

## 平成 30 年度第 7 回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】平成 30 年 12 月 17 日（金）13：30～16：30

【開催場所】勤労者退職金共済機構 19 階役員会議室

【出席者】村上委員長、徳島委員長代理、稲垣委員、小枝委員、中島委員

※資産運用委員会規程に基づき、議題 2 及び議題 3 において、委員長が機構の運用業務に関するコンサルタントの陪席を要請。

## 【議事要旨】

## 1. 議事要旨及び議事録の確認

(1) 平成 30 年度第 3 回資産運用委員会議事要旨、平成 30 年度第 4 回資産運用委員会議事要旨

平成 30 年度第 3 回及び第 4 回資産運用委員会議事要旨（案）について、委員による最終確認が行われ、了承された。

(2) 平成 30 年度第 5 回資産運用委員会議事録（案）

事務局より、平成 30 年度第 5 回資産運用委員会議事録（案）が提示され、1 月中旬を目処に、各資産運用委員から修正の要否を事務局に連絡することが了承された。

## 2. 各経理の定例検証について

各経理の基本ポートフォリオについて、毎年実施される定例検証の結果が報告された。審議の結果、中退共、清退共、林退共については、現在の基本ポートフォリオを継続すること、建退共については来年度の財政検証にあわせて基本ポートフォリオの見直しについて検討していくことが了承された。ただし、事務局において、基本ポートフォリオの検証について、目的の明確化・共有、分析手法の改善に向け論点整理を行うと共に、基本ポートフォリオ策定時の市況に関する想定の設定方法についても継続検討することとなった。

事務局による説明の概要は下記のとおり。

- ・毎年度実施する基本ポートフォリオ定例検証は、“安全で効率”な運用という基本方針に照らし、現在の基本ポートフォリオの見直しを行う必要があるかどうかを検証することを目的としている。
- ・検証は、運用の効率性と、累積剰余金とリスク（想定損失額）のバランスが、大きく悪化していないか、という観点から実施。
- ・前回委員会で委員方に検討を依頼した、期待収益率等の算定方法見直しの是非については、継続性の観点および現行方式に明確な問題が存在し、新方式ではそれを改善し得るという状況ではないことに鑑み、現行方式を継続することとした。
- ・経理毎の検証結果及び事務局判断は下記のとおり。

#### 【中退共】

・ヘッジ付き外債の期待収益率に低下が見られるものの、効率性、金融ショック耐性、短期的な想定損失額、累積剰余金の中期シミュレーション結果いずれについても問題ないと考えられることから、現在の基本ポートフォリオを変更する必要はない。

#### 【建退共】

・給付経理については、効率性について目立った低下は見られなかった。一方で、累積剰余金については、現在は潤沢といえる水準にあるものの、逆ザヤが発生している中、中期シミュレーション結果等で4～5年後に利益剰余金が枯渇する可能性が示されていることを踏まえると、基本ポートフォリオの見直しが必要な状況と考えられる。

・特別給付経理については、責任準備金に対する利益剰余金の比率が8割弱に達しており、利益剰余金の枯渇リスクが低いことから、基本ポートフォリオの見直しを行う差し迫った理由はない。ただし、この規模で単独運用することの効率性の問題等については中期的に考えていく必要がある。

#### 【清退共】

・給付経理については、効率性・安全性の観点から問題になることはなく、見直す必要はない。但し、在籍者等の実態調査や財政検証の結果等も踏まえた制度全体のあり方についての検討の中で、資産運用のあり方も取り上げる予定。

・特別給付経理については、資産規模が小さく全て国内債券の自家運用を実施しており、安全性の観点で問題がないことから、見直しの必要はない。

#### 【林退共】

・委託運用部分について中退共と合同で運用していることから、基本ポートフォリオは受動的に決定される部分が多いが、自家運用と委託運用の配分については、現在実施している加入者の実態調査の結果等を踏まえて検討を行う旨、中期計画で定めている。

#### <主な意見・質問>

(委員) 効率性の観点から、基本ポートフォリオ見直しの要否の判断は、見直しに要するコストと見直しによる改善の効果を比較考量して行うべき。

(委員) 基本ポートフォリオの検証とは、現行の基本ポートフォリオを維持できるかどうかを検証するものであり、定例検証は、基本ポートフォリオを変えないといけないほど大きな環境変化があるのかということを議論する場と認識することが必要。

(委員) 基本ポートフォリオの検証の定義や目的について明確化し、関係者間で認識を共有してから検証結果について議論するべき。また、検証手法としては、期待収益率や効率的フロンティアにおける課題など次回に向けて更なる検討が必要。

(委員) 今回、建退共（給付経理）について基本ポートフォリオの見直しが必要との

ことであるが、以前、高水準の累積剰余金を被共済者に還元するため、高めの予定運用利回りとしていると伺った。今回はそうした点も含めて見直すということか。

(事務局) 退職金の水準は政令で決まっており、今後厚生労働省において、関係者の意見を集約しつつ労働政策審議会での審議を通じて決めていくものと承知している。

(委員) どの程度時間がかかると考えているのか。

(事務局) 関係者間で議論をしていく過程だけで最低1年はかかるのではないかと。

(勤生課長) 事務局からの説明のとおり、平成31年度に予定されている財政検証の中で、予定運用利回りや退職金の水準等を総合的に検証していくことになる。これらについては、最終的には労政審で決定されるが、その過程で業界の団体の意見も十分に把握する必要がある。中身が難しくなればそれだけ調整に時間を要するため、所要時間については、現段階では何とも言えない。

