

資産運用委員会報告書

平成14年2月7日

国家公務員共済組合連合会

資産運用委員会

(備考)

本報告書に使用した、年金制度や資産運用に関する専門用語

(*)印の意味については、巻末の用語集をご参照ください。

資産運用委員会委員名簿

(委員長) 貝塚 啓明 社会保障審議会会長・中央大学法学部教授

橋本 昌三 (株)野村総合研究所代表取締役社長

山崎 元 (株)三和総合研究所主任研究員

(委員長代理) 米澤 康博 横浜国立大学経営学部教授

(敬称略、五十音順)

専門委員名簿

植田 将二郎 東京三菱投資顧問(株)
投資戦略部兼年金運用部部長

橋本 隆吾 住友信託銀行(株)
公的資金運用部兼資産運用部
シニアポートフォリオマネージャー

馬淵 治好 日興アセットマネジメント(株)
投資戦略部長・チーフストラテジスト

渡辺 幹文 メリルリンチ・インベストメント・マネー
ジャーズ(株)
マネージング・ダイレクター

(敬称略、五十音順)

<肩書は、委員就任当時>

資産運用委員会開催状況

開催日時	議 事 等
第 1 回 平成 13 年 7 月 16 日 (月) 14 : 00 ~ 16 : 00	<ul style="list-style-type: none"> ・ 資産運用委員会の設置について ・ 専門委員の選出について ・ 積立金等の運用の現状と問題点について ・ 「積立金等の運用の基本方針」(13/4/1 版) について ・ 今後の進め方について
第 2 回 平成 13 年 9 月 25 日 (火) 14 : 00 ~ 16 : 30	<ul style="list-style-type: none"> ・ 運用の基本的な考え方 ・ 資産区分の考え方 ・ 基本ポートフォリオ構築における問題点 (専門委員によるプレゼンテーション)
第 3 回 平成 13 年 11 月 2 日 (金) 14 : 00 ~ 16 : 30	<ul style="list-style-type: none"> ・ アセットミックスの具体的な策定 (専門委員によるプレゼンテーション)
第 4 回 平成 13 年 11 月 30 日 (金) 14 : 00 ~ 16 : 30	<ul style="list-style-type: none"> ・ 「積立金等の運用の基本方針」の見直しについて ・ 論点整理
第 5 回 平成 13 年 12 月 18 日 (火) 14 : 30 ~ 17 : 00	<ul style="list-style-type: none"> ・ 基本ポートフォリオの策定について ・ 報告書 (案) について
第 6 回 平成 14 年 2 月 7 日 (木) 10 : 00 ~ 12 : 00	<ul style="list-style-type: none"> ・ 報告書最終案について

- 目 次 -

はじめに	1
積立金等の運用の基本的考え方	2
1．運用の基本的方針	2
2．安全かつ効率的な運用	2
3．運用利回りの目標	3
4．運用の評価	5
5．運用コスト	6
6．運用の自己責任原則	6
7．情報公開	7
基本ポートフォリオ	8
1．基本ポートフォリオの考え方	8
2．期待リターン等前提計数の算定方法	9
3．時価管理の必要性	10
4．資産区分の考え方	10
5．基本ポートフォリオと乖離許容幅	14
6．基本ポートフォリオの見直し	16
自家運用と委託運用	17
1．自家運用	17
2．委託運用	19
連合会独自の資産に対する考え方	23
1．預託金	23
2．貸付金	24
3．不動産	29

はじめに

平成13年4月から、国家公務員共済組合連合会（以下「連合会」という。）の年金資産運用に対する政省令上の運用規制が緩和・撤廃されたことから、国家公務員共済年金資産については、連合会が自己責任原則に基づいて運用を行うこととなった。

それに伴い、新しく政令が定めるところにしたがって連合会の年金資産運用の規範となる「積立金等の運用の基本方針」が策定され、その中で資産運用委員会の設置が定められたところである。

資産運用委員会は、連合会理事長の諮問機関として平成13年7月に設置され、連合会は、基本方針の策定及び変更に関する事項について、委員会の意見を聴き、報告を受けるものとし、また、その他資産運用に関する重要な事項について、委員会の助言を受けるとされている。

本委員会は、これまで6回の委員会を（うち2回は、専門委員を交えて）開催し、基本ポートフォリオの策定を中心に、連合会の基本方針のあり方及び現行基本方針の見直しについて検討し、あわせて貸付金等連合会独自の資産についての考え方の整理を行った。

その結果、委員会としての結論を得るにいたったので、ここに報告する次第である。

連合会においては、この報告書の趣旨にしたがい、現行基本方針の改正を行うとともに、年金資産の自主運用を適確に実施されるように希望する。

資産運用委員会委員長 貝塚 啓明

連合会の「積立金等の運用の基本方針」の考え方について

積立金等の運用の基本的考え方

1. 運用の基本的方針

国家公務員共済年金（以下「国共済年金」という。）は、他の公的年金と同様、現在、段階保険料方式^(*)が採用されている。

連合会は、保険者として、国家公務員に対する年金給付を確実にやっていくことが求められており、また運用者として、その運用収入によって、将来の保険料負担の増加を抑制しつつ、年金制度の財政運営の安定化を図っていくことが求められている。

平成13年度以降、連合会は、自己責任原則^(*)に基づいて積立金等^(*)の運用を行うものとされたところであるが、運用の基本方針の策定にあたっては、このような使命を認識すると同時に、年金成熟度^(*)が高く、地方公務員共済年金（以下「地共済年金」という。）と財政単位の一元化^(*)の方向にある等の国共済年金の実状を十分にふまえる必要がある。

積立金等の運用は、このような観点から、長期的な視点に立って安全かつ効率的に行う必要がある。

2. 安全かつ効率的な運用

安全かつ効率的な運用とは、具体的には次のような方法であると考えられる。

(1) リターン・リスクの認識

積立金等の運用は、他の資産運用と同様、リターン^(*)に応じたリスク^(*)が伴う。ローリスクを求めればリターンは低くなり、一方、ハイリターンを求めれば、リスクは高いものになることを認識する必要がある。

(2) 適切な分散投資と基本ポートフォリオの策定・維持

安全性ばかりを追求した運用は、一般的には固定的なローリターンとなり、インフレ等の経済変動には追随しづらいことから、経済成長期には、必要なリターンが得られず保険料負担の増加に結びつきやすいといわれている。

一方、リターンばかりを追求すると、大きなリスクを負ってしまい、期待と逆に

振れた場合の下方変動が大きく、局面によっては、保険料率の予期せざる引き上げを招くといった恐れがある。

したがって、安全かつ効率的な運用を行うためには、いろいろなリスク・リターン特性のある資産を組み合わせ、より小さなリスクで必要なリターンの確保を図る、いわゆる分散投資^(*)を適切に行う必要がある。

適切な分散投資を実行するにあたっては、政策的に決定した資産構成割合を明示した基本ポートフォリオ^(*)を策定し、当該基本ポートフォリオを変更するまでの間、それを維持していくことが必要である。

