

平成29年度第6回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】平成30年1月26日（金）13：30～16：30

【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、徳島委員長代理、稲垣委員、小枝委員、中島委員

※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. 議事録の確認について

平成29年度第4回資産運用委員会議事録および平成29年度第5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、修正を要する場合には、2月中旬を目処に各委員から事務局に連絡することが了承された。

2. リバランスルールに関する検証について

事務局より、昨年度の基本ポートフォリオ見直しに関する審議において継続検討案件となったリバランスルールについて、その後の検討状況に関する報告が行われた。審議の結果、現行のリバランスルールを継続することで大きな問題はないが、高度化の可能性について、引続き検討課題とすることとなった。報告の概要は以下の通り。

- ・昨年度の基本ポートフォリオ見直しの際、リバランスルールについては、①想定外のリスクを抱え得る広めの乖離許容幅の縮小（ $2\sigma \Rightarrow 1.5\sigma$ ）、②実効性に疑問のある年度末調整（年度末に乖離許容幅の半分の水準を超えていた場合、半分の水準まで調整）の廃止、③半値戻しルール（リバランス実施時には乖離許容幅の半分の水準まで調整）は継続、という方針が採択されたが、新ルールの改善余地について、いくつかの継続検討課題が提起された。
- ・検討課題の一つは、乖離許容幅の範囲内でも、上下限近辺で長期間推移する状況が発生しているのであれば、調整する仕組みが必要ではないか、という問題。
- ・中退共資産の運用実績で検証した結果、外国債券、外国株式について、1年以上に亘り乖離許容幅の半分（ 1σ ）近傍の水準で推移した期間のあることが確認されたものの、利回りの1標準偏差（ σ ）程度であれば、通常の振れの範囲内と考えられ、敢えてコストを掛けて調整する必要はないのではないか。
- ・リバランスを行う際の調整幅について、現行ルールの乖離許容幅の半分まで戻す場合と、中央値まで戻す場合の比較を行った。過去の実績で見ると、半戻しの方が、リバランス回数は多くなるもののコストは低下すること、一方で、リスクは大きくなることが示された。

<主な質問、意見>

- (委員) 標準偏差を乖離許容幅に用いると、変動の大きい資産クラスに大きな変動を許す形になり、ボラティリティー抑制に繋がらないのではないか。また、リバランスルールについては、資産クラス毎に管理するのではなく、資産間の相関を考慮することで、より効率的なリバランスが可能になるのではないか。ルールは複雑になるが、検討余地はあると思料する。
- (委員) そうしたルールは、個々の資産クラスの乖離幅は許容範囲内であっても相関の高い資産が同時にオーバーウェイトすることで高まるリスクを管理する仕組みにもなり得る、という側面もある。
- (事務局) そうした複雑なルールを採用している例はあるのか。
- (コンサル) 本邦の公的年金、企業年金ともに現状ではそのような複雑なルールを設定している先はないと認識している。リバランスルールは、基本ポートフォリオの資産構成比を維持するためのルールなので、資産クラス毎に設定するのが基本である。各資産の振れは相乗することも相殺することもあり得るので、乖離許容幅やリバランスルールを決める際に様々なシミュレーションを行い、下方リスクが許容範囲内であることを確認して決定することで、全体としてのリスク管理を行う方法が一般的かつ実務的なやり方である。
- (委員) リバランスの目的は、中央値に近付けることであるが、資産クラス間の相関も考慮して更にリスク低減効果を高めるという目的は、リバランス実施時に調整する資産クラスの選択方法を工夫することで、一部は果たすことが出来る。それは現行ルールの下でも実施可能であり、ルールよりも運用現場の裁量の領域ではないか。ただ、自分も、リバランスの都度、そうしたダイナミックアロケーション的な観点を以って実施しているような事例は聞いたことがない。
- (委員) 資産クラス間でリスクが相殺されているとすれば、調整対象の資産の選択だけでなく、リバランス実施の要否についても、別の結論が出て来得る。リバランスについては、個々の資産クラスの構成比の乖離だけで判断するのではなく、そういった観点からの点検が必要ではないか。例えば、基本ポートフォリオからの全体としての乖離が反映される推定トラッキングエラーが大きくなっていないのであれば、リバランスを見送る、というようなルールはあり得るのではないか。
- (委員) リバランス回数を減らしてリバランスコストを削減する意義も理解できるが、リバランスルールで忘れてはならないのは、様々な要素を検討することで実施すべきか悩んでしまい、結局動けなくなるという事が起きないようにすること。リーマンショックの折に、多くの企業年金がリバランスを躊躇してしまい、その後の相場回復の恩恵を享受できず後悔したことは記憶に新しい。

