

令和2年度第3回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和2年6月18日（木）13：30～16：00

【開催方法】 WEB開催（注）

【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

（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WEB開催を決定した。

【議事要旨】

1. 議事要旨の確認

事務局より、令和2年度第1回及び第2回資産運用委員会議事要旨（案）が提示され、6月下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し、最終確認が完了した後に公表することが了承された。

<主な質問、意見等>

（委員） 第2回資産運用委員会議事要旨の最後の委員発言の関係で一点確認したい。建退共のアクティブ運用におけるバランス型運用委託では、各運用受託機関に、基本ポートフォリオの構成比を維持するよう指示しているのか。

（事務局） 全ての運用受託機関が4資産の運用を受託している訳ではなく、2資産、3資産の先もあるので、その場合は受託している資産の比率を指示している。

（委員） 新しい委託形態と管理方法を詰めていけばよいとの結論で了解した。

（委員） 当該発言は、建退共の全ての運用受託機関が相似形のポートフォリオを管理しているのではないため、全体の資産構成の調整負担が大きくなっていることを踏まえ、予定されているマネジャー・ストラクチャーの中で、今後の在り方を考えていけばいい、という趣旨で申し上げたことを補足しておく。

2. 令和元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2年度第1回資産運用委員会にて議題となった令和元年度資産運用に関する評価報告書（案）について、各資産運用委員の意見等を反映させた修正案が提示され、最終確定版として厚生労働省へ提出することが了承された。

<主な質問、意見等>

（委員） 当該報告書のホームページにおける掲載場所が非常に分かり難いので、掲載時に整理・工夫をしたほうがよい。

(事務局) 表示場所を資産運用委員会関連のページに移すことなどを検討している。

3. 平成31年4月から令和2年3月の運用実績報告(6経理)

事務局より、平成31年4月から令和2年3月における6経理(注)の運用実績報告における累積剰余金等について、以下のとおり報告・説明があり、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

- ・ 令和元年度の累積剰余金はいずれの経理についても前年度比減少した。
- ・ モンテカルロシミュレーションの1%Tileの想定損失額すなわち目標とする剰余金水準に対する現在の累積剰余金水準の比率を計算すると、中退共については80%となり、金融ショック後の水準としては悪くない、あまり不安感のない状態が維持できていると考えられる。建退共給付経理については同比率が51%となり、目指すべき累積剰余金水準との乖離がかなり大きくなって何らかの対応が必要であることが示唆される。現在、財政検証が実施されていることは、タイミングが良いと言える。
- ・ 資産構成割合については、中退共、建退共給付経理ともに国内株式と外国株式が乖離許容幅の上限に近づきつつあったが、年度末の内外株価急落の結果、ほぼ基本ポートフォリオと同じ構成比となった。

<主な質問、意見等>

(委員) 経理によっては採算利回りとリターン予想値に大きな開きがあり、背景を知らない者が見ると誤解を招きかねないので、留意が必要。

(事務局) 分かりやすい説明、注記を付けるよう検討する。

(委員) 超過収益率の要因分析を見ると、建退共についてはバランス型のアクティブ運用委託である割には資産配分効果が大きく出ている。このことも管理方法の見直しの必要性を示唆している。

(委員) 建退共の基本ポートフォリオは中退共に比べるとリスクの低い構成になっているにもかかわらず、2019年度における剰余金の減り方が大きいのは何故か。中退共は外債の割合の大きいことが奏功したのか。

(事務局) 建退共の方が予定運用利回りが高いため、責任準備金への繰入額が多いことが主因。

(事務局) 利回りのマイナス幅も大きくなっているが、この原因には、資産クラスの構成比の違いに因る部分と、マネジャーのパフォーマンスに因る部分が含まれる。

(委員) 予定運用利回り、採算利回り、リターン予想値の定義や関係を注記すると、長

くなり過ぎるのではないか。別紙のような形でまとめてはどうか。
(事務局) 資産運用に関する評価報告書の別紙としてまとめることとする。

4. 日本版スチュワードシップ・コード再改訂への対応

事務局より、令和2年4月に3年振りに改訂された日本版スチュワードシップ・コードについて報告があり、その上で、受入れ表明文の改正案が提示された。報告の概要は以下の通り。

- ①再改訂コードの受入れ表明期限は令和2年9月末であること
- ②今回のコード改訂の主なポイントは、「運用戦略に応じたサステナビリティの考慮」、「国内株式以外の資産へのスチュワードシップ活動の拡大」、「規模や能力を勘案したスチュワードシップ活動の推奨」等であること
- ③今回改訂の方向性については、中退共が過去2年間取り組んできた内容と合致しているものと思料し、再改訂受入れによって取り組み内容が大きく変わるものではないと考えていること
- ④ただし、今後の課題として、建退共におけるスチュワードシップ活動の在り方を検討する必要があること

なお、改正案について、6月下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。

<主な質問、意見等>

(委員) コードにおけるサステナビリティとは、何に関するサステナビリティと理解しているのか。

(事務局) 一義的には投資先企業の持続可能性と理解している。

(委員) 本邦運用機関の体制強化を通じた本邦資本市場の効率性向上等もっと広い意味でのサステナビリティ改善を意識した活動というのは非常に大事なことであり、機構こそそうした活動を行うべきと考えている。企業のサステナビリティ向上を謳うコードを受け入れることは良いが、より広い観点に立ったスチュワードシップ活動も排除されないとの理解で良いか。

(事務局) 然り。今回の再改訂では、アセットオーナー自らの規模や能力等に応じたスチュワードシップ活動が奨励されているが、その中には、小規模な基金による可能な範囲での活動だけでなく、大規模な基金がより広い観点からの活動を行うことも含まれていると理解している。

(委員) 再改訂で「(最終受益者の) 視点を意識しつつ」との文言が挿入されたが、スチュワードシップ活動の目的は、引き続き最終受益者にとっての金銭的利益である、という理解で良いのか、考えどころではないか。金融庁はどのように説明

しているのか。

(事務局) 明確な説明はなかったように思うが確認する。

(委員) 今後とも基本的には従来通り最終受益者の金銭的利益を追求するのか、それとも最終受益者の視点をどのように意識すべきかを委員会も含めて重要な検討対象としていくのか、明確にしておく必要があるのではないか。

(事務局) その点は変わり得るのではないかと考えている。現在はエンゲージメントの形でのみ実施している ESG 投資についても、世間の動き次第で将来的に債券購入等の投資の形で実施せざるを得なくなることもあり得るのではないかと。

(委員) 世間の風潮については客観的に眺めていれば良いと思料する。一方で、機構が既に実施しているスチュワードシップ活動の内容は、金融庁が目指している資本市場や金融仲介機能改善の方向性に合致している。こうした広い概念で捉えた立ち位置を維持することが重要ではないか。

(事務局) スチュワードシップ活動のうちの運用機関トップとのエンゲージメントは、まさにそうした観点から実施している。例えば、議決権行使をより形式的でない実質的なものとするにはどうすべきか、という観点から話をしている。また、「最終受益者の視点を意識した利益の確保」については、そればかり意識しているわけでもないし、それを無視しているわけでもなく、最終的に短期的な利益ではなく、中長期的な利益に結びつくことが重要と考えている。例えば、「10年、20年の期間でみれば良好な労働環境の実現は企業を持続可能とするために必須である」といったことを機関投資家が物申していくスチュワードシップ活動の結果として、資本市場も健全に発展し、それが最終的には勤労者の財産形成に資すればこれほどいいことはない。

(委員) そうした哲学が重要である。世間の風潮は風潮として、グリーンボンドであれ ESG ファンドであれそうした哲学との整合的な関係を説明できないのであれば、行うべきではないと思料する。

(委員) ESG の問題は、サステナビリティが何のサステナビリティか、という点も含めて幅広い観点からの議論が必要。例えば責任投資原則 (PRI) の考え方、目指すところは社会のサステナビリティであるので、スチュワードシップ・コードにおけるサステナビリティも企業に関するものと必ずしも言い切れない。サプライチェーンの末端の仕入れ先が人権侵害や環境破壊をしていれば発注元企業にも影響が及び得る。そうした観点からの投資分析が求められる。この問題は時間を掛けて議論する必要がある。

(事務局) 逆に、S 要素について、サプライチェーンの末端の下請け企業が存続できないような労働環境を作っていたら、長期的には元請け企業もサステイナブルではないという観点もある、という話もしている。

(委員) 要するに、E の観点でも S の観点でも、世界に及ぶサプライチェーンの末端ま

で目を配らないと社会全体がサステイナブルにならないということ。この問題は別途、時間を取って議論するべき。

(委員) 今回の再改訂趣旨を踏まえ、今後、建退共がスチュワードシップ活動に取り組んで行く場合、中退共との取り組み内容の違いは何に起因するのか。

(事務局) 運用に従事している者の人数の違いが最大の要因。建退共の陣容では中退共ほど手厚い活動は難しい。

5. パッシブファンドのマネストについて

事務局より、合同運用資産（中退共給付経理、清退共給付経理、林退共給付経理）パッシブファンドの現状、見直しの目的、見直しにあたっての検討ポイントについて、報告・説明が行われた。

上記について、6月下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。

(注) 上記に関する審議内容については、その公表が今後実施予定の選考に影響を与える可能性に配慮し、アクティブファンドの場合と同様、後日、選考結果等を総括する資料の中で公表することを予定。

6. その他

委託運用の記載名称に関して、事務局より、資産運用の基本方針、勘定科目において手続きを進めていた「金銭信託」から「包括信託」への記載名称の修正について、勘定科目における修正を取り止める旨の報告と、事由及び対応方針に関する説明が行われた。審議の結果、説明の内容と対応方針について了承された。説明の概要は下記の通り。

- ・ 記載名称の修正は、契約の名称が金銭信託から包括信託に変わっていることを勘案して決定した。
- ・ しかし、監査法人から、勘定科目の変更は不適切との指摘を受けた。
- ・ 勘定科目における「金銭信託」は契約の名称ではなく、金銭の信託という取引内容を顕したものであり、その内容に変化がない以上、変更すべきではない、との指摘であった。
- ・ この指摘を踏まえ、勘定科目の変更は取り止めることとした。
- ・ ただし、「資産運用の基本方針」及び資産運用の結果に関する公表資料中の記載については、契約形態明確化の観点から変更することとし、勘定科目との記載名称の違いについて注記する。
- ・ 当面は上記の対応とし、問題が発生した際には再考する。