(3) 運用リスクの管理

年金資産の運用にあたっては、価格変動リスク^(*)の他、デフォルトリスク^(*)、流動性リスク^(*)等いろいろなリスクが伴う。連合会においては、適切に、運用上のリスクを把握し、かつ管理していくことが必要である。

3. 運用利回りの目標

(1) 総合収益の確保

積立金等の運用にあたっては、国共済年金の財政を安定的に運営していく上で必要とされる総合収益を長期的に確保していくことが必要である。

ここで、総合収益とは、インカム収入^(*)(利息配当金収入)とキャピタル収入^(*)(時価の増減)をあわせた収益をいう。

(2) 実質的な運用収益の確保の必要性

国共済年金の給付額は、他の公的年金と同様、物価や賃金の変動に応じて改定される(ただし、これまでマイナス改定は実施されていない。)こととなっており、現在、国共済年金財政において予定されている予定運用利率^(*)4.0%の意義は、次のとおり考えられている。

即ち、この4.0%は、物価上昇率を1.5%、実質賃金上昇率をGDP成長率並みと見て1.0%と見込んだ上での名目上の金利であり、実質的な予定運用利率^(*)は、1.5%となっている。

したがって、積立金等の運用において求められている実質的な運用利回りは、この実質的な予定運用利率である1.5%であり、逆にいえば、この実質的な運用利回りが維持される限り、基本的には、年金財政は影響を受けないこととなる。

(参考) 予定運用利率の考え方

	物価上昇率	1.5%
+)	実質賃金上昇率	1.0%
<hr/>		
	名目賃金上昇率	2.5%
+)	実質予定運用利率	1.5%
<hr/>		
	名目予定運用利率	4.0%

{ 年金給付額は、原則として、物価上昇率に応じて毎年改定され、実質賃金
上昇率に応じて財政再計算時に改定される。 }

(3) 運用利回りの目標設定

積立金等の運用利回りの目標については、そもそも明示的に設定すべきか否かについて複数の意見があった。

まず、運用者としての立場を重視した意見として、「運用利回り目標は、可能なリスクを勘案したうえでときどきに応じて決まるべきであり、事前に運用利回り目標を定めることは妥当でない。」とするものである。事前に運用利回り目標が決定されると、それに依りてリスクが決まってくることから、リスクが本来の水準より過大ないし過小となる可能性が高く、不健全な運用を強いられることになることを危惧するものである。

これに対して、保険者としての立場を重視した意見として、「財政再計算において前提とした予定運用利率は、次回財政再計算までの間の運用上の縛りと考えるべきであり、運用利回り目標を予定運用利率に基づいて設定することには、一定の意義があるとするものである。運用利回り目標と運用実績の差異は、次回の財政再計算において考慮され、新たに予定運用利率自体も見直されることから、予定運用利率は、必ずしも固定化されているわけではなく、また、リスク許容度^(*)の観点から制約をかければ、不健全な運用に陥ることは回避できる。」とするものである。

委員会としては、いずれにせよ、リスクを十分認識したうえで、安全かつ効率的な運用が行われることを望むところであるが、ここでは、後者(保険者)の立場にしたがって予定運用利率を基に目標運用利回りを設定するとした場合の予定運用利率の考え方(名目値とすべきか実質値とすべきか)について検討する。

年金財政再計算時の予定運用利率（名目）とする方法

現状であれば、運用利回りの目標を名目の予定運用利率である4.0%とする方法である。（さらに、4.0%プラス とする方法もある。）

財政再計算とリンクする考え方であり、合目的的であり、広く納得が得られる方法である。

しかし、現在のように超低金利の局面が継続しているような場合には、問題が生じる。

それは、今後数年間を見ても金利の大幅な上昇は見込みにくい状況にある中で、運用利回り4.0%を達成するためには、株式等のリスク資産の組入れを増やすことが必要になるが、その場合、リスクを過度にとることとなり、結果的に多大な損失を被る懸念が生じることである。

この場合でも、リスク許容度の観点から、運用上のリスクを過度にとらないとして制約をかけることは可能であるが、4.0%以外のどの水準が妥当かについて必ずしも納得が得られるとはいえないことから、常に、名目金利の4.0%が独り歩きしてしまう懸念が残る。

年金財政再計算時の予定運用利率（実質）とする方法

上述のとおり、年金財政の観点からは、積立金等の運用において求められている実質的な予定運用利率が維持される限り、基本的には、年金財政は影響を受けないこととなる。

そこで、運用利回りの目標を実質の利回りで設定することとし、それを実質の予定運用利率（またはプラス）と規定することが考えられる。

この場合、名目の運用利回り目標が事後的に定まることとなる短所はあるものの、年金財政と実質的に完全にリンクすること、基本ポートフォリオの策定にあたってリスク許容度の観点も十分に反映できること等メリットは大きく、なにより名目金利である4.0%が独り歩きしなくなるために、基本ポートフォリオ策定等にあたって実質的な議論が可能となることのメリットが大きい。

委員会としては、予定運用利率を基にして目標運用利回りを設定するとした場合、予定運用利率は、実質利率を採用することが好ましいと考えるものである。

なお、「予定運用利率（名目）は、運用の実勢を反映すべきであり、現在のように実勢とかけ離れた水準となることは好ましいものではない。本来、予定運用利率（名目）を弾力的に変更することが望ましい。」との意見があった。

4．運用の評価

積立金等の運用については、事後に総合的な評価を行い、それに基づき基本ポートフォリオの見直し、委託運用の割合の決定等を実行し、積立金等の効率的な運用を行っていくことが必要である。

この場合、名目上の運用利回りによる評価を行うとともに、前述のとおり、積立金等の運用において求められている実質的な運用利回りが維持される限り、基本的には、年金財政は影響を受けないことを鑑み、併せて、実質的な運用利回りによる評価も実施すべきである。

評価方法については、実現利回り^(*)による方法と時価利回り^(*)による方法があるが、本来、時価利回りによるべきである。連合会の会計は、現在、法令上の定めから簿価^(*)主義がとられていることから、第一義的には実現利回りによらざるを得ないが、別に内部用に時価^(*)情報を管理し、時価利回りを把握することが必要である。なお、実現利回りは、恣意的な判断が行われる等問題が生じる懸念がなしとはしないので、積立金等の含み損益の状況等に十分留意していく必要がある。

5．運用コスト

積立金等の運用にあたっては、さまざまな管理運用上のコスト（運用コスト）が発生する。運用コストには、運用報酬^(*)やカストディコスト^(*)といった「目に見えるコスト」と「目に見えない（見えにくい）」売買コスト（手数料、スプレッド、マーケットインパクト^(*)等）等があるが、いずれも無視し得ないものであることから、連合会は、その圧縮に努める必要がある。

また、マスタートラスト方式^(*)は、資産全体の時価一元管理が可能になるとともに、売買コストの分析等が可能となり、運用コストの削減にも資することが期待される。連合会においては、その導入について早急に検討すべきである。

