

平成 29 年度第 2 回資産運用委員会議事録

開催日：平成 29 年 6 月 27 日（火）

場 所：勤労者退職金共済機構 19 階役員会議室

○清水資産運用部長 資産運用委員 5 名の出席が確認できましたので、本委員会は有効に成立いたしました。

ただいまから平成 29 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、大変お忙しい中お集まりいただきまして、誠にありがとうございます。

初めに、理事長の水野からご挨拶を申し上げます。

○水野理事長 本日はお忙しい中お集まりいただきまして、誠にありがとうございます。

本日の主要議題でございますけれども、1、まず資産運用委員会議事要旨及び議事録の確認。それから2として平成 28 年度資産運用結果に対する評価報告書の案。あと3としましてその他についてでございます。ご審議いただく評価報告書の案は、運用業務のパフォーマンス評価のみならず資産運用委員会の設置の趣旨に鑑みまして、資産運用の重要事項に関わる審議の総括でもあると考えておりますのでよろしくお願ひします。また、本日はその他としまして林退共の資産運用に関しまして、先日行われました林退共の運営委員会での議論について、林退共を所管されている成田理事からご報告をさせていただきます。

どうぞ忌憚のないご意見と十分なご審議を賜りますようお願いいたしまして、私のご挨拶とさせていただきます。

○清水資産運用部長 議題に入る前に資料の確認をさせていただきます。お手元 1 枚目に座席図がございまして、2 枚目、委員会次第に続いて、左綴じにホチキス留めになっています資料、議題資料をご覧ください。右上に資料番号を付けてございます。

資料 1－1 「平成 28 年度第 8 回資産運用委員会議事録」。

資料 1－2 「平成 28 年度第 9 回資産運用委員会議事録」。

資料 1－3 「平成 29 年度第 1 回資産運用委員会議事要旨（案）」。

資料 1－4 「平成 29 年度第 1 回資産運用委員会議事録（案）」。

資料 2 「平成 28 年度資産運用結果に対する評価報告書（案）について」。

そして横長で資料 2 の別添となりまして、「資産運用における平成 28 年度計画・同実績対照表」というものです。

資料 2 別紙 1 「平成 28 年 4 月から平成 29 年 3 月の資産運用実績報告」。

資料 2 別紙 2 「基本ポートフォリオの変更内容」という一枚紙。

次、カラー刷りになりまして横長です。

資料 3 「現行の基本ポートフォリオ策定における前提条件の現況」。

資料 4、こちらはその下に「平成 29 年 6 月 20 日第 35 回運営委員会資料」になります。

参考資料 1 「平成 28 年度資産運用結果に対する評価報告書（案）」。

参考資料 2、下に「平成 29 年 3 月 9 日資産運用委員会資料 6」というものになります。

よろしいでしょうか。ここまでが今回の委員会の資料になります。机上配布になっている資料がございますが、こちらにつきましては後ほど説明させていただきます。資料に不備がありましたらその都度お申し出いただけますようお願いいたします。

この後の議事進行につきましては村上委員長をお願いいたします。よろしくお願いいたします。

○村上委員長 本日も議事進行につきまして、円滑に進行しますよう、皆様方のご協力をお願いいたします。

それでは、次第に沿って議事を進めて参ります。

議題（１）は、「平成 28 年度第 8 回、第 9 回資産運用委員会議事録及び平成 29 年度第 1 回議事要旨及び議事録の確認」です。事務局からご説明をお願いいたします。

○都築運用リスク管理役 資料 1－1「平成 28 年度第 8 回資産運用委員会議事録」、資料 1－2「平成 28 年度第 9 回資産運用委員会議事録」につきましては、全委員の確認が得られましたので、最終版としてご報告申し上げます。こちらの議事録につきましては、「資産運用議事録作成及び公表要領」第 5 条に基づきまして、7 年を経過した後に公表いたします。

続きまして資料 1－3「平成 29 年度第 1 回資産運用委員会議事要旨（案）」、資料 1－4「平成 29 年度第 1 回資産運用委員会議事録（案）」をご覧ください。いずれも委員の皆様からご指摘いただきました部分を修正したものになります。恐縮ですが議事要旨につきましては、この場で再度お目通しいただき、修正の可否についてご確認をお願いいたします。議事録につきましては 7 月末を目処に修正の可否について事務局までご連絡いただきますようお願いいたします。全委員に問題のないことをご確認いただけましたら、次回運用委員会にて最終版として報告した上で、7 年を経過した後に公表することといたします。よろしくお願いいたします。

○村上委員長 ただいまのご報告についてご質問、ご意見等がございますでしょうか。

それでは、今回、資料 1－3 の議事要旨のほうはこの場で確認ということで、少しお時間のほうを設けますのでお目通しをいただきたいと思います。1～2 分のうちにお願ひできたらと思います。

（約 2 分経過後）

では、いかがでございますでしょうか。まず、平成 29 年度第 1 回資産運用委員会の議事要旨についてお伺いします。この事務局案を最終版とすることにご異議がある方はいらっしゃいますでしょうか。

ご異議がないようですので本案を最終版といたします。事務局においては速やかに対外公表されますようお願いいたします。

それから第 1 回委員会の議事録のほう、すなわち資料 1－4 のほうについては各委員においてご確認の上、先ほどご説明がございましたように 7 月末を目処に事務局へのご連絡をお願いいたします。

それでは、次の議事に移ります。議題（２）は「平成 28 年度資産運用結果に対する評価報告書（案）について」です。ご説明をお願いします。

○西川理事 ご説明いたします。本日配布させていただきましたものは、委員の皆様へ 6 月 23 日に事務局からメールでお送りしたものに、その後いただいたご意見、ご指摘を反映したものになりますが、こちらでご説明をさせていただきたいと思っております。

前回との違いということでございますが、前回の委員会、その後のコメントをいただいたものを反映させた上に、28 年度の運用実績の数字が出ましたので、その数字を反映させていただいているということでございます。資料 2 の別紙 1 の、こちらの細かい表で恐縮ですが、こちらの表もご覧いただきながら説明をさせていただければと思います。

まず 2 ページ目の「2. 運用実績」以降ということになりますが、まず概観といたしまして、28 年度の運用利回りにつきましては、全経理でプラスになったということでございます。昨年度は中退共がマイナスの利回りを記録しております。

こちらの資料 2 の別紙 1 の一番上の行をご覧くださいますと、中退共の 2.30% を筆頭に各事業ごともプラスの利回りになっているということでございます。前年との比較が見づらくて恐縮なのですが、今お渡しした表の 7 ページをご覧くださいますと、こちらが前年度の数字になっております。ちらちらと 2 つ眺めるのは見づらくて恐縮ですが、中退共と建退共、清退共のそれぞれ給付経理のほうが利回りが前年対比で改善しているという格好になっておりまして、建退共、清退共の特別給付経理と、林退共の 3 経理が前年度に比べると利回りが若干低下しているというような格好になっております。

利回りの上昇要因としては、内外株価の上昇による委託運用利回りの改善が主因ということでございまして、一方で利回り低下の原因は、自家運用利回りの低下、これは清退共の特別給付経理と林退共でございますが、及び金利上昇による国内債券の価格低下と。これは建退共の特別給付経理でございますが、そういったものが原因になっております。

