

平成 29 年度第 7 回資産運用委員会議事録

日時 平成 30 年 3 月 2 日（金）

場所 勤労者退職金共済機構 19 階役員会議室

1. 開会

(1) 資産運用委員の出席状況の確認

○清水資産運用部長 それでは出席予定の委員がそろいましたので、定刻前ではございますが、始めさせていただきます。

資産運用委員 5 名の出席を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 7 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。

(2) 理事長挨拶

○水野理事長 本日はお忙しいところ、平成 29 年度第 7 回資産運用委員会にご参集賜りまして誠にありがとうございます。今回も約 1 か月という短いインターバルでの開催となりました。恐縮しておりますが、どうぞよろしく願いいたします。

ご審議いただく主な議題はお手元の委員会次第にあるとおりでございますけれども、まず、資産の運用状況に関する定例報告、それから今年度から来年度にかけての主要継続検討案件、いよいよマネジャー・ストラクチャーについての議論が始まるということであります。さらに、本日は厚生労働省勤生課の平嶋課長から、1 月 31 日に開催されました労政審中退共部会において行われました中退共の 5 年に 1 度の財政検証についてのご報告と、この 1 年間ぐらいかけてずっと詰めてきたのですけれども、来期からスタートいたします第 4 期中期目標に関するご説明をいただけることになっております。平嶋課長、どうぞよろしく願いいたします。

マネジャー・ストラクチャーにつきましては、本日からコンサルタントにも参加していただいて、いよいよ議論が具体化、本格化いたします。昨年度の基本ポートフォリオ見直しのときと同様、当機構の特性を踏まえて、受益者である共済契約者、被共済者の方々にとって最も適切と思われる形でマネジャーを選択・管理できるよう、前回の基本ポートフ

オリオのときもそうだったんですが、ちょっと時間がかかるのですが、ゼロベースでのご審議をいただきますよう、お願いいたします。

それでは本日も盛りたくさんの内容でございますが、平成 29 年度の掉尾を飾る活発なご審議をお願いいたします。

(3) 資料確認

○清水資産運用部長 では資料の確認をお願いいたします。

1 枚目、座席図。

2 枚目、委員会次第。

続いて、左綴じになっております議題資料になります。右上に資料番号を付けてごさいます。

資料 1 - 1 平成 29 年度第 4 回資産運用委員会議事録

資料 1 - 2 平成 29 年度第 5 回資産運用委員会議事録

資料 1 - 3 平成 29 年度第 4 回資産運用委員会議事要旨 (案)

資料 2 平成 29 年 4 月から 12 月の運用実績報告 (6 経理)

資料 3 マネジャー・ストラクチャーにおける検討事項について

こちらは資料 3 - 1、3 - 2、3 - 3 の 3 つがダブルクリップで綴じられています。

資料 4 一般中小企業退職金共済制度の財政検証

資料 5 独立行政法人勤労者退職金共済機構中期目標 (抄)

参考 平成 29 年 4 月から 12 月の運用実施報告 (ホームページ掲載資料)

以上でございますが、不備はございませんでしょうか。何かございましたら、途中でも構いませんので申し出いただきますようお願いいたします。

それでは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。

2. 議題

(1) 資産運用委員会議事録及び議事要旨の確認

○村上委員長 本日も複数の重要な議題がございますので、円滑に進行しますよう、皆様方のご協力をよろしくお願いいたします。それでは次第に沿って議事を進めて参ります。

議題 (1) は資産運用委員会議事録及び議事要旨の確認です。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 初めに資料1-1、平成29年度第4回資産運用委員会議事録、並びに資料1-2、平成29年度第5回資産運用委員会議事録についてご説明申し上げます。これらは全員の確認が得られましたので、最終版としてご報告いたします。なお、本議事録につきましては、資産運用委員会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。

次に資料1-3、平成29年度第4回資産運用委員会議事要旨(案)についてご説明申し上げます。こちらは委員の皆様からご指摘いただいた分を修正したのになります。恐れ入りますが、この場で再度お目通しをいただき、修正の可否についてご確認をお願いいたします。

○村上委員長 ただいまのご報告についてご質問、ご意見等はございますか。資料1-1と資料1-2の議事録についてはもう何度か事務局と皆さんでやり取りをされて、確認ができているものと思われま。

それで、ご質問、ご意見等がないようでしたら、資料1-3の議事要旨(案)のほうについてはこの委員会後公表ということになりますため、少し時間をとりますので、この場でもう一度お目通しをいただきたいと思います。2~3分、議事要旨のほうにつきまして、最終のご確認をいただきたいと思います。よろしく申し上げます。

(平成29年度第4回資産運用委員会議事要旨(案)確認)

よろしいでしょうか。

○中島委員 内容的にどうかという話はないのですが、2ページの(2)の2つ上の(委員)というところの発言「マネジャー・ストラクチャー用コンサルタントを募集する際の仕様書には、その採否の判断基準として、マネジャーが主張している投資戦略の妥当性を理論的、実証的に分析して論じられている事を、真っ先に掲げて欲しい。」云々ということがあるんですけども、この要望に関する回答は本日何らかの形で行われるのでしょうか。

この書き方だと、コンサルタントが回答するのか、それとも事務局で回答されるのかわからないのですが、この回答は聞いてみたい気がします。

○村上委員長 まず、時点の確認をしますと、この議事録は去年の10月の委員会のもので、現時点ではもう既にマネジャー・ストラクチャーのためのコンサルタントというのは採用されていらっしゃるわけですね。

○西川理事 そうですね、はい。

○村上委員長 その採用する際に、コンサルタントに向けた仕様書において、このようなことを掲げたかどうかという確認であると思うのですが、きちんと運用戦略について理論的・実証的に分析して論じられることということですね。

○西川理事 こちらは、このような書き方ではないですけれども、含めさせていただき、また総合方式での入札で、プレゼンテーションを受けて決定しております。そのときに、口頭ベースでもこういったところは確認した上で選択をしております。

○村上委員長 中島委員、いかがでしょうか。

○中島委員 ということは、今日の議題でいうと、議題（3）で恐らくコンサルタントが出ていらっしゃると思うのですが、その中でコンサルタントのほうからこれに対応する説明がなされるという理解でよろしいでしょうか。

○西川理事 いや、それは予定はしておりません。これ自体は、今、決定するものではありませんので、そういう意味では本日の議題の中で自然に野村さんのほうからこれについての説明があるわけではないと思いますが、ご質問いただければ回答が返ってくると思います。

○中島委員 わかりました。

○村上委員長 今後、コンサルタントには機構の委託により少し期間をもっていろいろと業務をやってもらうということになるわけですが、運用委員会といたしましても、こういった視点がきちんと漏れなく行われているのかどうかということについて監視しておかなければならないということになると思いますので、そのあたりで疑問があったら随時コンサルタントに対して質問していけばいいのではなかろうかと思うのですが、いかがでしょうか。

○中島委員 わかりました。

○村上委員長 ほかに、資料1-1、1-2、1-3を通じて何かございますか。よろしいですか。

それでは、まずは、平成29年度第4回並びに第5回の資産運用委員会議事録について、資料1-1と1-2のほうについてお伺いいたします。この事務局案を最終版とすることにご異議がある委員の方は挙手をお願いいたします。

ご異議がないようですので本案を最終案といたします。こちらについては7年後に公表ということになります。

続いて、資料1-3の平成29年度第4回資産運用委員会議事要旨(案)についてお伺い

いたします。この事務局案を最終版とすることにご異議がある委員の方は挙手をお願いいたします。

よろしいですか。ご異議がないようですので、本案を最終版といたしたいと思います。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。

(2) 退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用状況について (6 経理)

○村上委員長 それでは次の議題に移ります。議題 (2) は退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用状況についてです。事務局からご報告をお願いいたします。

○西川理事 ご報告申し上げます。資料 2 の平成 29 年 4 月から 12 月の運用実績報告 (6 経理) という資料をご覧ください。

表紙をおめくりいただきまして、平成 29 年 4 月から平成 29 年 12 月の資産運用実績報告という縦長の表をご覧ください。一番上が運用利回りという格好になっております。内外とも株価好調でございましたので、各経理とも 3% 以上の高目の運用利回りを実現しているという格好になっており、これは 9 月までの状況とあまり変わっていないのかと思っております。運用損益につきましても、一番左の、シャドーがかかっている部分の上から 2 番目ですが、中退共のほうで 1,340 億円程度、建退共でも 242 億円というような形で、それなりの金額の利益が出ている格好でございます。林退共事業でも約 4 億円のプラスが出ているような格好になっております。

もちろん相場全体がよかったということもございますので、ベンチマーク対比でのファンドのパフォーマンスはどうかというところでございますが、2 ページ目に移っていただきまして、下段の表をご覧ください。前回ご報告したときに、珍しく全経理の全ての資産クラスにおいて超過収益率がプラスになりましたということを申し上げたのですが、その延長線上にありますので、この 12 月までの 3 四半期を通してても同じような形になっております。いずれの経理におきましても委託分については超過収益率プラスを達成している格好になっております。

前回、上段の一番右の建退共の特別給付経理の国内株式のところの超過収益率があまりにも良すぎるのではないかというご指摘をいただきましたので、内容を確認させていただきました。ここは一つのファンドなのでそのパフォーマンスが如実に出してしまうのですが、市場型のアクティブファンドでございまして、ふだんであればそんなに大きく跳びはねることがないところですが、今回はたまたま個別の銘柄の選定が当たったようでござい

まして、大きく振れているということでございます。通常、そんなにリスクを取っているような先ではないです。特に、この間に何か方針を変えたということもないということは確認しております。ちょっとでき過ぎたかというところかと思っております。

実績についてはそういうことでございますが、ただ、もうご存じのとおり、これは12月末までということでございますが、前回の1月の資産運用委員会のときでもまだ非常に好調でございました。

