

平成 29 年度第 6 回資産運用委員会議事録

日時 平成 30 年 1 月 26 日（金）

場所 勤労者退職金共済機構 19 階役員会議室

（1）資産運用委員の出席状況の確認

○清水資産運用部長 出席予定の方、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 名の出席が確認できましたので、本委員会は有効に成立いたしました。

ただいまから平成 29 年度第 6 回資産運用委員会を開催させていただきます。委員の皆様には、お忙しい中、またお寒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。

（2）理事長挨拶

○水野理事長 座ったままで恐縮でございます。今年第 1 回目ということで、明けましておめでとうございますと言うのがいいのかわかりませんが、本年もよろしく願いいたします。

今日は、お忙しいところ、また雪で足元の悪い、かつ非常に寒いところ、ありがとうございます。インフルエンザがうちの機構も流行っておりまして、皆様どうぞお気を付けいただきたいと思います。

今日の内容でございますが、お手元の委員会次第でございますように、まず資産運用委員会の議事録の確認があります。それから、これも継続的にずっと検討していることですが、リバランスルールに関する検証についてということで、野村さん、コンサルタントに入っていて、この辺のご説明をさせていただく。それから、3 番目も継続課題ですけれども、平成 28 年度の資産運用結果に対する報告の案についてということであります。4 番目に、前回問題提起されたことについてのご回答もご用意をさせていただいております。

どうぞ今までどおり活発なご審議とご指導、ご鞭撻を賜りますようお願い申し上げます。私からのご挨拶とさせていただきます。どうぞよろしく願いいたします。

(3) 資料確認

○清水資産運用部長 それでは、資料の確認をお願いいたします。

お手元にあります1枚目、座席図、2枚目、委員会次第に続いて資料があります。右上に番号が付けてございます。資料1-1、平成29年度第4回の議事録です。資料1-2、第5回の議事録になります。赤色の横長です。資料2-1「リバランスルールに関する検証」、それとクリップでとまっていますが、資料2-2、1枚ものであります。資料3「平成28年度資産運用結果報告(案)」になります。それから、別に資料があります。横長のものです、資料4「平成29年度第5回資産運用委員会での問題提起への回答」です。

以上になります。もし何か不足のものがございましたら、途中で結構でございますので、お申し出ください。よろしいでしょうか。

そうしましたら、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。どうぞよろしく申し上げます。

2 議題

(1) 資産運用委員会議事録の確認

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

議題1は資産運用委員会議事録の確認です。事務局からご説明をお願いいたします。

○都築運用リスク管理役 資料1-1「平成29年度第4回資産運用委員会議事録(案)」及び資料1-2「平成29年度第5回資産運用委員会議事録(案)」をご覧ください。

こちらにつきましては、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。本議事録につきましては、2月16日を目処に、修正の可否について事務局までご連絡いただきますようお願いいたします。全委員の問題のないことをご確認いただきましたら、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条に基づきまして、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 よろしいでしょうか。これはかなり最終に近い案ではあるということですね。皆さんの意見が反映されているということです。そういう意味では、特に今日ご質問、ご意見等がないようでしたら、これらの議事録については、各委員の皆様においては最終

確認いただいた上で、修正の要否についても何かありましたら事務局へご連絡ください。
これは修正なしの場合も連絡をすることにいたしますか。

○都築運用リスク管理役 修正があればご連絡いただければと思います。

○村上委員長 修正があれば、でいいですか。そのようなことで、2月16日金曜日を目処に事務局までご連絡をお願いしたいと思います。よろしく願いいたします。

(2) リバランスルールに関する検証について

○村上委員長 それでは、次の議事に移ります。議題2は、リバランスルールに関する検証です。これについてはコンサルタントの野村さんにご入場いただきます。よろしく願います。

それでは、議題2のリバランスルールに関する検証について、事務局よりご説明をお願いいたします。

○西川理事 それでは、私のほうからこの趣旨についてご報告をさせていただいて、技術的なこと等についてのご質問がありましたら野村さんにお手伝いをいただければと思います。

リバランスルールにつきましては、昨年度の基本ポートフォリオの見直しの際にも現状をご説明させていただいたところございまして、そこで幾つか宿題をいただいておりますので、それに関するご報告でございます。今日これを絶対決めなくてはいけないというものではございませんけれども、この計測結果を眺めた上で、来年度のマネストも控えておる中で、今後の方向性についてご意見を賜ればと思う次第でございます。

ちょっと順番が前後して恐縮ですが、資料2-2のほうからご説明をさせていただければと思います。

これは、村上委員長から問題提起をいただいております乖離許容幅、以前私どもは、乖離許容幅に達していない場合でも、年度末に必ず中央値に戻すというような調整をやっておりました。その趣旨は、長期間にわたって中心値から離れることはいかかなものかということだったわけですが、同様の趣旨で、乖離許容幅の範囲内であっても、ぎりぎりのところで1年とか半年という長期間推移した場合に、我々が認識している中央値での想定損失額、リスクよりも実際には大きなリスクを抱えている、そういう状況にあるとしたら問題があるのではないか、そういう場合には何かしらの調整ルールを再導入することもあり得るのではないか、そういうご提案をいただいたところでございます。

そのときは、私ども、以前 2σ で設定していた乖離許容幅を 1.5σ に落としましたので、それで症状の緩和を一旦するので、継続検討課題とさせていただきますということでご了承いただいたという経緯がございます。

今回2-2にお示しいたしましたのは、実際問題として、各資産クラスの値動きといったものが乖離許容幅との関係でどんなところを動いているかというのを長期的にご覧いただいたものでございます。これで見ますと、確かに同じようなレベルで長期間うろうろしている状況がないわけではありません。特に、裏のページをご覧いただいて、外国債券とか外国株式だと、13年あたりから15年ぐらいまでの2年間にわたって同じようなところを動いているというような状況ではあります。

ただ、これは 1σ ぐらいのところでありまして、今の 1.5σ から考えても乖離許容幅ぎりぎりのところで動いているということではないのかなということでございますので、想定もしていなかったようなリスクを抱え込んでいる状況にはなっていないのではないかと考えるのですが、 1σ の水準をどう見るかというのは1つ議論のポイントになるかと思われまますので、これについてのご意見を賜ればと思っております。

もう一つ、乖離許容幅を超えたときに戻すルールについての話でございます。それが2-1のリバランスルールに関する検証でございます。私どもは従来よりリバランスルールにつきましては、リバランスを行うときに、リバランスのコストは金額に比例いたしますので、乖離許容幅に達した場合、中央値まで戻すのではなくて、半値戻しというようなことをずっとやって参りました。そのほうが、リバランスの回数は増えるんですけども、1回当たりのコストは下がりますので、長い目で見たとときのリバランスコストは安くなるということで、半値戻しをやっていたわけです。

これについても、先ほどの乖離許容幅の議論と同じようなことで、半値までしか戻らないことによって、我々が中央値で想定しているリスクよりも大きなリスクを抱えることにならないか、そういう観点から今回点検をしてみたということでございます。

先に飛んでいただいて、6ページまでお進みください。6ページは、半値戻しの場合と、中央値まで戻した場合とのリスクの比較になります。後ほどグラフでまた確認はいただきますけれども、下段の「リバランス回数とコスト」というところをご覧いただきますと、半値戻しにした場合は過去32年間で31回のリバランスを行う格好になります。中心値まで戻した場合には19回でございます。

ただし、中心値まで戻した場合には、金額がかさむ分だけ1回のリバランスコストが倍

近くに膨らみますので、全体として累積リバランスコストで見ると、こちらに書いてありますけれども、半値の場合が 1.73bps、中心値の場合は 2.04 bps という格好になります。これは、約 4 兆 5,000 億円の全体の運用金額に引き直しますと、1 年間で大体 500 万円ぐらいのコスト削減になるというのがこの計算結果でございます。

一方で、半値しか戻さない場合に増えるリスクをどう考えるかというのが次の 7 ページでございます。いろんな計測方法があるかと思いますが、今回やっていただいたのは、リーマンショックと同じような相場展開になった場合、半値戻しのところから落ちた、リーマンショックが発生したときと、中央値のところにいるときにリーマンショックが発生したときと、それぞれ半値戻しルール、中央値ルールでやったときに、どのような相場、資産金額の推移になるかというのがこちらでございます。

7 ページの下段の表を見ていただきますと、赤い線の Port3 と書いてあるのが半値戻しルールするとき、緑の Port4 と書いてあるのが中央値ルールの場合でございますけれども、Port3 の場合が 1,148 億円のマイナス、Port4 の場合が 1,121 億円のマイナスでございますので、その差が大体 27 億円ぐらいでございます。ですから、半値戻しにすることによって出てくるリスクは、最大そのぐらいの損失差が出てくるということでございます。この損失差と、先ほどの年間 500 万円程度のコストカットとのコスト・ベネフィット比較になるのかなということでございます。

ここに書いてありますけれども、単純に 27 億円がもし 1 回発生してしまったときに 500 万円は何年で回収できるかといえば、500 年間という話になってしまうわけです。ただ、必ず半値戻しのときにリーマンが発生するという話でもないので、そこは割り引いて考える必要があるかなということではあります。そのところをどういうふうにかだと思えます。私ども以外でもそういったルールを採用されているところがあるかと思えますので、そういったところも含めてご感想、ご意見を賜ればと思う次第です。

ちなみに、ちょっと前に戻っていただいて、4 ページと 5 ページに、半値戻しと中央値戻し、それぞれの場合の過去にリバランスがどういう格好で行われることになるかというのを示しております。半値戻しの場合のほうがリバランスの回数が増えるというのはご覧いただけるかと思えます。

ちなみに、特に国内株式とか外国株式のような値動きの激しいもので見るとわかるんですけれども、比較的高値のところまで売って安値のところまで拾うような格好になってはいるかなと思っておりますので、そういう意味では、ビジュアルな話、感覚的な話であります

が、今の乖離許容幅自体が小さ過ぎるということでもないのかなどの印象を持ったところ
でございます。

とりあえず私からのご説明は以上です。

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

○中島委員 リバランスのルールというのは、政策アセットミックスの実効性を担保する
上で非常に重要なものになってくるのですけれども、私の見た限り、機関投資家さんによ
って、かなりアプローチが違うとか、認識が違うと思います。

