

## 資産運用委員会議事要旨等

## 平成 28 年度第 6 回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】平成 28 年 11 月 11 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、末永委員、徳島委員、江川委員

※資産運用委員会規程に基づき、4. 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. 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）との関係について

オブザーバーである厚生労働省労働基準局勤労者生活課長（以下、勤生課長）より、労政審中退部会の議論の紹介があった。

- ・資産運用委員会の議論は注目されており、可能な範囲で関係資料も紹介してほしいとの要望があった。
- ・労側委員より確実な支払を確保するために最低限のリスクで運用するという考え方は共有しているとの発言があった。

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 28 年 4 月～9 月における 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

- ・各経理とも委託運用部分の利回りはマイナスとなった。
- ・委託運用利回り悪化の主要因は外国為替相場の円高化であった。
- ・各資産の構成状況は、全ての経理において基本ポートフォリオの乖離許容幅内に収まっている。
- ・中退共の自家運用部分については、マイナス金利のために 10 年国債が購入できないことに加え、NCD 等での短期運用も難しくなっているため、普通預金残高が積み上がっている。

3. 外国株式議決権の行使状況について

事務局から、平成 28 年度第 4 回資産運用委員会において報告した「スチュワードシップ活動状況の概要について」の補足として、外国株式議決権の行使状況について、議決権行使が有料となっている場合にはコストパフォーマンスを勘案して議決権行使を行わないこととしており、その結果、外国株における議決権行使比率は 5～6 割になっていること

を報告した。委員から下記の問題提起があり、今後、事務局において検討を進めることとして、報告は了承された。

<主な質問、意見等>

(委員) コストが掛かる場合に議決権を行使しないというスタンスは多くの運用機関に共通した一つの考え方。ただ、スチュワードシップコードとの関係については検討が必要であり、他機関の動向も注視し、世間の動きに取り残されないようにすることが求められる。

(委員) 基本的には受益者の利益優先で良いが、その中で投資家責任をどう果たしていくかについて検討が必要。

(委員) カストディアンに因って議決権行使の可能な範囲が異なるのであれば、スチュワードシップコード受入を宣言している組織として、委託先運用機関によるカストディアン選定について何らかの働き掛けが行なえないか、検討が必要。

(委員) 経理毎に必ずしも基準が同一ではないが、統一することが望ましい。

#### 4. 中退共基本ポートフォリオの見直しについて (6)

事務局から、①資産の金額調整方法、対外説明等、基本ポートフォリオを変更する場合のしと、②自家運用部分の新しい投資手法、③下方リスク・シミュレーションの結果について説明が行なわれた。審議の結果、基本的方向性については了承され、事務局において計画の精緻化を進めることとなった。概要は以下の通り。

##### 【新基本ポートフォリオへの移行しと】

(事務局) 基本ポートフォリオ変更に伴う資産の売買については、出来る限り市場に影響を与えないように実施する。例えば、資産クラス毎に市場に大きな影響の出ない1日当りの取引金額を調査し、その範囲内での取引を繰り返すとか、可能であれば場外取引を利用したり現物移管を行なうなど工夫を凝らす。必要があれば日数をかけて実施する。

対外公表に際しては、対外的説明力確保の観点から、選択・判断の事由や考え方を明確にするような資料を用意する予定。

(委員) 基本ポートフォリオの選択の事由という点では、付加退職金制度が保守的な運用を選択せざるを得ない理由の1つになっている。単年度の振れが大きくなると非対称性の影響が大きく出て中長期的に財政が悪化するため、出来るだけ振れを抑えることが必要になっている。

(委員) 見方を変えると、大きな変動があっても慌てずに回復を待つことが出来るという長期投資家の強みを十分に発揮できていないということでもある。逆に言うと、付加退職金制度のあり方を見直すことで、リスクのとり方を変えた運用の可能性、収益機会を広げることが出来るはず。

(事務局) 何らかのリスクを取りつつ中長期的に安定した資産運用を目指すには、リーマ

ンショックのような金融ショックに備えたバッファーだけでなく、循環的な運用利回りの低下に備えたバッファーを蓄えることも必要。予定運用利回りを上回った部分は、そうしたバッファーの構築に当てることが望ましい。

(委員) 国内債券では利回りが出ないという異常な運用環境では、バッファーを積み増すことは難しいと思われる。そうであれば、環境が改善するまでは極力リスクを抑えて行くしかない。

(事務局) 中退共制度は積立制度であるので、契約者、被共済者は積立金以上のものが返ってくることを期待しており、その期待に反することは基本的に出来ない。したがって制度的にリスクは取り難い。

(委員) 逆に言うと退職金の額が積んだ金額以下になっては絶対にいけない制度。それをやったら制度が崩壊しかねない。

#### 【自家運用部分の新しい投資手法】

(事務局) 負債の期間構造見直しの結果を受けた新しい自家運用方式については、退職金等の支払に支障が生じないキャッシュフローを確保しつつ、残存期間 10 年から 20 年までの国債を、残存年数毎にほぼ均等に購入し、20 年のラダーを構築していく形を想定。

(委員) 今回の見直しにより自家運用の利回りが幾分改善することになるが、その分、期待収益率の設定は高くなり得るのか。

(事務局) 今回の見直しでは、必要な利回りを最低限のリスクで、を基本方針としているので、期待収益率については、自家運用利回りに関らず予定運用利回り+業務経費率が適当と考えている。したがって、自家運用利回り改善の効果は、必要利回り達成に必要なリスク資産の割合、したがってリスクが低下する形で顕れることになる。

#### 【下方リスク・シミュレーション】

(事務局) 前回の資産運用委員会での宿題であった現行制度を前提とした累積剰余金と積立比率のシミュレーション結果を報告する。基本ポートフォリオのリスクについて、利回りの振れ幅ではなく、累積剰余金ないし積立比率が、向こう 5 年間にどのような数値を取り得るか、という形で示したもの。

(コンサル) 現行の付加退職金制度を織り込んで試算を実施した。期待収益率を高く設定してリスク(利回りの振れ幅)が大きくなると、累積剰余金のダウンサイドリスクも大きくなる。期待収益率を現在の予定運用利回りにおける必要利回りに設定した場合、5 年間で累積剰余金が枯渇する可能性が 1 割弱あるという試算結果である。期待収益率を下げると、付加退職金支払額が小さくなるので、ダウンサイドリスクも抑制されることが、シミュレーションからも明らかになった

ということ。

(勤生課長) 期待収益率が低く、ある程度のバッファーがあれば、大きなダウンサイドリスクは回避できるということか。

(コンサル) 必要利回りを自家運用債券の利回りで賄える状態であれば、運用利回りの変動が付加退職金制度を通じて累積剰余金を消耗させるジリ貧リスクは表面化しない。しかし、必要利回りが自家運用債券利回りを上回っている場合は、リスク性資産の相場変動によってどうしてもジリ貧リスクが発生する。

(委員) 制度の特性が良く出ている結果だと思う。「長期投資家はリスクを取るべき」という風潮と異なる方針を採る以上、説明が必要になるが、「退職金を確保する」ということが制度の根幹であるということについて、ステークホルダーの方々が認めているというのが一番重要であり、このシミュレーション結果は、リスクを取ることがその根幹部分に抵触する可能性を示唆している。見方を変えると、ある程度のリスクを取るためには、金融ショック対応用の短期的なバッファーだけでなく、長期的な逆ザヤ状態に対応するためのバッファーも必要ということではないか。

