

平成 29 年度第 5 回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】平成 29 年 11 月 27 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、小枝委員、中島委員

※資産運用委員会規程に基づき、3. の議題のみ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 29 年度第 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。

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

平成 29 年 4 月から 9 月における 6 経理（注）の運用実績について概略以下の通り報告し、了承された。

（注）中退共給付経理、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、林退共給付経理

- ・ 4～9 月は内外株価の好調を背景として、株式による運用をしていない清退共特別給付経理を除く全ての経理において高めの運用利回りを確保した。
- ・ 全経理ならびに全資産区分において、委託運用の超過収益率がプラスとなった。
- ・ 運用資産の構成状況については、株高の影響を受けて内外の株式資産の比率がやや大きくなっているものの、乖離許容幅の範囲内に収まっている。
- ・ 中退共において、政府保証債の購入手続きについて見直しを行い、一定金額の削減が図られた。

<主な質問、意見等>

- （委員） 超過収益がかなり大きくなっているファンドについては、どの程度までリスクを取るのかについての認識に齟齬が生じ、想定外のリスクが取られていることがないように、確認する必要がある。
- （事務局） 超過収益の源泉については注視し、予想外のリスクは取っていないことを確認していきたい。
- （委員） 既発債の購入は最良執行という考え方に基づき価格競争を行っていると考えて良いか。
- （事務局） 然り。複数社による引き合いで購入している。
- （委員） 全体としての委託運用が好調だったことは分かったが、運用委託先の管理

状況を確り点検するには、個別ファンドの実績に関する資料や、ベンチマークからの乖離を要因分解（資産配分効果と銘柄選定効果）した資料があると良い。

（事務局） どのような形式で提供できるか検討してご相談させていただく。

3. 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、何れの経理についても、現在の基本ポートフォリオを継続するの方針が了承された。ただし、検証方法及び検証結果の説明資料の形式について、再検討することとなった。報告の概要は以下の通り。

【中退共】

- ・ 効率性に顕著な悪化は認められず、現在の利益剰余金は、大きな金融ショック発生時の想定損失額や運用利回りの短期的変動可能性を勘案してもすぐには枯渇しない水準にある。中期シミュレーション結果では、5年後に利益剰余金が枯渇する可能性もあることが示されたものの、当面は情勢を注視しつつ、現行基本ポートフォリオを維持することとしたい。

【建退共】

- ・ 給付経理については、現在の利益剰余金は、大きな金融ショック発生時の想定損失額や運用利回りの短期的変動可能性を勘案してもすぐには枯渇しない水準にある。基本ポートフォリオの効率性に若干の低下がみられるほか、中期シミュレーションでは4～5年後に剰余金が枯渇する可能性もあることが示されたものの、当面は情勢を注視しつつ、現行基本ポートフォリオを維持することとしたい。
- ・ 特別給付経理については、効率性、金融ショック耐性、運用利回りの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維持する。

【清退共】

- ・ 給付経理については、累積剰余金が非常に高い水準にあり、大きな金融ショック発生時の想定損失額や運用利回りの短期的変動可能性を勘案しても、剰余金が枯渇する可能性は極めて低いことが確認された。基本ポートフォリオの効率性にも目立った低下は見られないため、現在の基本ポートフォリオを維持する。
- ・ 特別給付経理については、全て国内債券での自家運用を実施していることから基本的に市場リスクがない中で、責任準備金の1.5倍の利益剰余金があるため、財政上の懸念は無いものと考えられる。

【林退共】

- ・ 林退共については、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、単独の検証結果で基本ポートフォリオを変更することは無い。

<主な質問、意見等>

- (委員) 中退共の中期シミュレーション結果について、5年後に累積損失が生じる可能性が僅かにあることを懸念材料として明記するのは、前提条件が非常に正確なものでもない中、他の潤沢なリスクバッファを持っている経理と比較したことで心配になるのは理解できるが、慎重すぎる印象がある。
- (事務局) 他の経理の累積剰余金水準を勘案したものではなく、累積欠損金を絶対に発生させてはならないという問題設定の下で記載した。
- (委員) 建退共の投資効率について、効率的フロンティアとの乖離は、視覚的には小さいように見えるが、委託手数料との比較などで数値的に把握すると、無視し得ない大きさなのではないか。今後は、効率性について数値的な検証結果も示すことが望ましい。
- (事務局) 今後は、効率性に関する問題の有無の判断基準を、計数的に示すようにしていきたい。
- (委員) 将来の損失金額の推計値を厳しい基準で設定する場合、推計の前提条件等の誤差をどう考えるかについては、前提条件等の限界を認識・意識した上で、推計値を目安として使用するということではないか。
- (委員) 相関係数等の計測期間をずらして計算し直して行う効率的フロンティアの検証については、それが最適な方法なのか、検討の余地があるのではないか。相関係数等がある程度振れることは不可避であり、推定値の誤差のような範囲で動いている場合に数値を入れ替えて比較しても、どれだけ意味があるか、疑問なしとしない。
- (勤生課長) 現在の方法だと、計測期間にリーマン・ショックのような大きな変動が入ったり抜けたりすることで、結果が大きく振れることになる。
- (事務局) 相関係数等の動きを継続的にモニタリングし、何らかの構造変化が認められた際に、新たな構造の下での効率的フロンティアを引き直す、そういった検証を検討する必要があるということか。その場合、検証結果は全ての経理に共通の問題となる。
- (委員) 然り。すぐに回答の出る問題ではないが、今後の検討課題とすべき。
- (委員) 前の効率性フロンティアからの乖離の主因は、相関係数や標準偏差の変動よりも、期待収益率を算定する際のシナリオの違いなのではないか。
- (コンサル) 然り。金利シナリオの変化が最大の要因と考えられる。
- (委員) 効率性フロンティアからの乖離は、財政的な含意も持っているのではないか。建退共基本ポートフォリオにおける効率性フロンティアからの乖離状況は、これ以上拡大するようなら、基本ポートフォリオ見直しが必要になるのではないか。

