

## 平成30年度第2回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】平成30年5月25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、5. 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、平成29年度第7回資産運用委員会議事録について、事務局から最終案が呈示され、修正を要する場合には、後日、各委員から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

平成29年4月から平成30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し、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

- ・清退共特別給付経理以外の運用利回りは、全て2%を上回った。
- ・累積剰余（欠損）金は、全ての経理で剰余金が増加ないし欠損金が減少した。
- ・運用委託先のパフォーマンスを対ベンチマーク比超過収益率で見ると、一部の経理で外国債券についてマイナスとなったものの、それ以外の資産クラスについては、全ての経理でプラスとなった。外国債券における対ベンチマーク比超過収益率のマイナスについては、当機構の投資適格基準がベンチマークよりも厳しくなっていることも一因と考えられる。

## &lt;主な質問、意見等&gt;

（委員） 同程度の利回りを達成しているにも関わらず、建退共の累積剰余金の増加幅が中退共に比べかなり少ない理由如何。

（事務局） 予定運用利回りと業務経費の違いにより、建退共の方が、採算利回りが高いことが原因。

（委員） 建退共については、累積剰余金ではなく責任準備金として積み上がっているということか。

（事務局） 然り。

### 3. 基本方針の変更について

事務局より「資産運用の基本方針」について、第4期中期計画に設定された中期目標に合わせて改正した旨の説明が行われ、審議のうえ了承された。

<主な質問、意見等>

(委員) 林退共の基本方針は他の基本方針と比較して、表現が多少異なっている理由如何。“基本方針”に但し書きを付けることには違和感を覚える。

(事務局) 林退共では、平成31年度に予定されている財政検証の結果等も踏まえる必要があるため、暫定的な書き振りとなっている。

### 4. 平成29年度資産運用結果に対する評価報告書(案)について

厚生労働大臣から平成29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29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、構成等の基本的な方向性について合意が得られた。段取りとしては、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取りまとめ、評価報告書案を作成することになった。合意された主な内容は下記のとおり。

- ▶ 平成28年度分と同様、資産運用委員会での審議内容を軸に、機構による運用状況を評価する構成とする。
- ▶ 運用実績の評価に際しては、運用利回りの水準だけでなく、採算利回りとの比較等の観点からも評価する。
- ▶ スチュワードシップ活動について丁寧に言及する。
- ▶ リバランス・ルール等、テクニカルな検討事項にも言及する。
- ▶ マネジャー・ストラクチャー見直しについて、基本ポートフォリオ見直しと同様にゼロベースから議論することが合意されたことにも言及する。
- ▶ 厚労省、労政審との連携についても言及する。

### 5. マネジャー・ストラクチャーの実施状況の報告と検討

事務局及びコンサルタントより、国内債券アクティブ運用委託先の応募状況の報告と外国債券アクティブ運用委託先の公募に関する説明が行われた。また、事務局から、国内及び外国債券投資における投資対象債券の選定プロセスについて、現状説明と見直し案に関する提案が行われた。投資対象債券の選定プロセスについては、委員会として、見直し案の方向性が了承された。

投資対象債券選定プロセスに関する説明の概要は以下のとおり。

- ▶ 従来、国内及び外国債券投資における投資対象債券の種類については、「資産運

用の基本方針」の他、運用委託先に手交する「運用ガイドライン」や運用委託先から提出を受ける「運用スタイル登録票」など様々な形とレベルで規定されてきた。

- ▶ このうち、資産運用委員会の審議を規定されているのは「資産運用の基本方針」のみであるが、投資対象債券の種類は、リスクの量と質に大きな影響を与える重要な要素である。一方で、かなり技術的かつ詳細な内容となる場合が少なくないため、必ずしも「基本方針」の記載事項に馴染まない面はある。
- ▶ そこで、決定に慎重を期すとともに透明性を確保する観点から、投資対象債券の選定については、今後は出来るだけ、運用委託先に共通して渡すガイドラインに集約すると共に、資産運用委員会における事前審議の対象とすることとしたい。

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

## 6. その他

厚生労働省勤労者生活課長から、「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の財政検証の取りまとめ」および、勤労者生活課が中退共制度に関わる各機関の役割分担と連携等について取りまとめた文書について、説明が行われた。説明の概略は以下のとおり。