それから、やや細かく委託運用のところを見てみますと、また今の資料 2 の別紙 1 の 1 ページ目をご覧くださいますと、委託運用を行っております 5 経理中 4 経理で委託運用部分の利回りが改善しておりまして、唯一委託運用利回りが低下した建退共の特別給付経理につきましては、この 1 ページ目の真ん中ぐらいに基本ポートフォリオの構成比が出ておりますが、相対的に委託運用に占める国内債券の割合が高うございまして、このために金利上昇の影響が大きく出たということでございます。最も顕著に改善したのは中退共でございますが、先ほど申し上げたとおり昨年度はマイナス 2.48% というような形になっていたのですが、今年度につきましては大幅なプラス、4.38% に転じております。自家運用を含めたポートフォリオ全体でも、小幅ながら昨年は唯一のマイナス、マイナス 0.58% だったわけですが、これが逆に 6 経理中最高のプラス 2.30% に転じたというような格好になっております。昨年度、金利低下による債券価格上昇によりまして 6 経理中最高の利回りを上げた林退共、これは合同運用の前の段階でございますので比較的国内債券の割合が多かったのですが、今年度は中退共との合同運用への移行により株の比率が上がったことがブ

ラスに効きまして、委託運用がこういう数字を維持したことから、前年度に比べれば若干低くはなったものの、全体としての利回りは今年度も2%を超えるというような結果になっております。

それから自家運用部分についてでございますが、国債金利の低迷持続を背景に、全経理で利回りを一段と低下させております。具体的な数字をその下のバーの後に書いてありますが、中退共で0.97%から0.67%、建退共の給付経理で1.18%から1.05%、それから建退共の特別給付経理で0.91%から0.75%、清退共の給付経理で0.9%から0.24%、清退共の特別給付経理で0.37%から0.23%、林退共で1.07%から0.69%というような格好で、今持っている資産の構成によりまして低下幅には差がございますけれども、一様に自家運用の利回りは低下している格好になっております。

それから特記事項といたしまして、林退共でございますが、累積欠損金の解消を企図して昨年4月から金銭信託における中退共との合同運用を開始したところでございますが、平成28年度末の累積欠損額につきましては、前年度比1億3,500万円減少して7億7,600万円となっております。

それから、課題ということでございますが、28年度は結果的に全ての経理においてプラスの利回りとはなったものの、値動きの荒い株式市場の動向に依存した結果でございますので、運用実績には経理間で格差が見られるところでございます。自家運用利回りの低迷も続く中で、「安全かつ効率」を基本方針とする運用機関にとって、運用環境は良好とはいえないと言えらるかと思われまます。こうした中で制度を安定的に運営していくために必要な収益を長期的に確保していくためには、人材を含む運用体制の強化と運用面での一層の工夫が必要と思料されるというようなまとめ方をさせていただきました。運用面での一層の工夫につきましては、資産運用委員会の中でご指摘をいただいております特化型とバランス型の費用対効果の検証ですとか、それから運用対象債権の拡充の検討、少額ファンドの場合のETFの利用可能性等の検討をご示唆いただいたところでございます。これはこれから検討を進めていきたいというふうに考えております。

委託運用部分のベンチマーク対比の超過収益率でございます。これはパフォーマンスの量的な判定基準ということになりますが、委託運用部分のベンチマーク対比の超過収益率につきましては委託運用資産全体では中退共が2年ぶりにプラスに転じる一方で、建退共の特別給付が小幅ながらマイナスというような形になっております。これは資料の別紙1の2ページ目に収益率の、ファンドというのが全体のがあって、それぞれの経理で上げた利回りでございまして、ベンチマーク収益率が真ん中に書いてありますので、その差と書いてあるのがこちらで言っておりますベンチマーク対比の超過収益率だというふうにご覧ください。こちらでいいますと2年ぶりにプラスに転じる一方で建退共、4段目になりますが、こちらについては小幅ながらマイナス0.24%というのがご覧いただけるかと思われまます。内外株式の大幅な変動を受けまして、経理間でのパフォーマンスの差異が生じ、主に内外株式投資の結果に起因して、こういったような非常に大きなプラスになったところも

あればマイナスになったところもあるというような格好になっております。やや詳しく見ますと中退共では外国株式と、それから建退共の給付経理では外国債券、建退共の特別給付では国内株式と、外国株式で利回りがベンチマークを下回っております。ただ、いずれも小幅であり、総じてあらかじめ想定されたリスクの範囲内であったというふうに考えております。

上記に鑑みれば、まとめとしては、各事業本部の委託運用についてはおおむねベンチマークと同等水準かそれ以上のパフォーマンスが達成されたとの評価が可能と思われるというふうにまとめさせていただいております。

それから合同運用のところでございますが、中退共と林退共の金銭信託部分の合同運用が開始されたということでございますが、先ほど申し上げたとおり金銭信託が5経理中、最も良好なパフォーマンスを上げておりますので、合同運用初年度は順調な滑り出しとの評価が可能であろうというふうに思っております。林退共の合同運用については累損が存在する中で、よりリスクの高い資産運用を行うことについて懸念なしとしないわけですが、累損解消のために4つの施策、こちらにまとめてございますが4つの施策の一環として導入された施策と認識しているということで、こちらは中退共の基本ポートフォリオの見直しの議論の中で、機構としての資産運用の基本方針は累積剰余金の範囲内でのリスクテイクであるというようなことを申し上げてきたわけですが、それとは外れたポートフォリオの採用を認めて合同運用をなぜ認めたかということの理由付けをここで書かせていただいたということでございます。

委託運用のパフォーマンス管理でございますが、こちらにつきましてはまずは基本方針への適合性について違反は見られなかったということでございます。それからベンチマークを下回った委託運用先については、各事業部で原因の説明を求め、運用体制や方針等に特段の問題がないことが確認されているということを書かせていただきました。それから運用成績につきましては定量・定性両面からパフォーマンスを点検し、評価に応じた委託額の調整を通じて向上努力のインセンティブを提供しており、管理手法に問題は見られなかったというようなまとめ方をさせていただいております。という中で結論として、トリガーとして委託先のパフォーマンスを点検する際の視点等について随時助言を行っているが、特段の問題は認められなかったということでございます。随時の助言の具体的な引用としてはこちらの例に書かせていただいた、「超過収益が大きければいいということではなくて、過剰なリスクテイクがないか、という視点からも注視が必要」といったようなご助言をいただいたところでございます。上記に鑑みて、運用委託先の管理は全体として適切に実施されていると評価するというような形でまとめさせていただいております。

ここまでが、前回お示した案について、その後判明した運用実績を踏まえて書き直させていただいた部分でございます。これ以下については前回ご覧いただいたとおりでございます。