(了)

令和2年度第4回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和2年9月4日（金）13：30～16：00

【開催場所】 WEB開催（注）

【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

（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WEB開催を決定した。

※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同席を要請。

【議事要旨】

1. 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、諸機関による最新の金融経済予測に関する情報のほか、保有資産に係る相関係数や標準偏差等の変数の動向が報告され、基本ポートフォリオの定例検証における金融変数の現時点で確認した内容の説明が行われ、資産運用委員会として、情報と認識が共有された。事務局からの説明のポイントは下記の通り。

- ・ 新型コロナウイルス感染拡大の影響で、内外の金融経済予測は何れも2020年度について大幅に下方修正された。国内の長期金利については、長期金利が0%で横這いとなる期間が1年延びて2023年度までとなったが、こうした見通しの下では自家運用部分の利回り低下により、現在の中退共基本ポートフォリオでは期待収益率が採算利回りに届かなくなる可能性が高いため、来年度は基本ポートフォリオ見直しが必要となるものと思われる。
- ・ 基本ポートフォリオの構成比を決める相関係数や標準偏差の動きをみると、標準偏差は、コロナショックの影響が顕在化し、足元、内外株価においては大幅に上昇している。この間、相関係数を見ると、内外株価の相関係数が上昇する一方で、株式と債券間の相関係数が低下している。コロナウイルス問題に対して株式市場と債券市場が別のロジックで動いているような形であり、最近の株価上昇については、注視が必要。

2. 議事録の確認

事務局より、令和2年度第1回及び第2回資産運用委員会議事録（案）が提示され、9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に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、令和2年4月から令和2年6月における6経理（注）の運用実績、及

び9月に実施する合同運用資産のリバランスについて、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、清退共給付経理、林退共給付経理）、建退共給付経理・特別給付経理、清退共特別給付経理

- ・ 令和2年4月から6月の運用利回りは、国内外の株価が大幅に上昇したことから、清退共特別給付経理以外の経理で大幅なプラスとなった。
- ・ 委託運用については、合同運用資産において全資産クラスで超過収益を上げた。また、建退共においても、資産全体で超過収益を上げる結果となった。
- ・ しかしながら、実体経済面の深刻さと乖離した株価高であり、このような乖離が生み出し得るショック発生時の影響拡大要素を見定める必要があると思われるため、引き続き情報収集に努めていきたい。
- ・ 中退共資産において、8月末の時点で外国株式の構成比が乖離許容幅を超えたため、ルールに従って合同運用資産のリバランスを実施する。

4. 日本版スチュワードシップ・コード再改訂への対応について

事務局より、日本版スチュワードシップ・コード再改訂への対応について、前回委員会以降の指摘を反映した改訂案が提示され、了承された。

事務局からの改訂案に関する説明は下記のとおり。

- ・ 今回の修正の最大のポイントの一つは、原則1の指針1-3に付け加えられた「最終受益者の視点を意識しつつ」という文言についての解釈と対応である。
この点について、最終受益者とは「共済契約者と被共済者」であり、「その視点を意識した活動」とは、「退職金を将来にわたり確実に給付するため、制度を安定的に運営していく上で必要とされる収益を長期的に確保することを目指した活動である」と、機構が認識していること、その認識を前提として今回の再改訂を受け入れることを明記した。
- ・ また、今回の改訂のポイントの一つである国内株式以外の資産への日本版スチュワードシップ・コードの適用については、自家運用部分をスチュワードシップ活動の対象外とすることを、その理由（公的機関が直接的に民間企業の経営に介入することの回避）とともに明記した。

5. パッシブファンドにおけるマネジャー・ストラクチャー見直しについて

事務局より、合同運用資産（中退共給付経理、清退共給付経理、林退共給付経理）に係るパッシブ運用のマネジャー・ストラクチャーの見直しについて、募集方法、選考プロセス等の説明が行われた。審議の結果、合同運用資産のパッシブ運用に係る募集の実施及び選考プロセスについて承認された。

(注) 上記に関する審議内容については、その公表が今後実施予定の選考に影響を与

える可能性に配慮し、後日、選考結果等を総括する資料の中で公表することを予定。

6. 特定業種退職金共済制度の財政検証について

オブザーバーである厚生労働省雇用環境・均等局勤労者生活課長より、8月26日に開催された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（以下、労政審中退部会）での審議結果の概要について、下記のとおり説明が行われた。

- ・ 建退共の累積剰余金は、新型コロナウイルス感染症拡大による金融市場の大幅な変動等もあり、令和元年度末時点で、前回の平成26年に行われた財政検証時の額から減少しており、今後もより一層減少することが見込まれる。

一方で、建退共制度の魅力を維持し、退職金の水準を確保する必要があるとあり、様々な要素を勘案し、予定運用利回りについては、現行の3.0%から1.3%に引き下げることが適当であるとされた。

- ・ 清退共の累積剰余金は、前回の平成26年に行われた財政検証時と比較して、若干増加している。累積剰余金については、今後は減少していくことが見込まれるものの、引き続き責任準備金額を大きく上回っているということで、予定運用利回りは現行の2.3%から見直しは行わないことが適当であるとされた。

- ・ 林退共の累積欠損金は、改善傾向ではあるものの、累積欠損金解消計画の解消年限である令和4年度末までには、累積欠損金は解消されない見込みである。

これを踏まえ、制度の安定的運営を図るため、予定運用利回りについては、現行の0.5%から0.1%に引き下げることが適当であるとされた。

- ・ その他、特定業種退職金制度の趣旨を踏まえつつ、安定的に制度を持続させるため、今後の制度のあり方について検討を行うことが適当であり、また、今後、金融情勢の急激な変化により大幅な利益または損失が発生した場合には、必要に応じて再度検討することが適当とされた。

<主な質問、意見等>

(委員) 本日事務局が用意した参考資料には、建退共のマネジャー・ストラクチャーの現状として、運用の効率性が低下しているとの記述があるが、この点について労政審中退部会場で何か意見はあったか。

(厚労省) 特段意見はなかった。

(事務局) 累積欠損金を抱えた林退共では、これを解消するため、0.1%という非常に低い予定運用利回りとなるが、このことについて、労政審中退部会場で何か意見はあったか。

(厚労省) 予定運用利回りが低過ぎるのではないかという観点の意見は特段なかった。

7. 流動性対策について

令和2年度第2回資産運用委員会において、新型コロナウイルス感染拡大が資金繰りに与える影響への対策として、流動性確保のため、自家運用において一部を除き債券購入を見合わせる事が承認されたところであるが、建退共事業本部から建退共給付経理の自家運用における債券購入を再開したいとの要望が提出され、審議が行われた。審議の結果、長期債の購入については、人口動態を踏まえたキャッシュフロー分析（掛金収入と退職金支給の見通し）が必要、との指摘があり、次回委員会において、分析結果を報告し、その結果を踏まえて判断することとなった。事務局及び建退共事業本部による申請の背景に関する説明の概要は、下記の通り。

（事務局）

- ・ コロナ禍という全世界的な未曾有の事態を受け、今年度については流動性確保に全力を挙げる旨、第2回の資産運用委員会で報告し、了承を得た。

その後、予想より早く第二波感染拡大が始まったこともあり、同方針を維持してきたが、今般、建退共事業本部から再投資再開の要望が提起されたため、ご審議頂きたい。

建退共からの単独申請となったのは、以下の制度的背景に因る。

- ① 組織的には、特定業種退職金共済事業については、資産運用委員会のほかに運営委員会という業界関係の外部委員で構成される委員会が設置されている（中退法第67条）。
- ② 建退共事業については、独法通則法に規定される「業務の一部に関し一切の裁判上又は裁判外の行為をする権限を有する代理人」につき、独立行政法人勤労者退職金共済機構組織規程第4条により、理事長の権限を代理する理事長代理を置くことが規定されている。
- ③ この組織規程の改正には、独立行政法人勤労者退職金共済機構特定業種退職金共済規程第3条第3項（7）により、運営委員会の議を経なければならない。
- ④ この共済規程の変更については、中退法により、運営委員会の議を経なくてはならない（第67条第2項の一）。
- ⑤ したがって、規程上、建退共固有の問題については、理事長が責任を有する中退・清退・林退とは別の判断が理事長代理の責任の下で取られ得ることとなっている。この結果、今回のような単独申請もあり得る。

（建退共事業本部）

- ・ 建退共では、業界を引退した時点で退職金請求が行われるため、景気動向にあまり左右されず、退職金の増加・減少は長期的なトレンドとして推移している。掛金収入についても、建退共では公共事業が中心で行われているため、景気が悪化しても直ちに大幅に減少する恐れは少ない。
- ・ 実際、4月から7月まで退職金支給額、掛金収納額とも前年比で大きな変化は見

られない。

- この間、普通預金額は平成 18 年度以降で最高水準にある。
- 建設業は受注産業であるため、需要が短期間で急変する可能性というのは非常に低い。雇用に影響を及ぼすにはタイムラグがある。実際、4月から7月の公共工事請負額は、対前年度と比べて増加している。
- 債券購入の見送りを継続した場合には、金利相当分の収入が自家運用収入から失われる。また、金融債を除く債券購入見合わせを続けた場合、10年後にキャッシュ不足に陥ることになる。
- 退職金が掛金を上回る状況は、団塊の世代が退職する時期に発生、平成 14 年度のピークにはその差額は 363 億円であった。
- 退職金が掛金を上回った場合、基本は積み増した普通預金で対応するか、ラダーの償還金で対応するかのいずれかになる。普通預金は使ったら 1 度限りなので一時的な減少に対応、ラダーの償還額は毎年発生するため、長期的、継続的なトレンドに対応可能。
- 建退共の場合、退職金の一人当たりの単純平均納付年数は約 8.6 年であるが、支給金額で加重平均すると約 17.8 年となる。したがって、20 年債を一定割合持つ合理性はある。ただ、建設業は労働者の高齢化が進んでおり、中長期には退職金が掛金収入を上回る可能性が非常に高いと思われるため、20 年債の保有を増やすことは不適當。

