

令和 4 年度第 1 回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和 4 年 4 月 25 日（月） 14：00～16：10

【開催場所】 勤労者退職金共済機構 9 階 A・B 会議室

【出席者】 村上委員長、玉木委員長代理、大野委員、馬庭委員

【欠席者】 中島委員

【議事要旨】

1. 「資産運用の基本方針」の制定について〈審議事項〉

事務局より、「資産運用の基本方針」の制定について資料を提示の上で内容を説明した。審議の結果、事務局から追加説明のあった修正を全部反映させることを前提として、委員会として了承された。説明の概要は下記のとおり。

- ・ここ数年の一連の改革の結果、現行の「資産運用の基本方針」の構成・内容が実態とそぐわなくなってきたため、抜本的に改定する。
- ・現行の「資産運用の基本方針」を廃止した上で、その内容を、資産運用委員会において審議を受けるべき事項と、機構内で決めるべき実務的事項に分け、前者を「資産運用の基本方針」、後者を「資産運用の業務方針」として、改めて制定する。
- ・年金積立金管理運用独立行政法人（G P I F）の管理運用方針等を参考に作成した。
- ・「資産運用の基本方針」はこれまで経理ごとに設定していたが、この機に一本化することとした。

〈主な質問、意見等〉

（委員） 今回のように、部分的な変更ではなく根本から見直すアプローチは、大変時宜にかなったものであったと思う。

「基本的な考え方」のところで「制度の特徴及び運用の目的」という形で 1 つの項目としてまとめたのは大変良かったと思う。

「共済制度以外の事業から補填を受ける仕組みがないことに特に留意し」といった辺りに、運用に関する大きなインプリケーションがあるので、ここに特に留意するという形で基本方針の冒頭に載せたことは、この基本方針及び業務方針全体を貫く解釈の指針になると思う。

（理事長） 今回、この点はきれいに整理出来たと思っている。

（委員） 運用の目的を設定する権限について確認したい。中退法第 78 条第 1 項では、機構に対して、運用の目的等の事項を記載した基本方針を作成することが求められている。一方、機構を監督する主務大臣が定める中期目標には、目標は書かれているが、目的は書かれていないように見える。監督される側の機構が、目標より上位概念である目的を定めるということなのか。ガバナンスの構造として問題

がないのか伺いたい。

(厚生労働省) 中期目標で目的という項目は立てていないが、中期目標の冒頭部分に、中退法第1条「退職金制度を確立し、従業員の福祉の増進と中小企業の振興を図る」に係る内容が書いてあり、法の目的には触れている。機構が定める運用の目的は、この中退法第1条の目的規定の中で縛られる。かつ、大臣任命の委員で構成される資産運用委員会の議を経ないと基本方針の制定や改正ができないため、間接的な抑制も効いている。今回の基本方針制定案も、中退法第1条の法の目的から外れるものではないと考えるので、資産運用委員会で御議論いただいた上です承が得られれば問題はないと考える。

(委員) 「合同運用するものとする」と言い切ってしまうているが、評価報告書の中で、建退共については少し暫定的な措置というところを強調しており、仮に合同運用が見直されたとき、基本方針そのものを改正して見直すのか。

(事務局) 合同運用は非常に重い議題であり、始めるときも基本方針の変更の審議をいただいております、もしやめるということがあれば、当然のことながら基本方針を改正し、それについての審議をいただくことになると考えている。

2. 「資産運用の業務方針」の制定について〈報告事項〉

事務局より、「資産運用の業務方針」の制定について資料を提示の上で内容を説明し、委員会として認識が共有された。説明の概要は下記のとおり。

- ・業務方針制定案は、「資産運用の基本方針」に定められた運用の目的を踏まえ、運用の目標を達成するための具体的な手順や施策、評価や判定の基準等を定めたもの。運用受託機関の評価基準や判定基準等は、現行基本方針で定めていたものと同じである。
- ・「運用の目的達成に向けた取り組み」については、現行の第4期中期計画では、資産運用のKPIはベンチマーク対比超過収益率だが、次期中期計画では、プロセス責任の観点からの評価に変更する方向で考えており、業務方針において、目標を達成するために取るべき手順を明示する、いわばプロセス責任の具体化をすることとした。

