

平成 28 年度第 4 回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】平成 28 年 9 月 12 日（月） 14：00～17：00

【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、5. 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 2 回資産運用委員会議事録および平成 28 年度第 3 回資産運用委員会議事録について、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。

2. 平成 28 年 4 月から平成 28 年 6 月の運用実績報告について

- 平成 28 事業年度第 1 四半期における 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

- 4～6 月の運用状況をみると、ブレグジットの影響が最も顕著に出た時点で期末を迎えたため、中退共において大きな損失が発生した。
- その後は、株価が上昇したほか、外国為替相場も円安となったため、8 月末には損失はほぼ半減した。
- 長期国債金利のマイナス化の結果、10 年債を中心に運用している中退共中心に、自家運用において普通預金残高が増嵩している。
- 向こう数年間、年限 20 年の円建外債の償還が発生する。クーポン 5%以上の貴重な存在であるが、同様の商品に再投資しようとする、現在のクーポンは 0.15%と国債よりも低い状況。

<主な質問、意見等>

(委員) 普通預金残高増嵩に関する今後の見通しはどうか。何らかの形で運用するべきではないか。

(事務局) 現状、早期解決の目処は立っていない。プラスの金利を得るには何らかの形で従来以上のリスクを取る必要があるため、当委員会における基本ポートフォリオに関する議論も踏まえて判断したい。国債については、既にゼロに近い金利であったため、普通預金に積んでおく機会費用はそう大きくないこと

もあり、金利動向も注視しつつ、慎重に検討したい。

3. スチュワードシップ活動状況の概要について

- 平成 26 年 8 月に受入れを表明した「日本版スチュワードシップ・コード」に基づいて実施するスチュワードシップ活動報告（対外公表）について、事務局から対外公表の内容案が概略以下のとおり示され、了承された。

- 対外公表の内容は、受託機関の対応内容に関する代表例の紹介と、議決権の行使状況に関する総括表（国内株、外国株別）で構成。

- 各委託先による企業との対話の代表例については、ガバナンス、企業価値、株主還元の 3 項目に分けて紹介。各委託先とも熱心にエンゲージメントを実施しており、実際に企業の行動にも影響を与えた例も少なくない模様。

- ☞ 「スチュワードシップ活動状況の概要」については[ここ](#)をご覧ください。

<主な質問、意見等>

(委員) 役員報酬に関する議案で、ストックオプションに関して 25% ぐらい反対があるが、どのような反対理由があるのか。

(事務局) 主な反対議案は、ストックオプションの付与対象者に社外取締役や社外監査役等が含まれている議案。また、ストックオプションの付与数が多過ぎるということで反対した事例もある。

4. 平成 27 年度資産運用状況の機構ホームページへの掲載（案）について

- 平成 27 年度の資産運用状況の公表資料について、事務局から内容の説明があり、了承された。

- ☞ 「平成 27 年度の資産運用状況」については[ここ](#)をご覧ください。

<主な質問、意見等>

(委員) この資料には、どのような人がアクセスするのか。反響はどの程度あるのか。

(事務局) アクセス件数は少ないが、アクセスした方の属性は把握出来ていない。これまでのところ、目立った反響等は寄せられていない。

(委員) 運用の専門家でない方もアクセスすることを想定するのであれば、専門用語には注釈をつける必要がないか。

(事務局) ホームページ上に用語集の欄を設けているが、注釈も検討する。

(委員) 運用の考え方や運用方針に関する解説も、被共済者にとって有益な情報。

(委員) 基本ポートフォリオに関する議論の中で、提供できる解説の内容が固まってくると思われる。

5. 「中退共基本ポートフォリオ見直しの論点」

- ・ 事務局から、基本ポートフォリオの具体的な資産構成を決定するに際しての論点が提示され、その論点に基づいて審議が行なわれた。提示された論点は下記のとおり。

【株式】：①資産クラスを従来の「国内株式」と「外国株式」に分けるか、グローバル化を踏まえて統合するか
②統合しない場合の外国株のベンチマークを何にするか
— 日本を除くグローバル株の MSCI Kokusai か日本を含む MSCI World か。
③エマージング株を投資対象に含めるか否か