<主な質問、意見等>

- (委員) 特退共の場合に運営委員会があり、中退共とは意思決定の仕方やプロセスが少し違うとの説明があったが、この資産運用委員会が果たすべき機能については、中退共と特退共の間に全く差異はないと考えるが、そうした認識を委員会において共有するということが良いか。
- (事務局) 然り。資産運用委員会には、全ての共済制度において、私どもの資産運用業務を監視する役割を果たしていただくものと認識している。
- (委員) そうした認識を踏まえ、委員方におかれては、中退共と同様のクオリティーを求めて、建退共ほかにおける資産運用業務についても活発な御議論をお願いする。
- (委員) 「退職金の増加・減少は長期的なトレンドとして推移している。」との説明があり、ラダーというやり方も採用しているとの説明があったが、退職金の長期的なトレンドが、デモグラフィに左右される仕組みになっているとすると、ラダーを組む際には、人口動態や建設業における年齢構成を踏まえた将来の退職金支払額に関する定量的な分析をしているのか。例えば、団塊ジュニアの退職時期とラダーの関係等について説明頂きたい。
- (委員) 資料の中に、20 年債購入の経緯として、平成 16 年にデュレーション短期化へ

の対応として購入を開始したとの説明があるが、ラダーを組んでおり、かつ簿価評価である自家運用についてデュレーションをコントロールするというこの意味が良く分からない。考え方を説明して頂きたい。

(事業本部) 人口動態に大きな影響を受けるのは事実であるが、その影響について定量的な分析をした上でラダーを組んでいるのではない。平成16年に20年債の購入を開始した以外は、従来からの運用方針を踏襲してきたのが実情である。

(委員) 団塊ジュニア層の引退に関する定量的な分析がないと、そもそもラダーという概念は出てこないのではないか。

(事業本部) デモグラフィックな部分の分析は出来ていないのが実情である。

(委員) 退職金支給額は景気動向にあまり左右されず、デモグラフィックにかなり左右されるのであるならば、被共済者の年齢構成と退職数との関係の簡単な分析で今後の退職金支給額の大まかな目処が付き、団塊ジュニア世代の退職のこぶに対応するラダーを組むことも可能になる理屈だが、何故そうしないのか。

(事業本部) 従来そういうことをやっていなかったというのが現状。建設業の技能労働者の世界ではかなり高齢化が進んでおり、研究会の推計等でも建設業就業者数の減少も見込まれているので、そういう点について分析した上で次回お示しする。

(委員) 自家運用における債券購入再開の理由としてラダーの維持を挙げているが、退職金支給額の将来推計もない状態では、ラダーを維持する意義、ラダーの年数が何と対応しているのかが分からない。

(事業本部) その点も整理した上で、次回、10月30日にお示しする。

(委員) 人口構成が変化しているケースでは、ラダーよりもキャッシュフローマッチングの表を作る方が良い。建退共の場合は退職年齢は決まっていないが、従来の退職金支給者の平均年齢を使う等一定の前提を置けばシミュレーションが可能ではないか。

(委員) 建設業は50歳以上が全体で45%ぐらいになっており非常に高齢化が進んでいる業種である。建退共の加入者もそれと同じような人口構成とすれば、半分はあと10年経てば60歳に達する。中長期的には退職金支給額が収入を上回る見通しであるなら、運用の常識としては、長い債券を持つこと自体が非常に大きなリスクを抱えることになる。長期債をどのくらい持てるのかは、先述のようなシミュレーションが必要。

(委員) 平均納付年数が17.8年なので20年債で投資をしても合理性があるとの説明であるが、20年債は新規加入者用としては適切としても、購入する債券の年限構成を決めるには被共済者の年齢構成が必要ではないか。

(事業本部) そういう点を踏まえて資料を作成する。

(委員) 現在の債券の年限構成は、ほぼ10年以内のものを均等に持っているような形なので、柔軟性はあるように思える。流動性管理面では、平成14年に400億円

近くの資金ショート状態になった際も乗り切っているようなので、基本的には大丈夫なのではないか。

(委員) 中退部会で予定運用利回りを来年 1.3%に引き下げることが決まった由であるが、それに対応してポートフォリオの見直しを行う必要がある。自家運用部分の在り方は、基本ポートフォリオ全体に掛かってくる議論ではないか。そのあたりのスケジュール感如何。

(事業本部) 基本ポートフォリオをどうするかについては、シミュレーション等を行った上で、次回資産運用委員会に提出する。

(委員) 中長期的に収支がマイナスになる見込みであるならば、資産規模が変化することになり、建退共資産全体の中での自家運用のウエイトも変化する。将来キャッシュフローのシミュレーション等により、そうしたことも検討する必要があると思料する。

(事業本部) ご指摘の通りであり、種々論点を整理してお示しさせていただく。

(委員) 掛金収入の2分の1の額 279 億円を普通預金で確保されるとのことであるが、この2分の1という割合あるいは 279 という数字の算定根拠如何。

(事業本部) 掛金収入がピーク比 2分の1の水準になったのは昭和 61 年のことであり、それ以降は一貫して 300 億を超えている。低い時でも 400 億台半ばであるので、279 億円は短期的に想定される水準としてはほぼあり得ないぐらいの安全に安全を見込んだ数字と考えている。

(委員) この金額を特に減らすことは考えていないという理解で良いか。

(事業本部) 然り。ご指摘を踏まえ、20 年債の購入については根拠を示した上で改めてご審議頂くこととするが、将来のラダーにあまり穴を開けるとするのは建退共の現状を見れば適切ではないと思われるため、10 年債のみ 10 月から購入を再開することとしたいが如何か。

(委員) 取り敢えず、当面の対応として限定的な金額で再開するのであれば、10 年債に限る必要もないのではないか。長期金利の低迷が予想される中、少しでも高い利回りのものをポートフォリオに組み入れていくことも必要。

また、ラダーを維持するという目的であれば、量の問題は別にあるが、20 年債を混ぜていく従来の考え方を踏襲してもいいのではないか。

(委員) 10 月からの購入再開の提案であるが、次回 10 月の委員会で提出されるキャッシュフローのより詳細な資料を見た上で開始すれば良いのではないか。

(事業本部) 次回委員会が 10 月 30 日であるため、そこでの決定となると再開が 12 月ないし 1 月になってしまう。できれば 10 月から再開したい。

(委員) 10 月に決定して再開が 12 月ないし 1 月になるとのことだが、間にどのようなプロセスが必要になるのか。市場対応だけであればそれほど時間は要しないと思料。再開するに当り、外部機関の承認を取る等の手続きが必要なのか。

(事業本部) 政府保証債等は大体1カ月ぐらい前に予約が必要であるため、その期間が必要。

(委員) 建設業の平均年齢が非常に高いことを勘案すると、今後、加入者数の減少とキャッシュフローの減少が想定される。被共済者の年齢構成ないし年齢ごとの期待残存就業年数等の数字がない中、どのような根拠を基に今の10年ラダーの高さを維持する必要性を強く主張するのか。ラダー維持のために10年債投資を再開する必要性が高いとの主張は、10年後の償還金ニーズについてのイメージがないとできないと思料。

(事業本部) その点、整理して次回委員会で報告する。

(委員) 中長期的なキャッシュフローの減少と赤字化が想定される中で、ラダーの高さをどう調整していくのか、ラダーのあり方を含めた説明を次回委員会で受けた上で、今後のラダーの作り方を検討してはどうか。

ラダーの高さが下がっていくということを想定の範囲内に入れた分析を10月に提出してもらい、その結果も踏まえて10年債の買い方について考えるということではどうか。

(委員) やはり将来のラダーについての想定が曖昧なままでは投資再開の可否や内容について判断をつけるための材料が不足していると思われる。

再開まで多少時間が掛かっても、もう少し議論の根拠、決定の根拠を説明できるようなものを10月に頂いてから判断したほうが良いと思料する。

(事業本部) 承知した。

(委員) 建退共の基本ポートフォリオの見直しは比較的緊急性が高いテーマだと認識している。その中では自家運用部分も含めて議論が必要とのご意見にも同意する。ただ、基本ポートフォリオ見直しを待っていると購入がかなり遅れてしまうという問題もあると思われる。できる限りポートフォリオ見直しのタイミングを前倒しするとして、一方でとりあえず現状の自家運用部分を前提とした議論も10月に行い、近い将来再び見直しがあるということを前提に話を進めれば良いのではないか。

(委員) 将来キャッシュアウトが超過になった場合、自家運用のラダー部分が不変であると委託運用部分が減ることになりポートフォリオ全体の収益率に係ってくる。そうしたリスクも将来シミュレーションで明らかにし、債券のポートフォリオの内容を決める必要がある。ただそれをやると1年がかりになる可能性があるので、進め方の検討が必要。

(了)

令和2年度第5回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和2年10月30日（金）13：30～17：15

【開催方法】 WEB開催（注）

【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

（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WEB開催を決定した。

【議事要旨】

1. 資産運用委員会議事録及び議事要旨の確認

事務局より、令和2年度第1回及び第2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2年度第3回及び第4回資産運用委員会議事録（案）が提示され、11月下旬を目途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。

令和2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。

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、令和2年4月から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・説明があり、了承された。

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

- ・ 年率換算利回りについて、委託運用を行っているいずれの経理も内外株価の大幅な上昇が牽引役となって包括信託が2桁前後伸びたことから、資産全体でも中退共の5.44%を筆頭に高めの利回りとなった。
- ・ 運用受託機関のパフォーマンスについて、建退共特別給付経理の外国債券が若干マイナスとなったことを除き、全資産クラスでベンチマークを上回る収益率となった。
- ・ 合同運用資産における運用受託機関のパフォーマンスをやや子細に見ると、運用スタイルに応じたバラつきが見られ、リスク分散が機能していることが示された。また、何れの運用受託機関もそれぞれの運用スタイルにおけるベンチマークに対して超過収益を上げており、マネジャー・ストラクチャー見直しの成果が窺われる。林退共、清退共にとっても合同運用が良い結果をもたらしている。
- ・ ただし、引き続き変調の兆しがないか、注視していく。

3. 建退共の基本ポートフォリオ見直しの検討について

建退共の基本ポートフォリオ見直しの検討について、事務局と建退共事業本部より以下のとおり報告・説明が行われ、委員会において情報が共有された。

また、村上委員長から、建退共における基本ポートフォリオ見直しのための参考資料が提出され、建設業全体の技能労働者の年齢別人口構成の現状と将来推計並びに負債の期間構造に対しニュートラルポジションとなるようなリスクのとり方（資産の期間構造の作り方）についてご説明頂いた。

