

令和3年度第6回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和3年9月7日（火）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。

※資産運用委員会規程に基づき、議題1と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同席を要請。

【議事要旨】

1. 資産運用委員会の運営について

審議に先立ち、委員長から委員会の運営方針について、令和3年度第4回資産運用委員会で示された基本方針への補足説明が行われた。概要は下記のとおり。

- ・「議を経る」ということをどのように考えるか、について、確認しておく。「議を経る」ことの目的は、基本ポートフォリオの導出その他技術的な方法論に唯一無二のものがない以上、事務局案が資産運用の分野で広く用いられているものと整合的であって、相応の合理性を備えていることの確認ができればそれをもってよしとするということと史料する。
- ・委員による専門的な助言や意見の開陳を妨げるものではないが、事務局案に相応の合理性を認め得る場合は、そこから先の当該助言や意見の機構業務遂行上の取扱いについての判断は事務局に委ねられて然るべきである。
- ・他方、透明性の確保の観点から、様々な助言や意見が出されたことは記録されるべきであり、また事務局は自らの判断に関して、必要に応じて委員会に報告することが求められる。
- ・委員による専門的な知見については、事務局に対する助言や意見として提供されることは当然であって、それがために我々委員は選出されている。その際、委員会としては、個々の専門性等も異なり、委員の知見が大きく異なり得ることに留意しながら運営していかなければならないと考える。
- ・学界や資産運用業界等において蓄積されてきた成果物を吟味した上で業務遂行に活用するということが機構の責務であることを踏まえ、機構の業務遂行により良く資するものを、上記の成果物の中から機構が選び出すことができるような議論を委員会としては行っていかなければならない。
- ・この過程において、それぞれの委員の多様な考え方がなるべく速やかに収斂していくように、委員長の責任において議事を運営していくので、委員の皆様方にお

かれては特別の御理解と御協力をお願いしたい。

- 加えて、委員会の審議というのは、あくまでも事務局原案に対して各委員それぞれが意見を述べていただくことを中心に進めていくので、そのことを踏まえて円滑な進行に御協力いただきたい。
- 委員会として特別に各人一人一人に意見を求めるような場合を除いて、あるテーマに対して意見を述べるか述べないかというのは、委員一人一人の意思・判断に委ねられるものであって、この点は尊重されるべきであるという認識を共有しておきたい。
- 元々論点の多い分野であるために異論が出ることもしばしばあると思うが、自説に固執するあまり、議論に際してはいたずらに感情的になったり、また受け手に不快感を与えるような物言いをすることはなきように、各人が御留意いただきたい。

上記の説明を踏まえ、勤生課長からも下記のコメントが寄せられた。概要は下記のとおり。

- 小職はブリッジ役という観点から資産運用委員会に参加してきたが、開催頻度が多く、審議時間は長いと感じており、委員の皆様にも多大の御負担をお掛けすることを懸念している。事務局においては、委員の皆様のご負担軽減の観点から、論点を絞ると共に、分かりやすい資料を作成して欲しい。
- 委員の皆様におかれては、専門的な見地から御意見を述べていただくに当たり、異なる意見はあろうかと思われるが、相互に尊重し合って委員会の運営に当たっていただきたい。

## 2. 中退共資産に係る乖離許容幅・リバランスルールについて<審議事項>

事務局より、中退共資産に係る乖離許容幅・リバランスルールについて説明が行われ、審議の結果、委員会として了承された。説明の概要は下記のとおり。

- まず大前提として、本件についても、「資産運用の分野で評価が確立していない(定まっていない)手法等に、当法人が先鞭をつけてチャレンジしていくようなことは行わない」を基本的方針として原案を作成している。
- 現在の乖離許容幅とルールについては、当資産運用委員会において、過去2回、審議された。1回目は、現行基本ポートフォリオが策定された際であり、2回目は、1年後の委員会において、妥当性の検証が行われ、承認されたものである。
- 2回目の審議では、乖離許容幅・リバランスルールの進化の方向性として、トラッキング・エラーを乖離許容幅とする手法やダイナミック・リバランスングが紹介され、その採用可能性について審議されたが、実務面での実行の難しさと、当該ルールの実装例がないことから、検討対象から除外された。

