

令和元年度第7回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和2年2月21日（金）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、玉木委員長代理、田中委員、中島委員、馬庭委員

1. 議事録の確認

事務局より、令和元年度第5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6回資産運用委員会議事録（案）が提示され、3月中旬を目処に、各資産運用委員から修正が必要な場合に事務局へ連絡することが了承された。

2. 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12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。

（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12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、全体では全経理でベンチマークを上回った。資産ごとのパフォーマンスでは、各経理とも外国株式がベンチマーク対比で劣後した。スタイル分散が十分に出来ていない結果であると考えているが、中退共・林退共同運用資産における外国株式のパフォーマンスについては、12月上旬まではマネジャー・ストラクチャーの見直し前の運用実績であり、運用受託機関交代後の、1月以降の運用に期待したい。

3. 平成30年度資産運用結果に対する報告について

事務局より、平成30年度資産運用結果報告の案文が提示された。審議の結果、各委員が3月上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。

☞「平成30年度資産運用結果報告」は[ここ](#)をご覧ください。

事務局からの主な説明は以下のとおり。

- ・ 本報告は、機構の資産運用が運用の基本方針に沿った形で行われたかについて、基本方針の条文ごとに確認する形でまとめたものであり、機構が作成する報告書で

ある。

- ・ しかしながら、本報告は、資産運用委員会が機構の資産運用について評価し、公表している「資産運用に関する評価報告書」と内容に重複感があること、また本報告の公表内容が、公表時点から見ると、2年近く前と旧聞に属する内容である点等を当委員会からかねてより指摘があった。
- ・ 勤生課と協議して見直しを行った結果、本報告については、令和元年度以降、その内容を「資産運用に関する評価報告書」に組み入れることとした。したがって、本報告の作成は今回の平成30年度版で最後となる。
- ・ 平成30年度版の主な特徴点は次のとおり。
 - ① 平成30年度から、第4期中期計画に入り、中期目標が変更されたことに伴い、「資産運用の基本方針」の運用の目標等が変更されている。運用の目標については、前期中期計画では収益の確保に眼目が置かれていたが、第4期中期計画では「必要な利回りを最低限のリスクで確保」することとされ、リスクとリターンのバランスも求められている。
 - ② 「基本ポートフォリオの毎年度検証」については、定例検証の位置付けについて、「基本ポートフォリオの見直しが必要となるような前提条件の変化が生じていないかどうかの確認」であることを明記した。※
※平成30年度に当委員会において審議され、合意されたもの。
 - ③ 自家運用の分散投資においては、清退共特別給付経理において、残存年数が短い債券の利回りがマイナス金利となっていることから、ラダー型のポートフォリオ構築が実現できていない旨を記載した。
 - ④ 平成30年度から実施したマネジャー・ストラクチャーの見直しにおいては、従来とは異なる評価基準で実施した旨を記載した。

<主な意見・質問>

- (委員) 「必要な利回りを最低限のリスクで確保」という目標については、長期的な観点から実施する必要がある、ということを繰り返し説明していく必要がある。資産運用に慣れていないと、最近の状況がずっと続くように考えてしまう傾向があり、その結果、短期的に良い運用結果が出た場合、必要な利回りを最低限のリスクで確保という観点から、もっとローリスクのポートフォリオに変更すべきという議論が出てくるのがよくある。運用に携わる者が、運用については長期的な観点から判断すべきであることを、注意喚起していく必要がある。
- (事務局) 中退共の次回の財政検証において検討課題となっている付加退職金制度の問題は、正にそうした長期的観点の重要性が論点になると考える。
- (委員) 「資産運用の基本方針の規定」に中期と長期という文言があるが、具体的な