(勤生課長) 逆ザヤ状態が本当に長期的に続くのであれば、予定運用利回りの引き下げを検討することになる。

(委員) 引き下げへのシステム対応に時間が掛かるとの話であるが、どの程度掛かるのか。

(事務局) 肌理細かい対応をしている制度なので、過去の例では1年は掛かっている。しかも、改訂するたびに退職金等の算定が複雑になるので、短縮するのが中々難しい。

(委員) 古いシステムを使っているのだと思うが、現行システムを理解している職員はいるのか。システムの更改等に不安はないのか。

(事務局) ぎりぎり、システム構築に携わった職員が残っている。何れにしても、リスクを取ったり、機動的に対応するための体制が整っているとは言い難い。今後、システム面でも資産運用面でも体制の整備・強化を進めて行く。

(委員) 体制の整備・強化は是非、進めて欲しい。また、今回の見直しでは、当機構の運用資金の特性を如何に理解して貰うかが極めて重要。シミュレーション結果の使い方を含めて、説明方法の検討を進めて頂きたい。

(了)

平成 28 年度第 7 回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】平成 28 年 12 月 27 日（火） 10：00～12：30

【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、臼杵委員長代理、末永委員、徳島委員、江川委員

※資産運用委員会規程に基づき、4. 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. 議事要旨ならびに議事録の確認について

- 平成 28 年度第 4 回資産運用委員会議事要旨および平成 28 年度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、次回資産運用委員会を以て、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. 中退共基本ポートフォリオの見直しについて

- 事務局より、①基本ポートフォリオの資産構成変更案と、②了承が得られれば、速やかに変更に向けた手続（取引指図）を実施する、との方針案について説明が行なわれ、審議の結果、了承された。説明の概要は以下の通り。

(1) 新旧基本ポートフォリオの比較

①中退共

\*新ポートフォリオの外国債券は為替ヘッジ付 (%)

		現 行		新
期待収益率 %		1.41%	⇒	1.10%
リスク値(σ)%		3.53%	⇒	1.88%
構 成 比 %	国内債券	76.9%	⇒	79.6%
	国内株式	7.7%	⇒	7.2%
	外国債券*	7.7%	⇒	9.9%
	外国株式	7.7%	⇒	3.3%

②林退共

\*新ポートフォリオの外国債券は為替ヘッジ付 (%)

		現 行		新
期待収益率 %		1.18%	⇒	0.89%
リスク値(σ)%		3.16%	⇒	1.63%
構 成 比 %	国内債券	79.3%	⇒	82.3%
	国内株式	6.9%	⇒	6.2%
	外国債券*	6.9%	⇒	8.6%
	外国株式	6.9%	⇒	2.9%

## (2) 新基本ポートフォリオのポイント

- ・ 外国債券の構成比がやや増えるが、為替ヘッジ付となっている。為替ヘッジ無しの外国債券は保有しない形となった。為替ヘッジ付外国債券を新たな資産クラスとして導入することで、リスクの抑制と効率性の向上が期待される。
- ・ ストレステストの結果を見ると、サブプライム・リーマンショック発生時と同等の金融ショックが生じた場合の想定損失額は、中退共では現行の約 3,500 億円から約 2,000 億円に、林退共では約 11 億円から約 6 億円に減少する。
- ・ 付加退職金の影響まで織り込んだモンテカルロシミュレーションの結果において、最悪のケース同士(5%tile)を比べると、5 年間に発生し得る累積剰余金の減少幅が、約 5,500 億円から約 3,000 億円に減っている。
- ・ 期待収益率の算定に用いる金利シナリオについては、現状横這いケースと内閣府ベースラインケースを比較検討したが、当機構の特性に鑑み、下振れリスクを重視して現状横這いケースを採用した。
- ・ 自家運用については、債務構造の見直し結果を踏まえ、10 年の満期保有ラダーから、20 年の満期保有ラダーに移行するが、出来るだけ年限構成を平準化するように既発債を組み合わせる購入する。

### <主な質問、意見等>

#### 【実施タイミング】

(委員) 方針決定後、速やかに実施する理由を確認したい。相場観に基づくものではなく、リスクを取り過ぎている状況を早期に改善するという意図だと考えて良いか。

(事務局) その通りである。資産運用委員会においてリスクを抱えているということについてコンセンサスが得られた以上、待つ意味はないという趣旨である。

(委員) リスクをとり過ぎている状態にあるというのが確認できたので速やかに是正するというのは、相場観とは異なる観点からの合理的な判断と思われる。

#### 【金利シナリオ】

(委員) 金利シナリオについては、基本的に横這いで良い。内閣府のシナリオは、政府の目標という側面もあり客観的な予測とは性格が異なる。代替案としてはフォワードレートもあるが、現状、横這いシナリオを採用することで良いと考える。

#### 【外国債の為替ヘッジ】

(委員) ヘッジの方法については様々な手法が考え得る。ヘッジの水準ではなく、手法については、運用委託先の裁量に任せて良いのではないかと。

(事務局) どのような手法が存在し、それぞれどのようなメリット、デメリットがあるのか、調査、検討して参りたい。

#### 【林退共】

(厚生労働省) 林退共は欠損金を抱えていて、その解消計画の途上にある。今回の基本ポートフォリオ変更によって期待収益率が下がってしまうので、機構におかれては、解消計画の有効性についての検討を宜しく願いたい。

(事務局) 将来推計の見直し等を実施して、当委員会で報告する。

#### 【損失額の推計】

(委員) モンテカルロシミュレーションのデータは、金融ショック時のデータも含まれているのか。

(コンサル) 然り。金融ショック時のデータと、循環的変動のデータを分けて計算した訳ではない。

(委員) モンテカルロシミュレーション結果の最悪級のケース(5%tile)の中には、リーマンショックのようなケースのデータが含まれていると考えられ、その結果と金融ショックの想定損失額を単純に足し合わせるということは、リスクが一部、重複計上されている可能性がある。保守的な見積もりと捉えておくとよい。

### 3. 乖離許容幅とアクティブ・パッシブ比率について

- ・ 事務局から乖離許容幅とアクティブ・パッシブ比率について、現状説明と、現行制度の考え方についての説明が行われた。

乖離許容幅およびリバランスルールについては、平成29年1月開催予定の次回資産運用委員会までに事務局が判断材料を用意し、審議することとなった。

アクティブ・パッシブ比率については、当面は現状のアクティブ・パッシブ比率のまままで売買し、来年度以降、マネージャーストラクチャーを検討していく際に、合せて改善の余地がないかを検討することになった。

#### <主な質問、意見等>

(委員) シミュレーション等を行なうのであれば、なるべく長い期間のデータを用いるのが望ましいのではないか。

(コンサル) シャープ比率等リスク・リターン指標だけでは、相場動向次第で結論が変わってしまう。全体としてのリスクの大きさへの影響や、実務上のコストといった観点からも判断すべきと考える。

### 4. 自家運用の期間構造変更の実施について

- ・ 事務局から、債務の期間構造の見直し結果を踏まえ、自家運用の期間構造を10年ラダー型から20年ラダー型へ変更することについて了承が得られたので、委託運用部分についての新基本ポートフォリオへの移行を開始することに合わせ、自家運用部分についても平成29年1～3月に20年ラダー型の運用方式への移行を開始すること、が提案され、審議の結果、了承された。