6．運用の自己責任原則

積立金等は、国共済年金加入者から払い込まれた保険料の集積であり、保険者である連合会が運用した結果は、将来の保険料の増減の形で国共済年金加入者に帰属する。

したがって、積立金等の運用にあたっては、連合会が自己責任を負うことはもちろんであるが、運用委託機関等積立金等の運用に関わるすべての者に対する受託者責任を徹底することが必要である。

ここで、これらの運用責任について考えたい。

資産運用においては、いかに適切にリスク管理を行っても、価格変動リスク等運用上のリスクを全く回避することはできないことから、運用利回りの実績が目標利回りを下回るという事態も生じ得る。

このような場合であっても、運用の基本方針の決定が適切に行われ、実際に適確に運用管理が行われているのであれば、運用結果に対する責任を問うことは適当でないが、その過程に重大な瑕疵がある場合には、厳しくその責任が追及されなければならないことはいうまでもない。

このように、運用関係者は資産運用のプロセスに責任を負うという欧米流の受託者責任^(*)の考え方がとられるべきである。

連合会としては、平成13年7月から運用専担部を新設したところであるが、今後とも管理運用体制を一層強化していくとともに、人材の育成による専門性の確保に努めることが求められる。

また、連合会の資産運用に関わる役職員は、この責任を重く認識し、必要な知識、技術の修得を行う等最善の努力を行わなければならない。

さらに、資産運用の各段階における意思決定の過程を事後的に確認できるように、文書等の記録に留め管理していくことが重要である。

7. 情報公開

前述のように、積立金等は、国共済年金加入者から払い込まれた保険料の集積であり、保険者である連合会が運用した結果は、将来の保険料の増減の形で国共済年金加入者の利害に影響するものである。このことからすれば、連合会は、運用の基本的方針や運用の結果等、積立金等の運用に関する情報について、時価情報も含め、関係者に対し、広く積極的に公開していくべきである。

このような観点からすれば、「積立金等の運用の基本方針」の公表はもとより、積立金等の運用結果についても毎年度公表されてしかるべきである。また、情報媒体についても、紙媒体によるのみでなく、インターネットを通じた情報公開を開始すべきである。

この場合、連合会は、運用の考え方や運用の状況について丁寧に、かつ、分かりやすく伝えることを工夫することに心がけ、もって関係者に一層の理解を得られるように努めていくことが必要である。

基本ポートフォリオ

1. 基本ポートフォリオの考え方

(1) 基本ポートフォリオの重要性

積立金等を安全かつ効率的に運用するためには、現代証券投資理論^(*)にしたがい、リターン・リスク等の特性の異なる複数の資産に分散投資することが必要である。分散投資にあたり、中長期にわたる資産構成割合を明示的に定めたものが基本ポートフォリオである。

現代証券投資理論の研究によれば、資産構成割合で資産運用上のリスクの90%以上が説明できるといわれており、基本ポートフォリオは、長期的な運用成果にもっとも影響を与えることになることから、基本ポートフォリオを適時、適切かつ適正に策定し、維持し又は見直すことは、連合会の最も重要な資産運用上の責務の一つである。

(2) 基本ポートフォリオの策定方法

基本ポートフォリオの策定にあたっては、資産ごとに期待リターン^(*)、リスク及び相関係数^(*)を求めたうえで、有効フロンティア^(*)を導出し、別途リスク許容度^(*)の観点を加味して、基本的資産構成割合を決定する、いわゆる平均・分散法^(*)（E・V法）を、その限界を認識しつつ採用することが望ましい。

また、基本ポートフォリオの策定へのアプローチ方法としては、資産サイドから見て効率的運用を企図する従来型のアプローチ（アセットサイドアプローチ）と、負債サイドも考えあわせるALMアプローチ^(*)があり、本来、資産負債の総合的リスク管理が可能となるALMアプローチが望ましいものであるが、段階保険料方式をとっている連合会の場合、とりあえずアセットサイドアプローチによることとしてもやむを得ないと考える。

ただし、今後の基本ポートフォリオの妥当性の検証等にあたっては、常に負債サイドも意識していくことが必要であることはいうまでもない。

(3) 投資期間

基本ポートフォリオの策定にあたって前提とする投資期間は、実務上5年程度とすることが一般的であること、また、5年ごとに年金財政の再計算が行われることから、5年程度とすることが適当である。ただし、毎年新しいデータに基づき、基

本ポートフォリオの妥当性を検証していくことが望まれる。

また、その間においても、年金財政や経済等の前提条件に著しい変化があったような場合は、いつでも基本ポートフォリオを変更する必要がある。

ここで、いわゆるリスクの時間分散効果^(*)について検討する。

リスクの時間分散効果理論は、経年によりショートフォール確率^(*)が低下することから、リスク（標準偏差）が軽減していくという考え方であり、これにしたがえば、投資期間を20～30年と超長期間で設定すれば、よりリスクをとり得る運用が可能になるという結論が導かれることになる。

経年によりショートフォール確率が低下していくのは統計学上の事実であるが、下方変動の金額（損失額）は拡大していくものであり、損失額ベースで見れば、リスクの時間分散効果理論は、見せかけのものといわざるを得ない。

委員会としては、リスクの時間分散効果理論は、採用しないことが妥当であると考ええる。

2. 期待リターン等前提計数の算定方法

(1) 期待リターン

期待リターンの算定については、算定の容易性もあり、シナリオ方式^(*)やビルディングブロック方式^(*)によることが一般的である。

(2) リスク、相関係数

リスク・相関係数については、ヒストリカルデータ^(*)から算定するのが一般的である。データの期間としては、あまり長期であると経済構造が変化していることもあり得ること、また、あまり短期であると価格変動が偏る恐れがあること等を勘案し、10年程度が妥当であると考ええる。

(3) リスク許容度

連合会のリスク許容度は、財政状況等から考えて相当低い状態にある。基本ポートフォリオの策定に当たっては、この点を認識し、安全性に十分配慮する必要がある。

リスク許容度を直接導くことも可能であるが、実務上は、ショートフォール確率

やゼロリターン確率^(*)の検討を行うことにより間接的に算定することも一般的に行われている。

この場合、確率に併せてリスク金額を明示した上で、リターン・リスクの組み合わせのうちもっとも好ましいと判断されるものを選択することが望ましい。

3．時価管理の必要性

基本ポートフォリオを策定する場合、資産の価値は時価で計る必要がある。資産価値の変動に伴って行う、基本ポートフォリオのリバランス^(*)の場合も同様である。また、運用成果も本来、時価利回りによることが望ましい。

このように、現代証券投資理論によって資産の管理運用を行う場合、一般的には、時価会計を前提とすることが当然のこととされている。

これに対して、連合会の会計は、現在、法令上の定めから簿価主義がとられており、その制約の中で資産の管理運用を適切に行っていかなければならないこととなるが、そのためには、別に内部用に時価情報を管理していくことが必要である。