(委員) 基本ポートフォリオの検証については、事務局において位置付け等に関する議論を整理し、委員会で合意がとれるよう文書化していただきたい。

(委員) 期待収益率を頑強なものとするために、基本ポートフォリオ策定時の市況に関する想定をより堅牢なものにする必要がある。事務局においては、次回の基本ポートフォリオ見直しに向けて、コンサルタントとともに詰めていただきたい。

### 3. マネジャー・ストラクチャー見直しに関する継続審議等について

事務局より、マネジャー・ストラクチャー見直しにおける国内株式運用委託先の募集について、選考プロセス、判定基準等の説明が行われた。審議の結果、国内株式運用委託先募集の実施及び選考プロセス等について、了承された。

注) 上記に関する審議内容については、その公表が実施中の選考に影響を与える可能性に配慮し、全ての資産クラスについての選考が終了した後、選考過程、選考結果の概要等と合せて、総括報告書の形で公表することを予定

### 4. 平成30年度スチュワードシップ活動状況の概要

事務局より、平成30年度におけるスチュワードシップ活動状況の概要に関する公表資料案について説明が行われた。審議の結果、一部修正を行った後、公表することで了承された。説明の概要は下記のとおり。

- ・ 今回が4回目の公表。従来は、内外株式運用委託先から報告を受けたスチュワードシップ活動の内容を要約したものであったが、今年度は、日本版コードの改訂を受けて、当機構自らのスチュワードシップ活動についての報告が中心になっている。

- ・ 公的機関である当機構のステュワードシップ活動は、運用委託機関とのエンゲージメントを通じて間接的に実施するものである。具体的には、平成 30 年度については、理事長と主要運用機関トップとの面談、運用担当部署によるステュワードシップ活動に関する報告会における意見交換を実施した。
- ・ 報告会では、取組方針や体制、利益相反管理の方法、議決権行使の体制と考え方、エンゲージメントの実施体制、パッシブ運用対象先に対するエンゲージメントや集団エンゲージメントの活用状況、E S G 投資への取組状況などを取り上げた。
- ・ ステュワードシップ活動については、問題・目的意識、実施体制、実施内容について、運用委託先間で、かなりの差異が認められた。
- ・ 当機構からは、公的機関の機関投資家として、フィデューシャリーデューティーに反しない限りにおいて積極的に取り組んでいきたい意向を表明すると共に、いわゆる E S G のうち S 要素について、人的資源の希少性が高まる中で、企業の中長期的な維持可能性を左右し得る要素として重視、注目しているということを説明した。
- ・ トップ面談と報告会は今後毎年実施する予定。

#### <主な意見・質問>

- (委員) E S G 投資の S の部分についてはまだ議論の段階と考えているが、エンゲージメントの具体的な事例においても S に着目した事例はないものなのか。
- (事務局) エンゲージメントにおける話題の中心は R O E であり、E S G に関する対話はまだ限定的。さらにその大部分は G に関するもので、E と S の事例は非常に少ないと感じている。また、何が S に該当するかは国によって異なるので、海外の事例をそのまま取り上げることが難しいとの印象も受けた。もっとも運用機関には、ガバナンスがしっかりしている企業は、E、S の項目についてもしっかりしているという認識があるようだ。
- (委員) 議決権行使の状況を見ると、株主提案に対する賛成、反対の比率について、日本においては、賛成比率が低く、海外では過半数が賛成しているという結果が出ている。こうした違いの背景について、確認するとよい。また、株主提案については会社の意向とは異なるものが多く存在するため、それを会社提出議案と合わせてしまっただけで一律に運用機関が議案に反対したか否かの比率を算出することの意味合いが分かり難くなっている。今後、集計方法等の工夫が必要ではないか。
- (委員) ステュワードシップ活動の一番の目的は、企業に資本効率の向上を促し、受益者の利益に結びつけることであるが、実際にエンゲージメントに携わっている人たちがどの程度手応えを感じているのか、是非、ヒアリングして欲しい。そうした点を詰めていくことで、ステュワードシップ活動において改善すべき点も見えてくるのではないかと思う。(丁)

## 平成 30 年度第 8 回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】平成 31 年 2 月 4 日（月）13：30～16：30

【開催場所】勤労者退職金共済機構 19 階会議室

【出席者】村上委員長、徳島委員長代理、稲垣委員、中島委員

※資産運用委員会規程に基づき、議題 1 については委員長が機構の運用業務に関するコンサルタントの陪席を要請。

### 【議事要旨】

#### 1. マネジャー・ストラクチャー見直しに関する継続審議等について

事務局より、マネジャー・ストラクチャーの実施状況について、以下の 3 点について報告・説明が行われた。審議の結果、委員会として了承された。

- (1) 国内株式のアクティブ運用受託機関選定の応募状況について
- (2) 国内株式・外国株式アクティブ運用受託機関選定の今後のスケジュール
- (3) 外国株式アクティブ運用受託機関選定の公募方法・手順について

