

令和元年度第4回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和元年8月30日（金）13：30～16：00

【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、田中委員、中島委員

※資産運用委員会規程に基づき、議題3及び議題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. 議事録の確認

事務局より、令和元年度第2回及び第3回資産運用委員会議事録（案）が提示され、9月初旬を目処に、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. 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31年4月から令和元年6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、金銭信託部分の超過収益率の要因分解における個別資産効果の計算方法について、今後の算定方法として現行方式と委員から提案のあった方式との比較検討が行われた。委員会として、当面は現行方式での算定を続けるが、今後も引き続き検討していくことで了承された。

（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31年4月から令和元年6月の運用利回りは、全経理でプラスとなった。
- ・ 委託運用の利回りは清退共給付経理を除きプラスとなった。国内株式の下落を外国株式の上昇と国内外の金利低下（債券価格上昇）でカバーした形である。その一方、清退共給付経理は、国内資産のみの運用であるため、国内株式の下落をカバーすることができず、マイナスとなった。
- ・ 平成31年4月から令和元年6月の委託運用の超過収益率は、一部にマイナスもみられたが、何れの経理、資産クラスにおいても、ベンチマーク比大幅に劣後したものはなかった。しかし、建退共給付経理では、外国株式の運用受託先全てで超過収益率がマイナスとなった。それぞれ運用状況を確認したところ、何れについても特段の問題はみられなかったが、外国株式全体としてのリスク分散の観点からは懸念が残るため、今後の動向を注視していく。

<主な質問、意見等>

- (委員) 運用利回りの表示方法として、年率換算値とそうでない数値(期間収益率)が混在している。特段の理由がないのであれば統一すべき。
- (事務局) 超過収益率については年率換算せず期間収益率で表示しているが、考え方を整理し、再検討する。
- (委員) 超過収益率の要因分解における個別資産効果について、月次計数から年次計数を計算する方法については、“個別”資産効果である以上、他資産の運用状況にも左右される現行方式は不適切ではないか。
- (事務局) 現行方式は、個別資産効果で得られた収益が運用されて更なる収益を生み出す複利効果について、個別資産効果に含めるという考え方。
- (委員) 現行方式の導入の経緯如何。
- (事務局) 各資産クラスの個別資産効果の合計と全体の個別資産効果のギャップが小さくなる計算方法として導入されたものと思われる。
- (委員) 意図は理解できるが、どのような計算方法を採用しても交差項を排除することは難しい。そうであれば、交差項は全てまとめて複合効果としてしまう方が、分析の趣旨に適うのではないか。
- (委員) 複合効果に加える他に、資産配分要因、個別資産要因以外のその他の要因としてまとめて表現する方法も考えられる。
- (委員) 運用実績の要因分解を行うこと自体の目的に照らせば、意思決定の結果がどのように収益率に影響したのかということとなるべくわかりやすい形の数字で示して、次の意思決定に活かせるようにすることが望ましい。
- (事務局) 精緻な計算方法にしたことには、意味があると思われるので、致命的な間違いでなければ、継続検討することとしたい。
- (委員) ペンディング扱いということで引き続き検討し、資産運用実績の評価を総括するための資料として、どちらが相応しいか、という観点から議論を詰めて頂きたい。

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・ストラクチャーの実施状況について、外国株式運用委託先の最終選考について報告・説明が行われ、審議の結果、委員会として了承された。

(注) 上記に関する審議内容については、令和元年11月公表の「マネジャー・ストラクチャーの見直しについて一選考過程・結果の総括一」を参照。

4. 基本ポートフォリオの検証における金融変数について

事務局より、基本ポートフォリオ策定時の前提条件に大きな変化が生じていないかを

確認するため、半年に一度行われている金融経済指標の見通しに関する定期点検の結果が報告された。報告の概要は以下のとおり。

- ・ 各機関の見通しについては、半年前の前回点検時から特段に大きな変化はみられない。長期金利に関する内閣府見通し（ベースラインケース）が下方修正され、向こう5年間ゼロ近傍で横這う形となったが、これは当機構の見通しと合致するものであり、基本ポートフォリオ見直しが必要となるような環境変化を示唆するものではないと思料する。
- ・ ヘッジ付き外国債券の期待収益率の推計方法に関する検討状況を報告する。ベータコストについて、短期間で振れの大きい指標である一方、その移動平均値は安定的であることが確認され、期待収益率算定に当たり、従来、足下の数字を横這いと仮定して算出していたが、移動平均値を用いる方が良いものと考えられる。

<主な質問、意見等>

（委員） ヘッジコストに関する分析結果を踏まえた改善案が、次回の基本ポートフォリオ検証の際に提示されると考えて良いか。

（事務局） そのように考えている。

5. その他

事務局より、（1）清退共同運用の開始検討について、（2）“独立行政法人評価に関する有識者会議”の報告及び資産運用委員会設置後の資産運用に関する課題への対応状況について、（3）自家運用対象債券の拡大について、の3つの事項について報告・説明が行われた。審議の結果、委員会として、（1）については方針案が了承され、（2）については認識が共有され、（3）については報告が了承された。説明・報告の概要は下記のとおり。

（1）清退共同運用の開始検討について

- ・ 清退共では、恒常的に脱退者数が加入者数を上回っているため、運用資産規模が縮小傾向となっている。そのため、運用の効率性が低下していることに加え、資産クラスも国内債券と国内株式のみであり、リスク分散も限定的となっている。
- ・ 利益剰余金の水準は極めて高水準にあり、財務の健全性に不安はないものの、安全かつ効率的な運用の観点からは問題なしとしない。
- ・ そこで、委託運用部分を中退共・林退共と合同運用することで規模の利益を享受し、運用委託報酬率の抑制や、分散投資によるリスク抑制、運用受託機関の質向上等を図りたい。
- ・ 合同運用を行うと、委託運用部分についての自主性が失われるが、委託比率の調

整により、清退共資産全体としての期待収益率やリスク値の調整は可能。

- ・ 合同運用の可能性、メリット／デメリットについては運営委員会に既にお示しした。本日、資産運用委員会の了承が得られれば、今後、運営委員会における議を経て、実施することを予定している。

<主な質問、意見等>

- (委員) 剰余金が潤沢となった理由如何。
- (事務局) 実態調査を踏まえ、今後請求される可能性の低い方の退職金を責任準備金の中から落としたためと考えられる。
- (委員) 流動性に問題は生じないのか。
- (事務局) 経常的な収入と自家運用でカバーすることができる見通し。
- (委員) 合同運用を開始した場合、現在の清退共のファンドは維持されるのか。
- (事務局) 清退共の運用委託契約を解約し、中退共・林退共と清退共の委託運用部分のポートフォリオを一本化して共同で運用委託するものである。
- (委員) 委託部分の効率性改善という方向性に異論はないが、自家運用部分についても、金利が上昇しないという前提の下での対応を検討することが必要。
- (委員) 期待収益率の維持を想定して委託運用の比率を増加させているが、現状の期待収益率にこだわる必要はあるのか。もっと委託運用の比率を増加させる選択肢はあるか。
- (事務局) 収益性を向上させるというよりは効率性の改善を目的としているため、期待収益率は現状と同程度に設定している。十分な剰余金を抱えている財務状況を踏まえると、現行の期待収益率を上昇させるために追加的なリスクを取る必要は薄いと考えている。

