

# 中退共資産等に係る 基本ポートフォリオの見直しについて

平成29年2月1日  
独立行政法人勤労者退職金共済機構

# 1.基本ポートフォリオ見直しの背景

## 【中期計画上の視点より】

- ・ 現行基本ポートフォリオは、当機構中期計画(第3期)における累積欠損金の解消を目標として設定されたものであり、当該目標は既に達成されたこと。

## 【運用環境の変化より】

- ・ 国債を中心とする自家運用利回りは、現行基本ポートフォリオの見直しを審議した平成22年度の1.53%から平成27年度は1.01%まで低下、今後も低下することが想定されること。
- ・ 資産間の相関が高まり、ポートフォリオの分散効果が低下するなど、リスク性資産の組合せによる運用が厳しさを増していること。

現行基本ポートフォリオ	前回改定時 (平成23年4月1日)	現状
期待収益率	2.60%	1.41%
リスク	3.02%	3.53%

## 【共済契約者・被共済者の意向より】

- ・ 共済契約者・被共済者が、退職金の確実な支払いを重視していること。

## 2.新基本ポートフォリオの考え方

○基本ポートフォリオ見直しにおいては、平成27年10月に設置された資産運用委員会において、中退共制度の特徴を踏まえたあるべき基本ポートフォリオとは何かを出発点として、年度を通じて審議を重ねてきた。

### 【中退共制度の特徴】

- ・運用資産は中小企業従業員の大切な退職金の原資であり、確実な支払いが求められる。
- ・賦課方式でなく、積立型の退職金共済制度であり、掛金とその運用益のみを原資として、継続的に約束した退職金を支払っていく仕組みである。
- ・累積欠損金が発生しても政府や他事業から補填を受ける仕組みがない。

### 【「安全かつ効率的な運用」の考え方】

- ・審議の結果、中退共制度の特徴を踏まえ、「中小企業退職金共済事業資産運用の基本方針(退職金共済契約に係る)」で定められた基本方針上の基本原則である「安全かつ効率的な運用」については、「必要な収益を最低限のリスクで確保する」と解釈することが適当という結論に達した。
- ・また、「必要な収益」については、累積剰余金の水準や市場環境の変化等を踏まえると、リスクを極力抑制した「予定運用利回り+業務経費率」に相当する水準とすることが適当と判断された。
  - なお、予定運用利回り1%に対して業務経費率は0.1%程度(予定運用利回りは現行水準で、業務経費率は当面の見通し)であり、業務経費削減によるリスク削減には限度がある。

### 【新基本ポートフォリオ】

- ・上記の結果、「予定運用利回り+業務経費率」を期待収益率とする新基本ポートフォリオを策定した。

### 3.基本ポートフォリオの見直し結果(資産構成比)

	期待 収益率	リスク	国内債券		国内 株式	外国 債券	外国 株式
			自家運用	委託運用			
現行の基本ポートフォリオ	※1 1.41%	※1 3.53%	76.9%		7.7%	7.7%	7.7%
			60.9%	16.0%			
乖離許容幅	-	-	±5.0%		±3.0%	±2.0%	±3.0%
<b>新基本ポートフォリオ (平成29年2月1日改定)</b>	<b>1.10%</b>	<b>1.88%</b>	<b>79.6%</b>		<b>7.2%</b>	<b>※2 9.9%</b>	<b>3.3%</b>
			<b>59.6%</b>	<b>20.0%</b>			
<b>乖離許容幅</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>±3.0%</b>		<b>±2.0%</b>	<b>±1.0%</b>	<b>±1.0%</b>

変 化 幅	△0.31%	△1.65%	2.7%		△0.5%	2.2%	△4.4%
			△1.3%	4.0%			

※1 前回改定時(平成23年4月1日)の期待収益率は2.60%、リスクは3.02%。

※2 外国債券については、為替ヘッジを行う。

## 4.基本ポートフォリオ見直しの主要ポイント

### 【基本ポートフォリオ見直しの主要ポイント】

— 累積欠損金の解消により、資金特性により適したポートフォリオへの移行—

- (1) 期待収益率の引き下げ及びリスクの抑制
- (2) 為替ヘッジを行った外国債券(以下「ヘッジ付き外国債券」という)の導入
- (3) 負債サイドの期間構造見直しを踏まえた自家運用の期間構成比変更