### (1) 財政検証の取りまとめ

- ・ 剰余金の適切な水準については、国内債券の利回りが予定運用利回りを下回る中、株式等リスク性資産で利回りを補う構造となっているため、リスクに見合った水準の剰余金を有する必要がある、との認識に基づき、5年間の財政シミュレーションにおいて下位1%の確率で想定される損失額(4,400億円)とされた。
- ・ 上記の累積剰余金の水準は、必要な剰余金水準を確保することを最優先すべきという意見もあったが、制度の魅力という観点等に配慮し、5年間をかけて目指すこととなった。
- ・ この結果、平成30年度の付加退職金支給率0.44%が決定された。
- ・ ただし、金融情勢の悪化により単年度又は複数年度で大幅な損失が発生した場合には、必要に応じ、その後の利益の取り扱いを見直すことを検討することとなった。
- ・ また、付加退職金制度については、制度発足当初と比べ運用実績の振幅が大幅に拡大している現在の環境下においては、資産を減少させる効果が強まっている

ることを踏まえ、一般中退の安定に資する付加退職金制度のあり方について、次回の一般中退に関する財政検証に向けての検討課題とすることが付言された。

(2) 中退共制度に関わる各機関の役割分担と連携等について

- ・中退共制度には厚労省や機構、労政審や資産運用委員会、運営委員会など様々な機関が関与しているが、そうした機関の役割と連携のあり方について、今後も制度が適切に運営されていくために、全体を預かる厚労省として取りまとめた。

(了)

## 平成 30 年度第 3 回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】平成 30 年 6 月 18 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、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. 議事要旨及び議事録の確認について

##### (1) 平成 29 年度第 6 回資産運用委員会議事要旨

平成 29 年度第 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、了承された。

##### (2) 平成 29 年度第 7 回資産運用委員会議事録

事務局より、平成 29 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。

##### (3) 平成 30 年度第 1 回資産運用委員会議事録

事務局より平成 30 年度第 1 回資産運用委員会議事録（案）が提示され、7 月上旬を目処に、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. 平成 29 年度資産運用結果に対する評価報告書（案）について

事務局より、平成 30 年度第 2 回資産運用委員会において審議が行われた「平成 29 年度資産運用結果に対する報告書」（以下、「評価報告書」という。）の修正案について説明が行われた。審議の結果、若干の修正を行った上で、最終版として厚生労働省に提出する事が了承された。

事務局からの説明の概要は以下のとおり。

- ・運用実績に関する記述では、予定運用利回りではなく、財務状態に直接関わる採算利回りとの比較において評価する形としている。これは、制度間で、コスト構造が異なることに配慮したものであるが、前回の本委員会において分かりづらいつのご指摘を頂いたので、予定運用利回りと採算利回りの関係について、注記を追加した。
- ・今後の予定としては、本日の審議内容を反映した再修正版を速やかに作成し、全委員からの了承が得られた段階で、最終版として、7 月 25 日に予定されている有識者会議へ、当機構の業績実績評価のための参考資料として提出する。

#### <主な質問、意見等>

（委員） 金銭信託の運用実績について、中退共のみ超過収益率の合計欄に資産全体としての超過収益率ではなく、その一部である個別資産効果の寄与分が記載さ

れている。こうした扱いとしている理由如何。

(事務局) この表の趣旨は、運用委託先のパフォーマンス評価である。この趣旨に鑑みて、資産クラス別特化型委託を行っている中退共については、運用委託先の責めに帰し得る個別資産効果のみを掲載することとしている。そうした趣旨・経緯を知らないと却って分かり難いとのこと指摘は理解できるので、再検討したい。

(委員) 本報告書は、資産運用結果のみを取り扱っている訳では無いので、タイトルの「資産運用結果に対する報告書」は再考の余地があるのではないか。今後の検討課題として頂きたい。

### 3. マネジャー・ストラクチャーの実施状況の報告と検討

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・説明があり、それぞれ審議が行われ、国内債券アクティブ運用受託機関選定の一次選考結果については了承され、二次プロセスへ進むこととなった。

- (1) 国内債券アクティブ運用受託機関選定の一次選考結果
- (2) 外国債券アクティブ運用受託機関選定における要検討事項
- (3) 国内株式アクティブ運用委託先の選考についての要検討項目

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

(了)

## 平成 30 年度第 4 回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】平成 30 年 8 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、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. 議事要旨及び議事録の確認

##### (1) 議事要旨

平成 29 年度第 7 回及び平成 30 年度第 1 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 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。