感想としては、まずコストはすぐ目の前でわかってしまう。一方で、基本アセットミッ
クスからの乖離のリスクというのはなかなか感覚的にわかりにくい。どうしてもコストの
ほうに目が行ってしまうというバイアスがかかりがちだ。それを是正するために一定のル
ールを設けるということになると思うんですが、その場合、恐らくこうしたシミュレーシ
ョンとか定量的な検証で、なるべく良いリバランスルールをとということになると思います。

今ご説明をいただいてわからなかったことが幾つかありますので、教えていただきたい
と思います。まず、年度末にリバランスを行うというお話だったんですが、いただいた資
料2-2の裏側を見ると、先ほど外国債券と外国株式が長期にわたり乖離していたという
ことで、年度末にリバランスをすると、毎年、例えば4月の頭に赤のところに戻るような
気がするんですが、これが戻っていないというのはどういうことなんでしょうか。

○西川理事 これは月単位で。

○清水資産運用部長 年度末につきまして必ず行うというような発言があったかと思うん
ですが、年度末を必ずやっていたわけではありません。月次では乖離許容幅の上限をトリ
ガーポイントにしていますが、年度末は乖離許容幅の半分をトリガーポイントとして、そ
れを超えていなかった場合にはリバランスはしておりません。

○中島委員 わかりました。

○西川理事 すみません、ちょっと説明を間違えました。

○村上委員長 ちょっと途中なのですが、これはルールとして文面に落ちているものがあ
りますよね。

○清水資産運用部長 資産間リバランス運営基準がございます。

○村上委員長 議論するのにそれがあったほうがいいのではないのでしょうかね。そのルー
ルがどうなっているかというのをお配りいただければ。

○中島委員 それでは、その間ということですが、先ほど1σとか、2σとか、1.5σというお話が出たんですが、そのσというのは何を指していらっしゃるんですか。

○西川理事 リスク値の。

○中島委員 いわゆるリターンのボラティリティということによろしいでしょうか。例えば株式であれば、年率でいうと大体20%前後というのが目安だと思うんですが、その20%ということ。

○西川理事 そうです。

○野村証券（高松） 基本ポートフォリオを策定したときに使った標準偏差のことです。それに各資産クラスごとの構成割合を掛けたものを基準として許容乖離幅を決める、こういう考え方です。

○中島委員 そうすると、例えば株式の場合大体20%として、2標準偏差ということは40%ということ。通常2標準偏差というとほぼ起こり得ないというか、20回に1回とか、そういうレベルになると思うんですが、そうすると、かなりワイドなレンジになるような気がするんですが、これも後で紙か何かで教えていただいたほうがよろしいんですかね。

○野村証券（高松） 極めてシンプルに。40なんですけど、株式の割合はここは9%でしたっけ。だから40%に9%を掛けた3とか4とかですね。

○西川理事 当時はまだ7.7%でした。

○野村証券（高松） 7.7%です。そういう形になります。2σで3%ぐらい。

○中島委員 ちょっと大きいかなというイメージがあって。ボラティリティというのはリターンに関する概念であって、もう一つ乖離幅というのは、エクスポージャーというか、どのぐらい株を買いますかという話です。通常、「リターン掛ける投資金額」で損益が出てくるんですが、許容乖離幅をリターンのボラティリティに比例させてこれにリターンを掛けると、そのボラティリティは、「リターンのボラティリティ掛けるリターンのボラティリティ」という形になってしまって、いわゆる「金額掛けるリターン」という典型的な図式とは違って来る。

もう少し別の言い方をすると、株式と債券はどちらのほうがリスクという毒性が大きいかということ、もちろん株式のほうが大きい。そうすると、毒性が強いという言い方が正しいかどうか分からないんですが、そういうもののレンジを広くしてしまうと、ますますボラティリティが大きくなってしまいます。ボラティリティが大きいものほどナローレン

ジで抑え込んで、ボラティリティが小さいものは、多少ずれてもトータルなリターンに関する影響は少ないと考えるほうが自然な気がする。先ほどの σ に関しては、もしこれがリターンに関するものであれば、「リターン掛けるリターン」の形になってしまうので、そこから辺また教えていただきたい。技術的なことなので、今この場でどうこうということじゃなしに、また教えていただきたいということです。

まだ紙が来ないので、続いて質問をとということで。これは多分ミスプリントだと思うんですが、野村さんに用意していただいた資料の1ページ目の右下の「コストの設定」というところで、これもエクスポージャーがかかっているのかな。債券が大体5ベースぐらいで、株が30ベースぐらいというのがよく見る資料ですが、これは株式の数字が小さいように見えるんですけども、これはどういう数字なんでしょうか。

○野村証券（高松） このコスト率自体は、中退共でリバランスの検討をするときに以前から使っているもので、今中島委員おっしゃっている部分は、いわゆるインパクトコストですね、その部分が含まれていないということです。このシミュレーション上は。

○中島委員 これは、機構さんの数字をそのまま野村さんのほうで使っていらっしゃる。

○野村証券（高松） そうです。おっしゃるとおりで、インパクトコストを含めると国内株式が大体25とか、そのぐらいには多分なと思います。

○中島委員 同じ野村さんの資料でその数字をずっと見てきたものですから、これはどうしたものかなと思いました。わかりました。

○村上委員長 今ルールが届きましたので、これに基づいての部分がありましたらお願いいたします。

西川理事のほうから、このルールの補足説明等がございますでしょうか。

○西川理事 今お渡ししたものは改定後のものなので、年度末調整に関する記載はありません。

○清水資産運用部長 そうですね。先ほど話しました年度末基準は、昨年2月の基本ポートフォリオ変更のときになくしましたので、今では全て月次、要するにトリガーポイントは乖離許容幅の上限としてそれを超えたときにリバランスを行うということになっています。いずれにしても、年度末だから必ずやるというルールは、今も前もないということです。

○西川理事 正確に言うと、年度末に乖離許容幅の半分を超えていた場合に半分まで戻すという話です。

- 清水資産運用部長 半分まで。ほんの少しだけ戻すことが有り得たということですね。
- 村上委員長 このルールでいくと2ページ目の項目の3というところですね。
- 都築運用リスク管理役 改定前のルールも今配らせていただきます。
- 西川理事 行き渡りましたでしょうか。新しくお渡ししたほうの2ページ目の3が、先ほど来申し上げている年度末基準によるリバランスの運営でありまして、トリガーポイントが乖離許容幅の上下限の2分の1の水準ということですので、全体としての乖離許容幅に達していなくても、年度末に1度戻すという趣旨であります。
- 稲垣委員 すみません。それはもう改定されているということですね。
- 西川理事 はい。このルールはもうなくなったということです。
- 稲垣委員 年度末のルールはなくなって、月次ルールだけになった。
- 西川理事 そうです。一方で、先ほど2σと申し上げてはいますが、それは旧基準のときでございまして、去年基本ポートフォリオを改定したときに、確かにそれは広過ぎるのではないかというお話もありましたので、現在は1.5σに幅を狭くしているという状態ではあります。
- 中島委員 拝見させていただいて、改定前は年度末の基準があって、月次の通常の基準よりどこが厳しいかというところ、実行のトリガーが2分の1のところまで狭くなった。ただ、目標自体は、中心値に戻すんじゃなくて2分の1のところまで戻すということで、目標自体は変わりはない。より厳しいルールを除外した場合、トータルで見ると、リバランスルールはより緩いものになると思うんですが、その改定にあわせて月次のリバランスルールのほうの見直しをされたということでしょうか。
- 西川理事 いや、月次は乖離許容幅自体が変わったという格好なので、半値戻しのところは変わっていません。
- 中島委員 乖離許容幅自体を狭くしたということで、そこで……。
- 西川理事 リスクは落としたという格好です。
- 中島委員 ルールを1つ無くす分、別に通常ルールを厳しくしたということですね。
- 西川理事 はい。
- 中島委員 資料2-2で、例えば国内債券ということで、オレンジ色で囲われている部分については、年度末基準に基づくリバランスを実施ということで見ると、一番最初の丸はむしろ乖離が広がっているように見えるんですけども、これは。
- 西川理事 これは、同じ月の中でやったんですけども、その後も相場が大きく動いて

しまったので、結果的にこうなったということです。要するに、相場にさお差す格好でリバランスしたけれども、もとへ戻ってしまいましたということです。

○中島委員 「月次の運営で乖離許容幅を考えて、そこにヒットしたら、どこかのターゲットに向けてもとに速やかに持っていく」というものが標準的なリバランスのルールだとは思いますが、一応申し上げておくと、より効率性の改善策は残されている。

具体的にどういうことかということ、例えば国内株はオーバーウェイトになっているけれども、外国株はアンダーウェイトになっている状態と考える。そうすると、株式全体のエクスポージャーはそこで相殺されてしまっているの、乖離リスクがかなり低い状態になっている。逆に、国内株式は少しオーバーウェイトないしはぎりぎりまでオーバーウェイト、外国株式もぎりぎりまでオーバーウェイトという状況を考えると、かなり乖離リスクが高まった状態になっている。そう考えると、現行のルールは方向性を加味していない。これに対し、2つの方向性ですね、例えば国内株と外株の相関を加味する、ないしは、為替エクスポージャーについて、外国債券と外国株式のエクスポージャーを加味した上で、トータルでファンドの政策ポートフォリオに対する乖離がどうなっているのかを見た上でリバランスしたほうが、間違いなく効率性は改善するとは思いますが。現状、こうした運営は多少テクニカルに難しくなるということで、便宜的にファンドトータルでなくアセットクラスごとという形でやっていると思うんですが、もしより改善を求めるのであれば、改善策がないわけではないということは申し上げておきたいと思います。

○村上委員長 ありがとうございます。今、中島委員から出された検討課題、あるいはご質問のポイントが幾つかあったと思うのですが、少々私のほうで解釈させていただきますと、1つは、レンジの設定の仕方で、要は期待リターンのボラティリティに基づいて均一にやるのがいいかどうか。リスクが大きい資産はよりナローレンジにしないと結局全体のぶれが大きくなりますよという、1点はそのようなポイントがありましたね。そのあたりが全体にどのように影響を与えてしまうのかということでした。

それから、各資産間の相関を考えるかどうかということですが、わかりやすく言うと、資料2-2で見ると、13年の4月ぐらいから15年の4月ぐらいにかけて、国内株も1%ぐらいずっと基準より上のほうで推移している。後の外国債、外国株も大体同じ時期に1%ぐらいオーバーウェイトになっている。結局、リスクが高めの3資産が全部オーバーウェイトになっている。こういうところのリスクは考慮しないでもいいのでしょうかというような話だったと思うのですね。このところを組み入れようとするルール的には複雑になる