### (1) リスクの抑制効果

#### ① 金融ショック発生時想定損失額シミュレーション結果(ストレステスト)

- サブプライム・リーマンショック期(2007～2008年)並みの相場変動を想定
- 想定損失額は減少

	想定損失額(億円)	積立比率変化※1
現行基本ポートフォリオ (期待収益率1.41%)	▲3,524	▲8.47%
新基本ポートフォリオ (期待収益率1.1%)	▲2,058※2	▲4.95%※2

※1 積立比率変化は、2015年度末時点の責任準備金に対する想定損失額の割合

※2 公表値を修正(平成30年2月6日)

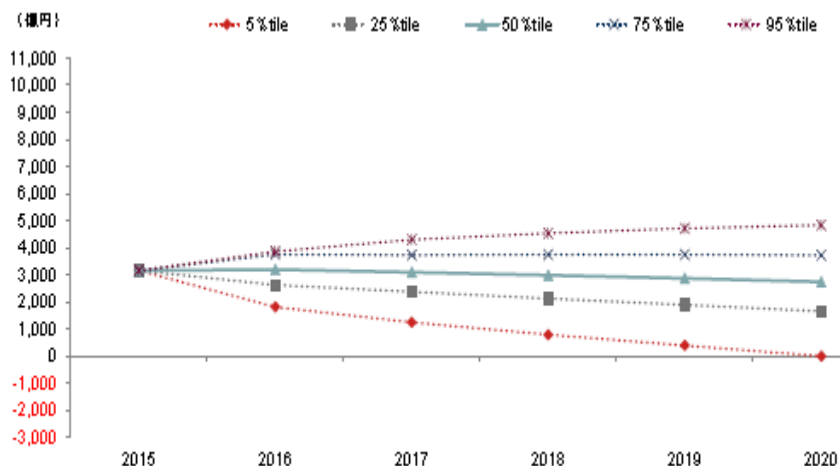
# 4.基本ポートフォリオ見直しの主要ポイント

## ②フォワードルッキングなリスク分析

【累積剰余金の将来推移シミュレーション】

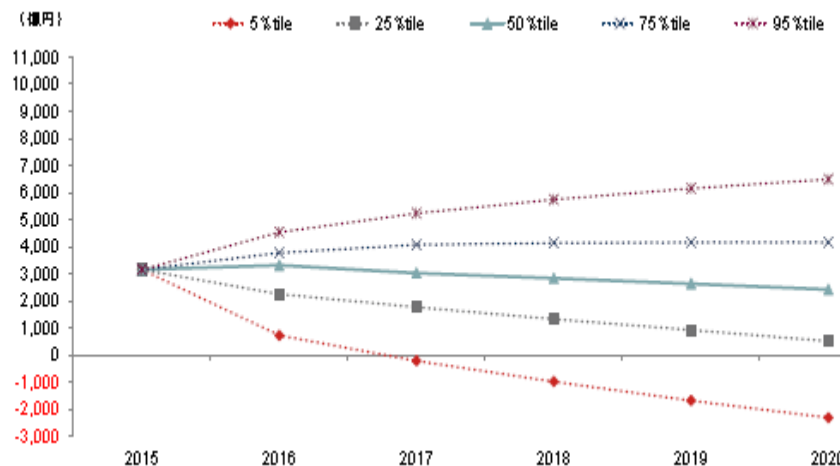
ー 将来シミュレーションの累積剰余金の変化幅が縮小

＜新基本ポートフォリオ＞



	2015	2016	2017	2018	2019	2020
パーセンタイル推移(億円)						
95%tile	3,151	3,859	4,293	4,527	4,712	4,830
75%tile	3,151	3,751	3,722	3,738	3,740	3,716
50%tile	3,151	3,188	3,092	2,978	2,867	2,735
25%tile	3,151	2,619	2,366	2,118	1,887	1,647
5%tile	3,151	1,805	1,241	783	386	-12

＜現行基本ポートフォリオ＞



	2015	2016	2017	2018	2019	2020
パーセンタイル推移(億円)						
95%tile	3,151	4,532	5,231	5,737	6,148	6,485
75%tile	3,151	3,769	4,065	4,137	4,158	4,159
50%tile	3,151	3,313	3,023	2,831	2,629	2,416
25%tile	3,151	2,247	1,762	1,323	917	504
5%tile	3,151	720	-221	-988	-1,687	-2,323