【債券】：①ヘッジ付き外債購入
②委託運用における格付基準緩和の是非

【自家運用】：自家運用の投資対象拡大の可能性

<主な質問、意見等>

【株式】

(委員) 海外展開している企業はグローバル株式とも言えるので、国内株と外国株を統合してしまっても良い、という意見はやや乱暴な議論。一番重要なポイントは、資産の種類が減ると、分散効果はかなり落ちると思われること。一方、ホームカンントリーバイアスで無理に国内株式の割合を高くすることも不適切。

(委員) 要するにカンントリーアロケーションの問題であるが、日本という国に対してそんなにたくさんのエクスポージャーを持つ必要があるのか疑問がある。その意味では、ホームカンントリーバイアスの設定にはかなり疑問を感じる。

(コンサル) 理論的には、グローバルな株式のベンチマークをそのまま採用するのが最も効率的になる。しかし現実にはそこまでグローバルな市場が統一されていないので、国内株と外国株を分けてもつ意味はある。ただ、現行のようにホームカンントリーバイアスを設ける必要はない。

(委員) 日本のカンントリーバイアスは極端な例が多いが、自国株式のウェイトが時価総額ウェイトより高いことは、海外でも一般的にみられる傾向。

(委員) 国内株と外国株は分けるとして、外国株のベンチマークとして MSCI World を採用した場合、国内株が資産のカテゴリーで重複することには違和感を覚える。分散効果、効率性の低下が懸念される<複数意見>。

(コンサル) ベンチマークについては、国内株が重複しない Kokusai のほうがポートフォリオ上は効率的。一方、World をベンチマークとしたマネジャーの方が運用成績が良い、という先行研究結果がある。政策ベンチマークを Kokusai にする一方で、収益性を重視してマネジャーポートフォリオを World にする方法もあるが、機構にとってはトラッキングエラーの管理負担が増える。

- (委員) 最近は外株の運用を海外のマネジャーに再委託するケースも多いので、Worldの方が扱い易いとするマネジャーが多くなっている面もある。
- (事務局) 当機構は安全最優先の運用機関であり、運用体制は、国債満期保有を中心とした簡素なもの。高収益を追求するための高度・複雑な運用・管理を前提とした体制にはなっていない。政策ベンチマークと異なるマネジャーベンチマークを使用するようなイレギュラーな扱いは、説明責任上も躊躇される。
- (委員) WorldとKokusai間のベンチマークとしての優位性の問題については、より具体的な数値で検証すべき。
- (事務局) ベンチマークの問題については、実情を確認させていただいたうえで、再度ご審議をお願いしたい。
- (委員) エマージング株への投資については、何れ中国や韓国、台湾等が先進国入りしてくるであろうことを勘案すると、何処かのタイミングで、ベンチマークをオールカントリーにしておく必要があると考える。ただし、実際にベンチマークに併せて購入するか否かは別問題。徐々に購入を進めるべき。
- (委員) 中長期的な方向性はオールカントリーと思うが、現状、ショック発生時の新興国のリスクはまだ非常に高い。流動性の問題もあり、移行は慎重に進めるべき。
- (委員) イベントリスクの大きさが、ステークホルダーに受け容れられるものなのか、という視点が重要。
- (コンサル) エマージングのメリットとしては長期的にリターンが期待できること。一方で単年度のボラティリティーが大きいのも事実。エマージングの扱いはリスクに対するスタンスの問題。なお、リーマンショックが起きた後、2011年以降は新興国を入れないWorldのほうがリターンが良好。ボラティリティーも、1990年から2015年を通算してみるとWorldのほうが小さい。その意味で、エマージングは、実績よりも将来性への投資。
- (事務局) 新興国では、金融市場の成熟度とか流動性といった制度的な制約がまだかなり大きく、ショック発生時にデフォルトや流動性問題が表面化し易い。今回の基本ポートフォリオ見直しの基本方針が安全、安定性重視のリスク抑制だとすると、少なくとも今回の見直しで、投資対象にエマージング諸国を加えることでリターン改善を目指す、という方針は採り難い。将来に向けた検討案件としたい。

【債 券】

<①ヘッジ付き外債購入>

- (コンサル) 長期的投資家としては、短期的な為替の変動は許容し、為替ヘッジしないという考え方もあるが、為替変動をリスクとして捉えるならば、ヘッジ付き外債をアセットクラスとして独立して設定し、基本ポートフォリオを組むことは有