- ・今回の検討に際し、改めて現状を調査したが、なお実装例が見られなかったため、前述の基本的方針に基づき、検討対象からは除外した。
- ・今回は、下記の見直しを行うこととしたい。
  - ①リバランスルールの対象とする維持すべき各資産クラスの構成比について、従来の自家運用まで含めた総資産額に対する比率ではなく、委託運用部分のみの中での比率として設定する。理由は以下のとおり。
    - (理由)：イ. 自家運用の水準は、掛金等収入と退職金等支払の収支動向等を踏まえた必要な流動性水準という絶対額で決まるため、時価で変動する委託部分との相対的な大ききで変動させることが不適切と思われること。
    - ロ. 基本ポートフォリオの過半を占める自家運用部分が簿価評価であるため、運用実績を資産配分効果と個別資産効果に要因分解することが困難であること。
    - ハ. 委託運用部分だけで乖離許容幅を設定することにより、合同運用参加経理間の不公平感を解消できること。
  - ②従来は低リスク資産の国内債券の乖離許容幅をリスク資産である国内株式と外国株式の乖離許容幅の合計値としていたものを、今回からヘッジ付き外国債券も低リスク資産と考え、ヘッジ付き外国債券と国内債券の乖離許容幅の合計値をリスク資産である国内株式と外国株式の乖離許容幅の合計値とする。理由は以下のとおり。
    - (理由)：イ. リスク資産の変動を受けて受動的に変化する低リスク資産の構成比が、リスク資産よりも早く乖離許容幅に達してリバランスが実施されることを回避することが必要。委託運用部分における株式（リスク資産）の構成比を従来より高めたため、低リスク資産にヘッジ付き外国債券を加えて低リスク資産の乖離許容幅を広めにとることとした。
  - ③乖離許容幅の設定を従来の1%刻みから0.1%刻みとする。
    - (理由)：イ. アセットミックスの構成比を0.1%刻みにしていることに合わせたもの。
- ・新方式の乖離許容幅を適用した場合のリバランス回数やコスト等への影響を、ヒストリカルデータとモンテカルロシミュレーションの両方で確認したところ、新方式を採用しない積極的な理由は見つからないというのが事務局の結論。

<主な質問、意見等>

(委員) リスク資産が大きく値動きしたときに、反対売買を行う資産の選定方法

如何。従来通り、構成比が、リバランスの原因となった資産と反対方向に一番大きく中心値から乖離した資産とするのか、反対方向に乖離している資産を適宜組み合わせるのか。

(事務局) 現行ルールを当面変える予定はなく、構成比が中心値から一番大きく反対方向に乖離している資産を売買することを考えている。それで間に合わない場合は、それ以外の資産も売買することになる。

(委員) 運用実績報告等における乖離許容幅の表示方法如何。資産全体の中での構成比も引き続き表示するのか。

(事務局) 詳細はなお検討中であるが、委託運用の中で乖離許容幅が設定されていることが明確になるような形としたい。

(委員) 委託運用部分が大きく動いた時はどういう対応を取るのか。委託運用部分が大きく減少した場合、必要な利回りが確保できなくなるのではないか。

(事務局) 委託運用部分が大きく減少した場合、長期的な投資家として相場の回復を待つという考え方もあるが、相場の回復を待てない場合は、その時の相場の状況や、残高減少具合等を勘案し、予定運用利回りを下げるかどうかの検討をすることになると考えている。

逆に委託運用部分の方が非常に大きくプラスになった場合、当然剰余金の金額もかなり膨らんでいると考えられるので、基本ポートフォリオの期待収益率を上げることが可能になってくる。その場合、予定運用利回りを上げる余地があるのかどうかというのが検討対象に入ってくる。