(2) “独立行政法人評価に関する有識者会議”の報告及び資産運用委員会設置後の資産運用に関する課題への対応状況について

7月12日に開催された「独立行政法人評価に関する有識者会議」の議事録が公表されたことを踏まえ、会議の概要の報告が行われた。

また、今回が第2期資産運用委員会最後の会合となることを踏まえ、資産運用委員会設置後2期4年間における成果の総括について説明が行われ、平成25年11月に発表された「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」の報告書で示された要検討事項との対比で総括された。

有識者会議については、理事長が4年間で資産運用のガバナンスとリスク管理体制強化という、独法通則法改正時の宿題に係る一連のプロジェクト（基本ポートフォリオとマネジャー・ストラクチャーの見直し等）が一巡したこと、それを踏まえて、昨

年度から本格化したスチュワードシップ活動を今後さらに充実させて展開すること、さらに将来の運用内容高度化も見据えた体制強化等の課題に取り組む意向であること等を説明したことが報告された。

資産運用委員会設置後2期4年間における成果については、平成28年12月の資産運用委員会で掲げた、累積剰余金のあるべき水準に関する考え方の整理と剰余金の確保、労政審と資産運用委員会の関係の維持・強化、コンサルタントの活用などの課題が、概ね対応済みとなっていること、残る課題である投資体制強化については、スチュワードシップ活動の拡充とあわせて、今後、鋭意検討していくとの説明が行われた。

(3) 自家運用対象債券の拡大について

国債のマイナス金利の深化と政府保証債の発行額減少への対応策としての地方債を購入することについて、前回の資産運用委員会で提案し、肯定的なご意見を頂いたことを受けて、購入準備を進めていることと、具体的な当面の購入計画が報告された。また、発行自治体の選定においては、委員からの助言を受け、格付けの推移や信用力等に関する個別情報を収集・点検することが説明された。

<主な質問、意見等>

(委員) 債券を購入できない場合は預金で滞留するのか。

(事務局) 然り。

(委員) 預金のコスト如何。

(事務局) 現在は預金にコストは掛かっていないが、将来的に掛かってくる可能性はある。

(了)

令和元年度第5回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和元年10月29日（火）13：30～16：20

【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、田中委員、馬庭委員

※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。

1. 委員長の選任及び委員長代理の指名

資産運用委員会規程第3条第1項に基づき委員の互選により、村上委員が委員長に選任された。また、村上委員長が、資産運用委員会規程第3条第3項に基づき、玉木委員を委員長代理に指名した。なお、本人欠席のため事務局より同委員に委員長代理就任に関する意向を確認することとした。※

※受諾の意向が確認され、玉木委員が委員長代理に就任した。

2. 議事録の確認

事務局より、令和元年度第2回及び第3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4回資産運用委員会議事録（案）が提示され、11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へ連絡することが了承された。

3. 退職金共済事業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31年4月から令和元年9月における6経理（注）の運用実績について、以下のとおり報告があり、審議の結果、了承された。

また、前回の委員会にて問題が提起された、資産運用状況の実績値の公表形式について、事務局から選択肢の案が提示され、各資産運用委員より11月上旬を目処に事務局へ連絡することが了承された。

（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31年4月から令和元年9月の運用利回りは全経理でプラスとなった。
- ・ 委託運用の利回りについても全経理でプラスとなった。内外株価が上昇し、金利も国内外で低下したことによる。
- ・ この間の運用受託機関のパフォーマンスをみると、外国株式について、各経理ともベンチマーク対比劣後した。それぞれの運用スタイルのリスク特性上想定される範囲内の動きではあるが、一部経理においてはスタイル分散が十分に出来ていない結果であると捉えている。
- ・ 資産運用実績の報告における収益率の表示方法については、全体の収益率は年率

換算し、超過収益率については年率換算しない期間収益率で説明している。全体の収益率を年率換算するのは、期待収益率や採算利回りとの比較のためであり、超過収益率を年率換算しないのは、振れ幅が大きくなり誤解を与える懸念があるためであるが、混乱するので統一すべきとの意見もある。これらの表示方法を揃えるべきか否か、揃えるのであればどちらに統一すべきか、ご意見を賜りたい。

<主な意見・質問>

- (委員) 運用受託機関のパフォーマンス評価の指標である超過収益率については、年率換算しない期間収益率とするべき。
- (委員) どちらかに合わせなくても、各種収益率の表示形式として、それぞれの表題に年率換算値、期間収益率であることを明記しておけば良いのではないか。

4. 基本ポートフォリオの定例検証の構成等について

事務局より、令和元年度の基本ポートフォリオの定例検証について、検証の目的及び概要の説明が行われた。審議の結果、資産運用委員会として基本ポートフォリオの定例検証の目的意識に関する認識を共有するとともに、検証内容の構成について了承された。

事務局からの主な説明は以下のとおり。

- ・ 「定例検証の目的」については、平成30年度第8回資産運用委員会において、「中長期的に維持されるべき基本ポートフォリオについて、再構築が必要となるような前提条件に変化が発生しているか否か、を検証するもの」と位置付けることでご合意頂いた。
- ・ この目的意識を踏まえ、妥当性と有意性について議論が多かった効率的フロンティアを用いた検証を取りやめた。
- ・ 一方、基本ポートフォリオの構成を決定する変数である標準偏差、相関係数等の長期的推移についての点検を新たに付け加えた。これは、係数から計算される効率的フロンティアを2時点間で比較するよりも、係数自体の長期的推移により構造変化の検証を行う方が、基本ポートフォリオの有効性の確認として適切なのではないかとの発想によるものである。

<主な意見・質問>

- (委員) 昨今、各資産間の相関が高まっており、リスク分散効果が薄れているという話がよくされるが、相関係数の推移を見るとむしろ安定しているように見える。その辺りはどのように解釈しているのか。
- (事務局) リーマンショック以降、構造変化があったと思っているが、中退共の基本ポートフォリオを見直した時点ではその構造変化も落ち着いていた。そのため、現在の基本ポートフォリオは構造変化を織り込んでいると考えている。

また、その後は大きな構造変化は生じていないものと受け止めている。

(委員) 今回、10年でローリングを行った標準偏差及び相関係数の推移を提示して頂いたが、例えば5年間でローリングした場合や、データの期間を変更した場合であっても同様の結果となるのか。

(事務局) 10年以外でのデータについては、次回委員会にて提示させて頂く。なお、相関係数や標準偏差を算出する期間については、過去の委員会でも議論があったところであるが、短期的な振れの影響を受けないように長い期間をとるか、最近の動きを反映させるように短い期間を採るか、双方ともにメリットとデメリットがあると思料する。

