

平成28年11月8日  
第64回中小企業退職金共済部会  
資料5

## 資産運用委員会議事要旨

## 平成28年度第1回資産運用委員会 議事要旨

【開催日時】平成28年4月18日（月）14:00～16:00

【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、白杵委員長代理、末永委員、徳島委員

【欠席者】江川委員

### 【議事要旨】

#### 1. 議事要旨ならびに議事録の確認について

##### (1) 平成27年度第2回資産運用委員会議事録

- ・議事録について、全委員による確認が終了したことが報告、最終版として了承された。

##### (2) 平成27年度第3回資産運用委員会議事要旨

- ・議事要旨について、委員による最終確認が行われ、了承された。
  - 議事録(案)については、次回の委員会までに確認されることとなった。

##### (3) 平成27年度第4回資産運用委員会議事要旨等

- ・事務局から平成28年3月29日（火）～平成28年3月30日（水）に電子決裁方式で実施された平成27年度第4回資産運用委員会の開催経緯に関する説明が行われた後、委員により議事要旨(案)が確認され、了承された。
  - 議事録(案)については、次回の委員会までに確認されることとなった。

#### 2. 中退共資産及び林退共資産に係る合同運用（金銭信託）開始について

4月1日より開始された中退共と林退共の合同資産運用の状況について報告があり、了承された。

#### 3. 金銭信託等におけるマイナス金利政策の影響について

金銭信託及び有価証券信託におけるマイナス金利政策の影響について報告し、了承された。

#### 4. 中退共基本ポートフォリオの見直し（1）について

まず事務局により、基本ポートフォリオを見直す理由と、見直しに当り、始めに議論が必要と思われる論点が整理され、それを基に委員による議論が行われた。

##### <事務局による整理の概要>

見直しの理由については、資産運用委員会が設置されたことに加え、資産サイドの要因として、①国債金利マイナス化等の経済情勢変化、②商品・市場間の相関等、金融市場構造の変化の可能性、③新たな投資対象資産の台頭、等、また負債サイドの要因として、④累積余剰(欠損)金等財務状況の変化(含む対責任準備金比率)、⑤共済契約者や被共済者におけるリスク回避姿勢の強まり、等が指摘された。

始めに議論すべき論点としては、①「安全かつ効率」という基本方針の具体化、②リスク指標およびその推計方法の選択、③期待収益率の推計方法の選択、が挙げられた。

また、オブザーバーである厚労省労働基準局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（以下、労政審中退部会）において、資産運用委員会における基本ポートフォリオ見直し作業と、労政審中退部会における中退共制度（付加退職金、予定運用利回り等）に関する検討作業の間での連携の必要性が指摘されており、勤労者生活課長がブリッジ役を担う、との報告が行われた。

なお、事務局から、平成28年度運用コンサルティング業務の委託先が決定した旨と、今後、同委託先には必要に応じて資産運用委員会にも出席を求める予定であることを報告し、了承された。

#### <主な質問、意見等>

- (委員) 国債金利の足許の動向は、資産運用にとって極めて大きな環境変化である。
- (委員) 基本ポートフォリオ見直しの必要性については、リターンとリスク、相関係数等資産サイドの指標や、予定運用利回り、累積剰余金等（含む対責任準備金比率）負債サイドの指標の大きな変化や、そうした変化の背景を整理して説明することにより、一段と明確になるものと思料。
- (委員) 安全かつ効率という考え方の中身について合意を得ておくことは有意義と思う。自分としては、基本は安全にあると考えている。効率の含意については議論が必要。
- (委員) リスクは取らないに越したことはないが、止むを得ない場合を取る、という姿勢が基本ではないか。
- (委員) リスクや期待収益率の選択については、諸説あるところであり、様々な統計や試算を検証しながら決めるしかない。
- (委員) リスク指標については、ダウンサイドリスクを示す指標に注目することは極めて有意義。中長期的な目線での運用において覚悟すべきリスクがあることについて明示、説明して行くことが重要。
- (委員) 労政審から今回のような指摘が行われた経緯はどのようなことか。
- (勤生課長) 大臣任命による資産運用委員会が設置されたことに加え、マイナス金利を含め、資産運用のあり方が非常に難しくなっている中で、制度を担当する労政審と運用を担当する資産運用委員会が、運用に係るリスクについて情報と認識を共有し、連携していく必要があるとの問題意識が持たれたということである。
- (委員) 労政審との連携は、大きな方向性として大変結構。連携方法に関する具体案はあるのか。
- (勤生課長) まずは情報や認識の共有から始め、それ以降については、議論が進む中で検討して参りたい。
- (委員) 「安全かつ効率」の解釈として「必要な収益を最小限のリスクで」ということが1つのたたき台になり得るが、許容可能なリスクに見合う「必要な収益」を決定する上で、労政審との連携は非常に重要。委員会としても具体化する方向で進めて行きたい。
- (事務局) 予定運用利回り等の制度は労政審、運用は当機構という役割分担はあるものの、「安全かつ効率」を運用の基本原則としている当機構としては、今のように運用環境が大きく変化した場合、この予定利回りを達成する為にはこういうリスクになる、という事を労政審にお見せするというのが大事であって、それを今度は労政審で、そんなリスクなら大変だと考えるか、許容出来ると考えるか、だという事だと思っている。これは執行機関としての指摘責任ではないかと認識していたが、これまでは指摘事項を労政審に伝える