その時の状況により、予定運用利回りの変更等制度に係る部分も含めて、全体のリスクの取り方というものを検討していくことになる。

(委員) 許容乖離幅を各資産のボラティリティに比例させる現行および今回のルールは、リバランスコストの抑制には有効だがトラッキング・エラーの抑制については必ずしもそうでない。改善余地があると思う。

(委員) 今回のルールを適用すると、資産全体でのリスクスケールの調整がルールとして出来なくなる。資産全体のリスクコントロールに関するルールを別途設けた方がよいのではないか。

(事務局) 金融ショック発生時のリバランスについては、委託運用の部分で基本的には吸収出来るものと考えている。それを大きく超える場合は、予定運用利回り変更まで含めた制度全体での対応の検討が必要になるものと考えており、今後、勤生課とも相談しながら検討して参りたい。

(委員) ルール整備に向けての検討をお願いしたい。

### 3. 対外公表資料「中退共資産に係る基本ポートフォリオ見直しについて(令和3年度)」について<審議事項>

事務局より、対外公表資料「中退共資産に係る基本ポートフォリオ見直しについて(令和3年度)」について説明があり、審議の結果、委員会として了承された。

なお、審議の結果を踏まえた表現上の修正については事務局に一任され、現在行われている主務官庁との調整については、その内容の確認と了承可否の判断について委員長に一任された。

事務局からの説明の概要は以下のとおり。

☞ 「中退共資産等に係る基本ポートフォリオ見直しについて(令和3年10月1日)」は[ここ](#)をご覧ください。

- ・対外公表は、新基本ポートフォリオへの移行終了後、10月1日を予定している。委員会で御審議いただく機会は今回が最初で最後となるため、基本的に本日の委員会で案文を校了させたい。このため、先週月曜日には一部工事中の状態以案文をお送りし、予め御意見をお伺いした。急なお願いにも関わらず、御協力を賜り深謝申し上げる。
- ・本日提示した資料は、先週いただいた御意見を反映させ、また工事中の部分を完成させたものである。今回の資料は、第4回資産運用委員会と第5回資産運用委員会で提出した資料をベースに、冒頭に基本的な考え方の解説、次に見直し結果のサマリー、想定損失額の試算結果、主要論点ごとの議事要旨を加えるような形で作成した。
- ・モンテカルロシミュレーションの結果については、現行基本ポートフォリオでは約4,400億円である想定損失額が、新基本ポートフォリオでは約5,500億円まで増加している。令和2年度末の剰余金水準が5,317億円なので、180億円ほど不足している形である。
- ・もう一点、注目されるのは、50%tileの水準が減少傾向を示している点。新基本ポートフォリオでは逆ざやを解消するように期待収益率を設定しているため、こうした結果には違和感を覚えるが、付加退職金がないという設定でモンテカルロシミュレーションを行うと、50%tileの水準はほぼ横ばいで推移することから、この減少傾向の原因は付加退職金であると考えられる。
- ・出発時点(2020年度末)の剰余金水準が、ほぼ剰余金の目標水準に達しているため、付加退職金の形で資金流出する機会が多くなるということと、今回の見直しでは期待収益率を上げるためにリスク値(ボラティリティ)が上がっているため、付加退職金の上下非対称性の影響が強く出ている面もある。こうした結果については、来年度の財政検証の材料として、労政審に提供することとしたい。