ので、いろいろそのところで考えなくてはなりませんね、と。大体このようなお話という事で解釈させていただいてよろしいでしょうか。

○中島委員 今まとめていただいたとおりで結構でございます。

○西川理事 ちなみに、野村さん、実際にそういうルールを採用されているような機関はご存じですか。

○野村証券（高松） 日本の公的年金にしる、企業年金にしる、そういった複雑なリバランスルールというのではないと思います。基本的には基本ポートフォリオごとの資産構成割合、資産構成の定義ですね。各資産ごとに資産構成割合と乖離許容幅をセットで決める。乖離許容幅は、分散を使って、要するに標準偏差を基準に決めている。乖離許容幅の幅については、 1.5σ というところもありますし、 2σ というところもあります。

あと、中島委員がおっしゃった、例えば国内株式と外国株式等が両方ともオーバーウェイトになっている状態ではリスクが高過ぎるんじゃないかとか、あるいは逆だとか、そういったことは確かにあると思うんですけども、実務的には、一旦乖離許容幅の案を作った上で、モンテカルロ・シミュレーションとか、あるいは過去のヒストリカルなシミュレーション、あるいはブートストラップのシミュレーションとか、そういったものを使ってリスクの検証をする。それがリスク許容度の範囲内に入っていることを確認して決める。これが実務的なやり方だと思います。

○中島委員 恐らく多くの機関投資家は、今野村さんがおっしゃったような形だと思うんですけども、野村さんがおっしゃったモンテカルロ・シミュレーションというのは、最初からリバランスルールの戦略を今やっつけていらっしゃるような形に限定した上で一番良いものを見付けましょうということですから、リバランスルールの戦略を、よりクラスを広げて効率性の高いものも含める。ただ、運営上はテクニカルな難しさは出てくる。そういう形での改善策は可能だと思います。

問題は、前例はあるかないかというのをどこまで探していくかということだと思うんです。私も、そういうリバランス戦略を採用している機関投資家が内外に存在するかというところまでは存じ上げておりません。

○村上委員長 よろしいでしょうか。ほかの方は何かございますでしょうか。

○徳島委員長代理 リバランスルールの乖離許容幅にヒットしたときにどのように対応するか。基本、この方針では、反対側に乖離が大きい資産で対応しようとしています。それに、現行の方針にもただし書きがついていて、それ以外の資産も含めて構成割合の調

整を行うことが必要と判断する場合には調整することが可能です。その結果、中島委員のご指摘に関しては一応対応することは可能である。こういった対応を単純に機械的にやるか、そのときのマーケット環境とかそういったものを見てどう判断するか、実はこれは方針に書けない世界に近いものであり、運用の現場でご判断いただくしかない。

私がコンサルさせていただいている企業年金でも、1つの資産が乖離許容幅を超えたから、そのときに機械的に他の資産全部について、国内債券がヒットしたら国内株で対応するとかの原則を決めずに、その時点でのほかの資産クラスの状態を見ながら考えています。具体的な対応は、機構の運用実務部隊の方々にお任せし、方針に書かれている但し書きの規定を意識して行っていただくということで、中島委員のご懸念は一つ対応できると考えます。

ただし、野村証券からもご説明があったとおり、一つでも乖離許容幅にヒットしたら、全部の資産クラスについて見直すといった、ダイナミックアロケーション的な取組みを行うというふうに行っている機関投資家は多分ないだろうというのは私も同感です。

○中島委員 今村上委員長からお話があった資料2-2ですが、国内債券が13年以降数年間アンダーウェイトで、残りの資産は全部オーバーウェイトです。ここでもし、一番最後の外国株式だけは、赤線を中心に鏡的に反対になっていたとしたら、為替のエクスポージャーに関しては、多分、外国債券のオーバーウェイトと外国株式のアンダーウェイトで為替の乖離リスクについてはほぼキャンセルされている。株式のエクスポージャーについても、国内株式のオーバーウェイトと外国株式のアンダーウェイトで相殺されている。

「イフ」の話ですけれども、もし外国株式が実際と逆の方向に乖離していたのであれば、かなり全体としての乖離リスクは小さくなっている。そうすると、徳島委員長代理からお話があったように、レンジで機械的にやるんじゃなくて、実際そうはいつでも全体のリスクは相殺されて小さくなっているじゃないか、そうすると機械的なリバランスはやらなくてもいいんじゃないのという現場の判断ということになると思うんですけれども、それを現場の判断でやるんだったら、ある程度ルールというか、数値化して、数値の目安ということで、どこまで恣意的にやるか、機械的にやるかは別として、少なくともそういうのを補助の材料として継続的に押さえておくというのはあったほうがいいのではないかなとは思いますが。

○徳島委員長代理 中島委員のおっしゃることも発想としてはよくわかりますが、今のご説明の中でも、為替というファクターと内外株価の変動というファクターをギブンにされ

ています。それは機構の基本ポートフォリオの中のファクターとしては明確に取組むものとして書いていないし、決めているわけではありません。そういった新たな要素をリバランスルールに入れようとする、為替ファクターとしてはどれだけのリスクを取るかということ、最初基本ポートで決めていないと、リバランスルールにだけ適用するというのは不可能です。

○中島委員 すみません、今私はわかりやすく言ったのであって、端的に言うと、野村さんが用意された資料の6ページ目とか8ページ目に表があって、例えば6ページ目の上の表だと真ん中ぐらいに「TE」というのがあると思うんですけども、詰まるところ、TEというところに全部還元されてしまいます。

野村さんもこれを重視される形で書いていらっしゃるわけですから、いわゆる政策アセットミックスに対しての乖離リスクはトラッキングエラーという形で計測される。私が申し上げたかったのは、今言ったような状態で、もし外国株式の乖離が逆になっているのであれば、トラッキングエラー自体は小さくなっている。そうすると、政策アセットミックスに対するリスクはそれほど大きくなっていないという判断ができる。言い方を変えると、「リバランスについてもトラッキングエラーを見て判断されたほうがいいんじゃないでしょうか」。こういうふうに言えばよろしいですかね。わかりやすく言ったつもりが、逆に混乱させてしまったかもしれない。

○村上委員長 今の中島委員のご意見で何かありますでしょうか。今後の検討材料はいろいろ出てきているかと思うのですが、これは時間をかけてやっていかなければならないようなものも多いかと思います。

○徳島委員長代理 リバランスルールで忘れてならないのは、中島委員からご指摘のあった実施コストという要素もありますが、いざその場に直面した際に、リバランスを実施するかしないか悩んでしまって結局動けなくなるといった事象が考えられます。実際にリーマンショックのときに、多くの企業年金で、とりあえずリバランスを停止して様子を見ようとしてしまい、結局その後相場が戻ってしまって後悔する結果となったことが多くみられました。そういった意味では、ある程度機械的にやることも必要なので、リバランスの実施を規定として入れておいて、ご指摘のとおり、状況によっては実施を見送るという判断を考えて行うことも必要だと思います。常に考えるとしてしまうと、思考が停止してしまって動けなくなることもあるので、そういった危険性があることだけは認識しておかなければならないと考えます。

○村上委員長 今、徳島委員長代理から出されたポイントは、非常に重要なポイントだと私も思います。基本的な分散が崩れても、どこまできちんと分散されているかということが、長期のポートフォリオ運営では重要になると思います。そういう意味で、乖離させてもここまでしか認めないという水準を決めておくことが、また1つのリスク管理の枠組みになるかと思います。

○中島委員 一応補足をしておくと、私は恣意的な判断のためにTEを見ろと言っているのではなくて、むしろ「リバランスはレンジよりもTEを重視するくらいの形で機械的に運用したほうがいいんじゃないか」。これは個人的な意見です。したがって、TEを、躊躇のための材料として使うというよりも、むしろ「レンジよりもTEのほうを重視した形でリバランスを機械的に運営したほうがいいのではないのでしょうか」というのが私の個人的な提案です。

○村上委員長 今中島委員がおっしゃったことを少しかみ砕きますと、基本ポートフォリオに対してどのぐらいトラッキングエラーがあるかというのを常にはかれるようなシステムがあれば、その時点でシミュレーションするというのではなくて把握可能です。実際にそのようなプログラムがありますよね。基本アセットミックスを基準ポートフォリオとしたときに現在のアセットミックスがどのぐらい推定トラッキングエラーを持っているか、それを捉えていけば、ある程度技術的には補足できる話だと思います。

○西川理事 乖離許容水準からの距離をモニタリングするのと同様に、トラッキングエラー自体の推移を見守っていくというようなイメージですか。

○中島委員 そうですね。政策アセットミックスを決めるとき、政策アセットミックスの期待リターンとリスクが出てきますね。そうすると、政策アセットミックスに対する乖離を入れるとトラッキングエラーが同じ数式のモデルで出てくる。エクセルのシート1枚ぐらいですぐ終わるような計算シートですから、そんなに技術的に難しい話ではないです。

○西川理事 トラッキングエラーに許容幅みたいなものを設定するということですかね。これをトリガーにというと。

○中島委員 いや、要はトリガーがトラッキングエラーになる。トラッキングエラーがある程度超えるというのは、政策アセットミックスに対する乖離リスクがかなり大きくなってしまった。トラッキングエラーがある数字を超えると……。

○西川理事 ある数字というのは、要するにトリガーポイントを設定するということですよ。ですから、乖離許容幅をリターンのリスク値からではなくて、トラッキングエラー

の乖離許容幅みたいなものを設定する、そういうイメージですよ、おっしゃっているのは。

○村上委員長 中島委員が言っているのは、資産のウェイト、エクスポージャーじゃなくて、将来の推定の振れ幅自体が抑えられていないといけないのではないかということだと思うのです。

○中島委員 ちょっと説明があれですけど、資料2-2では各資産ごとに乖離幅が記載されているけれども、これが1つになる。ポートフォリオ全体で政策アセットミックスに対してどの程度リスクを取っているのか。縦軸が、乖離じゃなくてトラッキングエラーになる。

○西川理事 だからイメージとしては、これはこれで見えておいて、それと一緒にトラッキングエラーの動きを眺めて、両方見ながら、こっちも乖離許容幅に達しているし、トラッキングエラーが外れちゃっていたらこれは戻しましょうとか、もう一つ基準を加えるみたいなイメージですか。それとも、トラッキングエラーだけでやるみたいな形。

○中島委員 そこはやり方があると思います。今4つグラフがあるわけですけども、この上に、縦軸がトラッキングエラーになったグラフをもう一個入れて、それは資産クラス別ではなくて、ファンド全体のリスク状況をモニターしている。