4．資産区分の考え方

リスクに見合ったリターンが期待でき、流動性に問題ないと考えられる資産にあって時価情報等その特性に関する情報が十分に開示されているものについては、その種類、発行者の国籍及び通貨建ての種類を問わず投資対象となり得ると考えられる。

基本ポートフォリオに関しての資産区分は、リスク・リターン特性の共通性を考えた区分が必要であるが、具体的にどう区分するかは、投資の重要なノウハウであり、より適切な資産区分があるか否かについて常に留意することが必要である。

委員会では、連合会の運用資産に対して基本ポートフォリオ策定における資産区分は、次のとおりとすることが妥当であると考えます。

(1) 伝統的資産区分

いわゆる伝統的な資産については、内外債券・内外株式及び短期資産の5区分とすることが妥当である。

国内資産

積立金等の運用においては、通貨、運用コスト及び流動性等の観点から、自国通貨建ての国内資産による運用がその根幹をなすことが自然である。

イ) 国内債券

債券は、一般的に確定利付きであり、元本の確実さからすれば、安全確実な運用の対象として重要である。特に、国内債券は、年金給付に必要な自国通貨での現金収入をもたらすこと、また、市場の規模が大きく流動性も高いことを考えれば、積立金等の運用にあたって中心となる資産といえる。

ロ) 国内株式

株式は、経済の成長と大きな関わりがある。長期的・平均的に見れば、株式の収益率は、債券の収益率を上回るものであり（ただし、直近10年間の我が国の場合は、逆転している。）インフレヘッジ^(*)機能もあることから、高いリターンを目指す運用対象として重要である。

国内株式は、現在こそデフレ経済下にあつて不冴えであるが、自国通貨建てであること、市場規模が大きく流動性が高いことから、長期的に考えればリターン獲得のための中心的な資産といえる。

外国資産

一般的に、外国資産は、国内資産との相関関係が稀薄であるので、分散効果が大きく、基本ポートフォリオへの組み入れは不可欠である。

ただし、外国資産には、通貨リスク、政治的リスク等固有のリスクがあるうえ、管理コストも大きいことから、単にリスク・リターン特性の観点からのみ最適配分を決定することは回避すべきである。

イ) 外国債券

内外金利差の裁定が働けば、外国債券の投資収益率は最終的には国内債券と同等になる。短期的にも為替ヘッジ^(*)を行えば、国内債券と同程度の確定金利となる。

このことから、国内債券と同一の区分にするという考え方もあるが、各国の金利動向はそれぞれ異なっており、全体として分散効果が期待できることから独立した資産区分とすることが妥当である。

ロ) 外国株式

外国株式は、長期的にはリスクに見合ったリターンが期待できるうえ、各国の経済変動・経済環境は区々であることから、分散効果は大きいものがあり、

独立した資産区分とすべきである。

短期資産

積立金等については、極力フルインベストメント^(*)に努めるべきであるが、各種市場に投入するまでに時間がかかること、年金給付に要するキャッシュを準備する必要があること等から、一定量の短期資産を保有する必要がある。このことから、短期資産を独立させた資産区分とすることが一般的である。

(2) 連合会独自の資産の区分

連合会独自の資産としては、預託金^(*)、貸付金及び不動産がある。これらは、リスク・リターン特性が伝統的資産と異なることから、その資産区分について検討する。

預託金

連合会は、法令上、積立金の34%について財政融資資金へ預託することが義務づけられているほか、任意の預託も可能となっている。

預託金は、金利は国債と連動しており、国債と同様の資産といえるものの、実質的に途中換金が制約されている点で国債と異にしている。(任意預託金を途中換金した場合、金利がほとんどゼロになり、それまで受け取った利息を返還する必要がある。(財政融資資金法施行令第1条))

基本ポートフォリオ策定における預託金の資産区分は、次のとおり、いくつかの考え方がある。

イ) 義務預託金を独立区分とする。

義務預託金が法定の運用規制であることを重視し、義務預託金を独立区分とする方法である。預託義務の有無により独立区分するのであれば、任意預託金は別に区分する必要があるが、リスク・リターン特性に応じた資産区分を行う観点からは、義務預託金と任意預託金を別区分する合理性に欠ける。

なお、預託金をすべて独立区分する方法もあるが、任意預託金は、他の資産への振替えが自由であり、実質的に国債運用の代替資産であることを考慮すれば、預託金を独立に区分しないことが妥当と考えられる。

ロ) 貸付金及び不動産と同様の資産区分とする。

義務預託金は、貸付金や不動産とともに他律的に優先配分をせざるを得ない点で共通性があるとして貸付金及び不動産とあわせて別に区分する方法である。

運用に際し、連合会の自主性が乏しい面は共通であるが、それらのリスク・リターン特性が全く異なること、また、その場合、任意預託金をさらに別途区分する必要があることを考えれば採用しづらいといえる。

ハ) 国債とみなして国内債券区分とする。

リスク・リターン特性は、長期保有国債と考えることが妥当であること、また、任意預託金は、満期償還の際、他の資産へ自由に振り替えが可能であり、実質的に国債の代替資産であることを考えて、国内債券と同一の資産区分とするものである。

委員会では、検討の結果、預託金は、長期保有債券と考えることがもっとも妥当であるとして、「国債とみなして国内債券区分とする。」ことを採用したい。

なお、委員会では、資産運用の観点から、連合会に対する預託義務の存在に疑問なしとしないところであるが、後述のこととする。

貸付金

貸付金は、主に組合員の住宅融資に転貸される単位組合向けの組合貸付金と福祉経理向けの福祉事業貸付金の二種類がある。

貸付金利は、基準金利（現行4.0%）が定められているが、現在では、低金利局面下にあつて、財務大臣によって別に定められている固定金利によつて（住宅融資見合の組合貸付金：2.7%、福祉事業貸付金：3.0%）

また、貸付期間は、資金用途により異なるが概して20～60年の超長期間となつてゐることから、貸付金は、一般に超長期固定金利制^(*)であるといえる。

基本ポートフォリオ策定における貸付金の資産区分については、次のとおりいくつかが考えられる。

イ) 国内債券と同一区分とする。

貸付金が超長期のデュレーション^(*)（金利の現在価値も含めた平均残存期間）を持つことから、国内債券と同一区分とし、総合的なデュレーション管理を行おうとする考え方である。確定利付き資産の金利変動リスク管理には有効であるが、貸付金と国内債券のリスク・リターン特性は全く異なることから、採用するには難がある。

ロ) 預託金等とともに固定収入資産とする。

当面固定収入が期待でき、金利変動が少ない資産を固定収入資産として同一区分とする考え方である。

具体的には、預託金、不動産の他に自家保有債券を長期保有債券と見なして同一区分とできるのではないかとする考え方もあった。

これに対しては、前述のとおり、預託金は、国内債券区分とすることが妥当であること、また、自家保有債券について時価評価を行わない合理的な理由がないことから、妥当ではないとの結論となった。

