

平成 27 年 12 月 8 日 (火)  
勤労者退職金共済機構 16 階 A B 会議室

### 平成 27 年度第 2 回資産運用委員会議事録

○清水資産運用部次長 定刻前ではございますけれども、皆様そろったようでございますので開催させていただきます。

既に白杵委員からは、本日欠席される旨の連絡をいただいております。

資産運用委員 5 名のうち 4 名の出席が確認できましたので、委員会規程に定める定足数に達しまして、本委員会は有効に成立いたしました。

ただいまから平成 27 年度第 2 回資産運用委員会を開催させていただきます。

委員の皆様におかれましては、師走の大変お忙しい中お集まりいただきまして、まことにありがとうございます。

初めに、理事長の水野から皆様にご挨拶を申し上げます。

○水野理事長 それでは私から一言、座ったままで恐縮でございますけれども、ご挨拶を申し上げます。

本日、大変お忙しいところ、前回からまだ 1 カ月たっていませんけれども、ご参集いただきました。大変ありがとうございます。

私から 2 点だけ、今日は申し上げたいと思います。

第 1 点目ですけれども、これは前回も申し上げましたけれども、本委員会の新設の目的は、資産運用のリスク管理体制の強化であるということでございます。この機構は中退共、建退共、清退共、林退共と 4 つの制度が合併してできているわけでございますけれども、それぞれの制度は設立経緯が異なりますし、その結果として制度ごとに制約条件も異なります。どうか本委員会では資産運用のあり方に絞って、この新設の目的でもございますので、資産運用のあり方に絞ってご示唆、ご提言をいただければありがたいというふうに思います。

第 2 点目、これも前回も申し上げましたので確認でございますけれども、当機構の資産運用の基本原則は、「安全かつ効率」であるということでございます。

以上、私から簡単ではございますけれども、この 2 点を申し上げさせていただいて、ご挨拶にかえさせていただきます。

どうぞよろしく願いいたします。

○清水資産運用部次長 それでは資料の確認をいたします。お手元、委員会の座席表、そして委員会次第の 1 枚ものですが、この用紙の次に左とじになっています議題資料をごらんください。右上に資料番号を付しております。

資料 1 「基本ポートフォリオの検証について (中退共)」というものです。

資料2「基本ポートフォリオの検証等について（清退共）」というものです。

資料3「基本ポートフォリオの見直し等について（建退共）」になっています。

資料4「中退共と林退共の合同運用等について」であります。

資料5「第1回資産運用委員会資料の訂正について」、こちらは1枚物であります。

資料6「平成27年度第1回資産運用委員会議事録」であります。

続いて参考資料といたしまして、参考1「資産運用委員名簿」、こちら1枚物です。

参考2「運用の基本方針」、6経理となりまして、6つの左とじのものがクリップでとじられております。

参考3「資産運用委員会議事録作成および公表要領」、こちら1枚物です。

参考4「第2回資産運用委員会の議題についての意見(コメント)」となっておりますが、こちらの資料は、本日欠席になっております臼杵委員から事前にこの議題につきましてコメントいただいたものでございます。

最後、これは「平成27年11月13日の運用委員会資料4」、そして下側に「平成27年12月8日訂正」となった1枚物でございます。

以上でございますが、不備はございませんでしょうか。よろしいでしょうか。もし足りないものがございましたら、議事進行の途中でも構いませんので、その都度お申し出くださいませ。

それでは、この後の議事の進行につきましては、村上委員長にお願いをいたします。

○村上委員長 検討対象となる資料もたくさんあるようですので、本日も議事進行に関しまして円滑に進行しますよう、ぜひ皆様方のご協力をよろしくお願いいたします。

それでは、次第のほうに沿って議事を進めてまいりたいと思います。

まず議題1、中退共の基本ポートフォリオの検証についてを、事務局からご説明をお願いいたします。

○松永運用リスク管理役 運用リスク管理役の松永でございます。私から説明をさせていただきます。

資料は、「資料1」の『基本ポートフォリオの検証について（中退共）』でございます。『資産運用の基本方針』におきまして、基本ポートフォリオは「毎年度検証を行い、策定時の諸条件が変化した場合は、必要に応じてその見直しを行う」と定めておりますが、これは、その今年度の検証結果についてのご報告でございます。

それでは1ページをご覧ください。まず、「検証の目的」は、現行の基本ポートフォリオについて最新の経済・市場予測に基づき、その効率性と安全性を確認するものでございます。なお5行目に※印の文章で説明しておりますとおり、この検証に用いております各種データは、コンサルタントとして委託した野村証券作成のものでございます。そして、フォワードルッキングな観点を取り入れるべくマクロ経済予測を用いていますが、国内については内閣府の『中長期の経済財政に関する試算』におけるベースラインケースを、海外については英国のコンサルタント会社作成のものを用いております。

ベースラインケースと申しますのは、内閣府がメインシナリオと位置づける経済再生ケースよりも緩やかな成長経路となる場合を想定したものでございます。

次に「検証の方法」ですが、まず、今回算出された各資産の期待収益率とリスク、リスクは標準偏差で表します、そして資産間の相関係数に基づき効率的フロンティアを導出します。そして次に、基本ポートフォリオの期待収益率とリスクを算出し、効率的フロンティア上の数値との乖離状況を見ることにより効率性を確認し、また市場環境変化に対する影響度を分析することにより、安全性を確認します。

「3. 各要素の推計方法」。ここでいう各要素とは、各資産の期待収益率とリスク、資産間の相関係数のことですが、これらは現行の基本ポートフォリオ策定時と同じ方法で行っております。

まず（1）の期待収益率は、長期マクロ経済予測に基づき推計を行いました。それぞれ簡単に紹介させていただきますと、国内債券は金利予測に基づき、インカムゲイン、ロールダウン効果、キャピタルゲイン（ロス）を勘案して推計し、国内株式は修正GDPモデルにより推計しています。この修正GDPモデルは2ページに計算式を記載しておりますが、これは「株式の収益率は企業収益の成長率+配当利回り」であるという考え方から策定されているモデルでございます。外国債券と外国株式は、それぞれ構成比率の高い5カ国について、国内債券、国内株式と同じ方法で推計し、当該5カ国の時価総額で加重平均した値としております。なお、為替は中長期的には影響は中立的であると考えられるため、リターンをゼロとしています。そして自家運用は、掛金等収入、退職金等支払い、現在保有しております債券の償還分の再運用見込み等を組み合わせて推計しています。

次に（2）のリスク、相関係数ですが、これらは過去データから推計しております。推計に用いたデータは、基本ポートフォリオ策定時と同じく10年でございます。

そして4. は、各資産の期待収益率の推計において前提とした長期マクロ経済予測です。先ほどご説明しましたとおり、国内は内閣府の『中長期の経済財政に関する試算』、海外は英国のコンサルタント会社作成のもので、（1）が日本、3ページに移っていただきまして、（2）米国、（3）欧州でございますが、内容については割愛させていただきます。

4ページをご覧ください。表が2つありますが、上が今回算出された各資産の期待収益率とリスク（標準偏差）、そして資産間の相関係数でございます。そして比較のために、下に「参考」として、現行の基本ポートフォリオ策定時のデータを記載しています。それぞれ、上から順に各資産の期待収益率、リスク（標準偏差）、資産間の相関係数です。今回の結果について、策定時との比較を表の下に簡単にコメントしておりますが、期待収益率は全ての資産において低下しています。またリスクは、内外債券は若干低下していますが、内外株式は上昇しています。そして相関係数は、リスク性の資産間で上昇、すなわち分散効果が低下した結果となっております。

次に5ページをご覧ください。このページで、今回算出した現行基本ポートフォリオの期待収益率と標準偏差、そして効率的フロンティアとの乖離状況をお示ししています。ま

ず、上の表をご覧ください。一番上の「基本ポートフォリオ」とありますが、今回の推計結果でございまして、基本ポートフォリオの期待収益率は1.91%、リスク（標準偏差）は3.43%となりました。表の下に※印で記載しておりますが、策定時の期待収益率は2.60%でしたので、今回0.69%の低下、リスクは3.02%でしたので、逆に0.41%の上昇となりました。

次に効率性の検証です。下の図をご覧ください。これは、効率的フロンティアと基本ポートフォリオとの関係を示したものです。右斜め上に伸びております線が効率的フロンティアです。そして、白抜きの◇が現行の基本ポートフォリオが位置するところですので、ご覧いただきますとおりの効率的フロンティア上にあることが確認できます。すなわち現行の基本ポートフォリオが効率的であることが確認できたこととなります。

6ページをご覧ください。期待収益率が低下し、リスクが上昇した現行の基本ポートフォリオについて、モンテカルロ・シミュレーションを行い、利益剰余金の将来推移を確認しました。昨年度末の運用資産額や、利益剰余金の額、責任準備金等の予測、そして付加退職金などを反映させてシミュレーションを行った結果が、(2)の「シミュレーション結果」です。グラフの横軸は昨年度末からの将来10年間、縦軸は利益剰余金の額です。シミュレーション結果を%タイルで表示していますが、下にコメントしておりますとおりの、市場環境が不調時の25%タイル、下から2つ目の折れ線ですけれども、これを想定した場合においても各年度で3,000億円以上の利益剰余金額を確保する結果となりました。