#### <主な質問、意見等>

(委員) 移行のための国債購入は、その時点の利回りに拘わらず実施されるという理解で良いか。

(事務局) 然り。ただし、マイナス金利となった場合は購入を見送る。その場合は、宿題となっている投資対象の拡大余地の検討結果も踏まえて、対応方法について改めてご審議頂く。

## 5. 中退共の資産運用に関する基本的考え方と運用体制について

事務局からこれまでの議論の集大成として、当機構の特性とそれを踏まえた資産運用の目指すべき理想形並びに理想形に関する論点について説明を行った。

### (1) 当機構の特性

- ・当機構の特性は積立方式／退職金共済制度（専業）／独立採算制
  - ― 収入源は契約企業による積立金、収益源は同積立金運用益のみ。
- ・退職金原資という資金の性格上、安全且つ安定的な運用が必須
- ・確実な退職金の支払に主眼を置いた資産運用体制

### (2) 上記特性を踏まえた、資産運用の目指すべき理想形（「安全且つ効率」が基本原則）

- ・リスクフリーの国債満期保有分による予定運用利回りの確保
- ・十分な相場変動リスクバッファの確保
- ・経済見通しを踏まえた慎重な検討（1. の当機構の特性を勘案）

### (3) 資産運用上の論点

- ・「安全な運用」のあり方
  - ― 「リスクフリーの自家運用利回り $\equiv$ 必要利回り $\equiv$ 予定運用利回り $+$ 業務経費率」の状態が理想。
  - ― しかし国債利回りの低下や、情報セキュリティコスト（業務経費）増加等のため、リスク資産への投資は不可避。
- ・付加退職金の問題点（非対称性）
  - ― 実績利回りが予定運用利回りを上回った場合は付加退職金を払い、下回った場合でも予定運用利回りは保証する、という現行制度の非対称性は、上回るリスクと下回るリスクが同様にあるとすれば、中長期的には確実に資産を減少させる。
- ・累積剰余金とリスクテイクとの関係整理
  - ― 基本は累積剰余金の範囲内でのリスクテイク。
- ・「効率的な運用」のあり方
  - ― ポートフォリオ設定面、運用面、運営面での多角的な効率性追求が必要。

### (4) 資産運用体制強化

- ・環境変化に対応し、制度の安定的運営を実現するには、資産運用体制も強化が必要。
  - ― ガバナンス／担い手／設備等

### (5) 契約者／被共済者（労政審）との関係

- ・ 利回りだけでなく付随するリスクも含め適確な情報・判断材料の提供が必要。

<主な質問、意見等>

(厚生労働省) 労政審でも資産運用委員会からの議論のフィードバックを評価し、期待しているところなので、しっかりつないでいきたい。機構は中期目標を管理する団体。その枠組の中で効率的に運用することが期待されている役割。付加退職金については、当委員会でも問題提起されたが、労政審での議題でもあるので、引き続き機構とも相談しながら対応を検討したい。

(委員) 付加退職金については、そのあり方が機構の資産運用においてリスクを取りにくくさせており、その結果、長期運用のメリットを活かせない構造になっているところがある。検討を宜しくお願いしたい。

(委員) 労政審との関係については、予定運用利回りを変えるか変えないかの議論を開始するトリガーのようなものを労政審と共有しておくことが望ましいと考える。機械的に利回りを変えるルールではなく、例えば、国債利回りと予定運用利回りがこれくらい離れたら協議に入るというような、何らかのメルクマールによって議論を開始することが出来れば、投資環境変化への対応がスムーズになるのではないか。

(了)

## 平成28年度第8回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】平成29年1月30日（月）14:00～16:30

【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、臼杵委員長代理、末永委員、徳島委員

【欠席者】江川委員

※資産運用委員会規程に基づき、2.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. 議事要旨ならびに議事録の確認について

(1) 平成28年度第4回資産運用委員会議事要旨、平成28年度第5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。

☞ 平成28年度第4回資産運用委員会議事要旨については[ここ](#)をご覧ください。

☞ 平成28年度第5回資産運用委員会議事要旨については[ここ](#)をご覧ください。

(2) 平成28年度第4回資産運用委員会議事録、平成28年度第5回資産運用委員会議事録

- ・ 事務局から最終案が提示され、次回資産運用委員会を目処に、各資産運用委員から修正の可否を事務局に連絡することが了承された。

(3) 平成28年度第6回資産運用委員会議事要旨、平成28年度第6回資産運用委員会議事録、平成28年度第7回資産運用委員会議事録

- ・ 事務局から第1次修正案が提示され、次回資産運用委員会を目処に、各資産運用委員から修正の可否を事務局に連絡することが了承された。

(4) 平成28年度第7回資産運用委員会議事要旨

- ・ 事務局より、近日中に送付予定である当初案について、次回をめぐりに要修正箇所を事務局に連絡することが要請され、了承された。

#### 2. 中退共基本ポートフォリオの見直し（8）について

(1) 基本ポートフォリオ変更に伴う売買遂行状況について

- ・ 事務局より、前回資産運用委員会の当日から開始した基本ポートフォリオ変更に伴う売買取引について、予定通り終了したことが報告された。

#### <主な質問、意見等>

(委員) 今回の売買が、市場での噂や大きな価格変動に繋がることはなかったのか。

(事務局) そうしたことはなかったと認識している。

(2) 乖離許容幅とリバランスルールについて

- ・ 事務局より、乖離許容幅とリバランスルールに関する検証結果が報告され、検証結果に基づく乖離許容幅とリバランスルールの改正案が示された。審議の結果、同改正案が承認された。

<報告の概要>

- ・ 乖離許容幅については、現実の資産クラス別構成比が、基本ポートフォリオの資産クラス別構成比から乖離することで発生し得るリスクの増加幅と、乖離幅を抑制することに伴うリバランスコストの増加幅の比較を実施した。この結果、乖離許容幅を現在より 25%縮小すると、比較的小さな追加的コストで大きなリスク削減が可能であることが判明したため、乖離許容幅を縮小することとしたい。
- ・ リバランスルールについては、効率性等の観点から点検した結果、月次で許容幅を超えた場合に乖離許容幅の半分まで戻すという現行ルールを基本的に継続することとしたい。ただし、年度末に実施している追加調整については、明確な理論的意義が確認できないため、撤廃する。

<主な質問、意見等>

**【乖離許容幅】**

- (委員) 乖離許容幅を内外株式と外国債券のリスク性資産にのみ設定し、国内債券には設定しないという選択肢もあるのではないかと。調整コスト削減効果が期待し得ることに加え、当機構の場合、安全資産である国内債券は運用の基幹部分であり、リスク性資産の下落や金利低下で国内債券の比率が上がることは、当機構のリスク抑制方針にも適うのではないかと。
- (事務局) 国内債券についてやや広めの乖離許容幅を設定した場合の試算結果をみると、32年間で乖離許容幅を超えたのは1回のみであるため、ほぼ許容幅を設定しない場合に近似できると思われるが、より狭い乖離許容幅のケースの方が効率性等の観点からパフォーマンスが良かった。
- (コンサル) この提案は、リバランスの目的に、通常のトラッキングエラー抑制のほかに、ダウンサイドリスクを重視する思想を加えるということであり、当機構の特性・志向を乖離許容幅の設定にも反映させるべきかどうかという思想の問題ではないかと。
- (委員) 国内債券が単独で下落した場合、トリガーが引かれ難くなるリスクもある。
- (コンサル) 片方にだけ乖離許容幅を設定するというやり方もあり得る。ただ、基本ポートフォリオ自体がかなりダウンサイドリスクを意識した内容になったので、乖離許容幅まで使う必要はない気がする。
- (委員) どちらの考え方もあり得ると思われるが、今回の分析では積極的に現在の仕組み・考え方を変更する強い理由も見出せないようなので、当面は国内債の乖離許容幅も設定することとし、その妥当性を継続検討することでどうか。
- (事務局) 当機構に相応しい乖離許容幅の設定方法について調査・検討を継続し、改め