なお、先ほど途中、林退共との合同運用のところで、今回非常に出だしがいいというこ

とを申し上げているところがございますけれども、1ページ目のところでご覧いただきますと、中段の四角でございますが、予定運用利回り、それから採算利回り、それから期待収益率がございます。基本ポートフォリオのところの一番上が予定運用利回りで、その下が採算利回り0.93%でございます、下から2番目が期待収益率で0.89%ということでございますので、ここは現状逆ざや状態になっているということでございます。そういう意味では、出だしの好調について手放しで喜んでいて良いということでもないのかなということでございまして、今後の動向にさらに注視が必要だというふうに考えているところでございます。大体中退共のポートフォリオが今、累積剰余金が4,300億~4,400億円ぐらい必要だと言っておりますので、大体保有資産の10%ぐらいだとすると、それと同じポートフォリオを抱えているということは、林退共は140億円強の資産でございまして、本来は14~15億円のプラスを持っている状況で持つべきリスクの大きさということです。現実には7億円の累損を抱えている訳ですので、あるべき水準から22~23億円不足しているポートフォリオの内容ということでございます。そういったことを認識しながら運用していく必要があるなというふうには思っているところでございます。

とりあえず私からの説明は以上でございます。

なお、資産運用の構成割合の推移というグラフについては、前回は見本としてGPIFのグラフをそのまま載せていたのですが、今回、資料2の別紙1の3~5ページにかけて、乖離許容幅の範囲内で各資産の変動が収まっているということをビジュアルにお示したものでございます。いずれも乖離許容幅の範囲内に余裕で収まっているのをご覧いただけるかなというふうに思っております。

○村上委員長 それでは、ただいまの西川理事から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。

議論の前に、私のほうで皆さんとともに確認しておきたいと思っておりますことは、前回の委員会のときも確認したのですが、この評価報告書(案)は「はじめに」のところにありますように、資産運用委員会として評価を行ったものということで、そのような視点からこのまとめがこれでいいかということでもう一度ご確認をいただきたいと思うのです。いかがでございますでしょうか。

○末永委員 1点だけいいですか。どういう表現がいいのかは私もわからないのですが、4ページ目の「課題」の2~3行目、「値動きの荒い株式市場の動向に依存した結果であるため」というのは、本当にそうだったのか。要するに言いたいのが、金利が低下してきましたよね。そこで収益がとれないと。したがってどこで収益をとるのか。それもリスクがとれる範囲で収益をとるために何をすることなのかということなので、この委員会としては「値動きの荒い株式市場の動向に依存」という何か評価をするというのはちょっといかがなものかなと。表現が、どういう表現をしていいかわからないのでちょっと申し訳ないのですが、何かちょっとじっくりこないのです。資産のバランスを変えたのは間違いはないのだと思うのですけれど。

○西川理事 稼いだのが、そういう意味では28年度なので、ポートフォリオを変えたのが年末以降ということでございますので、ほとんどの部分は前のポートフォリオで稼いでいたわけなのですね。そこは相対的には結構高いリスクをとっていたので。

○稗田理事長代理 「値動きの荒い」ってわざわざ言わなくてもいい。

○臼杵委員長代理 これはプラスの利回りになったことの説明なのですか。それとも経理間で格差が見られることの説明なのですか。

○西川理事 前者です、こちらについていえば、要するに28年度は非常にいい利回りをとれたのだけれども、と。ただ安定的な収益源ですかと言われると、そういうことではないのです。これが例えば国債の金利で安定的にとれるものであれば、それはいつもとれるということだと思のですが、今回達成したパーセントをじゃあ来年もとれるのかと言われるとそういうことでもないということで、単純に喜んでばかりもいられないだろうなということかなと思っておまして。

○臼杵委員長代理 そうしたら、今おっしゃった、「値動きの荒い」というのは別にここに言わなくてもよくて、「株式市場の動向に依存した結果」であり、今後についてはどうだろうかと、必ずしもそれが保証されているものではないとかそういう言い方なのかなと思います。

○西川理事 では「値動きの荒い」を取った上で。

○村上委員長 この文章ですと「経理間に格差がみられる」というところにかかってしまっていますね。経理間の格差の説明みたいに捉えられてしまいます。

○西川理事 そうですね。両方は両方なのです。確かにそれはそのとおりですね。両方ですね、ここに書いてしまったのは、ちょっと欲張り過ぎな感じがしますね。

○末永委員 ここは課題だから、経理間の格差はあまり触れなくてもよくて、要するにリスクが多いもので収益の大半を上げたのですよ。課題というのは、それは次年度以降に持ち越せるものではないのですよということを単に言えばいいので。そのときには運用体制なんかも今後ちゃんとやっていきますと。経理間云々というのはちょっと余分なのかもわからないですね。

○西川理事 そうですね。こちらをちょっと取らせていただいて、その代わりに今、臼杵委員長代理に言っていたような、次年度以降期待できるようなものではないというような。

○末永委員 そうですね。課題ですからね、ここの項目が。

○村上委員長 この辺りが考えどころかなと私も思ったところは、利回りの絶対値がプラスかマイナスかということで議論をしますと、結局、インカムを中心とした安定収入源のところ下がってしまって、もうほとんどゼロに近づいている中で、結局は株式市場のボラティリティに依存してしまうようになってしまっているというのが現実だと思うのです。ですから、そのプラス・マイナスのところの絶対値で評価すると、結局は今、金利がものすごく低下したことによって構造的にはそのようになっているというようなことな

のでしょうか。

もう一つ、評価としては経理ごとに予定運用利回りに対してどうであったかという視点が、書かれていませんが、本来はそれが一つの判断基準もしくは評価基準になるはずであると思います。そのあたりというのはどうしたら良いかなど、私もこの原案をいただいて考えたのですが、そこはなかなか全体的に表現するのは難しい点があると思ったところではあります。

○西川理事 ここはどちらかというとプラスの利回り自体を評価するというよりは運用環境の評価をしたかったというところがございます。

○村上委員長 押し並べてそのように運用環境になっているということを入れたほうがいいのかもわからないですね。金利が極めて低下した中で利回りがプラスになるかマイナスになるかについては、株式市場への依存度が従来にも増して非常に高くなっているというのが現実的なところではあると思っています。

○西川理事 そうだとすると、もう非常に単純に「値動きの荒い」を取って「動向に依存した結果である」で切ってしまうでもいいかもしれない。それで、その次に「自家運用利回りの低迷も続く中、“安全かつ効率”を基本方針とする運用機関にとって運用環境は良好とは言い難い」という、そういう続きになっておりますので、もうそういう短いバージョンにしてしまうとむしろわかりやすいかもしれないですね。

○村上委員長 今回、結果は良かったが環境は良くないということが明確になりますね。

いかがでしょうか。そうしますと、「プラスの利回りとなったものの」後の、「値動きの荒い」を消すわけですね。それで「株式市場の動向に依存した結果である」で「。」(マル)。その後、次は「自家運用利回りの低迷も続く中」に続くわけですね。そのような修正でいかがでしょうか。よろしいでしょうか。

○西川理事 そのように修正をさせていただきます。

○臼杵委員長代理 あとやっぱり私も、さっき委員長がおっしゃったように、もちろんここはこの文章はこれでいいと思うのですが、本来的にはやっぱり予定利率とか採算利回りに対してどうだったかと。それが今後継続的に稼げるかどうかというのがやっぱり評価の大きな柱だとは思っているので、今年はこれになるのかもしれませんが、そういう点は本来的には、来年なのかもしれませんが、あってもいいのかなという気はしています。