- (事務局) 建退共は、高水準となった累積剰余金を還元している過程にある。期待収益率が低下しても、基本ポートフォリオをすぐに見直す必要に迫られる状況にはない。
- (委員) 効率性フロンティアから乖離したからと言って、必ず基本ポートフォリオを見直さなくてはならないというものではない。厳格にフロンティアに乗る状態を維持しようとする、ダイナミック・アロケーションを行うことになる。財政的な余裕があれば乖離を許容する、という選択肢は合理的な判断である。そうした、対応に幅を持たせた使い方が有効ではないか。
- (事務局) 基本ポートフォリオの見直しは随時実施可能であるが、予定運用利回り等を審議する財政検証は、最低 5 年に一度行うことが義務付けられている。建退共については、次回の財政検証は 2 年後であり、それを待たずに基本ポートフォリオの見直しをするべきかどうか、という観点も踏まえて検討するということではないか。
- (委員) 現在の予定運用利回りは、累積剰余金の還元という財政的な要素の調整のために高めに設定してあるとのことだが、予定運用利回りは、金利等の金融的な要素によってのみ決定されることとし、財政的な調整は、別途の手段で調整した方が、議論がすっきりするのではないか。
- (事務局) 建退共制度には中退共制度の付加退職金のような、予定運用利回り以外の調整手段がないため、予定運用利回りで調整せざるを得なくなっている。

4. 平成 28 年度資産運用結果に対する報告について

第 4 回資産運用委員会にて内容の方向感を提示した平成 28 年度資産運用結果に対する報告について、今回は素案が示され、評価のための指標追加の要否、表現の適否等が審議された。本件については、12 月中旬を目途に各委員から意見等を募り、次回委員会にて最終案を提示することとなった。

<主な質問、意見等>

- (委員) この資料は何に使うものなのか。
- (事務局) 対外公表資料として機構ホームページに掲載する。
- (委員) 報告書の内容は資産運用委員会として責任を持つ必要があるのか。
- (事務局) 報告書の内容自体は都度の資産運用委員会にて報告した内容なので、個別に見れば委員の了承を得ているものである。資産運用委員会の関与については、内容について委員会の認識と齟齬がないかを確認していただく、という位置づけを考えている。文責は機構にある。
- (委員) 公表をするのであれば、例えば、経理間で「運用の基本方針」の内容が微妙に異なる場所など、分かり難いところについて背景等の解説を加える

べき。

- (委員) 債務のデュレーションについて、中退共が見直しを行い、10年から20年に変更した件は理解したが、高齢化が進んでいると思われる特退共におけるデュレーションの状況はどうなっているのか。
- (事務局) その点は、今後、分析すべき課題と認識している。
- (事務局) 建退共については、大体平均10年とお考え頂ければ良い。
- (委員) 「中長期的に制度の安定的な運営を維持しうる収益の確保」については、給付等に支障が出るのが最大のリスクと考えれば、単に運用収益を確保することではなくて、財政状況やリスクも勘案して、制度の持続可能性を評価することが重要。
- (勤生課長) 「資産運用の基本方針」において資産運用の目標として定められている「中期的な制度の健全性や安定的な運営を維持しうる収益の確保」が出来ているということを、経理毎の財政状況の違い等も勘案した上で、確認できるような内容として頂きたい。

5. マネジャー・ストラクチャーにおける検討事項について

マネジャーの選定方法ならびに選定時や採用後の評価方法について、事務局から現時点での検討状況を説明し、意見交換を行った。事務局からの説明の概要は下記のとおり。

- ・今回のマネジャー・ストラクチャーでは、マネジャーの入替を想定しており、円滑な入替えを実現し得る選定方法として、マネジャー・エントリー制度もしくはリザーブファンド制度の何れかを導入する方向で検討している。それぞれに長短所はあるが、入替え候補者の登録希望を随時受け付けるマネジャー・エントリー制度は管理負担が過大となり得るため、まずはリザーブファンド制度から始めることが妥当ではないかと考えている。
- ・マネジャーの評価基準については、従来の直近数年間の運用成績で評価する方式では、統計的にパフォーマンス悪化が予想される委託先に資金を配分することになる可能性が高い、との研究結果があることや、最近の趨勢として定性評価が重みを増しているとのこと指摘等を踏まえ、抜本的な見直しを図りたい。
- ・直近3～5年間の運用実績を重視する従来の評価方式から、運用能力を見定めるための定性評価を重視すると共に、その定量的検証を行う方式に変更していくことを想定しているが、ご意見を賜りたい。

<主な質問、意見等>

- (委員) マネジャー・エントリー制度の導入について時期尚早という事務局の見解は理解できる。リザーブファンドについては、余り排他的な印象を与えて

情報入手経路が細らないようにする工夫が必要。

- (委員) リザーブファンド制度の場合、リザーブとなった先が既得権の上に胡坐を掻いて努力を怠る懸念はないか。
- (事務局) 複数のリザーブを指名して競わせる等、そうした問題を回避するための工夫は出来ると思う。
- (委員) 取り敢えず、リザーブファンドの方向感が支持されているが、マネジャー・ストラクチャーを巡る今後の議論の影響を受ける可能性もあるので、本問題については何れ再議論することとしたい。
- (委員) ファンドの運用能力を評価する際、定性評価だけで判断するのは難しい。言ったことをちゃんと実行しているかを、定量的に検証することで意味が出てくる。定性評価が重要と言われているが、定量評価も使い次第で有用であり、重要である。
- (委員) 定性評価においては、超過収益の見通しについて、戦略の理論的な根拠や実証的な根拠、戦略の特性を踏まえた局面によるパフォーマンス変動の予想、等について納得の行く説明を求めることが重要。その際、過去の実績から定量的な根拠の提示も求めることで、信頼感を補強する必要がある。例えば、当該ファンドの戦略に照らして、稼ぐべき局面でちゃんと稼いでいるかどうか、等を検証することは出来る。そうした検証・評価方法は、委託後の実績評価にも使える筈。
- (委員) 定量評価は、過去のパターンが再現されることを前提とすることになるが、定性評価であれば、過去に囚われない新しい企画や戦略の評価も可能になるので、両方とも大切な基準であると認識している。
- (委員) マネジャーのインタビューでは、投資手法・戦略の内容の説明に終始し勝ちだが、そうした手法・戦略を選んだ理由、自信の根拠についての説明と質疑に時間を割くべきである。
- (事務局) マネジャー・ストラクチャーの肝は、実は評価方法であると考えている。結果オーライではなく、良い結果の再現可能性を高めるため、良い結果が出た理由を明確に説明できるマネジャーを選ぶ必要があると認識している。技術的にも作業負面的にも簡単なことではないということも認識しているし、限られた陣容ではあるが、そうしたマネジャー・ストラクチャーを目指したい。

6. その他議題

(1) 日本版スチュワードシップ・コード改訂への対応

- ・ 日本版スチュワードシップ・コード改訂への対応に関して、前回（平成29年度第4回）資産運用委員会での審議内容と、その後、委員から受領した意見を踏まえて作成し