担い手が明確ではなかった。この役割を勤生課長に担って頂き、連携が実現することは非常に有難い話であり、機構としては具体的に進めて行ければ、と思っている。

(了)

## 平成28年度第2回資産運用委員会 議事要旨

【開催日時】平成28年6月10日（金）14:00～16:00

【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、白杵委員長代理、末永委員、徳島委員

【欠席者】江川委員

### 【議事要旨】

#### 1. 議事要旨ならびに議事録の確認について

##### (1) 平成27年度第3回資産運用委員会議事録

- ・議事録について、全委員による確認が終了したことを報告し、最終版として了承された。

##### (2) 平成27年度第4回資産運用委員会議事録

- ・議事録について、全委員による確認が終了したことを報告し、最終版として了承された。

##### (3) 平成28年度第1回資産運用委員会議事要旨

- ・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。
  - ― 議事録(案)については、次々回の委員会までに確認されることとなった。

#### 2. 退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用状況報告について

平成27事業年度における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

- ・運用利回りについては、中退共給付経理が唯一マイナスとなった。これは、年初来の内外株式相場下落を受けて、委託運用利回り（金銭信託）がマイナスとなったことが主因。
- ・中退共給付経理以外の経理では、委託運用資産に占める国内債券の比率が相対的に高い中、マイナス金利政策導入等を背景とした金利低下により国内債券価格が上昇したため、委託運用利回りもプラスとなった。
- ・各資産の構成比率は、全ての経理において基本ポートフォリオの乖離許容幅の範囲内に収まっている。
- ・日銀のマイナス金利政策導入に伴う国債利回りマイナス化への対応については、当面、自家運用では国債の購入を見合わせ、政府保証債の購入や預金残高を増やしている。今後の方針については周辺環境の動向を見定めつつ検討中である。

#### <主な質問、意見等>

(委員) 経理間で、株式に関する委託運用成績にかなりバラツキが見られるが、背景をどのように分析しているのか。

(事務局) 銘柄選択要因が大きかったと理解しているが、何れにしてもトラッキングエラーは所定の許容範囲内である。

(委員) ベンチマーク比、超過収益が大きい委託先についても、成績良好というだけでなく、大きなリスクを取っている可能性があるという視点で注視することも必要。

#### 3. 「平成27事業年度の資産運用結果報告」について

事務局より本資料の位置付けと今後の手順について下記の説明が行われ、了承された。

- ・当機構は中期目標管理法人に分類される独立行政法人であり、独立行政法人通則法第32条に基づき、毎年、厚生労働大臣の評価を受ける必要がある。このため、まず各事業年度終了後3カ月以内に前年度業務実績の自己評価を大臣に提出し公表する必要がある。その際、内容の専門性の高さに鑑み、外部委員（理事長任命による資産運用評価委員会）による評価を参考資料として併せて提出してきた。今回は、資産運用委員会が設置されたことに伴い、資産運用委員会による評価を提出することとしたい。資産運用の状況については、毎四半期報告しているが、本資料は27年度を通しての業績をご評価頂くための資料として作成したものである。ご一読のうえ、次回資産運用委員会までにご意見を頂き、次回委員会で評価書（「平成27事業年度に係る資産運用結果に対する運用目標等の部分に関する評価報告書」）をまとめさせて頂きたい。