それぞれの説明の概要は下記の通り。

<事務局からの説明>

- ・ 本来であれば第4回資産運用委員会で約束した人口動態を勘案したキャッシュフロー分析や基本ポートフォリオ見直しに関する方針等について御報告し、御審議をいただく予定であったが、資料の準備が出来ていないため今回は審議を見送らせていただき、来月中に臨時委員会を開催し、改めて御審議をいただきたい。
- ・ 次回委員会では、以下の4点についてご報告させて頂く予定。
 - ① 今後の退職金支給額の動向に関する大まかな目途をつけるための、被共済者の年齢構成と退職者数との関係の簡単な分析
 - ② 現在の債券の年限構成を維持する意義、年数及び高さの根拠の提示
 - ③ 人口構成の変化を考慮したキャッシュフローのシミュレーション
 - ー 保有債券の年限構成とキャッシュフローとのマッチング状況の確認及び資産規模が減少した場合の自家運用ウエイトのあり方の検討のため
 - ④ 自家運用部分を含めた基本ポートフォリオの見直しのスケジュール感
- ・ まず、基本ポートフォリオについて一点、確認しておきたい。当機構が運営する制度は積立型であり、かつ企業年金のように本業などからの補填の手段を持たないという特徴がある。したがって、資産運用の失敗は直接被共済者の退職金に影響するので、選択肢がある場合は保守的な判断を行う、というのが、この資産運用委員会でのコンセンサスであったと認識している。
- ・ 基本ポートフォリオ見直しは、中退共の際のプロセス、項目をたどるのが重複を避ける意味でも効率的と思料。ただし、建退共固有の問題については、同じ軌道に乗せる前に片付けておく必要がある。
- ・ 建退共の基本ポートフォリオ見直しについては、中期計画上、予定運用利回りの引下げが予定されている令和3年10月までに実施する必要があると認識している。中退共の基本ポートフォリオ見直しを行った際の所要日数と、建退共の要員上の制約を勘案すると、自家運用と採算利回りについては年内に議論を進める必要があると考えている。
- ・ 基本ポートフォリオ見直しにあたり、まず対処すべき建退共固有の問題は「人口動態を勘案したキャッシュフローの分析」と「新基本ポートフォリオの期待収益率を

どう設定するか」の2点である。

前者については、現在分析を進めており、次回委員会でご審議いただく。

後者については、非正規雇用や転籍の多さ、証紙方式等の制度上の特性から、予定運用利回りと採算利回りの関係が必ずしも安定せず、乖離が発生するという建退共の問題を考慮し、採算利回りが「どの程度の幅で振れ得るのか」、「どのような要因によって変動するのか」等の分析が必要になる。慎重な吟味を要するため、別途検討の場を設けることとする。

<建退共事業本部からの説明>

- ・ 現在の債券の年限構成の根拠について明確な説明が出来ない中、負債構造に適合するように自家運用を含め基本ポートフォリオを確り見直す必要があることを認識した。
- ・ したがって、9月4日の委員会で、審議をお願いした現在の自家運用債券の構成を前提とした債券購入再開の要望は取り下げる。

<村上委員長>

- ・ 国土交通省によれば、建設業全体の技能労働者の年齢別の年齢構成は、60歳以上が25%を占め、50歳以上が45%を占めている。また、若年層では建設業に就労する人が少ない状況にある。
- ・ 加入者の加入残存期間と加入期間別退職金額が分かれば、残存年限別の負債の構成が分かる。
- ・ 総務省の統計で我が国の若年層の人員構成を見ると、20代から10代になると約95%、10歳未満ということになると76%というように、急速に減少していく人口構造になっている。
- ・ こうした状況を前提に、建退共の加入者の人員構成が建設業界全体の技能労働者の人員構成と同じと仮定、20歳から積み立てて65歳で退職金を受け取るという就労モデルを置き、年齢別に65歳で退職金を受け取るまでの残存期間を算出する。
- ・ 年齢別のその時点での積立額は、20歳からの積立期間と、対応する金利（1年複利1.5%）で算定する。
- ・ 将来推計については、高齢者層は65歳で半数が退職、75歳で引退、20歳での加入者数は、国民全体の若年者と同じ比率で減少していくと仮定。
- ・ 上記の過程に基づくシミュレーションにより、将来における負債の年限構成が推定出来る。
- ・ こうして算定された負債の年限構成に合わせる形で債券の年限を構成すれば、期間のリスクに対して中立的な資産構成とすることが出来る。
- ・ 今回の試算では、向こう20年間に亘り資産残高が減少、また負債構造も短期化の傾向を辿るという結果となった。
- ・ 資産の減少と負債構造の短縮化がどのような形で起こるかは、資産運用に非常に大

きな影響を与えるため、実際の加入者データを用いたシミュレーションでよく観察していく必要がある。

- ・ 自家運用債券については満期保有を前提として簿価会計が認められているという会計上の制約があるため、中途での組み替えが出来ないというハードルがある。20年債を購入すれば資金が20年間固定化されてしまうが、20年後に資産が減少した場合、委託運用を減らさなければならなくなる。
- ・ したがって、退職金制度の運営というのは非常に注意を払って、特に長期的動向を睨んで行わなければならない。向こう10年間、20年の金利動向によっても問題が顕在化する可能性が出てくる。そうした点についてきちんとした分析を行う必要がある。目先の金利差だけで議論をするというのは非常に危険なことで、「明日の百より今日の五十」という諺があるが、むしろ「明日の百」の方を考えていかないと大変なことになるというのがこの制度。必ずしも現在や来年度の金利差のことだけではなくて、「二十年の計」で実施することが肝要。
- ・ ポートフォリオの世界では当たり前に行われることではあるが、資産・負債の将来構造等を睨んで、資本市場の前提と併せて最適なポートフォリオを探っていくことで、自家運用や委託運用の戦略も結論が出てくる。

<主な質問、意見等>

(委員) 長期の問題を扱う時は、一つのやり方として、近視眼的、要は目先の数年、目先の数年を積み重ねていくやり方があるが、今のお話を伺う限り、それではだめで、将来の目標からリカーブに見ていって、今、どう行動すべきかという、長期のダイナミック・プログラミング的な発想が必要になると思う。

その際、重要なのは、自家運用債券と委託の比率をどのように長期的にコントロールしていくのかという点。金利や期待リターンの長期的な見通しは、信頼性の高いシナリオを書くことは難しいので、足元の数字の延長でやっていくしかない。

そう考えると、自家運用債券と委託の比率を左右するのは、ポートフォリオ全体の期待リターンの設定、したがって予定運用利回りになる。そうすると資産運用を超えて制度設計の面で長期的なビジョン、戦略を持って、予定運用利回りを決める必要があるので、資産運用に関する長期的な議論を行うには、制度を決める労政審との緊密な連携が必要という理解で良いか。

(委員) 理想的にはそうであるが、そうしたやり方は組織的には難しいのではないか。

実際には、複数の考え方、シナリオを置いてやってみるしかないのではないか。

(委員) キャッシュフローマッチングの基になるような10年後、20年後の建退共の年齢構成とか退職金の額を推計する方法論はないわけではないと思われる。あとは分析に必要なスキルやマンパワーの問題であるが、これは結構大変だと思われるの

で、ぜひ機構の総力を挙げて、いろいろな部署があると思うが、最終的にはもちろん事業本部長がやられるにしても、機構全体として、資源を総動員して、キャッシュフローマッチングの基になるような客観的あるいは合理的なベースになる数字を出していただくように、是非、お願いしたい。

(事業本部) そこは従来不十分であった点と認識している。中退共の資産運用部門にも協力を依頼する。

(委員) 中退共の被共済者は、様々な専門的な知見を活用した運用のメリットを享受している。建退共の被共済者についても全く同じレベルのサービスを受取る権利があると思うが、現状、必ずしもそうになっていない。それが実現するためには財務問題・基本問題検討委員会と運営委員会の議を経た施策を行う必要がある。これら2つの委員会の委員の皆様方も、被共済者のためという意識は変わらない筈だが、ファイナンスや運用には様々な知識、経験、知見が必要。これら2つの委員会における資産運用分野に関する専門性如何。

(事務局) 財務問題・基本問題検討委員会のメンバーは12名で、うち9名がブロックを代表する建退共の委託先である支部の地元の支部長様、それから日本建設業連合会の方が1名、専門工事業者の方が1名、全国建設業協会の方が1名、そういう構成になっている。建設業界のプロ中のプロで構成されている。

(事業本部) ファイナンスや金融に関しては、専門家は入っていない。資産運用については資産運用委員会で御議論いただくものと考えている。ただ、共済契約者でもある2つの委員会の委員の皆様には、審議の中味を御説明し、御理解いただきながら進めていく。

予定運用利回りを3.0%から1.3%に引き下げることについては、かなりの議論をこの財務問題・基本問題検討委員会と運営委員会、評議委員会で行った。47都道府県の全ての専務理事にご説明し、1.3%に引き下げるのはやむを得ないというようなご意見をいただいた。その先の基本ポートフォリオやマネジャーストラクチャーをどうするかについては、資産運用委員会で御議論いただいた専門的なことを、私の役割としてはかみ砕いて、財務問題・基本問題検討委員会と運営委員会の皆様にお伝えする。

(委員) 頑張ってください。

スチュワードシップ活動の面からも、建退共の被共済者である建設業界の方々の処遇改善を図ることは国として重要なこと。機関投資家としてそうした点に声を出すとなると、建退共ではないかと思われるが、中退共と異なり、今の建退共の体制はそこまで至っていないという理解で良いか。