て報告することとさせて頂きたい。

(委員) 了承した。継続検討をお願いする。

#### 【リバランス・ルール】

(委員) リバランスの際の戻し幅を乖離許容幅の半分になっているが、その結果、構成比が長期間に亘って中心値から乖離し続けたケースはあるのか。

(コンサル) 平均3ヶ月、最長1年間に亘り、乖離許容幅とその半分の水準の間に留まっている。

(委員) 結果的には、意図したわけではないのにオーバーウェイトの状態が続いているとも言える。外部からは意思をもってオーバーウェイトしていたとも見えかねないのでは。

(コンサル) 乖離許容幅の範囲内であれば問題ないと考えるのが許容幅設定の考え方。半値戻し方式も、調整コスト、手間を勘案して良く採られる方式ではある。

(事務局) 中央値からの乖離が長期化しないような調整手段の可能性に加え、中央値からの乖離常態化を是としつつ想定損失額の計算方法を修正することでリスクをカバーするという選択肢も検討することとしたい。

#### (3) 基本ポートフォリオ見直しに関する対外公表用資料

- ・ 事務局から、基本ポートフォリオ見直しに関する対外公表用資料の内容と公表方法の案について説明が行なわれた。審議の結果、若干の修正を加えることを条件に、留意が出来次第、対外公表することが了承された。

☞ 対外公表用資料については[ここ](#)をご覧ください。

#### <説明の概要>

- ・ 2月1日付での基本ポートフォリオ変更について、ホームページを通じて対外公表を行う。ホームページでは、資産運用委員会の議事要旨掲載ページに並べて掲載する。

#### <主な質問、意見等>

(委員) 今までの議論の経過がコンパクトにまとまって載っている。

(委員) 対外公表用資料としては、一般の方には難解な用語が多いのではないか。用語集のような形で解説することが望ましい。

(事務局) 注釈を加えるなど解説方法を検討する。

☞ 対外公表用資料の用語集については[ここ](#)をご覧ください。

(委員) 留意が出来次第、公表していただくこととする。

#### 【累積剰余金水準】

- ・ 事務局より、第7回資産運用委員会で議論になった、資産運用上想定しておくべき損失額と付加退職金制度の関係について、その後の検討状況について報告が行われた。審議の結果、継続検討することとなった。

<説明の概要>

- ・ 現状は金融ショック1回分のバッファーを累積剰余金の目標水準としているが、金融ショック1回でバッファーが枯渇した場合、それ以後のリスクテイクが困難になるため、プラスアルファのバッファーが必要と思料。金融ショック2回分という考え方と、金融ショック1回分プラス平時の循環的変動リスクという考え方がある。問題は平時の循環的変動リスク」の大きさだが、今回、新たな推計値を試算した。

<主な質問、意見等>

- (委員) 統計的に平時の循環的変動による損失額と金融ショック時の損失額を明別することは難しいのではないかと。そうであれば、理論的には、金融ショック1回と平時の循環型変動リスク1回の組合せには疑問を感じる。
- (コンサル) 金融ショックへの備えは、1回では不足と考えている。民間金融機関であれば債務超過で業務停止命令が出るような状況になるのを回避するには、最低1回分プラスアルファが必要なはず。
- (委員) バッファーをもう少し積んだほうが良いということ自体については、大きな違和感はないが、プラスアルファが1回分なのか2回分なのかは、最終的には決断の問題。
- (委員) そうした意味からは、金融ショック1回分と循環リスク1回分、それに掛けることの少し余分を見て1.5倍など、そうした設定方法でも良いのではないかと。
- (委員) より厳しい想定で循環リスクと金融ショックのどちらか大きい方に備えておけば良いのではないかと。20年に一度のリスクではなく100年に一度のリスクを想定すればかなり厚みは増す。
- (事務局) 累積剰余金を自己資本と考えると、金融ショック2回分でも生命保険会社の実質純資産に比べるとまだかなり低い。
- (委員) 保険会社は運用以外にも様々なリスクを抱えているので一律に論じることは難しい。
- (委員) 保険会社や金融機関と異なり当機構は資金の外部調達が出来ない。この点は非常に不利な点。保険会社等と同水準の累積剰余金を積み上げることはかなり難しい筈であり、積上げることでできた累積剰余金は大切にすることが必要がある。
- (事務局) そうなると最終的には付加退職金の非対称性の問題に戻ることになる。
- (勤生課長) 安定的な制度運営のためには、一定の累積剰余金を保有することが望ましいと認識している。その水準について考え方があれば参考に伺いたい。
- (事務局) 100年に一度のリスクの試算を含めて継続検討のうえ、改めてご報告する。

(4) 債券の格付基準

- ・ 事務局より、継続検討となっている債券格付基準の見直しについて検討状況の報告が行われ、審議の上、検討を継続することとなった。

<説明の概要>

- ・ 格付基準の厳格化(最低基準の追加)により、限定的ながら国内債券、外国債券とも投資対象が制限されるため、ベンチマークからの乖離（トラッキングエラー）が拡大する可能性がある。その点はリスク抑制のために甘受するとして、より大きな問題は、2つの基準の設定を受入可能な委託先がない可能性があること。実施可能性の問題は、今後、さらに調査検討する。

<主な質問、意見等>

- (委員) 海外系格付機関は、情報不足のために国内債券の格付を厳しくしているケースが多い。海外の格付機関の格付を国内債券に使用することの是非は検討を要する。
- (委員) 格付評価のクオリティに関して、格付会社のリサーチも必要。
- (委員) 最低格付け基準を設定した場合、評価が厳しい格付機関から格付けをとっていない企業とのアンバランスが起きやすいという問題も生じる。
- (委員) 運用会社の対応能力については、対応可能な先がありそうに思われるので、継続調査をお願いしたい。
- (事務局) 海外系格付機関の国内債券評価能力を含めた格付機関に対する評価、運用会社の対応能力等について、調査・検討を継続する。

(5) 林業退職金共済制度の検証

- ・ 事務局より、中退共と金銭信託を合同運用している林退共について、財務状況に関する過去の経緯と、累損解消計画の概要および現況について説明が行なわれた。質疑応答の結果、林退共資産の現状について、当資産運用委員会として、中退共ポートフォリオ変更の影響も含めて把握したとの認識が示された。

<主な説明内容>

- ・ 累積欠損は、平成元年度以降より続いた逆ザヤ状態の結果生じた。
- ・ 平成 15 年度の予定運用利回り引下げで逆ザヤが解消し、欠損金拡大に歯止めが掛かった。
- ・ 平成 17 年度策定の累損解消計画は、26 年度に①予定運用利回りの引き下げと掛金日額の引き上げ②業務費用の縮減、③資産運用方法の見直し、④加入促進対策の強化の4施策で構成される挺入れ策が取られた。
- ・ 現状、長期金利の下振れや、責任準備金の見直し等により、計画対比改善は遅れている。