そうしたリスクを勘案すると、リバランスは機械的实施を基本ルールとした上で、実施しない状況について普段から検討しておく、という形が望ましいのではないかと。

(委員) 裁量的な判断のために推定トラッキングエラーを使うというよりも、資産クラス別構成比の中央値からの乖離ではなく、推定トラッキングエラーの方をリバランス実施のための指標にした方が良いと考えている。

(委員) 基本ポートフォリオ設定時の相関係数等のパラメーターを用いて推定トラッキングエラーを計算するのであれば、結論は、乖離許容幅を用いる場合と変わらないのではないかと。

(コンサル) 然り。一方、全体として基本ポートフォリオからどの程度、乖離しているのかを推定トラッキングエラーでみるとして、その目的が、将来のリスクを察知することであるならば、どの時点のパラメーターが将来推計に相応しいかを判断する必要があり、これは中々難しい。

(委員) 技術的な問題は色々と思うが、基本ポートフォリオ設定時のパラメーターを使えば、長い目で見れば大きな問題は出てこないものと思う。とにかく一度、試算してみてもどうか。

(事務局) 実際に使うかどうかは別にして、どの程度、結論に差異が出るものか、基本ポートフォリオ設定時のパラメーターを用いた推定トラッキングエラーを試算する方向で検討する。

(委員) 望ましいリバランスルールを選ぶ際の指標として、収益性の指標であるインフォメーション・レシオを用いるのは必ずしも適切ではないのではないかと。リバランスルールは、リスクを管理することを目的とするものであって、それによって超過収益を狙うものではない。

(委員) 半値戻しルールリスク検証について見ると、半値戻しルールはコストが低くなる一方、想定損失は大きい結果になっているが、この結果をどう解釈すべきか。

(コンサル) この想定損失の差異は、リーマンショックと同様の金融ショックが発生した場合に、たまたま、半値戻しルール結果としてリスクが最大値まで高まっていた、と仮定した場合の金額であり、そうした事態が起こる確率は非常に低いと考えられる。さらに、そうした金額であっても、現在の剰余金額に比べればごく小さく、十分に吸収できる範囲なので、コスト削減効果の見込める半値戻しルールを継続することで良い、と考えている。

3. 平成 28 年度資産運用結果の報告書について

平成 29 年度第 5 回資産運用委員会において委員より出された意見を反映した、平成 28 年度資産運用結果報告書の最終案が提示された。事務局より主要な修正点について説明

し、審議の結果、提示された最終案を平成 28 年度資産運用結果報告書として对外公表することが了承された。

事務局側からの説明の概要は下記のとおり。

平成 28 年度資産運用結果報告書は[こちら](#)

- ・運用の基本方針の中の“運用の目標”の記載内容が経理間で異なることについて、理由を注記した。
- ・単年度の運用実績を、運用の目標である“中期的安定性”から評価するため、当該年度の運用実績が累積剰余(欠損)金に与えた影響と、その結果としての累積剰余(欠損)金の水準の下方リスク耐性に関する検証結果を記載した。
- ・ホームページ内に関連資料がある場合は、リンクによって参照が可能な形とした。

<主な質問、意見>

(勤生課長)「運用の目標」の関係では、現在作成中の次期中期目標において、各制度について採算利回りを確保するような期待収益率の設定を求めている。ただし、建退共と清退共については、剰余金の水準も考慮することとし、どの程度累積剰余金の取り崩しを行うのが適当かについて、機構の判断に委ねる形としている。したがって、長期的に、どのような期待収益率を設定するのが適切なのかについては、今後資産運用委員会の場で検討して頂きたい。平成 29 年度以降の報告書についても、その点に留意して記述いただきたい。

(委員) 建退共等についての今後の検討課題について了解した。

4. その他

平成 29 年度第 5 回資産運用委員会での問題提起への回答

平成 29 年度第 5 回資産運用委員会において新任委員から質問を受けた「中退共制度において必要と思われる累積剰余金の水準の考え方」、および「建退共制度における予定利回りと基本ポートフォリオと期待収益率の関係」、について事務局より説明を行い、資産運用委員として、認識を共有した。説明の概要は以下の通り。

(1) 中退共制度において必要と思われる累積剰余金の水準の考え方

二度と累積欠損状態に陥らないことを目指すという観点からは、従来の「サブプライム及びリーマンショックと同様の金融ショック発生時の想定損失額」だけでは、当該金融ショック発生時点で剰余金が枯渇してしまうことになる。その場合、リスク・バッファなしでリスク投資を行うことになる。

そうした事態を回避するため、様々な下方リスクを想定し、中期的に剰余金が枯渇するリスクが極めて低くなる水準を検討した。

具体的には、金融ショックと循環変動要因が重なった場合に想定される損失、金融

ショックが 2 回発生した場合に想定される損失、モンテカルロ・シミュレーションで中期的に想定し得る損失（1%tile 水準）等であるが、いずれの想定においても 4,000 億円強の剰余金が必要、との結果となった。モンテカルロ・シミュレーションは、こうした多様な検討のうち、最も統計的に説明力の高いものとして選ばれたものである。