○徳島委員 そういう観点から申し上げるなら、経理間の運用実績に格差が見られて当然なわけです。予定運用利回りが違いますし、基本ポートフォリオも異なっていますので。

○西川理事 この評価基準の中にそういった評価基準がなく、ベンチマーク対比のものが唯一の定量的な評価基準になっているのですね。それはある意味予定運用利回りの違いというものを恐らく勘案した上でそういうような格好になっているのだと思うのですが、ただおっしゃるとおり予定運用利回り対比というのがある意味最終的には一番重要だと思いますので、ここは今後の目標値の設定、ちょうど今年度、次期中期経営計画の策定をや

りますので、そこでの目標値をどういうふうに定めるかというところでまた検討させていただければというふうに思います。

○村上委員長 では、今の点につきましては今後に向けた課題ということにいたしまして、今年度はほかにご意見等なければこのようなまとめでいきたいと思うのですが、いかがでしょうか。よろしいでしょうか。

報告書全体としては単に利回り、運用実績の定量的な部分の評価だけではなくて、この1年間でどのような向上を図ってきたかとか、基本ポートフォリオに向けてはどのような議論をしてきたか、そのあたりのことも含めて評価をしていくということで、定量的なもの、加えてクオリティがアップしているかというところを併せてコメントしていくような^{しつ}設えでありますので、そういう意味では総合的な観点から委員会として評価したというように思います。もし、ご異存がなければこれで最終案にしたいと思いますが、よろしいでしょうか。

それでは、本報告書（案）について、先ほど議論のあった修正のところ、ページでいきますと4ページについては先ほど確認したような修正を施していただいた上で、修正後のものを最終案としてこの委員会です承したいと思います。そのようなことでよろしくお願いいいたします。

○西川理事 ありがとうございます。

○村上委員長 それでは次の議事に移ります。議題3「その他」といたしましては、まずは資料3「現行基本ポートフォリオ策定における前提条件の現況」について、事務局よりご説明をお願いいたします。

○西川理事 ご説明させていただきます。資料3のカラー刷りの資料をご覧ください。この資料の位置付けでございますが、資産運用環境の大きな変化が発生した場合に、基本ポートフォリオの見直し等について機動的な対応が可能となるように、基本ポートフォリオ見直しの際の前提条件について、その後の状況を点検するためのものだというふうにお考えいただければと思います。今後、内閣府や海外予測機関の新しい見通しが公表されたり、金融経済指標が大きく動いた場合等に、お示しさせていただきたいというふうに考えております。

以下、簡単に内容についてご覧いただきますと、まずはページでいきますと3ページでございます。内閣府のベースラインケースが前回の昨年7月の段階からこの1月の段階でどう変化したかということでございますけれども、若干足元の状況が上振れるような格好になっていますけれども、先行きについては2020年以降については0.8%ぐらいのところまでこれまでの予測値に収斂していくという、そういう感じになっております。

一方で名目長期金利のところですが、こちらはむしろ逆になっておまして、昨年7月から見ますと足元の金利の想定が下振れるような格好で、それが先行きに行きまして2021年のところで1.5%に追いついて、その後はまた元の場所に戻るといような、そういう格好になっております。ここ数年、繰り返されているパターンかと思っております。

消費者物価指数、5ページでございますが、これは引き続き下振れでございまして、昨年7月の予測値から見ると足元、下振れた部分が3年間ぐらいをかけてまた元の場所に戻していくというような予想となっているということでございます。

それから6ページが海外の状況でございます。こちら本数が多いので重ねて書くわけにいかないで左と右に分けさせていただいております。右側が2016年8月時点、昨年の夏でございます。左側が今年の5月に発表されたものでございます。2019年度以降の先々については大きな変化はないわけですが、あえて申し上げれば灰色のイギリスのところが昨年と比べるとやや安定的な予想が行われているというような格好になっております。

それから海外の消費者物価指数についても個々の国につきましては多少のばらつきはありますが、全体として先行きの予想に大きな変化はございません。若干想定が下振れているかなという感じでございます。

名目長期金利につきましては、イタリアとイギリスの上下関係が逆転しておりますが、それ以外については特に大きな変化はございません。

最後のページは名目短期金利でございますが、こちらについても米ドルの短期金利がやや昨年と比べると低下しておりますが、それ以外についてはヨーロッパについては大きな変化はありません。それから円の為替相場についても大きな変化はない状態でございます。

ということなので、これで見ると基本ポートフォリオ見直し以降、何かしら再度見直さなければいけないような大きな変化が起こっている訳ではないということでございます。今後定期的に、あるいは何か大きな動きがある都度、こういったものをまた用意させていただいてご確認をさせていただくというようなことを続けさせていただくというふうに思っておりますので、今回は見本をご覧いただいたというように考えていただければというふうに思います。以上でございます。

ちなみに机上配布をさせていただきました資料が3枚ございまして、ただいまのは予測機関の先行き予測についてのチェックのわけですが、一方で現実に起こっている数字についてのチェックも私どもは定期的に行っていきたいというふうに考えてございまして、最初の2枚がそれぞれ表と、それからグラフになっておりますけれども、最初の1枚は国内の主要経済指標について、それから下段が海外の主要経済指標、それから2枚目は日本国債の10年国債と、それから20年国債の金利の状況について実績値を追っているものでございます。こういったものでも定点チェックをさせていただいて必要に応じて情報提供あるいはご確認の審議をお願いしたいというふうに考えております。

それから、3枚目につきましては中退共になりますが、資産運用の損益の最新の状況でございます。6月22日現在ということになりますが、また右の下のほうに赤い四角がございますのでそちらをご覧いただくと、年度初、4月1日から6月22日の間で中退共については全体で471億円のプラスになっているということでございます。大体予定運用利回りと経費分ぐらいが今出ているというような感じかと思っております。

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。では、ただいまの西川理事から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。

○白杵委員長代理 野村さんの資料の後半のこれは参考までに付いているということなのですか。

○西川理事 最初この定点チェックの数字をというふうに申し上げたのですが、ちなみということでこの期待リターンについても試算をしてくださいましたので、ご参考までに付けさせていただきました。そう大きく変わっているわけではございません。

○末永委員 1つだけ。時点の捉え方、この前提条件の現況、見る時点というのは今回は去年の8月と今年の5月ですよ。これは何か決まっているのでしたっけ。

○西川理事 これは予測値が発表されたときということでございます。もちろん我々としては日々数字は追っているわけですが、予測値が発表されたときにその数字をもとにして私どもは推計を行いますので、その時々で、その時点での期待収益率を計算するときにはこういった予測値を使わせていただいているということです。

○末永委員 たまたま6月に急に上がっていたから、短期には当然変わってきている感じなので、そういうのはこれを見てしまうと本当にこれでいいのかとちょっと思ったものですから。