(事務局) 然り。

(委員) スチュワードシップ・コードの受入れは、機構という組織で表明しているわけで、経理毎にやっているわけではない。外からの理解はこういうことだと思うが、

実態としては経理毎に対応が分かれている。これは外から見て違和感があるところ。できるだけ機構として統一感のある活動を行う、という観点からの検討も必要ではないか。

4. パッシブファンドのマネストについて

事務局より、パッシブファンドの運用受託機関及び管理受託機関の公募を行ったこと、及び今後の予定について報告が行われ、了承された。

(注) 上記に関する審議内容については、その公表が今後実施予定の選考に影響を与える可能性に配慮し、後日、選考結果等を総括する資料の中で公表することを予定。

5. 林退共の累損解消計画について

事務局より、林退共の累損解消計画について、以下のとおり報告・説明が行われ、機構内の決裁手続き後に計画案を公表することが了承された。

- ・ 労政審の中退部会において、昨年12月から特退共の財政検証が行われ、本年8月26日にその取りまとめが行われた。林退共については、累損の早期解消を図るため、①予定運用利回りの0.5%から0.1%への引下げ、②林退共本部及び支部におけるそれぞれ年間500万円程度の経費削減、③林退共の資産運用における委託運用部分の1億円増額とすることが適当とされた。機構では、これを踏まえて本計画案を策定した。
- ・ 計画の前提は、「令和3年10月に0.5%から0.1%に予定運用利回りを引き下げること」、「計画期間を令和2年度から30年度までの29年間とすること」、「掛金収入、退職金支出、責任準備金、運用利回り等の推計値は財政検証における推計値を用いること」の3点である。
- ・ 累積欠損金解消目標額については、単年度の収支は運用環境の動向等により大きく振れることを勘案し、単年度ではなく中期計画期間ごとに解消目標額を設定した。
- ・ 機構の施策として「積極的な加入促進」、「健全な資産運用」、「業務費用の削減」の3点を掲げ、取り組む。
- ・ 積極的な加入促進については、被共済者数を維持し、掛金収入を確保して資産運用残高を増加させることが運用収入を増やす上で極めて重要との認識の下、機構が主体となって取り組む施策と、林野庁・林業関係団体等の協力を得て取り組む施策に分けて記述し、林業関係者の協力が不可欠であることを明確にした。その上で、従来の取組を一層強力に進めることに加え、林退共制度加入率の地域間格差等を踏まえたきめ細かい加入促進対策の実施等新たな取組も実施することとした。
- ・ 健全な資産運用については、既に実施済みの委託運用金額の1億円増額が主たる施

策。

- ・ 計画の着実な実行のため、厚生労働省、林野庁、林業関係団体等に対する進捗状況の報告、意見聴取等を定期的に行う。また、経済情勢や進捗状況等の変化に応じ、必要な見直しを行う。

<主な質問、意見等>

- (委員) 計画の見直しについては、数年ごとに定期的に行うのか、それとも経済情勢等の状況によって適宜行うのか。
- (事務局) 労働政策審議会における財政検証が5年に1度行われるので、最低でもそのタイミングで計画の検証が行われることとなる。ただし、それに加えて、経済情勢の変化等に伴って検証を行う可能性もある。
- (委員) 施策として積極的な加入促進とあるが、これは林退共の加入率を高めるということか、それとも加入者数自体を増やしていくということか。
- (事務局) 林退共の対象者でありながら加入漏れとなっている方に対して働きかけていくという意味合いである。

6. その他

(1) 議決権行使書の不適切な集計問題

事務局より、9月に報道された議決権行使書の不適切な集計問題について、機構の対応に関する報告が行われ、了承された。報告の概要は下記の通り。

- ・ 当事者である信託銀行において問題となった証券代行業務を担当する役員に説明を求めた。
- ・ 当機構の保有株式に係る議決権行使については、各管理受託機関へのヒアリングも含めて、この問題の影響を受けていないことを確認した。
- ・ 当事者である信託銀行には、こうした事態は日本の証券市場ひいては日本の金融市場に対する信頼を毀損し、市場の発展を妨げ得るものであるとの問題意識を伝え、その信頼回復に向けて努力し、再発防止策を確実に実施することを依頼した。

(2) 5年目の総括

資産運用委員会設置から5年が経過した機会に、理事長より、過去5年の総括と、今後5年間の展望について、説明が行われた。概要は以下の通り。

平成27年4月1日に独立行政法人通則法の改正が施行され、資産運用委員会が新設されてから先月でちょうど5年になった。創業のメンバーで残っているのは委員長と理事長代理、資産運用担当理事、私の4人だけになった。

その間、中退共については大改革を実施し、この機構の資産運用モデルが構築でき、コロナ禍においてもびくともしない財務基盤を構築できた。

清退共、林退共については、関係省庁は違うが、中退共との合同運用も行い、中退共の知見が伝播する仕組みがひとまず完成した。さらに林退共については、累損解消計画の見直しもできた。これもひとえに資産運用委員の皆様の高い知識と深い経験に基づく御助言があったからこそである。

そして今、次の5年のスタート台に立った節目に、懸案であった建退共の基本ポートフォリオ見直しの議論が始まったというのも何か運命的なものを感じる。

そこで、次の5年に向けて、建退共の基本ポートフォリオを例にとり、資産運用委員会の運営に責任を負っている理事長として一言コメントをさせていただきたい。

機構には林退共という反面教師がある。

今、建退共の立ち位置としては、予定運用利回りの引下げが資産運用という金融面からだけ見ると、残念ながら不十分だったという認識を共有することが今後の建退共の基本ポートフォリオの議論を展開する上では必要不可欠。もちろん予定運用利回りについては労働政策審議会での審議を経て閣議決定するものなので、金融面だけで判断するものではないことはよく理解している。労働政策審議会での審議に文句を言っているわけではないので誤解のないようお願いしたい。

ここであえて理事長として申し上げなければならないことは、金融面では予定運用利回りの引下げが不十分であるならば、機構の権限と責任で決められるものは極力保守的な判断を行うのが金融業の鉄則であるということ。これは平成28年度の中退共の基本ポートフォリオ改定議論の際の資産運用委員会での合意事項でもある。

そこで3点申し上げたい。

1点目は資産運用について。建退共については被共済者の年齢構成などの状況からして、自家運用の金額と自家運用の手法の決定が非常に重要。さらに建退共の被共済者は非正規雇用で、かつ工事現場の異動に伴い職場を転々とするので、手帳未更新という問題の分析が、同じ非正規雇用を対象としている清退共、林退共に比べても重要度が高い。この分析が出来ないと委託運用の期待収益率も決まらない。

2点目は採算利回りの決定について。採算利回りの決定は基本ポートフォリオを決定する上での基本中の基本であり、利益剰余金の水準がリスクに見合う水準を大幅に下回る恐れが高い状況では保守的な決定は必須である。

3点目は危機意識の共有。建退共にとって、今が、第2の林退共になるか否かの重大な曲がり角。関係省庁及び業界団体との間で、問題先送りは致命傷になりかねないという危機意識の共有は必須。

利益剰余金が枯渇すればこのマイナス金利下、アセットサイドでできることは恐らくなく、予定運用利回りの大幅な引下げにより現役世代が受けるべき収益を過去の累損解消に充てるという金融とは違った角度の問題を引き起こしかねない。丁寧な説明を時間をかけて行う必要がある。

林退共の今回の累積欠損解消計画は積極的な加入促進が大きな柱になっている。こ

れは、事業本部と資産運用部のチームプレーで分析したファクトに基づいた丁寧な説明が業界関係者との危機意識の共有につながった好事例。関係省庁及び業界との危機意識の正しい認識が共有できたということは大きな一歩。

1点目の自家運用は事業本部、2点目の採算利回りは資産運用部との連携により対応可能であるが、3点目の危機意識の共有は理事長代理にしかできないことだと思う。

今回のスチュワードシップ・コード改訂版の受入れを表明するに当たり、この資産運用委員会でも議論を尽くした「原則1.」に「最終受益者の視点を意識しつつ」というフレーズがあった。顧問弁護士にも御意見を聞き、機構にとっての最終受益者とは共済契約者と被共済者であり、その視点を意識した活動とは、「退職金を将来にわたり確実に給付するため、制度を安定的に運営していく上で必要とされる収益を長期的に目指した活動である」と解釈したことを明示、エクस्पラインした。

この業務は生き立ちが社会保障から始まっているという事もあり、金融業務では当たり前前の、リスクとリターン並びにリスクに見合う利益剰余金という大原則が、なおざりにされかねないリスクを抱えている。このエクस्पライン条項には着任後5年間に及ぶ理事長の強い思いが込められている。

3点目は、スチュワードシップ・コード上の理事長権限を有する理事長代理の使命だと理解しているので、よろしく願いしたい。

この5年間、資産運用委員会では、中・建・清・林について本質に迫る議論を重ねてきた。林退共の厳しい現実とその原因、中退共の大改革に当たって積み上げてきた一連の議論を踏まえ、建退共についても正しい危機意識の共有が図られることを、次の5年間のスタート地点に立って、切に願います。

(了)

令和2年度第6回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和2年11月30日（月）13：30～16：30

【開催方法】 WEB開催（注）

【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

（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WEB開催を決定した。

【議事要旨】

1. 建退共の基本ポートフォリオ見直しの検討について

建退共事業本部より、令和2年度第4回資産運用委員会において、建退共給付経理の自家運用に係る運用の基本方針を定めるに際して必要と指摘された、人口動態、年齢構成を勘案したキャッシュフロー、退職金支払額と掛金収入の将来見通しに関する分析の結果について報告が行われた。

合わせて、基本ポートフォリオ策定に際して理解しておくべき建退共制度固有の事情のうち、手帳の更新が長期間行われず、将来も請求が行われない可能性が高い退職金（所謂“根雪”）について、及び建退共事業本部の組織・人員構成についても説明が行われた。

審議の結果、キャッシュフロー分析について、委員から更なる分析の提案があり、事業本部及び事務局において、次回令和2年度第7回資産運用委員会までに実施の上、結果を報告することとなった。

建退共事業本部及び事務局からの報告及び説明のポイントは、以下の通り。

(1) 人口動態を勘案した掛金、退職金の将来推計

- ・ 建退共では、在籍者数中で40歳代の構成比が高く、将来この世代が60歳代に差しかかる頃の退職金支払額の増大が予想される。また、建退共の特徴として、20歳代で加入して60歳代で退職するというモデルが必ずしも当てはまらず、30歳代から50歳代にかけての加入、退職の出入りも大変多い。そこで、直近のデータを基に、将来の在籍者数及び退職者数の推移について推計し、その上で、掛金収入及び退職金支払額、在籍者の退職金試算額の年齢層別割合について試算を行った。
- ・ 具体的には、建退共被共済者加入者数、退職者数、在籍者数の年齢層別分布を基に、日本全体の人口動態や建退業界の雇用者数見通しを勘案し、退職者数、加入者数、在籍者数の見通しを作成した。
- ・ 将来推計については、【試算Ⅰ】日本全体の人口に関する将来推計と同様の増減率、【試算Ⅱ】建設技能労働者数に関する将来推計と同様の増減率、【試算Ⅲ】建退共被共済者における直近2年間（平成29年度から令和元年度）の退職率（退職者数の在籍者数に対する割合）の増減率、という3つのパターンで試算。【試算Ⅰ】が標準シ