最近の運用実績というのは、今、ご覧いただいた資料の一番後ろをご覧いただきたいと思います。最後のページです。こちらは全て中退共でございますが、直近までの状況でございますが、その後、2月に入りましてから内外の株価が急落するというような格好になっております。先月末からいきますと、2つある表の左側の表の一番右の欄が金銭信託の予想損益額という、デイリー・ベースでの推移を示したものですけれども、ボトムが2月14日でございます。国内と外国株の下落に伴いまして、前月末では一時は500億円近くのマイナスになったという格好でございます。その後、海外のほうを中心に相場が持ち直しましたので、現時点と申しますか、直近ベースでわかっている2月26日現在で申し上げますと、損失額が半分以下にまたなっているということでございます。

真ん中の行の一番右側の赤い四角で囲ってあるところをご覧いただきますと、4月1日から2月26日までの間の中退共の収益額ということでございます。こちらは今、1,200億円弱というような格好になっております。ですからピークから見ると200億円ぐらいのマイナスになってきているかということでございます。

ちなみに、前のページにお戻りいただきますと、こちらに日経平均とニューヨーク・ダウの日足をこの1年間、昨年の年初からの動きをご覧いただいております。赤いのが日経平均、青いのがダウ・ジョーンズでございますが、これを見ていただきますと、ほとんど同時に下落をしております、大体2月8日から10日ぐらいのところはボトムになっているという格好でございます。

実はこれをなぜあえてここで出したかという、1月末の段階で実は外国株が乖離許容限度を超えましてリバランスが必要になりました。その段階で、これはもう機械的にやるしかないということでございますので、リバランスを実施致しました。上手く利益確定ができるかと思いましたが、その直後に内外株価が下落してしまいまして、売却したのが2月8日ですので、ほぼ、今回の下落の中ではボトムで売ってしまったような格好でございます。後付けで考えれば、何もボトムで売らなくても、ということかも知れませんが、そ

の時点では回復する保証はないわけですので、ルールどおり売却をさせていただきました。売却金を今度は一番比率のマイナス幅の大きかった国内債券の購入に当てていますが、購入は2月19日で無事に終了しております。

ということで、若干間が悪かったとも言えますけれども、ルールどおりリバランスをやらせていただいたというご報告でございます。

とりあえず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。では、ただいまのご報告についてご質問、ご意見等はございますか。

○中島委員 まず、2ページ目のところで、下半分のほうに各経理の超過収益が書いてあって、合計の部分を見ると、（中退共・林退共）超過収益の合計は基本ポートフォリオに定める各資産の資産配分で加重した合計値であるということ、いわゆる仮想的な数字ということになっています。これは時間加重収益率 6.28%についても同じなのでしょうか。

○西川理事 そうです。

○中島委員 ということは超過収益だけではなくて時間加重収益率についても仮想的な数値ですか。

○西川理事 はい。

○中島委員 上のほうについても同じようには個別、運用の投資対象と合計が分かれているのですが、これも加重平均でしょうか。

○西川理事 上のほうというのは。

○中島委員 上半分の資産運用状況というところに利回りというのがあって、例えば中退共だと 3.79%とあるのですが。

○西川理事 これはそうではありません。下側のパフォーマンスを見るための指標としてやっておりますので、時間加重をやっておりますけれども、上は絶対的な利回りと収益を出しております。

○中島委員 これはリアルな数字ですか。

○西川理事 リアルな数字だとお考えください。

○中島委員 すみません、わからないのですが、何で下のほうはリアルな数字ではないのでしょうか。普通は、合計というか、このリアルなファンド全体について時間加重収益率がどうだったとか、超過収益率がどうだったかという分析をするはず。具体的に言うと、

ポートフォリオが基本資産配分からずれる効果も踏まえた上でファンドがリアルに、利回りがどうだったかを書くのが標準的だと思うのですが。

○西川理事 期の途中で金額が変わったりするケースがございますので、その場合その調整をすることによってパフォーマンスを正確にはかる必要があるという観点から、この下のほうは時間加重の概念を取り入れているということでございます。

○中島委員 ああ、ファンドに対する資金の出入りがあるから。

○西川理事 いつもあるわけではないですけども、そういう場合がありますので、それを加味するために時間加重の格好にこちらはしております。

○中島委員 それで、時間加重収益率はそれでわかるのですが、超過収益率については、これは加重平均でなくても計算はできるような気がするのですが、どうでしょうか。

○西川理事 ただ、パフォーマンスを正確にはかろうとするとどうしても時間加重収益と同じような形の調整をしないと。

○中島委員 ちょっと待ってください。実際のファンドがあるわけですね。実際のファンドは基本アセットミックスどおりには運用されていないはず。

○西川理事 はい。

○中島委員 その効果は当然どこかで計測して、数字としてあらわれてくるべきだと思うのですが、それが無いということはどういうことでしょうか。

○都築運用リスク管理役 これは資産配分効果と個別資産効果を合算した数字になります。

○西川理事 全てを含んでいるもの……。

○都築運用リスク管理役 分解する前の数値になります。

○中島委員 分解する前の数値であつたら、基本資産配分での加重ということに超過収益はなりますか。

○村上委員長 これは、今までこのような定型的なフォーマットで継続してディスクロージャーしてきているのです。それで、中島委員のご質問は、多分、いわゆる基本ポートフォリオ×ベンチマークで算出され、もととなるベンチマークアセットミックスの収益率との比較がこの中には入っていないのではということが、まず一つあるのだと思うのです。

○中島委員 そうです。そういうことです。

○村上委員長 一つはそういうことですね。

○中島委員 はい。何に対する超過収益率なのかということですか。

○村上委員長 ただ、そのところについては今後どのような報告をしていくかというこ

とで検討課題にはなっていると思うのですが、従来、言ってみれば実績構成比に各資産の時間加重収益率を掛け合わせたもの、それで加重した数字で簡便的にはこの場では報告をいただいていたようなことです。要因分解については、アセットミックスの効果がどうなっているのかなど、確かにこれだけでは見えないものがあり、そのあたりについてはどのように注文してフォローしていくかということについて議論していくこととなりますね。

○西川理事 何に対して超過収益率かといえばベンチマーク対比なわけです。

○村上委員長 結局、これでは資産ごとの効果しかわからないということですね。資産配分効果がわかるようにはこの段階ではなっていないということですね。

○西川理事 そうですね。

○中島委員 この書き方だと、中退共と林退共だけはそういう簡便なやり方で、ほかのところはいわゆる政策アセットミックスと実際のアセットミックスがずれた効果も加味した数字、というふうにこれで読んでしまったのですが、それは違うということですか。

○村上委員長 結局、中退共・林退共のこの注書きを見ると、基本ポートフォリオに定めると書いてあるので、ベンチマークアセットミックスを意識した設えに……

○中島委員 それは中退共と林退共だけは簡便なやり方を……

○西川理事 つまり、それ以外のところはバランス型、中退共と林退共の委託については特化型でやっているわけです。清退共と建退共についてはバランス型ですので、各ファンドがそれぞれ自分のポートフォリオといいますか、預けられたポートフォリオの中で全て加重、そこの出てきた絶対的な水準というのがそのまま収益率になるわけですがけれども、中退共と林退共の場合は特化型でございますので、ファンド全体というのは何かしらの加重平均をしないと出てこない。

○清水資産運用部長 運用の基本方針のなかで、中退共と林退共に関しましては特化型の運用のために資産ごとの超過収益を目標にしておりますが、建設と清酒については複合ベンチマークを超えることも目標にしております。中退共と林退共に関しては個別資産効果の合計を出しているという理解でよろしいかと思います。

○中島委員 この席だと十分に理解できないので、また後で改めてお教えてください。よろしく申し上げます。

○西川理事 はい。

○中島委員 2つ目は、3ページ目のところで、中央からちょっと下に清退共の給付経理があって、そこに許容乖離幅が+2.0%～-4.5%、国内株についてはその逆という形で書

いてあるんですが、ほかのところは全部プラスマイナスで上下の非対称性がないにもかかわらず、この清退共に上下の非対称性があるというのはどういう経緯ですか。

○竹内次長 清退共の場合は、国内債券のほうがキャッシュフローの関係で結構動きがあるものですから、その資産の中で行ったり来たりするような形で作ってあるのです。

○中島委員 それは行ったり来たりの、ほかの経理はプラスマイナスということで、要は0を挟んで対称の形になっているんですけども、ここは0を挟んで対称の形になっていないのはどういう経緯というか、理由があるのかということを確認させていただきたかったのです。今すぐではなくても、次回の委員会でお話しいただければと思います。

○西川理事 また調べましてご回答申し上げます。申し訳ありません。

○中島委員 3つ目が先ほどお話があったリバランスのことです。1月末の時点で状況を把握して、実際に執行したのが2月8日であったということですが、なるべくこういうことは間を置かないほうが良いと思うのですが、

○西川理事 週末が2回入ったのでそういう日程になっていますけれども、2月の初めに可及的速やかに注文を出して、注文が実行されたのが2月8日ということです。

○中島委員 具体的な内容はわからないのですが、より短縮する余地というのが、まだ検討余地があるのが、それとも実務的にもうほぼいっぱい状態なのかというその点だけを。

○西川理事 そこは後者だと思っております。特に売るのをためらって何か延ばしたということはないです。

○中島委員 そうではなくても技術的な点でもう少し日数をせばめられる余地が、検討余地が。

○樋田運用調査役 日程につきましては、運用機関に、こちらの決定から即座に実施する形で、これ以上は縮められないことを確認した上で決めています。

○中島委員 本当にぎりぎりの数字だということですね。

○樋田運用調査役 はい。

○戸来運用調査役 末の数字を確認して実務的にやる最短がそこになりましたので。

○中島委員 そこだということですね。承知しました。

○水野理事長 末の数字を確認するのに2～3日はかかるのではないかと。第3営業日。

○中島委員 承知しました。私のほうは以上で結構です。

○村上委員長 ほかに何かございますか。

リバランスについては間が悪かった点があります。今の実務の件で、第3営業日で残高が確認できるということでしたね。ところが第3営業日において月末からマーケットが5%下がっていましたというような状況であれば、それを加味すると乖離許容幅にもしかずると入っているかもしれないとか、そういうことを考えるというのはどうなのでしょう。加味する余地というのがその時点ではないのでしょうか。