(注) 上記に関する審議内容については、その公表が実施中の選考に影響を与える可能性に配慮し、全ての資産クラスについての選考が終了した後、選考過程、選考結果の概要等と合せて、総括報告書の形で公表することを予定

#### 2. 議事要旨及び議事録の確認

##### (1) 議事要旨

事務局より、平成 30 年度第 5 回及び第 6 回資産運用委員会議事要旨(案)について、委員による最終確認が行われ、平成 30 年度第 5 回資産運用委員会議事要旨(案)は了承された。平成 30 年度第 6 回資産運用委員会議事要旨(案)は、指摘事項を修正後、改めて確認を行う事で了承することとなった。

##### (2) 議事録

事務局より、平成 30 年度第 5 回資産運用委員会議事録について、委員による最終確認が完了したため、7 年後に公表する旨の報告が行われた。

#### 3. 退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用状況について（6 経理）

事務局より、平成 30 年 4 月から 12 月における 6 経理（注）の運用実績について、概略以下のとおり報告があり、審議の結果、了承された。

また、運用実績の要因分解について検討状況に関する報告と、技術的な問題に関する資産運用委員への助言の依頼が行われた。審議の結果、報告内容については、委員会として了承され、各委員において提示された問題について検討及び助言を行ない、事

務局は同助言を踏まえて調査・検討を継続することとなった。

(注) 合同運用資産(中退共給付経理、林退共給付経理)、建退共給付経理・特別給付経理、清退共給付経理・特別給付経理

- ・平成30年4月から12月における運用利回りは、第3四半期に内外株式が大きく下落したこと等から、株式の委託運用を行っている5経理でいずれもマイナスとなった。
- ・委託運用の超過収益率も5経理全てでマイナスとなった。
- ・中退と林退の合同運用資産における超過収益率のマイナス幅は小幅であったが、マネジャー構成によるリスク分散が効果的に働いていない可能性が示唆された。現在実施中のマネジャー・ストラクチャー見直しにより改善が見込まれる。
- ・建退共(特別給付)では国内株式の超過収益率がマイナスとなった。調査の結果、リスク管理手法面等で改善の余地があることが判明したため、運用受託機関に改善案の組成・提出を求めている。
- ・清退共の国内株式の超過収益率もマイナスとなった。運用受託機関の運用体制等については、現時点では顕著な問題は見出せないが、今後の動向を注視する。
- ・運用実績の要因分解について、簿価評価の自家運用の割合が高いという当機構の資産構成上の特性より、他機関と同じ形式で分析することを難しくしており、分析のあり方について検討中である。
- ・また、分析した際の結果をどのような形で運用方法の改善につなげられるかについても検討中であり、分析方法と合せてご助言を頂ければありがたい。

<主な質問、意見等>

(委員) 検討中の分析については、収益率の平均値もさることながら、リスク・テイク(振れ幅)の要因分解を重視すべきではないか。この観点で過去の実績を見る限り、運用方法の改善策については、リバランスルールとの関係を点検すべき。

#### 4. 平成29年度資産運用結果に対する報告について

事務局より、平成29年度資産運用結果報告書の案文が提示された。

また、同報告書案の審議に先立ち、前回委員会における「基本ポートフォリオ定例検証結果の取扱いについて、機構の方針を明示し委員会で共有する必要がある」との問題提起を受けて、機構としての方針及び今後の対応案が示された(定例検証に関する記述が報告書に含まれるため)。

審議の結果、平成29年度資産運用結果報告書案については、指摘された構成や表現方法、用語等について修正を行い、最終案を改めて提示することとなった。

基本ポートフォリオ定例検証については、方針について認識が共有されたが、当該方

針に相応しい基本ポートフォリオの設定及び検証手法について、検討を進めることとなった。

【平成 29 年度資産運用結果報告書】

- ・ 平成 29 年度資産運用結果報告書に新たに記載したのは以下の 3 点。
  - ①運用手法改善のためのリバランスルール、自家運用投資対象に関する継続検討
  - ②中退共における労政審での財政検証を踏まえた望ましい剰余金水準の見直し
  - ③基本ポートフォリオ定例検証結果と、それを踏まえた建退共における基本ポートフォリオ見直し方針及び林退共の累損解消計画見直しへの言及

【基本ポートフォリオ定例検証結果の取扱い】

- ・ 基本ポートフォリオは「将来にわたる最適な資産の組み合わせ」であり、「中長期的観点から」策定されるものであるから、その定例検証は、「再構築の必要性（前提条件が崩れるような大きな変化の有無）を検証する」ものと位置付ける。
- ・ 何が前提条件であるか、については、資産運用委員会において、継続的に認識の共有に努める。
- ・ 基本ポートフォリオの組成に際し、その妥当性が中長期的に維持され得るように、期待収益率等の算出に使用する指標や算出方法の改善を検討課題とする。

<主な質問、意見等>

【平成 29 年度資産運用結果報告書】

(委員) 作成目的や対象期間が異なるとは言え、毎年 6 月に作成する委員会としての評価報告と重複する内容が多い。効率化が図れないか、検討が必要。

【基本ポートフォリオ定例検証結果の取扱い】

(委員) 「前提条件が崩れるような大きな変化」とあるが、「前提条件」とは何を意味するのか。

(事務局) 基本ポートフォリオの期待収益率やリスク値を中期的に想定されている水準からかい離させる要因であり、法令・制度も含め様々な要因が存在し、予め網羅することは難しい。例示するにしても、何が「前提条件」にあたるのかは、その都度、検討していくしかないと考えている。そのため、「資産運用委員会において、継続的に認識の共有に努める」と記載させていただいている。