た最終案を事務局から説明した。

審議の結果、委員会で指摘された文言を修正することを条件に、対応案が了承された。事務局からの説明の概要は以下のとおり。

①『「日本版スチュワードシップ・コード」改訂への対応について』の公表

☞ 『「日本版スチュワードシップ・コード」改訂への対応について』はここをご覧ください。

②『「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れ』の改訂

・『「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れ』の原則7に、「機構は、アセットオーナーとしてスチュワードシップ責任を実効的に適切に果たすために、適切な組織構築と人材育成等の取り組みを推進致します」との一文を加えた。

☞ 『「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れ』はここをご覧ください。

③「資産運用の基本方針」の改訂

・スチュワードシップ・コード改訂に伴う「資産運用の基本方針」の改正について、運用受託機関に求める項目として株主議決権行使に関する表現を「中長期的に運用収益を確保するため」「適切に行使する」に変更した。

☞ 「資産運用の基本方針」はここをご覧ください。

(2) 平成 29 年度におけるスチュワードシップ活動状況の概要

・事務局より、平成 29 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対外公表用資料について説明が行われた。

☞ 「スチュワードシップ活動状況の概要 (H28.7~H29.6)」はここをご覧ください。

<主な質問、意見等>

(委員) 国内株式の買収防衛策の反対比率は 50%を超えているが、外国株式においては賛成が 90%となっている。この理由は何か。

(事務局) 国内では期限の到来した買収防衛策の継続を諮る議案が多かった。一時ほど企業買収に対する危機感がなくなったことや投資家として買収防衛策を疑問視する考えもあることから、買収防衛策への反対比率が高くなったものと推測される。

(委員) 過去、日本においては、投資家の利益を害しかねない、経営陣の現状維持を目的としたような買収防衛策が多く導入されてしまったため、最近はこのような買収防衛策の継続に反対する動きが強まっているものと思われる。

(了)

平成29年度第6回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】平成30年1月26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、2.の議題のみ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. 議事録の確認について

平成29年度第4回資産運用委員会議事録および平成29年度第5回資産運用委員会議事録について、事務局から最終案が提示され、修正を要する場合には、2月中旬を目処に各委員から事務局に連絡することが了承された。

2. リバランスルールに関する検証について

事務局より、昨年度の基本ポートフォリオ見直しに関する審議において継続検討案件となったリバランスルールについて、その後の検討状況に関する報告が行われた。審議の結果、現行のリバランスルールを継続することで大きな問題はないが、高度化の可能性について、引続き検討課題とすることとなった。報告の概要は以下の通り。

- ・昨年度の基本ポートフォリオ見直しの際、リバランスルールについては、①想定外のリスクを抱え得る広めの乖離許容幅の縮小（ $2\sigma \Rightarrow 1.5\sigma$ ）、②実効性に疑問のある年度末調整（年度末に乖離許容幅の半分の水準を超えていた場合、半分の水準まで調整）の廃止、③半値戻しルール（リバランス実施時には乖離許容幅の半分の水準まで調整）は継続、という方針が採択されたが、新ルールの改善余地について、いくつかの継続検討課題が提起された。
- ・検討課題の一つは、乖離許容幅の範囲内でも、上下限近辺で長期間推移する状況が発生しているのであれば、調整する仕組みが必要ではないか、という問題。
- ・中退共資産の運用実績で検証した結果、外国債券、外国株式について、1年以上に亘り乖離許容幅の半分（ 1σ ）近傍の水準で推移した期間のあることが確認されたものの、利回りの1標準偏差（ σ ）程度であれば、通常の振れの範囲内と考えられ、敢えてコストを掛けて調整する必要はないのではないか。
- ・リバランスを行う際の調整幅について、現行ルールの乖離許容幅の半分まで戻す場合と、中央値まで戻す場合の比較を行った。過去の実績で見ると、半戻しの方が、リバランス回数は多くなるもののコストは低下すること、一方で、リスクは大きくなること示された。

<主な質問、意見>

- (委員) 標準偏差を乖離許容幅に用いると、変動の大きい資産クラスに大きな変動を許す形になり、ボラティリティー抑制に繋がらないのではないか。また、リバランスルールについては、資産クラス毎に管理するのではなく、資産間の相関を考慮することで、より効率的なリバランスが可能になるのではないか。ルールは複雑になるが、検討余地はあると思料する。
- (委員) そうしたルールは、個々の資産クラスの乖離幅は許容範囲内であっても相関の高い資産が同時にオーバーウェイトすることで高まるリスクを管理する仕組みにもなり得る、という側面もある。
- (事務局) そうした複雑なルールを採用している例はあるのか。
- (コンサル) 本邦の公的年金、企業年金ともに現状ではそのような複雑なルールを設定している先はないと認識している。リバランスルールは、基本ポートフォリオの資産構成比を維持するためのルールなので、資産クラス毎に設定するのが基本である。各資産の振れは相乗することも相殺することもあり得るので、乖離許容幅やリバランスルールを決める際に様々なシミュレーションを行い、下方リスクが許容範囲内であることを確認して決定することで、全体としてのリスク管理を行う方法が一般的かつ実務的なやり方である。
- (委員) リバランスの目的は、中央値に近付けることであるが、資産クラス間の相関も考慮して更にリスク低減効果を高めるという目的は、リバランス実施時に調整する資産クラスの選択方法を工夫することで、一部は果たすことが出来る。それは現行ルールの下でも実施可能であり、ルールよりも運用現場の裁量の領域ではないか。ただ、自分も、リバランスの都度、そうしたダイナミックアロケーション的な観点を以って実施しているような事例は聞いたことがない。
- (委員) 資産クラス間でリスクが相殺されているとすれば、調整対象の資産の選択だけでなく、リバランス実施の要否についても、別の結論が出て来得る。リバランスについては、個々の資産クラスの構成比の乖離だけで判断するのではなく、そういった観点からの点検が必要ではないか。例えば、基本ポートフォリオからの全体としての乖離が反映される推定トラッキングエラーが大きくなっていないのであれば、リバランスを見送る、というようなルールはあり得るのではないか。
- (委員) リバランス回数を減らしてリバランスコストを削減する意義も理解できるが、リバランスルールで忘れてはならないのは、様々な要素を検討することで実施すべきか悩んでしまい、結局動けなくなるという事が起きないようにすること。リーマンショックの折に、多くの企業年金がリバランスを躊躇してしまい、その後の相場回復の恩恵を享受できず後悔したことは記憶に新しい。