効。

ヘッジ付き外債を、円債ないし外債の枠内の代替として投資する方法もある。その場合、外債、円債のどちらにヘッジ付き外債を入れるかが検討課題となる。また、どの程度ヘッジ付き外債を入れていくのかという別の問題もある。

(委員) 理論上は、ヘッジした外債の収益性は国内債券と変わらないのでは？

(コンサル) 統計的には、ヘッジ付き外債と円債の動きは異なるので、別の資産クラスとして扱えば分散効果が期待できる。また、通常、ヘッジ期間は外債の償還期間より短いので、長短金利差分の差益が期待できる。

(委員) リスク・リターンの属性は外債より円債に近くなるが、必ずしも一致しないという点は、資産クラスを決める上で重要なポイント。

(委員) 近年の、全ての資産クラスが同時に為替の影響を受ける傾向を勘案すると、為替リスクを取らないヘッジ付き外債というのは魅力的。

(委員) ヘッジ付き外債という資産クラスを増やすのではなく、外債のうちの何割かをヘッジ付き外債として円債に含めるという選択もある。大きな資産クラスの変更は回避できる。

(委員) ヘッジ付き外債が内債よりも超過リターンをとる背景はマーケットの歪みにあるとも言えるので、将来を約束されたものではない。そうした中、恒常的なアセットクラスにする価値があるかは悩ましい。内枠扱いというのは一つの考え方。ただ、マネジャーの負担は大きい。

(委員) マイナー通貨など余りに厳格にヘッジするとコスト倒れになるという問題もある。

(委員) 恒常的に効率性改善に寄与することを期待するのは難しい。内外金利差が逆転すれば前提条件は変わる。

(事務局) ヘッジ付き外債のメリットのうち、長短金利差で内国債よりも利回りを稼ぐという点については、リスク低減ではなく収益目的でヘッジをするというのが、運用の基本方針に合致するのか、という疑念を感じる。イーロドカーブが逆イーロドになった場合のリスクも気になり、ヘッジ付き外債をもう1つ資産クラスとして加えることには躊躇いを感じる。

(委員) スタートをどこに見るか。オープン外債との比較で見ればリスク低減策になる。為替にリターンがないのであればヘッジ付き外債が基本で、ヘッジなし外債というのは、ヘッジ付き外債プラス為替リスクだというふうに考えると、むしろヘッジ付き外債が基本だという考え方もあり得る。

(委員) 逆イーロド化は滅多にない、かつそんなに急に実現することはない事象であり、大きなリスクとは言えないのではないか。マイナス金利政策で運用手段がなくなってきているという現実がある中、現実的な対応ではないか。

(委員) 一旦オープン外債をやめてヘッジ付き外債にし、それでリターンが足りない場

合にリスクをとってオープン外債をやるという選択肢もある。

(委員) リスクを抑制することについては、当委員会内で反対はないと思う。

<②委託運用における格付基準緩和の是非>

(事務局) 現在の「国債についてはA格以上、非国債についてはAA格以上」という運用ガイドラインについては、委託先から緩和の要望が多い。是非についてご審議いただきたい。

(委員) 日証協は社債市場活性化のため、機関投資家に低格付債購入を呼びかけている。国内については、AをBBBにしてもリスクは余り変わらないのではないかと。リスクに見合ったリターンが取れると言うのであれば、マネジャーに任せることは選択肢たり得る。

(事務局) 退職金の性格に鑑みて理想はデフォルト・リスクの殆どないAAA、AAだが、アベイラビリティの観点からAを最低基準としている。Aが既に例外的措置であり、更なる緩和は、少なくとも今回の見直しの趣旨には合わない。

(委員) ヘッジ付き外債の対象を考えると、例えばアメリカの米ドル債の場合、BBBぐらいのコーポレートまでいかないところもある。一概にここで、格付基準ではじいておかないほうが後々いいのではないかと。

(委員) 格付基準が厳しすぎると、運用対象がなくなってしまう懸念はないか。

(委員) 運用ガイドラインでは「いずれかによりA」となっており、実際に投資対象となっている債券は、2ノッチぐらい違う場合が少なくない。BBBに投資できていないということではないのではないかと。