(委員) 基本ポートフォリオの大宗を占める自家運用を考えると、金利の見通しにより期待リターンは大きく変わってくると思うが、内閣府の経済予測等のような金利が上昇していく見通しを今回の検証では盛り込んでいるのか。

(事務局) 金利の見通しをどう置くかについては、中退共の基本ポートフォリオ策定時に資産運用委員会でご議論頂いた。受益者の利益を専一に考えると、楽観的な収益見込みとなる金利上昇見通しを採用するのではなく、ゼロ近傍で横這いとの見通しを置くこととなった。その意味で、現行基本ポートフォリオにおける最も重要な前提条件の一つは長期金利がゼロ近傍で横這うという見直しであり、その前提条件が崩れた場合には、基本ポートフォリオの見直しを行うことになると考えている。

(委員) 本日の議論とは異なるが、中退共は制度として安定していくことが見込まれるので、委託運用を増やす代わりに自家運用で30年の債券を持つというリスクの持ち方も考えられるのではないか。

(事務局) 当機構の退職金共済制度は、GPIFと異なり積立型であることを踏まえ、自家運用については、流動性確保に充てるため、年限を負債サイドと揃えたラダー型運用を行っている。

5. マネジャー・ストラクチャー見直しの総括ペーパーについて

事務局より、平成30年度より実施してきたマネジャー・ストラクチャーの見直しについての総括である「マネジャー・ストラクチャー見直しについて一選考過程・結果の総括一」の案が提示され、説明が行われた。

審議の結果、各委員が11月中旬までに事務局までに修正の可否について連絡を行い、事務局にて最終案を作成したうえで、全委員の了解が得られた段階で公表することとなった。

<主な意見・質問>

(委員) 今回提示された案を公表予定ということであるが、公的機関等でマネジャーの選考過程について詳細に公表しているところは他にあるのか。

- (事務局) 欠けている運用委託先を補う形での選考がほとんどであり、このような一遍に見直すという方法は異例であると考えている。選考基準等も従来から変更しており、さらに選考への影響を考慮し、マネジャー・ストラクチャーの見直しに関する議論の内容については議事要旨に掲載せず選考終了後に総括報告書を出すと表明していたこともあるため、詳しく解説させていただいた。
- (委員) 体制面やキーパーソンの評価といった場合、外資系については、実際に運用する海外のマネジャーを本当に評価したのか、という疑問が呈されるのではないか。
- (事務局) 外資系については、海外の運用責任者が実際に面談に参加したパターンが多かった。また、運用部門の指揮命令系統については海外も含めて突っ込んで聴取した。

6. 林退共における合同運用の金額増額について

事務局より、林退共の中期計画における資産運用の目標である「合同運用割合の引き上げを検討し、必要に応じて見直しをおこなうこと」について機構にて実施した検討及び見直しの内容について説明が行われ、審議の結果、了承された。

事務局からの主な説明は以下のとおり。

- ・ 林退共については累積欠損金解消計画の見直しが急務であるが、長期的な収支予測を立てるために、被共済者の実態を把握する必要があること、今年度実施予定の財政検証の結果等も踏まえる必要があること等が勘案され、財政検証後9か月以内に累積欠損金解消計画を見直すことになっている。
- ・ 「合同運用割合の引き上げ」は、累積欠損金解消のために運用面で採り得る施策として検討対象となったもの。
- ・ 林退共における合同運用割合引き上げの適否、可否について、現在の林退共制度が抱えているリスクの状況、収益性、流動性等の観点から検証を実施した。
- ・ 林退共制度の抱えているリスクについては、合同運用開始時の期待リターンを前提としたモンテカルロシミュレーションを実施した結果、下位1%タイルの場合、5年間で発生する累積欠損金が拡大するが、現在の基本ポートフォリオの期待収益率については、採算利回りに対して逆ザヤとなっている。
- ・ 累積欠損金を抱える中でリスクを増やすことは原則には反するが、経費削減と合わせて逆ザヤを解消する施策として、「合同運用割合の引き上げ」は肯定し得ると判断した。
- ・ 合同運用への資金追加により、流動性に問題の生じないことも、過去の退職金額、退職者比率等を踏まえて確認した。
- ・ 以上から、合同運用への資金追加は適切かつ可能であるとの結論に至った。

<主な意見・質問>

- (委員) 流動性リスク検証のところで、退職者比率については過去における最大値としているものの、退職金額については直近の値を採用しているが、なぜか。
- (事務局) 過去のデータを見ると、退職者比率が大きく上昇する局面において退職金額大きく上昇するというような事態は生じていないことと、近年における退職金額の低減傾向を勘案したものである。
- (委員) 林退共制度の累積欠損金が解消されていない要因の一つとして、責任準備金の増加を挙げられていたが、今後も同様の要因により累積欠損金が増加していく可能性がある。その場合、今回のような運用の見直しだけでなく、運用以外の部分での抜本的な見直しを別途考える必要があるのではないか。
- (事務局) 過去の資産運用委員会で林退共制度の累積欠損金解消計画について議論した際に、資産サイドで出来る事には限界があるとの意見を頂いた。機構としては、財政検証の結果を踏まえ累積欠損金解消計画を作成するが、資産運用委員会では、その累積欠損金解消計画が、資産運用として問題がないかを審議して頂くことになるかと思う。

7. 資産運用受託機関の評価基準について

事務局より、抜本的な見直しを予定している運用受託機関の評価基準の大まかな方向性について説明が行われた。審議の結果、資産運用受託機関の新しい評価基準の方向性について、資産運用委員会として情報・認識を共有し、事務局においては、今回の審議内容を踏まえた上で、評価基準案の作成を行うこととなった。

<主な意見・質問>

- (委員) 定量評価と定性評価については、あまり対立的な概念として表現をしすぎると誤解を招く可能性がある。両者についての表現を工夫して頂きたい。
- (委員) 運用機関のモニタリングでは、ヒアリングの時間だけではなく、回数も重要であると考えている。回数を重ねると、受託機関の説明と実際の運用の間の矛盾が炙り出されてくるものであり、その説明を運用機関がどのように行うかを見ていくことは、モニタリングの手法として有用であると考えている。

(了)

令和元年度第6回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和元年12月23日（月）13：30～16：00

【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、玉木委員長代理、田中委員、中島委員、馬庭委員

※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4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. 基本ポートフォリオ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、毎年度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、建退共については基本ポートフォリオの見直しの必要性が示されたことから見直し作業に着手すること、清退共については見直す必要があるとの結果ではないが、合同運用に移行するので基本ポートフォリオは変更となること、林退共については累損解消計画を策定中で計画が具体化したところで当委員会にて図ることが了承された。