7ページをご覧ください。最後に、下方リスクに対する耐性を確認するために、バリュエーション・アット・リスクの計測とストレステストを行った結果でございまして。まず(1) VaR（バリュエーション・アット・リスク）ですが、これは95%信頼区間と、99%信頼区間について、過去30年間のデータに基づき、ヒストリカル法と分散共分散法により計測を行いました。結果について表の下にコメントしていますが、最も大きいポートフォリオの損失額は、ヒストリカル法の1年、99%信頼区間においてマイナス3,952億円と、昨年度末の利益剰余金額と同水準となりました。これは言い方を変えますと、「1年後に生じるであろう損失額は、99%の確率でマイナス3,952億円までの水準に止まるであろう」ということとさせていただきます。

次に(2)のストレステストですが、こちらは過去の2つの事象を想定し推計を行いました。1つがITバブル崩壊後の株式下落局面、平成12～14年度の3年間です。そしてもう1つが、サブプライムローン問題からリーマンショックに至った平成19～20年度の2年間です。それぞれ当該期間のインデックス収益率を用いて推計していますが、一部、ストレステストにおいて適切でないと判断される場合は、今回の期待収益率を用いております。結果は、リーマンショックに至った事象を想定した場合においても、ポートフォリオの損失額は昨年度末の利益剰余金額の範囲内に収まるものとなりました。

検証は以上ですが、最後に8ページをご覧ください。「まとめ」でございまして。まず、5ページでございましたとおりの、現行の基本ポートフォリオは引き続き効率的である

こと、そして6ページと7ページで推計を行ったとおり、下方リスクに対しても一定程度の耐性を有していることが確認できました。ただし、今回の推計結果を策定時と比較しますと、基本ポートフォリオの期待収益率は0.69%低下し、リスクは0.41%上昇しております。この結果は金融資本市場の変化を窺わせるものとも言え、「現行の基本ポートフォリオについては、見直しの必要性を検討していくこととする」とするものでございます。

説明は以上でございます。

○村上委員長 ありがとうございます。ただいまのご説明についてご質問、ご意見等がございますでしょうか。徳島委員、お願いします。

○徳島委員 現行の基本ポートフォリオの策定にかかわった立場から余り申し上げるのは何かと思いますが、今回の検証の手法につきましては、おおむね一般的な企業年金さん、公的年金さん等で行われていらっしゃる検証について着実にやっつけられているというふうに拝察しております。結果についての大きな違和感を感じておりません。

ただやはり、どうしても今後10年間の長期の予測を前提にされている中で、特に日本にしましてやはり金利が緩やかに上がっていくというところを前提にされていると思います。ご説明のとおり内閣府のモデルの中でもベースラインケースという実は悲観的なシナリオを使っているんですが、どうも足もと既に10年国債0.3%という水準にあるものですから、この前提でやれば確かに基本、問題はないだろうと思うわけですが、本当にこんなに金利が上がるのかなということ。逆に金利が上がらなくなったときに、このまま今の10年が0.3、0.4ぐらいで横ばいになってしまったらどうなるんだろうというところを一番危惧します。

同様にアメリカにつきましても金利が順調に上がっていくと。先週公表されました雇用統計を見ていると今回の利上げは、1回目はあるだろうなど。ではその後どういうペースで上がっていくのかということを考えますと、果たしてアメリカもこうやって順調に金利が、あと2~3年で4%まで上がるのかどうか。やっぱりちょっと金利が上がらないリスクということを常に考えておいていただけたほうがいいのかと考えております。

その辺、先ほどのストレステストの中でも低い収益率のほうを使っているんですけど、かなり保守的にやっつけられているんですが、やや更に、これよりももっと状況が厳しくなるリスクがあるなということを、現時点では、この基本ポートフォリオの検証におかれましては、頭の片隅にでも置いておいていただければ十分かなと思います。

○松永運用リスク管理役 長期マクロ経済予測の中でも特に内外の金利につきましてはご指摘の通りだと思います。現行の基本ポートフォリオ策定時と同じ方法で算出するという前提を検証を行いました。正にこの点は検討が必要かと考えます。また、ご指摘の趣旨とは異なりますが、債券につきましては、今後マネージャー・ストラクチャーの再構築を行っていく際に、投資対象ユニバースの拡大を図るでありますとか、まずはできる範囲で期待収益率を高める検討をして参りたいと考えております。

○西川理事 あわせて一言だけ追加させていただきますと、徳島委員からいただいたご提

言、本当にまさにそのとおりだなと思っています。こちらの最後の結論でも書かせていただきましたが、今までの検証ですと過去のデータをもとに検証するのと、それから国の公的な経済予測に基づいて将来についての検証を行うという2段構成でやっていたわけですが、過去のデータについては市場の構造が近年変わってきているということが示唆されているという問題があり、また将来についても公的な経済予測を使用することでいいのかという懸念があり、両面から、現在の検証方法の妥当性について頭を悩ませているところがございます。したがって、ポートフォリオの見直し等をこれから行っていく際には、例えばシナリオ分析のような新しい手法をどうやって取り入れていけば説得的なのか、というようなことも含めまして、ご提言、ご示唆をいただければありがたいと思っている次第でございます。

○村上委員長 ほかに何かございますでしょうか。よろしいですか。

それでは臼杵委員から意見をいただいているようでございますので、そちらのほうにつきまして事務局のほうからご説明をいただけますでしょうか。

○松永運用リスク管理役 資料は「参考4」でございます。『第2回資産運用委員会の議題についての意見(コメント)』の2ページ目が、中退共の「基本ポートフォリオの検証」についていただいたご意見でございます。

臼杵委員長代理からは、各資産の期待収益率などのパラメータを推計するときの方法でありますとか、為替のリスクを考慮した上でのホームカントリー・バイアスの必要性など制約条件の考え方、また、平均分散法だけでなく下方部分積率法などを用いての資産構成割合の検討、そして今回のようにリスク当たりリターンが低下した局面での資産クラスやベンチマークの見直しの必要性など、多くのご指摘をいただきました。

今回は毎年度行う基本ポートフォリオの検証でございましたので、策定したときと同じ方法で効率性などを確認いたしました。今後予定しておりますマネージャー・ストラクチャーの変更や、基本ポートフォリオの見直しを検討するとき等の課題とさせていただきます。特に基本ポートフォリオの見直しを検討するとき、ご指摘の下方分散を最小化するポートフォリオ構成を求める手続き等は非常に重要であると考えております。

以上でございます。

○村上委員長 今のご説明につきまして、何かございますでしょうか。

○江川委員 先ほど市場の構造が変わってきたということの関連で、今まではいろいろな違うアセットクラスに投資をするということがリスクの分散になってきたのが、だんだん海外と日本の市場が一体化して連動することになってきたので、全く違うものにしていかないと、余り海外と日本と分けたということでの分散が効かなくなったということはよく言われているので、例えばさっきホームカントリーバイアスのことをおっしゃっていましたが、そういう意味でもう少し、臼杵委員もおっしゃっていますが、グローバルに見て余り日本に固まらないようにするというのは考えていくべき方向ではないかなというふうに思います。

○松永運用リスク管理役 ありがとうございます。ご指摘の通りこれだけ経済がグローバル化しておりますので、ホームカンントリーバイアスにつきましても、基本ポートフォリオ見直しのときには十分に検討する必要があると思っております。為替の影響ですとか、その辺のリスク管理も重要でありますけれども、それらも含めまして十分に検討していきたいと考えております。

○村上委員長 ほかはよろしいでしょうか。

私のほうから一言お話させていただきたいと思いますが、今、江川委員のほうからもお話がありましたように、ホームカンントリーバイアスの問題であるとか、資産相互間でのグローバルに相関が高まっている問題だとか、いろいろ昨今話題に、要はポートフォリオの構築で課題になっていることというのがグローバルにあります。

それから、臼杵委員からもいろいろご提言があったわけなんですけれども、この中には先ほど事務局のほうで整理していただいた基本ポートフォリオ構築にかかわる課題と、ポートフォリオの検証時にどういうふうにやるかというような、そういう課題と両方含まれている部分があるかと思えます。西川理事からのご説明もございましたが、現在の検証方法やなんかの妥当性を含めて、課題となりますところはピックアップして、この委員会も含めて検討していくというようなことをやっていったらいいんじゃないかと思えます。

もう1つ、現在の検証方法につきましても、例えばこれはポートフォリオの構築方法にもかかわっているんですけれども、リターンについてはいろいろ予測を一生懸命やりまして、リスクについては過去10年を使っているという、このあたりの妥当性というのも非常に問題があるんじゃないかと思うんですね。基本ポートフォリオの政策として決定することとは、過去どれだけの期間を使うにしても、それが最善の見積もりになっていなければならないということで、過去10年を使うことが本当に将来の見積もりにとって最適なエスティメートなのかどうかという、そういう問題もあると思えます。