ナリオで、【試算Ⅱ】は加入者数に関する想定観点から、【試算Ⅲ】は脱退者数に関する想定観点から、それぞれ悲観シナリオと考えている。

- ・ 【試算Ⅰ】では、令和22年度から退職金支払額が掛金収入額を上回るとの結果となり、【試算Ⅱ】では、1年早く令和21年度に収支が逆転、【試算Ⅲ】では、退職者が急速に増加、在籍者が減少するため、令和11年度に退職金支払額が掛金収入を上回るとの結果となった。
- ・ 【試算Ⅲ】については、今後、最近2年間のトレンドで退職率が上がり続けるとの前提であるが、退職率については、加入して間もない階層（手帳数三冊以内）以外は過去10年間低下傾向を辿っていることから、実現の蓋然性は低いと考えられる。
- ・ したがって、当面は収支がプラスの状態が続き、流動性が不足する懸念はまずないと考えられるが、20年経つと、掛金と退職金の収支が逆転し、自家運用残高が減少に転じる可能性も示唆される。
- ・ 過去10年間の脱退率の推移については、特に手帳数0冊目の脱退率がかなり急角度の右肩上がりになっており、加入者も増えているものの、新規加入者の脱退も多く、出入りが激しくなっていることが示唆される。

(2) 長期未更新問題

- ・ 長期未更新問題とは、1年間で更新され得る（証紙を貼り終えて次の手帳を交付され得る）手帳が、長期間（3年以上）更新されないことである。この退職金支払原資は、資産運用残高の中でも支払われる見込みの薄い資金であり、所謂“根雪”と呼ばれるような性格の資金。
- ・ 長期未更新者のうちで、掛金納付期間が短く、まだ退職金受給権がない方々は、人数的に被共済者の40%相当に達するが、退職金額中に占める割合は約1%に過ぎない。この部分は、いわば狭義の「根雪」。
- ・ 一方、退職金受給権がある手帳未更新期間3年以上の者まで含めると、令和元年度末時点では、人数で約123万人、被共済者中の構成比で約57%、退職金試算額では約1,010億円、構成比約13%を占める。

そのうち未更新期間10年以上は人数で約32万人、金額で650億円余り。請求が来る見込みがかなり薄いという基準でいえば、このあたりが広義の「根雪」と言い得るのではないかと。

- ・ 更新されていない手帳に貼られている証紙の枚数は分からないので、建退共による退職金額試算額には、その分は含まれない。責任準備金を算定する際には、一定のルールに基づく枚数を加算する。

令和元年度末の責任準備金9,242億円と退職金試算額7,903億円の差は、加算定数によって算定されるもの。退職金試算額は掛金納付月数で決まるが、責任準備金はそれに一定の加算を行う。

即ち、1年分手帳に証紙を張ることで手帳は更新され、更新時点で建退共のシステ

ムに登録される。例えば 12 月に手帳更新があると、年度末には機構は把握していないが、共済契約者の手元で証紙は張り進められている可能性がある。それを考慮するのが加算定数。

また、加算定数のほかに掛金納付月数 12 月未満の 1 冊目手帳保持者については、退職金受給資格はなく退職金試算額はゼロとなるが、ここにも責任準備金は一定計上している。これらをまとめると、9,242 億円と 7,903 億円、責任準備金額と退職金額との差額 1,339 億円になる。

- ・ 在籍者の年齢層別構成比について、長期未更新者と手帳未更新期間 3 年未満のアクティブな在籍者を比較すると、①アクティブな在籍者がいるのは 70 代までであること、②長期未更新者の比率は、86 歳以上が圧倒的に高いが、現役世代でも各年齢層に 5%前後存在すること、③近年（平成 29 年度～令和元年度）の変化として、第 2 次ベビーブーマーの年齢層が 30 歳代の後半から 40 代に進む中、30 代の構成比が低下していること、④同期間において 20 代の構成比にあまり変化は見られないこと、などが見て取れる。

(3) 建退共の運営体制・組織

- ・ 建退共事業本部は、理事長代理を本部長とする建設業退職金共済事業本部の下に、建設業事業部と加入・履行促進事業部の 2 部、その下にある 6 つの課という体制で事業運営を行っている。
- ・ 資産運用については、資産運用部の中の資産運用第二課が建設業、清酒製造業、林業の特退共全体分の資産運用実務を担当。建退共事業部長は、建退共の資産運用部長を併任している。
- ・ 人員的な面では、バックオフィスの担当者については、中退共と特退共に大きな差はない。資産運用第一課、中退共は 5 人、資産運用第二課の特退共は 4 人が配置されている。一方、フロントオフィスの資産運用担当者（いずれも管理職）の数は、中退共 5 名に対して特退共の場合は 2 名と差がある。
- ・ このほか、支部業務を、47 都道府県の事業主団体、建設業協会等に業務委託し、窓口業務や共済契約者向けの制度説明会の主催等を実施して貰っている。
- ・ 資産運用に関する決裁ルートは、建退共とそれ以外（中退共、清退共、林退共）で異なっている。中退共、清退共、林退共については、通常は資産運用担当理事が、最終決定権限者である理事長から決裁権限の下部移譲を受けて契約担当役として決裁を行う。一方、建退共については、理事長の代理権限を有する理事長代理（建退共事業本部長）が契約担当役として通常の決裁を行うとともに、最終決定権限者でもある。ただし、文書決裁規程により、特に重要な案件については事前に理事長に報告することとされている。

<主な質問、意見等>

(委員) 建設業の業界というのは国全体とは多少異なる特徴を持っているので、国全体

の人口動態を予測の基盤にするよりも、試算Ⅱのように、業界の特殊性を加味した試算のほうがより適していると思われる。したがって、試算Ⅱが標準シナリオで、試算Ⅰのほうがむしろ楽観シナリオではないか。

ただ、結果を比べると、試算Ⅰと試算Ⅱに大きな差はないので、問題はないが、試算Ⅲの悪化の程度が極端な点が気になる。このような大きな差異が出る原因如何。

(事業本部) 退職率上昇に伴う退職金支払の増加も然ることながら、退職者数増加の結果生じる在籍者数減少による掛金収入減少の影響が大きく出ている。

(事務局) データが2年分と少ない中、分析のベースに使った令和元年度末については、コロナ禍の影響が何かしら出ている可能性があり、平成29年度と比較して悪化の度合いが目立ったものと思料。それを長期間に亘って伸ばした結果、極端な姿になった可能性はある。

(委員) 悪化の仕方が極端で違和感はあるものの、こうしたリスクシナリオを持つておくことも必要と思われる。

(委員) 20年後に収支が逆転するのだとすると、購入債券の金額や年限構成を決めるという目的に照らすと、20年よりも先の収支を見ていく必要があるのではないか。

(事務局) ご指摘の通りと思われるので、キャッシュフロー分析についてももう少し延ばしてみたいと思う。また、こうした長期の分析については、その結果について幅を持って解釈すべきものであり、定期的に繰り返し行っていく必要があるものと考えている。

(委員) 何年債を買うのかという議論については、今回の分析だとなかなか情報としては十分な答えが見えない。

(事業本部) 今のこの方法だとなかなかここから直ちに年限構成は見出せないなので、そのほかに建退共が持っているデータで、どういったものが使えるのかをもう少し見て検討していきたい。

(委員) 試算Ⅲのリスクシナリオを踏まえると、目先の債券の購入年限についても踏み込んだ議論が必要。

(事務局) 試算Ⅲの結果については、データが2年分と少ない中、令和元年度末なのでちょうどコロナの影響が出ている可能性もあるトレンドを伸ばしたので、極端な数字になったと考えている。

(委員) データを1年伸ばしたら結果が随分違って来るかもしれない。ただ、退職率の動きが大きな影響を与えるということは押さえておくべきリスクポイント。

(委員) 今回の説明は従来に比べて非常に合理的なリアルなものが出来たと思う。購入債券の年限についてはまだ多くの考慮が必要と思われるので、引き続き少しでも多くのデータを資産運用委員会に提供願いたい。

- (委員) 根雪部分の金額が意外に多いと感じたが、この部分をALM的にはリスクバッファとして考えることができるのか、できないのか。こういった点を少し考えておく必要があるのではないか。
- (委員) 銀行の睡眠預金であれば一定の期間がたてば利益計上し、資本に勘定していいという制度がある。そうした制度があるのであれば粛々と資本として扱えばいいし、ないとしたらこれは要求払いの対象であり、ALM的には一番短いものになる。
- (事業本部) 長期未更新者への支払いを行うための対策を本格化したのはこの2～3年。こうした努力を続けていかないと、支払いが見込めないものとして扱うことは出来ないと考え。また、責任準備金と退職金試算額の差の部分、更新前の手帳や1冊目の手帳の部分についても、支払いが見込めないものとカウントできる状況にはないと考えている。
- (委員) 請求が支払いの動機になるので、時効期間が始まるということはある得ないという理解でよろしいか。
- (事業本部) 退職金については時効を援用しないというのが機構の方針。
- (委員) 長期未更新者に対する施策により、根雪が融ける可能性如何。
- (事業本部) まだ始めたばかりであり、引き続き努力していく。
- (委員) 根雪の部分のバッファとして当てにするとするのは今の段階では理屈に合わないということか。
- (事業本部) 少なくとも短期的にはそうした説明は対外的には難しいと考える。
- (委員) 根雪の規模については、どの程度と考えれば良いのか。
- (事業本部) 例えば未更新期間10年以上の方々の退職金が650億円程度ある。これについて根雪ということで議論ができるかも知れないが、そこについては支払うための努力をまずさせていただくことが重要と考える。
- (委員) その半分程度は支払請求が来ない可能性があるぐらいで捉えておけば今のところは良いということか。
- (事業本部) 長期未更新に対する支払いを進める努力の中で、何年か後に、その成果を踏まえて説明できるかも知れない。
- (委員) 長期未更新者対策が成果を出して退職金支払額が増加すると、今回の試算結果も変わってくることになるか。
- (事業本部) 可能性としてはあり得るが、現状、そこまでの効果は出ていない。
- (委員) 試算の基になっている最近5年間について、それ以前とトレンドが変わるような特殊事情は存在しないか。
- (事業本部) この時期、建設業では社会保険未加入の問題が強く取り上げられ、社会保険加入の流れの中で、建退共による退職金支払をするという意識も徐々に浸透しつつあると思われる。