<主な質問、意見等>

- (委員) 27 年度末の累損は、責任準備金の見直し要因が大きいとのことであるが、28 年度以降にも同様の事象が起り得るのか。
- (事務局) 27 年度は特殊要因による大幅な変更であり、基本的にこうした事態が続くこ

とは想定していない。とは言え、27年度の責任準備金の水準を見誤ったことは、累損解消計画の実現上、大きな反省点。

(委員) 合同運用していることで中退共の影響を受けてしまうことは、本来は林退の状況に沿って独自に計画的に資産運用をすべきとの観点からは、あまり望ましいことではない。この規模では個別資産のポートフォリオを組むのは非常に非効率になるので、合同運用の必要性も理解できる一方、ETF等簡単な金融商品を代替で使うといった選択肢の検討も必要ではないか。

(委員) 従業者数ひいては林業自体の見通しも非常に重要。加入率を伸ばすといっても、母数が減っているとなかなか難しいと思われるので、国の産業振興政策も要考慮事項。

(事務局) 合同運用を始めたときに、前述の4つの施策の合せ技の一環として提案されたというところに非常に重大な意味があると考えている。現状の打開についても、運用単独では如何ともし難いと思料する。

(委員) この報告によって、林退共資産の現状について、当資産運用委員会としては、中退共ポートフォリオ変更の影響も含めて把握・認識したということにしたい。

(了)

## 平成28年度第9回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】平成29年3月9日（木）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、末永委員、徳島委員、江川委員

※資産運用委員会規程に基づき、4以降の議題について、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. 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）との連携について

オブザーバーである厚生労働省労働基準局勤労者生活課長の代理として出席した同課の小林課長補佐から、平成29年2月27日に開催された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あった。

- ・平成29年度の付加退職金の支給の取り扱いが審議され、現行のルールに従い、600億円は優先して剰余金の積立に充てることとなった。
- ・来年度は5年に1回の財政検証の年であるため、付加退職金の支給ルールについても、今後の金融情勢や剰余金の積立状況、今般の基本ポートフォリオ変更等を勘案しつつ見直すことになっているとの話があった。
- ・平成29年3月10日の部会では平成29年度の付加退職金の支給率について諮問答申が行われる予定。先述の方針を踏まえて平成29年2月末時点の実績ベースで推計すると、支給率はゼロになる。

上記の説明を受けて、事務局より、累積剰余金の目標水準に関するその後の検討結果について、下記の報告が行われた。

- ・前回は、目指すべき累積剰余金額の水準について、①20年に一度発生し得る損失額の推計値と、100年に一度と言われたリーマンショック級の金融ショック発生時の想定損失額の合計と、②金融ショック発生時想定損失額2回分、という2つの案を提示した。これに対し、シミュレーションで求められる100年に一度発生し得る損失額の方が、一つの計数で循環的要因と一時的な要因を両方ともカバーすることになるので、論理整合的かつ対外説明力も高いのではないか、とのご指摘を頂いた。
- ・そこで試算した結果をみると、推計損失額は、20年に一度の損失額の約1.5倍になった。これは、新基本ポートフォリオにおける金融ショック発生時想定損失額の約2倍の金額に相当する。累積損失発生を回避し、制度の安定性を維持する長期的運用を行うために望ましい累積剰余金の水準としては、この水準が望ましいと思料される。

<主な質問、意見等>

- (委員) 納得感のある試算結果、金額の水準であると思料する。
- (委員) 累積剰余金の水準が目標金額に到達するまでは、付加退職金の支給は行わないという制度を想定しているのか。
- (事務局) 制度については労政審中退部会でご議論いただくことになる。仮に目標額達成まで剰余金積み増しを優先するということになると、付加退職金が支給される機会はかなり減少するものと思料する。

2. 議事要旨ならびに議事録の確認について

- (1) 平成28年度第4回資産運用委員会議事録、平成28年度第5回資産運用委員会議事録
- 事務局より、平成28年度第4回および第5回資産運用委員会の議事録(案)について、委員による最終確認が終了したため、これら議事録を7年後に公表する旨報告が行われた。
- (2) 平成28年度第6回資産運用委員会議事要旨、平成28年度第7回資産運用委員会議事要旨
- 平成28年度第6回および第7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。
    - ☞ 平成28年度第6回資産運用委員会議事要旨については[ここ](#)をご覧ください。
    - ☞ 平成28年度第7回資産運用委員会議事要旨については[ここ](#)をご覧ください。
- (3) 平成28年度第6回資産運用委員会議事録、平成28年度第7回資産運用委員会議事録、平成28年度第8回資産運用委員会議事録
- 事務局から平成28年度第6回、第7回、第8回の資産運用委員会議事録(案)が提示され、次回資産運用委員会を目処に、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。
- (4) 平成28年度第8回資産運用委員会議事要旨
- 事務局より、平成28年度第8回資産運用委員会議事要旨(案)について、基本ポートフォリオ見直しに掛かる審議内容の要旨を全て年度内に公表するため、3月20日(月)をめどに修正の要否を事務局に連絡することが要請され、了承された。

3. 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28年4月～12月における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

- ・ 各経理とも総じて高めの運用利回りを達成できた。
- ・ 内外株式相場の好調が主因であり、内外株の割合の高さが利回りの差に反映された形。
- ・ 基本的には株式を多く保有する勘定の利回りが高いという構図であるが、委託先のパフォーマンスの違いもかなりみられ、超過収益率が大幅なマイナスとなったケースもみられる。

#### <主な質問、意見等>

(委員) 超過収益率が大幅なマイナスとなったケースは、バランス型委託運用を行っている勘定のようなものであるが、資産構成が基本ポートフォリオから乖離したことによるマイナス（資産配分効果）もあるのか。

(事務局) バランス型の委託運用先は、基本ポートフォリオからの乖離が殆ど生じないような形で運用を行っており、今回のパフォーマンス不振の主因は銘柄選択などが市場動向に追随できなかったこと（個別資産効果）にある。なお、同委託先の近年におけるパフォーマンスは概ね良好であり、年明け後、パフォーマンスは改善している。

#### 4. 建退共基本ポートフォリオの検証について

事務局から、現行の基本ポートフォリオについて、下記のとおり、最新の経済・市場予測に基づき行った検証結果を報告、検証結果を踏まえて現行基本ポートフォリオ維持の方針を提案し、了承された。

- ・ 外部要因推計値の見直しを反映した現行基本ポートフォリオは、策定時に比べ、期待収益率が 0.45%低下、リスクは 0.05%上昇したが、効率的フロンティアからの乖離はほとんどなく、効率的なポートフォリオであることが確認できた。
- ・ 市場環境変化時の下方リスクにも十分な耐性を有していることが確認できた。
- ・ 以上を踏まえると、今回、基本ポートフォリオの見直しを行う必要はないと判断されるため、現行基本ポートフォリオを継続することとしたい。

#### 5. 清退共基本ポートフォリオの検証について

事務局から、現行の基本ポートフォリオについて、下記のとおり、最新の経済・市場予測に基づき行った検証結果を報告、検証結果を踏まえて現行基本ポートフォリオ維持の方針を提案し、了承された。

