年については久方ぶりに加入者数が脱退者数を上回る状況になっております。ただ、ここは決して予断を許さない状況ではあるということかと考えております。

4ページをご覧くださいますと、合同運用を含む4つの施策を決定した財政検証の際の前提条件と、実績および今回基本ポートフォリオ見直しに際しての想定と比較をさせていただいております。金利の想定ということでございますけれども、上の2行は今回の想定でございます。国債金利、新発債の金利で10年債の金利でございますが、26年度、27年度の実績値が0.4%、0.0%となっております。私どもの想定はゼロのまま横ばい、内閣府の想定は徐々に上昇していくというような格好でございます。

26年度の前回財政検証時には、26年度、27年度の国債利回りについて、1.0%、1.5%という形で上昇していくということが想定され、そのもとでの累損解消計画であったということでございます。

一方で委託運用につきましては、前回の見通しと比較いたしますと、株式については、前回の見通しよりも収益率は相当程度下振れてきているということでございます。国内債券については、金利が下がりましたので、その分、今回横ばい想定で見たもののほうが若干収益率はよくなっているわけです。ただ、リスク資産の部分の想定が大分下振れてきておりますので、林退の収益予想としては、相当環境は厳しくなっているというのがご覧いただけるかと思えます。

今回の合同運用における予定運用利回りの引き下げを前提といたしました将来シミュレーションを5ページにお示ししてあります。27年度までが実績値でございます。これで見ますと、当初の合同運用のときは34年度までに解消するという計画だったわけですが、今回の見通しではむしろ拡大していくような数字になっております。

27年度に当期利益金が大きくマイナスになり、かつ、累積欠損金が9億1,100万円という形で、26年度から1億円ほど膨らんでいるわけですが、27年度は、資産運用という面で行くと2.23%ということですので、結構稼いでおります。特に年度末のマイナス金利施策を受けた金利の低下で国内債券価格が上昇いたしましたので、資産運用の成績は結構良好だったのですが、そういった中で累積欠損金が拡大してしまったのは、5ページの右の下の隅でございますけれどもこのときに責任準備金の計算の見直しが行われて増額と

なったことが結果、累積欠損金を3億6,800万円下押ししたということでございます。

したがって、林退共の欠損金解消計画については、私どもの今回の基本ポートフォリオの見直し以外にも、投資環境の想定比下振れと、責任準備金の上振れによる累積欠損金の拡大といったような要因で大きく下に振れているということでございますので、こういったものを含めてどうやって解消していくかというのが今後の議論になっていくということでございます。

とりあえず現状のご説明でございます。

○村上委員長 ありがとうございます。今のご説明につきまして、ご質問、ご意見等ございましたら、よろしく申し上げます。

○徳島委員 林退の将来推計を拝見していると、どちらのシナリオでも累積欠損がどんどん増えていく構造にあるということは、今後何らかの対応をご検討されるメッセージと理解してよろしいですね。ただ、運用でリスクをとって稼ぐわけにはいかないというのがこれまでの議論ですから。

○末永委員 もう1点質問させてください。27年度は責任準備金の見直しによるもので累積欠損が増えたというのですけれども、27年度に責任準備金を見直したということは、それ以降の年度の推計値に影響は出ないのですか。

○西川理事 ワンタイムでぐっと増えて……。

○末永委員 単年度だけの話ですか。

○西川理事 もちろん全部それが尾を引くことにはなりませんけれども。

○末永委員 それは全部入っているわけですね。

○西川理事 そうです。

○末永委員 わかりました。

○村上委員長 合同運用していることで影響を受けてしまうというのは、林退共のほうは林退共できちんと計画的に考えていかなければならないという中で、あまりよろしくない事象だなというようには思いますが、かといって、この規模ですと個別でポートフォリオを組むのは非常に非効率になりますので、ポートフォリオ運用するとなったら、やはり合同運用が必要になると思います。一方で、ETF等のもっと簡単なものを資産配分するときに代替で使えないかどうかというような検討も必要かとは思いますが。

また、林業自体の見通しみたいなものについては、従事者がどうなっていくか、それから国の政策というような、そのところが非常に大きな問題ではないかと思っておりますので、加入率といっても、母数が減っているとなかなか難しい問題があるなということですね。そのあたりも含めて見通しがどうなのかというのを、今後考えていく必要はないかということですね。

○西川理事 そもそも合同運用を始めたときに、この4つの施策の合せ技の一環として提案されたというところに非常に重大な意味があると思っておりますので、今回の下振れを受けても、運用単独では如何ともし難いだろうとは思っております。

○水野理事長　そういう中で、この4つの施策の中で非常に大きな反省としては、3億6,800万円の責任準備金の見直しなのですね。運用資産が140億円ですから、運用資産で割ると2.6%。例えば中退共で考えると、1,200億円ぐらい増えたという感じなのですね。それから、4つの施策が全部絡まればいいのですが、その中で、本業という面でいうと、加入者数が脱退者数を何とか上回らないといけないのですが、2015年度は緑の雇用等がきいて2,372人という数字が出ているのですが、その分今年度はまた落ちていますから、林退共の本質的な問題としてここが1つあるかなと。

そういうことも踏まえて今後どうするか考えていかないと、単に基本ポートフォリオをいじるだけでは解決策にはならないのかなということですよ。

○村上委員長　本日は、ただいまのご報告によりまして、林退共資産の現状について、中退共のポートフォリオ変更の影響も含めて把握したということで、運用委員会としてはそれを認識したということにしたいと思います。今後、これは継続して総合的に検討していかなければならないと思います。

○村上委員長　それでは、本日の会議全体を通してご質問、ご意見等ございますでしょうか。――よろしいですか。

ないようでしたら、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。

○松永運用リスク管理役　次回の資産運用委員会は、2月の後半から3月の初めの間で開催をさせていただければと考えております。

ご審議いただく議題は、「建退共・清退共の基本ポートフォリオ検証」や、定例の「運用実績報告」などを予定していますが、具体的な日程につきましては、この委員会終了後速やかにご相談をさせていただきたいと思いますので、よろしく願いいたします。

またあまり日を置かずの開催となり、大変ご負担をおかけしてしまいますが、どうかよろしく願いいたします。

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

それでは、これもちまして資産運用委員会を終了いたします。長時間にわたりご協力ありがとうございました。

(了)