また、平成 30 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、後日、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 30 年 4 月から 6 月における 6 経理（注）の運用実績と、検討中の運用結果の分析方法について、概略以下のとおり報告があった。審議の結果、4 月から 6 月の運用実績については了承された。運用結果の分析方法については、検討・作業状況について委員会として認識が共有され、引き続き事務局において内容の見直し、改善を進めることとなった。

（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

- ・ 建退共及び清退共の委託運用における超過収益率がマイナスになっている。ある委託先の国内株式における大幅なマイナスが主因である。点検したところ、委託先の体制や方針に格段の変化は見られず、過去の実績では、中長期的に比較的良好なパフォーマンスを示している委託先であるため、当面、様子を見守ることとした。
- ・ 委員から頂いたご意見を受けて、運用結果の分析方法について検討している。分析結果の解釈と、結果をその後の運用にどう活かすかについて、更なる研究が必要と思われるので、検討を継続したい。

<主な質問、意見等>

- (委員) 運用結果の分析、評価に際しては、運用委託先のパフォーマンスを示す個別資産効果も重要であるが、全体としての資産配分効果にも十分な配意が必要。
- (委員) 分析結果の解釈に加え、リバランスに関するルールなど、考慮すべき課題が多いと思われるので、この委員会での審議内容を踏まえ、しっかりと検討して頂きたい。

### 3. 基本ポートフォリオの検証における金融変数について

基本ポートフォリオの見直しが必要となるような金融経済環境の変化が生じていないかどうかを検証するため、半年に1度実施している金融経済指標の見通しに関する定期点検結果について、事務局より、基本ポートフォリオ策定時の金融経済の見通しを大きく変えることが必要となるような環境変化は生じていないと考えられる、との報告が行われた。

また、12月の資産運用委員会での審議を予定している基本ポートフォリオの定例検証に関して、まず①コンサルタントの変更に伴い、期待収益率の算出方法について新たな選択肢が出来たため、次回委員会で、修正の可否をご審議頂きたい、については、②現行方式と新たな候補の比較表を提示するので、ご一覧の上、疑問点等あれば事務局へご連絡頂きたい、との説明が事務局よりあった。

審議の結果、金融経済環境の定期点検報告については了承された。また、基本ポートフォリオの定例検証については、事務局が検証方法の改善等に関する検討を継続することとなった。

<主な質問、意見等>

- (委員) 基本ポートフォリオの検証を実施するに際しては、検証の目的意識、見直しの是非を判断する場合の論理構成等について整理しておくことが必要。その上で、検証方法の選択について検討すべき。例えば良く行われる効率的フロンティアを用いた検証については、更新したデータによる検証の統計的な意味、適否判定の基準とその理論的根拠などについて、必ずしも認識が共有されていないのではないか。そうした観点からの検討も必要。
- (事務局) 基本ポートフォリオの定例検証においては、効率性と、剰余金水準の観点からみたリスク・リターンバランスの妥当性、の2つの観点から主に検証を行っている。このうち効率性の検証方法については、問題の所在を昨年度もご指摘頂いたので、検討を進めている。次回の当委員会において、改善案を提出したい。

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3点について報告・説明があり、それぞれ審議が行われた。国内債券アクティブ運用受託機関選定については了承され、契約手続を進めることとなった。

- (1) 国内債券アクティブ運用受託機関選定の総括
- (2) 外国債券アクティブ運用受託機関選定の一次選考の結果
- (3) 国内株式アクティブ運用委託先選考についての要検討項目

(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

(了)

## 平成 30 年度第 5 回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】平成 30 年 10 月 5 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、小枝委員、中島委員

※資産運用委員会規程に基づき、議題 2 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

(1) 平成 30 年度第 2 回資産運用委員会議事録、平成 30 年度第 3 回資産運用委員会議事録

事務局より、平成 30 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。

(2) 平成 30 年度第 4 回資産運用委員会議事録（案）

事務局より、平成 30 年度第 4 回資産運用委員会議事録（案）が提示され、10 月下旬を目処に、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. 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・ストラクチャーについて、①外国債券アクティブ運用委託先第二次選考の結果報告及び最終選考の実施方針並びに今後の日程に関する説明と、②国内株式アクティブ運用委託先選考を巡る論点についての説明が行われた。

それぞれ審議が行われ、外国債券については、第二次選考までの中間報告と最終選考の実施方針並びに今後の日程に関する事務局案が了承された。国内株式については、審議内容を踏まえて、募集要項を作成することとなった。

(1) 外国債券アクティブ運用受託機関選定の二次選考結果

(2) 国内株式のマネジャー・ストラクチャー見直しの論点

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

(了)