

令和元年度第5回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和元年10月29日（火）13：30～16：20

【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、田中委員、馬庭委員

※資産運用委員会規程に基づき、議題4については、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。

1. 委員長の選任及び委員長代理の指名

資産運用委員会規程第3条第1項に基づき委員の互選により、村上委員が委員長に選任された。また、村上委員長が、資産運用委員会規程第3条第3項に基づき、玉木委員を委員長代理に指名した。なお、本人欠席のため事務局より同委員に委員長代理就任に関する意向を確認することとした。※

☞「資産運用委員会規程」は[ここ](#)をご覧ください。

☞選任結果（資産運用委員名簿）は[ここ](#)をご覧ください。

※受諾の意向が確認され、玉木委員が委員長代理に就任した。

2. 議事録の確認

事務局より、令和元年度第2回及び第3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完了したため、7年後に公表する旨の報告が行われた。

令和元年度第4回資産運用委員会議事録（案）が提示され、11月中旬を目処に、各資産運用委員から修正の要否を事務局へ連絡することが了承された。

3. 退職金共済事業に係る業務上の余裕金の運用状況について（6経理）

事務局より、平成31年4月から令和元年9月における6経理（注）の運用実績について、以下のとおり報告があり、審議の結果、了承された。

また、前回の委員会にて問題が提起された、資産運用状況の実績値の公表形式について、事務局から選択肢の案が提示され、各資産運用委員より11月上旬を目処に事務局へ連絡することが了承された。

（注）合同運用資産（中退共給付経理、林退共給付経理）、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

- ・平成31年4月から令和元年9月の運用利回りは全経理でプラスとなった。
- ・委託運用の利回りについても全経理でプラスとなった。内外株価が上昇し、金利も国内外で低下したことによる。
- ・この間の運用受託機関のパフォーマンスをみると、外国株式について、各経理ともベンチマーク対比劣後した。それぞれの運用スタイルのリスク特性上想定される範囲内の動きではあるが、一部経理においてはスタイル分散が十分に出来てい

ない結果であると捉えている。

- ・ 資産運用実績の報告における収益率の表示方法については、全体の収益率は年率換算し、超過収益率については年率換算しない期間収益率で説明している。全体の収益率を年率換算するのは、期待収益率や採算利回りとの比較のためであり、超過収益率を年率換算しないのは、振れ幅が大きくなり誤解を与える懸念があるためであるが、混乱するので統一すべきとの意見もある。これらの表示方法を揃えるべきか否か、揃えるのであればどちらに統一すべきか、ご意見を賜りたい。

<主な意見・質問>

- (委員) 運用受託機関のパフォーマンス評価の指標である超過収益率については、年率換算しない期間収益率とするべき。
- (委員) どちらかに合わせなくても、各種収益率の表示形式として、それぞれの表題に年率換算値、期間収益率であることを明記しておけば良いのではないか。

4. 基本ポートフォリオの定例検証の構成等について

事務局より、令和元年度の基本ポートフォリオの定例検証について、検証の目的及び概要の説明が行われた。審議の結果、資産運用委員会として基本ポートフォリオの定例検証の目的意識に関する認識を共有するとともに、検証内容の構成について了承された。

事務局からの主な説明は以下のとおり。

- ・ 「定例検証の目的」については、平成30年度第8回資産運用委員会において、「中長期的に維持されるべき基本ポートフォリオについて、再構築が必要となるような前提条件に変化が発生しているか否か、を検証するもの」と位置付けることでご合意頂いた。
- ・ この目的意識を踏まえ、妥当性と有意性について議論が多かった効率的フロンティアを用いた検証を取りやめた。
- ・ 一方、基本ポートフォリオの構成を決定する変数である標準偏差、相関係数等の長期的推移についての点検を新たに付け加えた。これは、係数から計算される効率的フロンティアを2時点間で比較するよりも、係数自体の長期的推移により構造変化の検証を行う方が、基本ポートフォリオの有効性の確認として適切なのではないかとの発想によるものである。

<主な意見・質問>

- (委員) 昨今、各資産間の相関が高まっており、リスク分散効果が薄れているという話がよくされるが、相関係数の推移を見るとむしろ安定しているように見える。その辺りはどのように解釈しているのか。
- (事務局) リーマンショック以降、構造変化があったと思っているが、中退共の基本ポ

ートフォリオを見直した時点ではその構造変化も落ち着いていた。そのため、現在の基本ポートフォリオは構造変化を織り込んでいると考えている。また、その後は大きな構造変化は生じていないものと受け止めている。

(委員) 今回、10年でローリングを行った標準偏差及び相関係数の推移を提示して頂いたが、例えば5年間でローリングした場合や、データの期間を変更した場合であっても同様の結果となるのか。

(事務局) 10年以外でのデータについては、次回委員会にて提示させて頂く。なお、相関係数や標準偏差を算出する期間については、過去の委員会でも議論があったところであるが、短期的な振れの影響を受けないように長い期間をとるか、最近の動きを反映させるように短い期間を採るか、双方ともにメリットとデメリットがあると思料する。

(委員) 基本ポートフォリオの大宗を占める自家運用を考えると、金利の見通しにより期待リターンは大きく変わってくると思うが、内閣府の経済予測等のような金利が上昇していく見通しを今回の検証では盛り込んでいるのか。

(事務局) 金利の見通しをどう置くかについては、中退共の基本ポートフォリオ策定時に資産運用委員会でご議論頂いた。受益者の利益を専一に考えると、楽観的な収益見込みとなる金利上昇見通しを採用するのではなく、ゼロ近傍で横這いとの見通しを置くこととなった。その意味で、現行基本ポートフォリオにおける最も重要な前提条件の一つは長期金利がゼロ近傍で横這うという見通しであり、その前提条件が崩れた場合には、基本ポートフォリオの見直しを行うことになると考えている。