それから検証するときにはまたずらしていくというのも、これはいいのか悪いのかという。それは構造が次第に変わっていくという、どういう思想でそういうことをやるのかという、その辺が重要なのではなからうかと思えます。例えば株式の価格形成なんかにつきましても、小型株なんかだと10年間ぐらいのサイクルでよかったり悪かったりするというようなことがあったり、バリューやグロースも何年かサイクル。そうすると、期間をずらしていくとそういうような波をまた後から追いかけていくようなことにもなりかねないということがありまして、そのあたりのリスクの予測の仕方というのも、相関係数や何かにかもかかってきますけれども、どういう思想でという、そこのところはいろいろな選択方法がありますので、そのあたりの思想をきちんと説明できるということが非常に重要なんじゃないかと思えます。そのあたりをぜひやっていったらよろしいんじゃないかと思えます。

ちょっと長くお話ししましたが、以上でございます。

○水野理事長 ありがとうございます。おっしゃるとおり、やはり背景となっている思想の説明責任と、それから今回説明で終わっておりますけれども、この背後にある課題を提

出した上で、議論ができるようにしたいというように思います。どうぞよろしく申し上げます。

○村上委員長 それでは次の議題のほうに移らせていただきたいと思います。

議題2の清退共の基本ポートフォリオの検証等についてを、事務局のほうからご説明をお願いいたします。

○小林資産運用第二課長 資産運用二課の小林と申します。失礼ながら着席してご説明させていただきます。

それでは清退共の基本ポートフォリオの検証等についてでございますが、資料2をごらんいただけますでしょうか。給付経理、特別給付経理の2経理でございますので、続けてご説明させていただきます。

まず1ページおめくりいただきまして、1ページ目は26年度末の資産運用の概要でございますが、こちらは参考までに記載しております。決算の概要の一番上の表で期末運用資産残高は45億75百万円、一番下の利益剰余金、累積利益剰余金でございますが、25億7百万円ということになっております。

それでは3ページのほうにお進みいただけますでしょうか。平成27年度における基本ポートフォリオの検証結果についてでございます。結論から申しますと、給付経理、特別給付経理とも現行基本ポートフォリオを継続することとしております。こちらの詳細につきましてご説明申し上げます。

4ページをお開きください。こちらが給付経理における検証の詳細です。まず(1)の外部要因の見直しでございますが、表の金銭信託の期待リターン、リスク、相関係数、こちらは各経理同様になっております。自家運用については当機構による推計値を記載させていただきます。

下に(参考)制約条件とございますが、こちらの制約条件につきましては現行基本ポートフォリオ作成時と同様の条件としております。

これらを用いまして基本ポートフォリオの期待リターン、リスク、効率性の検証を行いました。その結果が5ページでございます。①の表のところでございますが、期待リターンは1.13%、リスクは1.06%となりまして、前回の検証時と比べて期待リターンは0.13%、リスクは0.03%低下しております。

②の効率的フロンティアと現行基本ポートフォリオとの関係では、下の図の白丸が今回でございますが、効率的フロンティア上にあることが確認できております。

続きまして6ページをごらんください。(3)といたしまして内部要因、リスクバッファの見直しでございますが、表の右側平成26年度末のリスクバッファは単年、3年平均、いずれも100%を超えており、前回検証時に比べまして、それぞれ単年では16.3%、3年平均では15.1%増加している状況でございます。

(4)ショートフォール確率の検証につきましては、7ページをごらんいただけますでしょうか。外部要因と内部要因の見直しを反映しました26年度のショートフォール確率に



つきましては、単年度ベース、今後5年間、両方とも26年度末を見ていただきますと0.1%未満であり、前回の検証時と比べて同水準ということになっております。

この検証の結果、効率的なポートフォリオであること、また現在の利益剰余金を前提とすれば市場環境変化時の下方リスクに対して一定程度の耐性を有していることが確認されております。また期待収益率、リスクはともに若干低下しておりますけれど、財政状況に与える影響は軽微と考えられます。

以上のことから、清退共給付経理につきましては、現行基本ポートフォリオを継続することといたしております。

続きまして9～15ページは、この検証に伴う基本方針の変更案と新旧対照表となっておりますけれど、内容につきましては、運用を実施していないなど対象資産の削除、他事業と平仄を合わせるための変更となっておりますので、説明のほうは割愛させていただきます。なお、こちら基本方針の変更日につきましては、平成28年4月1日を予定しているところでございます。

続きまして17ページをごらんください。こちらが清退共特別給付経理の平成26年度資産運用の概要でございますが、資産規模がとても小さくて、一番上の表の期末運用資産残高は3億10百万円、一番下の利益剰余金は1億77百万円となっております。

19ページにお進みください。(1)の特別給付経理の基本ポートフォリオの検証ということでございますけれど、①に記載のとおり平成22年12月の検証時から5年が経過しましたので、今年度検証を行っております。

②のほうでは、平成16年度の資産運用検討委員会におきまして、当経理は資産規模は小さいが、財務状況は極めて良好であり、直近の決算の内容を確認した上で問題がなければ現行基本ポートフォリオを継続することとするという基本ポートフォリオの検証の考え方について助言を得ております。

(2)のところは過去の当委員会でのポートフォリオ策定の経緯を記載しておりますが、①として資産規模が小体、②として内部留保は極めて厚いということから、国内債券100%の資産配分が適当となったものでございます。

続いて20ページをごらんください。基本ポートフォリオの検証でございます。こちらは外部要因の見直しと今後5年間の収支損益状況に基づき検証を行いましたところ、(3)①の基本ポートフォリオの表でございますが、期待リターンの方は1.06%、リスクの方は0.28%となりまして、前回推計時と比べて期待リターンは0.21%、リスクは0.1%低下しております。

続いて②の財務状況の推移の表でございますが、平成26年度末のリスクバッファというところで、単年、3年平均でもそれぞれ130%を超えており、前回の検証時と比べましてそれぞれ60%程度増加しております。

検証の結果でございますけれど、期待収益率、リスクは給付経理同様、ともに低下しておりますが、こちら財政状況に与える影響は軽微と考えられます。以上のことから現行

基本ポートフォリオを継続することとしております。

21 ページから 30 ページまでは、基本方針の変更案、新旧対照表となっておりますが、内容については給付経理と同様となっておりますので、説明のほうは割愛させていただきます。こちらの変更日は平成 28 年 4 月 1 日を予定しております。

参考までに別紙として 31～35 ページまではポートフォリオの検証方法、37 ページ以降につきましては、昨年 12 月に開催されました労働政策審議会中退共部会における予定運用利回りの見直し等の検討結果を添付しておりますので、後ほどごらんいただければと思います。

私からの説明は以上でございます。

○村上委員長 ありがとうございます。ただいまのご説明についてご質問、ご意見、ございますでしょうか。

○徳島委員 清退におかれましては給付経理、特別給付経理のほう、どちらも基本的には今までの運用で大きな問題がないという状態、特にオーバーファンディングであられるということで、その結論につきまして特に異論はないわけなんです、そのオーバーファンディングになっているところ、いわゆる利益剰余金が責任準備金に対して十分あるというところにつきまして、逆に例えばこの後、ここ数年増加されていच्छゃったりするわけなんです、ということは要するにこれは運用ではふえていच्छゃらなくて別の給付と支払いの差でふえていच्छゃるようには考えられるんですが、これがこの後もずっと続くという前提でよろしいんですね。というか、要するにそれが確認できないとこの後、利益剰余金が急速に減少するような事態が生じるのであれば、今の運用だとちょっとまた全然違う答えになってくるので、利益剰余金の今後の見通しみたいなものがあつたら教えていただけたらと思います。

○竹内資産運用部次長 今積み上がっております利益剰余金は、今が一番ピークだと考えており、今後、リスクバッファーは、ほぼ変わらない状態で行く試算をしています。

○徳島委員 おおむね横ばい程度で推移されるという見通しになりますか。

○竹内資産運用次長 そうですね。既に事業自体が縮小しております、そこについて大きく何かが変わるということがないと思われまますので、この財務状況もさほど変わらないのではないかと思います。

○村上委員長 1 つよろしいですか。特別給付経理のほうなんですけれども、3 億円という資産で、これはポートフォリオを組むといつてもなかなか規模的に大変なんじゃないかと思うんですけれども、そのあたりは何か問題というかポートフォリオ運営上、非常に不都合なことというのは起こっていないんでしょうか。3 億円ですと銘柄分散といつても、国債のポートフォリオといつても、売買単位がありますので、結構厳しいのでは。

○竹内資産運用部次長 全て、国債で運用しており、ラダー型を構築しています。そのラダーにより退職金等の支払いをしている状況ですので、ラダー型ポートフォリオを継続していく予定です。

○坂牧資産運用部長 銘柄の分散というのは多分なかなかできなくて、退職金のフローが確保できるようになっているのであれば、今のままの形でいいのではないかと考えています。