- ・ 外部要因推計値の見直しを反映した現行基本ポートフォリオは、前回検証時に比べ、期待リターンが 0.63%低下、リスクは 0.05%上昇したが、効率的フロンティアからの乖離はほとんどなく、効率的なポートフォリオであることが確認できた。
- ・ 内部要因の見直しおよびショートフォール確率を検証した結果、前回検証時と同様、ショートフォール確率は殆ど無視し得る水準であり、リスクバッファ（3年平均）は更に増加している。

- ・ 来年度中に、被共済者の就労実態に関する調査を実施する予定であり、基本ポートフォリオを見直すのであれば、その結果を見た上で実施することが適当と思われる。
- ・ 以上を踏まえると、今回、基本ポートフォリオを変更する必要性はないと判断されるため、現行基本ポートフォリオを継続することとしたい。

<主な質問、意見等>

(委員) 清退共の累積剰余金は、運用と給付がバランス良く実施されていれば、普通は有り得ない水準の高さである。制度のあり方を検討する上で、こうした状況の起こり得る要因は重要なポイントと思われる。実態調査では、そのような点も説明して頂きたい。

(事務局) 被共済者の中には、70歳以上の方、共済手帳を5年以上更新していない方、掛金納付年数が受給権が発生する2年に満たない方が多く存在することが分かっており、そういった方々の就労状況等を調査したい。

## 6. 中退共基本ポートフォリオの見直し(9)について

中退共資産の基本ポートフォリオ見直しに係る審議の過程で、継続検討案件とされた事項について、委員と事務局との間で、項目とそれぞれの問題意識に関する認識に齟齬のないことが確認された。

<主な質問、意見等>

(委員) 来年度はマネジャー・ストラクチャーが重要な検討テーマであると認識しているが、継続検討案件には、アクティブ・パッシブ比率の決定方法等、マネジャー・ストラクチャーに深く関る事項も含まれる。

(事務局) マネジャー・ストラクチャー見直しの過程で並行的に検討を進め、結論を導き出したい。

(委員) 先進的な手法の採用可否の検討については、貴機構に先駆けとして取り組むことを要望した訳ではない。他機関の動向等もみながら、中期的に検討して頂くことを企図したものであり、早急に結論を出すことを求めているではない。

(委員) 短期間で結論を出すべきものと、中期的に取り組むものに、予め仕分けておく必要はないか。

(事務局) 検討に要する時間については、具体的に検討していく中で、始めて分かってくる部分があるため、予め仕分けることは難しいかと思う。しかし、どの案件についても年度内にある程度の検討を進め、見通しを立てたいと考えている。検討の進捗状況については、当委員会に遅滞なく報告させて頂く。

## 7. その他

事務局より、林退共制度の安定的運営を図るための改善策の実施状況等について報告が行われた。概要は以下のとおり。

- ・ 林退共については平成元年ごろから運用利回りが予定運用利回りを下回る状況が続き、平成 14 年度末には累積欠損金が 24 億円近くまで拡大したため、平成 17 年度に累積欠損金解消計画が策定された。
- ・ しかし、平成 26 年度の財政検証では、今後何も対策を講じなければ上記計画の実現は困難との見通しが示された。
- ・ これを受けて、林業関係者による議論も経て、累積欠損金解消に向けた 4 つの改善策（予定運用利回り引下げと掛金日額引上げ、林退共本部・支部業務経費節減、資産運用方法の見直し、加入促進対策の強化）が順次実施され、委託運用部分の中退共との合同運用が開始された。
- ・ 各施策にはこれまでのところ一定の効果がみられたものの、現在の市場環境を前提とした期待リターンに基づく見通しでは平成 34 年度までに累積欠損金を解消することは難しい推計となっている。
- ・ 今後の対応については、厚生労働省や業界関係者等と相談していく。

<主な質問、意見等>

(委員) 林退共においても、清退共と同じように、被共済者の就労実態がわからないという問題があるのか。

(事務局) 被共済者数 4 万人弱のうち、実際に働いていらっしやって、手帳を更新していただいている方が約 15,000 人となっている。

(委員) 林業界における高齢化問題を耳にするが、就業者の年齢構成や人数の見通しは如何に。

(事務局) 林野庁のデータでは、高齢化率は少し減って、若年労働者が増えている。今後の動向については、若年層の加入が増えれば、長く加入していただける可能性はある。

(委員) 相互扶助的な制度で財政を改善するには、詰まるところ、掛金引上げか、給付削減か、運用で稼ぐか、の何れかの方策しかない。当委員会で検討し得る運用面での方策は、合同運用の割合を増やすことくらいであろう。制度の維持・安定の観点からは、加入促進、特に若手の就労促進が重要。加入者を確保して、時間をかけて解消していくしかないのではないか。

(委員) 制度を存続し、設立目的を果たしていくために最低限必要な事業規模、加入者数についての検討も必要ではないか。規模がどんどん縮小して行った場合の制度としてのあり方や、機構としての対応について、資産運用に限らず、根本から検討することが必要。

(事務局) 前回の平成 26 年度の財政検証では、清退共と林退共について、その規模の小ささに鑑みて、今後その制度のあり方の議論が必要との問題提起が行われた。清退共については実態調査を行い、林退共については累損の解消の方向性に係る検討を行い、これらの結果も踏まえ、次回の財政検証時には根本的な議論が行われ

ることになろう。

(了)

## 平成 29 年度第 1 回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】平成 29 年 5 月 19 日（金） 14：00～15：30

【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、末永委員、徳島委員

※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。

【欠席者】 白杵委員長代理、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 28 年度第 6 回資産運用委員会議事録、平成 28 年度第 7 回資産運用委員会議事録

・事務局より、平成 28 年度第 6 回ならびに第 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終了したため、これらを 7 年後に公表する旨の報告が行われた。

(2) 平成 28 年度第 8 回資産運用委員会議事録（案）、平成 28 年度第 9 回資産運用委員会議事録（案）

・事務局より、平成 28 年度第 8 回資産運用委員会議事録（案）ならびに平成 28 年度第 9 回資産運用委員会議事録（案）が提示され、各資産運用委員からの修正の可否を 6 月中旬を目処に事務局へ連絡することが了承された。

(3) 平成 28 年度第 9 回資産運用委員会議事要旨（案）

・平成 28 年度第 9 回資産運用委員会議事要旨（案）について、修正箇所が多岐に亘ることから、再度持ち帰って確認の上、再修正の可否を一週間を目処に事務局へ連絡することが了承された。

☞ 平成 28 年度第 9 回資産運用委員会議事要旨については[ここ](#)をご覧ください。

#### 2. 平成 28 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 28 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 28 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、審議が行われた。

・事務局からは、本報告書を資産運用委員会の設置と開催実績を踏まえた内容とするため、概略下記の提案が行われ、新様式の見本が示された。

① 評価報告書の冒頭においては資産運用委員会設置の趣旨および機能についての基本的事項を記載し、平成 28 年度の委員会活動実績を踏まえての評価

であることを明記すること。

- ② 評価内容については、運用実績、委託先管理や対外公表等の資産運用関連業務、基本ポートフォリオの見直し作業について、資産運用委員会での指摘事項と、機構の対応も踏まえて、年度計画で掲げた目標の達成状況を評価すること。
- ③ 計数については、表やグラフの形で分かり易く表示し、本文中で言及するのは主要な計数に限定すること。