そうしたリスクを勘案すると、リバランスは機械的实施を基本ルールとした上で、実施しない状況について普段から検討しておく、という形が望ましいのではないかと。

(委員) 裁量的な判断のために推定トラッキングエラーを使うというよりも、資産クラス別構成比の中央値からの乖離ではなく、推定トラッキングエラーの方をリバランス実施のための指標にした方が良いと考えている。

(委員) 基本ポートフォリオ設定時の相関係数等のパラメーターを用いて推定トラッキングエラーを計算するのであれば、結論は、乖離許容幅を用いる場合と変わらないのではないかと。

(コンサル) 然り。一方、全体として基本ポートフォリオからどの程度、乖離しているのかを推定トラッキングエラーでみるとして、その目的が、将来のリスクを察知することであるならば、どの時点のパラメーターが将来推計に相応しいかを判断する必要があり、これは中々難しい。

(委員) 技術的な問題は色々あると思うが、基本ポートフォリオ設定時のパラメーターを使えば、長い目で見れば大きな問題は出てこないものと思う。とにかく一度、試算してみてもどうか。

(事務局) 実際に使うかどうかは別にして、どの程度、結論に差異が出るものか、基本ポートフォリオ設定時のパラメーターを用いた推定トラッキングエラーを試算する方向で検討する。

(委員) 望ましいリバランスルールを選ぶ際の指標として、収益性の指標であるインフォメーション・レシオを用いるのは必ずしも適切ではないのではないかと。リバランスルールは、リスクを管理することを目的とするものであって、それによって超過収益を狙うものではない。

(委員) 半値戻しルールのリスク検証について見ると、半値戻しルールはコストが低くなる一方、想定損失は大きい結果になっているが、この結果をどう解釈すべきか。

(コンサル) この想定損失の差異は、リーマンショックと同様の金融ショックが発生した場合に、たまたま、半値戻しルールの結果としてリスクが最大値まで高まっていた、と仮定した場合の金額であり、そうした事態が起こる確率は非常に低いと考えられる。さらに、そうした金額であっても、現在の剰余金額に比べればごく小さく、十分に吸収できる範囲なので、コスト削減効果の見込める半値戻しルールを継続することで良い、と考えている。

3. 平成 28 年度資産運用結果の報告書について

平成 29 年度第 5 回資産運用委員会において委員より出された意見を反映した、平成 28 年度資産運用結果報告書の最終案が提示された。事務局より主要な修正点について説明

し、審議の結果、提示された最終案を平成 28 年度資産運用結果報告書として对外公表することが了承された。

事務局側からの説明の概要は下記のとおり。

平成 28 年度資産運用結果報告書は[こちら](#)

- ・運用の基本方針の中の“運用の目標”の記載内容が経理間で異なることについて、理由を注記した。
- ・単年度の運用実績を、運用の目標である“中期的安定性”から評価するため、当該年度の運用実績が累積剰余(欠損)金に与えた影響と、その結果としての累積剰余(欠損)金の水準の下方リスク耐性に関する検証結果を記載した。
- ・ホームページ内に関連資料がある場合は、リンクによって参照が可能な形とした。

<主な質問、意見>

(勤生課長)「運用の目標」の関係では、現在作成中の次期中期目標において、各制度について採算利回りを確保するような期待収益率の設定を求めている。ただし、建退共と清退共については、剰余金の水準も考慮することとし、どの程度累積剰余金の取り崩しを行うのが適当かについて、機構の判断に委ねる形としている。したがって、長期的に、どのような期待収益率を設定するのが適切なのかについては、今後資産運用委員会の場で検討して頂きたい。平成 29 年度以降の報告書についても、その点に留意して記述いただきたい。

(委員) 建退共等についての今後の検討課題について了解した。

4. その他

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

平成 29 年度第 5 回資産運用委員会において新任委員から質問を受けた「中退共制度において必要と思われる累積剰余金の水準の考え方」、および「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」、について事務局より説明を行い、資産運用委員として、認識を共有した。説明の概要は以下の通り。

(1) 中退共制度において必要と思われる累積剰余金の水準の考え方

二度と累積欠損状態に陥らないことを目指すという観点からは、従来の「サブプライム及びリーマンショックと同様の金融ショック発生時の想定損失額」だけでは、当該金融ショック発生時点で剰余金が枯渇してしまうことになる。その場合、リスク・バッファなしでリスク投資を行うことになる。

そうした事態を回避するため、様々な下方リスクを想定し、中期的に剰余金が枯渇するリスクが極めて低くなる水準を検討した。

具体的には、金融ショックと循環変動要因が重なった場合に想定される損失、金融

ショックが 2 回発生した場合に想定される損失、モンテカルロ・シミュレーションで中期的に想定し得る損失 (1%tile 水準) 等であるが、いずれの想定においても 4,000 億円強の剰余金が必要、との結果となった。モンテカルロ・シミュレーションは、こうした多様な検討のうち、最も統計的に説明力の高いものとして選ばれたものである。

なお、この剰余金水準は、あくまでも現時点の中期的見直しにおける望ましい水準であり、長期金利の低迷が長期間続き、基本ポートフォリオの期待収益率が大きく低下したり、金融市場構造の変化等により基本ポートフォリオの変動リスクが高まったり、あるいは被共済者数が減少して運用資金が減少し、投資効率が低下したりした場合等には、見直しが必要となり得る。

(2) 建退共制度の運用利回りと基本ポートフォリオの期待収益率の関係

建退共制度の予定運用利回りと現行基本ポートフォリオの期待収益率との差異は、3つの要因で構成されている。

①制度要因

建退共の予定運用利回りは、共済手帳 1 冊に付与される金額の額面に対する比率であり、平均的な手帳更新期間を勘案した実質的な年率利回りが、予定運用利回りよりも低くなっている部分。

②財政要因

潤沢となった累積剰余金を還元するために、基本ポートフォリオの期待収益率よりも高い利回りを設定している部分。

③金融要因

基本ポートフォリオ設定時からの金融経済環境の変化により基本ポートフォリオの期待収益率が当初設定時よりも低下した部分。

<主な質問、意見>

(委員) 剰余金水準をめぐる議論の経緯、考え方については了解した。金利低迷が続いた場合に、期待収益率が低下することが懸念材料として挙げられたが、金利上昇局面に入った場合に発生が予想される債券運用でのキャピタルロスも懸念材料ではないか。