○竹内資産運用部次長 国債は少額でも購入ができますので、少しずつ購入しております。

○坂牧資産運用部長 支払い資金の確保が最優先という形の運用となっております。

○村上委員長 それは残高がまた更に減っていくようになると、その辺の運用というのが、債券の購入、国債でも例えば1,000万円単位ぐらいで額面やっていらっしゃるんでしょうかね。そういうところでもラダー型が組めなくなってきたりするというようなこともあるかと思えますので。

○竹内資産運用部次長 このところはさほど資産も減っておりません。

○村上委員長 なるほど。わかりました。ありがとうございます。

ほかになにか。よろしいでございますか。

○江川委員 頭の体操かもしれないんですけど、事業が今後縮小していくということは、例えば10年後とかを考えると、ポートフォリオがやっぱり少しは縮小してくるということですよ。そうすると、どこかでやっぱり単独でやるのが難しいというのが来るのだとすると、余りぎりぎりになるより前に、どこかと合同運用するとかそういうこと、今年度ということではなくても将来を見越して考えていくということは考えられるのでしょうか。

○竹内資産運用部次長 今の時点では事業の財政状況がいいところに関しては合同運用を考えておりません。ただ5年に1度、厚生労働省で行っている財政検証がございますので、そのときにいろいろな方針とか方策、また事業自体はどうであるとか、制度自体のことも踏み込んで審議会で議論するので、その結果に合わせて方針を決めていく予定です。

○成田理事 資料の後ろの方に、労働政策審議会の取りまとめがついておりまして、38ページの2の(3)のところに書いてございますけれども、いずれまた5年後にご議論があるというふうに考えております。

○村上委員長 ありがとうございます。ほかにご質問、ご意見がなければ、白杵委員長代理からコメントをいただいておりますので、事務局のほうからそれへのご回答をお願いいたします。

○小林資産運用第二課長 白杵委員長代理のほうからいただいております参考4の3ページの上段が、清退共の基本ポートフォリオの検証ということでございます。この中では次回検証時までのショートフォール確率が非常に低いとか、付加退職金がないことを考えると現行のポートフォリオを維持することに大きな問題はないというご意見をいただいております。ただし書きのところで、中退共の場合と同様、債券の期待リターン水準の妥当性というのがございます。こちらのほうにつきましては先ほど中退共のほうでご説明をいただいたとおりでございます。②のストレステストあるいは経験分布を用いたシミュレーションによる下方リスクをチェックしたほうがよりよいと考えるということに対しましては、シミュレーションにより下方リスクの確認をしていく所存でございます。

簡単ではありますが、以上でございます。

○村上委員長 ただいまのご説明についてのご質問とかご意見、ございますでしょうか。よろしいですか。

ほかにご質問、ご意見がなければ次の議題に移らせていただきたいと思います。議題3になりますが、建退共の基本ポートフォリオの見直し等についてを、事務局から説明をお願いします。

○小林資産運用第二課長 それでは私のほうから建退共の基本ポートフォリオの見直し等についてご説明させていただきます。資料3のほうをごらんいただけますでしょうか。1ページめくっていただきますと、26年度資産運用の概要ということが記載されております。一番上の表の上段、期末運用資産残高につきましては、9,243億円。一番下の利益剰余金は1,087億円という状況でございます。

続きまして3ページのほうにお進みいただけますでしょうか。27年度におけます基本ポートフォリオの見直しについてですけれど、5年に1度の財政検証の結果を踏まえ、見直しのほうを実施いたしております。財政検証の結果、予定運用利回りを2.7%から3%に引き上げることとしておりますけれど、この変更は累積剰余金を加入者に還元する、分配するためのものでありますので、運用利回り引き上げのために従来以上のリスクをとる必要がないということで考えてございます。結論から申し上げますと、給付経理特別、特別給付経理ともに現行基本ポートフォリオを維持した場合と同程度のリターン、リスク、こちらの新基本ポートフォリオを策定したいと考えております。

1つ目として、ポートフォリオの見直しの背景と見直し方針ということでございます。

(1)の背景といたしましては2つ目のポツにございますとおり、昨年の厚労省の労働政策審議会のほうで5年に1度の財政検証の結果、累積剰余金は平成21年の前回検証時の水準と比較して大きく増加しており、今後も増加することが見込まれております。この剰余金につきましては悲観シナリオにおいても安定的な運営に必要な水準、こちら責任準備金に対して4.8%、こちらを確実に確保した上で予定運用利回りを2.7%から3%に引き上げることが適当と議決されております。なお、制度の安定的な運営を図るために必要な剰余金ということでございますが、リーマンショック時の金融情勢の急速の悪化が生じた場合にも対応できる水準とされておりました、同様の条件で検討いたしますと建退共事業におきまして必要な水準は責任準備金に対して4.8%ということでございます。

(2)の基本的な見直しの方針でございますが、先ほど申し上げました累積剰余金を加入者に還元するということで、負債サイドの見直しによる前提条件の変更を踏まえまして効率的フロンティア上にある最適なポートフォリオを選定いたします。なお、短期資産につきましては事務の合理化、運用の効率化の観点から、ほかの事業のポートフォリオと平仄を合わせて、国内債券に含めることとしたいと考えております。

2の推計方法・制約条件等ですが、(1)の期待収益率につきましては、表の記載のとおり、金銭信託における各資産につきましては各経理同様でございます、自家運用の部分

のみ当機構による推計値としているところでございます。

4 ページに進んでいただきまして上段、リスク・相関係数でございますが、こちらも金銭信託等については各経理と同様でございます。

次に(2)の制約条件の考え方でございますが、自家運用を67.6%以内とし、自家運用以外につきましては現行ポートフォリオ策定時と同じ条件としております。

(3)といたしまして、期待リターンの方でございまして、新たな経済予測に基づく数値によりまして、現行ポートフォリオで得られる期待収益率が1.61%となるのですが、こちらに近い効率的フロンティア上の基本ポートフォリオを選定したいと考えております。

5 ページの表、中段に新基本ポートフォリオ候補案ということで、区分のところには①～④とございます。③の期待収益率1.75%が採算利回りということで、こちらの期待収益率ですと損益がゼロになるというポートフォリオでございます。しかし、資産の内訳を横に見ていただきますと、リスク性資産である国内株式、外国債券、外国株式の構成割合が高くなっております。候補案の中から現行のポートフォリオで得られる期待収益率は1.61%ですけれども、これに近いのが①の期待収益率1.64%の基本ポートフォリオに絞り込まれます。リスクの方も1.6%とほかの候補案より低くなっており、運用利回り引き上げのために従来以上のリスクはとっておりません。

下の(ii)の効率的フロンティアの図をごらんいただきますと、今回の候補案①の黒いひし形が効率的フロンティア上にございまして、現行の基本ポートフォリオ、その下の白いひし形ですけれども、こちらに近くなっていることが確認できます。

続きまして6 ページに進んでいただきますと、将来推計のシミュレーションといたしまして、累積剰余金及びリスクバッファの表がございまして、こちらの上から3つ目ぐらいのところ、平成26年度決算というところでは、前回財政検証時と25年度決算に比べまして累積剰余金、リスクバッファともに増加してございまして、累積剰余金が1,087億円、リスクバッファは13.32%となっております。

その下の新経済予測、今回の予測による推計ですけれども、こちらは26年度決算をベースに1.64%の期待収益率でシミュレーションを行った結果、31年度の悲観におきましても累積剰余金は705億円、リスクバッファのほうは8.12%となっており、また、一番下のコンサルによる推計におきましても市場環境が不調と想定した場合に、31年度の25%タイルのところですが、こちらでも累積剰余金は733億円、リスクバッファは8.44%という結果になりました。

シミュレーションの結果、下に(2)で書いてございますけれども、採算利回りの1.75%を下回る設定のため、単年度で損失が生じて累積剰余金は減少いたしますけれども、リスクバッファ4.8%は確保されていることが確認できております。

続きまして7 ページの4として基本ポートフォリオの改定(案)及び乖離許容幅についてでございます。(1)の改定案ですが、上の表が現行の基本ポートフォリオ、下の表が新基本ポートフォリオの改定案でございます。将来シミュレーションの検討結果を踏まえま

して、現行ポートフォリオを維持した場合と同程度の期待収益率、先ほど申し上げました①の期待収益率 1.64%、リスク 1.6%、資産配分につきましては従来以上のリスクをとる必要がないため、リスク性資産を変えておらず、短期資産を国内債券に含めたポートフォリオを改定案といたしております。

続きまして 8 ページに進んでいただき、(2) 乖離許容幅ということでございますが、こちらはリスク性資産に変更がないことから、従来と同様の乖離許容幅を設けております。

なお、基本ポートフォリオの改定につきましては、平成 28 年 4 月 1 日を予定しております。

また、8 ページの下の白丸に記載してありますが、ポートフォリオの見直しにつきましては 5 年に 1 度の財政検証の結果を踏まえ検討することになっておりますが、前提条件に大きな変化があった場合は 5 年にかかわらず見直しを検討することとしております。