○西川理事 そういう意味では予測値のところはどうしてもタイムラグがありますので、それでこちらのほうの実際の数字を合わせ見ながらということになるかと思えます。

○末永委員 ヨーロッパは選挙もあるしね。

○江川委員 たまたま先週と今週、プレグジットについて意見を聞く会があったのですが、やっぱり人によってかなり見方も異なるし、状況も非常に流動的なようなので、こういう形できちんと確認しながら進めていただくのがいいと思いました。

○村上委員長 ほかにいかがでしょうか。もう少し今後詰めておくことが必要かなと思うのは、このポートフォリオを見直すトリガーみたいなものですね。要は、時点を変えれば微妙に数字は変わってくるのですが、それで都度、変更を行ってもあまり意味がないと思うのです。そこでは、あらかじめ想定されたリスクの範囲で動いているかどうかということは確認の視点として非常に重要だと思います。そのあたりについては、また別途詰めておく必要があるのではと思います。

○西川理事 そこはご参考ということではなくて、真剣にここは見直しが必要かどうか、お考えくださいと私どものほうからお願いするための基準のようなものを検討させていただきたいと思えます。

○水野理事長 この業務をやっていて本当にそう思うのですけれど、トリガーがないのですよね。だからそれはほかで、民間の生保さんなんかはあるのですかね。こういうときには基本ポートフォリオを見直せとか。

○徳島委員 一つは標準利率が内閣府から告示で出ますので、標準利率の変更が一つのトリガーにはなります。それ以外は特にはないですね。

○水野理事長 やっぱりない。長期の運用だけれども長期間何もしないと全然違うよねということで、実は毎日のように考えなければいけないということですよ。行動を起こすかどうかは別にして。

○徳島委員 そうですね。

○村上委員長 長期的に設定した前提条件というのがどうなったら変わったというように判断するかというところが一つのポイントであると思うのです。そのあたりはまた課題としてやっていけば良いと思います。

ほかには何かございますか。それでは、よろしいでしょうか。

○西川理事 そうしましたら基本ポートフォリオとの関係で、平嶋課長にちょっとお伺いしたいのですが、前回の本席でお話がありました労政審への付加退職金制度に関します資料提出の件なのですが、もしその後何かご予定に変更ですとか進捗等がありましたらお教えていただければありがたいのですが。

○平嶋勤労者生活課長 現在の付加退のルールは平成26年3月に作ったもので、当時のポートフォリオでリーマン級のショックに耐えられるように3,500億円貯めましょうという思想で作りましたが、今回ポートフォリオを見直して、それが2,000億円ぐらいまで安定化したということです。それで労政審の各委員の皆様、今度の財政検証に合わせて見直さなければいけませんねということになっておりますが、前回野村さんからも試算いただきましたように、例えば1%tileの4,300億円ぐらい、あるいは別の言い方では、2,000億円プラス2年間の支払いの金額プラス景気の後退期の2年間の損失を積み上げて大体4,000億円強になるということで、3,500億円に替わる新たなターゲットを4,300億円程度に置いて、それを超えた場合に全額を支払うのか半額を支払うのかというのはあると思いますが、そういうルールで置いた場合の資産の動きというのを計算いただけないかなと思っております。秋以降に次回の労政審を行おうと思っておりますので、そこの議論に役立てられたらと思っております。

○西川理事 次回が9月8日になりますので、その段階でお示しすれば。

○平嶋勤労者生活課長 はい。

○西川理事 わかりました。

○村上委員長 よろしいでございますでしょうか。

では、続きまして資料4のほうに移りたいと思います。資料4「林退共制度の安定的運営をはかるための改善策の実施状況及び今後の見通しについて」について、事務局よりご説明をお願いします。

○成田理事 林退共の担当の成田でございます。よろしくお願いたします。私から林退共の状況についてご報告させていただきます。林退共の状況につきましてはこれまでこの委員会でご報告させていただいているところでございます。最初に参考資料2、これは3月のこの委員会にお出しした資料と同じものですが、繰り返しのご説明になり大変申し訳ありませんが、まずはこの資料をご覧くださいと思います。

表紙をおめくりいただきまして1枚目でございます。左側に4つの改善策が載っておりますが、林退共の制度の安定的な運用をするための4つの改善策でございます。右側がこの実施状況でございます。先ほどもご説明がございましたが、累積欠損金を抱える林退共におきましては4つの改善策の1つとして③の合同運用を実施しているところでございます。3月のこの委員会では、これらの改善策については、これまでのところは一定の効果があつたと考えられるところでございますが、「総括」の1行目でございますが、今後の見通しにつきましては、累積欠損金解消計画に基づいて平成34年度までに累積欠損金を解消することが困難な状況にあるとご報告したところでございます。原因が書いてございますが、その1つが責任準備金の関係でございます。平成27年度の決算において責任準備金の大幅な増加がありました。これにつきましては2ページに表がいくつかございますけれども、一番上の表の緑のところ、27年度の決算で3億6,800万円、責任準備金に繰入を行っております。

2番目の表が、26年度の財政検証のときの見通しでございますが、緑のところを見ただけだと、逆に26年度から27年度にかけて1億500万円責任準備金が減るということでございましたので、4億7,000万円の差が生じています。

もう一つが、運用利回りの見通しでございますが、これは2ページの下から2つ目の表で、新規10年国債の利回りの実績値が書いてございます。資料には書いてございませんが、財政検証時の金利の見通しでは平成26年度1.0%、27年度1.5%、28年度1.9%、29年度2.1%、30年度2.3%というような前提で財政検証を行っていたということで、ここでも差が生じているというような状況でございます。

その後、3月23日に林退共の運営委員会が開催されましたので、この資料と基本的に同じものをお出しして、私からご説明しました。これも何度もご説明させていただいているかと思いますが、運営委員会は中小企業退職金共済法に基づいて設置されており、委員は厚生労働大臣が任命し、中期計画、年度計画を策定する際などにはこの運営委員会の議を経なければならないということになっております。実際の委員には林業関係の団体の代表者の方や、一部の都道府県支部の代表者の方などにご就任いただいております。3月の運営委員会において同じようにご説明したところ、今後の方向性についてご質問がございましたので、28年度の決算をご報告させていただく6月の運営委員会で28年度の状況も踏まえて改めてご相談をさせていただきたいと申し上げたところでございます。

これを受けまして6月20日に林退共の運営委員会が開催され、同じような資料になりますが、資料4でご説明いたしました。

1ページでございますが、右側の実施状況を28年度の実績の数字にしております。①の予定運用利回りの引下げ及び掛金日額の引上げというところにつきましては、26年度と28年度を比べてみますと、掛金収入だけではなく証紙の販売枚数も微増している状況でございます。②の業務経費の縮減につきましては27年度に引き続いて業務経理への繰入予算額を1,000万円削減しております。③の資産運用方法の見直しにつきましては、先ほども出

て参りましたが、合同運用の開始によりまして委託運用部分の利回りが 4.7%、資産が 2 億 3,200 万円増加しております。④の加入促進対策につきましては、新規加入が 28 年度は 1,768 人と、過去 2 番目に低い水準になりましたが、脱退者も前年に比べて 16.6%減少いたしましたので、結果として期末在籍者数が微増という状況になっております。この結果、掛金収入が退職給付金を上回っております。