※1 モンテカルロ・シミュレーション(100,000回)により推計。

※2 パーセンタイルとは、計測値の分布(ばらつき)を小さい数字から大きい数字に並べ変え、パーセント表示したもの。

計測値が100,000個の場合、50パーセンタイルであれば小さい数字から数えて50,000番目に位置する。

※3 50パーセンタイルの累積剰余金は、現行の付加退職金支給ルールを前提とすると、付加退職金の支給により低下傾向を辿り、2020年度末には約2,735億円となる。

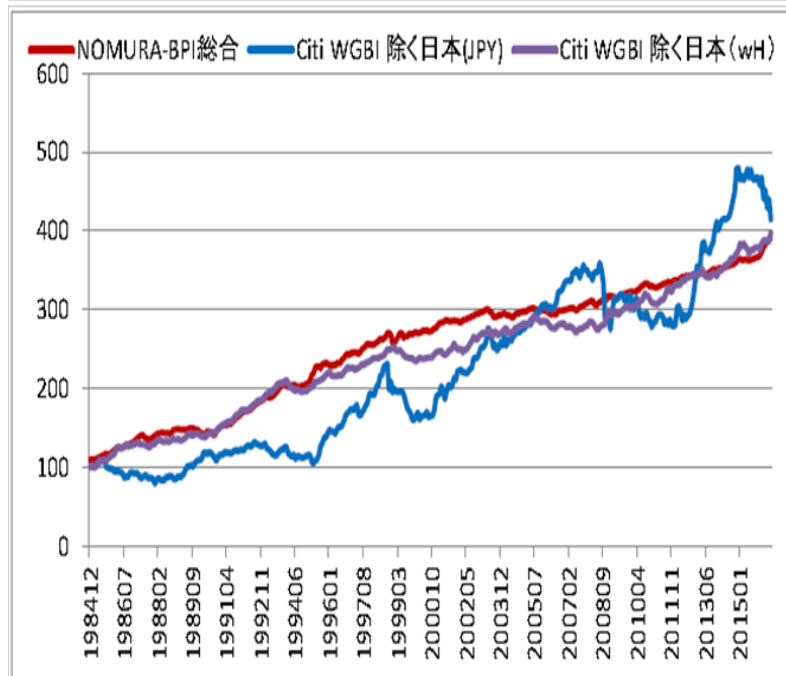
## 4.基本ポートフォリオ見直しの主要ポイント

### (2)ヘッジ付き外国債券の導入

#### 【今回導入の理由】

- ・ヘッジ付き外国債券を資産クラスに加えることでリスクを抑制しつつ、ポートフォリオの効率性が向上できるため。

#### インデックス推移



#### 内外債券のリターン、リスク比較

		国内債券	外国債券	ヘッジ付き外国債券
		NOMURA-BPI総合	Citi WGBI 除く日本(JPY)	Citi WGBI 除く日本(wH)
長期	期間	1985/4~2016/3	1985/4~2016/3	1985/4~2016/3
	リターン	4.06%	5.38%	4.43%
	リスク	3.17%	10.65%	3.89%
	シャープ比	1.282	0.506	1.139
10Y	期間	2006/4~2016/3	2006/4~2016/3	2006/4~2016/3
	リターン	2.61%	4.48%	3.35%
	リスク	1.83%	10.35%	3.66%
	シャープ比	1.427	0.433	0.916