#### 4. 中退共基本ポートフォリオの見直し（2）について

まず事務局により、前回の委員会での議論の内容を確認しつつ、主題となった運用の基本方針「安全かつ効率」の定義について、前回提起された「必要な運用利回りを最小限のリスクで達成する運用」を基本的考え方として検討を進めることを提案し、了承された。

その上で、下記①～⑥等を説明し、質疑応答と審議が行われた。

- ① 基本的な考え方に最も合致した運用方法は、債務と期間構造を合致させた買い切り国債によるラダー型運用であること。
- ② そうした運用だけでポートフォリオを形成することは、現在の国債金利情勢に鑑みて難しくなっていること。
- ③ 必要な運用利回りを得るために期待収益率を高め設定する場合、上乗せ幅に依って直面するリスクの大きさ（運用利回りの振れ幅や金融市場混乱時の予想損失額等）がかなり異なる可能性があること。
- ④ 現行基本ポートフォリオのリスク値は、必要な運用利回りと現在の累積剰余金の水準等に鑑みて、大き過ぎる可能性が高いこと。
- ⑤ 10年国債金利のマイナス化のため、現在の予定運用利回りをぎりぎり賄うだけでも、それなりのリスクを取る必要があること。
- ⑥ ハイリスク・ハイリターン型ポートフォリオで運用利回りの振幅が大きく振れると、付加退職金の制度上の特性から、資産運用にとって中長期的な不安定化要因となり得ること。

#### <主な質問、意見等>

（委員） 予定運用利回りは毎年達成しなければいけないものなのか、あるいは金融市場の混乱が発生した場合に備えるリスクバッファの目標水準は、常時維持すべき最低ラインなのか、目指すべき理想の水準なのか、そういった点も明確にしておく必要がある。各年度のリスク許容度が小さくなれば、中長期の機会損失は大きくなる筋合いにある。

（事務局） 27年度末時点でのリスクバッファの水準は、サブプライムおよびリーマン・ショック時と同様の相場変動が発生した場合に想定される損失の規模を下回っている。累積欠損の発生は避けるべき、と考えるのであれば、現行基本ポートフォリオはリスクを取り過ぎていて、と言えるかも知れない。リスクバッファが不足した場合は、積み増しを狙ってハイリスクを取るよりも、リスクを落として必要なリスクバッファの水準を落とす方が、安全かつ効率の原則には適うのではないか。

（委員） リスクを落としてバッファを確保するのは、金融機関の経営としては常道。

（委員） 現行の基本ポートフォリオは、前回設定時の累積欠損金を抱えた環境下でリスクをとり

過ぎたということ。欠損金を解消できて、付加退職金が数年間出せたのはたまたま環境が良かったからであり、本来、銀行の自己資本比率規制の中の枠組みであれば、やっではいけないことに近いことをやってしまったと考えるべき。

(委員) 現行の基本ポートフォリオは、通常あるべきでない累積欠損金が多い中で生まれたポートフォリオであって、平常時のポートフォリオでない、というコンセンサスを出発点とすることが重要。新しい基本ポートフォリオの検討では、現行基本ポートフォリオを出発点とするべきではなく、白紙の状態から本来あるべき姿を考えるべき。

(委員) 「安全かつ効率」の解釈として、「必要な運用利回りを最低限のリスクで行うという」、という考え方は、すくとんと腹に落ちて良い考え方。

(委員) 「必要な運用利回り」と「最低限のリスク」をどう定義するかが重要。

(委員) 内外株式を中心に、期待リターンについての考え方も議論、整理することが必要。

(了)

## 平成28年度第3回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】平成28年6月24日（金）14:00～16:00

【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、臼杵委員長代理、江川委員、末永委員、徳島委員

### 【議事要旨】

#### 1. 平成28年度第2回資産運用委員会資料の修正について

- ・第2回資産運用委員会において報告した清退共特別給付経理の27事業年度決算について、内容の技術的変更及び計数の訂正について報告し、了承された。

修正前		修正後
当期総損失 1万円	⇒	当期純損失 72万円

#### 2. 平成27事業年度に係る資産運用結果に対する運用目標等の部分に関する評価報告書(案)について

- ・独立行政法人法の通則法第32条に基づき厚生労働大臣の評価を受けるために提出する平成27年度の業務実績等報告書の添付資料とする予定の評価報告書(案)について、事務局から位置付け、使用方法等を説明し、了承された。