ハ) 独立区分とする。

貸付金は、超長期固定金利制をとっていることから、リスク・リターン特性は他の資産と異なっていること、また、貸付金はもともと還元融資であり福祉目的であることから、他の資産と区別する必要があることを勘案し、独立した資産区分とするものである。

委員会としては、後述のように、資産運用の観点から、貸付金は、その特殊性の故に将来縮小してしかるべきものと考えているが、当面の基本ポートフォリオにおける資産区分は、「独立区分とする。」ことが妥当であると考えている。

不動産

不動産は、連合会の旧令医療経理に対する病院建物と国に対する特別借受宿舎^(*)である。いずれも福祉目的による不動産投資であるが、実質的には貸付金の代替手段となっており、資金の回収においては、超長期固定金利制と同様の扱いとなっている。資産の性格からすれば、上記の貸付金と同様に考えることが妥当であり、独立区分とすることが適切であると考えている。

5. 基本ポートフォリオと乖離許容幅

(1) 基本ポートフォリオ策定の前提

基本ポートフォリオ策定にあたって、次のとおり前提をおいた。

投資期間 : 今後の5年間程度を想定する。

目標収益率 : 2.5%程度とする。

〔（注）目標収益率は、今後5年間における実質予定運用利率（1.5%）と名目賃金上昇率見込み（0.5%）に0.5%程度を加えたものとした。〕

資産別の期待リターン等 : 別添付属資料1のとおり（「基本ポートフォリオの策定について」2ページ）

制約条件 : 預託金（義務預託）（34.0%）、短期資産（3.0%）、不動産（4.0%）、貸付金（14.5%）については、実状等を考慮し、括弧内の資産割合で固定化した。

リスク拒否度 : 0.5程度を目安とする。

〔（注）リスク拒否度0.5は、（正規分布を前提とすれば）期待リターンを4.0%とした場合、ゼロフォール確率が2.3%（標準偏差：2.0%）となり、期待リターンを2.5%とした場合、ゼロフォール確率が5.7%（標準偏差：1.6%）となる水準である。〕

（2）基本ポートフォリオと乖離許容幅

上記の考え方にしたがって、もっとも望ましい基本ポートフォリオを策定すると次のとおりとなる。

ポートフォリオ特性

目標収益率	標準偏差	リスク拒否度
2.48%	1.61%	0.48

資産配分割合

（単位：%）

国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産	不動産	貸付金	合計
70.5	4.0	0.0	4.0	3.0	4.0	14.5	100.0

（注1）国内債券には、預託金を含む。

（注2）外貨エクスポージャー^(*)は、2.0%（外貨建て資産の半分）の想定である。

基本ポートフォリオは、時価構成比を定めたものである。ある時点で、基本ポートフォリオにしたがって資産配分を行ったとしても、その後の市場の変動により時価構成割合は変化するものであり、基本ポートフォリオの資産配分割合と乖離してしまうことが起こり得る。

このような場合、リバランスを行うことになるが、そのための取引コストを考え

れば、常にリバランスを行うことは効率性に問題が生じる。基本ポートフォリオの資産構成割合は、当該基本ポートフォリオの適用期間中維持されるべきであることは当然であるが、一時的・短期的に一定範囲の乖離を認める方が効率的な運用結果をもたらすものと考えられる。

そこで、各資産ごとに収益率の変動の大きさ、資産配分割合等総合的に勘案し、次のとおり、乖離許容幅を設定することが適当である。

資産別乖離許容幅と変動幅

(単位：%)

		国内 債券	国内 株式	外国 債券	外国 株式	短期 資産	不動産	貸付金
許容乖離幅		± 6 . 0	± 2 . 5	+ 1 . 5	± 2 . 5	± 3 . 0	± 0 . 5	± 1 . 5
許容 変動 幅	最大	7 6 . 5	6 . 5	1 . 5	6 . 5	6 . 0	4 . 5	1 6 . 0
	中心	7 0 . 5	4 . 0	0 . 0	4 . 0	3 . 0	4 . 0	1 4 . 5
	最小	6 4 . 5	1 . 5	0 . 0	1 . 5	0 . 0	3 . 5	1 3 . 0

(3) 短期ポートフォリオ

実際の運用にあたっては、投資環境見通しを考慮して短期的に基本ポートフォリオとは異なる資産構成を持つことが望ましいことが生じ得る。この場合、許容変動幅の範囲内で資産構成を定めることができるものとするが、その決定にあたっては適切な手続を経るとともに、責任の所在を明確にする必要がある。

6 . 基本ポートフォリオの見直し

基本ポートフォリオは、年金財政及び経済の見通し等、現状で考え得る将来の姿を想定して策定するものである。

したがって、想定外の事態が生じた場合は、基本ポートフォリオの見直しを行うべきである。また、基本ポートフォリオは、毎年その妥当性を検証するとともに、策定時に前提とした投資期間が経過する場合は、必ず見直しを行うべきである。

基本ポートフォリオの検証又は見直しの結果、必要がある場合には、基本ポートフォリオを変更する必要がある。

自家運用と委託運用

1. 自家運用^(*)

(1) 自家運用の意義

自家運用は、委託運用に比べ、専門性が求められる反面、運用報酬等の運用コストを節減できるほか、実務ノウハウが蓄積できる等のメリットがあり、連合会が引き続き自家運用を行うことは妥当であると考えます。

基本ポートフォリオに関しては、自家運用は、国内債券のパッシブ運用^(*)の中心として位置づけられると考えられ、資産のリバランスの際、調整ファンドとして機能することが期待される。なお、現状、年金給付のための短期資産の運用ファンドとしても機能している。

(2) 自家運用の範囲

連合会における自家運用は、広義には、預託金、貸付金及び不動産までを含む概念であるが、狭義には、任意預託金と債券を中心とする金融資産への自主的な運用部分を指す。ここでは、狭義の概念で考える。

自家運用は、連合会発足時から認められていたものであり、債券中心の運用が行われてきたが、平成7年度から任意預託が認められたことから、その後は、債券と預託金の両にらみの運用が行われてきている。

自家運用対象の債券は、元本が円建てのものに限られ、安全度の高いものとなっている。

(3) 自家運用にあたっての留意事項

運用リスクの管理

自家運用の目的は、積立金等の安全かつ効率的な運用であるが、運用上のリスクは、一定の流動性リスク及び期間リスクを中心とするものとし、大きな信用リスクをとることは回避すべきである。

イ) 信用リスクの管理

信用リスクを管理する観点から、債券の取得は、格付け^(*)基準(原則A格以上)によることが望ましく、取得後格付けが低下した場合は、発行体の動向に留意しつつ適宜売却することを検討すべきである。

ロ) 流動性リスクの管理

流動性リスクが大きくなるように、集中投資の制約を設けるべきである。同一発行体への投資は、債券全体の10%、格付け低下債券への投資は、同じく5%、仕組債（元本リスクのあるものは対象とすべきでない。）は、同じく10%といった制約が有効である。