(事務局) 基本ポートフォリオは、複数の資産クラスの組み合わせとして最適なものを選定したものであるため、個々の資産クラスの動向を眺めて単独で増減させることは不相当と理解している。一方で、昨年度見直しを行った中退共資産の基本ポートフォリオは、向こう 5 年間、長期金利横ばいと仮定して決定したものであるため、その前提条件が大きく崩れた時は、基本ポートフォリオ自体を見直すという形で対応する事になると考えている。なお、キャピタルロスについては、委託運用の債券投資では発生することになるが、自家運用部分につ

いては、満期保有を条件に簿価評価が適用されているので、キャピタルロスは発生しない。

ただ、金利が上昇すれば、予定運用利回り引き上げ要望が強まることが予想されるが、長期国債で運用している中、運用利回りが一般的な金利上昇ペースに追いつかず、相対的に制度の魅力が落ちるおそれはある。

(委員) 剰余金のあるべき水準については、資産運用委員会が本来審議する対象なのか。

(事務局) 剰余金のあるべき水準は、本来は労政審において審議、決定されるものである。ただ、あるべき水準は、基本ポートフォリオが抱えるリスクの水準なしでは決め得ないものである。そうした観点から、当委員会において基本ポートフォリオを審議している際に、労政審からリスクに関する情報提供を求められたのが発端である。当機構における剰余金の議論は、予定運用利回りに見合う期待収益率に付随するリスクの大きさとの関係で行われている。

予定運用利回りが決まれば、取らざるを得ないリスク量がある程度推計できる。そのリスクと剰余金水準との関係で、累損発生リスクの大きさも推計できる。当機構は指示された業務を実行する執行機関ではあるが、執行する内容を決める主体には、当該業務がどの程度のリスクを持っているのかを認識して頂く必要があると考えている。

(勤生課長) 資産運用委員会は、本来は運用に関する技術的事項について審議をして頂く場であるが、せっかく見識のある委員にお集まり頂いている機会を活用し、当方から当委員会における検討をお願いした。

(事務局) 資産運用委員会発足後、勤生課長に労政審への情報提供を担って頂くことになり、剰余金等制度要因についても議論されることになった。

(委員) 金融の世界は金融機関と顧客との間の情報ギャップが大きいため、「適合性の原則」が適用される。当委員会が、共済契約者と被共済者の代表が議論する労政審の場に判断のための情報を提供して、本当に意向に合っているか確認していくことは、「適合性の原則」にも適うものと言えるのではないか。

(委員) 中小企業の退職金原資という運用資金の性格上、リスク回避度が高いということをお勧めすれば、モンテカルロ・シミュレーションで1%tileの水準を想定したリスク・バッファは、リスク回避性に見合った適当な水準ではないか。

(委員) 金融業においては自己資本とリスクと収益のバランスが重要な要素である。積立型で毀損した場合に運用以外での補填方法がないという制度の特性を踏まえると、剰余金の水準は、現在提示している責任準備金の10%程度という水準でも万全なのか、どこかでしっかりと議論したほうがいい。

(了)

平成 29 年度第 7 回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】平成 30 年 3 月 2 日（金）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、小枝委員、中島委員

※資産運用委員会規程に基づき、3. の議題のみ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. 議事録及び議事要旨の確認

(1) 議事録

- ・事務局より、平成 29 年度第 4 回ならびに第 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。

(2) 議事要旨

- ・平成 29 年度第 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。
- ☞ 平成 29 年度第 4 回資産運用委員会議事要旨については[ここ](#)をご覧ください。

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

事務局から、平成 29 年 4 月から 12 月における 6 経理（注）の運用実績と、2 月に実施したリバランスについて報告があり、了承された。報告の概要は以下の通り。

（注）中退共給付経理、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、林退共給付経理

- ・内外株価が好調に推移したことで、各経理とも 3% 以上の運用利回りとなった。
- ・委託先のパフォーマンスの面でも、超過収益率は、全ての経理、全ての資産クラスにおいてプラスとなった。なお、特に大きな超過収益率を実現した委託先について、リスクを取り過ぎていないかを確認したが、特段の問題は見られなかった。
- ・中退共資産において、1 月末の段階で外国株式の構成比が乖離許容幅を超えたため、ルールに従ってリバランスを実施した。

<主な質問、意見等>

- （委員） 清退共給付経理の乖離許容幅について、上限と下限の幅が非対称性となっている理由如何。
- （事務局） 清退共では、掛金等の収入を退職金支払等の支出が常態的に上回っている。この結果、現預金を含む国内債の構成比が、債券相場変動以外の要因により大きく低下する場合がある。そうした事情を踏まえて、国内債

券の構成比の下限を大きく設定したものである。

- (委員) リバランスについて、1月末時点の状況を把握してから執行までの期間が長過ぎるのではないか。
- (事務局) 日数については、計数の確認に要する日数を含めるとこれが最短である。リバランスを逡巡して執行が遅れた訳ではない。
- (委員) 残高が確認できるまでの間に相場が大きく動き、構成比が乖離許容幅限度内に戻っている可能性がある場合、リバランスを取り止めるという対応は出来ないのか。
- (事務局) リバランスを取り止めた時点の構成比を確認するまでの間にまた相場が反転した場合、徒に執行を遅らせることになるので、ルールに従って粛々と実施するのが最善と考える。
- (委員) リバランスについては機械的になるべく速やかに実施するべきであるが、相場に影響を与え得るような大きな金額を動かす場合には、マーケットインパクトを考慮し分散して実施するという調整はあり得る。
- (事務局) ご指摘のとおり。実施の是非については機械的に判断することが必要と考えるが、その方法等については、金額等を勘案する必要があることは認識している。今回も大きな金額ではなかったもので、ルールに従った迅速な実施を決断した。今後も、より良いルールを模索して行きたい。
- (委員) リバランスルールについては、本日の審議内容も踏まえて継続検討とすることとして、今回のルールどおりの運営については、委員会として了解することで良い。

3. マネジャー・ストラクチャーにおける検討事項について

まず事務局から、マネジャー・ストラクチャー見直しに関する今後の大まかなスケジュールと、当該日程を踏まえた、委員会における当面の検討項目及びそれらの優先順位等について説明があり、次にコンサルタントから、今回の審議対象事項について説明が行われた。事務局、コンサルタントの説明の概要は下記のとおり。

<事務局>

- ・今回の実施計画では、資産クラス毎に時期をずらして募集・選考を実施し、1年間で4資産クラスのアクティブ運用委託先を決定する予定。パッシブ運用委託先については、アクティブ運用委託先の選定の進捗状況を踏まえて、選定実施時期を検討する。
- ・資産クラスの公募の順番は、論点の比較的少ない国内債券から始めることとする。
- ・本日は、国内債券アクティブ運用委託先公募を始める前に決めておきたい論点、具体的には、公募スケジュール、選定プロセス、評価方法・基準の大枠についてご審議頂いて決めていきたい。