- ・ 審議の結果、評価報告書の構成等について、事務局が提案した方針が了承され、事務局が、次回資産運用委員会までに各委員からの意見を取りまとめ、評価報告書案を作成することになった。

#### <主な質問、意見等>

- (委員) 新様式の試案は、全体としてこれまでの当委員会での議論を網羅していると考えますが、中退共基本ポートフォリオの見直しについては、議論の内容だけでなく、見直しを実施した経緯、事由についても言及することが適切であると考えます。
- (委員) 運用に関する議論だけでなく、制度に関する議論にも言及することは、制度あつての運用という面があるので、適切と思う。
- (事務局) 制度は労政審の所管であるが、被共済者のために何がベストであるかという基本的な軸を踏まえて、当機構として何が出来るかを検討すると共に、労政審にも参考となる材料を提供するためにご議論頂いた。当初想定した当委員会の役割以上の審議内容になったが、有意義であったと考えている。
- (委員) 従来の運用実績のみの評価だけではなく、資産運用委員会での議論がどのように結実したか、その過程まで含めて評価することは、運用業務の質や体制も評価するという観点から適切と思料。この評価報告によって、機構の資産運用業務改善に向けた取り組み状況が外部に認識されることにつながることも良いことと考える。

### 3. その他

- ・ 事務局より、新基本ポートフォリオにおける累積剰余金に関するモンテカルロ・シミュレーションの結果について、下記のとおり説明が行われた。結果の評価等について審議が行われ、委員会として認識が共有された。事務局による説明の概要は下記のとおり。

- ① 現行制度下におけるシミュレーション結果を、付加退職金がない場合の結果

と比較した。

- ② 下方リスクについては、両者の間に大きな差異は見られなかった。これは、累積剰余金が大幅に減少するようなケースでは、運用実績が予定運用利回りを上回することは殆どないと考えられ、したがって付加退職金制度による違いが出てこないものと解釈される。
- ③ 逆に累積剰余金が大幅に増加するようなケースでは、付加退職金制度の有無により、増加ペースに顕著な差異が発生する。金融ショック等で累積剰余金が大幅に減少した場合の、回復局面における回復ペースに大きな差異が生じることが示唆される。

<主な質問・意見等>

(コンサル) シミュレーションにおける 50%tile の結果(注)が、付加退職金がないケースでは累積剰余金に殆ど変化が無い一方、現行付加退職金制度の下ではかなり減少しているという点も、付加退職金の非対称性の影響を顕著に示すものとして注目したい。

(委員) コンサルタントが指摘された点は、現在の付加退職金の仕組みのデメリットを良く示していると感じる。

(勤生課長) 労政審では、今年の財政検証に合わせて付加退職金支給ルールについて議論する予定であり、必要があれば作業をお願いしたい。

(事務局) 了解。資料案を作成し、当委員会にお諮りしたい。

(注) シミュレーション結果を、金額順に並べた場合の中央値。

(了)

## 平成29年度第2回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】平成29年6月27日（火）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、末永委員、徳島委員、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28年度第8回資産運用委員会議事録、平成28年度第9回資産運用委員会議事録

- ・事務局より、平成28年度第8回および第9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終了したため、これら議事録を7年後に公表する旨報告が行われた。

(2) 平成29年度第1回資産運用委員会議事要旨（案）

- ・平成29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。

☞ 平成29年度第1回資産運用委員会議事要旨については[ここ](#)をご覧ください。

(3) 平成29年度第1回資産運用委員会議事録（案）

- ・事務局から、平成29年度第1回資産運用委員会議事録（案）が提示され、7月末日を目処に、各資産運用委員から修正の可否を事務局に連絡することが了承された。

#### 2. 平成28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、第1回資産運用委員会において構成等について審議が行われた「平成28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、最終版として厚労省に提出することが了承された。

事務局からの説明の概要は以下のとおり。

- ・当初案からの最大の相違点は、平成28年度の資産運用実績の計数が入ったこと。
- ・平成28年度の運用実績は、全ての経理においてプラスの利回りとなるなど、総じて見れば良好な結果となった。これは、金利低迷を受けて自家運用では利回りが引続き低下したものの、内外株価の上昇を主因に委託運用の利回りが伸びたため。
- ・もっとも、変動の激しい株式市場の動向に依存した結果であり、「安全かつ効率」を基本方針とする運用機関にとって運用環境は良好とは言い難い状況であった。
- ・委託運用のベンチマーク対比の超過収益率については、3経理の一部資産についてベンチマークを下回ったものの、いずれも小幅であり、総じてあらかじめ想定されたリスクの範囲であった。

- ・中退共と林退共の合同運用については、初年度は順調な滑り出しとなった。
- ・運用委託先のパフォーマンス管理については、資産構成比を含め、基本方針への適合性基準からの逸脱は見られなかった。また、運用利回りがベンチマークを下回った運用委託先についても、運用体制や方針等に特段の問題がないことが確認された。

#### <主な質問、意見等>

- (委員) 安定収入源である国債の利回りが殆どゼロになっている状況では、運用利回りのプラス・マイナスは殆ど株価の動向に依存している訳であり、そうした中でプラスかマイナスかを余り強調し過ぎるべきではない。
- (委員) 運用実績の評価については、運用利回りの水準だけではなく、予定運用利回りとの関係を含め、制度の中長期的安定の観点から評価することが必要。
- (委員) 報告書全体としては単に利回り、運用実績の定量的な部分の評価だけではなく、この1年間での運用活動向上への取組みや、基本ポートフォリオを巡る議論を含めて評価することで、定量的なもの、質的なもの、双方に言及しており、総合的な観点から委員会として評価した内容になった。

### 3. その他

#### (1) 現行基本ポートフォリオ策定における前提条件の現況

現在の基本ポートフォリオを策定した際の前提条件の定点チェック体制および諸条件の現況について、事務局より説明が行われ、委員会として認識が共有された。

概要は以下のとおり。

- ・本資料は、基本ポートフォリオの策定の際の前提条件について定点チェックを行い、基本ポートフォリオ再検討の必要性を点検するためのものである。
- ・今後、前提条件となる予測値に関して、新しい見通しが公表された際や、金融経済指標が大きく動いた際に提示して、当委員会でご審議をいただくことを想定している。
- ・今回については、基本ポートフォリオ策定時に対して、各数値多少の上振れ、下振れはあるものの、全体としては、基本ポートフォリオを再度見直す必要があるような大きな変化が起こっていないと考えている。

#### <主な質問・意見等>

- (委員) 定点チェックのタイミングについて、何か決まりがあるのか。
- (事務局) 決まりがある訳ではないが、主要な見通しの改定が行われたタイミングや、重要な指標が大きく動いた場合等にお示ししたい。
- (委員) 同じ政治情勢、経済指標をみても、現況判断は人によりかなり見方が異なるうえ、状況が非常に流動的であるようなので、こうした形で状況と認識を確認しながら進めるのは有意義。