こういった取組によりまして、先ほどもご報告申し上げましたとおり 28 年度の決算におきましては 1 億 3,500 万円の当期利益金となりまして、累積欠損金を 7 億 7,600 万円まで減少しております。この 7 億 7,600 万円という数字は、財政検証時の見通しでは 29 年度末の数字ですので、1 年前倒しで解消できたという状況でございます。こういったことから 28 年度においても改善策は一定の効果があったと考えられるところでございます。

2 ページ以下が今後の見通しでございます。厚生労働省からのご指示に基づいて機構で推計して資料を作っております。金利の見通しについて、厚生労働省から、一つは 29 年度から 48 年度まで 0% で固定する推計、これが上の金利 0% の①～③でございます。それから内閣府ベースラインケースを使ったもので、使った利回りは表の下の「注」に書いてあり、36 年度以降 1.9% で横置きで使用しています。下の内閣府の④～⑥の推計でございます。それぞれについて予定運用利回りを現行の 0.5% と、それから 0.3% と、0.1% に下げた場合の推計を全部で 6 種類作るようにということでございました。

4 ページ以下に細かい資料は付けておりますが、それをまとめたものが 2 ページでございます。上の 3 つの金利 0% の推計では右側に参考値と書いてございますが、いずれにいたしましても累積欠損金の解消は困難でございますが、予定運用利回りが低い方が累積欠損金の額が少なくなるという推計でございます。それから内閣府のケースでございますが、これは累積欠損金が平成 42 年度から 47 年度の間でいずれは解消するという推計になっておりますが、予定運用利回りが低い方が早く解消するという推計となっております。また、平成 34 年時点を見ていただきますと、予定運用利回りが 0.1% のケースだけ 28 年度より累積欠損金が減少する形になっております。

この資料につきましては、運営委員会の前の 6 月 15 日開催された「林業退職金共済事業の安定的な運営に向けた検討委員会」においても配布してご説明しております。この検討委員会は、林業関係の団体の内部に設置された林業関係者の会合で、機構はオブザーバーとして参加しています。検討委員会において、私からこの資料をご説明した後で、厚生労働省の勤労者生活課長から、国債金利が予定運用利回りを下回る状況になっているということ踏まえて予定運用利回りを引き下げるということについて委員の皆様のご意見を伺いたいというご提案がございました。

これに対して委員の方々のご意見は、全員が当面予定運用利回りの引下げは行うべきではないというご意見でございました。その理由として幾つかあったわけですが、一つは運用利回りの予測が困難であるとしても、厚生労働省としてはやはり同じ政府の機関である内閣府の推計によらざるを得ず内閣府ケースでは、先ほどご説明したとおり内閣府ベース

ラインケースを用いて 36 年度以降 1.9%で横置きということですが、将来的に累積欠損金が解消する見通しであるということ、平成 28 年度まではいい状況にあるので、厚生労働省の懸念もわかるけれども、こういったことが現実になりそうになったときに考えればいいのではないかと、林業労働者の労働条件が下がることや、林退共制度の魅力が下がることについてはいろいろな状況を見極めて慎重にやるべきであるということ、今年度は「緑の雇用」という林野庁の施策がありますが、この施策によって新しく 2,800 人程度就労する見込みであるなど、追い風の状況があるというようなことが理由として挙げられていました。

一方で、委員の方からは、そうはいつでも問題意識をもって状況を見ていく必要があるのではないかとのご意見もございました。20 日の運営委員会におきましては、私からの資料と検討委員会の状況をご報告申し上げまして、検討委員会の座長が運営委員の 1 人ですので、この方からも同様のご報告があり、他の委員からは特段のご意見もなく委員会が終了したという状況でございます。

こういった中で機構としては、事業の実施状況や収支の状況についてきめ細かく業界の関係者の方にご報告をしていくとともに、現行の累積欠損金解消計画について、34 年度の累損の解消は難しい状況になっておりますので、この見直しの内容やタイミングについて今後、厚生労働省ともご相談していきたいと考えております。

私からのご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成田理事からのご説明についてご質問、ご意見等ございますでしょうか。何かございませんか。

最初、私のほうから 1 つ確認させていただきたいと思いますが、先ほど林退共の運営委員会というものがどのような位置付けのものかについては、理事の方からのご説明があったと思うのですが、あとはいろいろな物事が決まっていく全体的な意思決定プロセスみたいなものを共有しておきたいと思っておりますので、そのあたりをご解説いただけますでしょうか。

○成田理事 予定運用利回りとの関係では、厚生労働省が労働政策審議会のご意見を聞いて決めることですので、運営委員会における議論は、その際の参考の 1 つということだと思います。そういう意味では、最終的に厚生労働省が判断されることになると思っております。

○村上委員長 ほかにございませんでしょうか。

○臼杵委員長代理 すみません、前に伺ったことの繰り返しかもしれないのですが、結局さっき運用実績状況の林退共のところにもあったのですが、結局林退共の今の基本ポートフォリオというのはここに書いてあるとおりなのですか、82.3%が国内債券というのですか。それでこの基本ポートフォリオの期待収益率の 0.89%というのはどういう根拠で出てきたのですか。中退の見直しをしたときに数字をもとに出してきているから一応 0.89%だと、0.5%は上回っているという。

○西川理事 ただ、0.5%には業務経費分が全く含まれておりませんので、逆ざやか順ざやかをみるには採算利回りを見ていただく必要があります。

○臼杵委員長代理 ああ、この採算利回りが。この採算利回りが随分何というか差がありますねという。それはやっぱり規模の利益がないからということですか。

○西川理事 はい、まさに。

○臼杵委員長代理 それで、以前からおっしゃったように500万円とか1,000万円の支出も厳しい、とかという点は、そういうことなわけですか。

○成田理事 業務経費への全体の繰入が7,800万円ですので、1,000万円というのはそれなりに苦労して出した金額になっております。その7,800万円を業務経費率として計算すると、採算利回りが資料に掲載されているような数字になるのだと思います。

○臼杵委員長代理 なるほど。それは規模の利益というかやっぱり林業で働いている人を一時という言い方はいいのかわかりませんが、つかまえてきっちり払うというところに手間がかかるということもあるのですか。

○水野理事長 それはないです。

○臼杵委員長代理 それはないですか。そうするとなかなか大変ですね。

○平嶋勤労者生活課長 予定運用利回りは労政審の事項ですが、利害関係者である業界がかなり強硬に反対しておりまして、それを無視しては進めるわけにはいかないというところなんです。ただ一方で平成34年の累損解消の達成が難しく、今は毎年9,200万円返しなさいという目標がずっと続いていくわけですね。それを見直さなければいけないと思っておりますが、対応に苦慮している状況です。

○末永委員 34年で解消できない、要するに解消できないとなったときに、それは誰がどういう………どんどんその後、累損が加算していったら、加入者はもっと大変になるような気がする。要するに掛金を増やさなければ、最終的にはやっていけないはずですよ。