<コンサルタント>

- ・選定プロセスについては、一次選考では定量評価によるスクリーニングを行い、二次選考ではヒアリングを踏まえた定性評価を中心とした個別選定を実施、さらに最終的にはスタイル分散等全体としてのバランスも考慮した上で委託先を決定する、というプロセスを想定。
- ・応募プロダクト数については、応募数が膨大な数になり一次選考の事務負担が過大になることを避けるため、1資産クラスないし1カテゴリで応募し得る数を制限することも一案である。
- ・一次選考の定量評価では、超過収益率を軸にインフォメーション・レシオ、スタイル調整後超過収益率、ファクター感応度、局面別パフォーマンス、といった観点から評価。
- ・二次選考の定性評価では、プレゼンが中心であり、そこでは巧拙より内容を重視、それ以外でも質問への応答内容、回答のスピード感等を含め多面的に評価、また再委託先がある場合はその能力把握力・説明力も重要と考えている。
- ・最終選考では、単独での評価に加え、他のファンドとの相関等も考慮して判断する。
- ・定量評価と定性評価の比重については汎用的な正解はない。定性評価をより重視する動きがある一方、定性評価の技術的な難しさを勘案して定量評価をより重視する動きもある。

<主な質問、意見等>

- (委員) マネジャーが申告する投資戦略の妥当性、実現性は、どのように検証するのか。
- (コンサル) 運用実績から推定される投資戦略の属性をヒアリングで確認し、運用体制やマネジャーの経験、過去の局面別振る舞い等定性要因と合せて将来の収益力を予測、評価する。
- (委員) コンサルタントには、委託先候補のマネジャーが主張する収益源泉を、どのようにして具現し維持していくのか、そのプロセス・方法論や体制を説明させた上で、その妥当性を客観的に評価することを期待している。継続的に超過収益を稼いでくれるマネジャーを選定するには、こうした機能が極めて重要であると思料する。
- (コンサル) 確かにマネジャー収益源泉の特性を確実に把握することは重要である。例えば、株で言えば、個別銘柄のばらつき具合、所謂“ディバージョン”は周期的に変動すると言われているが、個別銘柄が同じように動く局面では、個別銘柄に投資するアクティブマネジャーは超過収益を挙げ難い。一方、こうした共通要因（ファクター）で相場が動く局面では、スマートベータが有効になる。したがって、リスクを抑えるためには、運用委

- 託先の特性を踏まえて分散することが重要と考える。
- (事務局) 二次選考のヒアリングでは、コンサルタントには、質疑の内容が高度に専門的になった場合に、候補先の応答の妥当性を点検しつつ、更に突っ込んだ質問をする、そうした役割も期待している。そうした質疑の中で、実績の説明であれ、計画の説明であれ、合理的に、説得力のある説明が出来ない候補先は採用しない、ということだと理解。
- (委員) マネジャー候補の申告内容の定量的チェックは実施されるのか。
- (コンサル) 二次以降の選考で実施する。二次以降では、運用プロセスで使われる中間産物、例えば格付レーティング等を評価対象として、運用プロセスの定量的評価も行う。一方で、過去の投資行動のバックグラウンド、例えば判断材料となるリサーチの内容やメンバー構成等を確認し、投資プロセスの堅牢性や再現性を検証する、という定性的チェックも行う。
- (委員) 信頼し得るマネジャーとは、言ったことを確実に実施するマネジャーであり、その点は、過去の実績から数字で実証的に示される必要がある。
- (コンサル) そうした点検は、二次選考以降では必要に応じて実施する予定。
- (委員) 個々のマネジャーの特性が的確に把握出来て、その特性に一貫性・持続性があれば、市場環境に応じた将来のパフォーマンスについてある程度予見できるようになり、そのマネジャーに対する信頼に繋がる。コンサルタントには、そうした特性の把握や持続性の検証をサポートすることが期待される。
- (コンサル) そうした観点からは、一次選考時に行うマネジャーの類型化、カテゴリー化が重要になる。
- (委員) 同じカテゴリーの中でも結構幅があるので、最終的には個々のファンドの特性の把握が重要ということではないか。
- (事務局) 「長期的に信頼できる運用機関かどうかを見極める」ためには、提示された投資戦略の信頼性を見極めることが重要。この点は、評価項目の一つではなくて、軸であるという認識が必要と考える。過去の運用実績や行動との整合性、将来における再現可能性をヒアリング等で確り確認することが二次選考の主目的である。コンサルタントには、この目的が果たせるようなサポート、例えばしっかりとした哲学に基づいた投資戦略なのか、実績から後付で作った戦略なのかを見極めるような、専門家としての見識の発揮をお願いしたい。
- (委員) 投資戦略が信頼に足るとするのは必要条件であり、それが成立しなければ、他の要素のポイントが良くても意味がない。
- (事務局) 原案の単純積上げ方式の採点表では、そうした認識が反映されない。
- (コンサル) 趣旨は承った。投資戦略の過去の投資行動との整合性や再現可能性につ

いては、しっかりと確認する。

- (委員) 応募プロダクト数の制限に関するコンサルタントの提案内容に違和感を覚える。国内債券については、野村 BPI 総合をベンチマークとするアクティブファンド1ファンドのみ、となっているが、マネジャー・ベンチマーク採用の是非について議論してから決めるべきではないか。外国債券についても、どのベンチマークを採用するかについて議論の余地は無いか。さらに、株式については、1 カテゴリー1 ファンドという制限の場合、様々なカテゴリーが存在する中で、応募数が膨大な数に上るリスクがある。コンサルタント及び事務局の処理能力を勘案すると、設定の仕方に更なる工夫が必要と思料する。
- (コンサル) 飽くまでも素案ということでお示したが、ご指摘のとおり、ベンチマークについては、機構としての考え方の整理が必要。債券については、機構として政策ベンチマークを基本としたいとの意向を伺っている。株式についてはリスク分散の観点から様々なカテゴリーでの応募を求めため、カテゴリー毎の応募としたが、応募ファンド数の問題についてはご指摘のとおりである。膨大な応募数にならないようにカテゴリーの限定方法等を検討する必要がある。
- (委員) カテゴリーの設定について、市場型、バリュー型、中小型の一般的類型に、長期高収益（集中投資）と低ベータを加えることを提案されているが、こうした組み合わせを選択した理由如何。
- (コンサル) これもあくまでも一例であり、カテゴリーの選択については、ご議論頂きたい。なお、長期高収益（集中投資）のようなカテゴリーの場合、短期的に運用成績が悪化しても、マネジャーの方針・信念にブレが無ければ、長い目で見て業績評価を行う必要がある。
- (委員) これらの点については、国内株式の委託先選考について議論する際に改めて取り上げることとしたい。
- (委員) 過去のデータによる定量評価がバックワードルッキングになりがちである一方、定性評価はフォワードルッキングな要素を加味できるという良さがあると考えますが、定性評価において重視するポイント如何。
- (コンサル) まず重要なのは、運用者の自信と熱意。次に経験値に裏づけされた能力。これらを直接会って肌感覚で確認することが、二次ヒアリングの一つの大きな目的である。そうした要素を補強する要素として、重要な順に並べると、運用スキル、運用プロセス、リスク管理体制、パフォーマンス、組織の安定性、などの項目が挙げられる。
- (事務局) 先程ご指摘頂いた政策ベンチマークとマネジャーベンチマークの問題であるが、国内債については、この場で方針を決めさせて頂きたい。基本