(委員) 平均分散法に基づいて決定されている基本ポートフォリオについて、見直しが必要となる期待収益率、標準偏差、相関係数のかい離の目処は示されないのか。それが決まらなると効率的フロンティアの評価も難しい。

(事務局) 基本ポートフォリオ組成の際に使用する期待収益率等の算定方法にも依存すると考える。相場の短期的な変動に左右されないような期待収益率の算定・利用の可能性も含めて検討課題としたい。

## 5. 建退共の財務状況、資産運用等について

建退共については、前回の資産運用委員会において、基本ポートフォリオの見直しが必要との判断となった為、事務局より、改めて建退共の財務状況、資産運用等について報告が行われた。主な報告内容は下記のとおり。

- ・ 建退共資産の3分の2は簿価評価の自家運用であり、低金利環境が継続することを前提とすると、平均利回りは低下傾向で推移する見通し。
- ・ 平成26年度財政検証では、政府の金利見通しを用いた収支予想に基づき予定運用利回りの引上げを決定したが、現在の金利情勢は5年前の見通しを下回っており、今後5年間の収支については、赤字が見込まれる。

<主な質問、意見等>

- (委員) 次の財政検証では5年前と同様に内閣府の見通しを使うことになるのか。
- (事務局) 金融経済の見通しの置き方については、資産運用委員会でもご審議いただくと共に、労政審での検討状況も踏まえ、相談して行きたい。
- (事務局) 平成26年度財政検証以降、独法通則法及び中退法の改正があり、その一環として資産運用委員会が設置された。今回の金利見通しについては、資産運用委員会でも検討する必要があると考えている。
- (委員) 中退共と同じ累積剰余金の水準を当てはめた場合、建退共で必要な累積剰余金はどの程度になるか。
- (事務局) モンテカルロ・シミュレーションで同じ基準を適用すれば、平成29年度末の累積剰余金の水準を上回る水準になる。累積剰余金の水準については、関係者の関心も高いので、様々な観点から検討し、関係者と幅広く議論をしていく。
- (委員) 中退共との横並びで見れば、剰余金はこれ以上減らない方が好ましいということになるが、その場合は予定運用利回りの引下げや掛金日額の引上げに繋がるので、加入者にとっては負担になりうるということか。
- (事務局) 然り。約1,000億円の剰余金はかなり多いという感覚が業界関係者にはあり、また人手不足の建設業界で処遇改善が必要と言われている中での予定運用利回りの引下げは如何なものか、という意見を実際に伺っている。ただ、経済的に持続可能な剰余金の水準については、当委員会でも議論を積み重ねた問題であるので、委員会での審議内容を紹介するなどしながら丁寧に説明し、合意形成を図りたい。
- (委員) 建退共の現状は、基本ポートフォリオの期待収益率を引き上げる必要があり、したがってより多くのリスクを取ることが必要な状況にあるのか。
- (事務局) 収支差拡大に対して何らかの対応が必要であるが、期待収益率を引き上げるほかに、予定運用利回りを引下げる、剰余金の減少を受け入れる、

あるいはそれらの組み合わせという選択肢もある。

(委員) 委員会としては、剰余金のシミュレーション等で問題点の指摘は出来るが、その後の制度面での対応については権能を超える。

(事務局) 委員会としては、リスク対比での剰余金の水準評価や、基本ポートフォリオの妥当性についてご審議いただく。その後のことは労政審や運営委員会で議論されることになる。いずれにしても、当機構としては、労政審でも要望されている必要最低限のリスクでの運用、という基本方針を踏まえて対応する。

(了)

## 令和元年度第1回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】平成31年4月5日（金）13：30～15：35

【開催場所】勤労者退職金共済機構19階役員会議室

【出席者】村上委員長、徳島委員長代理、稲垣委員、中島委員

※資産運用委員会規程に基づき、議題2については、委員長が機構の運用業務に関するコンサルタントの陪席を要請。

### 【議事要旨】

#### 1. 議事録の確認

事務局より、平成30年度第6回、第7回及び第8回資産運用委員会議事録（案）が提示され、5月中旬を目処に、各資産運用委員から修正の可否を事務局に連絡することが了承された。

#### 2. マネジャー・ストラクチャー見直しに関する継続審議等について

事務局より、マネジャー・ストラクチャー見直しについて、国内株式運用委託先の募集における第1次選考結果及び外国株式運用委託先の募集における応募状況が報告され、審議の結果、了承された。

注) 上記に関する審議内容については、その公表が実施中の選考に影響を与える可能性に配慮し、全ての資産クラスについての選考が終了した後、選考過程、選考結果の概要等と合せて、総括報告書の形で公表することを予定