○西川理事 先ほどおっしゃっていたように、実は乖離しているけれども、相殺されていてリスクが小さくなっているようなときであれば、効率性はそんなに落ちていないはずなので、トラッキングエラーもそんなにぶれていないでしょう。だけど、トラッキングエラーがぶれていて離れているときというのは、もとに戻す必要があるということなので、そういう場合はとにかく機械的にやりましょうと、もう一つ判断の基準を加える。

○中島委員 どっちを重視するかというのはまた別の問題になってきます。

○村上委員長 運用会社に株式を委託しているところなどでは、推定トラッキングエラーが1つのトリガーとしてファンド戦略に組み込まれていると思うのですが、アセットミックスについてそれをやるというようなイメージを、多分中島委員はおっしゃっていると思います。その推定トラッキングエラーが大きくなれば、大きく乖離するリスクが高まっている。簡単にできるのであれば1つの目安にはなるかと思うのですが、そのあたりは、この場でもなかなか決着がつく問題ではないので……。

○西川理事 ちょっとやってみてという感じ。また過去のデータで見てみてということですかね。

○村上委員長　そうですね。今後のために。

○徳島委員長代理　今の考え方も、基本ポートフォリオ策定時の推定トラッキングエラーをそのまま使うのだったら意味があると思いますが、それだったら、従来の取り組みは、それを翻訳して取り込んでいるために結果は一緒です。一方、マーケットが動いたことによって変化した推定トラッキングエラーを反映するのであれば、それは全然従来とは異なることをやっていて、例えば株のボラティリティが増加したら、それだけでポートフォリオ全体のトラッキングエラーも大きく増加してしまうので全く意味がない。だから、従来の取組では、既にかなり対応しているものですね。

○中島委員　今のお話でいうと、途中のパラメーターの変化は見ていなくて、要は全部政策アセットミックスを作ったときのパラメーターで。

○徳島委員長代理　当初のパラメーターで測定するのであれば、従来の手法とほとんど結果は変わりません。中島さんがおっしゃっていることは、言い換えているだけに過ぎません。

○中島委員　いや、先ほどおっしゃったとおり、例えば外国株式がこれと鏡的に逆だとすると、レンジ幅から見るとこれとは変わらないんですけども、トラッキングエラーで見るとかなり小さくなっている。逆に、外国株式が現実どおりなら思った以上にトラッキングエラーは大きくなっている状態になっている。

○野村証券（高松）　トラッキングエラーをどう算定するかという問題があって、ボラティリティが必要になるじゃないですか。リスクと相関係数が。リスクと相関係数は日々変わるわけですね。

○中島委員　そこまで考えなくてもいいというのが、政策アセットミックスを作ったときの……。

○野村証券（高松）　ただ、本当に σ が大きくなったときに危険なわけで、リスクが大きくなったわけで、そのときは基本ポートフォリオ自体のリスクも大きくなっているんですね。もちろん、実際のポートフォリオのリスクも大きくなっているんですけども。

○中島委員　そうになってしまうと、政策アセットミックスを日々見直そうという話になってしまう。

○野村証券（高松）　いや、そんなことを言っているわけじゃないです。推定トラッキングエラーを判断するにしても、何をどういうふうに計算するかという問題がありますということを行っているわけです。

○中島委員 だから技術的には問題がいろいろあると思うんですけども、とりあえず政策アセットミックスを決めたときのパラメーターを使ってやれば、長い目で見て、そんなに大きな問題というか、矛盾点というか、おかしいところは出てこないと思います。

○野村証券（高松） だとすると、今のやつとあまり変わらない数になると思います。この許容乖離幅を決めるときに……。

○中島委員 やってみればいいじゃないですか、1回。

○野村証券（高松） 計算自体は極めてシンプルな計算ですから、それは簡単ですし、実際そういうモニターをしているような年金基金もありますので、実務はできると思いますけれども、それをどう判断するかはまた全然別だと思います。

○中島委員 だからそこは難しいとは思いますが、全然別とは言えないと思います。

○村上委員長 ちょっとこの課題だけで時間が長くなっていますので……。

○中島委員 この点について1つだけよろしいですか。非常にこれは危ないというか、ミスリードを招くおそれがあるのが、8ページ、6ページみたいなシミュレーションをやる情報比というのが出てくる。情報比で見て、こっちのほうがいい、あっちのほうがいいという形で出てくるんですが、多くの場合、情報比というのは株式をオーバーウェイトする形で出てくるが多い。

詰まるところどうなるかという、政策アセットミックスに対して平常の運用がよりリスクを取った運用をよしとする。結果、政策アセットミックスがレバレッジをきかせて出てきたような形になってしまう。技術的な話で恐縮なんですけれども、6ページ目とか8ページ目の数字の見方についてもいろいろ難しい問題があるので、すぐ答えが出るような問題ではないかなと思います。

○村上委員長 今の中島委員のご意見をまた別の角度で解釈すると、あまり超過収益とかそのようなところがポイントになるわけではないですよ、というお話と解釈していいでしょうか。

○中島委員 そう捉えていただいて結構です。

○村上委員長 結局はリスクを管理しにいくのが目的であるので、この期間のシミュレーションでプラスがとれているかとれていないかというのが判断の材料になってしまうと、何が目的なのかがわかりにくくなるということですね。リバランスルールで超過収益を得ようとするものではないということがポイントかと思うのですが、よろしいですか。

○中島委員 おっしゃるとおりです。そう言ったほうがよかったです。

○村上委員長 例えば6ページの表ですと、リスクがどのくらい違うかや、TEがどのくらい違うか、あるいはそのこととコスト、このあたりのほうがむしろ重点的な評価のポイントになるだろう、そのようなことではないかと思うんです。

この問題は議論が長くなりましたが、この辺で一旦切りたいと思います。乖離許容幅を超えた場合は、2分の1に戻すルールというのは、今確認しているわけですね。

○西川理事 そうです。

○村上委員長 2分の1ルールについては、ルールとしては継続するということと、この委員会としてはそのような方向で議論したということですが、またいろいろ高度化を図っていく方法については、実現可能性がありそうなものについては、また今後の継続検討課題ということにさせていただくということによろしいでしょうか。いかがでしょうか。

○稲垣委員 1つだけよろしいですか。7ページの資料を見ると、こうした前提条件によれば、半値戻しによる想定損失は、先ほど西川理事がおっしゃったように27億円大きい。コストメリットが年間5百万円あっても埋め合わせに500年以上要する、という比較をしているということは、半値戻しではなくて、中心値戻しにしたほうがいいんじゃないか、そういった問題提起をしているふうにも受け取れるのですが、そういう認識なんですか。

○野村證券(高松) ここは、私の意見で言うと半値のほうが良いと思っています。7ページの資料の位置付けは、ある意味ストレステスト的な位置付けだと思ってください。つまり、半値戻しと中心値戻しでリスク性資産がオーバーする形で最大に乖離したとき、しかもそのときにリーマンショックを迎えた場合に、どの程度の損失の差が出るかというのを見た資料です。

株価がどんどん下がっているときを考えると、半値戻しと中心値戻しでいうと、半値戻しは株の戻し方が少なく、中心値戻しは基本まで戻しますので、その後また株が下がるとすると、半値戻しのほうが継続的に下がっている局面では損が出なくなります。ただ、このシミュレーションは、出発点時点で国内株式と外国株式がたまたま1%多くなっているときを捉えて試算したもので……。

○稲垣委員 一時点のシミュレーションということですね。

○野村證券(高松) そうです。こういうことが起きることは極めてまれだと思うんです。これが起きていない普通るときであれば、あるいは出発点と同じであれば、中心値戻しのほうが損が大きくなります。リーマンショックなどのときは、これはあくまでストレステストで、仮に最大のストレスをかけたとしても、私の見方でいうと、損失額の差は27億円

ですから、今の剰余金の水準からすると十分耐えられる水準かなということで、半値戻しのほうがベターではないか、こういう意味です。

○稲垣委員 趣旨はわかりました。

○村上委員長 このようなことを経ても半値戻しルールがいいのではないかと、全体的にはそのようなご提案ということでもよろしいですね。今のルールを確認したということで、この件については、この場ではルール継続ということでも了解したということにしたいと思いますが、改善の余地等についてはまた別途検討する機会があればと思います。そのようなことで、この議題についてはここまでにしたいと思います。よろしくお願いいたします。

野村さん、ありがとうございました。

(3) 平成 28 年度資産運用結果に対する検証について

○村上委員長 それでは、次の議題に移ります。議題(3)は平成 28 年度資産運用結果に対する報告についてですが、事務局よりご説明をお願いいたします。

○西川理事 大分この報告書の検討も長期にわたっておりまして、何回もご覧いただくので申し訳ないんですけども、今回大きく変えましたのは、2 ページの「運用の目標」の部分でございます。

1 つは、記述の仕方がわかりにくいというご指摘をいただいております、どういう意味でわかりにくいかというと、中退共、林退共と建退共、清退共の目標の書き方が異なっている。中退共、林退共につきましては「財務の改善」という言葉が入っている中で、建退共と清退共につきましては「中期的な安定」という言葉になっているんですが、その説明をちゃんと書いておくべきであろうというご指摘をいただいたところでございますので、その点について、1 ページの最初の四角のところ(注)として書かせていただいたということでございます。

前回口頭でご説明したようなことを文章にしたような格好になっているわけですが、運用の目標が経理間で異なっているのは財務状況の違いによるところである。すなわち、中退共と林退共については、累積剰余金の水準が基本ポートフォリオの抱えるリスクの大きさを勘案して不十分ないしは累積欠損金を抱えた状況にあるので、中期的な制度の健全性の観点から、改善の余地があるという判断から、「制度の健全性の向上に必要な収益」の確保が目標として設定されている。一方、比較的高水準の累積剰余金を有する建退共、清退共については、財務状況の一段の改善を図る必要はないとの判断から、「健全性の向上」

という文言は使われておりませんという説明をここで書かせていただいたということでございます。

その上で、章立てにつきましても、それがわかるような格好で、2 ページの一番下の「運用の目標」についていいますと、3 ページにかけてですけれども、中退共、林退共は「制度の健全性の向上」であり、建退共、清退共は「中期的な制度の安定的な運営の維持」を目標としていると、もう一度ここでさらに念を押した上で、その下に、中退共、林退共、建退共、清退共それぞれについて、①の中退共、林退共については健全性の向上、建退共、清退共については安定的な運営を維持し得る、そういう書き分けを明確な形でさせていただいたということでございます。