## 4.基本ポートフォリオ見直しの主要ポイント

### (3)負債サイドの期間構造見直しを踏まえた自家運用の期間構成比変更

- ・債務の期間構造についての見直し結果に合わせ、国内債券自家運用の投資期間を変更した。

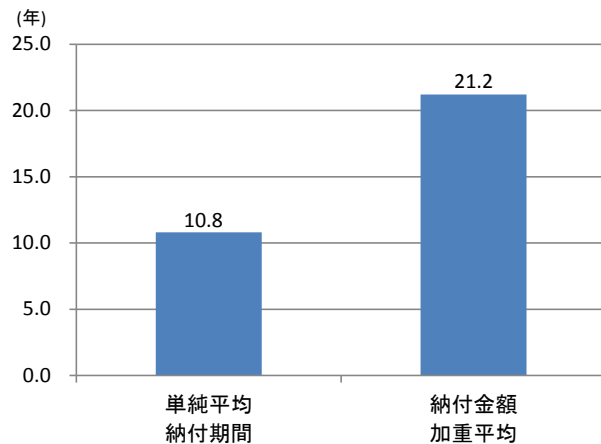
#### ①期間構造の考え方

従来	受給者の平均的な掛金納付期間が10年程度
今回	受給者の掛金納付期間の納付金額による加重平均が20年程度

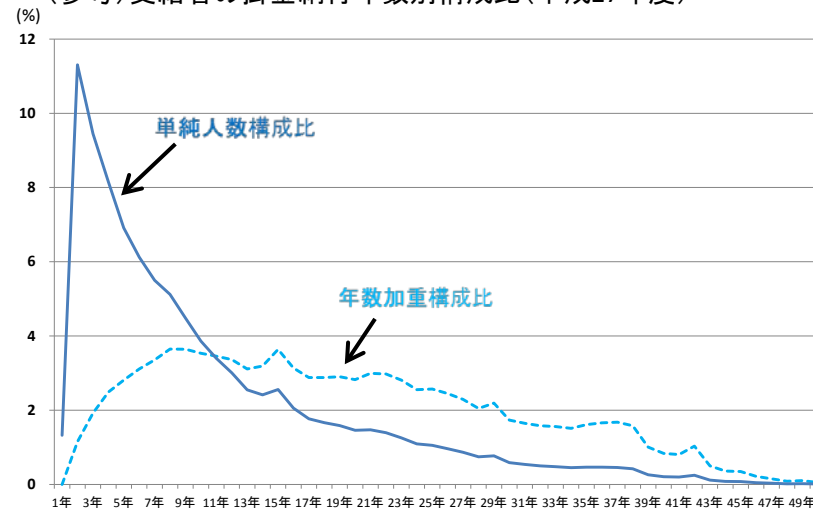
#### ②国内債券自家運用のポートフォリオ

従来	10年のラダー型ポートフォリオを構築
今回	20年のラダー型ポートフォリオを構築

(参考)債務期間の考え方(平成27年度)



(参考)受給者の掛金納付年数別構成比(平成27年度)





## 5.各資産の期待収益率とリスク・相関係数

### 【期待収益率の推計方法】

#### ①前提とした将来経済予測

国内は内閣府の『中長期の経済財政に関する試算』におけるベースラインケース。  
海外は英国のコンサルタント会社EIUの予測値。  
但し、国内金利見通しについては、保守的に金利横這いケースを想定。

#### ②各資産の推計方法

国内債券自家運用	20年のラダー型を前提に、将来の収入・支出、償還分の再運用見込み等を勘案し推計
国内債券委託運用 及び外国債券	金利予測に基づき、インカムゲイン、ロールダウン効果、キャピタルゲイン(ロス)に分解して推計
国内株式及び外国株式	「CPI変化率+実質EPS成長率+PER変化率+配当利回り」に基づき推計

## 5.各資産の期待収益率とリスク・相関係数

### 【期待収益率】

国内金利シナリオ	国内債券自家運用		国内債券 委託運用	国内株式	外国債券		外国株式
	既存分	今回増加分			ヘッジなし	ヘッジ付き	
横這いケース	0.74%	0.19%	0.43%	5.00%	1.51%	0.43%	5.06%
(参考)内閣府ベースラインケース	0.90%	0.19%	-0.79%	5.00%	1.51%	0.43%	5.06%

### 【リスクと相関】

	国内債券 自家運用	国内債券 委託運用	国内株式	外国債券		外国株式
				ヘッジなし	ヘッジ付き	
リスク	0.04%	1.83%	19.15%	10.35%	3.66%	21.15%

相関	国内債券 自家運用	国内債券 委託運用	国内株式	外国債券		外国株式	
				ヘッジなし	ヘッジ付き		
国内債券 自家運用	1.00	-0.12	-0.12	-0.04	-0.09	-0.06	
国内債券 委託運用	-0.12	1.00	-0.27	-0.13	0.50	-0.29	
国内株式	-0.12	-0.27	1.00	0.67	-0.25	0.83	
外国 債券	ヘッジ なし	-0.04	-0.13	0.67	1.00	-0.01	0.75
	ヘッジ 付き	-0.09	0.50	-0.25	-0.01	1.00	-0.32
外国株式	-0.06	-0.29	0.83	0.75	-0.32	1.00	