#### 3. 「資産運用における社会的に優良な企業への投資」に係る検討結果について

事務局より、「資産運用における社会的に優良な企業への投資」に係る検討結果についての報告書が提示され、説明が行われた。審議の結果、報告が了承された。

説明の概要は下記のとおり。

- ・ 機構の第4期中期計画では、“社会的に優良な企業に投資を行う事で、労働環境の改善及び雇用の安定に寄与する仕組みについて、機構の特性を踏まえてどのように実施できるかを検討し、2018（平成30）年度末までに結果をとりまとめ、可能な場合は実施する”との中期目標が設定された。本報告書は、この中期目標を踏まえ、当機構の実施した情報収集、検討の過程・内容と、検討の結果についてまとめたものである。
- ・ 本件に関する調査・検討結果を踏まえたESG投資に関する現状認識は、以下のようである。

① ESG投資の目的や投資方法についての認識はまだ発展途上。

- ② E S G 投資が超過収益に結びつくのかということについて、結論は出ていない。
  - ③ 本邦における E S G 投資は、ここ 1、2 年で急増しているものの、太宗はエンゲージメントや議決権行使等既存の投資を E S G 投資に評価替えしたもの。
  - ④ エンゲージメントも E S G に係るものはまだ限定的であって、特に S 要素に係るものは少ない。
- ・ 当機構が“労働環境の改善及び雇用の安定に寄与する”ような“社会的に優良な企業への投資”を行うこと、については、経営資源の中で人的資源の希少性が高くなっている我が国において、そうした企業は、将来的な持続性も高いと考えられるため、フィデューシャリー・デューティーの観点からも問題ないと考えられる。
  - ・ 前述の現状認識を踏まえ、当機構としては、本邦企業の経営における“社会的な要素”の重要性を、運用受託機関等とのエンゲージメント等を通じ発信して行く形で、本課題に取り組む方針である。
  - ・ 上記取り組み方針に基づき実施する具体的施策は以下の通り。
    - ① 特定の企業やファンドへのインベストメントやダイベストメントについては慎重に対応することとし、“社会的に優良な企業への投資”については、当面は運用受託機関とのエンゲージメントを通じた意見の交換、表明の形で実施する。
    - ② 運用受託機関に対するエンゲージメントは、資源投入権限を有する親会社のトップと実務レベルの双方と、重層的に実施する。
    - ③ E S G 投資、S D G s、P R I に関する調査・研究については、中長期的課題であり、第 4 期中期計画期間を通じ継続的に取り組む。

#### <主な意見・質問>

- (委員) 本件は、国連の責任投資原則（以下、P R I）に端を発する問題と思われるが、P R I の成り立ちは、持続可能な成長をもたらす世界をつくるために取組んでいる企業は多くあるものの金融面からの支援が不足している状況に鑑み、投資家がそのようなことを含む全てのリスクや機会を評価できる枠組みを整えることを目指したもの。したがって、こうした投資活動は、超過収益率への貢献という観点ではなく、長い目で見て社会の持続性に貢献し、結果的に生き残っていくような企業の活動を考慮するような投資活動になっているか、という観点から評価されるべきもの。報告書の結論に異存は無いが、今後は、そうした観点から議論を詰めて行く必要がある。
- (事務局) 問題意識は一致していると思料する。本来の持続可能性という視点から中長期的に取り組んで行きたいと考えている。昨年 7 月から実施している運用受託企業の親会社トップとのエンゲージメントでは、こうした投資の趣旨に関する認識は共有されており、当機構の考え方にも共感して頂いた。一方、ポートフォリオ・マネジャーとのエンゲージメントを行なうと、実務者レベル

でのエンゲージメントは、基本的には超過収益向上を目的として実施されていることも分かった。これは職務上、致し方ないことであるが、ご指摘いただいたような観点からのエンゲージメントは、やはり親会社トップと行う必要がある。当機構のような公的機関の機関投資家は、そうしたエンゲージメントを通じて社会的な取り組みを促していくべきと考えている。そして、働き掛ける対象は、資源配分権限を持った親会社トップということになる。

(委員) ESGに関して欧米の方々と議論してきたが、一番大事なのはアセットオーナーであって、必ずしもアセットマネジャーではない、という認識であった。アセットマネジャーは、アセットオーナーのESG投資をしたいという要望に応じてESG投資の形を作ることに注力しており、それ自体悪いことではないが、ESG投資の根元がどこにあるかを考える必要があると思う。また、議論を通じて、日本の取り組みはやはり欧米から10年以上遅れていると感じた。欧米では、既にESG投資やエンゲージメントが特別なものではなく、運用スキームの中に当然のものとして織り込まれる状況が展望されている。実現するのはもう少し先であろうが、日本でも意識しておく必要があるのではないか。

当機構の存在意義を踏まえると、Sの要素は大きな意味がある。現状、ESG投資では外から見え易いEとGに偏っているが、今後はSが大事な観点になると思う。その意味で、報告書の方向性に違和感はない。当機構の考えを、対世論でも対アセットマネジャーでも、何らかの形で対外的に伝えることで、本邦資産運用業界に何らかの貢献が出来るのではないかと。

#### 4. 外国債券運用における投資対象債券の選定について

事務局より外国債券の委託運用における投資対象債券の選定方法について、現状説明と投資対象拡大の適否及び方法に関する検討結果の説明が行われた。審議の結果、再度事務局にて検討を行う事となった。

##### <主な意見・質問>

- (委員) 個別の商品の将来のリスクを認識、判断出来るような能力を涵養し、組織体制を整えることが必要。
- (委員) 提案した運用受託先からリスクについての情報を十分に徴求する仕組みを構築することを含めて、検討すべき。
- (事務局) 投資対象を拡大するのであれば、そうした判断を機構に任せても大丈夫とご判断頂けるような組織体制、仕組み、ガイドラインを整備してから実施することとしたい。本件については、そうした観点から再検討させて頂く。