- (委員) 社会保険の加入率はこの5年間でかなり伸びている。そうした時期の建退共の加入率の動きをそのまま伸ばす前提を置いて無理はないのか。前提条件のリスクとして認識しておくべき。
- (委員) 組織の説明をいただいた中で、リスク管理役が決裁プロセスの中で次長の下に組み込まれているが、牽制機能を発揮するには、通常は別の決裁ルートがあると思うが、実態如何。
- (事務局) 実務上、フロントやバックから独立した形で機能しているが、理事直結にはなっていない。
- (委員) リスク管理役の役割は、コンプライアンス・オフィサーではないのか。
- (事務局) 資産運用におけるリスク管理体制強化の一環として設けられたものであり、コンプライアンス・オフィサーではない。資産運用委員とリスク管理に関する情報共有をさせて頂くことも企図して資産運用委員の皆様との窓口を担当している。
- (委員) 運用調査役は全部で3名いるが、この3名がマネジャーストラクチャーの管理を行っているのか。そうだとすると、かなりの負担があると思うが。
- (事務局) 然り。かなり大変である。
- (委員) 資産運用に関わる機構の有するノウハウというのが、各制度に共通して同質で行き渡るような運営が必要と思われる。どの資金に対してもベストを尽くせるように、機構の資産運用ノウハウが全部提供される仕組みが非常に重要と思う。資産運用は日進月歩の世界で種々新しい課題が出てくる、それをフォローしながら運用していくにはそれなりの専門知識が必要になる。最終決裁は誰が責任を持つかというのはあると思うが、知見が共通に行き渡る運営の仕方をぜひ工夫していただきたい。これは理事長と理事長代理にお願いしたい。
- (事務局) 着任以来、資産運用に限らず情報セキュリティー分野でもそうした努力を行っている。まだ種々壁があり難しい面はあるが、引き続き努力する。
- (委員) 合同運用している経理のリバランスルールについて、資金規模の小さい先が不利益を受けていないか、という問題意識を持っている。現在の仕組みと考え方について、一度説明して欲しい。
- (委員) 本日は資料として一つ進展があったが、建退共事業本部におかれては、自家運用債券の具体的な購入金額、年限、ポートフォリオを考えるに当たって必要な分析をさらに進めていただいて、結果について御報告をお願いしたい。

(了)

令和2年度第7回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和2年12月18日（金）13：30～17：00

【開催方法】 WEB開催（注）

【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

（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WEB開催を決定した。

※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同席を要請。

【議事要旨】

1. 基本ポートフォリオの定例検証について

毎年度実施される基本ポートフォリオの定例検証の結果について報告・説明が行われ、審議の結果、委員会にて了承された。

事務局による報告・説明の概要は下記のとおり。

- 金融・経済予測の動向点検では、コロナ禍の影響により2020年度金融経済予測は前年度と比較して様変わりとなったが、各国の金融緩和の影響等によって内外で株価は上昇し、不安感は募りつつも運用実績としては良好というややアンバランスな状況が続いている。

長期金利のゼロ水準横這いは長期化する様相であり、環境面では基本ポートフォリオ改定に繋がるような変化があったとは現状言えないが、状況急変リスクも考慮し、引き続き注視していく。

- 標準偏差、相関係数の長期的な動向点検では、10年スパンで見ると特段の変化は見られないが、5年スパンで見ると内外株式の標準偏差の上昇傾向等に注意を要する動きがある等の変化の動きが見られ、基本ポートフォリオのアセットミックスに影響を与える可能性があるため、動向を注視していく。

リターン予想値の推移の点検では、中退共については自家運用とヘッジ付外債におけるリターンの悪化が、建退共については自家運用とヘッジなし外債の収益率の低下が顕著であった。中退共についてはヘッジ付外債のリターン予想値の推計方法をどうするかという問題等があるが、中退共、建退共いずれも基本ポートフォリオ見直しの必要性が示唆された。

- 想定損失額と剰余（欠損）金水準のバランス点検でも、中退共については、喫緊のリスクではないものの、金融ショック発生時期によっては累損発生の可能性があり、基本ポートフォリオを見直して、逆ザヤの解消と効率性の改善を図る必要性が示された。

建退共給付経理については、令和3年10月の予定運用利回りの引き下げを織り込

んでも、向こう5年間に金融ショックが発生すると剰余金枯渇の可能性が高く、喫緊に基本ポートフォリオを見直す必要性が示唆された。

建退共特別給付経理、清退共給付経理・特別給付経理については、リスク対比で十分な剰余金を有しているとの評価を下した。

林退共については、今年度策定した累損解消計画に沿って令和30年度に累損解消を予定している。

- ・ 以上を踏まえ、中退共については、前回基本ポートフォリオ見直しから5年が経過する2021年度は、基本ポートフォリオ見直しを実施する良いタイミングと考えている。その場合、自家運用部分の収益率低下を委託運用部分でカバーするので、合同運用部分の期待収益率を引き上げることになる。リスク値、想定損失額も上がるので、見直しによる効率性改善やヘッジ付外債の予想リターン推計方法の見直しなどでリスク上昇をどの程度抑制出来るかがポイントになる。
- ・ 建退共については、基本ポートフォリオ見直しは喫緊の課題であり、既に見直し作業を進めているところである。

<主な質問、意見等>

(委員) 今後、高利回りの超長期債の償還が進んだ場合の自家運用利回りの見通し如何。国内債券とヘッジ付外債の期待リターンのレベル差が大き過ぎると思われる。政策アセットミックスの組成上、どう見ているか。

(事務局) 中退共については、前回の基本ポートフォリオ見直しの際、運用期間を10年から20年に延ばした効果がプラス方向に働くため、おおむね今回お示しした期待リターンの水準で推移すると考えている。

一方、建退共については、運用期間10年を基本と考えるとまだ低下傾向が続くことになるが、現在、審議中の自家運用の運用方法次第である。ヘッジ付外債の収益率は、理屈の上では国内債と大きく乖離するはずはなく、過去の実績をみてもおおむね同じ程度の水準で推移している。しかし、期待リターンとなると、現在のオープン外債の期待リターンにヘッジコストの予測値を加える手法だと差が大きく出る傾向がある。現在、この問題に対応するため、ヘッジ付外債の期待リターンの推計方法の変更を検討中。例えば、オープン外債ではなく、国内債の期待リターンをベースにヘッジ付外債の期待リターンを設定するといったことを含めて検討している。

(委員) モンテカルロ・シミュレーションの結果の評価に関する考え方如何。中退共と建退共の評価の差異は何に起因するのか。

(事務局) 下方リスクについては喫緊度の一つの目安と考えており、建退共と比べて中退共は剰余金にまだ余裕があるため、その差で評価が異なっている。

- (委員) モンテカルロ・シミュレーションの結果については、注目点が下方リスクに偏り過ぎではないか。50%tile や 25%tile の水準が低下傾向を辿っていることは、もっと問題視すべきであり、検証結果のサマリーでも言及すべき。
- (事務局) ご指摘の通りと思われるので、サマリーテーブルへの取込み方を検討する。
- (委員) モンテカルロ・シミュレーションを行う際、中期計画に合わせた向こう5年間で予測期間としているが、そのトレンドが継続するのかわりリスクがより喫緊か否かの判断材料とするために、10年程度まで伸ばして行った方がよいのではないか。
- (事務局) 検討する。

2. 建退共の基本ポートフォリオ見直しの検討について

建退共事業本部より、自家運用部分に関する追加の分析結果の報告とそれに基づく新しい運用方針の提案が行われた。

また、事務局より、建退共における必要な利回りの算定方法に関する問題意識と論点の説明が行われた。本件については、審議内容を踏まえ、次回委員会において追加の資料を提出し、改めて審議が行われることとなった。

最後に、11月25日に開催された建退共の財務問題・基本問題検討委員会について出席した理事長代理（建退共事業本部長）と資産運用担当理事からそれぞれ報告が行われ、委員会として情報が共有された。

それぞれの報告・説明の概要は下記のとおり。

(1) 自家運用部分に関する追加の分析結果の報告

- ・ 建退共の自家運用に関するキャッシュフロー分析については、試算ⅠからⅢの全てにおいて令和31年度まで延長して推計を行った。日本全体の人口動態の見通しを用いた試算Ⅰ（標準ケース）では令和21年度まで退職金給付と掛金収入の収支差はプラス、建設技能労働者数見通しを用いた試算Ⅱ（やや悲観ケース）でも令和16年度まで収支差はプラスとなるが、最近2年間の退職者の増加傾向をそのまま延長した試算Ⅲ（悲観ケース）では令和11年度以降収支のマイナスが拡大することになっている。
- ・ しかし、試算Ⅲについては、実態とは乖離したものと考えて良いと考える。試算Ⅲは、平成29年度～令和元年度の2年間での退職者と未更新期間3年未満の在籍者の比率の伸び率の年平均1.65%をそのまま全年齢層において伸ばしたものであるが、この直近の2年間では、1点目として若年層の入職者増加と早期退職者増加、2点目として団塊の世代の引退ということがあり、この退職者の比率の上昇は特殊な状況によるものと考えられる。

- ・ 自家運用債券の年限別構成比については、建退共制度では、一般的な企業年金のように 20 歳で入社し 65 歳で退職するようなモデルケースを想定することは難しく、また、退職金額は加入期間や年齢ではなく、手帳の冊数（どれだけの期間建設現場で働いたか）によって決まるため、直近の退職者データから加入期間実績を逆算する方法で推計した。加入期間と掛金納付期間が必ずしも一致しないという建退共の特徴から負債の年限構成に係る数値の特定は難しく、負債と保有債券の年限構成の厳格な一致（キャッシュフローマッチング）は難しいことが判明したが、人数ベースで見ても 16 年以上の構成比が 30%あることから、現在の委託運用の比率（33.1%）は維持可能と考えられる。
- ・ これらを踏まえ、結論として、厳密なキャッシュフローマッチングが難しい中、流動性の変動をいたずらに大きくせず、自家運用におけるキャッシュフローを平準化するため、ラダー型運用を行うことが適当と思料される。ラダーの年数については、利回り及び日額掛金を改定した平成 15 年 10 月以降で過去最大の収支差額と、現在の自家運用残高及び手元流動性の水準を踏まえると、20 年程度ということになる。債券ポートフォリオの再構築の詳細については、運用コンサルに依頼し、既存債券のデータ、将来キャッシュフロー予想を基に、効率的な新発債、既発債の購入計画を策定する予定である。なお、退職金等支払と掛金等収入の予想については、定期的に更新することでラダー型運用をいつまで続け得るかを継続的に検証し、検証結果を踏まえて債券購入計画を調整していきたい。