※計測期間10年

## 6.最適化結果

国内金利シナリオ	期待 収益率	リスク	資産構成比									シャープ比
			国内債券 自家運用	国内債券 委託運用		国内株式	外国債券		外国株式			
				既存分	今回 増加分		ヘッジなし	ヘッジ付き				
横這いケース	1.10%	1.88%	59.6%	59.6%	0.0%	20.0%	7.2%	9.9%	0.0%	9.9%	3.3%	0.587
現行基本ポートフォリオ	1.41%	3.53%	60.9%	60.9%	0.0%	16.0%	7.7%	7.7%	7.7%	0.0%	7.7%	0.399
(参考)内閣府ベースラインケース	1.10% (※0.99%)	1.65%	67.8%	59.6%	8.2%	0.0%	5.5%	23.4%	0.0%	23.4%	3.3%	0.669

※内閣府ベースラインケースの基本ポートフォリオ構成比では、国内金利が横這いとなった場合、期待収益率が0.99%となり、予定運用利回りの1%を下回る。

## 7. 林退共資産に係る基本ポートフォリオの見直し結果(資産構成比)

・中退共資産に係る前記基本ポートフォリオ見直しの結果、委託運用部分について  
 合同運用を行っている林退共資産に係る基本ポートフォリオも下記の通り変更する。

	期待 収益率	リスク	国内債券		国内 株式	外国 債券	外国 株式
			自家運用	委託運用			
現行の基本ポートフォリオ	※1 1.18%	※1 3.16%	79.3%		6.9%	6.9%	6.9%
			64.9%	14.4%			
新基本ポートフォリオ (平成29年2月1日改定)	0.89%	1.63%	82.3%		6.2%	※2 8.6%	2.9%
			65.0%	17.3%			
変 化 幅	△0.29%	△1.53%	3.0%		△0.7%	1.7%	△4.0%
			0.1%	2.9%			

※1 前回改定時(平成28年4月1日)の期待収益率は1.66%、リスクは3.05%。

※2 外国債券については、為替ヘッジを行う。

# 【ご参考】資産運用に係る関連法規

## (1) 中小企業退職金共済法

(資産運用委員会の設置及び権限)

第六十九条の二 機構に、退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用に関する業務の適正な運営を図るため、資産運用委員会を置く。

- 2 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。
- 3 資産運用委員会は、退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用状況その他の運用に関する業務の実施状況を監視する。
- 4 資産運用委員会は、前二項に規定するもののほか、退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用に関する業務に関し、理事長の諮問に応じて重要事項について意見を述べ、又は必要と認める事項について理事長に建議することができる。

(余裕金の運用に関する基本方針等)

第七十八条 機構は、退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用に関して、運用の目的その他厚生労働省令で定める事項を記載した基本方針を作成し、当該基本方針に沿って運用しなければならない。

- 2 前項の規定による基本方針は、この法律(これに基づく命令を含む。)その他の法令に反するものであってはならない。
- 3 機構は、前条第一項第三号及び第五号に掲げる方法(政令で定める保険料の払込みを除く。)により運用する場合においては、当該運用に関する契約の相手方に対して、協議に基づき第一項の規定による基本方針の趣旨に沿って運用すべきことを、厚生労働省令で定めるところにより、示さなければならない。

## (2) 独立行政法人勤労者退職金共済機構の業務運営、財務及び会計並びに人事管理に関する省令

(余裕金の運用の基本方針)

第十八条 法第七十八条第一項に規定する厚生労働省令で定める事項は、次に掲げる事項とする。

- 一 業務上の余裕金の運用の目標に関する事項
- 二 業務上の余裕金の運用に係る資産の構成に関する事項
- 三 信託会社、信託業務を営む金融機関、生命保険会社、金融商品取引業者(金融商品取引法(昭和二十三年法律第二十五号)第二条第九項に規定する金融商品取引業者をいう。)等(以下この条において「運用受託機関」という。)の選任に関する事項
- 四 運用受託機関の業務(以下この項において「運用業務」という。)に関する報告の内容及び方法に関する事項
- 五 運用受託機関の評価に関する事項
- 六 運用業務に関し遵守すべき事項
- 七 法第七十七条第五項に規定する運用の実施に関する事項
- 八 前各号に掲げるもののほか、運用業務に関し必要な事項