○西川理事 そうですね……。結局また3日間延びてしまうのです。

○村上委員長 そういうことですね。

○西川理事 そこはイタチごっこというか、そうやっているうちに機を逸してしまうということもあり得ますので、そこはもうルールに従ってやるしかないかなというような。

○村上委員長 というのは、資料の最後のページに市場インデックスの推移というのがございますね。インデックスは即日わかるということがあるので、大体の目安として考えると、このぐらい市場が下がるときと少し枠を飛び出していたものは戻っているかもしれないということが推定できます。残高確定となると第3営業日となってなかなか大変ですけども、運営の中でそのようなところをどのように考えていくかということは実務的にはあるかもしれないですね。また、さらにこの月の8日みたいな下落日にちょうど差しかかっていたときに、決まった発注を出すべきかどうかということもありますね。これは月末基準のルールになっているので、ルールとの兼ね合いで非常に難しいと思うのですが。

○西川理事 今回後付けで見るとここがボトムですけれども、そのときの状況次第で、待っていたがためにどんどん下がってしまったというようなこともあり得ることを考えると、もうここはルールでやるしかないのかと思います。

○中島委員 今の委員長のお話は「ルールどおりなんですけれども、完全に実務ベースでやってしまうとプラス3日間かかるので、リバランスルールの運営に関する限り月末の残高はインデックスベースで近似的に計算してもそんなに大きな違いは出てこないはずなので、リバランスに関する残高のチェックはインデックスベースで最後やったら3日間短縮できるのではないか」というお話でよろしいのでしょうか。

○西川理事 というよりは、相場下落分を勘案すると、ひよっとすると内輪に入っていて、リバランスをやる必要がなくなっている可能性があるなので、それを確認してから注文を確定してはどうか、というご提案だと理解しました。

○村上委員長 そのような確認を、インデックスを用いてある程度目星が付けられるのではというように一瞬思ったのですが、ただ、西川理事がおっしゃいますように、常に動い

ている市場においてそのようなことをやっているとまた非常に難しくなってくるころがでてくることもあるようにと思います。それで、どうでしょうか、そういうことはまた今後リバランスなどの総括をする際に向けて、ノートしておくというようなことで、今回は、リバランスルールどおりで運営を行ってきたことは了解ということになるのではないかと思います。この辺はまた後で振り返ることにしましょう。

○水野理事長 ありがとうございます。実はこのリバランスをするかどうかの判断はみんなに取り囲まれて私がいたしました。私もそのとき、今の状況からいうと、ひょっとしてしなくて済むかもしれないとか、さらにいくかもしれないとか、多少の抵抗をしながら話をしたんですけども、やはりいろいろと考えると、それがまたプラスになる場合もあるし、マイナスになる場合もあるし、こういうボルテージの高いときは、とりあえずやはり一旦ルールどおりやるんだろうなど。そんなに大きな金額ではなかったこともありやらせていただいた。このノウハウを今後ためていって、もっとやり方があればそこでもう一回見直すほうがいいのかと思ひまして、やらせていただきました。

○村上委員長 確かにリバランスのルールを決めた際のシミュレーションのときも、そのようなことまでは加味していないということがありますので、それはそれで良いと思います。

○徳島委員長代理 リバランスに関しては機械的に、例えば月末の状況が確定した段階でなるべく速やかにやるというのも一つの考え方ですが、一方で、ある程度大きな資産を動かすときのマーケットインパクトとか、逆に受託している運用会社側の状況も考慮して、例えば実行のタイミングを分散するというやり方も当然あるわけです。具体的な執行の内容については、事務局でご判断いただくべきテーマかと思ひます。0.1%程度の配分を動かすぐらいであれば全然関係ないかもしれませんが、数%程度のリバランスをするときだったら、執行を一発でやるのが適切であるのかということは、現実に実施する段階でお考えいただくテーマだと思ひています。必ずしも、予めルールとしては書けないと思ひます。

○水野理事長 おっしゃるとおり。インパクトは勘案する、そうですね。

○西川理事 今回の場合は300億円もいかないような金額でしたので、そうした問題はないとの認識でした。

○水野理事長 だったらやる。

○西川理事 去年、ひょっとしたら株をかなりの金額売らなければいけないかもしれない

といった話をしていたときには、各銘柄の保有額と1日の売買高等を勘案して、何回に分けてという検討もやっておりましたので、実際に大きな金額のリバランスが必要になった場合には、そういったところは勘案してやりたいと思います。

○村上委員長 よろしいでしょうか。

○中島委員 ありがとうございます。

○稲垣委員 素人っぽい話で恐縮ですが、この最後のページの外国債券の騰落率も結構落ちています、これはやはり米国の金利が上がっていることが影響しているのでしょうか。

○西川理事 はい、そういうことだと思います。

○村上委員長 為替の影響……

○西川理事 ヘッジ付きなので、その影響は基本的には無いと思います。

○稲垣委員 その点、もしヘッジ付きでなければ、逆に良い数値が出ていたかも知れませんがね。

○水野理事長 そのままわからないですね。

○村上委員長 こちらはヘッジ付きのインデックスでしたね。

○稲垣委員 そうですね。

○水野理事長 せっかく相場のことが出たので、ちなみに今日の午後の初めの日経平均と円ドルはさっきご案内があった2月14日の推移と大体同じということですね、ですからただいま現在だとほかの条件が等しければ700~800億円という感じでございます。

○村上委員長 大体近年は、ニューヨーク市場と東京市場で、下がる時は結構同じように下がるのですが、戻りはどの局面でも日本の株は遅いのですね。

○中島委員 直近で言うと、タラレバの話になるんですが、この赤と青、今外株をリバランスされたんですか。外株リバランスだからブルーのラインで、直近のダウは幾らぐらいですか。きのうの時点で結構下がっていましたね。

○松永資産運用部次長 2万4,600円です。

○中島委員 2万4,600円。

○西川理事 青と赤のちょうど中間地点ぐらい。

○中島委員 中間ぐらいになっているんですね。

○水野理事長 やはり2月14日と大体同じぐらいです。

○中島委員 わかりました。

○村上委員長 ほかによろしいでしょうか。清水資産運用部長、どうぞ。

○清水資産運用部長 大変申し訳ございません。只今の実績報告は4月～12月までの報告ということでございます。資料の最後に参考として付けている資料であります。表紙は正しいのですが、中身が9月までの数字になっております。今回の実績報告を反映した12月までのものをホームページ掲載の資料として付けるべきところが9月までのものになってしまっております。今、事務局で12月までのものを出力しておりますので、この場で差し替えさせていただきたいと思っておりますので、今しばらくお待ちください。

○村上委員長 それから加えまして、先ほど議論があった2ページについては、定義についてまだ共有できていない部分が計算式等においてあったのではないかと思いますので、これは一度はっきりした定義を、どこがどのような計算で成り立っているかというのを、何か補足ペーパーみたいなものをいただいて、それを共有してから議論したほうがよろしいかと思います。外にも出ている資料でございます。それをよろしくお願ひしたいと思ひます。

○西川理事 はい。

○村上委員長 それでは、どうでしょうか。報告の了解については新しいものをいただいてから議論をしたほうがよろしいでしょうかね。

○清水資産運用部長 実績報告は正しいものでありまして、それをホームページに掲載する表にするとこの参考の資料だということで付けたつもりでございますが、

○村上委員長 そちらのほうですね。

○清水資産運用部長 反映できていないということでもあります。

○村上委員長 わかりました。

ほかにご質問、ご意見がなければ、退職金共済事業の係る業務上の余裕金の運用状況については、資産運用委員会としてご報告を了承するものとしたしたいと思います。また、2月に実施したリバランス内容につきましても委員会として了解したということにしたいと思います。

報告用資料については事務局におかれましては、本日、各委員から出されたご意見に従って、また後日補足すべきところはしていただいて、最終版を作成いただき、次回の定例報告に加えていただけるよう、お願いいたします。

○清水資産運用部長 承知しました。

(3) マネジャー・ストラクチャーにおける検討事項について

○村上委員長 それでは次の議事に移ります。ここからはコンサルタントである野村證券さんにご列席いただくこととなります。よろしくお願いいたします。

では議題3ですが、マネジャー・ストラクチャーにおける検討事項についてです。事務局のほうからご説明をお願いいたします。

○西川理事 それではご説明させていただきます。資料3をご覧ください。私のほうからは今後の大まかなスケジュール観についてと、要検討項目の優先順位等につきましてご説明をさせていただきたいと思っております。その後、各項目の説明については資料を作成していただきましたコンサルタントの野村證券さんをお願いしたいと思います。ちなみに本日の野村證券さんはこれまでの資産運用業務全般に係るコンサルタントではなくて、マネジャー・ストラクチャー専用のコンサルタントの立場でご参加いただくということと申し添えさせていただきます。

それでは資料3-2のほうからご覧ください。要検討項目の検討期限についてということでございます。これが今私どもが考えている大ざっぱなマネジャー・ストラクチャーの日程観でございます。

こちらにありますとおり、一番上に全体共通、一番左の欄ですけれども、上から国内債券アクティブ、外国債券アクティブ、国内株式アクティブ、外国株式アクティブ、アクティブ4資産クラスが書いてありますが、こちらを資産クラスごとに2か月ぐらいつづらして、1年間で全ての資産クラスについてのマネジャー・ストラクチャーを実施するという計画を現在立てております。

パッシブが入っていないことがご覧になれるかと思うのですが、これはまず必要と思われるアクティブ、一番マネジャーの質が問われると思われるアクティブのほうを優先的にやらせていただいて、もし事務遂行上の余裕があると思われた場合にはパッシブのほうも年度内に実行していくということを現在考えております。

