

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、用意が出来次第、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) 用意が出来次第、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。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。
- (委員) より厳しい想定 of 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。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、積上げることの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)