- 2 機構は、法第七十八条第三項の規定により運用受託機関に対して前項第二号、第四号、第五号、第六号及び第八号に掲げる事項のほか、運用手法に関する事項を記載した基本方針と整合的な運用指針を作成し、これを交付しなければならない。

# 【ご参考】資産運用に係る関連法規

## (3) 中小企業退職金共済事業資産運用の基本方針 抜粋

### I 基本的考え方

#### 1 基本原則

中退共資産の運用に当たっては、中退法その他の法令を遵守するとともに、退職金を将来にわたり確実に給付することができるよう、安全かつ効率を基本として実施するものとする。

#### 2 運用の目的

中退共資産の運用は、一般の中小企業退職金共済制度（退職金共済契約に基づく退職金共済制度をいう。以下「中退共制度」という。）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的とする。

#### 3 運用の目標

上記1、2に基づき、中退法第10条等に定める退職金の額を前提として、中期的に中退共制度の健全性の向上に必要な収益の確保を目標とする。

#### 4 資産構成

(1) 投資対象資産 …… 略

(2) 基本ポートフォリオの策定

中退共資産の運用目的を達成するため、基本となる投資対象資産の期待収益率の予測に加え、標準偏差（リスク）と相関係数を考慮する。

将来にわたる最適な資産の組み合わせである基本ポートフォリオを中長期的観点から策定し、これに基づく資産配分を維持するよう努める。この基本ポートフォリオは毎年度検証を行う。また、策定時の諸条件が変化した場合は、必要に応じて基本ポートフォリオの見直しを行う。

基本ポートフォリオ（平成23年4月1日改定）

期待収益率 2.60%      標準偏差 3.02%

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	合計
資産配分	76.9%	7.7%	7.7%	7.7%	100.0%
乖離許容幅	±5.0%	±3.0%	±2.0%	±3.0%	

（注）国内債券には財政融資資金預託金、生命保険資産（一般勘定）、長期貸付金、預け金、不動産を含む。

## 【ご参考】資産運用に係る関連法規

### (3) 中小企業退職金共済事業資産運用の基本方針 抜粋<続き>

#### IV 運用管理体制

- 1 運用体制の整備、充実 …… 略
- 2 資産運用企画会議の設置

中退共資産の運用に関する基本方針の案、運用計画及び資産の配分等の重要事項を審議することを目的として、担当役職員で構成する資産運用企画会議を設置する。

#### V 基本方針の変更

この基本方針は、前提条件に大きな変化が生じた場合、資産運用委員会の議を経て理事会で決議し変更できるものとする。

# 【ご参考】資産運用に係る関連法規

## (4) 林業退職金共済事業資産運用の基本方針 抜粋

### I 基本的考え方

#### 1 基本原則

林退共資産の運用に当たっては、中退法その他の法令を遵守するとともに、退職金を将来にわたり確実に給付することができるよう、安全かつ効率を基本として実施するものとする。

#### 2 運用の目的

林退共資産の運用は、林業退職金共済制度(以下「林退共制度」という。)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的とする。

#### 3 運用の目標

上記1、2に基づき、中退法施行令第10条に定める退職金の額を前提として、中期的に林退共制度の健全性の向上に必要な収益の確保を目標とする。

#### 4 資産構成

(1) 投資対象資産 …… 略

(2) 基本ポートフォリオの策定

基本ポートフォリオの資産配分割合は以下のとおりとする。

(%)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	合計
資産配分	79.3	6.9	6.9	6.9	100

(注1) 国内債券には財政融資資金預託金、短期資産を含む。

(注2) この基本ポートフォリオの、期待収益率は1.66%、標準偏差は3.05%である。

(注3) この基本ポートフォリオは、5年程度の中期的観点から、現行の退職金の額を負債の前提として、中退法第77条第5項に則り、合同して運用することができる資産配分を策定したものである。

(注4) この基本ポートフォリオは、合同して運用することができることを前提とするため、乖離許容幅を定めていない。

(注5) この基本ポートフォリオは毎年度検証することとし、また、中退法施行令第10条に定める退職金の額の見直し等及び合同して運用することができる状況にも対応し、必要に応じて見直しを行う。