ほかの機関等におけるマネジャー・ストラクチャーの例も聞いてもらったのですが、全資産クラスを1年間で実施するというのはかなり意欲的な計画であるようであります。私どもの体制を勘案した場合、結構しんどいというのが正直なところでございます。あまり無理をして中途半端な内容になるのはいかがかと思われましたので、何とかできるのではないかとこの範囲内で、こういった計画を立てさせていただいているところでございます。

そういうことでは一番検討する内容が少な目だと思われる国内債券のアクティブを最初にもってきましたが、そうはいつでも4月中にこの国内債券のアクティブの募集を始めるためには、今回、4月から始める前に決めなければならないことが幾つか出てくるということでございます。その優先順位あるいは決定をいつまでにしなければいけないかという検討期限を一覧表にさせていただきましたのが資料3-1でございます。1ページにお戻りください。

右から3列目のラインに検討期限というところがございますが、こちらの黄色くなっているところが、近々に決めなければならない項目と考えているものでございます。ただし、一番下の3つのプロダクト関連、Eというのがございますが、こちらもスマートベータ、ESG、マネジャー・ベンチマークといった形で今回ないし次回には決めなければいけないという形にはなっているんですが、こちらは基本的にはスマートベータ、ESG、マネジャー・ベンチマーク、特に上の2つについては株式の分野のことであろうと考えておりますので、今回あえて決めてくださいというのは、私どもとして債券においてスマートベータですとかESGを実施するつもり、ないしは必要ないと考えているということについてご承諾をいただければという意味でここに掲げさせていただいております。

したがって、本日は主に検討いただきたいことというのは、先に進んでいただきたいのですが、次の資料3-3の1ページ、表紙をおめくりいただくと目次がございますけれども、こちらの1. マネジャーの選定プロセス及び評価方法、評価基準等について、こちらの項目を本日は主にご議論いただきたいと思っております。あまり日もございませんので、できるだけ決められるものは決めていってしまいたいと考えているところでございます。

ただし、細かい具体的な評価基準の一つ一つの項目についてはまだそこまでは本日にはいけないかと思っております。誠に恐縮ですが、こちらのさらに細かい内容についてのご審議は、できましたら4月にもう一度ご議論する機会をいただければと思っております。こちらは本日最後の日程についてのご案内のときにもう一度お願いをさせていただきますが、よろしくお願いたします。

とりあえず私からのご説明は以上でございます。次に、恐縮ですが野村証券さんのほうから資料のご説明をお願いできればと思います。

○野村証券 野村証券でございます。よろしくお願いたします。今、理事のほうからご説明いただいた資料の続きを弊社からご説明したいと思っております。

まず、3ページをお開きください。選定における主な検討事項ということで、大きくマネジャー・ストラクチャーにおける検討事項、マネジャー選定のプロセスにおける実務的課題というところですが、この上のマネジャー・ストラクチャーにおける検討事項については、各資産固有の前提等も踏まえて決めなければならないこともありますので、ここは4ページで軽くご説明させていただいて、主にこの下のほうのプロセス、特に公募を進めていく上でのプロセスに対する項目についてご審議いただければと考えております。

まず、マネジャー・ストラクチャーに関する検討事項ということで、4ページ、口頭ベースでご審議していただくよりは、こちらで一定程度たたき台となるものをご提示したほうがいだろうということで、各資産について簡単に下のテーブルで並べさせていただいております。

箇条書きの1つ目に書いてあるのですが、この案を出させていただいた背景としては、ほかの公的年金は今マネジャー・ストラクチャーはどういうことをやっているのかといったところと、何十兆円あっても何十%も揺れているような公的年金と同じことをやっていると事務的負担がかかってきますので、一方で法律的に管理するというのも踏まえてご提案しているというところでございます。

各資産のところではいきますと、まず内外債券についてはクレジット特化ということ的前提にしないということであればもう政策ベンチマークであるBPI総合あるいはWGBI（除く日本）、こういったところをベンチマークとするアクティブファンドでいいのかということでございます。

株式については、右のほうのテーブルにつらつらと書かせていただいているのですが、考え方としては、外国株式については国内株式の考え方をできるだけ受け継いで、あとは外国株式特有の要素を調整するという形です。国内株式についてまず申し上げますと、一般的なマネジャー分散、カテゴリー分散でありますパッシブ、市場型、バリュー、グロース、中小型、こういったところをベースにしまして、ここからはいろいろと検討事項になるんですが、長期高収益、集中投資などの銘柄を絞ったファンド、あるいは最小分散に代表されるような低ベータ、こういったところでより資産内での分散を図るというやり方はあるのかというところでございます。

あと、下のテーブルにありますESGについては、ほかの公的年金の実績は実際に運用機関から提案されるファンド等を考えますと、国内株式というのをまず目標にされたらよろしいのかということでございます。

外国株式については、あえて言うならば、4つ目の箇条書きのところにも書かせていただいているのですが、集中投資、長期高収益、ここは国をまたいだ投資ということになることもありますし、あまり銘柄を絞ったファンドはないということで、そこは外国株には設定しないというような調整はされてはどうかと考えているところでございます。

最後、リスク管理の方針というところ、これは実際に公募してどういうファンドが集まってくるかということにもよるのですが、ミスフィット・リスク、トラッキングエラーの水準というのは超過収益の水準、どのような超過収益水準を求めるかによっても変わってくるかというように考えているところでございます。

続いて5ページでございますが、具体的な公募の項目でございます。まず選定方法として、最近ほかの公的でも採用が広がりつつあるマネジャーエントリー制度です。これは事前に運用機関に運用概要であるとかリターンデータを毎月インプットしてもらおうということで、特にこういう公募の開示をしないで選定を行うような作業ですけれども、これはシステムのなところと事前にそれなりの準備が必要ということなので、今回は従前の公募制度に沿った選定になるのかといったところでございます。

2つ目のプロセスについては、これもほかの年金等で行われているプロセスでございますが、一次は定量評価によるスクリーニング、二次はヒアリングによる定性評価、最後、一次、二次を踏まえた総合評価を行って、その結果を委員会でご審議、ご承認いただくというプロセスになるのかということでございます。

応募資格・要件については運用機関に関する小項目を確認する。

一番下のプロダクト数は、できるだけ効率的な選定活動ということもありまして、1資産、あるいは株式でいくと1カテゴリーで1ファンドというような上限を設定されてはどうかと考えているところでございます。

6ページはプロセスにおける実務的課題というところございまして、実際に公募において運用機関に提出してもらおう項目でございますが、大きく、商品概要に関するもの、パフォーマンスに関するものというところで、6ページに並べているようなものがほかの公的なんかでも大体提出してもらっている項目になるのかといったところでございます。

7ページは具体的なプロセスの一次、二次のところのポイントについてまとめさせていただいています。

一次の定量スクリーニングのポイントでございますが、やはり定量評価ですので、サンプル数、測定機関ということは十分に長い期間をデータとして用意すべきかといったとこ

ろであるとか、あとは投資環境によってマネジャーにとって好ましい環境あるいは不得意な環境等もありますので、そういったスタイルバイアスの影響も加味する必要はあるのか。あとは定量評価の限界ではあるのですが、運です。数字上はたまたまよく出るようなこともあるといった定量評価の限界についても吟味して活用する必要があるのかというところ

です。

評価方法としては、株式、スマートベータ、及び債券と分けさせていただいているのですが、基本的には経済のワンサイクルである過去5年のマネジャー・ベンチマークに対する超過収益率を軸に、インフォメーションレシオであるとかスタイル調整後アルファとか、ファクター感応度、あるいは局面別です。市場が上昇したときの振る舞い、あるいは下落したときの振る舞い、そういったところも加味して行っていくのがよろしいのではないかと

いうことでございます。

続いて8ページでございますが、二次定性スクリーニングのポイントということでございますが、ここにも箇条書きでまとめさせていただいております。

1つ目はやはりプレゼンです。運用機関のプレゼンテーションの印象、要はプレゼンのうまい、下手というようなところに左右されがちですので、できるだけ定性評価、プレゼンが中心にはなるんですが、それ以外の項目、例えば各種の報告とか問い合わせの対応、返ってくるスピード観であるとか内容、そういった多面的な評価をするべきではないかといったところ

です。

箇条書きの2つ目でございますが、最近外貨建て資産を中心に、外資系運用機関への運用の再委託というのが広がっておりまして、その再委託のポイントというところでまとめさせていただいております。ポイントは2つありまして、1つはそのゲートキーパー、窓口となる投資顧問会社では信託銀行ですが、ここが単なる箱貸しに終わっていないか、しっかり再委託先の能力を評価して、その良い点、悪い点をスポンサーに還元できているかどうかというところが1つ目で、2つ目は委託先の運用能力ということで、どうしても窓口となる会社を挟んでしまうということもありますので、その見極め、特に外資系会社でいきますと、本国で運用しているようなケースもあって、なかなかファンドマネジャーに面談する機会もないということもありますので、それを代替する窓口となる投資顧問会社の説明力であるとか、あるいは御機構として我々コンサルタント情報とか、あるいは他の年金での評判とか、できるだけ窓口を広くして、情報源を確保していく必要があるのかといったところでございます。

大きく箇条書き2つ目、3つ目のところは二次ヒアリングの評価方法ということで、これも債券・株式とスマートベータに分けさせていただいていますが、債券・株式のところはオーソドックスな定性面でよく重視されるような項目、スマートベータについては、やはり運用プロセスの妥当性です。ある程度ルールベースでやるということもありますので、透明性であるとか客観性であるとか、やはりトレーディング、必要以上に売買回転率が高まらないようなこと、そういうところが中心になってくるかということでございます。

9ページがそういった一次、二次を踏まえて、総合評価の考え方ということでございます。

箇条書きの1つ目は、要は一次、二次と経て一旦候補ファンドが出てくるのですが、最後、これを組み合わせたときに、単体で見たら評価が高いけれども、ほかのファンドとの相関や相性といったことを踏まえると少し組み合わせを変えたほうがいいのかというところで、最後そういう調整が入るということを経て委員会に上げる候補ファンドが決まってくるといったところでございます。