これは書きぶりの問題ですが、内容につきましては、前回は累積剰余金の状況について、累積剰余金が中期的に枯渇するような水準ではないということをもって「中期的な安定」という書き方をしていたわけですが、それはストックの話であって、28 年度の評価をするのであれば、28 年度のフローの話が入ってこないとおかしいのではないかとご指摘をいただいたところでございます。

期待収益率の水準について評価できないか、という話もあったんですけれども、ストックの話とストレートに結び付けるには、今回書かせていただいたのは、28 年度中にどれだけの収益を各経理で上げて、その結果として出てきた累積剰余金が幾らで、それはシミュレーションを行った場合に中期的に枯渇することがあるのかないのか、そういう書きぶりで、中期的な安定性、あるいは健全性の向上という目標に合致しているかどうかを判断する書きぶりにさせていただいたということでございます。

それ以外のところは、形式的な整合性をとるという微調整はやっておりますが、大きく変えているものではございません。

それから、1 つの束の後ろのほうにいっぱい資料がついているんですけれども、ほとんどはホームページ上リンクになります。こちらは前回の委員会で、できるだけホームページ上のリンク等で省力化したほうが良いでしょうというアドバイスをいただきましたので、それに沿ってやっております。ほとんどの資料はそういった形になっております。

唯一違うのが、13 ページで文章が終わった後に別添 1 というのがございまして、こちらは、先ほど申し上げた「運用の目標」でお示しいたしました累積剰余金の水準と各種下方リスクの比較をお示ししたものです。委員会の場では各経理ごとにグラフ等でお示ししておりましたので、ここで一表にまとめさせていただいたということでございます。これは

新たに作り直したので、ホームページ上にありませんので、別添の形にさせていただいておりますが、それ以外につきましては既存の資料を活用させていただく格好になっております。

以上です。

○村上委員長 ありがとうございます。今、西川理事からご説明がございましたが、中退共と建退共の間で目標の表現が違うところがわかりにくいというご指摘につきましては、注釈を入れて、そのあたりの考え方を丁寧にご説明いただいたということで、ここが前回からの大きな変更のポイントです。

例えば3ページの文章については、比較がなくて少々わかりにくいのですが、前回よりも少々書き込みしているような印象があるのですが。

○西川理事 具体的に何を書き込んだかといいますと、28年度中の運用収益が幾らであり、その結果として年度末の剰余金がどう変化したかというものを加えた上で、その結果として出てきた累積剰余金の水準の評価について検証を行った結果という、その検証の内容を説明させていただいているという格好になっております。

○村上委員長 ありがとうございます。それでは、今ご説明がありました点につきまして、ご質問、ご意見等がございましたら、お願いいたします。

○稲垣委員 前回の中で議論になったところでの修文については、わかりやすくなったと思っています。改めて見させていただいて、4ページ、5ページに情報公開のところがあ

るんですけども、ここは平成27年度の開示分になっているのかなと思いますが。

○西川理事 これは、28年度にやった情報公開ということでございます。今回これをやると、29年度にやった情報公開で28年度分を公開しましたという、やったことの実績をここに書かせていただいたので、前年度分のものになっております。

○稲垣委員 28年度に実際に公表したものが27年度分ということですか。

○西川理事 そういうことでございます。すみません。運用実績の話からいきなりアドミニストレーティブな話に変わってしまったので、ちょっとわかりにくいんですけども。

○稲垣委員 時点が変わっちゃったので。

○西川理事 すみません。

○村上委員長 検討が長くなってしまっているのです。

○西川理事 ずれちゃうんです。すみません。大変失礼しました。

○村上委員長 ほかによろしいでしょうか。いかがでしょうか。

○平嶋勤労者生活課長 28年度も大分昔になってきて、29年度も終わりつつありますので、これ以上はと思いますけれども、今作成中の中期目標でも、各共済について、採算利回りを確保するような期待収益率で運用してくださいということを書いております。中退共や林退共は割とシンプルですが、建退共や清退共は剰余金の水準を考慮しつつ運用してくださいと、こちらに預けるような形にしておりまして、特に建退共は顕著ですけれども、剰余金を取り崩しながら、採算利回りに対しては低い利回りで運用しているわけですが、これが長期的に見て適当なのかどうかは、どのあたりが一番いいのかということも含めて、今後はこの場で検討していただきたいと思っています。

中期目標に則して年度評価をやっていきますけれども、その材料としてもこの資料を使いたいと思っておりますので、29年度の評価以降は、その点少し留意して記述いただければと思っております。

○村上委員長 ありがとうございます。今、平嶋課長から、今後、建退等を検討する上でのポイントということでご意見をいただいたと思いますので、それはまた今後の検討の中で議論して参りたいと思います。

ほかにないようでしたら、この報告書の検討も大分長くなっていますので、今回このようなことで決着をつけられればと思うのですが、ただいまご説明がありました平成28年度資産運用結果に対する報告につきましては、本日この場で最終案とすることを了承するというのでよろしいでしょうか。

それでは、事務局におかれましては、対外公表の手続を進めていただくよう、よろしくお願いいたします。

(4) その他

○村上委員長 では、次の議題に移ります。議題(4)その他の議題につきまして、事務局よりご説明をお願いいたします。

○西川理事 それでは、冒頭理事長からのご挨拶でも言及がございましたけれども、前回の資産運用委員会で幾つかご質問、コメントを頂戴しまして、そのうちの2つ、1つは、中島委員から、剰余金の水準についてモンテカルロ・シミュレーション1%というのは安全策をとり過ぎではないかというご意見も頂戴したところでございます。モンテカルロ・シミュレーション1%だけぽんと出すと唐突感があるのは事実でございますので、どんな過程でモンテカルロ・シミュレーション1%tileという水準に落ちついたか、その思考過

程といたしますか、考え方をご説明させていただければと思っております。

もう一つは、建退共の予定運用利回りの水準について、採算利回りとの関係等がわかりにくいというご指摘もございましたので、少しそれを整理させていただいたということでございます。

まず最初の累積剰余金の水準を巡る議論でございますが、1ページをご覧くださいと、幾つか候補がございました。最初の基本ポートフォリオを改定する前の状況はどういうルールになっていたかということ、金額的には3,500億円、責任準備金の9%と言われていましたけれども、サブプライム問題、リーマンショックと同様の金融ショックが発生したときの想定損失額1回分の累積剰余金が確保されることを付加退職金支給の目安としていたわけでございます。

ただ、1回のショックで累積剰余預金が枯渇するということについてどう考えるべきかということになったわけでありまして。というのは、このルールが設定されて以降に独法通則法が改正になりまして、そこで私どもに求められたのは、かつての累損の拡大、大幅な累損というようなものを踏まえて、そういったことが起こらないようにリスク管理を高度化するように、という使命をいただいたわけです。累損の再発を防ごうとすると、リスクを取るときには、そのリスクに見合った剰余金が存在しているということになるわけでございますので、1回の金融ショックで枯渇するというレベルではなくて、プラスアルファが必要でしょうということでございます。

そのプラスアルファの考え方ですけれども、最初に出てきたのは、金融ショック+循環変動要因。つまり、ショックだけではなくて、普通の状態であっても、相場のいい状態が続くときもあれば下降局面もある。稼げないときでも責準は増加しますし、経費もかかる。通常の循環変動に伴うマイナス分と金融ショックを加えたものを1つ考えたらどうだというような話もありました。ただ、これについては、統計的に金融ショックと循環変動を分けて考えるのは難しいのではないかというご指摘もいただいたところであります。

2つ目、もっと単純に、金融ショック2回分でどうだということも出たところでございます。ただ、これについては、適正水準が金融ショック2回分なのか、3回分なのか、その決め手はなかなかないですよという話でもありました。

最後に出てきたのがモンテカルロ・シミュレーションの1%tileで、起こることを避けるという観点からいうと、1%tileという低い確率で設定してみたらどうだということでも試算をしたところであります。

その結果として、並べてみると、ここに書いてありますとおり、いずれのやり方でやりましても大体 4,000 億円を超えるような水準に落ちついたということでございます。そういう中で、対外的に説明するときには、一番統計的な説明のしやすいモンテカルロ・シミュレーション 1%tile を前面に押し出してきたというのがこれまでの検討の経緯でございます。

考え方としては、ショック後にリスク・バッファを残したい、もし剰余金が枯渇してしまうと、累損の拡大を避けるということである、ノーリスクにしなくてはいけないということになります。ノーリスクにすると国債だけで運用するということになってしまって、それですと 0.5%ぐらいしか稼げません。そうすると予定運用利回りも満たせないような状況になってしまいますし、予定運用利回り 1%を前提とした場合には、累損拡大を覚悟して、リスク・バッファなしでのリスク投資を続けるという難しい判断を迫られることになりますので、そうしないためには、ある程度のリスク・バッファを残しておくことが必要ではないか、そういう発想でありました。

さらにいうと、4,000 億円台というリスク・バッファについても、これだけ持っていれば絶対安心ということではないということでございます。ここにリスク・バッファに影響を与えるようなファクターを幾つか並べているんですけども、まず予定運用利回りの硬直性。特に下方硬直性だと思いますけれども、そもそも予定運用利回りを変更することを決定するにはなかなか時間がかかるということでありまして、特に下に行くときには調整が難しい。

過去においては、逆ざやのままで運用利回りがずっと維持された結果として累損が拡大したというような時期も長かったということもあります。また、運用利回りの変更が決定されても、システム対応とか周知期間等を考えると、2年間ぐらいのギャップがどうしても出てくるということでございます。低金利局面での逆ざやは継続する傾向があるので、そういったことを勘案すると、なるべくバッファは大きくとっておきたいということになります。

2つ目は自家運用利回りの一段低下の可能性でございます。今の基本ポートフォリオは先々5年間を見通して計算しているわけでございますけれども、さらにその後もこのような低金利状態が続いていきますと、一段と自家運用利回りが低下していくということになります。現在は、予定運用利回りプラス業務経費分ということで、1.1%ぎりぎりの期待収益率にしているわけですが、自家運用利回りが低下すると、一方で委託のほうで稼

がなきゃならない部分が増える。そうすると、さらにリスクテイクをしなければいけない幅が拡大してしまって、当然そうなるとリスク値も高まるということですので、その段階では、先ほど申し上げたようなシミュレーションの結果といたしますか、想定損失額がまたさらに膨らむ可能性があるということでもあります。