<主な質問、意見等>

- (委員) 試算Ⅰと試算Ⅱの内容を見ると、試算Ⅱは「やや悲観ケース」と言うよりも「ベンチマーク」で、試算Ⅰの方は「楽観ケース」との印象。20 年ラダーはこれらの結果で、ぎりぎり当面認め得る水準であるが、より悲観的なケースでも問題のないことを確認する必要がある。例えば、試算Ⅲの想定をもう少しモデレートにしたリスクシナリオで試算してはどうか。
- (事務局) 運用資産残高について令和 18 年度までは増加し令和 21 年度時点でも令和元年度末比でプラスの見込みであり、運用資産残高が現状より減らないことから自家運用債券のラダーの維持は可能と考えている。
また、試算Ⅲでは、在籍者数が減少する中で退職者数が増え続けるという、起こりそうにない状況が発生しているため、有意な想定ではないと考えた。新たなリスクシナリオについては検討する。
- (委員) 20 年のラダーとすることを否定しているわけではないが、昨今の低金利の環境等を考慮すると取得する年限に柔軟性をもたせた方がいいと考えている。
- (事業本部) コンサルの知恵も借りて検討する。
- (事務局) 自家運用債券については、償却原価法を使う条件として償還まで持ち切りと

いう制約があり、20年もしくは20年以上、現在の金利で固定するリスクは考慮する必要がある。自家運用部分は基本的に流動性の確保が主目的であり、イールド戦略等により期間のリスクを取ることは、委託運用部分で運用受託機関に任せるのが基本的な考え方である。

(委員) 建退共の新基本ポートフォリオにおける自家運用に係る部分については、事業本部におかれては、本日委員から意見があった事項を踏まえて、再度資料の追加等を行っていただいて、それで再度検討させていただきたい。

(事業本部) この段階で、コンサルへの自家運用に係るシミュレーション委託は並行して進めても良いか。

(委員) まだ正式決定していない状況で委託した時に、無駄なコストをかけることになりかねないが大丈夫なのか。

(事業本部) コンサルタントとの契約期間内(年度内)に作業が終わるような形で発注と準備作業を進めたい。

(委員) 意思決定されているか否かとは別に、作業や判断についての材料がそれによって追加されるということで事業本部が判断されるのであれば委員会の方は異論はない。ただ、無駄なコストにならないようにご留意頂きたい。

(2) 建退共における必要な利回りの算定方法について

①必要な利回りの算定方法

- ・ 本日、採算利回りを取り上げるのは、この概念が、基本ポートフォリオの根幹である期待収益率を決める際の、最も重要な要素の一つであるにも関わらず、そのあり方、予定運用利回りとの関係等が、中退共とは全く異なり、中退共における基本ポートフォリオ見直しの際には無かった議論が必要であることから、予め基本的な概念に関する認識と、問題意識を共有するため。
- ・ 特退共における採算利回りの定義は、「累積剰余金が増減しない運用利回り」。一方、中退共では、予定運用利回りがそのまま責任準備金に反映されると考えられるので、それに業務経費率を加えたものが採算利回りになる。このため、中退共については、議論をする余地がなかった。
- ・ 特退共について、採算利回りが特別に定義されているのは、これらの制度が非正規雇用者を対象としており、就業形態の特殊性(非連続的就労、職場の異動)から1日分の勤労に対して証紙1枚を手帳に貼付する仕組みで運営されているため。
- ・ 手帳1冊で1年分(業種により月当たり15~21日×12カ月)の勤労と見做されて予定運用利回りが付与されるが、平均的には手帳1冊分の証紙が貼られるのに要する期間は1年を上回っている。このため、採算利回りが予定運用利回りよりも低くなり得る。
- ・ そこで、推計の問題が発生する。極めて基本的な数字であるにも関わらず推計値

に頼って、期待収益率等を決めなければならないため、推計方法の吟味、推計結果の検証と使用方法が重要となる。

採算利回りは、以前は余り意識されていなかった模様。中退共でも平成 28 年度の基本ポートフォリオ見直しの際に、「運用の基本原則」である「安全かつ効率」の定義として、「必要な利回りを最低限のリスクで確保する」という解釈が合意され、「必要な利回り」の分析、推計に直面した。

- ・ 中退共の場合、予定運用利回りと責任準備金の関係は単純なので、業務経費率の推計が焦点となったが、様々な観点から推計を繰り返した末に、業務経費率 0.1%、必要な利回り 1.1%に至った。

建退共では、急激な累積剰余金減少を受けて、これ以上剰余金の還元政策を続けることが出来なくなり、かつこれ以上、累積剰余金を減らす訳には行かない局面となったため、新しい基本ポートフォリオでは、期待収益率を「必要な利回り」に合わせるが必要となった。中退共と異なり、予定運用利回りと責任準備金の関係が複雑なだけに、中退共の場合よりも格段に慎重な吟味が必要。

そこで、建退共の基本ポートフォリオ見直しにおいては、自家運用の運用方法と同時並行的に、基本ポートフォリオの根幹である期待収益率を規定する「必要な利回り」の算定方法をご審議頂きたい。

- ・ ご審議頂く内容としては、まず「算定方法」の選択と、推計に用いるデータの「計算対象期間」及び「業務経費率」がある。
- ・ 「必要な利回り」の「算定方法」については、予定運用利回り引下げの影響を、手帳の平均更新期間を用いて推計する方式と、過去における「予定運用利回り」と「必要な利回り」の比率から推計する方式がある。
- ・ 前者は、手帳の平均更新期間が 1 年間をかなり上回る（この場合は 19.5 カ月）ことが、予定運用利回りと責任準備金必要利回りのギャップの最大の要因であることから推計方法の候補となった。分かり易いが、ギャップを構成する様々な他の要因を捨象する結果、必要な利回りを過小推計する可能性が高い。一方、後者は様々な要因の影響を織込むものの、それらの要因が構造変化をすれば関係性が変化するので、推計値の算出に使う対象期間の選択が難しい。

いずれの場合も、低めに設定した場合の逆ザヤ発生リスク、高めに設定した場合の累損発生リスク上昇のバランスを勘案する必要がある。

<主な質問、意見等>

- (委員) 建退共における予定運用利回りと必要な利回りの関係、何故両者が食い違うのか、その仕組みが分かり難い。
- (委員) そのロジックが分からないと、推計方法の選択が出来ないので、理解・認識を共有する必要がある。事務局において分かり易い資料の作成をお願いする。

(事務局) 承った。次回委員会までにご説明用資料を工夫し、その上で、ご判断を頂くこととしたい。

(3) 建退共の財務問題・基本問題検討委員会について

- ・ 事前に委員にご確認頂いた資料を配布し、資産運用担当理事から以下の説明を行った。
- ・ 資産運用委員会では、建退共の基本ポートフォリオについて、①予定運用利回り引下げ後においても、剰余金の水準が望ましい水準(想定損失額)を大きく下回る状況で、逆ざやを解消するためには現在よりもリスクを取って期待収益率を上げなければならないという悩ましい状況にあることと、②自家運用のあり方について、人口動態や建退共加入者の年齢構成を勘案すると、将来のキャッシュフロー分析等を確り実施しておかないと流動性不足問題に直面するリスクがあること、を懸念している。

参加者からは、①新しい予定運用利回りに対応するための運用がそれほど難しいものなのか、②そんなにハイリスクを取る必要があるのか、という質問があり、以下の通り回答した。

運用が技術的に難しいとか、とんでもないハイリスク商品を購入する必要がある訳ではない。新しい予定運用利回り 1.3%という水準では、剰余金の水準不足と期待収益率の不足(逆ざや)という2つの問題を抱えることになるため、二律背反の目標を追う必要があるという悩ましい状況にある。

最後に、令和3年9月を期限とし、以下の手順で基本ポートフォリオの見直しを実施することについて理解と了承を得た。

- ①加入者の年齢構成の変化を踏まえた退職金支払額と掛金収入の推計・分析に基づく自家運用額と自家運用手法の決定
- ②採算利回り(=期待収益率)の推計方法の決定
- ③投資対象資産の決定
- ④各資産の具体的配分額の検討
- ⑤資産移管方法の検討

<主な質疑応答等>

(委員) 1.3%の予定運用利回りに見合う期待収益率を確保することの難しさについては、どのように認識されたのか。

(事業本部) この点は、資産運用委員会でもまだ議論中なので、しっかりと検討の上で御報告させていただく。ただ、ハイリスク、ハイリターンとまではいかななくてもある程度のリスクを取っていく必要はあるということで、大体の御理解はいただけていると思う。また、そういう方向で今後説明をさせていただく。

- (委員) 言及されている収益がマイナスになった時期の分析の内容について、別途の機会にご説明頂きたい。
- (事業本部) 平成 27 年度から令和元年度は、要は予定運用利回りが 3 % であることが大きく効いて、資産運用である程度プラスになっても収益がマイナスになったと考えているが、また改めて御説明する。
- (委員) 今後のポートフォリオを考える上でも過去の分析というのは必要になってくるので、そのようなタイミングでお願いしたい。
- (事務局) 事務局の方でも資料を用意させていただく。

3. 議事録の確認

事務局より、令和 2 年度第 3 回及び第 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。

4. パッシブファンドのマネストについて

事務局より、応募のあったパッシブファンドの運用受託機関及び管理受託機関について、書類審査による第一次選考の実施及びその結果に関する報告が行われた。

(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、後日、選考結果等を総括する資料の中で公表することを予定。

5. 令和 2 年スチュワードシップ活動状況の概要

事務局より、令和 2 年におけるスチュワードシップ活動に関する報告案を提示、来年 1 月上旬を目処に意見等を事務局に連絡することを依頼し、了承された。また、対外公表については、事務局において委員から寄せられた意見等を反映し、全委員からの了解が得られ次第、ホームページにて公表するとの手順が併せて了承された。

6. その他

事務局より、生命保険会社 1 社の新企業年金保険契約（一般勘定）の予定利率引き下げについて、改定内容、改定による影響、今後の方針の報告・説明が行われ、情報共有がなされた。

(了)