9 ページは、参考までに平成 31 年度までの将来推計の表を添付してございます。

続きまして 11～15 ページまでは基本方針の変更案、新旧対照表となっておりますが、基本ポートフォリオの見直しに伴う資産構成等の変更、また運用を実施していない投資対象資産の削除、こちらと同じくほかの事業と平仄を合わせるための変更となっておりますので、説明は割愛させていただきます。

なお、変更日はポートフォリオ改定日と同様の 28 年 4 月 1 日を予定しております。

以上が給付経理でございました。

続きまして 17 ページをごらんいただけますでしょうか。こちらが建退共特別給付経理の 26 年度資産の概要ということでございますが、上の表で期末の運用資産残高は 339 億円、一番下の利益剰余金は 152 億円となっております。

19 ページにお進みください。基本ポートフォリオの見直しにつきましては、給付経理と同様の考え方に基づいて実施いたしますので、相違している部分についてご説明させていただきます。

(1) の背景ですが、2 つ目のポツのところに給付経理の財政検証を踏まえ、制度改正に伴い同一の仕組みで運営される特別給付経理も見直しを行う必要があるということでございます。

3 つ目のポツに、特別給付経理は先ほど申し上げました 26 年度決算で責任準備金が 187 億円に対しまして累積剰余金が 152 億円と内部留保が極めて厚い経理となっております。制度の仕組み上、給付経理と同一で運営されるものですから、同じような考え方になるものでございます。

(2) の基本的な見直し方針については給付経理同様でございます。

続いて 19～20 ページでございます(1) 期待収益率、リスク・相関係数の表につきましては自家運用の部分のみ数字が相違してございます。

20 ページの(2)の制約条件につきましても、給付経理同様に自家運用の割合以外は現行ポートフォリオの策定時と同じ条件としております。

21 ページ、(3) 期待リターンの考え方でございますが、こちらも新たな経済予測に基づき現行ポートフォリオで得られる期待収益率というのが 1.48% ということでございますので、こちらに近い効率的フロンティア上の基本ポートフォリオを選定したいと考えております。

中ほどの表に新基本ポートフォリオ候補案①から④とございますが、④の期待収益率 2.02% というのが採算利回りとなっておりまして、損益がゼロになるポートフォリオでございます。こちら資産の内訳を見ますとリスク性資産の構成割合が非常に高くなっております。この候補案の中から現行のポートフォリオで得られる期待収益率 1.48% に近いところでいいまして、①の 1.52% に絞り込まれ、リスクも 1.82% とほかの候補案より低くなっておりまして、こちら運用利回り引き上げのために従来以上のリスクはとっていないということでございます。

下の効率的フロンティアの図でごらんいただきますと、今回の候補案①、黒いひし形は効率的フロンティア上にございまして、現行の基本ポートフォリオ、その下の白いひし形に近くなっていることが確認できます。

続きまして 22 ページに進んでいただきますと、将来推計のシミュレーションといたしまして、累積剰余金及びリスクバッファの表がございます。表の右側の欄にリスクバッファの割合が記載してございますが、決算時、推計時による悲観シナリオにおいても、非常に数値が高くなっており、内部留保が極めて厚いことが確認できます。

(2) といたしまして、シミュレーションの結果、採算利回り 2.02% を下回る設定のため、給付経理同様、単年度で損失が生じて累積剰余金は減少いたしますけれども、リスクバッファは十分確保されている状況でございます。

続きまして 23 ページの表でございますが、上が現行基本ポートフォリオ、下が新基本ポートフォリオの改定案ということでございます。シミュレーションの検討結果を踏まえまして、現行ポートフォリオを維持した場合と同程度の期待収益率が 1.52%、リスク 1.82%、資産配分につきましては給付経理同様、従来以上のリスクをとる必要がないということから、リスク性資産は変えておりません。なお、短期資産につきましては給付経理同様国内債券に含めたポートフォリオを改定案としていただいております。

次に 24 ページに進んでいただきまして、乖離許容幅ですが、こちらもリスク性資産に変更がないことから従来と同様になっております。こちらの基本ポートフォリオの改定につきましても平成 28 年 4 月 1 日を予定しているところでございます。

また、下の白丸についても給付経理同様でございます。

25 ページは、参考までに平成 31 年度までの将来推計の表を添付してございます。

続いて 27 ページから 34 ページまでは基本方針の変更(案)、新旧対照表となっておりますが、内容につきましては給付経理と同様でございます。

37~39 ページにつきましては、清退共のほうにも別紙として添付しておりますが、昨年 12 月に開催されました労働政策審議会におけます予定運用利回りの見直しと検討結果を

添付してございます。

また 39 ページ以降は参考までにコンサルタント会社によります長期経済予測を添付してございます。

私からの説明は以上でございます。

○村上委員長 ありがとうございます。ただいまの説明についてご質問、ご意見がございましたでしょうか。

○徳島委員 建退共の2経理につきましては、先ほど私が清退で疑問に思ったところであります累積剰余金について将来のシミュレーションをちゃんと出しているから、リスクバッファは当面ちゃんと確保できているなという確認ができたので、それは1つ安心できるかなと思います。

ただ給付経理のほう、ちょっと悲観シナリオの場合に少し減り方が大きいなということで、当面この5年という期間では特に大きな懸念はないわけなんですけど、この状態があともう5年掛ける2サイクルぐらい来ると枯渇するような、4.8%を維持できなくなるような水準というのが出てくる懸念がありますので、今期は基本ポートフォリオの見直しに際して考えないといけないというマターではないと思いますが、この次の際、またそのときの状況によって考えさせていただくしかないのかなと思っています。

あと1点、基本ポートフォリオの改定自体につきましては特に違和感を感じないんですが、正直ちょっと建退の給付経理のほう、資産規模の大きさの割に、実際に今委託運用3,000億円を全部バランス型運用で委託されていらっしゃるというところ。ちょっとややこしいのが、一般的な企業年金さんの運用とちょっと違うのかなと。どちらかというところは企業年金のほうはバランス型運用よりも、こういったところは全部特化型にしてしまう、まさに中退共さんはそうされていらっしゃるんですけど、清退の規模であるともう全くそんなことは考えなくていいだろうと思うんですが、3,000億円で果たしてそれをバランス型運用を維持されるのかどうか。これはまさにマネージャー・ストラクチャーの問題になるわけなんですけど、そのあたりを今後ご検討を少しされたほうがいいのかというふうに思います。

○村上委員長 ありがとうございます。いかがでございますか。

○竹内資産運用部次長 バランス型を採用しているのは、理由がございまして、特化型で運用するには体制が整っていないということです。特化型と申しますと、こちらでリバランスをしなければいけないので、現状の人員では厳しい状況です。一般的にバランス型は今にそぐわないというのはよくわかっておりますが、それをあえて行っている、特退共にとっては効率的であると考えています。ただ、どこまで特化型ができるか、一部を特化型にするか、分散しながらやっていく方法もございまして、現状で業務できる範囲で検討させていただこうと思っております。

○村上委員長 ほかに何かございますでしょうか。

私から1つよろしいですか。4ページなんですけれども、これも今回の見直しがどうこう



ということじゃなくて今後への課題ということで、4ページの下のほうの制約条件の下にホームカンントリーバイアスという式がございまして、なかなかこの式というのは余りほかに類を見ない制約の置き方になっているなという。このあたりの基本的な思想、円ベースの投資家なので、負債サイドも円貨なのでホームカンントリーバイアスというのはわかるんですけども、債券もそういう意味では国内債券もある中で、こういう不等号を置いたというのは、基本的にどういう考え方からだったんでしょうか。

○竹内資産運用部次長 平成15年に基本ポートフォリオを策定しておりますが、今回の基本ポートフォリオも基本的には変えていないため、制約条件も変えていないわけですが、当初からの基本的な考え方は外貨建て資産のリスクを抑制することです。

○村上委員長 恐らくこのあたりも今後、1つの検討課題かなと。といいますのは、この期待収益率のリスク、リターン、国内株と外国株式のリスク、リターンの関係を見ますと、それから多くあります国内債券との相関、このあたりからいきますと、最適化して無条件で一番拾われるのは外国株式のはずなんですけれども、結局はこの制約条件でほとんど全部決まっているような形になっているということで、それが効率的なのかどうかという点も含めて、これは今回は踏襲して見直しということでもいいんだと思うんですけども、ぜひ検討課題として、またいろいろ議論してまいりたいと思います。

ほかにいかがでしょう。

ほかにないようでしたら、臼杵委員長代理からのコメントへの回答を事務局からお願いします。

○小林資産運用第二課長 先ほどの参考4の同じく3ページのところで、3番として建退共基本ポートフォリオの見直しということでコメントが書いてございますが、まず①のところで、25%タイルの値を悲観の数値としていますが、むしろ2シグマを切った場合や5%タイルのほうが妥当ではないかというご意見をいただいております。こちらの悲観シナリオの数値につきましては、今後検討させていただきます。