- (事務局) 長期運用は、そう簡単には動かないことが特徴ではあるが、いつ動くべきかについて、常時検討する必要がある。
- (委員) 基本ポートフォリオ見直しに着手するトリガーをどう設定するか、言い換えると想定されたリスクの範囲で運用がなされているかの判断基準について、今後、検討することが必要。
- (事務局) 基本ポートフォリオ見直しとの関係で勤生課長にお伺いしたい。労政審において付加退職金制度をご検討いただく際の参考資料を提出させていただく件について、資料の内容や提出のタイミング等の検討に進捗があればご教示いただきたい。
- (勤生課長) 現在の付加退のルールは、平成 26 年 3 月の設定時点におけるリーマン級ショックの想定損失に耐えられることを企図し、累積剰余金の目標水準を 3,500 億円に設定した。今回の基本ポートフォリオ見直しにより、リーマン級ショックの想定損失が 2,000 億円ぐらいまで抑制されたことも踏まえ、次回財政検証での見直しが必要とされた。本委員会では、リーマン級ショックにさらに安全を加味した前提の下では、なお必要水準が 4,000 億円を超えることが示されたので、目標水準を変えた場合の付加退職金制度の影響の試算をお願いしたい。提出のタイミングとしては、秋以降に次回の労政審を予定しているため、その際に利用できるようにお願いしたい。
- (委員) 9 月 8 日開催予定の次回資産運用委員会で提出資料案を提示させていただくことで良いか。
- (勤生課長) 結構である。

(2) 林退共制度の安定的運営を図るための改善策の実施状況及び今後の見通しについて事務局より、平成 28 年度第 9 回資産運用委員会で報告した標記案件について、その後の状況に関する報告が行われた。概要は以下のとおり。

- ・ 3 月の委員会では、林退共制度の安定的運営を図るための 4 つの改善策については、これまでのところ一定の効果があつたと考えられるものの、今後の見通しについては、累積欠損金解消計画に基づいて累積欠損金を解消することが困難な状況にあるとご報告した。
- ・ その原因の一つが責任準備金の大幅な増加で、平成 27 年度決算で 3 億 6,800 万円の責任準備金への繰入を行っているが、平成 26 年度の財政検証時の推計では 1 億 500 万円責任準備金が減ることとされていたため、4 億 7,000 万円の差が生じた。
- ・ もう一つは、運用利回りの見通しで、新規 10 年国債の利回りが、財政検証時の金利の見通しを大幅に下回った。
- ・ 平成 28 年度決算においても、4 つの改善策は一定の効果があり、1 億 3,500 万円の当期利益金となり、累積欠損金が 7 億 7,600 万円まで減少した。これは、前回財政検証

時の平成 29 年度の目標額である。

- ・厚生労働省の指示により、平成 48 年度まで金利の見通しを 0%とした場合と、内閣府ベースラインケース（平成 36 年度以降は 1.9%で横置き）について、予定運用利回りを現行の 5%と、3%、1%に引き下げた場合の推計を作成した。
- ・金利 0%の推計では、いずれの予定運用利回りでも累損の解消は困難であるが、内閣府ケースでは、平成 42 年度から 47 年度の間で解消する推計になっている。
- ・この資料について、6 月 15 日の「林業退職金共済事業の安定的運営に向けた検討委員会」（林業関係者の会合で、機構はオブザーバー）において説明し、厚生労働省から予定運用利回りの引き下げについて意見を求めたところ、①厚生労働省としては内閣府の推計によらざるをえず、内閣府ケースでは累損が解消されることになること、②平成 28 年度まではいい状況にあるので、懸念が現実になりそうになってから検討すればいいこと、③林業労働者の労働条件が下がることや林退共制度の魅力が下がることについてはいろいろな状況を見極めて慎重にやるべきであること、④今年度「緑の雇用」で 2,800 人の新規就労が見込まれるなど追い風の状況にあることなどから、全員が当面予定運用利回りの引き下げは行うべきでないとの意見だった。一方、業界としても問題意識をもって状況を見ていく必要があるとの意見もあった。
- ・20 日の運営委員会でも、検討委員会の状況をご報告して特段のご意見はなかった。
- ・機構としては、事業の状況等についてきめ細かく業界関係者に情報提供するとともに、現行の累損解消計画の見直し等について厚生労働省と相談していきたい。

#### <主な質問、意見等>

- （委員） 全体的な意思決定プロセスにおける林退共の運営委員会の位置付けはどのようなものか。
- （事務局） 予定運用利回りとの関係では、予定運用利回りは厚生労働省が労働政策審議会の意見を聞いて決定するものであり、林退共の運営委員会における議論は参考の一つである。
- （勤生課長） 予定運用利回りは労政審が決める事項であるが、利害関係者の強い意向を無視して進めるのは難しい。
- （委員） 制度を残すためには累積欠損金を確実に解消するような見通しを作成することが必要。
- （委員） 累積欠損金が存在する状態においては、運用に関するリスクを積極的には取らないというコンセンサスの下では、アセットサイドで出来る事はおそらく無く、ライアビリティサイドで累積欠損金の解消を考えて行くほか無い。
- （事務局） 運営委員会では、理事長から、近年の運用実績は良好であるが、良い時もあるれば悪い時もあるのが投資であり、確率論的には逆方向に振れることもある

ということは申し上げた。

(委員) 昨年度の運用実績の評価については、過去の利回りの推移を示して、去年はかなり良い方に入っており、続くものではないことをご理解いただく必要がある。

(委員) 累損解消のために追加的に運用面で出来ることは本当に限られていると思われるが、当委員会としては、現状について関係者の方々の理解を深めていただくために、資料等の面で工夫していくことが必要。

(了)

資産運用委員会 委員名簿  
(平成 29 年 10 月 1 日現在)

いな がき さとし 稲 垣 聡	(株)中央ろうきんサービス代表取締役社長 (前中央労働金庫専務理事)
こ えだ じゅん こ 小 枝 淳 子	早稲田大学政治経済学術院准教授
とく しま かつ ゆき 徳 島 勝 幸	(株)ニッセイ基礎研究所 年金総合リサーチセンター年金研究部長
なか しま ひで き 中 島 英 喜	名古屋大学経済学研究科准教授
むら かみ まさ と 村 上 正 人	公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構 特任研究員

(五十音順、敬称略)

## 資産運用委員略歴

いながき さとし  
○稲垣 聰

昭和53年 4月 神奈川県労働金庫 入庫  
平成25年 6月 中央労働金庫 常務理事兼執行役員  
26年 2月 中央労働金庫 専務理事  
29年 6月 株式会社中央ろうきんサービス 代表取締役社長

こえだ じゅんこ  
○小枝 淳子

平成17年10月 国際通貨基金（IMF）エコノミスト  
21年 4月 東京大学大学院経済学研究科（兼経済学部） 特任講師  
26年 9月 早稲田大学政治経済学術院 准教授

とくしま かつゆき  
○徳島 勝幸

昭和61年 4月 日本生命保険相互会社 入社  
平成16年 3月 ニッセイアセットマネジメント(株)  
20年 3月 (株)ニッセイ基礎研究所  
23年 4月 (株)ニッセイ基礎研究所年金研究部長

なかしま ひでき  
○中島 英喜

平成 元年 4月 安田信託銀行入社  
平成20年 4月 名古屋大学経済学研究科准教授

むらかみ まさと  
○村上 正人

昭和54年 4月 安田信託銀行（株）入社  
平成18年 6月 みずほ信託銀行（株）執行役員運用企画部長  
19年 4月 (株)みずほ年金研究所専務理事  
26年10月 (株)みずほ年金研究所理事長  
29年 4月 公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構 特任研究員

(五十音順 ・ 敬称略)