ポートフォリオ見直しの際に、当機構の体制上、やや難しい旨申し上げたが、その後、体制に大きな変化がない中、現時点では政策ベンチマーク一本とすることが現実的な対応と思料する。

- (委員) リスク分散の観点からは、ベンチマークを一本に絞らず、ノンベンチマークのようなカテゴリーのファンドを入れることも一案ではある。ただ、国内債券については、政策ベンチマークとは関係の無い形で自家運用を行っているので、それ以上は必要ない、という考えもあり得る。
- (委員) 政策ベンチマークに含まれる債券が、かなり割高になっているのではないかと、という懸念もある。
- (委員) 政策ベンチマーク以外のベンチマークを用いる目的をどのように考えるかが重要。あまり局面对応的な発想で実施すると、マネジャー・ストラクチャー見直しの本旨からは外れるのではないかと。また、政策ベンチマークから外れることで発生するミスフィット・リスクの取り方や機構としての管理のプロセス、リスク管理体制など、検討すべき事項は多い。そうした検討課題を全て整理することは、今回は時間的に難しいものと思料する。当面は、引き続き検討課題としておくことで良いのではないかと。
- (委員) 機構が自身でそのように判断するのであれば、結構である。
- (コンサル) ノンベンチマークの導入は、金利上昇への対応という意味合いになるが、その点は自家運用で対応できていると考えれば、政策ベンチマーク対比での超過収益を目指すことで足りる、その意味では、敢えてマネジャーベンチマークを導入してまで高い超過収益を狙う必要はない、という整理は可能。
- (委員) 国内債券にそれほど大幅な超過収益は期待しない、という点ではコンセンサスがあると思われる。
- (委員) 政策ベンチマーク以外のベンチマークを入れるか否かについては、そういった整理で良いと思われる。
- (事務局) もう一点、この場で確認をお願いしたいのは、目指すべき採用ファンド数。スタイル分散の観点と、効率性の観点両面から考えて、5～6ファンドの選定を目指す、ということが良いか。もちろん、良いファンドがあれば、という条件付で。
- (委員) 妥当な目標値と思われる。ただし、選定に際しては、過去の運用実績だけでなく、先行き5年間強程度の時間軸における運用環境の変化を想定した上で、超過収益の獲得を確信出来るか、が重要な評価軸になると思料する。
- (委員) その意味では二次選考のヒアリングはかなり突き詰めた議論が必要にな

り、体力を要する作業になる。特に国内債券以外の資産クラスについては時間的にかなり厳しいのではないか。スケジュール感については、国内債券をやってみて、再考が必要かも知れない。

- (事務局) 万が一、十分な数のアクティブ運用委託先が選べないということになると、パッシブに切り替える必要も出てくるため、その面でもスケジュールの見直しが必要になる可能性はある。
- (委員) 事前に提出を受ける過去の運用実績に掛かるデータについては、外部監査を受けているとか、GIPS 基準に準拠している、といった条件を付しているのか。
- (コンサル) 明示はしていないが、一般的にはそうした基準等に基づいたデータを提出して貰う。ただし、自己資金での運用実績や類似ファンドのデータ、あるいはシミュレーションデータで応募してくることも排除はしていない。
- (委員) 運用業界においては再編の動きが活発であるが、組織の安定性や、投資カルチャーの継続性についての評価方法如何。
- (コンサル) 年 1 回、運用機関に対して、業績、資産残高、従業員数等の変化や報酬体系などに関するアンケートとヒアリングを実施している。
- (委員) やはり経営トップの運用業務への取組姿勢が、こういう業界では非常に重要。
- (コンサル) 経営トップと直接面談する機会はないが、経営トップの経歴はチェックポイントの一つになっており、経歴から運用業務への理解度等を推察している。選考ヒアリングにトップが同席するケースも無くはないが、少ない。
- (委員) 経営トップへのヒアリングを応募条件にすれば、来ざるを得ないのではないか。
- (コンサル) その場合、ヒアリングの調整が難しくなり、限られた日程の中で選考を行うことが困難になるため、なかなか実現しない。
- (事務局) 経営トップの取組姿勢や会社のガバナンスの状況は重要なポイントと史料。
- (委員) 運用会社の合併により、同じ運用機関がいくつものファンドを受託するケースがみられるが、対応方針について助言はあるか。
- (コンサル) 個々のファンドは能力が認められて採用された筈なので、一律にシェア調整のために外すようなことはお奨めしない。合併がプラスに働くかマイナスに働くかを見極めることが重要。

4. その他議題

その他議題として、平成30年1月31日に開催された第68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提出された資料「一般の中小企業退職金共済制度の財政検証」と、勤労者退職金共済機構の第4期中期目標について、厚生労働省勤労者生活課長から説明を受けた。

(1) 一般の中小企業退職金共済制度の財政検証について

説明の概要は以下のとおり。

- ・新たな付加退職金支給ルールとして、第1案:利益金が生じても支給しない、第2案:各年度の利益金の半額を望ましい水準を下回らない範囲で支給する、第3案:望ましい剰余金の水準までの不足額と目標年度までの残存年数に応じて毎年の先充て額を変えていくという3案を事務局より提示した。
- ・審議では、基本退職金の予定運用利回り1%を維持することが重要であり、積立目標額を貯めることを最優先すべき、として第2案を推す意見もあったが、最終的には、従来の経緯にも配慮し、第3案を取りつつ、大きな金融ショックが発生して剰余金の水準が大きく減少した場合にはルールの見直しを行うこととなった。