(事務局) ここを「いずれかによりBBB以上」とすると、BBとかが入って来れる。

(委員) そこにもし落とすのであれば、「最低でも」あるいは「一番厳しいところの基準で考えて」という基準を入れないと、大変なことになる可能性がある。

(事務局) 実際に購入されている債券の格付を確認し、アベイラビリティがどの程度問題になっているのか点検する。

【自家運用】

<自家運用の投資対象拡大の可能性>

(委員) 金融債を買っていて、地方債、財投機関債は買わないということの理論的整合性には強い疑問を感じる。政府による支援可能性の不確実性について、金融債と地方債、財投機関債の間で差異があるとは思えない。

(事務局) 金融債は当機構の設立目的（「中小企業の振興」）とも関係する。

(委員) 金融債を否定する訳ではなく地方債、財投機関債についても金融債と同等と考えて購入を検討しても良いのではないかと。設立目的との整合性についても、例えば日本政策金融公庫の中の中小企業事業が調達している債券であれば問題な

いはず。

(事務局) 各種債券のアベイラビリティとその内容をもう少し検討させていただいて検討したい。

自家運用の関係で、1点報告したい。これまで、当機構の債務の期間構造については、「平均掛金納付期間 10 年」と考えてきたが、新たな観点から分析し直したところ、平均掛金納付期間は 20 年と考える方が適切との結果になった。これを受けて、自家運用における国債への投資方法を、従来の“10 年債による 10 年間のラダー構造”から変更することとしたい。具体的な変更方法については現在検討中であり、ご助言を頂ければ有り難い。

(委員) 基本的にはキャッシュアウトに債券を全部マッチングさせていくというのがスタートポイント。

(委員) 債券と債務の平均年数を合わせるというのも、デュレーションマッチング的な考え方で、負債と資産側の金利感応度が同じだったらそれは成り立つ。ただ、予定運用利回りが金利感応度によって決まるわけではないので、流動性を確保できれば、残りの部分はかなり長期で運用することも可能ではないか。

(事務局) 超長期国債の保有に踏み切る際には、金利上昇局面で、自家運用利回りの回復が国債利回りより遅れることになるリスクを認識する必要がある。金利が上がり始めた時には、強い予定運用利回り引き上げ要望が予想される。

(コンサル) その場合、実際問題としては、すぐに予定運用利回りを上げるのではなく、付加退職金で対応するのが現実的ではないか。究極的には、公務員が導入した、運用と負債側のコストがリンクするような仕組みを考える必要がある。

(事務局) 収益性とキャッシュフローの状況を踏まえて、どんな期間の組み合わせが有り得るか、試算をしていただくこととしたい。

<金利シナリオ等期待収益率推計方法>

(事務局) 自家運用に関する試算についての留意点は何か。

(コンサル) 経済シナリオ、特に金利の見通しについては、内閣府のシナリオもあるが、当機構の特性を踏まえると、少し保守的に「金利シナリオ：横ばい」の想定を基本にするのが適切かと思料する。リスク・相関の計測については、リスク抑制的な運営を当面するという方針を踏まえて、リスクを適切に評価するという観点からみると、2000 年代半ば以降のリスク性資産の相関の高まりが反映されるように、過去 10 年を基礎にするのが適切と考える。

(事務局) 相関係数等の推計期間を過去 10 年間とすることには違和感はないが、期待収益率についてはどうか。期待収益率は経済見通しを基に計算するが、大方の経済予測は、6 年目以降は横這い、という先が多いので、金利見通しなど 10 年間で平均を取ることの妥当性には疑問無しとしない。