<主な質問、意見等>

(委員) 委託運用におけるデリバティブの利用の中にある留意点に、売りヘッジの表現として、一時的なヘッジとあるが、ヘッジ付き外債を指しているのであれば少し違和感があるため、どういう整理なのか伺いたい。

(事務局) 一時的ヘッジは、通常のヘッジ付き外債の話ではない。例えばオープン外債で、基本的にはヘッジしないが、為替相場が物凄く荒れているときに一時的にヘッジ

する、といった状況を想定している。

3. 令和3年度資産運用に関する評価報告書（案）〈審議事項〉

事務局から「令和3年度資産運用に関する評価報告書」の叩き台が示され、ポイントが説明された。本案は、当委員会後に改めて各委員からの意見を集約して最終案を作成し、次回6月の資産運用委員会における最終承認後、6月中に厚生労働省に提出する予定とされた。事務局の説明の概略は下記のとおり。

（注）機構が、厚生労働大臣から年度の業務実績に対する評価を受けるため提出する業務実績等報告書に添付される。専門性の高い資産運用分野の業績を評価するための参考とされる。

- 通常は単年度の運用状況に関する評価報告だけであるが、令和4年度は第4期中期計画の最終年度であり、中期計画期間に関する見込み評価が併せて行われるので、別冊として、第4期中期計画期間に係る評価報告書案も作成する。
- 令和3年度の評価報告書案では、運用実績や基本ポートフォリオの見直し以外のトピックスとして、資産運用業務の執行関連で建退共の合同運用開始とスチュワードシップ活動を取り上げ、また昨年度に引き続いてガバナンスに関する事項も取り上げた。
- 第4期中期計画期間に係る評価報告書案では、平成28年度以降の期間における一連の改革に言及した。言わば、新設された資産運用委員会と共に実施してきた一連の改革の総括、総決算ともいえる内容となっている。この結果は次期中期計画につながるものであり、次の5年間の羅針盤になると考えている。
- 具体的な内容としては、運用実績、運用の基本的な方針、遵守すべき事項、ガバナンス体制、資産の構成に関する事項を取り上げた。運用実績については多くの紙面を割き、プロセス責任の観点から御評価いただく形で記載。
- また、4つの別添資料として、平成28年度作成のローリングプランの内容、資産運用業務における取組をまとめた線表、ガバナンス体制図、及び経理ごとの利回りと利益剰余金の推移をまとめたグラフを用意した。今年度に予定されている厚生労働省が行う中退共の財政検証や機構の中期計画策定の際に、中長期的な視点から判断や決定が行えるように参考資料として活用したいと考えている。

<主な質問、意見等>

（委員） 建退共の合同運用参加について、今後、単独運用復帰の可能性も踏まえた上で書きぶりについては、今一度提案したい。また、ヘッジ付外債の期待収益率の推計方法の説明の仕方についても、読み手に誤解をあまり与えない表現が必要と感じており、この辺もまたご提案したい。

4. 令和3年スチュワードシップ活動状況の概要〈報告事項〉

事務局より、令和3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、以下のとおり説明が行われた。各委員が5月上旬を目処に意見等を事務局に連絡することとされた。

- ・トップ面談のポイントは、以下の2点。
- ・1点目は、定款変更を求める株主提案に対する議決権行使に係る問題を重点的に議論したこと。少なからぬ運用受託機関において、ガバナンスに関する根本的な事項に関する理解不足が懸念された。このことなども踏まえ、その運用受託機関の親会社のトップとの面談では、運用受託機関に対する人的資源投入問題等も話題とした。
- ・2点目は、スチュワードシップ活動を深化させ、実効性を一段と高めるため、他の主要なアセットオーナーのトップとの面談を実施したこと。運用受託機関の親会社トップとの面談とはまた異なる観点からの気づきの機会を活かし、今後も、公的機関のアセットオーナーとして、アセットマネジャーに対し、より一層適切なエンゲージメントを行っていきたいと考えている。
- ・スチュワードシップ活動報告会では、株式以外の資産に関するスチュワードシップ活動について、ほとんどの運用受託機関が債券での実施もしくは実施を検討しているほか、オルタナティブを含む全資産へ拡大した先も複数あるなど、対応が積極化していることがうかがわれ、特に債券へのESGインティグレートが取組が進んでいることがうかがわれた。
- ・エンゲージメントの内容についてはESG要素中、気候変動問題を中心に環境要素「E」のテーマが増えたとする運用受託機関が目立った。