期間が読む人まかせになってしまうので、もう少し具体的な定義があると、この報告書を読む方にとっては親切ではないか。

(事務局) 具体的な定義があるわけではないが、機構は中期計画の独立行政法人であるので、中期の目途は5年程度と考えている。

(委員) 運用の目的については、「事業の安定的運営に必要な収益の長期的確保」をポートフォリオ全体で、どのような形でやっているのかが、ここで記載されるべきであるが、内容的に自家運用のことしか書かれていない。

(事務局) 委託運用部分においても、スタイル分散等により、運用の目的の達成を目指しているということを記載させて頂く。

(委員) 本報告を評価報告書に組み入れるとのことであるが、勤生課との議論の内容及び組み入れ方の方向性如何。

(事務局) 「運用の基本方針」の条文に沿った形での評価、という形式は残すべきとの議論があり、一方で重複を可能な限り避けるため、逐条的な適合性の評価部分については、結論のみをまとめた表形式で別添資料とする方向を考えている。

4. 資産運用受託機関の評価基準について

事務局より、資産運用受託機関の評価基準について、これまでの委員会における意見を踏まえた修正案が提示され、説明が行われた。

審議の結果、資産運用受託機関の評価基準案について、追加的なコメントがある場合には、各委員より3月上旬をめどに事務局まで連絡することとなった。また、外部への開示については、引き続き、事務局にて検討することとなった。

事務局からの主な説明は以下のとおり。

- ・ 評価の「目的」について、原案では「委託金額の変更の要否判定」としていたが、それは「手段」ではないか、とのご指摘を踏まえ、「機構として運用の目標を達成する可能性を高からしめること」に変更した。
- ・ 「評価の方法」として、相対評価ではなく期待レベルに対する評価という形をとることや総合点での評価ではなく項目別評価とすること、評価の頻度等を記載した。
- ・ 「評価の概要」として、具体的な評価項目を取りまとめた。

<主な意見・質問>

(委員) 評価項目の名称については、人によって解釈が異なる可能性がある。評価の基準がぶれないように、言葉の定義を注記しておく必要がある。

(委員) 評価基準についての開示の方針如何。

(事務局) 現段階では開示は考えていないが、運用の基本方針は開示しているので、評価ポイントはそこで開示することを考えている。

(委員) 評価基準の開示は、運用会社に対して、しっかり準備して対話する必要のあ

るアセットオーナーであることを知らしめるメッセージになり得る。

- (委員) 運用受託機関との対話を建設的なものとするには、機構の評価に関する考え方を伝える必要があり、組織としての説明責任を果たす上では、運用業界全体にある程度情報発信した方が、無用の憶測等を避けられるのではないかと。
- (事務局) 対外公表の方法等、検討する。
- (委員) 公的機関のアセットオーナーとして、運用業界全体の水準を上げていくという理念があるのであれば、業界全体への情報発信は重要なポイントである。
- (委員) 運用受託機関によって、目標として申告している超過収益率の目標水準や位置付けが異なると思うが、評価方法如何。
- (事務局) 超過収益率の水準だけで横並び比較をすることは考えていない。安定性等も含めて期待する水準を個別に設定して、その水準と比較して評価することを考えている。
- (委員) 自己申告の水準は高めに設定されており、実現は難しいことが多い。
- (委員) 各ファンドの目標水準は、自主申告の数字そのものではなく、様々なミーティング等を踏まえて機構が期待する水準を設定するものであろう。
- (委員) 超過収益率を運用受託機関同士で単純に横並び比較をしないということは理解したが、同スタイルのユニバースの中での比較は行わないのか。
- (事務局) 運用コンサルティング会社に依頼し、実施する予定。
- (委員) 超過収益率でみた運用実績は、規律付けの観点から必要である一方、それ以外の定量的評価方法として、ポートフォリオの構築において、リスクの水準が目標に届いているか、宣言した運用スタイルを実現できているかについて見ることも重要であり、定量的にチェックすべき。
- (事務局) 自己申告の水準が達成できないとしても、運用結果の定期報告会等では、その理由について確りと説明を求めていきたい。
- (委員) そこは厳しく追及すべき。ポートフォリオ構築において瑕疵がないか、定量的にも確認したうえで説明を求めることが必要。
- (委員) 機構とビジネスをすることが大変であり、一方で機構とビジネスすることが勲章になる、そうした存在になるために、厳しい対応も必要。