事務局による説明の概要は下記のとおり。

- ・金融・経済予測では、内閣府ベースラインケースの国内長期金利が下方修正されたが、ほぼ当機構の見通しと合致した形であるため、総じて基本ポートフォリオの変更が必要となるような前提条件の大きな変化は見られない。
- ・基本ポートフォリオの資産クラス別構成比算定の基になる標準偏差、相関係数に構造変化を伺わせるような動きは見られない。
- ・剰余金の水準と想定損失額の経理毎のバランスについては、建退共給付経理で抱えているリスクと取り得るリスクのバランスが崩れているため、基本ポートフォリオを見直すべきであり、来年度よりその見直し作業に入りたいと考えている。それ以外の経理については、この観点で現時点では見直す必要がないものと思料。
- ・財政状況からは見直す必要がない清退共給付経理だが、資産運用規模が小さく、効率性が悪いという課題があるため、既に当委員会及び運営委員会において承認されている中退共との合同運用を開始することになるが、その結果として基本ポートフォリオが変更される。なお、来年4月の移行に向けて準備を進めている。

- ・林退共については、中退共との合同運用をしていることから、基本ポートフォリオの見直しの対象にはなっていないが、累積欠損金解消計画を見直すことになるため、計画が具体化したところで当委員会にお諮りする。

<主な質問、意見等>

- (委員) 建退共については剰余金枯渇の可能性から基本ポートフォリオの見直しを行うとのことだが、建退共を見直すのであれば、清退共についても期待リターンの低下幅は看過し得ないのではないか。中退共についてもモンテカルロシミュレーションの 50%tile の数値が減少傾向を示しているのであれば、事前に手を打つ方がよいのではないか。
- (事務局) 清退共については、中退共・林退共との合同運用を行うことで基本ポートフォリオが変更される。中退共については、金利の動向等は想定の範囲内で動いており、基本ポートフォリオの見直しについては、5年に一度の財政検証のタイミングでよいと考えている。仮に今後想定以上の金融ショックが発生した場合は、金融経済構造への影響を見極めてから基本ポートフォリオ変更の検討をすることになるかと思う。
- (委員) ヘッジ付外債の期待リターンがマイナスとなっているが、期待リターンがマイナスになった場合の扱いについて、事務局としてどう考えているか。
- (事務局) 短期金利差が向こう5年間拡大したり、足元のドル・ヘッジニーズの高まりが今後5年間続くような想定の下でヘッジコストの見通しの水準が高くなり、マイナスとなっているが、実際には、特定の通貨に対する需要が継続して強いという状況が続くとは考えにくい。また、ヘッジ付き外債における予想収益率のマイナスは、買い切りの国債の利回りがマイナスになることとは意味合いが異なると考えている。
- (委員) 長期金利の予測を保守的に横這いで置いているとのことであるが、金利上昇時には保守的とはならない。
- (事務局) 「横這い」を保守的と考えている訳ではなく、基本ポートフォリオ策定時の金利見通しとして、金利上昇を想定する内閣府等の見通しよりも、10年国債の利回りがゼロ近傍で推移するとの見通しの方が保守的と考えたということである。
- (委員) 標準偏差と相関係数については過去のグラフがあるが、資産別の期待リターンの推移についても示してほしい。
- (事務局) どのような数値をお示しするのが適当か検討する。

3. 令和元年スチュワードシップ活動状況の概要

事務局より、令和元年におけるスチュワードシップ活動に関する報告案が示され、概要の説明が行われた。

質疑応答の上、1月上旬を目処に各資産運用委員から意見等を事務局に連絡することが了承された。事務局からの説明の概要は以下のとおり。

公的機関としてスチュワードシップ活動を本格化して2年目となる令和元年の活動内容は、前年に続き『理事長による国内主要運用機関の親会社のトップマネジメントとの面談』、『運用受託機関の運用チームによるスチュワードシップ活動報告会』の重層的構成であり、「運用機関ビジネスの将来展望」、「企業ガバナンスを巡る動き」、「ESG投資」等について情報・意見交換を行った。

理事長の面談では、昨年のスチュワードシップ活動及びマネジャー・ストラクチャー見直しの経験を踏まえ、下記3点の意見を述べ、面談先トップマネジメントと問題意識が共有された。また、面談は来年以降も継続することが合意された。

- ①資産運用業界活性化のためには、思い切った資源投入が必要。
- ②企業ひいては本邦金融市場の価値を長期的に高めることに繋がるようなスチュワードシップ活動を実施するには、適切な人材の投入が必要である。
- ③ESG投資について、日本においては「ヒト、モノ、カネ」の経営資源の中で最も必要になるのは「ヒト」であり、「S」が今後重要性を増すと考えている。当機構は公的機関のアセットオーナーとして「S」の重要性を発信したい。

<主な質問、意見等>

- (委員) 公的機関がESG投資の重要性を説く場合、その機関の設置法等法的な根拠との関係性、整合性が必要。「S」の重要性を強調する場合も、どのような立場から、どのような意味合いで、重要視しているのかを明確にすることが必要。
- (委員) 報告の中でESG投資について触れている箇所が多いので、ESGに関する機構のスタンスや取組状況を明記しておくことが望ましい。

4. 資産運用受託機関の評価基準について

事務局より、資産運用受託機関の評価基準について、前回の委員会での意見を踏まえて修正を行った、評価の「目的」や「基本的な考え方」、具体的な評価項目やチェックポイント等について報告・説明が行われた。質疑応答の上、1月上旬を目処に各資産運用委員から修正等の要否を事務局に連絡することが了承された。

<主な質問、意見等>

- (委員) 評価基準の公表は予定されているのか。
- (事務局) 予定はしていなかったが検討する。

- (委員) 評価の「目的」案が「運用受託機関の交代や委託金額の変更の必要性の確認」になっているが、交代等は結果であって「目的」は飽くまでも「投資の質が維持されているかの確認」なのではないか。
- (事務局) 再検討する。ご意見をお寄せ頂きたい。
- (委員) 従来は相対評価ではなく絶対評価を導入することだが、評価基準如何。
- (事務局) 基本的には、各機関毎に採用時に期待された水準や内容に照らして判定することを考えている。

5. その他

(1) 特定業種退職金共済制度の財政検証

厚生労働省雇用環境・均等局勤労者生活課長より、令和元年12月16日開催の「第73回労働政策審議会勤労者生活分科会中小企業退職金共済部会」について、概要の報告が行われた。

各特定業種退職金共済制度への対応案等の概要は下記のとおり。

【建退共】

- ・財務状況の悪化を軽減しつつ、退職金の水準を確保する必要があることも考慮し、令和3年10月を目処に『掛金日額を310円から320円に引き上げ』、『予定運用利回りを3.0%から1.6%以上1.8%以下の範囲で引下げ』を検討。

【清退共】

- ・制度の当面の運営には支障は生じないものと考えられることから、予定運用利回りの見直しは行わないが、資産運用面の課題に対処するため、中退共との合同運用を開始することを検討。

【林退共】

- ・平成17年度からの「累積欠損金解消計画」の進捗が遅れており、現状のままでは中長期的に見ても解消しない見通し。そのため、下記の三点を検討。
なお、①～③を実施し、予定運用利回りを0.1%とした場合、令和24年度に累積欠損金が解消する見込み。
 - ①現行の予定運用利回り（0.5%）の引き下げ。
 - ②毎年度1,000万円の業務経費の削減。
 - ③退職金支給に備えるための余剰資金のうち、1億円を自家運用から委託運用へ移行。