## 5. 運用委託先の運用ガイドライン違反について

事務局より最近発生した運用受託機関における運用ガイドライン違反について報告が行われた。審議の結果、報告内容が了承された。

報告の概要は以下の通り。

- ・ 発生したのは、格付基準に反する債券を購入してしまったという事案。
- ・ 運用受託先からは、発覚後、速やかに報告が行われた。また、原因の分析結果と再発防止策についても報告が行われた。
- ・ 損害賠償の内容については、双方の弁護士のほか、第三者機関の意見も踏まえて決定した。
- ・ こうした事案の運用受託先評価への反映方法については、今後行う受託先評価基準の改定の際、見直す予定である。

### <主な意見・質問>

(委員) ガイドライン違反への対応ルール策定に際しては、余り厳密に定義しようとせず、柔軟なルールを目指すことが肝要と思料する。ただし、甘くするというのではなく、リザーブファンドを設けていること等を踏まえ、事案の重要性に依り、即刻解約ということもあり得る。

(勤生課長) 運用受託先の選定に影響しないか。

(事務局) この事案は、運用ガイドラインに関する理解不足ということではなく、単純な手続き上のミスであった。選定手続き上の問題に因るものではないと認識している。

(委員) 人が介在する以上、頻繁ではないがある程度の小さな確率でミスが発生することは避けられない。事務ミスの発生可能性を、マネストの選定過程で評価・判定することは難しい。

(了)

## 令和元年度第2回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和元年5月27日（月）9：30～11：50

【開催場所】 勤労者退職金共済機構 19階会議室

【出席者】 村上委員長、徳島委員長代理、稲垣委員、中島委員

※資産運用委員会規程に基づき、議題4については委員長が機構の運用業務に関するコンサルタントの陪席を要請。

### 【議事要旨】

#### 1. 議事要旨及び議事録の確認

##### (1) 議事要旨

事務局より、平成30年度第8回資産運用委員会議事要旨（案）について、委員による最終確認が行われ了承された。

##### (2) 議事録

事務局より、平成30年度第6回、第7回及び第8回資産運用委員会議事録について、委員による最終確認が完了したため、7年後に公表する旨の報告が行われた。

令和元年度第1回資産運用委員会議事録（案）が提示され、6月初旬を目処に、各資産運用委員から修正の要否を事務局に連絡することが了承された。

#### 2. 退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用状況について（6経理）

事務局より、平成30年4月から平成31年3月における6経理（注）の運用実績について、概略以下のとおり報告があり、審議の結果、了承された。

（注）合同運用資産（中退共給付経理、林退共給付経理）、建退共給付経理・特別給付経理、清退共給付経理・特別給付経理

- ・ 平成30年度通期の運用利回りは、清退共給付経理以外はプラスとなった。
- ・ 清退共給付経理は、国内債券と国内株式のみで運用しているため、他の経理のように国内株式の下落分を、他の資産での上昇で埋め合わせることができなかった。また、リスク分散が十分に図れていなかったということであり、運用資産規模の小ささのマイナス面が表面化した形である。
- ・ 平成30年度通期での委託運用の超過収益率は委託運用をしていない清退共特別経理を除き、全ての経理でマイナスとなった。
- ・ 委託運用の超過収益率のマイナス幅が特に大きかった建退共特別給付経理と清退共給付経理の国内株式については、運用受託機関に対してそれぞれ原因の分析と対策の検討を求めた。分析・検討の結果は共通しており、問題点については、単独の運用受託先としてはリスク要因の偏りについての管理が不十分であったことと、ボトムアップ的傾向の強い銘柄決定過程を採用しているため環境急変時の方

針変更に関時間を要したこと、が挙げられた。対応策についても、リスク管理体制の強化とトップダウン型意思決定プロセスの導入が報告された。今後、対策の効果がどの程度出るか動向を引き続き注視していく。

<主な質問、意見等>

(委員) 国内株式でのアンダーパフォーマンスが著しかった2ファンドについて、全体のトラッキングエラーの管理に関する方針は、予め設けられていたのか。

(事務局) トラッキングエラーに関する想定はあり、全体としてのトラッキングエラーは何れも目標範囲を外れていなかった。ただ、スタイルの偏りが大きくなっていた。

3. 平成30年度資産運用に関する評価報告書(案)について

厚生労働大臣から平成30年度の業務実績について評価を受けるために提出する、業務実績等報告書に参考資料として添付する資産運用委員会による「平成30年度資産運用に関する評価報告書」(以下、「評価報告書」という。)の構成、作成スケジュール等について、説明が行われた。今後、各委員が具体的な意見を事務局へ提出し、事務局が次回資産運用委員会までにそれらを取りまとめ、評価報告書案を作成することになった。次回資産運用委員会で評価報告書案の審議が執り行われる。

4. マネジャー・ストラクチャー見直しに関する継続審議等について

事務局より、マネジャー・ストラクチャーの実施状況について、以下の2点について報告・説明が行われた。審議の結果、委員会として了承された。審議過程で提案のあったマネジャーの公募・選定プロセス・方法の改善方法について、マネジャー・ストラクチャー見直し作業に関する総括報告書の中で取り上げると共に、次回の見直しを展望して事務局が継続検討することとなった。