## 【ご参考】資産運用に係る関連法規

### (4) 林業退職金共済事業資産運用の基本方針 抜粋<続き>

#### IV 運用管理体制

1 運用体制の整備、充実 … 略

#### 2 資産運用企画会議の設置

林退共資産の運用に関する基本方針の案、運用計画及び資産の配分等の重要事項を審議することを目的として、担当役職員で構成する資産運用企画会議を設置する。

#### V 基本方針の変更

林退共本部の基本方針は、前提条件に大きな変化が生じた場合、資産運用委員会の議を経て理事会で決議し変更できるものとする。

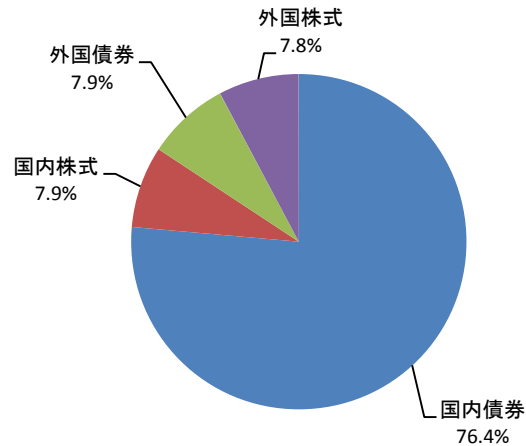
# 【ご参考】中退共資産の運用状況

## (1) 運用資産構成(平成27年度末)

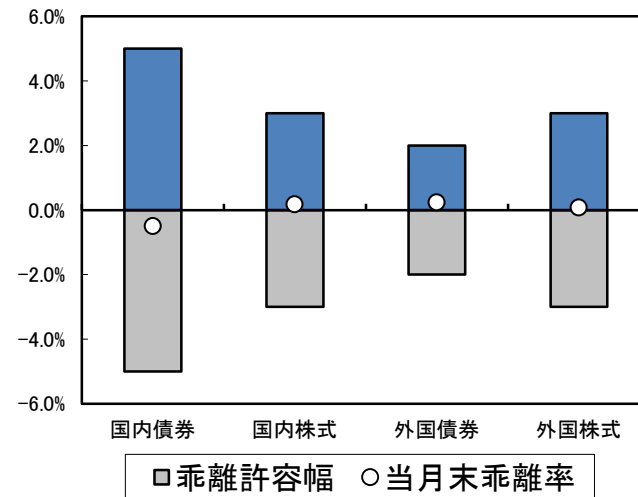
(単位:百万円)

資産区分	基本ポートフォリオ	乖離許容幅	資産額	資産構成比	乖離状況
国内債券	76.9%	±5.0%	3,485,957	76.4%	△ 0.5%
国内株式	7.7%	±3.0%	359,652	7.9%	0.2%
外国債券	7.7%	±2.0%	362,259	7.9%	0.2%
外国株式	7.7%	±3.0%	354,916	7.8%	0.1%
合計	100.0%	—	4,562,783	100.0%	—