<主な質問、意見等>

- (委員) 建退共については制度全体で見直す必要があること、清退共については潤沢な

累積剰余金を有しており財務面に関する限り大きな問題はないことは認識した。一方、累積欠損金を抱えた林退共について、「制度の持続性」をどのように考えているのか。

- (厚労省) 持続可能な制度にするためには、累積欠損金の早期解消が重要と考えており、財政検証ではできるだけ早期に解消するよう、対応案を提示しており、審議会委員からは 0.1%まで引き下げる必要性があるのではないかと意見を出された。また、「制度全体の在り方を見直す時期に来ているのではないか」との意見もあり、今後、議論・検討を行う必要があると考えている。
- (事務局) リスクファクターは、資産運用残高の減少にも繋がる被共済者数の減少。現在は下げ止まっている被共済者数の動向が重要。
- (委員) 清退共の被共済者数が 29 年度から 30 年度に急減している理由如何。
- (事務局) 被共済者の実態調査を実施し、退職金の受給権がなく、10 年以上共済手帳の更新がないような、今後、退職金を請求する可能性が極めて低いと思われる方々を、「推定脱退者」として被共済者数から除外したため。
- (委員) その際、給付債務も減ることになるのか。
- (厚労省) 然り。
- (委員) そうした形で累積剰余金が増えてきたと思われるが、そうした剰余金の取り崩し方については、公平性の観点からも十分な検討が必要。

(2) 財務状況、資産運用等関係資料（建退共）

事務局より、建退共の給付経理及び特別給付経理の現状、その対策等について報告が行われた。概要は下記のとおり。

- ・特別給付経理については、国内債券を除いて運用受託機関が一社となっていることに加え、その他の国内株式、外国債券・株式の規模も小さく、運用効率が低下。
- ・上記に加え、予定運用利回りの見直しの状況を踏まえ、令和 2 年 4 月以降、
 - ①基本ポートフォリオの見直し
 - ②マネジャー・ストラクチャーの見直し
 - ③給付経理と特別給付経理の合同運用の検討が、必要になると考えている。

<主な質問、意見等>

- (委員) マネジャー・ストラクチャーの見直しについて、中退共で多くの資源を投入して得られた結論を、何かしら活用して行うのか、それとも真っ新たな状態からやるのか。
- (事務局) 進め方等については、4 月以降の資産運用委員会にて議題として取り上げ

たい。

(3) 平成31年4月から令和元年9月の資産運用実績報告

事務局より、運用実績報告における表の形式について、前回の資産運用委員会において委員から提案され、多くの委員の支持を受けた修正方法（※従来通り金銭信託の内訳は期間収益率、それ以外は年率換算して利回りを表示するが、それぞれの表に年率換算か期間収益率かを明示する）を反映した改正案が示された。審議の結果、新たに提案された表示場所の修正を施したうえで、この表の形式が承認された。

<主な質問、意見等>

(委員) 「年率換算」の表示は、表の中の各項目ではなく、見出しに付けた方が分かり易いのではないか。

(事務局) そのように修正する。

(了)

令和元年度第7回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和2年2月21日（金）13：30～16：20

【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、玉木委員長代理、田中委員、中島委員、馬庭委員

1. 議事録の確認

事務局より、令和元年度第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。

令和元年度第6回資産運用委員会議事録（案）が提示され、3月中旬を目処に、各資産運用委員から修正が必要な場合に事務局へ連絡することが了承された。

2. 退職金共済事業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31年4月から令和元年12月における6経理（注）の運用実績について、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31年4月から令和元年12月の運用利回りは全経理でプラスとなった。
- ・ 委託運用の利回りについても全経理でプラスとなった。内外株価が上昇し、金利も国内外で低下したことによる。
- ・ この間の運用受託機関のパフォーマンスをみると、全体では全経理でベンチマークを上回った。資産ごとのパフォーマンスでは、各経理とも外国株式がベンチマーク対比で劣後した。スタイル分散が十分に出来ていない結果であると考えているが、中退共・林退共同運用資産における外国株式のパフォーマンスについては、12月上旬まではマネジャー・ストラクチャーの見直し前の運用実績であり、運用受託機関交代後の、1月以降の運用に期待したい。

3. 平成30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30年度資産運用結果報告の案文が提示された。審議の結果、各委員が3月上旬までに事務局までに修正の要否について連絡を行い、事務局にて最終案を作成したうえで、全委員の了解が得られた段階で公表することとなった。

事務局からの主な説明は以下のとおり。

- ・ 本報告は、機構の資産運用が運用の基本方針に沿った形で行われたかについて、基本方針の条文ごとに確認する形でまとめたものであり、機構が作成する報告書である。

- ・ しかしながら、本報告は、資産運用委員会が機構の資産運用について評価し、公表している「資産運用に関する評価報告書」と内容に重複感があること、また本報告の公表内容が、公表時点から見ると、2年近く前と旧聞に属する内容である点等を当委員会からかねてより指摘があった。
- ・ 勤生課と協議して見直しを行った結果、本報告については、令和元年度以降、その内容を「資産運用に関する評価報告書」に組み入れることとした。したがって、本報告の作成は今回の平成30年度版で最後となる。
- ・ 平成30年度版の主な特徴点は次のとおり。
 - ① 平成30年度から、第4期中期計画に入り、中期目標が変更されたことに伴い、「資産運用の基本方針」の運用の目標等が変更されている。運用の目標については、前期中期計画では収益の確保に眼目が置かれていたが、第4期中期計画では「必要な利回りを最低限のリスクで確保」することとされ、リスクとリターンのバランスも求められている。
 - ② 「基本ポートフォリオの毎年度検証」については、定例検証の位置付けについて、「基本ポートフォリオの見直しが必要となるような前提条件の変化が生じていないかどうかの確認」であることを明記した。※
※平成30年度に当委員会において審議され、合意されたもの。
 - ③ 自家運用の分散投資においては、清退共特別給付経理において、残存年数が短い債券の利回りがマイナス金利となっていることから、ラダー型のポートフォリオ構築が実現できていない旨を記載した。
 - ④ 平成30年度から実施したマネジャー・ストラクチャーの見直しにおいては、従来とは異なる評価基準で実施した旨を記載した。

<主な意見・質問>

(委員) 「必要な利回りを最低限のリスクで確保」という目標については、長期的な観点から実施する必要がある、ということを繰り返し説明していく必要がある。資産運用に慣れていないと、最近の状況がずっと続くように考えてしまう傾向があり、その結果、短期的に良い運用結果が出た場合、必要な利回りを最低限のリスクで確保という観点から、もっとローリスクのポートフォリオに変更すべきという議論が出てくるのがよくある。運用に携わる者が、運用については長期的な観点から判断すべきであることを、注意喚起していく必要がある。