(1) 国内株式のアクティブ運用受託機関選定の二次選考について

(2) 外国株式のアクティブ運用受託機関選定の一次選考について

(注) 上記に関する審議内容については、その公表が実施中の選考に影響を与える可能性に配慮し、全ての資産クラスについての選考が終了した後、選考過程、選考結果の概要等と合せて、総括報告書の形で公表することを予定

5. その他

事務局より、自家運用について、10年物国債の利回りが再度マイナスとなると共に、政府保証債の発行予定額が大幅に減少し、自家運用で無リスク債券を中心に20年ラダ

一を形成するために必要な債券が予定通り購入できない可能性が高まりつつある、との現状報告が行われ、委員会に対し、自家運用における購入対象債券の範囲拡大についての意見が求められた。本件については、後日委員から受領した意見を踏まえて事務局が対応案を作成し、次回委員会で審議を行うこととなった。主な報告内容は下記のとおり。

- ・ 令和元年度は、政府保証債発行予定額が前年度比3割以上減少した。
- ・ この結果、機構における政府保証債の購入額が購入予定額を大幅に下回ることが予想される。
- ・ これを受けて、購入対象債券の範囲を拡大することの適否、要否についてご意見を伺いたい。
- ・ 範囲拡大の候補として、地方債やJFM債が想定されている。
- ・ なお、政保債が購入できない場合の自家運用部分の年間の運用利回りへの影響は、元々金利水準がかなり低くなっていることもあって、僅かである。

<主な質問、意見等>

(委員) 商工債の購入は、中退法の趣旨を踏まえたものと理解できるが、商工債より格付の高い地方債や財投機関債を投資対象から排除することを正当化するの難しいものと思料する。

なお、中退共の資産運用の基本方針では、自家運用の対象債券を限定列挙しているので、明示されていない財投機関債やJFM債については、それらのうちの何れに該当するのか、という枠組み上の問題を、信用リスク上の問題と合せて検討しておくことが必要。

(了)

## 令和元年度第3回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和元年6月24日（月）9：30～11：50

【開催場所】 勤労者退職金共済機構 19階役員会議室

【出席者】 村上委員長、徳島委員長代理、稲垣委員、田中委員、中島委員

※資産運用委員会規程に基づき、議題2については、委員長が機構の運用業務に関するコンサルタントの陪席を要請。

### 【議事要旨】

#### 1. 議事録の確認

事務局より、令和元年度第1回資産運用委員会議事録について、委員による最終確認が完了したため、7年後に公表する旨の報告が行われた。

#### 2. マネジャー・ストラクチャー見直しに関する継続審議等について

事務局より、マネジャー・ストラクチャー見直しについて、国内株式運用委託先の募集における最終選考結果案が報告された。審議の結果、追加的な検証を行い、選考案見直しの可否を検討、その結果を報告する事となった。

(注) 上記に関する審議内容については、その公表が実施中の選考に影響を与える可能性に配慮し、全ての資産クラスについての選考が終了した後、選考過程、選考結果の概要等と合せて、総括報告書の形で公表することを予定

#### 3. 平成30年度資産運用に関する評価報告書（案）について

事務局より、令和元年度第2回資産運用委員会において基本的な構成等を示した「平成30年度資産運用に関する評価報告書」（以下、「評価報告書」という。）について、各委員の意見を反映させた第二次案が提示された。審議の結果、追加的な修正が行われたほか、更なる修正の可否を、一両日中に各委員が検討して事務局に連絡、その結果を受けて最終版を作成することとなった。※

※本評価報告書は、6月28日に厚生労働省に提出された。

#### <主な意見・質問>

- (委員) 委託運用の超過収益の要因分解において、個別資産効果の算定方法は、改善の余地があるのではないか。
- (事務局) 様々な計算方法があるので、今後、改善できないか検討する。
- (委員) 委託運用における収益の要因分解の表において、内訳と全体の数字が一見不整合に見える数字がある。誤りではないのであれば、原因を注記することが必要。

(事務局) 注記の内容を検討する。

(委員) 基本的に要因分解というものは、報告のためというよりは、ベンチマークとの差異の原因を把握し、その後の運用に活かす事が趣旨。そうした趣旨に照らし、意思決定のプロセスに沿ったもので、今後に活用ができる数字になるような算定方法の検討をお願いしたい。

#### 4. 建退共の財務状況、資産運用等について

事務局より、平成 30 年度第 8 回資産運用委員会において報告した建退共の財務状況、資産運用等資料に年度末決算の数値を反映させ、6 月 18 日の運営委員会、評議員会と財務問題・基本問題検討委員会に提出した資料について、改めて報告が行われた。