<主な質問、意見等>

- (委員) 前回資料の9ページ目のような前提値というのがどこかでまとまって、最初の方に出てきた方が見やすいのではないか。また、各資産の期待収益率・リスクを掲載したページについて、始めに前回策定時のデータがあり、その次に新しいデータが記載されているが、新しいデータを先に掲載した方が良いのではないか。
- (委員) 「裁定メカニズム」という用語については、裁定というのは厳密にいうと無リスクでお金もうけをすることであり、この場合は無リスクではないので「裁定に準じたメカニズム」とすべき。
- (事務局) 「裁定メカニズム」については、裁定が行われるような仕組みを通じてという意味で書いている。
- (委員) 「準じた」とすると、かえって意味が分かりにくいような気がする。「準じた」とはどういうことなのかと考えてしまうところがあると思う。
- (委員) 裁定という言葉は学問分野あるいは人によって定義は多少違うかもしれないが、国際金融の教科書を見れば金利裁定という言葉は普通に出てくるので、特に誤解を生ずることはないのではないか。これは学術論文ではないので、一般の経済メディア等において意味が通ることが最も重要なのではないか。
- (委員) 表記、形式の問題については、各委員から意見は出してもらい、あとは事務局に一任するということがよいのではないか。
- (委員) 対外公表資料と議事要旨は切り離れたほうが良いのではないか。
- (事務局) 審議内容の扱いについては、当委員会にも諮った上で、これまでに公表した今年度の議事要旨において、基本ポートフォリオに関する審議内容は対外公表資料の中で公表する旨の注記をしておき、その予告に従ったものである。
- 一般の方が議事要旨に何を求めるかについては、意見が異なると思うが、審議の要点が簡潔に示されていることが重要と思料する。
- (委員) 結局これは事務局の方々が、世の中、特にメディア等に対して説明する際の資料なので、実際に使う方の使いやすさというものは相当程度重視したほうが生産的ではないか。取材に来た専門的なメディア等に対し説明する資料としてすっきりまとまっている方が良いというのは一つの考え方と思料する。スタイルが普通の議事要旨と違うといったことは、特段、気にする必要は無いのではないか。
- (委員) 前回の基本ポートフォリオ見直し時の資料に、今回、ホームページ上で辿り着けなかった。議事要旨であれば掲載場所が変わらないが、基本ポートフォリオ見直しに関する資料は掲載場所が変わるのだとすると、議事要

旨の検索しやすさの点で問題ではないか。

(事務局) 掲載場所を変更していない。公表時と同じ場所に掲載されている。

(委員) 了解した。確認する。では、議事要旨部分はこの形式で出すことを前提に修文をお願いしたい。

(委員) 「賛成多数により資産運用委員会とし承認された。」とあるが、資産運用委員会の承認というのは、意見が分かれた場合は多数決を採るといった明文があるのか。

(事務局) 資産運用委員会規程の第5条の2項に「資産運用委員会の議事は、出席者の過半数をもって決する。可否同数のときは、委員長が決する。」という規程がある。

(委員) それでは、今、出された意見をどう勘案するかは、事務局に任せ、主務官庁との文言の調整等も、最終的には委員長において、趣旨が変わるような変更がないことを確認した上でゴーサインを出すことでよろしいか。

(委員一同了承)

(委員) 現在、新基本ポートフォリオへの移行のためのオペレーションの最中であり、対外公表資料が事前に漏れると、先取りした売買等が起り加入者の利益を損ねかねない。公表されるまでの取扱いには十分御留意をいただきたい。

また、事後的にも、議論に関与した委員の名前が記載されているので外部から個々に照会がある可能性があるが、間違った報道がされると加入者を含めて多大な迷惑がかかることになる。外部からの照会については、機構につないで、機構において対応することを基本としたほうがよいと考える。その点も極力御注意いただくよう、お願いしたい。

(事務局) 機構の窓口は担当理事、担当の運用リスク管理役、あるいは資産運用部長ですので、外部からの照会があった場合は、直ちに機構に御連絡いただければこちらで対応させていただく。

(委員) 対外公表資料に書いてあること以外はお答えできない、というのが標準的な答えではないか。感想的なことと言う必要はないので、国民への情報提供は対外公表資料に尽きるということにしたほうがすっきりする。恐らくメディアも納得しない人はいないと思う。それでも分からないところがあるというのであれば事務局に全て投げるということでよろしいか。

(事務局) 結構である。

(委員) 対外公表資料の想定損失額の長期シミュレーション結果において、付加退職金のために50%tileの剰余金が減少傾向を辿ることが記載されている。議事要旨のところ、付加退職金についても別途議論して、今後の非常に重要なテーマとして認識しているということを記載しておくべきではない