#### 3. 中退共基本ポートフォリオの見直しについて（3）

- ・事務局より、現在のポートフォリオの期待収益率等を維持した場合に、どのようなリスクをとることになるか、について、下記の説明を行った。

現行基本ポートフォリオ（期待収益率 1.47%）のリスク値を、期待収益率 1.1%、0.6%の2つのケースと比較すると、

##### （1）収益率の振れ幅

期待収益率の振れ幅（標準偏差 $\sigma$ ）で見ると、現行基本ポートフォリオの振れ幅は、期待収益率 1.1%ケースの2倍強、同 0.6%ケースの約10倍になっている。

現行付加退職金制度は、運用利回りが予定運用利回りを上回ったときには追加で支払う一方、下回っても支給金額が予定運用利回りより低くなる訳ではない、という特徴を持つため、収益率の振幅の大きいポートフォリオは、制度の非対称性の影響が大きく出て中長期的な安定性に問題を生じ得る。

##### （2）金融ショック発生時の想定損失額

サブプライム・ショックとリーマン・ショックが続けて起こった場合と同程度の相場変動が発生した際に想定される損失額は、現行基本ポートフォリオ

では約 3,500 億円、期待収益率 1.1%ケースでは 1,700 億円、同 0.6%ケースでは殆ど影響なしという試算結果。27 年度末の累積剰余金が約 3,151 億円であるため、現行基本ポートフォリオの場合、累積欠損金の状態に戻ってしまう計算。

(3) 高収益の再現性

現行基本ポートフォリオの下で、3,000 億円を越す累損を解消し、26 年度末には 3,800 億円の累積剰余金を実現したが、その過程で見られた内外の株式と外国債券がいずれも急角度で上昇するという状況は、歴史的に極めて異例であり、同じことを期待することは適切とは考え難い。

(4) 緊急避難的措置の可能性

予定運用利回りを確保するために大きなリスクを抱えることが不可避である場合には、緊急避難的に、予定運用利回りを下回る期待収益率の基本ポートフォリオを設定し、小額の確実な損失を甘受して大きな損失を回避するという選択肢も、金融市場の動向次第では検討の対象足り得るのではないかと。

<主な質問、意見等>

(委員) 運用利回りが変動し、損失も発生し得る中で、追加で支払うだけの現行付加退職金制度は、制度的に無理があるのではないかと。

(事務局) 予定運用利回りが頻繁に変更できない中、剰余金の過度の積み上がりを回避するための仕組みは必要。運用成績が逆方向に振れた場合に備える制度との組合せが重要。例えば、累積剰余金の目標水準をどう設定するかは、制度の安定的運営のために重要な論点。これは当機構が決めることではないが、問題提起はしておきたい。

(勤生課長) 予定運用利回りを下回る期待収益率での基本ポートフォリオの設定については、中期経営計画の目標との整合性といった観点から慎重な検討が必要。

(委員) 予定運用利回りを踏まえた運用のあり方については、予定運用利回りを上回る運用利回りとなる確率の高さだけでなく、その場合の下方リスクを併せて判断することが必要であり、両者を併せて説明する必要がある。

(委員) その場合のリスク値としては、予定運用利回りを達成できなかった場合の平均値を含む下方部分積率等も検討する必要があると思われる。

(事務局) 今後の議論の対象として、まずは様々な期待収益率やリスク指標を比較検討する方向へ展開したい。これまでの議論で基本ポートフォリオ策定に際しての基本的理念については、委員会メンバー間で概ね合意が形成できたと認識しており、次回からは技術的な議論へ移行する予定である。今後の議論の進め方については、なるべく効率的に進められるよう工夫

したい。

(委員) 時には議論が後戻りしたり回り道することも止むを得ない部分はあると思われる。

(委員) アセットクラス（投資対象資産の種類）の議論はどの時点で行うのか。

(委員) 期待収益率と必要運用利回り、自家運用利回りの関係を議論する際、アセットクラスのあり方の議論を含めると過度に複雑になりかねないので、まずはシンプルに概念的な整理したうえで、どのような対象資産まで拡大するか、アセットクラスの区切りをどうして行くかという議論に進みたい。なお、本日提示された3つのポートフォリオについて、それぞれの特徴をさらに整理することで、選択の方向性に関する合意形成が得られやすくなるものと思料する。

(了)