それから、金融市場構造の変化ということであると、近年については、各国の金融市場、あるいは資産クラスごとの市場間の相関が高くなってきていることを考えますと、リスク値等の再計算を新しいデータでやっていると、ボラティリティがさらに拡大する可能性があるということがございます。

それからコストの増大傾向。これは私どもの事情ではございますが、情報セキュリティコスト等を考えますと、システム関連の経費を中心に現在 0.1%と言っている業務経費率が上昇して、採算利回り自体が上昇してしまう可能性があるということです。

さらにいうと、共済契約者数の減少による運用ロットの縮小の可能性も考えられるということでもあります。この5年間は景気が拡大する中で新規のお客様が増えまして、運用ロットも拡大しているわけですが、今後5年間、さらにはその先を考えると、いわゆる中小零細企業のオーナーの高齢化、事業継承問題というような形で企業数が減少する、あるいは、オリンピック前後から景気が下降するのではないか、そういうことを考えた場合には、現在好調に続いている共済契約者の増加が逆方向に向かっていくことも考えられないことではない。運用ロットが縮小すれば、当然ながら運用の効率性が落ちることも考えられます。

そういったもろもろの不安要因を考えていくと、今の状況ではよりリスク・バッファを厚めにしていきたいという意向が我々としては働くということがございます。そういった中で、安全策を推奨しているというのがこれまでの経緯でございます。

3ページに進んでいただきまして、これは図表で一覧ができるようにしたということがございます。中退共とは異なりまして、建退共の場合は予定運用利回り3%というのがございますが、これが全て責準に積み上げられるということではありません。この予定運用利回りを設定したときには、累積剰余金に変化しないような利回りとの間には1.2%ぐらいのギャップがあったということがございます。採算利回りと予定運用利回りの乖離の部分の要因は制度的な要因でありまして、運用期間と付利期間の乖離等の制度要因ということがございます。

一方で、採算利回りと期待収益率の乖離というものがございます。当然それは持ち出し

ということになるわけですが、累積剰余金がかなり積み重なっておりますので、過剰ではないかというご指摘をいただいた中で、意図的にそれを削減するために逆ざやにしているということでございますので、小枝委員からご指摘いただいた言葉で言えば、これはある意味財政的な要因でこの乖離幅は設定されているということでございます。ただ、明確に15億円という形ではなくて、逆ざやがあるという形での違いでございます。

現在の期待収益率は1.19%ということですので、当初の設定時から乖離があるわけですが、ここは金融的な要因というふうに申し上げられるかと思えます。

そういう意味では、制度の問題についていえば、ここは労政審等でご議論をいただく話だろうと思えますし、財政的な要因について、あるいほどのくらいの逆ざやを許容範囲とするかということについては、業界の方々のご意見等も伺いながら決めていく話かなと思えます。

金融的要因について、これがどのくらいのレベルとみなすかということについては、経済的な分析ということでいうと、この資産運用委員会での議論ということにもなるでしょうし、乖離許容幅の許容範囲ということになると、財政的な要因にも関わってくる部分かなと思っております。

ちなみに、4ページには、予定運用利回り3%と採算利回りのギャップみたいなところを、中期計画における私どもの資産運用の目標の部分でどのように今回書き直そうとしているかということをお示ししてございます。資産運用については、退職金支給に必要な流動性を確保しつつ、累積剰余金の水準を勘案の上、中期的に建退共事業の運営に必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標とするということございまして、これは先ほど平嶋課長からもご紹介のあったところでございます。ここは今回、割と丁寧に目標の中で記述をしていただいたということでございます。

簡単ではございますが、ご説明は以上です。

○村上委員長 ありがとうございます。ただ今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。

○水野理事長 ちょっと1つだけすみません。西川理事が説明したとおりでございますけれども、私から一言だけ付言させていただくと、利益剰余金の水準でございまして、我々が厚めに持とうと思っているのではなくて、労働政策審議会で決まる予定運用利回り1.0%は何かやってくださいねということと、中小企業ではなかなかできない制度をやっているんで、安全が一番大事ですよという2つのテーマをいただくと、それに基づいて執

行の責任を担う理事長として考えると、この程度の利益剰余金は今の金融環境から見ると必要ではないでしょうかということでありまして、例えば労政審がもっとリスクを取っていいよというか、より高いリスクを取った運用を行うという判断を正式に下したのであれば、それはそれでやりますけれども、現時点ではあくまでも安全にというのが最大の眼目なので、こういうことになるということでもあります。

以上です。

○村上委員長 ありがとうございます。それでは、討議に入りたいと思いますが、ご質問、ご意見等がございましたら、お願いいたします。

○小枝委員 私は、今の剰余金水準を巡る議論（モンテカルロ・シミュレーションや複数シナリオ）に説得力があると思いました。

3ページの資料について感想を申し上げます。教科書的な期待収益率では、利回りだけでなく、キャピタルゲイン・ロスがどうなっているかも大事になってきます。近年は金利がどんどん下がって行って、債券のキャピタルゲインのようなトレンドだったと思う一方で、もし今後金利が将来上がっていくという状況になったときに、（利回りは上がりますが）キャピタルロスがどうなるかという議論は非常に大事だと思います。この辺お考えお聞かせいただけると幸いです。

○村上委員長 ありがとうございます。何か西川理事のほうからございますでしょうか。

○西川理事 剰余金のほうについてはご理解いただきまして、ありがとうございます。

もう一つのほうについて、建退共ということではなくて、資産運用全体のということだと思います。確かに主要な運用先が国債ということでございますので、以前から徳島委員長代理からもご指摘をいただいておりますけれども、金利が上昇してくるリスクは常にあるのかなと思っております。

自家運用のところについていうと、これは簿価会計でやっていますので、そういう意味ではキャピタルロスはないということではございますが、委託運用のところでも結構な比率の国債を持っておりますので、そこでキャピタルロスが出るのは避け難いかなと思っております。

ただ、基本ポートフォリオの場合ですと、個別の資産の収益率というよりも、全体の収益率とリスクのバランスの中でということですので、将来的な金利の上昇、国債の価格が落ちるかもしれないという中で、それだけを捉えて、じゃ国債を減らすかという話でもないのかなと。ただ、全体の動きを眺めながら、我々が金利横ばいというような前提のもと

で基本ポートフォリオを決めていますので、その前提が大きく崩れてくるときに基本ポートフォリオ自体を見直す、全体を見直す、そういう形で対応していくのかなというふうに思っております。

さはさりながら、自家運用のほうについて申し上げますと、キャピタルロスはないんですけれども、相当長い投資をしましてしておりますので、金利が上昇してきたときに追いつけない、そういう問題はあります。そうすると、世間一般で起こっている金利の上昇に比べて私どもの収益の上昇幅が遅れる、遅れざるを得ないというところがあるので、それはある意味、私どもの提示できる予定運用利回りが、財政を考えたときには相対的に不利というか、魅力が落ちるリスクはあるのかなと思っております。

ただ、それはサイクルの逆の面が出ているわけで、今私どもは、過去に買った国債の高い金利があるので、これまで収益率が維持できていて、既に相当リスクは取っておりますけれども、それで1%というのを維持してきているということでございますので、そこは若干世間からずれて動くということかと思えます。いずれにしても、恐らく、ご不満の声は、金利が上昇してくる局面では出てくるだろうなと思っております。

○水野理事長　ご質問を受けていながらこちらで質問するのはあれなんですけど、そこで私が一番今知りたいのは経済見通し。これはまさに小枝委員の専門分野だと思うんですけど、我々にとって今一番つらいのは、公的に使えるものは、内閣府の見通しの金利以外ないんですよ。もちろん、今、年金のほうではいろいろあるのかもしれませんが、とりあえず我々が今持っているのはそれしかなくて、それを使わないとなると横置きしかできないんですね。その間をとるとというのは、何を根拠にとるのかということになりますから。実はこの基本ポートを決めたときは横置きでよかったと思うんですけども、これから環境変化とかいろいろあって、それがあある意味では基本ポートを見直すときのトリガーになるかもしれないということもあってですね。

○小枝委員　以前たしか(金利予測についての)グラフがあって、内閣府のもの以外にも、様々な民間の予測があって、あとマーケットベースのフォワードレートとかもあったと思います。特に内閣府の公的なのは一番上の高止まりの上昇幅というか、ペースが速い金利の上昇を想定していたと記憶しています。

金利が予想できたら債券の価格もかなり予想できてしまうので、そんなことができたらずごいことだとは思いますが、いろいろなシナリオを想定されるのが大事だと私は思います。

○水野理事長 我々も民間機関のやつを最初見て、ちょっと違うかなと。

○小枝委員 2%ぐらい中長期で違う。

○水野理事長 なぜそれをとるのかという明確な理屈付けがなかなか難しいものですから。

○小枝委員 内閣府のものは、いろいろ予想が出ている中の一番高いものだと思います。

○水野理事長 ぜひこういう委員会の場で、先端的な研究に基づく納得性の高い推計があればご紹介いただきたい。すぐそのままとれるかどうかは別ですけども、平嶋課長も一番知りたいんだと思います。よろしくお願いします。

○村上委員長 これは金利についてはではないのですが、GDP 予測について、10 幾つかのいろいろな調査機関のデータを 30 年ぐらいにわたってリサーチしている人がいまして、観察すると、結局、当たり続けているところはどこもなく、平均値をとると結構上位に行くというような結果だそうです。それから、政府見通しは常に強気なので、景気がいいときはよくて、悪いときは外れる、それが極端にあらわれているということでした。

○稗田理事長代理 建退共でも、いろいろなご指摘もあり、資産運用自体見直しがこの 1～2 年で必要になってきている。先ほど課長のご指摘にもあったとおりなんですけれども、そのときに、1つの数字だけで、1つのシミュレーションで、1つの値が、1つの正解があるような形というのは、恐らく誤差が出てくることによって、合意形成の面でこれが1つの正解かなというような部分が出てくる面があるかと思います。

建退共の場合、1兆円の全体の資産の中でどの程度の累積剰余金を持ってくるかというのと、現在では1,000億円を超えたら幾ら何でも持ち過ぎだろうというような話があって、そこでどういうふうな資産運用をやっていくかというのは、それは1つの正解というよりも、まさに経済の前提の置き方とか、前提の置き方によっていろいろな数値が出てくるとしたら、それに応じてオプションを、どういうリスクのもとでどうあるかということ、合意形成を並行して業界関係者の方とやらせていただく。そういう作業が必要になってくるかと思いますが、また資料も提供させていただきながら、いろんな議論をやらせていただければと思います。