か。

(委員) 付加退職金については、機構には、厚労省への情報提供や問題の指摘をする責任はあっても、主体として議論する立場にないので、機構の本来業務である基本ポートフォリオ見直しに関する議事要旨の一部として記載する事の妥当性についてはよく考える必要がある。

(事務局) 然り。付加退職金については厚生労働省にもいろいろな考えがあると思われるので、その取扱いについてはお任せいただきたい。

#### 4. 合同運用中の清退共・林退共の基本ポートフォリオ変更(案)について<審議事項>

清退共・林退共事業本部より、中退共の基本ポートフォリオ見直しに伴う、清退共給付経理及び林退共の基本ポートフォリオ変更案について説明が行われ、委員会として了承された。

##### <主な質問、意見等>

(委員) 清退共も林退共もターゲットとする目標収益率があると思うが、その辺の条件は両方とも満たしているのか。

(事業本部) 清退共については、期待収益率 0.57%のところ必要な利回りは業務経費率を加えて 1.9%程度だが、剰余金が潤沢にあることから既に合同運用開始当初から逆ざやになっている。

林退共については、期待収益率 0.93%のところ必要な利回りは 0.55%程度で大きな順ざやとなっている。

(委員) 林退共において欠損金が全部解消した場合、引き続きリスクをたくさん取って、必要とする利回りを超える期待収益率を狙っていく戦略を取るのか、それとも方針を変更するのか。

(事務局) 累損が解消できれば、当然のことながらリスクは落とす。現在の期待収益率の中には累損解消のための利益金が入っているので、その部分は落とす方向で考えている。ただし、当然コストは出していかなければならないので、大きくリスクが下がるとは思えない。また、累損解消のために 0.1%まで下げた予定運用利回りを上げて欲しいというような声に押され、予定運用利回りが引き上げられるようなことになった場合は、リスクは落とせなくなる。

(委員) 累損が解消された時点で中退共とは切り離して林退共だけでもう一度ポートフォリオないしは予定運用利回りの見直しを行うという理解でよいか。

(事務局) 現時点では、林退共には基本ポートフォリオ見直しができる要員がいない。合同運用から離れるにはその要員をつける必要があるで、その



ときのコストとの兼ね合いである。ただし、今の累損解消計画では解消までに 20 年以上かかるので、相当先の話になる。

5. 合同運用参加予定の建退共の基本ポートフォリオ変更（案）について〈審議事項〉

建退共事業本部より、令和 4 年 4 月からの建退共給付経理及び特別給付経理の委託運用部分の合同運用開始にあたり、中退共の基本ポートフォリオ見直し後の新合同運用資産の委託運用部分の資産構成比を前提とした、建退共の基本ポートフォリオ変更案及び今後のスケジュールについて説明が行われ、委員会として了承された。

6. 「資産運用の基本方針」の改正について（基本ポートフォリオの改定）〈審議事項〉

事務局より、基本ポートフォリオ改定に伴う「資産運用の基本方針」の改正について説明が行われ、中退法第六十九条の二 第二項（注）に基づく審議の結果、委員会として了承された。

（注）中退法第六十九条の二 第二項「第七十八条第一項に規定する基本方針の作成又は変更は、資産運用委員会の議を経なければならない。」

〈主な質問、意見等〉

（委員） 自家運用も含めたトータルのリスク管理の枠組みが決まれば、基本方針の書き振りが変わると考えるが、そうした枠組みの決定については、どのぐらいのスケジュール感と考えておけばよいか。

（事務局） 制度の話になり、財政検証等も含めた議論になるので、1 年以上のプランでの話になる。

（委員） 1 年でそう大きく変わるとは思わないが、その辺りを目途に、仕組みを導入していただきたい。

7. 資産運用委員会議事録の確認〈報告事項〉

事務局より、令和 3 年度第 2 回、第 3 回、第 4 回及び第 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。