なお、この剰余金水準は、あくまでも現時点の中期的見通しにおける望ましい水準であり、長期金利の低迷が長期間続き、基本ポートフォリオの期待収益率が大きく低下したり、金融市場構造の変化等により基本ポートフォリオの変動リスクが高まったり、あるいは被共済者数が減少して運用資金が減少し、投資効率が低下したりした場合等には、見直しが必要となり得る。

（2）建退共制度の運用利回りと基本ポートフォリオの期待収益率の関係

建退共制度の予定運用利回りと現行基本ポートフォリオの期待収益率との差異は、3つの要因で構成されている。

①制度要因

建退共の予定運用利回りは、共済手帳 1 冊に付与される金額の額面に対する比率であり、平均的な手帳更新期間を勘案した実質的な年率利回りが、予定運用利回りよりも低くなっている部分。

②財政要因

潤沢となった累積剰余金を還元するために、基本ポートフォリオの期待収益率よりも高い利回りを設定している部分。

③金融要因

基本ポートフォリオ設定時からの金融経済環境の変化により基本ポートフォリオの期待収益率が当初設定時よりも低下した部分。

<主な質問、意見>

（委員） 剰余金水準をめぐる議論の経緯、考え方については了解した。金利低迷が続いた場合に、期待収益率が低下することが懸念材料として挙げられたが、金利上昇局面に入った場合に発生が予想される債券運用でのキャピタルロスも懸念材料ではないか。

（事務局） 基本ポートフォリオは、複数の資産クラスの組み合わせとして最適なものを選定したものなので、個々の資産クラスの動向を眺めて単独で増減させることは不相当と理解している。一方で、昨年度見直しを行った中退共資産の基本ポートフォリオは、向こう 5 年間、長期金利横ばいと仮定して決定したものであるため、その前提条件が大きく崩れた時は、基本ポートフォリオ自体を見直すという形で対応する事になると考えている。なお、キャピタルロスについては、委託運用の債券投資では発生することになるが、自家運用部分につ

いては、満期保有を条件に簿価評価が適用されているので、キャピタルロス
は発生しない。

ただ、金利が上昇すれば、予定運用利回り引き上げ要望が強まることが予
想されるが、長期国債で運用している中、運用利回りが一般的な金利上昇ペ
ースに追いつかず、相対的に制度の魅力が落ちるおそれはある。

(委 員) 剰余金のあるべき水準については、資産運用委員会が本来審議する対象なの
か。

(事務局) 剰余金のあるべき水準は、本来は労政審において審議、決定されるものであ
る。ただ、あるべき水準は、基本ポートフォリオが抱えるリスクの水準なし
では決め得ないものである。そうした観点から、当委員会において基本ポ
ートフォリオを審議している際に、労政審からリスクに関する情報提供を求め
られたのが発端である。当機構における剰余金の議論は、予定運用利回りに
見合う期待収益率に付随するリスクの大きさとの関係で行われている。

予定運用利回りが決まれば、取らざるを得ないリスク量がある程度推計で
きる。そのリスクと剰余金水準との関係で、累損発生リスクの大きさも推計
できる。当機構は指示された業務を実行する執行機関ではあるが、執行する
内容を決める主体には、当該業務がどの程度のリスクを持っているのかを認
識して頂く必要があると考えている。

(勤生課長) 資産運用委員会は、本来は運用に関する技術的事項について審議をして頂く
場であるが、せっかく見識のある委員にお集まり頂いている機会を活用し、
当方から当委員会における検討をお願いした。

(事務局) 資産運用委員会発足後、勤生課長に労政審への情報提供を担って頂けること
になり、剰余金等制度要因についても議論されることになった。

(委 員) 金融の世界は金融機関と顧客との間の情報ギャップが大きいため、「適合性の
原則」が適用される。当委員会が、共済契約者と被共済者の代表が議論する
労政審の場に判断のための情報を提供して、本当に意向に合っているか確認
していくことは、「適合性の原則」にも適うものと言えるのではないか。

(委 員) 中小企業の退職金原資という運用資金の性格上、リスク回避度が高いという
ことを勘案すれば、モンテカルロ・シミュレーションで1%tileの水準を想定
したリスク・バッファは、リスク回避性に見合った適当な水準ではないか。

(委 員) 金融業においては自己資本とリスクと収益のバランスが重要な要素である。
積立型で毀損した場合に運用以外での補填方法がないという制度の特性を踏
まえると、剰余金の水準は、現在提示している責任準備金の10%程度という
水準でも万全なのか、どこかでしっかりと議論したほうがいい。

(了)