(委員) 本日の議論とは異なるが、中退共は制度として安定していくことが見込まれるので、委託運用を増やす代わりに自家運用で30年の債券を持つというリスクの持ち方も考えられるのではないか。

(事務局) 当機構の退職金共済制度は、GPIFと異なり積立型であることを踏まえ、自家運用については、流動性確保に充てるため、年限を負債サイドと揃えたラダー型運用を行っている。

5. マネジャー・ストラクチャー見直しの総括ペーパーについて

事務局より、平成30年度より実施してきたマネジャー・ストラクチャーの見直しについての総括である「マネジャー・ストラクチャー見直しについて一選考過程・結果の総括」の案が提示され、説明が行われた。

審議の結果、各委員が11月中旬までに事務局までに修正の要否について連絡を行い、事務局にて最終案を作成したうえで、全委員の了解が得られた段階で公表することとなった。

☞ 「マネジャー・ストラクチャー見直しについて一選考過程・結果の総括」は [ここ](#) をご覧下さい。

<主な意見・質問>

- (委員) 今回提示された案を公表予定ということであるが、公的機関等でマネジャーの選考過程について詳細に公表しているところは他にあるのか。
- (事務局) 欠けている運用委託先を補う形での選考がほとんどであり、このような一遍に見直すという方法は異例であると考えている。選考基準等も従来から変更しており、さらに選考への影響を考慮し、マネジャー・ストラクチャーの見直しに関する議論の内容については議事要旨に掲載せず選考終了後に総括報告書を出すと表明していたこともあるため、詳しく解説させていただいた。
- (委員) 体制面やキーパーソンの評価といった場合、外資系については、実際に運用する海外のマネジャーを本当に評価したのか、という疑問が呈されるのではないか。
- (事務局) 外資系については、海外の運用責任者が実際に面談に参加したパターンが多かった。また、運用部門の指揮命令系統については海外も含めて突っ込んで聴取した。

6. 林退共における合同運用の金額増額について

事務局より、林退共の中期計画における資産運用の目標である「合同運用割合の引き上げを検討し、必要に応じて見直しをおこなうこと」について機構にて実施した検討及び見直しの内容について説明が行われ、審議の結果、了承された。

事務局からの主な説明は以下のとおり。

- ・ 林退共については累積欠損金解消計画の見直しが急務であるが、長期的な収支予測を立てるために、被共済者の実態を把握する必要があること、今年度実施予定の財政検証の結果等も踏まえる必要があること等が勘案され、財政検証後9か月以内に累積欠損金解消計画を見直すことになっている。
- ・ 「合同運用割合の引き上げ」は、累積欠損金解消のために運用面で採り得る施策として検討対象となったもの。
- ・ 林退共における合同運用割合引き上げの適否、可否について、現在の林退共制度が抱えているリスクの状況、収益性、流動性等の観点から検証を実施した。
- ・ 林退共制度の抱えているリスクについては、合同運用開始時の期待リターンを前提としたモンテカルロシミュレーションを実施した結果、下位1%タイルの場合、5年間で発生する累積欠損金が拡大するが、現在の基本ポートフォリオの期待収益率については、採算利回りに対して逆ザヤとなっている。
- ・ 累積欠損金を抱える中でリスクを増やすことは原則には反するが、経費削減と合わせて逆ザヤを解消する施策として、「合同運用割合の引き上げ」は肯定し得ると判断した。
- ・ 合同運用への資金追加により、流動性に問題の生じないことも、過去の退職金

額、退職者比率等を踏まえて確認した。

- ・ 以上から、合同運用への資金追加は適切かつ可能であるとの結論に至った。

<主な意見・質問>

(委員) 流動性リスク検証のところで、退職者比率については過去における最大値としているものの、退職金額については直近の値を採用しているが、なぜか。

(事務局) 過去のデータを見ると、退職者比率が大きく上昇する局面において退職金額が大きく上昇するというような事態は生じていないことと、近年における退職金額の低減傾向を勘案したものである。

(委員) 林退共制度の累積欠損金が解消されていない要因の一つとして、責任準備金の増加を挙げられていたが、今後も同様の要因により累積欠損金が増加していく可能性がある。その場合、今回のような運用の見直しだけでなく、運用以外の部分での抜本的な見直しを別途考える必要があるのではないか。

(事務局) 過去の資産運用委員会で林退共制度の累積欠損金解消計画について議論した際に、資産サイドで出来る事には限界があるとの意見を頂いた。機構としては、財政検証の結果を踏まえ累積欠損金解消計画を作成するが、資産運用委員会では、その累積欠損金解消計画が、資産運用として問題がないかを審議して頂くことになるかと思う。

7. 資産運用受託機関の評価基準について

事務局より、抜本的な見直しを予定している運用受託機関の評価基準の大まかな方向性について説明が行われた。審議の結果、資産運用受託機関の新しい評価基準の方向性について、資産運用委員会として情報・認識を共有し、事務局においては、今回の審議内容を踏まえた上で、評価基準案の作成を行うこととなった。

<主な意見・質問>

(委員) 定量評価と定性評価については、あまり対立的な概念として表現をしすぎると誤解を招く可能性がある。両者についての表現を工夫して頂きたい。

(委員) 運用機関のモニタリングでは、ヒアリングの時間だけでなく、回数も重要であると考えている。回数を重ねると、受託機関の説明と実際の運用の間の矛盾が炙り出されてくるものであり、その説明を運用機関がどのように行うかを見ていくことは、モニタリングの手法として有用であると考えている。

(了)