- (委員) 円債との関係でヘッジ付き外債の期待リターンが非常に高くなり、基本ポートフォリオにおけるヘッジ付き外債の比率を不自然に高くする可能性もある。
- (コンサル) 見通しを5年で切った場合も試算する。
- (委員) 基本ポートフォリオのタイムホライズンは非常に難しい問題。資産構成の選択が、ある程度普遍的な特性だけでなく、局面ごとの相対的魅力度にも依存する中で、対外説明力、納得性の高い基本ポートフォリオを決定するのは、非常に難しい。
- (事務局) 新たな資産クラスとしてヘッジ付き外債を導入することの論拠としては、国内債券では収益性が不十分なので外国債券を買うしかない。でもノンヘッジの外国債券を買うのはリスクが大き過ぎる。だからヘッジ付き外債、という三段論法的な理屈付け。
- (委員) 資産クラスとしての特性を定義しているわけではなく、非常にシナリオオリエンテッドなアプローチでの提言。基本ポートフォリオとしての判断というよりも、むしろ局面的な、戦術的な判断と言えるかも知れない。
- (委員) シナリオオリエンテッドと言うなら、基本ポートフォリオ決定に際して円債の期待リターンを設定することも、同様ではないか。現状、円債の期待リターンは0近辺に置かざるを得ないと思う。5年後にもし金利が上がっていれば、あるいは途中でも金利が上がれば、そこでまた検討するという事ではないか。普遍性に拘る必要はないのではないか。一方、ヘッジ付き外債のリスクがオープン外債よりかなり低いというのは、割と普遍的な話と考えられる。
- (委員) 世界的な成長率がすごく下がっているから、外国の金利も上がらないということも当然可能性としてはある。外債の金利も横ばいで置くシナリオも検討すべき。
- (事務局) ヘッジ付き外債導入の目的がリスク抑制だとすると、例えばデリバティブによる株価変動リスク抑制のような、別の手段も検討手段たり得ないか。新しい資産クラスを導入することの正当性はあるのか。
- (委員) 為替リスクというのは、基本的に期待リターンがないが、株の場合は一応リスクをとることによってリターンが得られる。そこが株のリスクと為替リスクの大きな違い。リターンを生まないリスクは基本はとらないほうがいいというところが株のリスクとの違い。
- (事務局) 中長期的なリスク低減の手段として外債ヘッジが有意義かつ優位性があるとして、リターン面での優位性については、金利の前提次第ですよね。
- (委員) FEDやECBなど世界の中央銀行が一生懸命緩和策を取っても、インフレにならないし金利も上がらない状況は相当な確率であると思う。
- (事務局) 期待リターンを5年で計算すると、かなり結果が変わる可能性はあるか。
- (コンサル) 可能性はあるので、試算する。

<基本ポートフォリオ最適化手法>

(事務局) 最適化手法として平均分散法か下方リスクで行くか、他機関の動向も踏まえて検討して来たが、結論としては、今回は、引き続き平均分散法をメインに据える方向で考えている。

まず第一に、実際に下方リスクを主たるリスク管理指標として採用している機関は極く少数であり、累損の存在や基本ポートフォリオのリスク値が高いことなど、採用した事情・背景が、当機構と大きく異なる。

加えて、当機構固有の事情として、現行の付加退職金制度の下では、運用利回りが上振れした場合に、付加退職金が出てしまうという問題があるので、利回りだけ捉えれば、上方リスクも無視できないということがある。

さらに理解し易さという観点からも、主要指標として使用するのには平均分散法とし、下方リスクは参考指標として注視していくこととしたい。

(委員) 主たる判断指標は変えないにしても、注目するリスク指標の多様化は一步前進。

(委員) 基本は平均分散でやり、ストレステストも含めてファット・テールのような状況もきちんと考慮されるということであれば、結構なことと考える。

<リスクの把握、提示>

(委員) リスクの把握、提示は、労政審から頂いた宿題だが、予定運用利回り等制度見直しの判断材料としては、単にリスク値だけでなく、例えば国債利回りとの乖離の大きさなど、見直しの条件や内容に関する具体的なメルクマールを示すことが重要ではないか。

(勤生課長) 見直しのメリットを、ある程度具体的な数字で示すことができるかどうか。過度な楽観や悲観に走らない、納得感のある数字であることが重要。

(委員) 例えば、積立比率の平均的な水準と、逆にリスクとして最悪の事態になったときに、このぐらい下がるという数字を提示するということかと思われる。

(事務局) 現行基本ポートフォリオのリスクを分かり易い形で労政審にお示しして、御判断いただくということだと理解。当機構としては、リスクの存在の指摘責任があり、また、それを分かり易く提示する必要があるということだと考えている。

予定運用利回り而言えば、国債金利の低迷が続く中で、利回りを維持しようと思えば必然的にリスクを取ることになる。そのリスクの大きさが許容範囲かどうかを御判断頂き、その結果として、リスクを取れということであれば、当機構としては、それに従って出来る限りの運用をするということであり、リスクの大きさが許容出来ないという判断であれば、予定運用利回りを下げて頂く、こういうことだと考えている。

(了)