資産構成比



基本ポートフォリオ乖離状況

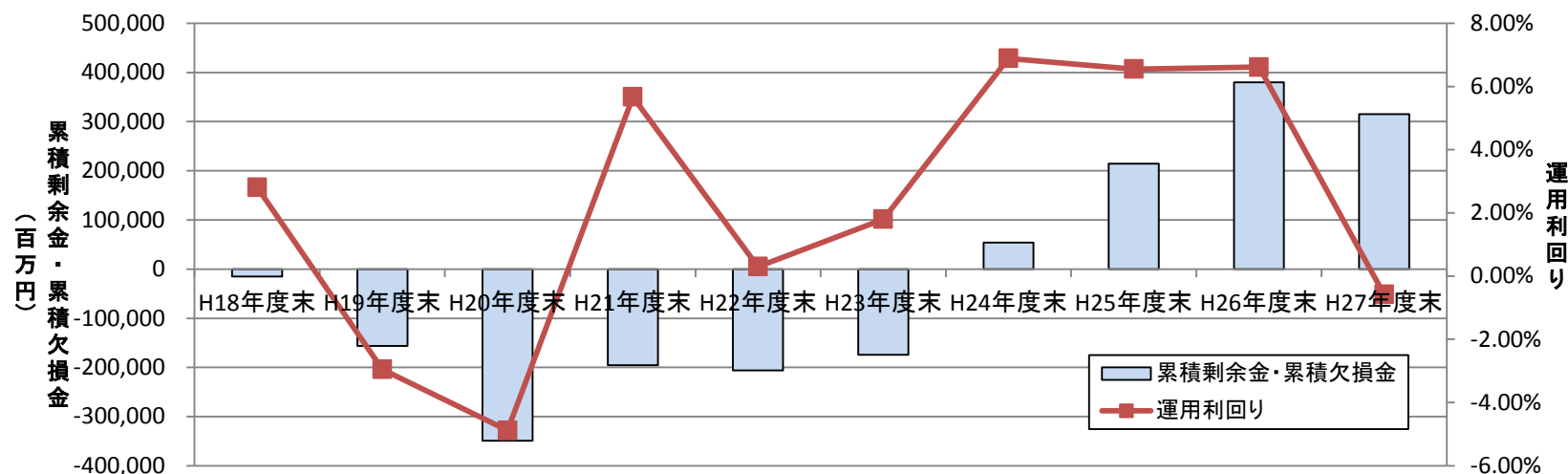


# 【ご参考】中退共資産の運用状況

## (2) 運用資産額、責任準備金、累積剰余金・累積欠損金、運用利回り、マーケット指標の推移

(単位: 百万円)

	H18年度末	H19年度末	H20年度末	H21年度末	H22年度末	H23年度末	H24年度末	H25年度末	H26年度末	H27年度末
運用資産額	3,588,811	3,496,479	3,305,629	3,489,918	3,597,811	3,777,420	4,022,014	4,284,845	4,576,675	4,562,783
責任準備金	3,523,573	3,553,610	3,547,988	3,596,772	3,717,000	3,861,673	3,877,166	3,984,293	4,113,472	4,161,388
累積剰余金・累積欠損金	▲ 15,114	▲ 156,381	▲ 349,280	▲ 195,646	▲ 205,708	▲ 174,091	53,856	214,501	380,124	315,089
(剰余金増減)	71,537	▲ 141,267	▲ 192,899	153,634	▲ 10,062	31,617	227,947	160,645	165,623	▲ 65,036
運用利回り	2.81%	-2.95%	-4.88%	5.67%	0.30%	1.80%	6.89%	6.55%	6.61%	-0.58%



		平成18年度末	平成19年度末	平成20年度末	平成21年度末	平成22年度末	平成23年度末	平成24年度末	平成25年度末	平成26年度末	平成27年度末
国内	長期国債10年 (%)	1.65	1.28	1.34	1.39	1.26	0.99	0.56	0.64	0.40	△ 0.05
	日経平均株価 (円)	17,287.65	12,525.54	8,109.53	11,089.94	9,755.10	10,083.56	12,397.91	14,827.83	19,206.99	16,758.67
	東証株価指数 (TOPIX)	1,713.61	1,212.96	773.66	978.81	869.38	854.35	1,034.71	1,202.89	1,543.11	1,347.20
海外	米10年国債 (%)	4.64	3.41	2.66	3.83	3.46	2.21	1.84	2.71	1.92	1.77
	独10年国債 (%)	4.05	3.89	2.99	3.09	3.33	1.81	1.29	1.55	0.18	0.16
	英10年国債 (%)	4.93	4.35	3.15	3.94	3.59	2.20	1.77	2.73	1.60	1.42
	米NYダウ (ドル)	12,354.35	12,262.89	7,608.92	10,856.63	12,319.73	13,212.04	14,578.54	16,457.66	17,776.12	17,685.09
	独DAX30	6,917.03	6,534.97	4,084.76	6,153.55	7,041.31	6,946.83	7,795.31	9,555.91	11,966.17	9,965.51
	英FT100	6,308.00	5,702.10	3,926.14	5,679.64	5,908.76	5,768.45	6,411.74	6,598.37	6,773.04	6,174.90
外国為替	円/ドル (円)	118.03	99.35	98.30	93.44	82.88	82.30	94.02	102.99	119.93	112.40
	円/ユーロ (円)	157.19	156.95	130.50	126.43	117.62	109.59	120.73	141.94	128.80	128.08