ハ) 期間リスクの管理

期間リスクをとることは、金利上昇リスクをとることと同義である。債券については、デュレーション管理を行い、意図せざるリスクをとらないようにすべきである。

また、預託金を持ち切り債券と見做して債券とあわせて管理することも有効であると考ええる。

ニ) デリバティブの制限

デリバティブ^(*)（金融派生商品）については、国債先物について認められているところであるが、リスク低減効果とコストを比較考量しつつ、売りヘッジ^(*)目的のみに利用すべきである。

運用の評価

自家運用の評価は、委託運用の場合と同様の方法により行うことが望ましい。即ち、適切なベンチマーク^(*)を定め、そのベンチマークの市場平均収益率と自家運用の結果（時価利回り）を厳格に比較し、その差異についての要因分析を行い、次の運用に反映させるという方法をとるべきであると考ええる。

管理運用体制の充実

積立金等の運用における自己責任原則を全うするためには、管理運用体制の強化と専門性の確保が求められる。

自家運用における管理運用体制については、コンプライアンス^(*)（法令遵守）の要請があることから、運用執行部門、運用管理部門及び事務部門の役割分担の明確化、相互牽制機能の強化が重要である。

また、自家運用を行うにあたっては、民間の受託機関に匹敵する専門性が求められる。人材を育成し、専門性の確保に努めることが必要である。

2. 委託運用^(*)

(1) 委託運用の意義

委託運用は、民間運用機関の運用技術、情報、ノウハウといった高度な専門性を活用するために、外部の運用機関にリスク資産を中心に運用の委託を行うものであり、より大きなリターンの獲得を目指す運用形態である。

現状、連合会の委託運用は、ほとんどがバランス型^(*)のアクティブ運用^(*)となっているが、特化型運用^(*)やパッシブ運用^(*)を適切に組み合わせることにより、コストの削減、超過リターン^(*)の獲得を図ることができる可能性もある。このマネージャーストラクチャー^(*)については、早急に検討すべき課題であると考えられる。

(2) 委託運用資産の範囲

連合会が運用委託機関に対して運用組入対象として指示する資産は、リスクに見合ったリターンが期待でき、流動性に問題ないと考えられる資産であって、時価情報等その特性に関する情報が十分に開示されているものであれば、その種類、発行者の国籍及び通貨建ての種類を問わず対象とすることは、可能である。

しかし、実際には、自家運用とのすみわけを考え、運用委託機関に対しては、株式や外貨建て資産といったリスク資産を中心に、当該機関の運用スタイル等の特色に応じて個別に資産の範囲を特定して運用を委託することが一般的である。

近時、運用利回りの低下を余儀なくされる中、オルタナティブ投資^(*)は、ハイリスク・ハイリターンの投資として注目されている。しかし、リスク・リターン特性、流動性等見極めがつかないものが多く、一般的に投資対象とするには、時機尚早であると考えられる。

今後、オルタナティブ投資を対象とする場合は、時価検証できることを条件に残高制限（現行の委託運用残高の1%程度）を設けて制限的に投資することとすべきであろう。

(3) 委託運用にあたっての留意事項

運用リスクの管理

連合会は、運用委託機関に対して、運用ガイドライン^(*)とベンチマークを示し、基本ポートフォリオ全体の目標と整合性をもった期待収益率を確保させるように管理する必要がある。

イ) 運用スタイルの明確化

運用委託機関への運用委託は、それぞれの運用スタイル^(*)等の特色を考慮して、資産配分しているものであり、運用委託機関が運用スタイル等を変更することは、運用上のリスクとなる。運用スタイル等については、文書により明確化させるとともに、変更する場合は、事前に十分な協議を行うよう求める必要がある。

ロ) 信用リスクの管理

運用委託機関による債券の取得について、格付け基準を設けることは有効である。

ハ) 流動性リスクの管理

運用委託機関に対して、業種、銘柄等についての分散投資を徹底し、集中投資の制約を設けることは有効である。

二) デリバティブの制限

デリバティブ^(*)(金融派生商品)は、資産の価格変動リスクのヘッジ、為替変動リスクのヘッジ等に有効であることから利用を制限する必要はないが、投機目的とならないように売りヘッジ^(*)目的であることを徹底すべきである。また、その利用状況については、定期的に確認することが望ましい。

運用委託機関自体の信用リスク管理

近時運用委託機関同士の吸収・合併等の動きが頻発しており、運用体制の変更や人材の流出等運用上のリスクが生じる懸念がある。

また、運用委託機関自体の格付けが低下することによって、資産管理面に問題が生じる懸念もある。

運用委託機関の信用状況には、常時留意し、場合によっては、委託先の変更等対応する必要がある。

なお、運用委託機関の採用を格付けによって制限することも検討されてしかるべきである。

受託者責任の明確化

運用委託機関が積立金等の管理・運用を受託するにあたっては、連合会に対して受託者責任を負うものと考えられる。

受託者は、法令、契約等を遵守することは当然のことであるが、さらに慎重な

専門家の注意をもって、専ら連合会の利益に対してのみ忠実に最善の努力を果たす義務を負っていると考えられる。この注意義務と忠実義務が受託者責任といわれるものであり、契約書等で明確にすべきである。

議決権行使^(*)の考え方

株主の議決権を行使することは、株主としての当然の権利であるが、公的年金保険者である連合会が直接議決権を行使することは、果たして妥当なのか否か、まだ明確に結論がでていない状況であり、今後検討していく必要がある。

現状では、議決権の行使については、運用委託機関の判断に委ねざるを得ないことから、運用委託機関に対して、運用委託資産を構成する株式にかかる議決権については、連合会が特段の指図をしない限り、専ら連合会の経済的利益の増大を図る目的で行使するよう求めることが妥当であると考えられる。

また、運用委託機関に対して議決権行使に関する方針や行使状況について報告を求めるべきである。

最良執行義務^(*)

売買執行に伴う取引コストについては、総コストが連合会にとって最も有利となるように、証券会社の選定や取引手法の選択等を行うことを運用委託機関に対して求めるべきである。

報告義務

運用委託機関に対して、運用結果等管理運用状況について定期又は不定期に連合会あて報告義務を負わせることは当然のことであるが、法令に違反した場合及び契約書並びにガイドラインに定める運用上の遵守事項を逸脱した場合は、特に書面にて報告義務を課すべきである。なお、これらの場合は、資金の回収及び解約も含め適切な対応をとるべきであることはいうまでもない。

運用委託機関の評価

運用委託機関の評価は、定量的評価^(*)に定性的評価^(*)を加味した総合的評価を行うべきである。この場合、評価基準を明確化することが望ましい。

また、運用委託機関の新規採用、資金配分及び解約に関するルールを予め明確にすることが望ましい。

定量評価は、適切なベンチマークを示し、そのベンチマークの市場平均収益率と委託運用の結果（時価利回り）を比較するものである。運用委託機関の実績が複数年にわたりベンチマークに劣後している場合は、その原因の究明を指示すべきであり、なお、改善が図られない場合は、資金の回収及び解約も含め適切な対応をとるべきである。