5. ウクライナ情勢を受けた対応について〈報告事項〉

事務局より、ロシアがウクライナに侵攻したことを受け市場が大きく動いた際の対応について、以下のとおり報告・説明があり、了承された。

- ・ウクライナ情勢への対応について理事会を開き、運用受託機関に対するヒアリングを中心とした調査を実施した結果を報告。流動性水準や利益剰余金水準に特段問題がないこと、また、ロシア関連資産はほとんど保有していないこと等が報告された。

〈主な質問、意見等〉

(委員) ほとんど保有していないということは、若干は保有があるという理解でよろしいか。

(事務局) 現在はなくなったというのが、正しい表現。外国株式委託ファンドのうち

1 ファンドで保有していた欧州企業においてロシア拠点が分社化された結果、当該新会社株式が割当てられ、ロシア株を保有する形となった。結局、ウクライナ問題の影響で、分社化自体がキャンセルとなったので、現時点では、ロシア関連資産、債券も株式も保有していない。

(委員) ウクライナ情勢の影響は、現状では限定的かと思われるが、運用の成果に対する影響ということと、ESG投資などの観点からロシア株に対するスタンスをどう考えていくべきなのかというような視点も含めて質問したい。

(理事長) おっしゃるとおり、ESG関連は本当に重い問題で、我々だけでどうこうというわけではなく、そういうこともあって今、トップ面談もやっており、銀行がどう動くかとか、日本の生保がどう動くかとか、国がどう動くかということも情報を取りながら考えていきたいと思う。

(委員) 日系と外資系の運用受託機関の情報提供力等の比較は、我が国の金融の巨大なユーザーである機構において、強い関心を有するところだと思う。日系と外資系の情報提供力の差については、日系の運用機関が日本の新聞だけ見ていると、情報はどうしても実態の後追いになる。外資系の運用機関であれば、自社内に土地勘、手触り感のある方がおられると思うが、日系の運用機関の場合、そういった辺りが弱点であると認識していただきたい。

(理事長) まさに、今回情報を集めた理由は、我々は委託運用であるため、委託側として、日系と外資にどのぐらいレベルに差があるのかを一番知りたかった。その点、今回の情報提供依頼はよかったと思っており、また委員と同じ問題意識として、日本のアセットマネジャーにはもっともっと頑張ってもらいたい。

(委員) 去年、中退共の基本ポートフォリオ見直しの際に、各資産の期待収益率を推計したが、インフレの動向が、当時の環境と今、あるいは1年後、2年後はかなり変わってくる可能性があると思っている。特に債券のところについては、資産運用委員会の場でも、少し継続的、定点的に議論する場があっても良いのではないか。

(事務局) おっしゃる通り、基本ポートフォリオ見直しを視野に入れて動向を注視していくべき状況にあると認識しているが、ただ、最近の金利上昇は必ずしも予想以上の景気回復によるというものではなく、カーボンニュートラルに向けた動きの盛り上がりの影響や、ウクライナ侵攻による物流の停滞、あるいはロシアへの経済制裁を背景とした物価の上昇といったような、先行きの見定め難い要因による物価上昇に起因する部分も大きいと考えている。基本ポートフォリオ見直しの準備については、来年4月以降の金融政策の動きとその影響を見定め、早くても来年度の後半以降、財政検証結果等も踏まえながら検討していくことになると考えている。