箇条書きの2つ目以降は、定性と定量評価の比率です。ウェイトについてですが、選定活動においては、今ご説明したとおり、一次で定量、二次で定性ということで、そこは関係ないんですが、主に運用が始まった後の委託段階で定性・定量をどれぐらいのウェイトで加味していくかといったところで、下のテーブルに定量・定性のメリット、デメリットを書かせていただいています。

結論から申し上げますと、これは6：4、5：5、4：6といったいろいろな考え方はあるんですけども、正解はありませんということで、例えば定量評価であれば数値で示されるということで客観性、評価の安定性という点では高いが、一方でやはり過去のデータということもありますので、将来を予測するものではない。定性に関しては、ある程度再現性等を現在の運用体制などを踏まえて考えるということで、将来予測という意味ではいいのですが、一方では主観的、評価者の主観が入ってしまうということですので、どういふ点を重視するかということが必要なのか。

最近 GPIF なんかは定性をより重視するという動きがあるのですが、一方で、ほかの年金ではやはり実際スポンサーの中で人事ローテーションなどがありまして、なかなか評価者のスキルが高まらないということを考えれば、定量を高めるような動きもあるということもございます。要は何に軸を置くかということのをベースに調整して比率を決めていくことになるのかと考えております。

ということでございまして、プロセスについては、公募選定におけるポイントについては以上でございます。

この後、テーマ2以降を簡単にご説明したほうがよろしいでしょうか。それともここで一旦、

○西川理事 それではこちらで一旦切っていただいたほうが良いと思います。

○村上委員長 ありがとうございます。それでは今までの西川理事並びに野村證券さんのご説明について、ご質問、ご意見等がございますか。

○西川理事 ちなみに5ページの一番上に選定プロセスとございますが、マネジャーエントリー制度とリザーブファンド制度は一応並列になっていますが、この委員会では既にここについては、まずはリザーブファンド制の導入で始めて、やっていくうちに何か余裕とございますか、能力的なとございますか、体制的な準備が整えば、場合によってはマネジャーエントリー制への移行も否定はしないけれども、まずはリザーブ制でというように結論が既に出ていると私どもは認識しております。

○村上委員長 では、中島委員、お願いします。

○中島委員 非常に盛りだくさんでなかなか一気に理解できないところが多いですが、先ほど議事録の確認の中で出た話をここで改めて確認をさせていただきたいと思います。

まず、私の発言ではないのですが、過去の議事録の中に、「マネジャー・ストラクチャーに関するコンサルタントさんにはマネジャーが主張している投資戦略の妥当性を理論的・実証的に分析して論じられることをまず明らかにさせていただきたい。」とあります。また、「従来のような過去のパフォーマンスや組織・人員の外形的なところを偏重する方式は評価の仕方として適切ではないと考えている。」というご発言が委員の方からあったということです。これらを私なりに理解すると、恐らく超過収益の源泉に関する理論的・実証的な妥当性を明確にコンサルタントさんは分析していただきたいということだと私は解釈したのです。

今、説明していただいた9ページまでの中で何かそれに該当するのはどこかと思いながら見ていると、6ページの選定プロセス・選定方法というところの運用機関に提出してもらった項目の商品概要等の下から3つ目の「超過収益源泉」というのがある。これはただコンサルタントさんが分析するというよりも、各マネジャーが自主的に自己申告するというものになってくると思うのです。

そうすると、先ほど議事録の中にあつた委員の方のご発言、いわゆるマネジャーが主張

している投資戦略の妥当性を理論的・実証的に分析することをコンサルタントさんに求める。そしてそれは、過去のパフォーマンスや組織・人員の外形的などところではないというお話があったんですが、今回、野村さんがこの点についてどのようにお考えなのかお聞かせいただけないでしょうか。

○野村証券 6ページの超過収益源泉というのは運用機関が大体こういう収益源泉で超過収益の何%ぐらいの獲得を目指しますという、例えば、最近でいくと金利戦略で6割、クレジット戦略で4割というようなものでございまして、ファンドのよしあしを確認するというよりはファンドの属性を、これは金利にベットしたようなファンドなのかという、どちらかというところとそういう属性を確認するというような項目が、要素が強いのかということでございます。具体的なファンド選定におきましては、まさに9ページにあるような定量・定性、特に定量のところはどちらかというところと今回の選定プロセスと同じように、ファンドの振る舞いというか、ファンドアナリスト的にこういうようなリターンが出ているということはこういう運用をしているのかという、ある程度シナリオを敷いておいて、それを定性評価、面談で確認していくというような形ではあるんです。

要は、こういうような定性でファンドの属性等を確認して、定性でいわゆる運用体制とかマネジャーの過去の経験とか、あとは具体的にはイベント時であるとか、リーマンショック時とか、バーナムショック時とか、そういったときの投資行動等、あるいはそれに背景等の確認なんかも踏まえて、将来のパフォーマンスの予測をして、それに基づいて評価を下していくという形です。そういった情報というのは、この選定の中で残ったファンドについてはご提示させていただきたいということでございます。

○中島委員 私の発言ではなくてこれを発言された委員の先生はどなたか私はわからないのですが、それでよろしいのでしょうか。

○村上委員長 私のほうからもう一度、今の点を確認させていただきたいと思います。中島委員から今ありました発言の意図というのは、マネジャーが超過収益源泉として掲げてくる市場のミス・プライシングだとかファクターだとか、いろいろなものがあると思うのですが、そのようなものというのは、継続して市場が本当にそういう機会が与えてくれるのかどうかというのが、まず一つあると思うのです。それで、次にはそのマネジャーのプロセスや方法論について、その収益機会をとりにいこうとするスキームというのが妥当なのかどうか。市場の機会のほうについては、そのようなミス・プライシングなどが将来にわたって存在するというのはどのような根拠に基づいてそのように判断できるのかなど、

そのあたりの妥当性というのを客観的にレポーティングをしてほしいという、そのような点についてコメントしたものでした。

要は、まず超過収益のチャンスが存在し続けるかどうかということについての判断が一つ、それと、マネジャーがそれをとりにいこうというスキームやスキルというのがどういった観点で十分だと考え得るのかということ、これらを第三者的に客観的に評価してもらうというのが一番重要なのではなからうかというのが発言の趣旨だったのです。

○野村証券 市場機会が今後も継続するかという点におきましては、それぞれに対してリターンが今後とれるのかどうかという検証が、実証的・理論的というのはなかなか難しいですけれども、今までの経緯を振り返りながら、今後の、野村証券のほうでも市場見通しというのを出していますので、それに照らし合わせて将来を予測していくということはいたします。ただ、明確にこの市場機会が何%あると、こっちよりもこっちが多いとか、少ないとか、そういうことはなかなか言えませんので、そこまでは言えないですけれども、今後もこの収益機会が続くであろうという予測はして参ります。

○村上委員長 そうですね。市場機会も過去いろいろなものがあって、結局はみんなに知れ渡って消えてしまったような機会もたくさんあるのです。そのような機会が継続的に市場がもたらしてくれるということをどのようにロジカルに考えたらいいかという、マネジャーは主張してくるけれども、そここのところがそれでいいのかどうかという、そここのところが大きな評価のポイントになるのではないかと思うのです。多分それができないと、なかなか継続的に超過収益がとれるマネジャーを選別することが難しくなってくるのではないかと思われるのです。

○野村証券 そうですね。そういった面があると思います。いわゆるディバージョンといわれているんですけれども、個別銘柄のばらつき具合も周期によって動いていくわけですね。同じように動くときとばらばらに動くときがある。同じように動くとしてもアクティブマネジャーはとりにくい。一方で逆に同じように動くということは共通の性質があるわけですから、その共通のファクターに投資すると収益がとりやすい。これはスマートベータなわけですね。そうすると補完関係が成り立つわけですね。ディバージョンが広がるときにはその逆ということでアクティブマネジャーのほうがりやすいということで、一つのファクターあるいは一つの手法にベットするのは非常に危険ですから、長いスパンを見た場合に、それぞれの手法で、それぞれのスキルで適したプロダクトを分散して持っていくというのが一番大切なのではないかと思います。

○村上委員長 そのあたりについてぜひ深めてコンサルをしていただくことを、この委員会としても期待をさせていただきたいと思っております。ぜひよろしく願いいたします。

○西川理事 私がコンサルタントさんの選定プレゼンテーションのときにさせていただいた質問について補足説明させていただきます。委託先選定に関する議論については、スタイル分散を図るのであれば、2つの角度からチェックする必要があると言う問題提起を頂いた訳です。一つは申告したスタイルというのがちゃんと維持できているか、ということで、これは申告したスタイル分散が本当に実行されているかということのを定量的に正確に判定する必要がある、ということ。二つ目はマネジャー候補が、自分の戦略をどれだけ整合的に説明することができるか、ということをチェックすることが重要ですよというお話をいただきました。

そこで、面接のインタビューのときに、野村さんにはどういった形でそこのご助力をいただけるかと、インタビューに同席していただくのか、質問を用意していただくのか、どんな形でのご貢献がいただけますかという質問をさせていただいて、いかようにもというご回答をいただいたところです。

○村上委員長 ありがとうございます。

○水野理事長 多分、我々、私がそう言っているかわからないんだけど、もしインタビューするとなると、答えも大体のことはわかると思うんだけど、かなり専門的になったときに、それが本当に正しいことを言っているかどうかということはチェックしてほしいし、その答えに対してさらに突っ込んだ質問をして欲しい。要はどうして上手くいったのかということに対してちゃんと合理的な説明ができるかどうか、その説明ができなければ、決めないということだというふうに理解したのですが、いかがでしょうか、中島委員。