定性的評価は、運用委託機関の潜在的な能力を評価しようとするものであり、具体的には、運用哲学、運用体制、運用プロセス、調査能力、プレゼンテーション能力等について評価を行うものである。

連合会独自の資産に対する考え方

委員会では、運用の基本方針の検討を行っていく過程で、次のとおり、預託金、貸付金等の連合会独自の資産について、資産運用の観点から問題があるのではないかと指摘がなされた。

いずれも短期間で解決する問題ではなく、関係者の理解を得ながら対応していく必要があるが、資産運用への影響が大きく、場合によっては年金制度一元化に支障を来す恐れもあることから、連合会においては、今後、しかるべく対応していくように希望する。

1．預託金

連合会は、法令上、長期給付積立金の34%について財政融資資金へ預託することが義務づけられている。

預託金は、国に対する預託であり信用力は高いこと、その金利は国債金利に連動することから、国債と同様の資産であると考えられる。

しかし、預託金は、実質的に途中換金ができない（途中換金した場合、金利がほとんどゼロとなり、それまで受け取った利息を返還する必要がある。）ことに対し、付与されるべき流動性プレミアム^(*)（流動性を犠牲にする対価としての上乗せ金利）が平成13年4月以降なくなった点からすれば、商品性としては、国債に劣後するものであるといわざるを得ない。

こう考えると、年金資産の効率的運用の観点からは、連合会が平成13年度以降もなお、預託義務を課されていることには疑問なしとしない。

もっとも、預託金は、マーケットインパクトなしに、多額の資産運用が可能であるという利点があり、金利等の局面によっては選択する余地もあろう。しかし、その場合は、連合会の意思による預託、即ち任意預託を行うこととすれば十分であると考えられる。

さらに次の諸点を考え合わせれば、今後、連合会が預託義務を負い続けることは、妥当とは考えられないのではないか。

財政融資資金への預託義務は、そもそも厚生年金との均衡上設けられた制度であり、財投改革により、平成13年4月から厚生年金の義務預託が全廃された以上、連合会に預託義務が継続されていることは、合理的とはいえない。

連合会の国共済年金にかかる資産運用は、平成13年4月から運用規制が緩和・

撤廃され、自己責任原則がとられたところであるが、預託義務が継続されていることは、大きな運用規制がなお、残っていることにならないか。そのバランスからすれば、連合会の自己運用責任は、義務預託金を除外して考えることが必要となるのではないか。

義務預託を廃止するとしても、任意預託を存続することによって、財政融資資金における預託金が急減するなどの不都合を回避できるのではないか。

総じて、連合会としては、財政融資資金への預託義務の廃止（ないしは段階的縮小）を求めていくことが望ましいと考えられる。

2．貸付金

(1) 貸付金の意義

貸付金の意義は、主に組合員の住宅融資に転貸されている単位組合向けの組合貸付金と、主に連合会福祉経理向けに行われている福祉事業貸付金に分けて考えることが妥当である。

組合貸付金

組合貸付金は、連合会発足時以来、いわゆる還元融資^(*)として、長く金融逼迫の時期に低金利の住宅資金等を供給してきたものである。現在でも組合貸付金に対しては、なお一定の借入需要が継続しているものの、近時、市中金利の低下に伴い市中銀行等に住宅資金を求める動きも見られ、過去に比べればその重要度は低下してきていると考えられる。

一方、年金成熟度が高まりを見せつつあり、年金給付を保険料だけでは賄いきれなくなってきている国共済年金の現状を考えれば、年金資産の運用者として連合会は、最も有利な運用を行うことがその使命となってきたことはいうまでもない。

年金資産の運用者としての立場からの視点のみで考えれば、いまだに還元融資的な発想から、年金資産を原資とした組合貸付金を継続することが妥当なものであるかどうかについては、疑問なしとはしない。

組合貸付金の意義を改めて検討すべき時期が訪れているのかも知れない。

福祉事業貸付金

連合会福祉事業においては、連合会発足時以来、永年にわたり、その福祉施設の拡充を行ってきたが、当然のこととして福祉事業貸付金により資金調達を行ってきた。

福祉事業においては、事実上、外部からの資金調達が制限されていることもあるが（法律上、借入れは原則禁止、大臣承認で例外措置）組合員の生活の向上を目指す「福祉充実」の旗印のもと、年金資金が活用されてきたものである。

しかし、最近では、組合員の生活が向上してきた中、民間施設が充実されてきたことにつれて、連合会の福祉事業のあり方そのものに疑問が寄せられ始め、今般の特殊法人等改革^(*)においても、「組合員のニーズ若しくは事業の意義が低下し、又は著しい不採算に陥っている医療施設・宿泊施設については、整理する。」とされているところである。

福祉事業は、独立採算による経営を確たるものとする方向が望まれており、一方、年金積立金については、運用の本来のあり方が問われるようになってきたものと考えられる。

したがって、福祉事業の資金調達についても、これまでの年金資金による福祉事業貸付金のみの方から脱し、外部を含む、年金資産と異なる財源からの自己調達を模索していく時代になったと認識することが妥当なのではなからうか。

ここへきて、もはや福祉事業貸付金の使命は、終わりを迎えつつあるのかも知れない。

（２）貸付金の問題点

貸付金の問題点は、連合会の意思と関係なく他律的に優先配分せざるを得ないこと、超長期固定金利制特有の金利変動リスクを負っていること及び福祉事業の経営悪化により年金毀損問題が生じていることである。

他律的な優先配分資産

年金資産については、連合会の自己責任原則のもと安全かつ効率的な運用が求められている。連合会は、定められた基本ポートフォリオにしたがい資産の管理運用を行うこととなるが、この場合、全資産について連合会が自主的に量的なコントロールを実行できることが本来の姿である。

これに対して、預託金、貸付金及び不動産については、現在、連合会の自主的なコントロール下にはないと考えられる。

貸付金と不動産については、連合会は、各共済組合等が予算措置を講じたも

のを優先配分している。これは、これまでの還元融資の流れを受けて貸付金等を重視していることによるものであるが、他律的に決定される優先配分資産があるわけであり、資産運用の観点からは、好ましいものではないと考えられる。

金利変動リスク

貸付金は、20年～60年に及ぶ超長期間の貸付けであり、現行金利は、2.7%又は3.0%と基準金利（4.0%）を下回る水準での固定金利制をとっている。これほどの超長期間にわたり、基準金利を下回る金利で固定化されると、金利が上昇した場合のリスクがかなり大きなものになる。資産運用の観点からは、金利変動リスクの回避又は軽減が強く望まれるところである。