なお、8 月 12 日に委員から提起された、「議事録に資料を添付することは出来ないのか」との質問について、事務局より以下の説明があった。

- ・議事録作成については、「委員会規程」及び「作成及び公表要領」で定められているが、「作成及び公表要領」において「議事録は、発言者名を明記の上、原則とし

て逐語で記録する」とされており、議事録は文章のみで構成される。

- ・なお、この「作成及び公表要領」については、厚労省と協議を行い案を作成、平成27年度第1回資産運用委員会の議を経て決定したものである。

8. 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）〈報告事項〉

事務局より、令和3年4月から令和3年6月における6 経理（注）の運用実績報告について、以下のとおり報告・説明があり、審議の結果、了承された。

（注）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

- ・国内株式が弱含んだものの、外国株式に牽引されて各経理委託運用部分が4%前後の収益率となった。全体でも2%前後の収益率となった。
- ・運用受託機関のパフォーマンスを見ると、いずれも小幅な動きではあるが、中退共・清退共・林退共の合同運用については外国株式がプラス、国内株式がマイナスとなる一方、建退共では国内株式がプラス、外国株式がマイナスとなった。

（了）

## 令和3年度第7回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和3年10月18日（月）～令和3年10月25日（月）

【開催方法】 メールによる電子決裁(注)

【出席者】 村上委員長※、玉木委員長代理※、大野委員、中島委員、馬庭委員

(注) 資産運用委員会規程第9条に基づき、同委員長が定めた方法による審議を行った。

※今回の委員会は、第4期資産運用委員会における初の会合であり、委員会の開催形式を決めるため、委員会に先立ち、資産運用委員会規程第3条第1項に基づく委員の互選に基づく委員長の選任を、電子メールにより実施した。また、委員長が、資産運用委員会規程第3条第3項に基づく委員長代理の指名を、電子メールにより実施した。

### 【議事要旨】

1. 「資産運用の基本方針」の改正について(外国債券ベンチマーク名称変更)〈審議事項〉  
委託運用における外国債券のベンチマークとしている指数が、名称を変更することとなり、これに伴って、「資産運用の基本方針」の改正が必要となった。

5名の資産運用委員全員から議案「中退共、及び建退共の『資産運用の基本方針』における外国債券のベンチマークの記載名称を変更すること」が承諾されたため、議案は了承された。

(了)

## 令和3年度第8回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和4年1月24日（月）13：55～14：55

【開催方法】 WEB開催（注）

【出席者】 村上委員長、玉木委員長代理、大野委員、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. 「資産運用の基本方針」の改正について〈審議事項〉

事務局より、6 経理（注）全ての「資産運用の基本方針」の改正について説明が行われ、審議の結果、一部の用語を修正することを条件に（後述）、委員会として了承された。

（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

改正の趣旨は以下の3点である。

- ・来る4月に建退共が中退共・清退共・林退共の合同運用に参加することに伴う改正。
- ・今年度に完了した合同運用のうちのパッシブ運用に係るマネジャー・ストラクチャー変更に伴う改正。
- ・経理間の用語の不統一や、陳腐化している用語、あるいは日本語的に違和感のある表現や文章についての改正。

#### 〈主な質問・意見等〉

（委員） 受託機関の忠実義務に関する規定において、「専ら委託者の利益に対してのみ」とあるが、信託契約は「委託者」「受託者」「受益者」の3者で成り立ち、信託法上は、利益を受ける権利を有するのは唯一「受益者」であって「委託者」ではない。委託者と受益者が合致しているのであれば、「委託者兼受益者である機構」という表現の方が良いのではないか。

（事務局） 受託機関には管理受託機関との信託契約と、運用受託機関との投資一任契約が含まれるが、投資一任契約については受益者の概念がない。信託契約では「本信託の受益者は委託者とする」との条文があるため、共通部分である「委託者」とした。

（委員） では、むしろ「委託者」は「機構」で良いのではないか。

（事務局） 「委託者」を「機構」と修正することを条件に、ご承認賜りたい。

なお、今後の検討課題として、基本方針におけるリスク管理に関する記述方法の検討

等が提起された。

(了)