○平嶋勤労者生活課長 利回りを下げるか、後はもっと収益を取りに行くか、それぐらいだと思います。

○末永委員 そうすると、前に私は言ったと思うのですが、確かにこの制度は林業をやっている人のための退職金制度ですから、やっぱりあったほうがいいのだと思うのですが、何か累損はきっちり解消するような絵を描いておかないと、制度がやっぱりだめになってしまうと思うのですよね。そうすると加入者にとってもよくないことなのです。だから何かそこら辺は、どこまで累損が行ってしまったらもう腹をくくってくださいとか何か本音の話をしたほうがいい気もするのですけれどね。最後は国がちゃんとやるのだっいたらいいのですけれどね。

○平嶋勤労者生活課長 業界の方がおっしゃるのは、財政検証はあと2年後になっているはずだから、そこまでは様子を見させてくださいというわけです。

○末永委員 2年でもっと危なくなってしまうたら。いずれにしても毎年ちゃんとそこは見ていかなきゃいけないのだと思いますけれども、テーマに合ったことで考えるとじゃあ

どうい策があるのですかねと問いかけられてもちょっと困ってしまったなど。この運用委員会としてはやりようがないので。唯一今、合同運用をやって、これで何とかしようということであたわけですから。このテーマをここの場ではどう御したらいいのか。

○白杵委員長代理 中退共の累損があったときに思い切って株を増やしたという、ある意味で博打と言っていいのかどうかかわからないけど、思い切ってリスクをとったという、そういうことはやらないということでコンセンサスができていたとしたら、運用でできることはないのですね、申し訳ないのですけれど。だからライアビリティサイドで考えてもらうしかないのですよ。アセットサイドでできることというのは多分ないと思う。

○村上委員長 ほかには何かございますでしょうか。

○水野理事長 林退共の累損が拡大した背景として、かつて、こういった議論があったと聞いています。参考資料2がちょうどいいかな。参考資料2のページ目の一番下のところにブルーで運営費交付金という欄があって、これが21年度から22年度に1億4,200万円が1億円減っているのですよね、3,000万円に。この急激な減額については、5兆円も運用しているのだから業務経費ぐらい出せよと言われて、中退共の場合はさっきから皆さん、直感的に違和感のない水準とお考えになっているように、4兆6,000万円ほどの運用資産がありますから、経費率でたかだか0.1%なのですよね。当時金利が、新規国債の利回りがお示ししてありますけれども1.395%ですから、1.395%で新規国債を運用していても0.1%ぐらいは出ますよねと。それは4兆5,000億円を運用していたからであって。一方林退共の場合は140億円しか運用していないわけですから、だから苦しいのですよね。その当時は区分経理ということを一生涯懸命説明して、合算すればそうだけれど140億円なのだという話をしたら、それは別に法律変えればいいのかではないのかという話になったと聞いております。ただ、被共済者が違いますから、区分経理を変えるということはありません。それで、4兆5,000億円運用していれば経費は出るよねというのが、140億円だと出ないのですよね。やっぱり必要最低限のコストがありますから。そこをどうするかということについて、一応こういう状況ですよという話をして、当然のことながら資産運用としてはほかにやりようがないからライアビリティのほうで助けてくださいという、こういうことだと思いますけれども。林退共についても基本ポートフォリオの、ここで議論はしていますので、ご報告をさせていただいたということでもあります。

それから一つだけ。運営委員会の最後に私のほうから、もちろん今、状況は確かにいい、合同運用をやって出だしは好調である、ただ、現代ポートフォリオ理論に基づいてやっていますから、いい時があれば、同じ確率で悪いときがありますよ、こういうことを言うと嫌われるかもしれないけれども、そこはわかっておいてくださいよ、だから同じくらい負ける可能性がありますよという、末永委員のご発言もそうだと思うのですけれども、そういう話はさせていただきます。その上で、運営委員の方に今後議論をしていただきたいということではないかなとは思いますが。

○村上委員長 この資料4の1ページの金銭信託利回りが4%以上の実績となっているな

どというのは、何かとても期待されてしまうところがあるのではないかと思うのです。ただ、やはり諸々の資料について少々工夫して、リスクの幅についてご理解をいただけるような資料をお見せするという事ではないでしょうか。業務経費的に非常に厳しくてコンサルも付けられないというような状況であると思うのですが、あまり手間のかからない形で、例えば期待運用利回りの収益率が0.89%で標準偏差は1.63%となっていることの意味を少し絵解きでもして、どのようなことがどのぐらいの確率で起こり得るのかというのをきちんとご理解いただいた上で、このまま、現在の合同運用のリスクをとり続けていっていかどうかを考えていただくということだと思います。それから昨年度の運用実績の評価についても、株式市場や他の市場についても過去の年度利回りが20年ぐらいでどのように推移しているとか、その分布状況の中で、たまたま去年はかなり良かったほうに入っているという、そのような振れ幅というものをよく関係の方々にご理解いただく必要がもっとあるように思います。これまでの資料は全体的には中心値で見通しを作られていると思われまので、振れ幅をご理解いただけるような資料が必要と思われま。それで、これ以上財政状況が悪化して、恐らく本当に累損が10%にもなるともうほとんどデッドラインで運営は不可能になると思うのです。今の合同運用のポートフォリオでも、そのようなことになる確率もこのくらいあるとお示しすることです。その悪いほうの確率が起こったときにどのように対処するかというのは本当に難しい選択になると思いますが、今のポートフォリオは、それをまた早めているポートフォリオだとも言えなくはないという、そのところをよくご理解いただく必要があると思います。リスクをとるということの意味も、ではそのリスクが起こってしまったらどうするのかということの対処法が議論されていないというのでは、リスクを許容したことにならないという意味もわかっておいていただく必要があるというように思うのです。

○水野理事長 今の状況になれば、資産運用という意味からいうとこういうことが起こりますよということを、ちゃんと説明してあげたほうが親切ですよということを皆さんがおっしゃっているのだと思います。ただ一方で、やっぱりかなりわかっていらっしゃるかなという感じもするのですよね。私は出ていないので、その検討委員会には、メンバーでもありませんし出ていないのですけれども、お話を聞いている限りでは、今がいいからというのが結構あるのでしょうか。今上手くいっている、あまりにも上手くいき過ぎてしまっていて、要するにタイミング的にはもうちょっと待ってほしいなというのもあるのでしょうか、多少。

○平嶋勤労者生活課長 そうですね。

○水野理事長 持ち出すタイミング。

○平嶋勤労者生活課長 そうです。平成27年度から変えたばかりで、もうですかという感じはあります、感覚的に。

○水野理事長 それからもう1つ。中退共のときには、今度中期計画の最大のポイントなのですけれども、この前ちょっと申し上げた、非常にお恥ずかしい話、予定運用利回りを平

嶋課長にもものすごく頑張ってもらっていて、労政審が直ちに結論を出してくれても、システムの1年以上はかかるという。これはこの中期計画で何とか予算をとってやろうとしていますけれども。ですが、林退共のほうは1年かからないのですよね。