②の責任準備金の4.8%という必要リスクバッファを所与としているというところで、悲観シナリオのリスクバッファ、この4.8%以上必要であるということは、財政検証のほうで置かれた数値であり、厚労省のほうで決めた数値でございます。現行の基本ポートフォリオでリーマンショック時の損失見合いの水準でございまして、当然基本ポートフォリオを見直した場合、4.8%という数字は変わってまいります。ちなみに制度上の要因ですが、掛金収入、退職給付金、責任準備金によっても変更されるものと思われま。

資料のほうの5ページに標準偏差、6ページには累積剰余金及びリスクバッファが出ておりますけれど、リスク指標については、より厳しい結果をもとに基本ポートフォリオの見直しを検討する方針といたしたいと考えております。

また、下方分散を最小化するポートフォリオの構成手法ということでご意見をいただいておりますが、こちらについてはこれまでになかった視点でございまして、貴重な意見と思われましますので、今後検討させていただきたいと思っております。

一番下の外国証券の投資の制約条件についてのコメントにつきましても先ほど委員長がおっしゃられたとおり、今後検討させていただきたいと考えております。

以上でございます。

○村上委員長 ありがとうございます。ただいまのご説明についてご質問、ご意見等がございましたらお願いいたします。いかがでございましょう。よろしいでしょうか。

それでは、こちらのほうはこれで終えまして、ほかになれば次の議題に移らせていただきたいと思います。議題4に入りますが、中退共と林退共の合同運用等について、事務局のほうから説明をお願いします。

○小林資産運用第二課長 それでは、中退共と林退共の合同運用等について、資料4をごらんいただけますでしょうか。合同運用につきましては、中退共との金銭信託による合同運用でございます。

1 ページをおめぐりください。26 年度資産運用の概要でございます。上段の期末運用資産残高は、139 億円、一番下の林退共につきましては累積欠損金ということになっており、8 億円弱ということになってございます。

3 ページのほうにお進みください。上の表は現行の基本ポートフォリオとなっております。この基本ポートフォリオの考え方につきましては、平成 17 年 10 月 1 日策定の累積欠損金解消計画を前提といたしまして、過度のリスクをとらないことを目標としておりますので、国内債券の割合が 95.6%と高くなっております。

下の表は累積剰余金の推移となっておりますが、三角表示ですので累積欠損金ということでございます。平成 15 年 10 月の機構の承継時は、累積欠損金が 21 億円ございました。26 年度末では 7 億 95 百万円と着実に減少しているところですが、一番下の表の累積欠損金解消目安額というのが 7 億 30 百万円となっております。解消目安額に対しまして 65 百万円程度遅れている状況でございます。

続きまして 4 ページにお進みください。基本ポートフォリオの見直しの必要性でございますけれども、財政検証の結果、累積欠損金が増加することが見込まれています。それで、平成 34 年度末までに累積欠損金を解消するため改善策を講じることによって制度の安定的な運用を図ることが適当であるということが、労政審のほうで議決されております。この改善策の 1 つとして、自家運用を除いた中退共との金銭信託の合同運用が予定されております。

続いて基本ポートフォリオ見直しの基本的な考え方でございますけれども、林退共では今年度の 10 月から予定運用利回りを 0.7%から 0.5%に引き下げまして、あわせて掛金日額を 460 円から 470 円に引き上げております。これらの前提条件の変更に加えて、運用収入の増加を図るために金銭信託の部分について合同運用ができるように中退法が改正されることになりまして、これを踏まえまして平成 34 年度末までに累積欠損金を解消し得る基本ポートフォリオを策定することといたします。

続きまして基本ポートフォリオ見直しの方針でございますけれども、中退共と金銭信託の

合同運用を実施するために、林退共の金銭信託の資産配分を中退共と同じにいたします。具体的には5ページの下の表にございますけれど、現行林退共の金銭信託の資産配分につきましては、国内債券 86.8%、国内株式 7.8%、外国債券 5.4%という3資産になっております。これを、下の中退共の資産配分の割合、国内債券 40.9%、国内株式、外国債券、外国株式につきましては19.7%、こちらの4資産にしようということでございます。

4ページの下のほうにお戻りいただきまして、見直し方針の中段ぐらいでございますけれど、金銭信託による合同運用の結果の利益、損失、費用につきましては中退共と林退共の持ち分に応じて配分するという形になります。委託額につきましては現状の金銭信託相当額としておりますが、今現在では48億円を予定しておりますところでございます。

また、金銭信託における運用、リバランスのほうは中退共に一任いたしますので、林退共での管理は自家運用と委託運用の構成割合の確認、キャッシュフローの確保のみとなりまして、基本ポートフォリオの乖離許容幅は定めないことといたします。

5ページの上の表が、現行基本ポートフォリオですけれど、期待収益率が1.32%、リスクが0.55%ということになってございます。参考までに7月末の資産構成で新たな経済予測で計算いたしますと、期待収益率は1.13%、リスクは0.81%ということになってございました。こちらの現行のポートフォリオを中退共と合同運用することといたしますと、6ページに進んでいただき、表のとおりとなってございます。期待収益率は1.66%と上昇いたしますけれども、同時にリスクも3.05%と大幅に上昇しております。

また、資産配分につきましては、国内債券は79.3%、国内株式、外国債券、外国株式はそれぞれ6.9%という結果になってございます。下の米印のところにも書いてございますけれど、委託額は現行48億円ということで予定しておりますが、時価のぶれによって委託額が増減する場合がございますので、若干の金額の変更はある可能性もあります。

7ページに進んでいただきますと、上の表が基本ポートフォリオ等見直し後の推計でございますけれども、下から4つ目の累積剰余金のところをごらんいただきますと、一番右側の平成34年度にはプラス5百万円ということになりまして、累積欠損金を解消できる見込みとなっております。

参考までに下の表は累積剰余金を抜粋した表でございますが、参考までに下から2番目の平成30年度までの、昨年度の財政検証（現行対策前）の推計では、何もしないと欠損金が徐々に増加していくような状況でございます。一方、一番下の財政検証、合同運用等を行う対策後でございますけれど、こちらでは徐々に累積欠損金が減少しておりまして、30年度までしか表示がございませんが、34年度には累積欠損金が解消する見込みとなっております。今回の推計も財政検証と同様に、合同運用等を行うことで平成34年度末までに累積欠損金を解消できる見込みとなっておりますので、6ページの表にございます新基本ポートフォリオに改定したいと考えております。なお、改定日は28年4月1日を予定しております。

続きまして、8ページの表でございますが、参考までに①として期待リターン、リスク、

相関係数とを記載しておりますけれども、自家運用以外は他の事業と同様でございます。

②として効率的フロンティアと新基本ポートフォリオの関係でございますが、制約条件につきましては四角の箱にありますとおり自家運用 64.9%以上、リスク性資産は中退共と同様でございます。

9 ページの図をごらんいただきますと、効率的フロンティア上では白丸のところですけど、リスク 3.05%のときに期待リターンは 1.66%ということで、新たな基本ポートフォリオは効率的フロンティアからの乖離がないということを確認しております。

次に 11～21 ページまで、基本方針の変更案、新旧対照表となっておりますけれども、内容につきましては建退共の給付経理と同様の部分があるので割愛させていただきますが、ほかの事業とは別に合同運用に関することが記載してありますので、合同運用の部分のみについて簡単にご説明させていただきます。

変更箇所は新旧対照表の 14～15 ページをごらんください。まず 14 ページ、左側の（案）というところがございますが、こちらの（注 3）から（注 5）の下線部分のところに、合同して運用することができるということを記載してございます。（注 3）は合同して運用することができること、（注 4）につきましては合同して運用することができることを前提とするため、乖離許容幅を定めていないこと。（注 5）につきましても合同して運用することができるということを記載したものでございます。

15 ページの（案）のほうを見ていただきますと、委託運用のところでございますが、右側の現行が林退共で行っています委託運用ですけど、こちらの部分が中退共との合同運用になることから、左側の（案）の下線部分に林退共の資産の運用は中退共と合同運用で行うと記載を変更させていただいております。

こちらの変更日につきましても 28 年 4 月 1 日を予定してございます。

23 ページ以降は参考までに別紙としておりますけれども、27 ページまでは累積欠損金解消計画、29～31 ページまでは昨年 12 月の労政審の検討結果、33 ページ以降につきましては独法改革に関する中退制度の見直し、中退法改正関係を抜粋した法律要綱でございますけれども、こちらの中にも合同運用に関することが記載されておりますので、後ほどごらんいただければと思います。

私からの説明は以上でございます。

○村上委員長 ありがとうございます。それでは、ただいまのご説明についてご質問、ご意見がございますでしょうか。

まず大きなポイントは、合同運用は委託分、金銭信託の部分についてのみ行うというところがまず 1 つの大きな枠組みですね。

何かありますかでしょうか。

○徳島委員 2 点ほど。1 点目は、まず感想でございます。これまで実際にこうやって 6 区分全部、ポートフォリオの見直し、検証を見させていただきますと、正直言いますと中退さんを除いて建退、清退さんの計 4 経理については、バッファーがあるからリスクをと