事務局からの主な報告は以下のとおり

- ・ 平成31年 3 月末で9,873億円、債券中心で金利の影響を強く受けるポートフォリオとなっている。特に10年物債券が多く、今後、高利回りの債券が償還されるため、厳しい状況になることが予想される。
- ・ 平成 30 年度決算は約 93 億円の損失となった。
- ・ 平成 28 年 4 月の予定運用利回りの引上げ (2.7%→3.0%) は、平成 30 年頃に国債金利が 2%を超えることを前提とした推計に基づいて実施されたが、金利（自家運用利回り）が想定を大幅に下振れる中、電子申請方式導入によるコスト増加も見込まれ、向こう 5 年間の年間損失額は、当時の想定に比べ大幅に拡大する見通しであり、何らかの対応が必要。
- ・ 今後の対応については、これまで、運営委員会、評議員会、財務問題・基本問題検討委員会、国土交通省、厚生労働省等多くの関係者と意見交換を行ってきたが、今後引き続き運営委員等関係者の意向を伺い、退職金の額等政令で定められる事項を含む場合は、最終的には、労働政策審議会の審議を経て決定される。

#### <主な意見・質問>

(委員) 累積剰余金が積み上がっており、加入者に対する還元の意味から、予定運用利回りを引上げたと理解しているが、その還元は終了したということか。

(事務局) 前回、予定運用利回りを引上げた際には、収支のギャップは殆ど無いことが想定されていたが、金利の低下で収支ギャップがかなり大きくなったため、対応を見直すこととなった。

(委員) つまり、見通しが変更されたため、対応を見直すということか。

(事務局) 然り。

(委員) 当時、累積剰余金を貯め過ぎているという議論があり、前提とする金融経済のシナリオなどからしても、予定運用利回りを上げて継続性に全然問題がないということだったのが、環境の変化でこの制度の継続性にいろいろ問題が

出てきた、という理解で良いか。そうであれば、対応策の検討に際しては、制度の健全な継続性、という点を強調するべき。

- (委員) 必要な運営コストについては、中退共と同様に0.1%程度の見通しとなるのか。  
(事務局) 建退共の場合には証紙に関する事務もあり、現在は0.2%程度。また、今後電子申請を導入すると、0.3%程度に上昇すると想定している。

## 5. 自家運用対象債券の拡大について

事務局より、令和元年度第2回資産運用委員会にて報告し、委員に検討と助言を依頼した自家運用対象債券の拡大について、各委員のご意見を踏まえて組成した対応方針について説明を行った。審議の結果、同方針を了承し、事務局において実施に向けて体制を整えることとなった。

事務局からの説明の概要は以下のとおり。

- ・ 自家運用対象債券の拡大については、各委員の意見が肯定的であったことを踏まえ、実施する方向で検討を進める。
- ・ 現状は基本的に国債、政府保証債、商工債の3つで運用を行っている。自家運用は、ノーリスク債券での運用を基本としつつ、中小企業退職金共済法第77条第3項の規定を考慮し、商工債への投資を行っている。
- ・ かつては社債等も購入していたが、委託運用の比率を上げる過程で、自家運用については安全性重視の方向に切り換えたものと推察される。
- ・ 今後も、「資産運用の基本方針」の規定※を踏まえ、極力、信用リスクを回避する。

### ※II. 自家運用（インハウス）2. 基本的な投資スタンス及びリスク管理

中退共資産の運用原資が比較的長期・安定的な資金であることから、運用対象の確実性や長期・安定的な運用の観点を重視し、元本の償還や利払いが確実な金融商品に分散投資する。

- ・ 具体的には、まずは地方債と財投機関債のみを対象とし※、投資する際には、格付けを優先する。

※地方金融機構債券についても、地方債と同様に適格と位置づける。

- ・ 地方債は、発行体の財政状況に格差が存在する実情を踏まえ、受託者責任の観点から最低限必要なチェックを行った上で、公募債券のみ購入する。
- ・ チェック内容としては、まず格付基準として、信用の置ける格付機関から格付を取得している発行体に限定する。また、格付については、現時点の水準だけではなく、トレンドにも留意する。さらに、他の地方債と比べ、スプレッドに開きがあるような場合は要因をチェックする。最後に、複数の証券会社等による情報を集めて、ネガティブな事項があれば勘案する。
- ・ 商工債については、上記の枠組みの中で、引き続き投資対象として購入金額を検討していく。

<主な意見・質問>

- (委員) 地方債については、個別発行体の信用分析を自前で行なうことは困難と思われるので、格付のあるものを優先することは合理的判断。ただ、購入可能な金額が不足した場合、無格付先を加えるという選択肢もあり得るのではないか。財投機関債以外の政府関係機関債については、基本的には非公募なので対象から除外して良い。
- 対象となり得る商品は色々とあり得るが、投資対象が10年、20年債であることを踏まえると、とりあえず地方債、財投機関債、地方金融機構債から慎重にスタートするという事務局案で良いと思う。
- (委員) 自家運用債券については、バイ・アンド・ホールドが原則で売却が想定されていないのだとすると、購入の際にはその時点の格付だけでなく、格付の推移の方向性を確認することは、確かに重要。
- (委員) 投資対象の拡大を始める際、すぐに地方債への投資を始めるのか、それとも全体のリスクとリターンのバランスを考えて債券種類毎の枠を決めてから購入するのか。
- (事務局) まず、格付的に優位にある地方債の購入を始めることを考えている。それ以外の債券については、地方債の入手可能性に依って検討するが、その場合の検討の順番は格付順とすることを想定している。
- (委員) 財投機関債については、中小企業向けの金融業務を行っている3機構に対象を絞って入手可能性を調査しているが、そうした条件を外せば、購入余地はもう少し増えると思われる。

(了)