(事務局) 中退共の次回の財政検証において検討課題となっている付加退職金制度の問題は、正にそうした長期的観点の重要性が論点になると考える。

(委員) 「資産運用の基本方針の規定」に中期と長期という言葉があるが、具体的な期間が読む人まかせになってしまうので、もう少し具体的な定義があると、

この報告書を読む方にとっては親切ではないか。

- (事務局) 具体的な定義があるわけではないが、機構は中期計画の独立行政法人であるので、中期の目途は5年程度と考えている。
- (委員) 運用の目的については、「事業の安定的運営に必要な収益の長期的確保」をポートフォリオ全体で、どのような形でやっているのかが、ここで記載されるべきであるが、内容的に自家運用のことしか書かれていない。
- (事務局) 委託運用部分においても、スタイル分散等により、運用の目的の達成を目指しているということを記載させて頂く。
- (委員) 本報告を評価報告書に組み入れるとのことであるが、勤生課との議論の内容及び組み入れ方の方向性如何。
- (事務局) 「運用の基本方針」の条文に沿った形での評価、という形式は残すべきとの議論があり、一方で重複を可能な限り避けるため、逐条的な適合性の評価部分については、結論のみをまとめた表形式で別添資料とする方向を考えている。

4. 資産運用受託機関の評価基準について

事務局より、資産運用受託機関の評価基準について、これまでの委員会における意見を踏まえた修正案が提示され、説明が行われた。

審議の結果、資産運用受託機関の評価基準案について、追加的なコメントがある場合には、各委員より3月上旬をめどに事務局まで連絡することとなった。また、外部への開示については、引き続き、事務局にて検討することとなった。

事務局からの主な説明は以下のとおり。

- ・ 評価の「目的」について、原案では「委託金額の変更の要否判定」としていたが、それは「手段」ではないか、とのご指摘を踏まえ、「機構として運用の目標を達成する可能性を高からしめること」に変更した。
- ・ 「評価の方法」として、相対評価ではなく期待レベルに対する評価という形をとることや総合点での評価ではなく項目別評価とすること、評価の頻度等を記載した。
- ・ 「評価の概要」として、具体的な評価項目を取りまとめた。

<主な意見・質問>

- (委員) 評価項目の名称については、人によって解釈が異なる可能性がある。評価の基準がぶれないように、言葉の定義を注記しておく必要がある。
- (委員) 評価基準についての開示の方針如何。
- (事務局) 現段階では開示は考えていないが、運用の基本方針は開示しているので、評価ポイントはそこで開示することを考えている。
- (委員) 評価基準の開示は、運用会社に対して、しっかり準備して対話する必要があるアセットオーナーであることを知らしめるメッセージになり得る。

- (委員) 運用受託機関との対話を建設的なものとするには、機構の評価に関する考え方を伝える必要があり、組織としての説明責任を果たす上では、運用業界全体にある程度情報発信した方が、無用の憶測等を避けられるのではないかと。
- (事務局) 対外公表の方法等、検討する。
- (委員) 公的機関のアセットオーナーとして、運用業界全体の水準を上げていくという理念があるのであれば、業界全体への情報発信は重要なポイントである。
- (委員) 運用受託機関によって、目標として申告している超過収益率の目標水準や位置付けが異なると思うが、評価方法如何。
- (事務局) 超過収益率の水準だけで横並び比較をすることは考えていない。安定性等も含めて期待する水準を個別に設定して、その水準と比較して評価することを考えている。
- (委員) 自己申告の水準は高めに設定されており、実現は難しいことが多い。
- (委員) 各ファンドの目標水準は、自主申告の数字そのものではなく、様々なミーティング等を踏まえて機構が期待する水準を設定するものであろう。
- (委員) 超過収益率を運用受託機関同士で単純に横並び比較をしないということは理解したが、同スタイルのユニバースの中での比較は行わないのか。
- (事務局) 運用コンサルティング会社に依頼し、実施する予定。
- (委員) 超過収益率でみた運用実績は、規律付けの観点から必要である一方、それ以外の定量的評価方法として、ポートフォリオの構築において、リスクの水準が目標に届いているか、宣言した運用スタイルを実現できているかについて見ることも重要であり、定量的にチェックすべき。
- (事務局) 自己申告の水準が達成できないとしても、運用結果の定期報告会等では、その理由について確りと説明を求めていきたい。
- (委員) そこは厳しく追及すべき。ポートフォリオ構築において瑕疵がないか、定量的にも確認したうえで説明を求めることが必要。
- (委員) 機構とビジネスをすることが大変であり、一方で機構とビジネスすることが勲章になる、そうした存在になるために、厳しい対応も必要。

5. 給付経理と特別給付経理の合同運用について（建退共）

事務局より、建退共給付経理と建退共特別給付経理の合同運用について説明が行われた。審議の結果、建退共給付経理と建退共特別給付経理の合同運用を実施する方針について、委員会として了承した。

事務局からの主な説明は以下のとおり。

- ・ 特別給付経理については、現行の委託運用における委託金額が150億円と少額であり、委託先も分散されておらず、運用効率が低下している。
- ・ 上記への対策として、給付経理と特別給付経理の合同運用を検討しているところ

であるが、合同運用を実施するには、根拠法令の改正が必要である。合同運用の具体的な中身については今後議論頂くとして、今回は省令改正に先立って合同運用を実施するという方針について、ご承認いただきたい。

- ・ 合同運用を行うメリットとしては、給付経理においては、運用に係る費用負担の軽減、特別給付経理においては、資産規模の制約から特別給付経理単体では困難であるマネジャー・ストラクチャー見直しの効果を楽しむというところが見込まれる。
- ・ 以上の理由から、基本ポートフォリオの見直しに併せて、合同運用を実施する方向で検討していきたい。

<主な意見・質問>

- (委員) 予定運用利回りが決まったのち、基本ポートフォリオを決めることになるかと思うが、安全資産の期待リターンが軒並み低下していった中で、3%の予定運用利回りはもう実行不可能。そうなると、財政検証で決定される予定運用利回りが非常に重要。現時点での目途如何。
- (事務局) 運営委員会・評議委員会では、1.6%以上1.8%以下の範囲ということで提案する予定。建退共は働いた日数分、証紙を貼るシステムであり、1年分に相当する252日分が貼られるのに、平均的には20か月程度掛かっている。したがって、受け手にとっての利回りは大体0.6掛けくらいになる。
- (委員) 予定運用利回りが決まった後、基本ポートフォリオを決めることになるが、予定運用利回りが余り高い水準になると、資産の6割を占める自家運用は売却できない以上、残り4割でかなりリスクを取らざるを得なくなる。この点は確認が必要。
- (事務局) 基本ポートフォリオについては、予定運用利回りが決まった後、改めてご議論頂く。
- (委員) 予定運用利回りが決まってしまうと基本ポートフォリオはそこに縛られて作られることになる。中退共の基本ポートフォリオの期待リターンは、策定時点で1.1%だが、その後、安全資産のリターン予想値は軒並み下げている。この中で、予定運用利回り1.6%が、実効的には1%前後になるとしても、かなりきついと思われるので、ご認識いただきたい。
- (委員) 給付経理と特別給付経理で合同運用すると、自家運用の比率に15%程度差があるので、その分両経理の間で異なる期待収益率となる。その場合予定運用利回りとの関係で整合性が取れなくなってくる可能性があるのではないかと。
- (事務局) 財政状況に応じて給付経理と特別給付経理で目標とする採算利回りは異なるものになる。両経理の差異の調整は自家運用にて行うことを考えている。
- (委員) 自家運用のウェイトで調整を行うとしても、15%の差をいきなり埋めること