○中島委員 今お話を伺って、債券について思うところはあるんですけども、時間が長くなるので、それは置いておいて、そもそもの話として、「バッファをどれだけ持つべきか」というのは資産運用委員会で扱う問題なのかなと。恐らく平嶋課長がご臨席されているというのは、制度のほうと資産運用のほう、両方目利きというのを求められていると思うんですけど、そういう現実問題はちょっと置いておいて、原理的に考えた場合に、「バッファを

どのくらい持つのが適当か」ということに対して資産運用委員会で我々がどういふ話をすればいいのか、ちょっと教えていただけないでしょうか。

○西川理事 どういふ話をすればいいのかというこゝの回答になるかどうかわかりませんが、けれども、経緯を申し上げると、もともとは付加退職金制度をどういふふうに払うかというものについては労政審でご審議をいただく内容でございまして、一昨年の労政審で付加退職金の水準の議論、即ち幾ら付加退職金を支払うべきかという議論をしていただいていた訳です。

ちょうどそのときに私どもの基本ポートフォリオの見直しをやっているということを委員の方々がお聞きになりました。過去の累損とかを考えた場合に、なるべく累損再発リスクを低くするよな形で付加退職金等についても決めていく必要があるでしょうという合意があるときに、付加退職金という制度のほうでリスクを取らないよに意識していても、運用サイドでリスクを取るよな基本ポートフォリオを定められてしまうと、これは問題があるんじゃないか、そういう話もあつて、資産運用委員会のほうに基本ポートフォリオを巡る議論に関する情報を提供して欲しいというお話があつたわけでありまして。その流れで、例えば私どもの基本ポートフォリオで幾らの収益をとろうとした場合にどんなリスクが発生し得るのかということを確認に教えてください、そういうご下問をいただいたということでございます。

それまでは、労政審と、資産運用委員会、それまでは資産運用評価委員会といひましたが、うちの運用は全く別々だったわけですが、そういうご下問をいただく中で労政審と資産運用委員会の間でキャッチボールができるよになりました。即ち、制度を検討するに当たつて必要な情報を私どもに聞いていただいて、それについて私ども検討した内容を平嶋課長を通じてフィードバックしていただくということでありまして、累積剰余金の議論というのは、結局、付加退職金制度と基本ポートフォリオのリスク値との関係で、予定運用利回りも関係するわけですが、累損を発生させるよなリスクは一体どのくらいあるかという脈絡の中で出てくる問題だと思ひています。

○平嶋勤労者生活課長 少し補足しますと、西川理事がおっしゃるとおりなのですが、本来は資産運用委員会というのは、例えば先ほどのリバランスルールのよな、運用をどう上手くやっていくかということミッションにやっけていただいているわけですが、どれだけのバッファが必要かというのは、本当は労政審のほうできちんと検討しなきゃいけないのですが、こういう素晴らしいメンバーに集まっけていただいておりますので、私のほうで、

研究会的にお願いして申し訳ないのですが、どれぐらいのものが適当ですかということも少し検討していただいたという中で、こういうものが出てきているということでございます。

○水野理事長 理事長として申し上げますと、基本ポートフォリオを決めるに当たって、利益剰余金の水準が決まっていなくて多分決められないですね。予定運用利回りが労政審で決まりました。そうすると、今の自家運用利回りから逆算をすれば委託運用に期待される利回りはどのくらいになります、そうすると基本ポートフォリオはどうなります、そのときに基本ポートフォリオのリスク値がこのくらいになります、そうすると、それを担保する利益剰余金は大体このくらいですと、推計できる訳です。

我々は目指すべき利益剰余金の水準を決定する権限はないけれども、もしこの予定運用利回りを達成するためにこの基本ポートフォリオを採用した場合、これだけのリスクが発生して、利益剰余金がこれだけだとすると足りませんよというのは、我々のほうで平嶋課長を通じて労政審の方に申し上げておいたほうがいいかなと。それを踏まえた上で、でもやれと言われれば、我々は執行機関だからやりますけれども、そんなにリスク取っていたの、と後で言われても困るということで、ここで議論をするようになったということです。

○中島委員 そうすると、本来であれば、天下り式に予定運用利回りとか目標が与えられて、それに向かってなるべく効率的な運用をやりましょうということですがけれども、これだと最初の議論のほうでフィードバックがない。なので、あまり高い目標だとすごくたくさんリスクを取らなきゃいけないですよという情報を平嶋課長のほうにフィードバックする。そうすると、位置付けとしては、平嶋課長に情報をフィードバックすることから考えると、研究会的な位置付け……。

○平嶋勤労者生活課長 こういうテーマに関してはですね。

○水野理事長 ただ、基本ポートフォリオを決めるのは理事長なんです。そうすると、そこがわかった上でないと、理事長としては、いや、それ知らなかったと言われても困るし、何で教えてくれなかったのと言われても困りますし、だから、それについてはちゃんとお知らせした上で、でも、しょうがないねと。過去、繰欠があったときもリスクを取っているわけです。それは多分合意の上で取っていたと思うんです。そこはちゃんとやったほうがいいのかなと。

さらに言えば、今回アベノミクスの成果もあって、累損が中退共については一掃されてこういう剰余金を持った。そうすると、持った剰余金をどう使うかというのは、こちらの

基本ポートフォリオと別にやるのではなくて、両者は一体的ないし相互依存的なところがあるので、そこについては情報を平嶋課長にお渡しして、その情報を踏まえて労政審でもご議論いただいて、その議論を踏まえて我々は基本ポートフォリオを決めていこうということだと思っんです。

○西川理事 制度的に決めていただくことは、予定運用利回りがあつて、それから付加退職金の支給のやり方があつてということなわけです。あわせていえば、どのくらいリスクを取るかという話に結び付いてくるんですけれども、それぞれに議論していただいた結果が両立し得るかかどうかというのは必ずしもわからないと思っんです。ですから、今の予定運用利回りで、こういう付加退職金制度のときに累損は出さないでねと言われて、それってできますかと、できるかでないかについての情報をお示しする必要があります。どれをとるかということを考えていただく必要があると思っております。

○中島委員 ちょっとくどいようですけれども、どの程度のリスク・バッファが適正かということについて、私はどう考えていいかわからないですし、正直、今が多過ぎるとも少な過ぎるとも答えづらいなど。したがって、どのくらいリスク・バッファを持つべきかという問題について、この資産運用委員会で、どの程度が適正かという目処をお伝えするのはちょっと難しいんじゃないかと。

ほかの委員の先生方はちょっとわからないですけれども、私に関しては難しいかなというのがあつて、今のお話を踏まえてわかるのは、例えばあるリスク・バッファを前提にあるシナリオで野村さんにシミュレーションをやらしてもらった。それについて資産運用の観点から申し上げることがあるか、あるいはチェックすべきことがあるかという点で助言を求められるのであれば、それなりに答えることができると思っんです。しかし正直、このリスク・バッファが多過ぎるのか、少な過ぎるのか、適正なのかというのは、ここの資産運用委員会で議論する話とは本来は違うんじゃないかなと思っんですけれども。趣旨はわかります。全体を見ないと機構さんとして意思決定ができないというのはわかるんですが。

○水野理事長 野村さんのシミュレーションを踏まえて2年間にわたって議論した結果がこういう結果なんですね。このペーパーだけでお諮りしているわけではなくて、前回中島委員から、1%は心配し過ぎじゃないですかというお話があつたので、2年間にわたってこういう議論をしてきて、一応我々としては1つの結論が出て、労政審にも平嶋課長のほうからそういうお話をしてもらっているということをご説明している。

○中島委員 承知しました。わかりました。前回の私の質問についての回答というか……。

○水野理事長　そうです。質問に対する回答で、これについて今お諮りしているわけではございません。

○中島委員　承知しました。

ここからちょっと頭の体操ということなんですけれども、加入者の方への利益還元は2つあって、1つは付加退職金を付けるというのと、もう一つは保険料を安くするというのがある……。

○水野理事長　これは年金ではありませんから、保険料ではありません。

○中島委員　掛金を安くする。そうすると、先ほど3ページの絵であった、かなりバッファが積み上がったので、それを吐き出す形で期待収益率を下げている。

○西川理事　いや、期待収益率を下げるとかいうんじゃないで、還元するために予定運用利回りを上げている。

○中島委員　そうですね。すみません、言い方がまずかったです。要は、採算利回りと期待収益率の間に、採算利回りを上げる形になっている。これは結果的に掛金を安くする。

○稗田理事長代理　ちょっとだけ説明させていただいてよろしいですか。そこは中退共と特退共で制度がちょっと違うという点がまずあります。中退共の場合には、実は掛金の種類が16種類あります。したがって、16種類あるということは、要するに上げるという行為自体が無意味だということになってきますので、その結果として、結局そこは予定運用利回り還元の部分と付加退職金がついてくる。そんな仕組みで中退共は成り立っております。

一方、特退共、建設と清酒と林業については、ちょっと別の提案もしていますが、基本的には掛金が1種類ですので、おっしゃるとおり、掛金を今まで下げたことはありませんけれども、採算が悪いときには掛金を上げる、そういうふうな行動をとって参りました。掛金の部分と予定運用利回りダブルでやってくる。

そういうふうに、中退共と、建、清、林の特退共で多少仕組みが違うという点だけご説明をさせていただきます。

○中島委員　どの程度わかったと答えていいのか。端的に言うと、「掛金のほうでの還元と付加給付のほうの還元は、年齢とか世代によって非対称性がある、この人にとっては有利だけれども、この人にとっては不利とか、そういう……」。

○西川理事　うちの退職金は積立方式で、積み立てたものに運用益を付けてお返しするという話ですので、還元の方法として、確定給付の保険での掛金を下げるという方式はあり

ません。

○稗田理事長代理 ちょっとこれも補足させていただくと、基本は、年齢に応じて払うのではなくて、働いて年数に応じて払うと思っていただければいいです。例えば30歳の人が2年働こうと、60歳の人が2年働こうと、それは同じ額になるわけです。

それと、ちょっと複雑になって恐縮ですが、建退共の場合ですと、500日労働したことに対して退職金を付けていくので、その500日払うのに、2年でできるか、5年でできるかは一切一緒で、そこは同じ掛金というような仕組みにもなってきます。したがって、ベースはあくまでも働いた月数だということを前提に制度全体が仕組みられている、そんなところでございます。