らない。無理してリスクをとらずに回せるからやらないというのが基本方針であり、一方で林退さんはバッファがない、欠損があるので、リスクをとって埋めにいくという、ちょっと普通の企業年金さんではやらないことをやられているということを知りたかったらと思います。これはもう制度上解消しないといけないから利回りを上げて埋めにいく。厚労省さんでいえばGPIFが4%以上で回さないといけないからリスクをとったポートフォリオにされたということと同じようなことをやっていたらというふうなご認識を持っていただいて、やられる覚悟で利回りを稼ぐんだと、それで欠損をなくすんだということを今回取り組まれるということなので、私は基本方向としてはやむを得ないというか、やらざるを得ないというふうに考えております。それが1点目の感想でございます。

2点目でございます。今回、金銭信託部分を中退共さんと合同運用される。要するに一種の外部委託されるということになるんですが、結局これでやられますと、金銭信託部分に関しては中退共部分のリバランスに従うわけなんですが、自家運用の国内債券と金銭信託に回されている、国内債券も含まれるわけですけども4資産と、大きく時価が、特に国内債券部分の時価が大きく変動することはちょっと考えにくいんですが、国内株式とか外国の有価証券が今まで以上に入ってきますので、何となく当初の基本ポートフォリオ、国内債券自家運用部分が64.9%というのが大幅に低下したり上昇したりということが今後生じ得るんですが、このあたりはもう全くリバランスをされないということによろしいんでしょうか。

○竹内資産運用部次長 基本ポートフォリオが中退共の基本ポートフォリオと林退共の基本ポートフォリオがありますので、それを考えますと両方でリバランスするということは不可能でございます。そのため、中退共の基本ポートフォリオでリバランスしますが、林退共もリスク管理はしないとけませんので、委託運用と自家運用の割合の確認とか、委託運用から自家運用へキャッシュアウトするなどと考えています。

○徳島委員 そういう意味では、ですから自家運用の国内債券部分64.9%というところが大きく動かれたら、追加で合同運用に回したりとかという調整はされるということですか。

○竹内資産運用部次長 追加で自家運用から合同運用へキャッシュを入れるのは、キャッシュフローの関係で難しいので、出来ないかもしれないです。

○坂牧資産運用部長 これも退職金の支払い資金を確保した上で、フローの部分を確保した上でストックを増やすという、やむを得ないとおっしゃられた部分なんですけれども、とにかく退職金は確保されていますという前提で行っている部分と、あと今ご説明しましたキャッシュインの部分につきましては、多分収支の状況から考えますとなかなかインはできないのではないかなと。リバランスを行う場合でもアウトの部分で調整するとか。林退共の収支状況から考えますとそういうことになるかと思えます。

○徳島委員 逆にそういう意味では、中退共さんに委託されている部分を、例えば年度末とか何とかで少し自家運用の部分に戻してくるみたいなことが、場合によってはあり得るという理解でよろしいんですね。

○坂牧資産運用部長 はい。

○水野理事長 よろしいでしょうか。今、徳島委員があえて感想とおっしゃられたと思うんですけども、もう1回ちょっと繰り返しますと、要は34年度に繰欠を解消しなさいというのが大きな大前提であります。それに基づいて、それでは何%で回せばいいのかという試算をすると、1.66%というのが出てきます。となるとリスクをとらざるを得ないということについては、運営委員会というのが林退共にございまして、このような議論とは違いますが、そこで諮った上で、厚労省さんとももう1回確認をした上でやっているということですので、あくまでも本席では1.66%ではこうなりますよということですのでよろしいかと思えます。

○西川理事 もう1点だけ付言させていただきますと、決して運用だけが負担を負ったということでもなくて、パッケージになっております。運用利回りを引き下げて、その分退職金額が減らないように掛金はふえてというような格好で、財政面からの支援をした上で今回の合同運用という格好になっているということですのでございます。また、合同運用の意味はリスクをとるだけということでもなくて、規模の利益を享受するという面と、それから運用手数料の軽減という2つのメリットは間違いなくあります。そうした点も踏まえた上での、今回の合同運用だというふうにお考えいただければありがたいかなというふうに思っております。

○村上委員長 ほかに何かございませんでしょうか。

ほかにご質問、ご意見がなければ、事務局から臼杵委員長代理からのコメントへの回答をお願いしたいと思います。

○小林資産運用第二課長 先ほど同様、参考4でございますけれど、こちらの4ページの一番上段に中退共・林退共の合同運用というところで記載がございます。運用収益や費用の配賦などのルールをできるだけ明文化しておくことが望ましいというご意見でございますが、こちらのルールの明文化につきましては、次回の資産運用委員会でご提示させていただきたいと考えております。

以上でございます。

○村上委員長 今の点に関しまして、ちょっと私から1点、この臼杵委員長代理のコメントに関係するんですけど、次回ご説明いただくということで。この合同運用をやる部分の金銭信託で、キャッシュフローを必ず、先ほどのようなことで起こってしまうと思うんですけど、双方から金銭信託に入れたり出したりと。これの結局持ち分が変わってくるというのは何で管理を、かなりテクニカルな話にはなるんですけど、何で管理をするんですか。これは残高ベースだけですと時価が振れていますので、キャッシュフローの起こっている時期によって有利不利が出てきてしまうので、それを解消しなければならないというかなりテクニカルな問題が生じると思うんです。ユニットごとの時価を管理するとか、そういうことをやらないとならないんじゃないかというふうに、利益相反の観点からするとなってくるかと思うんですけど、そのあたりはどういうようなコンセプトでしょう。

○竹内資産運用部次長 考えておりますのは、まず年度途中、期中では、金銭信託の中でのリバランスは行う、また、自家運用と金銭信託間でキャッシュアウト、キャッシュインがあるかもしれませんので、年度末と年度初と日を決めるなどルールを検討中です。詳しいことはまた次回のときにお話しできるかとは思いますが。

○江川委員 細かいオペレーションがよくわからないんですけど、リバランスのものをそうやって期末に全部まとめられると思うんですけども、実際にこれに参加している方との給付金のやりとりとか、そういうキャッシュフローを含めてこのご質問だったのではないかなど。それはないんですか。

○竹内資産運用部次長 キャッシュフローに関しましては、自家運用で退職金等のお支払いをする予定です。

○坂牧資産運用部長 退職金で確保している部分からはインをしないという予定でございます。

○村上委員長 よろしいですか。それではこの議題はここまでで。

ほかにご質問、ご意見がなければ次の議題に移らせていただきます。議題5のその他について、事務局からご説明をお願いいたします。

○松永運用リスク管理役 「その他」の議題につきましては、連絡事項が3件と、ご審議をお願いする事項が1点ございます。

まず、ご報告案件でございますが、1つ目は当委員会の委員長代理についてです。前回の当委員会におきまして委員長から白杵委員を委員長代理にご指名いただきましたが、その旨、白杵委員にお伝えしたところ、ご快諾を得ましたので、ご報告いたします。

2点目は、資料の訂正についてです。資料5をご覧ください。前回お渡しいたしました資料の中で、9月末の資産残高について資料記載のとおり1カ所訂正がありましたので、ご報告いたします。訂正事由は、運用委託先におけるシステム上の不具合から報告計数に誤りがあったことが判明したということでございます。

最後に、議事録（案）についてです。議事録につきましては、ご確認ありがとうございました。いただきましたコメントを反映させていただいた案を、「資料6」として添付させていただきました。何度も恐縮でございますが、内容をご確認いただき、修正の要否につきましてご連絡をいただきますようお願いいたします。

次に、ご審議いただく案件ですが、公表する「議事要旨」の内容と公表時期についてです。議事要旨の内容につきましては、当委員会規程で、（1）会議の日時及び場所、（2）出席した委員の氏名、（3）議事となった事項、と規定されておりますが、（3）の議事となった事項については、どの程度の内容とするか、より具体的には、どの程度まで議論の内容を記載するかについて、他の独立行政法人等の動向も踏まえ、慎重な検討が必要と考えております。従いまして、誠に恐縮ですが、具体的な案をお示しするまでもう少しお時間をいただきたいと思いますと考えております。

一方、議事要旨の公表のタイミングについてですが、前回の当委員会の席上、徳島委員

からご質問をいただいた際、「委員会の場でご了承をいただいた上で公表する予定である」旨、ご回答申し上げます。しかしながら、その後、機構内で検討いたしました結果、当委員会規程の文言「委員会」を、委員会の「場」ではなく、「委員の皆様のご総体」として解釈すれば、次の委員会開催を待たずに公表できるのではないかと、また透明性の観点からはそのほうが望ましいだろうとの結論に達しました。今後、委員会開催の間隔が3～4カ月になる可能性を勘案しますと、こうした解釈の変更を行うことの是非についてご意見を賜りたいと思います。よろしくお願いいたします。