○成田理事 予算を確保する必要はあります。

○水野理事長 要するにシステムのネックは9カ月ぐらいなのかな。

○成田理事 前は10カ月ぐらいでやったようです。

○水野理事長 だからその辺のタイミングも、今までの私の、歯切れの良い説明から非経済学的な説明になりますけれども、そういう状況であるということをご報告させていただきたいと思います。

○平嶋勤労者生活課長 林退共の検討委員会の皆さんは、ちょっと予定運用利回りを下げるのは待ってくれと。ただ、もう少しリスクをとるのは構わないとおっしゃるのですが、今おっしゃったようにそれがどういう意味なのかというのはよくお示した上で、ご判断いただかないといけないと思っております。

○水野理事長 これはでも、これ以上リスク……だって、要するに中退共のポートフォリオの約10%は利益剰余金があるポートフォリオなのですよね。これは5%のマイナスがある中で、そのリスクをとるとするのは、それは金融業務とは言えないよね。社会保障業務ならいいのですよ。一言でいえば後で税金投入するというのならいいけれども。それは金融で積立型でやっている業務としては無理ですよね。

○平嶋勤労者生活課長 長い目で見ればとれるのではないのでしょうか。

○水野理事長 長い目で見ると、長い目で、100年間で見て、その間、そういう例えば累積欠損金の運用ロットに対する割合が一時的に10%とか15%になっても、長い目で見れば大丈夫なのだとすれば別かもしれないけれども。

○平嶋勤労者生活課長 キャッシュフローとの関係はもちろんあると思います。そこはチェックしないとけないと思うのですけれども。

○西川理事 今、林退共は10年間のラダーのポートフォリオを自家運用でやろうとしているのですけれども、多分本当は平均的な勤続年数との関係では、もっと長く運用できるのではないかという気がしております。ただ、累積欠損金がある中で、しかも50億円近いお金を安定的に合同運用で委託にしておこうとすると、10年ぐらいで回していかないととてもキャッシュフローが回らない。そのために、実は非効率的な運用の仕方をしているのではないか、と思っております。結構それは長期的には財務的に響いてくるのではないかと懸念しているところです。中退共のように20年で回せば、今0.7%ぐらいとれているものがほとんどゼロになっているということなのかもしれない。ただ、今もし20年にしてしまうと毎年の償還金が4億円ぐらいになってしまうので、そうすると相当キャッシュフロー上のリスクをとらざるを得ないということです。そう考えていくとなかなか打つ手も限られてくるかなということではあります。

○水野理事長 考え方としては、公的資金を投入して累積を消して、リスクをとる、いや、

通常そうですよね、公的資金を。だってリスクをとっても何年も運営していればそれがリスクではないというのであれば、公的資金も同じなのだから必ず返るわけだから、公的資金を投入して、繰欠を消して、その代わり返済計画を立てる。ただ、その場合は相当ないろいろなことをやらないといけないのでしょうかけれども、そういう考え方はないわけではない。と思いますけれどね。

○村上委員長 運用でカバーできるというのは本当に限度があるかと思いますが、いずれにしてもこの委員会としても皆さんのご理解を深めていくためのいろいろな工夫などについてはアイデアを出してご提言していくというような役回りを果たしていきたいと思えます。そのようなことで、とりあえずこの場はよろしいでしょうか。

何かほかにございますでしょうか。それではこの議論についてはまた随時、状況をご報告いただくということでよろしくお願ひいたします。

一応予定の議事はここまででございますが、本日の議事を通じてほかにご質問、ご意見等がございますでしょうか。いかがでございますでしょうか。

ひとつ、私から、評価報告書についての議論を補足させていただきたく思います。先ほど、本来は予定運用利回り対比の評価が入るようにすべきということを申し上げたのですが、今年度についてはそれが難しいかなと思った一つの理由が、中退共のように当委員会等でそもそも論から積み上げて、基本ポートフォリオの考え方を共有しているような経理についての評価と、ほかの建退共や清退共のようにどちらかという過去からの蓄積がかなりあって、今の金利情勢からすると離れた予定運用利回りを掲げているものの、それが過去の含みのある程度還元するという意味を持っているような経理、それから林退共のようにずっと累損があって足りない中でリスクをとってやっていくような経理というように、全然違った観点で基本ポートフォリオができているという背景があります。このあたりのものを一律に予定運用利率対比で評価するというのも、また非常に工夫が必要になってくると思うのです。ですから、来年に向けての課題といたしましても、そのあたりのことをよく考えて練っていかねばならないのではないかと思いますので、早めにどうしたらいいかという工夫の手段をお考えいただくと良いように思います。

○西川理事 行き詰まりましたらまたご相談をさせていただきます。

○村上委員長 よろしくお願ひいたします。

ほかになにかございますでしょうか。なければ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。

○西川理事 若干お願ひごともありますので本日は私のほうからご説明をさせていただきます。次回の資産運用委員会は9月8日金曜日14時から本日より同じ会場、こちらで開会させていただきます。ご審議いただく議題でございますけれども、定例案件として退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用状況報告ということでございます。毎四半期ごとにやらせていただいているものを予定しておりますが、このほかに2つ予定しております。1つは先ほど平嶋課長からお話のありました労政審が提供する資料について案を提出させて

いただきますので、内容の適否についてご審議いただきたいと思っております。

もう一つなのですが、フィデューシャリー・デューティーについてでございます。昨今、金融庁の森長官に牽引される形で、フィデューシャリー・デューティーの議論が注目を集めております。現在は主に運用受託機関たる金融機関がこの関係で批判をされているわけなのですが、いずれは委託先を選定する当機構のようなアセットオーナーにも議論が及んでくるのが不可避ではないかというふうに思っております。今年度後半に予定しておりますマネジャー・ストラクチャーにおきましてもかかわってくる問題であるというふうに思っておりますので、そのフィデューシャリー・デューティーの議論について当機構としてどのように対応していくべきかということについてもご審議いただきたいというふうに思っております。やや具体的には、一つは既に村上委員長からご指摘いただいている基本ポートフォリオ見直しの際の宿題の一つともなっておりますが、委託先との契約書における運用委託先の責任の書き方の話、それから当機構としての運用を行う際の行動規範のあり方、そういうものが議論の俎上に上がるものと思っております。さらにマネストに際して選定基準の中に、委託候補先のフィデューシャリー・デューティーに対する取り組みをどういうふうに織り込んでいくかといったことも検討の課題に入ってくるのではないかとこのように思っておりますので、そういったものについて私どもとしての案のようなものをご提出させていただいた上でご審議いただければというふうに考えております。

9月8日までにはどこまでできるか若干自信のないところもあるのですが、できる限り前向きに取り組んでいきたいというふうに思っております。また9月の委員会開催前にいろいろご相談させていただくこともあると思いますが、その際はよろしくお願ひします。

もちろんその他、議題とすべき案件がございましたらいつでも事務局のほうまでご連絡、ご提案いただきたいと思いますのでよろしくお願ひいたします。以上です。

○村上委員長 ではただいまのご報告について何かご質問、ご意見等はございますでしょうか。よろしいでしょうか。

それでは、ご質問、ご意見等がないようでしたら、これをもちまして資産運用委員会を終了いたします。議事進行へのご協力、ありがとうございました。

(了)