金利変動リスクの回避策としては、次のような方策が考えられる。法令改正を必要とする場合もあり、実現性に難易があると思われるが、ここで簡単に検討する。

イ) 貸付金残高の圧縮

今後、超長期固定金利制の貸付けを制限することで貸付金残高の圧縮を図るものである。この場合、組合員等の資金需要をどこで吸収すべきか（市中借入れへの誘導か、他の福祉経理の財源利用か）が問題となるが、対応としては、最初に検討すべき方策であろう。

ロ) 貸付資産の流動化（証券化）

貸付金残高の圧縮ができない場合、連合会の貸付資産の証券化による資産圧縮の方策が考えられる。証券化する場合、債券による方法と信託受益権による方法があり、いずれも証券化のコストがかかるが、既往の貸付資産を圧縮するには有効な方法である。

ハ) 市中借入れの実施

単位組合及び福祉経理が、事業資金の財源を年金財源ではなく、市中金融機関に求めるものである。現在のような超低金利局面において低金利のメリットを享受することが可能となり、年金財源による貸付金の残高圧縮につながる。担保問題等実務上は問題が多いが、福祉事業の独立採算の観点からは、いずれは、採用すべき方策であろうと思われる。

なお、既往の貸付資産の見合いとして連合会が市中借入れを行えば、ロ)の貸付資産の証券化と同等の効果があるものと考えられる。

二) 変動金利制^(*)の導入

超長期固定金利制に問題が起こり得ることから、貸付条件を変更して、例えば市中金利に連動する変動金利制を導入するものである。当面の受取利息が減少することに難はあるが、金利変動リスクの回避には有効な方策である。

具体的には、上記の方策をいくつか組み合わせて実施していく必要があるものと考えられるが、変動金利制の導入は、もっとも現実的であり、その効果も大きいものがある。

金利変動リスク回避策は、現在のように超低金利局面においてこそ、実行することが効果的であることから、個々の方策について、コストや実行可能性等早急に検討し、実現していく必要があると考える。

年金毀損問題

現在、連合会の宿泊事業に問題が生じており、また、医療事業に問題が生じそうな気配がある。

宿泊事業は、宿泊宴会需要の減退に見舞われ、赤字が継続する一方、借入金の返済負担が重くのしかかっている。現在、鋭意経営再建に取り組んでいるところであり、業績は上向いてきているが、まだ予断の許されない状況にある。

また、医療事業は、特殊法人等改革の流れの中で、医療補助金が削減される方向にあるが、万一急ピッチに削減された場合、今後経営が悪化していく懸念がある。

いずれも多額の福祉事業貸付けを行っている先であることから、経営改善や経営再建が適切に行われなかった場合、貸付金の回収が困難となり、年金毀損問題が発生する恐れがある。

このような場合、着実な経営改善や経営再建に向けて、民間における経営支援の方法も参酌し、年金毀損を回避するための最大級の努力を行うべきである。

一般的にいえば、元本回収を最優先とすべきであり、状況によっては金利の減免を行うことで、経営改善や経営再建をうながし、もって確実に元本回収を図ることも検討されてしかるべきである。

ただし、金利減免を行う場合、金利減免して事業継続をうながすことが、他の方策に比して、年金資産運用の観点からもっとも有利であるとの貸手側の確たる判断がなされることが必要であり、国共済年金加入者の理解を得られるだけの連合会の努力が求められることはいうまでもない。

なお、資産運用の観点からは、資産の時価評価を行うにあたっては、保守的に貸倒引当金を計上することを検討すべきではなからうか。

(補論)年金制度の一元化問題

年金制度が一元化される場合、貸付金等の原資をどの財源に求めるかが問題となる。

これまでの、年金制度一元化にあたっては、貸付金の原資は、統合されない積立金、即ち職域部分見合の積立金で賄われるものとされているケースが一般的である。

連合会の場合、これまで特に議論されているわけではないが、職域部分に相当する積立金は、おおよそ積立金全体の10～16%程度と推定される。それに対して、貸付金と不動産の合計額は、全資産の19.4%(平成12年度末)に達しているのが実状である。

貸付金や不動産については、金利の上昇リスクの他に、そもそもの問題として財源問題が存在しているわけであり、この観点からは、将来、貸付金や不動産の残高を大幅に縮小するように迫られる事態が生じるのではないかと考えられる。

(3) 貸付金の対応方向

年金資産を原資とする貸付金は、連合会発足時以来、福祉目的の還元融資として組合員の生活向上に大いに役立ってきたものであり、現在でも一定の役回りを期待されているものと思われる。しかし、一時期に比べればその意義は薄れてきており、また、市中金融機関による機能補完が可能となってきた状況を鑑みれば、資産運用の観点から改めてその意義を検討すべき時期が到来していると考えられる。

その際、国共済年金の成熟度は年々高まりを見せており、その年金財政はますます逼迫の度合いを深めていることを勘案すれば、組合員の利益のためには、年金資産の最有利運用を第一義的に考えるべきであり、その観点から貸付金の意義をとらえ直すべきである。

貸付金は、その性質上、規制金利による超長期固定金利制がとられており、現状のままでは、今後長期間にわたり有利運用ができるとは考えにくく、資産運用の観点からは、貸付金は、運用資産として好ましいものとはいえなくなっているのが実状である。

年金資産の運用者としての立場からの視点で考えれば、貸付金は、中長期的にみて漸次縮小・廃止する方向とすることが望ましいものといえる。

また、現行の貸付金については、超長期間にわたり基準金利を下回る金利で固定化されるため、将来の金利上昇リスクがかなり大きくなっている。したがって、そ

の回避策を早急に講じることが強く望まれるところである。さらに、年金制度一元化の観点からは、今後、貸付金残高の圧縮を図っていかざるを得ないような事態が生じるのではないかと考えられる。

なお、現行の貸付金制度を漸次縮小・廃止の方向とするためには、組合員や福祉事業にとって不都合が生じないように、年金資産とは異なる財源からの調達が可能となるような新しい制度が必要となることはいうまでもないが、それに向けての制度的な手当てが早急に検討されることが望ましい。

3. 不動産

不動産は、連合会の旧令医療経理に対する病院建物と国に対する特別借受宿舎に区分して考えることが妥当である。

(1) 旧令病院建物

法令の規定上、旧令医療経理に対して福祉事業貸付けが認められていないことから、代替の方法として不動産の割賦販売の形式をとっているものであり、実質的には、福祉事業向け貸付けと変わるところはない。

したがって、考え方は、貸付金と同様である。

(2) 特別借受宿舎

国家公務員の宿舎対策の一環として、連合会が建設した公務員宿舎を超長期に国に賃貸しているものである。(6.5%、60年)

現行の金利水準からすれば、高利回り運用となっているが、超長期間の固定金利制であり、貸付金と同様、金利変動リスクを負っているものと認識すべきである。

現状、特別借受宿舎に対する新規需要はほとんどないことから、今後、残高は、漸減していくものと予想される。

特別借受宿舎の残高を連合会の意図で圧縮することは困難であることから、自然体で対応せざるを得ないと考える。

以上