以上で、事務局からの説明を終わります。

○村上委員長 ただいまの事務局からの連絡事項及びご説明のありました議題、議事要旨の内容及びタイミングにつきまして、皆様、ご質問、ご意見等ございますでしょうか。議事要旨の件はいかがでしょうか。

まず、議事要旨は内容の問題と、内容をどういうふうに記載するかという問題と、タイミングの問題と、大きくは2つあると思いますが、後ろのタイミングのほうが、まず議論しやすいですかね。タイミングは今ご説明が事務局からありましたが、委員会のこの場で承認して出すということだと、ひょっとすると次の委員会が何カ月か先になってしまう可能性があるのと、委員の皆様のご理解がとれたら、それを委員会の承認がとられたと読みかえて、速やかにできるだけ出すという方針で、これはよろしいですか。

○西川理事 補足説明をさせていただきたいと思います。この議事となった事項というふうに規程に書いてある部分でございますけれども、もちろん字義どおり読めばタイトルだけという考え方もありますが、昨今のGPIFを巡る議論等に鑑みますと、やはりガバナンスといった点から、この資産運用委員会のあり方といったものが注目を集めているということかと思っております。そうなりますと、規模とか対象範囲は異なりますが、GPIFと類似の機関ということで、私どもについても資産運用委員会ではどんな議論が行われているかといったようなことを国会等の場で質問されるというようなこともあり得ないことではないと思っております。そうした場合、議事要旨に項目だけ並べていたのでは、その場になってから委員の皆様からここは話していいでしょうかといったことを改めてお聞きするというだけでは非常にお手数をかけことにもなると思えますし、もちろん関係者の方々に早くお知らせすることが好ましい内容もあると思われまします。したがって、どこまでを開示していくのがいいかということについて、GPIFのほか、中小企業基盤整備機構等の資産運用委員会の議事録等の例も眺めまして検討したいというふうに思っております。もちろん余り長く時間をおいてしまうのも問題であり、できるだけ早急に案を作成させていただきたいと思っておりますので、よろしくお願いいたします。

○村上委員長 いかがでございますでしょうか。大体イメージ的にはどのぐらいのスケジュール感でしょうか。

○西川理事 できれば1週間から10日以内のタイミングではお示ししたいというふうに思っております。



○村上委員長 原案が年内にはやりとりがということでございますね。では、よろしくお願いたします。

それでは、ほかにご質問、ご意見等がありませんでしたら、事務局の方針のとおり、当委員会の議事要旨については、今後合意された内容で事務局ご提案があって、それで委員と合意した内容で、今後は委員の承認が得られ次第速やかに公表することといたしたいと思っております。

ほかに関係委員会等についてございますか。

○江川委員 きょうの議論をいろいろお伺いしていても、本当に少ない人数でかなり複雑なオペレーションを一生懸命やっておられるので、それから詳細なリポートをおつくりになっているので、その点については本当にありがたいことだと敬意を表します。

それで、この参考4にあります臼杵委員のその他のところに、できるだけノウハウを蓄積したり、それから効率的に規模の経済、範囲の経済を生かしていくために、もう少し運用を、チームをまとめてやったらどうかというような提案が入って入っていて、それは非常にいいことではないかなというふうに思いましたので、こういうことも検討していただけたらよろしいのではないかと思います。

○村上委員長 それでは今、江川委員からお話があったことにつきまして、ちょうど臼杵委員からのご提案も含めまして事務局のほうからご説明をいただけますでしょうか。

○西川理事 ご指摘をいただきました資産運用部門における職員の専門性向上につきましては、資産運用のあり方ということではありませんが、中退法改正の付帯決議の中でも記載されている事項でございますので、ご説明させていただきたいと思っております。

当機構といたしましては、職員に対する専門的および実務的な研修を精力的に実施しております。昨年は資産運用部だけで60回弱の研修を延べ90人弱の人間に対して実施しております。また、外部講師を招いての勉強会等も開催し、さまざまなレベルでの知識向上を図っております。

それから、専門知識を持った人材の中途採用といったことも進めておまして、現在募集中の1名を加えますと3名の専門家を有するような格好になります。

今後こういった人材の強化策につきましては、外部からの人材調達、それから内部でのローテーションの両面から、処遇の問題も含めまして検討してまいりたいと考えております。

○村上委員長 ありがとうございます。ただいまの西川理事からのご説明について、何かご質問、ご意見等ございますでしょうか。江川委員、いかがでしょうか。

○江川委員 私も今回初めて委員になりましたので、余り詳しいことは、今のことについていい悪いというのは申し上げる立場にはないと思うのですが、先ほど徳島委員が、例えば特化型にして、それでそれをバランス型にしたほうが望ましいということをおっしゃって、こちらの方もそれは望ましいんだけどもリソースがないからできませんということだったので、それはやっぱり残念だなと思われましたので、そういうことを申し上げた経緯

がございますので。ですから、やはりとても、それぞれの方の退職金というとても大事な資産なので、やはりベストな運用ができるように体制をできるだけ組んでいくということを考えていただければと思います。

○水野理事長 それでありますれば、全くそのとおりだと、まず思います。リソースの再配分、残念ながら全体のコスト計画がございます。そうすると、それを変えるためにそれなりの理論武装をして厚労省さんと話をしてやるか、あるいは今の前提の中でリソースの再配分をするか、あるいは今の仕事をもっともっと効率的にするか、この3つの選択肢でありますけれども、これは常日ごろ考えておりますし、それなりに今頭の中にありますけれども、いろいろ大きな反響もありますので、理事長としては十分その辺については認識しており、手をつけていくつもりだということで、本席ではこの回答でお願いしたいと思います。

○徳島委員 今、西川理事からご説明いただいたこと、おっしゃられるとおりなんですけど、あと実際ほかの、当機構様でも使われていらっしゃるし、ほかの同様の団体様でも使われていらっしゃいますけれども、要するに中途採用はなかなかやっぱりハードルが高いものですから、例えば金融機関とか運用会社さんから2年程度の派遣とかそういったことの人材の活用といったこともぜひ、これまでもやっていらっしゃるの存じ上げていますけれども、そういった活用も含めてご検討いただけたらと思います。

○西川理事 ご指摘のとおり既に出向受け入れによる外部戦力活用、あるいは外部からの知識吸収という施策も実際にやっておりますが、若干気になりますのはコンプライアンス上の問題でございまして、これは特に私ども大きな金額の資産運用等を行う中で、情報漏えいの問題ですとか、あるいは優越的地位の乱用の問題ですとか、そういった観点からの批判というのを考えますと、できれば外部からの知識の吸収については、プロパーの採用、なかなか難しいんですけれども、でやっていったほうがいいのではないかなというのは少し考えているところでございます。そうした観点から、できるだけ勉強会ですとか、交流を通じて新しい知識を吸収していきたいと思っております。

○村上委員長 ほかに何かございますでしょうか。

○末永委員 私も人材育成の関係では、非常に経験があるんですけど、今おっしゃられた出向で受け入れるのはいいんですけど、やっぱりいろいろ問題があるんですね。ですから、一番いいのは本当はやっぱりプロパー人材を育てるといいんですけども、これがやっぱり時間がかかるんですね。ですから、出向でもらうというよりも、転籍を条件で人をもらうということをやれば、いろいろな危惧を消せると思うんですね。その出向の期間というのが試用期間みたいなものではないんですけども、人を見て、自分のところの資産をちゃんと見てもらうとか、そういう感じでやるとうまくプロパーの人と融合ができて、人材育成ができるのではないかなと思います。私はそういうことで少しやったことがありましたけれど。そういう経験値だけですね。

○西川理事 実は、中途採用でプロパーにした専門家は、結果的に以前出向して来ていた

者を採用した格好になっております。確かに非常に効率的でございますので、引き続きそういう可能性も含めて考えていきたいと思っております。

○末永委員 逆に職員の方、プロパーの方をほかへ出向に出すということも、逆もあるということですね。うちなんかはみずほ総研さんに出したことがあるんですよ。やっぱり若手を。30代ぐらいの若手を出して、それでアナリストの資格をやっぱり取りましたね、行くことによって。やっぱり視点が全然違うものですから、見方が。

○村上委員長 ほかによろしいですか。

この組織、それから運用全体の充実にもかかわることなので、非常に大事な議論だと思いますので、引き続きまた意見交換をさせていただけたらと思っております。

それでは、事務局のほうから次回の委員会についてのご報告をお願いします。

○松永運用リスク管理役 次回の委員会は来年2月8日、月曜日、14時からでございます、本日と同じ会場になります。なお、ご審議いただく議題につきましては、案を事前にお届けしますので、ご検討方お願いいたします。また、何か議題とすべき案件がございましたら、いつでも事務局までご連絡、ご提案いただきますようお願いいたします。

以上でございます。

○村上委員長 今の件について、何かご質問、ご意見等ございますでしょうか。よろしいですか。

ないようでしたら、これをもちまして第2回資産運用委員会を終了いたします。

皆様、ご協力ありがとうございました。

(了)