○中島委員 そうですね。そうすると、今のところと多少関連があるかと思うのですが、7ページ目のところで、一次スクリーニングのところ、一次スクリーニングというのは定量評価だというお話が書いてある。この点については、事前に話をする機会があつて、定量評価というのは「5年間のリターンでベンチマークをこれだけ上回った」だけではなく、もっと定量データを使った分析がいろいろできる。具体的にはどういうことかということ、「ファンドマネジャーが、こうやります、ああやりますと事前に言ったことを本当のそのとおりにやっているかという実証を5年の時系列データを使ってかなりできるのではな

いか」という話をしています。

そうしてみると、この2つ目の➤、一次スクリーニングの評価方法（株式、スマートベータ）というところで4つチェックがある。うち、最初のチェックと最後のチェックは、恐らくシミュレーションデータはあまり重視しませんが5年の実績データを重視しますということが書いてあって、これはどのデータを使うかというお話です。残り2つについては何かというと、インフォメーションレシオ、スタイル調整後のアルファ、ファクター感応度というのがあって、あとはスマートベータのみが局面別超過収益を確認ということなのです。

これだけでは比較的定型というか、かなり紋切り型というか、いわゆるファンドマネジャーがこうやります、ああやりますと言ったことを、データを使ってオーダーメイド的に確認するというのとはちょっと違って、割ともうざっと、ファンドマネジャーが最初に何を言ったかということとは関係なしに、いわゆる定型的につるしの服みたいな感じでやる分析のような気がして、もう少し、先ほど委員の先生とか機構さんのほうからもお話があったとおり、ファンドマネジャーがああやります、こうやりますというのを定量データを使って実証するみたいな、それによって先ほどあった理論的・実証的分析というところに繋がると思うのですが、そういうことというのはやっていただけるといことでよろしいのでしょうか。

○野村証券 ご質問いただいたことは主に二次のほうに含めているかということで、実務的にはかなり多くのファンドが応募してくるのかということが予想されまして、かなり一次のところは、事務局の皆様ともご相談させていただいて、もうちょっと幅広にやろうかと思ったんですけども、かなり効率的にやらないと時間もかなり、スケジュールもありますので、それでいくと、最低限の手間だけ一番定量としての評価が出やすいものをまず重視して、そこで補えないところは二次で、要は一次で出た超過収益か、どういう理由ではなくて、本当に意図して局面に対応してとれているかどうかというのは二次の定性のところ確認していくというような形で考えているということでございます。

○中島委員 そうすると、二次ヒアリング定性評価と書いてありますが、ここは定性と書いてありますが実際はデータを使った実証的な定量評価もここで行うということですか。

○野村証券 そうですね。一次の結果を踏まえてその再現性を確認するというような意味での定性でございます。

○中島委員 一次スクリーニングでは、ファンドマネジャーがああします、こうしますと

いうのは聞かないわけですね。

○野村証券 はい。

○中島委員 二次のほうになるとファンドマネジャーが言ったことを実際にやっているかというのをデータを使って確認していただけるということでよろしいのでしょうか。

○野村証券 そうですね。一次はそういう意味で言うともうファンド概要及びエクセルデータを提出してもらってそれだけで。特に運用機関とは接触しないということで、そういったところを確認するのが二次ということでございます。

○中島委員 繰り返しになりますが、二次の記載を見ると、数字を使った評価というのは何となくここからは見えてこないのですけれども、例えば運用プロセスの妥当性というところで数値を使った実証分析というものをされるということでよろしいのでしょうか。

○野村証券 例えば運用プロセス、最終的にはパフォーマンスということになるんですけども、プロセスの中間段階でいろいろなものが出てくるわけですね。格付けのレーティングでありますとか、あるいはセクター別の強度でありますとか、そういった中間産物をそれぞれ見ていこうということです。ここまではいいけれども、ここでちょっとあまりよくないとか、一つ一つつぶしていく。それがプロセスを数量的に分析する手法の一つかとは思います。

あと、必ずしも数量的ということではないかもしれないですけども、いわゆる過去の投資行動ですね。これは個別銘柄ベースで聞くのがいいかと思うんですけども、こういった個別銘柄の売買はどういう背景、どういうリサーチを経てやったんですか、あるいはどなたが提案したのかということヒアリングするわけです。そして歴史は繰り返すではないですけども、同じような局面は必ず来ますから、同じような局面が来たときに同じような対応ができるのかどうかというのを推測していくということになります。主にそういった方法でプロセスの堅牢性というのを二次の段階では見ていくのかなというふうに思います。

○中島委員 ファンドマネジャーが言ったことを実際にやったかというのは、インタビューで個別銘柄を売った、買ったの確認で終わってしまうということですか。個人的には、せっかくやっていただくのであれば、そのデータを使って、いわゆる実証をやっていただけたらと。

○野村証券 そうですね。収益が出た局面、出なかった局面というのがありますので、例えば今年度は出なかったが出なかった理由は何か、出たときの年度の出た理由は何かとい

う、その振り返りを細かくしてもらおうということですね。こちら側にデータがありますので、そのデータでコミュニケーションをしていくということで、これはやりとりになりますので、ここで納得がいくかどうかなんです。 「儲ける」ということは人を信じると書きますけれども、信用できるかどうかというのを見抜くというのが定性評価というところ

○西川理事 多分、今、中島委員からご質問いただいているのは、昨年10月に出していただいた、これはマネジャー・ストラクチャーの野村さんではなく資産運用全般のコンサルタントの野村さんから出していただいたものですが、スタイル分散の考え方とマネジャーの分散効果という資料を作っていたときに、市場に存在しているアクティブファンドが自分で言っているスタイルと、データとして出てきているスタイルが合致しているかどうかというのを分布図として出していただいたことがあるのです。おおむね市場で言われている、自称しているスタイルと投資の結果としてのスタイルというのが合致しているという分析結果を見せていただいたことがあるのですが、その手の分析を各ファンドごとに定量的にやっていただけますかということですね。

○中島委員 そういう感じですね。それに類した話です。それも含むより一般的な話です。

○西川理事 もちろん言葉の上での説明を引き出させていただくのもそうなのですが、それが本当にできているかということについてのデータも要求していただくはできますかということですね。

○野村証券 はい。二次だからといって全く数字がないということではないので、一次の結果あるいは今おっしゃったような運用機関のほうが目標とするものと実際出てきている実績が一致するかどうかというものを、数字であらわせるものはお出しさせていただきたいということですが、ただ、二次の定性のところはもちろんそういう要素はないことはないですけれども、やはり数字であらわせないような経験であるとか、今後の不確定な要素が多い将来への対応性だとか、そういうところをより判別する要素というのはどうしても強くなるのかということですね。

おっしゃるとおり、定性は数字は全くないということではないので、そういうところも必要に応じて分析はさせていただきたいと思います。

○中島委員 最終的に判断されるのは機構さんなので、先ほどお話があったとおり、要は機構さんがそのファンドマネジャーをどれだけ信頼できるかということにかかってくる

かと思うのです。信頼というのは何かというと、要は言ったことをちゃんとやってくれるということ。そしてその確認は結局数字で確認するしかないので、結局、機構さんから見ると、信頼できるファンドマネジャーというのは、言ったことを過去5年間ちゃんとやってきた先だと。ちゃんとやったというのは数字で見せてほしいということがあると思うのです。機構さんがそういう判断ができるような材料をコンサルタントさんのほうで出していればということがありまして、そこら辺を……どう言えばいいですか。

○西川理事　そういう意味では、8ページに書いていただいた項目があるわけですが、どの項目が本当に言葉だけというか、表現だけというか、そういう面接での向こうの発言内容で判断するというのと、何かしら定量的な検証方法があるものはその旨書いていただくとか、そういうことはできますね。

○野村証券　ここに書いてあるのは主に、裏には一次スクリーニングの結果等もあるんですが、どちらかというと、挙げた項目をさらに再分化して、具体的な質問、例えば運用チームのスキルであればファンドマネジャーの経験年数であるとか、これまでの経歴であるとか、そういったところを確認する。先ほど中島委員からご質問があったような定量を想定しているわけではないんですが、ただ、マネジャー・ストラクチャーを行う過程ではもう一回そういう定量に立ち返ることも必要なケースが出てきますので、そこについては随時、決まったプロセスには入っていないのですけれども、必要に応じて、二次の確信を持たせるための補強材料としても定量評価が改めて入ってくることはあるかということですね。

○村上委員長　中島委員の話も少々含めて噛み砕いて表現してみますと、このようなことではないかと思うのです。

マネジャーを信頼して機構が預けるに当たって、期待というか、本当にそのマネジャーの長所、短所、どのような特性を捉えておけばよいのか……。先ほど超過収益の話をしましたけれども、そのような機会があるにしても、いつ、どのぐらい市場が超過収益の機会をもたらしてくれるかもわからないので、ただ、こういうような市場の変動になったときには多分このマネジャーはこのぐらいの成績はきっと上げられるだろうとか、このマネジャーの運用戦略からすればこれはかなりアゲンストな市場なのでこのぐらいのパフォーマンスになるだろうとか、期待があらかじめ把握できる。そのような把握ができたうえで、長期的にはいろいろな局面を乗り越えてプラスを得てくれるだろうという、その具体的なイメージが預けるときにできるということが重要なのではないかと思うのです。短所・長

所、すなわちどのような市場のときに強くて、どのようなときに弱くて、どういうときにはどれぐらい成果を上げられるかということ、過去の実績とか、運用のやり方とか、チャレンジするターゲットだとか、そういうのを見てあらかじめ期待を推測できる。そのようなことをもって信頼して預けるということになるわけですから、そここのところのサポートをしていただくという、言ってみればそういうことだと思うのです。

○野村証券 一次のところの定量分析のところではカテゴライズですね。こういったようなマネジャー、こういったような収益を目指す、こういったようなリスクを取るマネジャーを、カテゴリーをちゃんと正しく作るというのが一つ大事な作業になってくると思いますので、そのカテゴリーの中からそれぞれ優秀なマネジャーを選んでいく。もちろん採用した後は、数量的にはピア比較等で、仲間うちでどのぐらいの順位だったかということも検証できますので、逐一検証していくという作業に繋がっていきますので、最初のカテゴライズがかなり大事な作業になってくると思います。