はできないので、調整中は期待収益率や基本ポートフォリオが変わってくる
ことについて、どのように説明を行うかという点については留意する必要がある。

6. 資産運用の基本方針の改正について

事務局より、資産運用の基本方針について、①中退共・林退共の合同運用に清退共が
加わることに伴う変更、②金銭信託から包括信託への用語の変更、③林退共において、
自家運用から委託運用への資金移動を行うことに伴う基本ポートフォリオ構成比の変
更、に係る改正を行う旨の説明が行われた。審議の結果、基本方針の改正について了承
された。

(了)

令和2年度第1回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和2年4月20日（月）

【開催方法】 書面開催(注)

【参加者】 村上委員長、玉木委員長代理、田中委員、中島委員、馬庭委員

(注) 新型コロナウイルス感染拡大防止の観点から、資産運用委員会規程第9条に基づき、資産運用委員長が書面開催を決定した。

以下は、電子メール等を通じて行われた議題に関する説明および質疑応答の概要を従来の形式にてまとめたものである。

【議事要旨】

1. 議事録の確認

事務局より、令和元年度第6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。

また、令和元年度第7回資産運用委員会議事録（案）が提示され、5月上旬を目処に、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. 令和元年度資産運用に関する評価報告書（案）について

厚生労働大臣から令和元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「令和元年度資産運用結果に対する評価報告書」（以下、「評価報告書」という。）の構成等について、審議が行われた。事務局の説明の概略は下記のとおり。

[評価報告書と運用結果報告の統合]

委員会にて記載内容の重複が指摘されてきたことから、今回（令和元年度実績分）より「評価報告書」に機構の「運用結果報告」を添付することで対応させて頂きたいと考えている。具体的には、従来の「運用結果報告」の主要部分である「資産運用の基本方針」の各条項への適合性判定について、簡潔に表形式でまとめ、別紙として加えさせて頂く形を考えている。

[運用実績について]

令和元年度の運用利回りは、新型コロナウイルス問題を契機とした内外株価下落を主因に、清退共特別給付経理を除く全経理でマイナスとなった。

また、アクティブ運用受託機関の超過収益率も外国債券と国内株式の2資産でマイナスとなった。アクティブ運用受託機関の収益率がベンチマークを下回ったのは、①資産クラス毎のスタイル分散が不十分な中、相場展開が裏目に出た（建退共）、②新型コロナウイルス問題を契機とした大幅な相場変動により、外国債券で高めのリスク戦

略をとる先の損失が膨らんだ（中・林退共合同）、③国内株式では、日銀によるETF買入等で、割安・割高銘柄の見定めを収益源とする運用機関の戦略が上手く機能しなかったこと（中・林退共合同）等が要因。

[令和元年度のトピックス]

令和元年度の資産運用業務におけるトピックスとして、①中・林退共合同運用に係るマネジャー・ストラクチャーの見直し（国内株式、外国株式分）、②清退共の中・林退共との合同運用の決定、③運用受託機関の評価基準の見直し、④国債のマイナス金利化と政保債の発行額減少への対応策としての自家運用対象債券の拡大（地方債）、⑤スチュワードシップ活動を巡る審議・助言内容、等があった。

[運用関連業務の実施状況]

対外公表の実施状況について、令和元年11月に公表したマネジャー・ストラクチャー見直しの総括報告書に対する評価と、議事要旨の公表タイミングの改善要望を記載することを考えている。

<主な質問、意見等>

- (委員) 日銀の指数連動型ETF買い入れでベンチマークが下げ渋り、運用機関のパフォーマンスに影響するという、特異な現象が生じているため、その影響について説明しておく方がよい。
- (事務局) 日銀の指数連動型ETF買い入れと運用受託機関のパフォーマンスの関係について注記する。
- (委員) 日銀の指数連動型ETF買い入れと運用受託機関のパフォーマンスの関係が分かり難い。丁寧な説明が必要。
- (委員) スチュワードシップ活動に言及する際、機構の活動がどのような意味でわが国の運用機関・業界の質的向上、アセットオーナーや共済契約者の利益になるのか、説明が必要。
- (委員) 各資産クラスにおける運用受託機関全体のリスクエクスポージャーの動向については、機構側でリスクモデル等を使って評価しているのか。
- (事務局) 個別ファンドのリスクエクスポージャーの動きは報告を受けているが、各資産クラスのリスクエクスポージャーの動向の独自分析は行っていない。今後、実施する方向で検討する。
- (委員) 運用受託機関のリスクの取り方に問題は無かったのか。リスクテイクのタイミングやエクスポージャーの管理方法を、どのように点検、管理しているのか。
- (事務局) リスクの取り方については想定範囲内であったと認識している。ただ、極めて短期的かつ大幅に相場が変動したため、特定のスタイルで損失が嵩み、スタイル分散だけでは損失を相殺し切れなかったことに加え、日

銀による ETF 購入の影響も指摘されている。何れにしても、中長期的にはスタイル分散によるリスク分散効果が期待できると考えている。

4月以降のパフォーマンスについては、令和2年度第1四半期に関する運用受託機関からの運用報告書等をもとに分析の上、9月の委員会にて報告する予定。

3. 資産運用の基本方針の改正について

事務局より、アクティブ運用受託機関の評価基準の変更に伴う資産運用の基本方針の改正について、これまでの審議内容を反映させた新旧比較表の案が提示された。

審議の結果、改正案が承認された。

<主な質問、意見等>

(委員) 「運用実績については、中長期のパフォーマンスに拠って、評価する。」との記述について、中長期の具体的な年数等、より具体的な内容にすることは出来ないか。

(事務局) 基本方針については、大きなフレームワークを記載するものとの位置付けのため、より詳細な説明は、運用受託機関に示すガイドラインに記載する方針。

4. 特定業種退職金共済制度の財政検証について

事務局より、特定業種退職金共済制度の財政検証については、今後、令和元年度の収支状況を踏まえた上で、中小企業退職金共済部会を開催し、特定業種退職金共済制度の財政検証についての議論を行う予定であることが報告された。

(了)

令和2年度第2回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和2年5月14日（木）

【開催方法】 書面開催(注)

【参加者】 村上委員長、玉木委員長代理、田中委員、中島委員、馬庭委員

(注) 新型コロナウイルス感染拡大防止の観点から、資産運用委員会規程第9条に基づき、資産運用委員長が書面開催を決定した。

以下は、電子メール等を通じて行われた議題に関する説明および質疑応答の概要を従来の形式でまとめたものである。

【議事要旨】

1. 議事要旨及び議事録の確認

(1) 議事要旨

令和元年度第7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、一部修正を行った後、公表することです承された。