(委員) 今後については、新しいことが起きつつあるという緊張感は非常に重要だが、慌てても、先を見通せるような理論的な知見はないところを踏まえながら、その場その場の対処を繰り返していくということになると思う。後は説明の問題であり、中期、中長期、長期というタイムホライズンとの整合性を確保した上の説明の仕方について日々工夫を凝らしていただきたい。

(委員) 本当に慌てても仕様がなくて、基本的な想定との数値の違いは出てきているかもしれないが、こういう安定しない時期にポートフォリオの見直しをするのはうまくいかないことが多いというのが通常であり、ある程度、将来の定常な状態が見えてきたところで考えていけばいいのではないか。

6. 建退共資産の合同運用資産への移管完了報告〈報告事項〉

事務局より、令和4年4月1日から建退共包括信託の合同運用を開始したことについて、以下のとおり報告・説明があり、了承された。

- ・移管にあたり、建退共の既存受託機関の売買停止期間中である2月24日に、ロシアがウクライナに侵攻し、その後、欧米がロシアをSWIFTから除外するといった発表もあり、金融市場における決済機能に大きなストレスがかかった。
- ・3月の上・中旬に売買のオペレーションが予定されており、万が一、流動性が枯渇するなど正常な市場価格の形成ができないような状況になった場合は、予定を変更できるように、市場動向を注視し、頻繁な報告をトランジション・マネジャー等に求めた。
- ・結果としては、予定どおり売買を実施することができ、4月1日に合同運用へ移行することができた。

(了)

令和4年度第2回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和4年6月6日（木）13：55～15：10

【開催場所】 勤労者退職金共済機構9階A・B会議室

【出席者】 村上委員長、玉木委員長代理、大野委員、馬庭委員

【欠席者】 中島委員

【議事要旨】

1. 令和3年度資産運用に関する評価報告書（案）（審議事項）

事務局より、令和4年度第1回資産運用委員会にて素案が審議された令和3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た。審議の結果、追加の修正事項を反映させた最終確定版を確認の後、厚生労働省へ提出することが了承された。

説明の概要は下記のとおり。

- ・素案からの変更点は大きく2点。1点目は、前回委員会の段階では未記入であった令和3年度の運用実績が記載されたこと（詳細は議題2に記載）。
- ・2点目は、委員の皆様からのご意見を踏まえてスチュワードシップ活動に関する記載内容を修正したこと。具体的には、運用受託機関の親会社トップとの面談（以下、トップ面談）等スチュワードシップ活動の内容や趣旨が誤解されないように、より分かり易く丁寧な記述に修正を行った。

<主な質問、意見等>

（委員） 各経理の利益剰余金の説明箇所で、「必要な利益剰余金は機構が算出した」との注記があるが、どういう考え方に基づいて算出したのかも記載した方が良い。

（事務局） 検討する。

（委員） 運用機関とその親会社の間には、運用機関が顧客の利益のみを考えた意思決定を行えるように、利益相反を防止するためのファイヤーウォールを設けること等が求められている。運用機関とその親会社双方に接触する場合には、そうした点に極力注意することが必要。

（事務局） 面談先のトップの方々はファイヤーウォールは十分意識されていて、子会社の個別判断に関与出来ないことを明言されている。その上で、トップ面談では、本邦資本市場の健全な発展という観点から、適切なエンゲージメントを行える人材養成の必要性等について話をしている。

（委員） 定款変更の株主提案については、その法的な位置付けを正しく認識した上で、日本企業の株式パフォーマンスや ROE の低迷を打破するために敢えて用いる

ということはあると思う。そうした選択肢まで否定していると誤解されない書き振りとすべき。

(委員) 評価報告書で当委員会が発足後の6年半を総括している「別冊」において、この間を通じていろいろなテーマ・課題をゼロベースから検討してきたこと、過去からの慣習に捉われず、本当に本質的なところを追求する姿勢をずっと続けてきたことを評価したいと考え、総合評価に「過去からの慣習に捉われずに本質を追求する姿勢」という一文を加えることを提案した。