<主な質問、意見等>

(事務局) 今回の労政審では、付加退職金の支給方法を巡る議論の中で、労働者代表、使用者代表双方の委員から、資産運用委員会で様々な議論を尽くした上で提示した剰余金の目標積立額の水準について、尊重して受け入れる旨の発言があったと聞いている。

こうしたご発言は、累損の再発を何としても回避するには、リスクに見合った剰余金を持つ必要があるという考えを、労政審委員の方々にご理解頂けたということの意味するものと理解している。

労政審が決定する予定運用利回りは、当機構が決定する基本ポートフォリオに中期目標を通じて影響を与えるので、厚労省と当機構が情報を共有しながら、整合的にそれぞれの役割を果たすことが、制度の安定的な運営には不可欠である。

こうしたあり方は、当委員会設置当初に委員方からも望ましいあり方としてご意見をいただいたことであり、しっかりと機能していることは喜ばしい。この間の勤生課長のご尽力に深謝する。

なお、特退共の資産運用においては、特定業種毎に設置され、共済契約者の代表等で構成される運営委員会も重要なステークホルダーである。

(委員) 資産運用においては、期待収益率、基本ポートフォリオ、リスク水準、リスク許容度等に関する意思決定は相互に関連し合うものであり、整合性をもって一体的に決められる、というのが一般的な原則である。例えば企業年金の歴史においては、基金自身が運用会社に任せることなく自

ら基本運用方針書を定めることが義務づけられてきた。そうした中、この制度では意思決定の機関、主体が分かれているため、関係者がコミュニケーションをとって情報を共有することが、非常に重要なことと考えられる。

勤生課長のご尽力で、労政審、厚生労働省とのコミュニケーションが深まり、関係者が情報を密に共有しながら方針を策定したことは、より良い意思決定プロセスとして評価したい。

関係者が、運用方針とその背景となる考え方、リスクテイクの方針等を共有していることは、問題発生時の速やかな対応を実現する上でも必要な条件である。こうした基盤を維持することが、実効性あるリスク管理を深めていく上でも重要であると考えている。

(2) 独立行政法人勤労者退職金共済機構中期目標について

説明の概要は以下のとおり。

- ・厚生労働省から機構に対し、今後5年間における機構の運営目標を指示する文書である。
- ・資産運用の目標については、従来の中期目標でも「予定運用利回りを前提に」と記述されていたが、今回の中期目標では「中期的に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」と、より明確化した。
- ・ESGのSに対する投資について、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年度末までに結果をとりまとめ、可能な場合は実施することとした。

<主な質問、意見等>

(委員) 「健全な資産運用」における健全の定義如何。

(勤生課長) 「健全な資産運用」とは、専門家の意見を聞きながら運用を行うことを意味している。

(委員) 実効性あるリスク管理体制の整備という資産運用委員会設置の趣旨に鑑みると、そういう体制、プロセスをしっかりと経て、資産運用業務を行うことが健全性の確保に繋がる、そうした意味と理解している。

(事務局) 要すれば、この項目の第一段落に記載されている『資産運用の基本方針』に基づき、実施することが健全な資産運用である。「基本方針」に沿うということは、その中に『基本原則』として示された「安全かつ効率を基本として実施する」ことを意味する。「安全かつ効率」の解釈、定義については、基本ポートフォリオ見直しの際に、「必要な利回りを最低限のリスクで確保すること」とすることで合意が得られている。

(委員) 運用目標の達成状況を評価する指標に「毎年度、各資産のベンチマーク

収益率を確保する」とあるが、「毎年度」との設定は、資産運用という業務の性格上、厳し過ぎるのではないか。

(委員) 「毎年度」と書いてあると厳しいのは事実。ただ、目標は中期的に必要な利回りを確保することなので、最終的には中期的に達成されていれば良いということではないか。年度計画も立てる独立行政法人として、「毎年度」という設定は仕方がないものと捉えている。

(勤生課長) 然り。毎年度評価していて、最終年度で、5年間で平均して最終評価することになる。年度別にはCやAが混ざっても、5年間で目標を達成していれば評価はBにならされる。

(丁)

平成 30 年度第 1 回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】平成 30 年 4 月 16 日（月）13：30～15：30

【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、2. の議題のみ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について

(1) 平成 29 年度第 5 回資産運用委員会議事要旨

平成 29 年度第 5 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。

☞ 平成 29 年度第 5 回資産運用委員会議事要旨については[ここ](#)をご覧ください。

(2) 平成 29 年度第 6 回資産運用委員会議事録

事務局より平成 29 年度第 6 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. マネジャー・ストラクチャーにおける検討事項について

事務局より、マネジャーストラクチャーの見直しについて、国内債券アクティブ運用に係る運用受託機関選定プロセス／日程、一次審査における判定方法・基準、二次審査における判定方法・基準及び最終審査の内容について説明が行われた。

選定プロセス及び一次審査における判定方法・基準については、審議の結果、了承された。二次審査における判定方法・基準及び最終審査の内容については、委員からの意見を踏まえて事務局が修正案を作成し、次回資産運用委員会で再審議することとなった。

注) アクティブ運用委託先の選考等に関わ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. 国債決済期間短縮化に伴う資産運用の基本方針の変更について

事務局より国債決済期間短縮化等に伴う「資産運用の基本方針（以下、「基本方針」という。）」改正の必要性並びに改正に至るまでの日程及び手続き案について説明が行われた。審議の結果、「基本方針」の改正が必要であるとの認識が委員会として共有され、改正に係る日程及び手続き案が了承された。事務局による説明の概要は以下のとおり。

☞ 改正後の「資産運用の基本方針」は[こちら](#)をご覧ください。

- 平成30年5月1日より国債決済期間が(T+2)から(T+1)に短縮されることが日本証券業協会から発表されたが、併せて、国債レポ取引の取引形態について、貸借取引から条件付き売買の構成を取る現先取引への一元化が推進されることとなった。
- 現在の「基本方針」では、運用有価証券信託の運用方法について、担保付き貸付に限ると規定しているため、売買取引も可能とするように改正する必要がある。
- 具体的な改正内容については、国内債券運用委託先との契約書の文言に関わるため、現在、調整中であり、案が固まり次第、提示する。
- 5月1日の制度変更までに「基本方針」の改正及び契約書の変更を実施するため、4月半ばまでに運用委託先との調整を進めて改正案を作成、メールにて提示させて頂き、全委員から了承が得られれば、改正することとしたい。

(了)