○中島委員 そうすると、還元の方法は、採算利回りの上げ下げによる還元も、ないしは予定利回りの上げ下げによる還元も、付加給付による還元も、区別がない。

○稗田理事長代理 ただし、付加給付は中退共にしかない。特退共の場合には、還元は、おっしゃるように掛金の上げ下げだけなんです。

○中島委員 中退共の場合に限っていうと、どちらをやっても加入者にとっては違いがない。

○西川理事 いや、それは、「違いがない」と言ってしまうと、どういう意味なのかもありますけど。お金としてはもちろん色はないですけど、予定運用利回りは保証されています。

○中島委員 加入者の年齢とか。

○西川理事 ないです。それは関係ないです。10年間にどういう掛金を毎月掛けるかにもよりますけれども、その方の雇用者の方がその方のために積み立てたお金なので、年齢とかは全く関係ないです。

○水野理事長 ただ、退職金カーブはあるよね。中退共の場合。

○西川理事 長く勤めれば勤めるほど有利な利回りがつきますよという、そういうのはありますけれども。

○水野理事長 この制度は、特に建退共は、金融がわかっている人ほどわかりづらい。素人はわかりやすい。ご質問の趣旨はよくわかるし、私も同じようなことを聞いた覚えがありますけれども、要は建退共は付加退職金がないから、返そうと思ったら予定運用利回りを上げるしかないんですよ。あとは掛金を下げる。

○村上委員長 稗田理事長代理にちょっとお願いなのですが、建退共については図解して一度皆さんに詳しくご解説いただいたほうがいいと思うのですね。そうしないと議論の土

俵と一緒にならない。採算利回りと予定利回りがどうしてこのようにずれるのかとか、そのようなベースのデータはどうなっているのかとか、要因がいろいろありますので、そのあたりについてご説明をお願いしたいのです。

○西川理事 日程調整をさせていただきます。

○水野理事長 一言だけ追加すると、3ページの建退共のところ。今、稗田理事長代理が本当に一生懸命やってくださっていることですが、一番ギャップが大きいのが制度的要因の3.0と1.79なんですね。ここを何とか解消する。解消はできないんだけど、制度的にいろんな問題があって、それについて稗田理事長代理が一生懸命やってくださっている。

優先順位からいうと制度的要因が一番で、金融的要因の1.64と1.19もそれなりにインパクトはあるんですけども、それについては稗田代理が基本ポートも考えようとおっしゃったんですけど、その辺はセットでやっていかないと混乱するということもあります。この委員会でそれを議論する前に制度的な要因等々を稗田代理から一度説明する機会を作りますので、それまでちょっとお待ちいただきたい。

○中島委員 初歩的で申し訳ないですが、結局、付加給付というか、リスク・バッファという問題が出てくるのは中退共に限った話ということで。

○水野理事長 付加退職金は中退共だけです。リスク・バッファの考え方は全部共通ですけども、付加退職金は中退共しかありません。

○村上委員長 いかがでしょうか。よろしいでしょうか。中島委員からいろいろ出ましたように、基本的には、リスクをどのくらい取って良いかというのは、共済者、被共済者が決めるべきものですが、資金の出し手や受給を受ける方のほうにそのようなリスクの負担が最終的には行きます。ただ、ポートフォリオにそのリスクについての態度を適用できるような形で今まで他から頂戴してこなかったということがあるので、そのあたりの意向等を慮って、このようなことなのではないかというのを少々出してきました。そういうことで、またご議論をいただくための材料を提供して、今のところはこの方向で大体いいのではないかと、中退部会ではそのようなことにはなっているのですね。

○平嶋勤労者生活課長 中退部会は10月に財政検証に関する1回目の審議を開催しまして、来週水曜日31日に2回目を開催します。モンテカルロ・シミュレーション1%というのを前面にご説明しています。

○村上委員長 そのための材料をこちらからご提供申し上げている。

○水野理事長 1ついいですか。中島委員のご指摘もごもっともだと思っんですけども、

私、ちょうど2年前の10月、この委員会が始まったときに来たんですね。第1回目の議事録を読んでくれればわかると思いますけれども、民間から来ましたから、民間は執行と経営はかなり厳しく峻別されているので、我々は、予定運用利回りは決まっていて、これを執行するのが我々の仕事だから、そのために達成できる基本ポートフォリオをやろうという話をしたんですね。

ところが、皆さん大変立派な委員の方ばかりで、でも、制度問題を与件にして議論すると本当の議論はできないよと。制度問題について我々は変える権限はないけれども、そこは一回ゼロクリアにした上で考えないと、本当の執行にならないんじゃないのというお話があって、最初の3カ月ぐらいはずっと考えたんですが、なるほどそうかなと。

ただ、自分の権限を超えることを言うことについて本当にいいのかどうかということもあって、これは厚生労働省さんとも随分話をして、ブリッジ役を課長さんが担ってくれるということで、それじゃ一回議論してみようと。すると、いろんな問題が出てきて、その結果、我々はこうしようと言っているんじゃないなくて、そちらのおっしゃることをやるためにはこうなりますよ、いいんですねということなんですね。

それが結果的には中退共の基本ポートフォリオの改定にも繋がりましたし、基本ポートフォリオの改定についていえば、労政審でも非常に評価もされましたし、皆さん非常に良い関係で来ているのかなと。それぞれよって立つ基盤も違いますけれども、こういうコミュニケーションは大事なのかなということで、そういう面からいうと、せっかくプロの方が集まっていらっしゃるので、ぜひ引き続きこういうディスカッションはしていきたいなと思いますので、どうぞよろしくお願いします。

○村上委員長 1つ私からも話させていただきます。金融の世界には適合性の原則というのがあります。特に金融の世界というのは、金融機関と顧客との間で非常に情報の非対称性がある分野ですから、運用会社や金融機関は情報を大量に持っている。顧客がそれでいいと言った商品を提供しても、適合性に外れていたら、それは受託者としての責任が問われるわけですね。そのような意味で、本当の顧客意向というのはどの辺にあるのかというのを探りにいくことは非常に重要で、これがそのための1つの対話の手段みたいになっているというように考えることもできるのではないかと思います。共済者、被共済者が議論する場にそういうような情報を提供して、本当にこれでいいのかどうかということを確認させていただく。そのようなことも言えるのではないかと思います。余計なことを説明しまして、すみません。

それでは、他にご質問、ご意見がなければ、ただいまご説明がありました中退共制度における必要と思われる累積剰余金の水準の考え方と、建退共制度における予定利回りと基本ポートフォリオと期待収益率の関係がどのようになっているかということについては、委員会として、このベースの認識を共有したということにしたいと思います。ありがとうございました。

それでは、本日本日予定の議事はこれで終わりますが、本日の議事を通してほかにご質問、ご意見がございますでしょうか。

○小枝委員 すみません、一言発言いたします。中小企業などの退職金を預かっているという使命において、危険回避度が高ければ、それだけバッファも必要だし、お話を聞いていると、すごくアグレッシブな資産運用みたいな感じでは全然なくて、かなりリスク回避的なんだと理解しております。だから1%tileとかかなり低いのもかもしれないけど、それで適当なのかもしれない、そういうふうに私は考えています。

ちょっと補足なんですけれども、その辺のリスク回避度みたいなものが、業界の方の感覚とかそういうのもあるので、私はちょっと経験がないので、ただ、かなり高いリスク回避的な運用ではないかと推測しています。

○水野理事長 おっしゃるとおりで、いろんなところの話を聞かれることもあると思うし、うちはもっとこうやっているよとかいう話もあるかもしれないんですが、ぜひお願いをしたいのは、うちは積立型で、例えば企業年金だと、もし失敗しても、その企業が頑張っていれば企業のお金を持ってこれるんですけど、うちは失敗をすると中小企業の方の退職金が減ってしまうということなんですね。そういう意味で失敗は許されないもので、非常に慎重にというか、安全志向でやっている。その前提なしにパーセントだけ比べたり、リスク資産の持ち方だけ比べる方がいらっしゃるんですけど、そこだけはぜひ気を付けていただきたいと思います。

○稲垣委員 私が金融業界にいたときにも、まさに自己資本水準のあり方問題、要は資本とリスクと収益のバランスが重要なんですね。剰余金に対するこれまでの議論の方向性は分かるのですが、一般論として実額で見た場合、4,300億円という水準は果たして万全なのかということなんです。

何が言いたいかというと、積立方式であって、万が一棄損したときには補填が難しい仕組みであることを考慮すれば、責任準備金の10%程度でいいのかを、どこかでしっかりと議論したほうがいいと思います。

○水野理事長 ありがとうございます。金融業務にいらっしゃったというので当然だと思います。私は金融機関からメーカーに行ったんですけど、今、一般事業法人でさえもリスクは自己資本の範囲内で投資するということが当たり前の世界になっていて、ガバナンス・コード、スチュワードシップ・コード、みんなそこも見ているわけです。ですから、そういう面でいうと、私の問題意識としては、ここが固まらないと基本ポートフォリオも固まらないのではないかなと。ただし、制度的な壁がありますから、何とか平嶋課長にお願いをして。平嶋課長のご努力のおかげで、労政審の方々も非常におわかりいただいているかなと思っています。全くそのとおりで、金融機関にいたからではなくて、今、事業法人でも当たり前になってきているということを一言申し上げたいと思います。

○村上委員長 先ほどの資料4で1点だけ加えさせてください。この資料を今後お使いになるとしたら、先ほど西川理事からご説明いただいた2ページの⑤「経営者高齢化に伴う事業継承問題」は、その後に「による企業数の減少」とか付しておいた方がいいと思います。というのは、事業継承問題が直接に共済契約者減少の可能性ということではないからです。

○西川理事 なるほど、それはそうですね。

○村上委員長 これはそのように言葉を付けておいたほうがいいかなと思いました。つまらないことですが、よろしくお願いします。

○西川理事 ありがとうございます。

4 閉会

○村上委員長 それでは、本日の議事を通じては他にはよろしいでしょうか。

なければ、事務局より次回の委員会についてご報告をお願いします。

○都築運用リスク管理役 次回の資産運用委員会は3月2日、金曜日を予定しております。次回は、退職金共済事業に係る業務上の余裕金の運用状況、マネジャー・ストラクチャーにおける検討事項等についてご議論をいただくことを予定しておりますが、ほかに議題とすべき案件がございましたら、いつでも事務局までご連絡、ご提案いただきますようお願いいたします。

○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でしょうか。次回は3月2日の金曜日です。

それでは、ご質問、ご意見等がないようでしたら、これをもちまして資産運用委員会を

終了いたします。ご協力ありがとうございました。

(了)