(事務局) 前例を墨守して微調整を重ねるやり方を改めてゼロベースから検討する方式は、資産運用委員の後押しがあったからこそ実施できた。

(委員) 建退共の合同運用参加はあくまでも当面の措置であり、単独運用に戻る可能性もあると理解した。一方、合同運用のメリットの記載はあるがデメリットの記載がないため、何故、単独運用に戻る必要があるのかが分かり難い。

(事務局) どういう説明が良いか、検討する。

2. 令和3年4月から令和4年3月の運用実績報告（6経理）〈報告事項〉

事務局より、令和3年4月から令和4年3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) 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

- ・中退共給付経理については、収益率実績が期待収益率を下回った。その主因は委託運用部分で、うち市場収益率要因が6割強、超過収益率要因が4割弱の寄与率になっている。市場収益率要因については、欧米の金融政策の転換により、金利が急速に上昇したことで、債券価格が下落し、株価も短期的資金の逆流により、令和2年度に資金が集まり大きく株価を伸ばしたグロース系の銘柄中心に調整が入った。その結果、令和3年度はベンチマーク収益率も伸び悩み、収益率実績を押し下げる事となった。超過収益率については、令和2年度に牽引役となった外国株式が逆に足を引っ張った。

しかし、令和3年度における超過収益率の不芳は、政策転換局面における短期的資金の逆流という短期的な要因による部分が大きく、マネジャー・ストラクチャーのスタイル分散が崩れたわけではないと考えられるため、右往左往することなく、今後の動向を注視していくこととする。

利益剰余金は必要な水準を96%以上充足しており、財務的に問題のある水準ではない。

- ・建退共給付経理については、中退共給付経理と同様に委託運用部分を主因として収益率実績が期待収益率を下回ったが、超過収益率要因についてはプラスであった。

利益剰余金の水準については、令和2年度末から減少したが、予定運用利回りを引き下げたことでリスク値も低下し、必要な利益剰余金の水準が下がったため、利益剰余金の不足額は大幅に縮小した。なお、予定運用利回りが年度後半で変更されたため、引き下げ効果が完全に反映されていない。このため、必要な利回りの推計値の妥当性を検証し得る実績値が出るのはまだ1～2年先になると思われる。

- ・建退共特別給付経理については、パフォーマンスは建退共給付経理とあまり変わらない。利益剰余金は、前年度末対比で若干減少しているものの、必要な水準をかなり上回っているため、問題はない。
- ・清退共給付経理については、利益剰余金は若干減少、一方で必要な水準はやや上昇したが、なお、利益剰余金は必要な水準の5倍以上であるため、財務に不安はない。
- ・清退共特別給付経理については、安全資産による自家運用のみなので、収益率実績はほとんど0に近い状態であり、明らかな逆ザヤではあるが、利益剰余金の水準が責任準備金の水準を大きく超えており、財務に問題がある状況ではない。
- ・林退共給付経理については、運用収益は縮小した。累損は約1億円拡大した。必要な利益剰余金の水準は、予定運用利回り引下げの効果が基本ポートフォリオ見直しの効果でおおむね相殺されたため、あまり変わらず、利益剰余金の不足額は1億円膨らんだ。

3. 令和3年度スチュワードシップ活動状況の概要〈報告事項〉

事務局より、令和4年度第1回資産運用委員会にて議題となった「スチュワードシップ活動状況の概要（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、最終確定版としてホームページにて公表することが了承された。

4. 資産運用委員会議事録の確認〈報告事項〉

事務局より、令和4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。

5. 委託金額の変更〈報告事項〉

事務局より、合同運用資産における、ファンド間の委託金額の配分について、定期的な検証の結果を受けて調整を行う旨、報告が行われ、了承された。調整の事由と内容は下記のとおり。

- ①基本ポートフォリオ変更時の資産構成比変更の結果、パッシブ比率が設定レンジ下限を下回った国内株式について、アクティブ・パッシブ比率を調整。

②委託運用額増加に伴い外国株式のパッシブ運用の運用受託機関を1先から2先に増やしたが、2ファンド間で残高格差があったため、委託金額を調整。

(了)