○村上委員長 カテゴリーの中でもマネジャーの幅が結構ありますね。だから最終的には個々の特性になってくるのではないかとと思われるのですが。

○水野理事長 よろしいでしょうか。中島委員のおっしゃっていることはよくわかるんです。私も選ぶ立場の人間からいうと、8ページでいうと、二次ヒアリングのポイントとあって、1行目の最後に、一次スクリーニングの各種結果とありますね。「一次スクリーニングの各種結果」、その後飛ばして、「を活用して、多面的に評価」、最後に、「長期的に信頼できる運用機関なのかどうかを見極めたい」というのをまず軸に置いてほしい。そのほかいろいろと書いてある各種報告や問い合わせの対応力とかプレゼンテーション資料とかというのではなくて、ここに軸を置いてもらいたい。ということは、軸は何かというと、先ほどから前回の議事要旨に出ているように、投資戦略をまず聞いて、その妥当性を聞いて、それが一次から上がってきた数字にちゃんと合っているかどうかを検証してほしい。これが二次評価の軸である。

ところが非常に不安に思うのは、8ページの二次ヒアリングの評価方法は積み上げですね。業績の評価とか人事評価とかはみんなそうなんだけど、最後の評価というのは積み上げではないと思うのです。軸があって、こういうものもできていますという感じなのではないか。つまり、この点数と、この点数を全部積み上げてやるのとは全然違う発想ですという。

○村上委員長 必要条件です。必要条件であって重要な条件です。

○中島委員 私もそういうことだと思います。

○水野理事長 私もこれを見て不安でした。この二次評価は、はっきり言って定性評価ではないのですね。一次評価も定量評価の単なる積み上げだという感じを印象として受けませんが、多分それだけではないと思うので、そこはお願いしたい。二次評価はこの機関はこういう投資戦略に基づいてこういうふうにやりました、その結果こういうパフォーマンスです、だから高いのですとか、だからここはだめだったんです。こういう投資戦略に基づいてやったけれども、ここはやっていなかったのですとか。

ただ、そこは私も自信がないのは、後付けだから、結果から投資戦略を後で修正することは可能なので、そこは検証できない恐れもありますから、そこら辺は野村さんによく見ておいてほしいという感じです。言っている意味はおわかりになりますか。

○野村証券 もうおっしゃるとおりだと思います。哲学の部分だと思うのですけれども、

○水野理事長 戦略。

○野村証券 後で戦略が。それがリンクするかどうかですね。

○水野理事長 そう、そう。

○野村証券 その部分を確認していく。

○水野理事長 ではよろしいですか。

○村上委員長 中島委員以外の方はどうでしょうか。

○徳島委員長代理 よろしいですか。資料の作り方でちょっと腑に落ちないことがあります。5ページの応募プロダクト数の論点が、ここでいきなり結論が出てしまっていることです。

例えば、国内債券も1社BPI総合のアクティブファンド1ファンドのみ、一方で外債もWGBIのみで、内株、外株については各カテゴリーについて1ファンドという、この決め方というのはおかしいのではないのでしょうか。例えば国内債券についても、ポリシーベンチマークであるBPI総合を意識するファンドというのは重要なカテゴリーですけれども、果たしてそれ以外のものについて無視して良いのか。この資料では後のほうでマネジャー・ベンチマークについて触れられているのですが、その議論をしないままでここに書きこまれてしまわれるのは非常におかしい。実際にかつてこの委員会においても、機構の運用部門と委員の間で必ずしも擦り合わせていないところなので、この進め方はまずいかと思います。例えば外債のファンドについても本当にWGBIだけしか認めないのか、BBGAの採用の可能性という話は、後のほうで資料に出てくるのですが、そういった論点を議論し

ないと、この資料のままだと例えば債券の運用会社は1ファンドずつしか応募できないのに対して、株式の運用会社はカテゴリーを分ければ分けるほどたくさんファンドが応募できるという話になって来ます。この決め方は良くないと思います。

○野村証券 ここで話ししているのは現時点のたたき台というか、これからまさに各資産の公募のプロセスにあるときに委員の皆様や事務局の皆さんに相談して、練り直して、おっしゃるとおり、そもそもベンチマークの考え方というところももう一度検証しないといけないのかとは思っています。

○西川理事 すみません、一つ、言い訳ですが、案を出してくださいといったのは私どもで、ゼロベースで何もないと、コンサルタントなのでどう思うかという素案ぐらいは出してくださいとお願いしたのは私どものほうなので、すみません。そこは私どもの責任でございます。

一方で、何でもかような提案が出たかというところについてもうちょっとご説明をいただけるといいのかもしれないという気はいたしました。今、徳島委員長代理のほうからほかの選択肢があるのではないかとご提案をいただいて、確かにそのとおりだと思ったのですけれども、今おっしゃったような株式と債券では応募のアベイラビリティというか、範囲が随分違っているというところについてはどのように考えればよろしいでしょうか。

○野村証券 ここの出発点のところはある程度年金スポンサーとしてどう考えるかというところの確認からまず入る、特にそういうクレジットであるとか、格付け、種別というところはかなり各年金さんでどこまで許容するかというのは考え方が変わってくるというところがございまして、そういったところを踏まえて最適なマネジャー・ベンチマークの候補というものをお出しするような形にはなるんですが、現時点ではまず債券については政策ベンチマークということを出発点にしたいということ、たたき台のベースではあるんですが、お伺いしたので、債券のほうは1本にさせていただきました。

ただし、株式のほうは、トピックスの市場型、コア型だけということはマネジャー・ストラクチャー上許可するのはなかなか難しいということで、しっかりとカテゴリー分散をしないといけない。よく株式の公募で問題になるのは、単純に TOPIX であるとか MSCI・KOKUSAI の政策ベンチマークだけ指定してファンドとなると、要はスタイルバイアスというか、今、グロースの局面、グロースが好調だったとするとグロースばかりにファンドが集まってくるというような弊害がございますので、株式のほうはしっかりとスタイル分散ということを前提に置くのであれば、一定程度、今はバリュエーションにとって逆風であっても将

来はバリュウの風が吹くかもしれないし、そもそも分散、どういうスタイル、サイズも含めて、転がっても安定したアルファがとれるということにするのであれば、決められたカテゴリーごとに出してもらわなければならないのかということで、今回こういう資料にまとめさせていただいたということでございます。

○徳島委員長代理 もっとも懸念するのは、株に関して各カテゴリーごとに応募を受けるという区分にしてしまった瞬間、カテゴリーを細かく分けたら膨大なファンドの応募が来る可能性があります。そうなった時に本当にコントロールができるのかどうか、こういったディスクリションでファンドを公募して膨大な数の応募があったら、多分コンサルタントも機構の運用部も処理できない可能性があります。その辺りのコントロールをきちんとできるように、取り組んでいただいたほうがいいと思います。

○野村証券 そういうようなことも踏まえてカテゴリーを考えていく必要はあるのかと思います。

○村上委員長 徳島委員長代理、よろしいでしょうか。ほかにいかがでしょうか。

○中島委員 これももしかしたら案ということなのかもしれませんが、4ページ目のところで、マネジャー・ストラクチャーにおける各項目案ということで、3つ目の>に国内株式に関する案ということが書いてあって、1行目に「一般的なカテゴリーであるパッシブ、市場型、バリュウ、グロース、中小型に加え、長期高収益（集中投資）、低ベータの設定を提案する。」と書いてあります。私は実は野村さんと席を同じくする機会が別にあって、そこでこれと全く同じようなファンドを1つ知っていて、それは長期にわたって残念なパフォーマンスであったということがありました。私はそれしか知らないのですが、要は、ここで書いていらっしゃるのとはかなりカテゴリーとしては魅力的なカテゴリーで、私が知っているケースというのとはかなりレアなケースと考えてよろしいのでしょうか。

○野村証券 必ずしもレアとは言えないのですが、このあたりは文章にするとなかなか背景がご説明できなかったのですが、正直ベースで申し上げますと、このあたりは公募の段階になったときに、特に集中投資であるとか、ベースとなるようなカテゴリー以外のところはご議論いただきたい。おっしゃるとおり、集中投資という名前のおり、銘柄を絞りますので、上手くいくときはかなり高い超過収益を獲得できるのですが、外れるときもあります。それも局面によって違ってきますということですので、狙いとしては一定程度長い、通常のアクティブファンドでいくと、例えば3年ぐらいを念頭に置くのであれば5年以上とか、よりちょっと長いタームで見て、政策ベンチマークに対する超過収益を上げ

るということを念頭には置くんですけども、局面、単年度においては少し劣後するようなものもあるので、少し長い目で、あらかじめ単年度で大きくマイナスが出たからとってあわてることなく、もちろんのこの検証ですが、そこでマネジャーのあらかじめ言っていたこととやっていることが違って、そういうマイナスから出たということは大いに叱責しなければいけないんですが、しっかりマネジャーの信念が折れていないということが確認できれば少し長い目で見てやる必要があるのかところです。

すみません。断定的な表現にはなってしまうてはいるんですが、この辺はいろいろとご意見をいただきたいところです。

○中島委員 そうするとここは典型的なスタイルやカテゴリだけではなく、それ以外のカテゴリも、ということで一つ例として2つ挙げたということですか。

○野村証券 そうです。このあたりは本当に各年金スポンサーさんによってまちまちだと思いますので。

○中島委員 わかりました。

○村上委員長 このところは、また国内株式のときに議論をさせていただきたいと思いません。

ほかによろしいでしょうか。

○小枝委員 1点だけ。先ほど定量と定性の割合を決めるというお話がございました。定性はフォワード・ルッキングな要因も考慮しやすいところにあると思いますが、こちらの8ページの二次ヒアリングの評価方法のリストを見て、野村さんが重要だと思われる評価方法について具体的にもう少し説明していただけるでしょうか。こちらにリストがあるのですが、プライオリティー順に並んでいるのか。