(2) 議事録

事務局より、令和元年度第7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. 速報ベース決算と金融ショックの影響

事務局より、各経理の令和元年度決算速報値及び令和2年1月から3月の間の金融ショックが資産運用に与えた影響について報告された。また、決算確報値については、固まり次第、別途委員へ報告することとされた。事務局による報告の概要は下記のとおり。

- ・ 厳密に金融ショックの影響を抽出することは難しいが、今般の金融ショックにより、委託運用部分で10か月の間に積み上げた運用益が2か月の間に全てなくなり、更に運用損が生じるほどであった。

※中退共では300億円程度の運用損となり、前年度末で約4,300億円あった累積剰余金が600億円弱減少する見込み。

3. 資金繰りの確認について

事務局より、新型コロナウイルス感染症が、機構の資金繰りにおいて与える影響及び現状の対応策について以下のとおり説明が行われた。

- ・ 新型コロナウイルス問題の特徴は、金融市況の変動に加え、同時並行的に実体経済に大きな影響が発生している点にあり、資産運用損益だけでなく、退職金共済事業における資金フローにも大きな影響を与える可能性が高い。このため、資

産運用業務の流動性管理という側面から点検が必要。

- ・ 点検の結果、年度ベースの収支差や年度内における月ベースの収支差でみても流動性は確保されている点を確認された。ただ、新型コロナウイルス感染症の影響が再度大きくなるかもしれない点を踏まえ、当面は見合わせる事が可能な債券の購入は見合わせ、流動性の確保に努める。なお、金利が極めて低い水準にあるため、自家運用において慎重対応しても、運用収益に与える影響は限定的。

<主な意見・質問>

(委員) 新型コロナウイルスの問題については、確かに危機であり、また未曾有のものであるが、右往左往しないことが肝心と思う。株価急落の際のリバランスについても、冷静に対応すべきである。また、流動性が重要であることは言うまでもないことであり、債券購入を年度計画分(購入予約等で変更の難しいもの)とそれ以外に分けて管理するのは適切かと思う。

(委員) 預金は、マイナス金利になっているのか。

(事務局) マイナス金利ではない。

(委員) 各経理とも、当分の間は、手元流動性確保のために見合わせられる投資は見合わせるとの方針は了解したが、投資再開の基準・タイミングについては、今後検討することになるのか。

(事務局) 然り。实体经济への影響、特に掛金収入と退職金支払について、広範かつ深刻な影響が長期間続くような事態が回避可能と思われる状況になるまでは、様子を見る必要があると考えている。

(委員) 購入予約済みの債券の購入を見合わせた場合、来年度以降安定的に債券を購入できるかという懸念を持たれているが、自分も同じ懸念を持っている。特に市場での人気銘柄のキャンセルについては、やむを得ない事情でも、今後購入する際に影響が大きいと思うので、出来るだけキャンセルという事態は避けるべき。

4. 格付け基準について

事務局より、機構の資産運用における格付け基準と対応方針、直近の国内外の格付機関による格下げの動き、運用受託機関における投資対象債券格下げに伴う売却の状況について報告が行われた。報告の概要は下記のとおり。

- ・ 格付けの高い債券を機構は投資対象としており、現在のような状況では、その格付け基準が生きてくる。もし、投資対象債券が格下げとなり基準に抵触した場合は、速やかに売却するようにしている。
- ・ 現局面では、投資ユニバース全体としては格下げがかなり発生している模様であるが、当機構の運用受託機関が保有している債券の中で、格下げによって基準

に抵触、売却されたケースは、目下のところ外国債券で1件のみ。

<主な意見・質問>

- (委員) 自家運用の簿価評価債券は、原則売却できず、一部売却すると当該年度購入分が全て時価評価されると認識しているが、格付け基準による売却は、その例外となるのか。
- (事務局) 然り。独立行政法人会計基準上、「独立行政法人が定める信用上の運用基準に該当しなくなったことに伴い、運用基準に該当する他の債券に切り換えるために売却した場合」については、例外扱いとなる。

5. リバランスについて

事務局より国内外の株式の下落が中退共のリバランスに与える影響と、建退共におけるリバランスの方法及び課題について以下の通り説明が行われた。

- ・ 中退共についてリバランスが必要となる国内外の株式の水準を幾つかの前提※を置いて試算した。

※ 国内株式と外国株式及び機構保有株式の下落率が同じと仮定。

現在の水準から今回のショックで生じた下落率とほぼ同程度下落すると、その水準に達するため、第2のショックが起こればリバランスの可能性もある。

- ・ 建退共のアクティブ運用部分についてはバランス型の委託を行っているため、本来であれば、運用受託機関が個々にリバランスを行うだけでよく、機構がリバランスに携わる必要はない。

しかし、特定の資産クラスの運用実績が振るわない運用受託機関について、当該資産の委託を解約するという委託先管理方法を採用してきたため、実際には個々のリバランスの結果が全体のバランス維持に必ずしも繋がらず、機構による調整が必要になる可能性があるという課題がある。

<主な意見・質問>

- (委員) ドリフトの許容レンジがやや大きいように見えるので、今のリバランスの方法、考え方の決定の経緯について、解説をお願いしたい。
- (事務局) 乖離許容幅の大きさやリバランスの方法については、平成28年度第8回資産運用委員会でご議論頂いている。当時の資料、議事録をご確認頂き、追加的な質問があればご説明させて頂く。
- (委員) 建退共については、複数の運用機関にバランス型運用を委託していることもあって、資産構成割合の管理に特に注意が必要なようだ。バランス型運用の委託先、委託概要、経緯について解説をお願いしたい。
- (事務局) 一度説明の機会を設けさせて頂く。因みに、令和元年度第6回及び第7回

資産運用委員会において、建退共の運用委託先及び運用委託金額の現状についてご説明しているので、そちらもご確認頂きたい。

(委員) 建退共のリバランス事務について人間的に負担が重いとのことだが、これは人数が増えれば解決し得るという理解でよいか。また、リバランスの実施に際してコンサルタントは活用しているのか。

(事務局) 人件費の制約もあり、単純な増員での解決は難しい。リバランス実施に際して運用コンサルティング会社等は使用していないが、資産管理機関から提供されるデータを基に担当課において実施している。アクティブ運用の委託方法については、選択肢を検討し、今後当委員会においてご審議賜りたい。

(委員) 建退共のように一つの運用受託機関に複数資産の運用を同時に委託する場合、全体のアセットミックス管理が難しくなるというのはよく分かる。その場合、一つの運用委託先にオーバーレイあるいはリバランスラーとしての機能を負わせるという方法も考えられるが、いずれにせよ建退共については、基本ポートフォリオの見直し、マネジャー・ストラクチャーの見直しの中で、新しい委託形態と管理方法を詰めていけばよいと思う。

(了)