5. 給付経理と特別給付経理の合同運用について（建退共）

事務局より、建退共給付経理と建退共特別給付経理の合同運用について説明が行われた。審議の結果、建退共給付経理と建退共特別給付経理の合同運用を実施する方針について、委員会として了承した。

事務局からの主な説明は以下のとおり。

- ・ 特別給付経理については、現行の委託運用における委託金額が 150 億円と少額であり、委託先も分散されておらず、運用効率が低下している。

- ・ 上記への対策として、給付経理と特別給付経理の合同運用を検討しているところであるが、合同運用を実施するには、根拠法令の改正が必要である。合同運用の具体的な中身については今後議論頂くとして、今回は省令改正に先立って合同運用を実施するという方針について、ご承認いただきたい。
- ・ 合同運用を行うメリットとしては、給付経理においては、運用に係る費用負担の軽減、特別給付経理においては、資産規模の制約から特別給付経理単体では困難であるマネジャー・ストラクチャー見直しの効果を享受するということが見込まれる。
- ・ 以上の理由から、基本ポートフォリオの見直しに併せて、合同運用を実施する方向で検討していきたい。

<主な意見・質問>

- (委員) 予定運用利回りが決まったのち、基本ポートフォリオを決めることになるかと思うが、安全資産の期待リターンが軒並み低下していっている中で、3%の予定運用利回りはもう実行不可能。そうなると、財政検証で決定される予定運用利回りが非常に重要。現時点での目途如何。
- (事務局) 運営委員会・評議委員会では、1.6%以上1.8%以下の範囲ということで提案する予定。建退共は働いた日数分、証紙を貼るシステムであり、1年分に相当する252日分が貼られるのに、平均的には20か月程度掛かっている。したがって、受け手にとっての利回りは大体0.6掛けくらいになる。
- (委員) 予定運用利回りが決まった後、基本ポートフォリオを決めることになるが、予定運用利回りが余り高い水準になると、資産の6割を占める自家運用は売却できない以上、残り4割でかなりリスクを取らざるを得なくなる。この点は確認が必要。
- (事務局) 基本ポートフォリオについては、予定運用利回りが決まった後、改めてご議論頂く。
- (委員) 予定運用利回りが決まってしまうと基本ポートフォリオはそこに縛られて作られることになる。中退共の基本ポートフォリオの期待リターンは、策定時で1.1%だが、その後、安全資産のリターン予想値は軒並み下げている。この中で、予定運用利回り1.6%が、実効的には1%前後になるとしても、かなりきついと思われるので、ご認識いただきたい。
- (委員) 給付経理と特別給付経理で合同運用すると、自家運用の比率に15%程度差があるので、その分両経理の間で異なる期待収益率となる。その場合予定運用利回りとの関係で整合性が取れなくなってくる可能性があるのではないかと。
- (事務局) 財政状況に応じて給付経理と特別給付経理で目標とする採算利回りは異なるものになる。両経理の差異の調整は自家運用にて行うことを考えている。

(委員) 自家運用のウェイトで調整を行うとしても、15%の差をいきなり埋めることはできないので、調整中は期待収益率や基本ポートフォリオが変わってくる
ことについて、どのように説明を行うかという点については留意する必要がある。

6. 資産運用の基本方針の改正について

事務局より、資産運用の基本方針について、①中退共・林退共の合同運用に清退共が加わることに伴う変更、②金銭信託から包括信託への用語の変更、③林退共において、自家運用から委託運用への資金移動を行うことに伴う基本ポートフォリオ構成比の変更、に係る改正を行う旨の説明が行われた。審議の結果、基本方針の改正について了承された。

(了)