○野村証券 はい。実はこのウェイトも最初の案では出していたのですが、ちょっとそこはまだやわらかい話だということで消した分はあるんですけども、イメージとしては上のほうから重要度が高いものという、真ん中の債券、株式のところでも申し上げますと、運用チームのスキルであるとか、運用プロセスの妥当性から徐々に重要度が落ちていくようなイメージです。ただ、どれも重要ではあるんですけども、特に上のほうです。その置き方というのは今後具体的なより細かい質問項目なんかも含めてご相談させていただければと思います。

○野村証券 定性のプレゼンテーションは運用者に直接説明をしますので、まず、運用者に自信があるかどうかというのが非常に有用です。それから運用が好きで好きでたまらな

い、熱意があるかどうかというのも非常に重要です。次に重要なのは能力ですね、これは経験値から裏付けされたということが必要になってきますけれども、能力が備わっているかどうかというのも必要になってくるということで、運用者から直接、肌感覚で確かめるというか、それが一つの大きな目的だと思います。このスキル、妥当性、リスク管理、パフォーマンス等々というのは、それを補強する材料ということになりますので、定性間の軸としては最初に言ったものかな。

○村上委員長 いかがでしょうか。ほかに何かございますか。

○西川理事 ここで何を決めなければいけないかという話ですが、4ページの先ほどの徳島委員長代理からのご質問にも絡むんですが、国内債券を最初にやると言ったときに、それをやる前に何を決めておかなければいけないかというところで、4ページの上から2つ目の➤のところですが、政策ベンチマークをベースとしたパッシブ、アクティブの Kategorie だけでいいかどうかというところは決めておかなければいけないのではないかと思います。昨年の基本ポートフォリオの議論をしたときにも、政策ベンチマークとマネジャー・ベンチマークをかえるという選択肢がありますというご提案をいただいて、そのとおりですけれども、今の体制だとここもとないのという言い訳をさせていただいた記憶がありまして、現状、そこから体制が大きく変わったかと言われるとほとんど変わっていないというのが実態なので、ここは我々の能力的なことから考えていくと、政策ベンチマークベースというのが穏当な選択肢のような気もするんですけれども、ここはご意見をいただいて、お決めいただけるとありがたいと思っております。

○中島委員 債券が、今、日銀の金融政策によって非常に割高な状態になっており、一時期は債券の期待リターンの評価値がマイナスになるような局面もあった。今後そういう局面がまた生じないとも限らないということを考えると、いわゆる債券代替的な資産、国内債券とはカテゴリーは違うけれども、リスク水準は債券並みのアンコンストレインドというんですかね、そういった投資戦略というのも今回考えておく必要があるのではないかと思います。そういうお話があって、そうすると、ここにBPI 総合だけにしてしまうとそういうアンコンストレインドみたいなものを掬うというか、マネジャーとして募集するところがなくなってしまうので、そのあたりについてはもう少し柔軟にできないでしょうかということだと思います。

○徳島委員長代理 考え方が2つあると思っていて、一つは、こちらの機構の場合は、BPI とは直接関係ない形で国内債券を自家運用でやっていらっしゃいます。そういった前

提の中で、委託はBPI 総合だけでやりますというご判断は一つあると思うのです。ただ一方で、今、中島委員からご指摘のあったとおり、BPI 総合だけで本当に国内債券運用はいいのかどうか。先ほど申し上げたかったのは、要するにBPI 総合を意識した運用とそれ以外、例えばノンベンチマークみたいなカテゴリーというの、公募にかけて実際は一切採用しないということも含めて考えてもいいのではないかとということです。自家運用があるから要らない、BPI 総合と異なる運用部分は要らないと判断されるかどうかだと思っています。

○中島委員 BPI 自体がかなり割高になって効率性が落ちているのではないかと懸念が常にあるので、BPI だけでいいのかという話になるのです。

○村上委員長 今の論点を整理させていただきたいと思います。結局、政策ベンチマーク以外のものを使うというのはどのような動機や目的で使うかという問題があると思うのです。あまり市場局面への対応ということでやると、多分マネジャー・ストラクチャーの中では何かおかしな議論になっていくだろうということになるのです。最終目標は政策ベンチマークのところになるわけですから、政策ベンチマークを上回るためにミスフィット・リスクを取りに行く、そこのところについてどう考えるか、それが管理できるのかどうか。そのミスフィット・リスクを取りに行くとする、それはまず機構がとりにいくリスクになるということと、それを取りに行くことによって、全体の目標である政策ベンチマークとの兼ね合いがどうなっていくか、そこところがコントロールできるのかどうかというところを整理する必要があるでしょう。その辺のリスクの取り方とかプロセス、それからどのくらい政策ベンチマークから離れていいのかという、そこところで取るリスクが全体のパフォーマンスの中にどのような影響を及ぼす可能性があるのか、そのあたりを整理した上でないと、異なるベンチマークのマネジャーを採用するというのが難しくなってくる可能性があるということです。もしそこにトライするならば、その整理をこの4月の募集段階までに行い、考え方として固めていかないとならないのではないかとと思います。

○中島委員 私の発言の意図は野村さんはわかっていらっしゃると思います。

○村上委員長 リスクを管理する体制の問題もあるかと思うのです。

○水野理事長 この前の基本ポートフォリオのときの議論はずっとそれをやりましたけれども、最終的にはやはりうちのリソースの問題とか、スキルの問題とか、そういったことを考えると、やはりその整合性ですね。政策ベンチマーク一本でいきたいと今は思っ

おります。

○村上委員長 これは勉強する課題として引き続き持つておいてもいい問題だと思うのですが、このスケジュールを考えると結構難しいのではないですか。そのスキームを固めて取りかかるのは難しいのではないかというように私は思っているのです。

○徳島委員長代理 委員長のおっしゃるとおりで、私はコンサルである野村証券にBPI 総合一本でいきたいとは言ってほしくなく、それは逆に機構の要望として言っていただきたい。

○水野理事長 よろしくお祈いします。

○野村証券 そうですね。BPI でいくという説得性の話は先ほどお話があったとおり、もう基本ポートフォリオの段階で国内債券の委託のところはBPI ということに策定していることに加えて、6割を占める部分を自家運用で持っているというということに加えて、主にノンベンチマークとなると金利上昇対応ということにはなるのですが、そこに関しては自家運用のところでは逆に金利上昇が手当てできているということ踏まえると、BPI を前提にアクティブファンドを採用するのはさらに、他の資産クラスと同じですけれども、超過収益を積み重ねることによって少しでも高いリターンを目指すということですので、各種そういうリスクのところは事前に織り込まれていて、株とか外債と同じような形でアルファを上乗せするというので、BPI 総合でいくという整理はつくのかとは思っているのですが、いろいろとご意見はあるかと思うのです。

○徳島委員長代理 今のご発言の中で、超過収益を大きく狙いにいく必要があるのかということについては、基本ポートフォリオに関する議論をやってきた中で、国内債券のカテゴリーでそんなに大きなアルファは要らないのではないかというコンセンサスが多分あると思います。したがって、例えばアクティブ運用で大きなアルファをとりにはいなくても、ベータをちょっと上回るくらいあればいいかというくらいでは。

○野村証券 あえて言わせていただくと、資産別に超過収益のとりやすさを見ていたときには、意外と薄い、めちゃくちゃ薄いんですけども国内債は結構とりやすい、国債中心だということもありまして、クレジットなんかは非国債を組み入れることによってとりやすいということもありますので、そこをどう考えるかというところですね。おっしゃるとおり、薄いのはもう誰が見てもわかるような資産かと思えます。

○村上委員長 よろしいでしょうか。

○西川理事 この関連でもう一点だけ。今もちょっと出たんですけども、アクティブ

を本当にやるかどうかというところでは、この委員会の中では、アクティブファンドについては良いマネジャーさんがいたらやればよくて、そうではなければ全パッシブでも究極的にはいいかなという合意が比較的できているのではないかと思っはいるのですが、ただ、その一方で、スタイル分散という観点からいったときには、幾つかの良いファンドが見つからないとなかなか分散ができない。ただ、株に関していうと、例えばそこについてスマートベータを代替としていろいろとそこでスタイル分散ができるというご提案をいただいたことがあり、もっともだと思っているのですが、国内債券はスマートベータがないのです。

現在、私どもは国内債券について 11 ファンドを持っているのです。以前野村さんに分析していただいた最適ファンド数ということでは、大体 5～6 ぐらいが債券のアクティブファンドの最適ファンド数ではないかということです。半分ぐらいには圧縮できるんですけども、その場合に、5つか6つはファンドがいいのが見つからなかったらどうしようかみたいなところはあります。一応私どもが今持っている 11 ファンドの過去 10 年ぐらいのパフォーマンスを見てみると、良いときはほとんど全て、悪いときでも 7～8 ファンドは超過収益を少なくともこの 10 年間ぐらい上げてくれているようです。

そういう意味では一応 5～6 のアクティブファンドを選ぶようなことを目指してやるということでもよろしいでしょうかという確認です。

○村上委員長 いかがでしょうか。その点についてのご意見はございませんか。

○徳島委員長代理 先ほどの議論の繰り返しになりますが、アクティブ運用においてアルファの源泉が確実にとれるというファンドがあるのであれば、理事のご指摘のとおり、5～6 ファンドとか、今の 11 よりは減るかもしれないと思っはいますが、そのあたりに落としどころがあるのかと思っはいます。一概にアクティブ運用の採用を否定する気はありません。ただし、本当にそのファンドの超過収益獲得に高い確信があるのかどうか、これから先の 5 年強ぐらいの時間軸の中で運用環境がどのように変化するかといったところも含めて、本当に超過収益がとれるかどうかということが一つの評価基軸だろうと思っはいます。決して過去のパフォーマンスだけではないと思っはいます。

○村上委員長 ありがとうございます。今の徳島委員長代理からのお話はそのとおりではないかと思っはいます。

そのような意味で、機構としてこれはいけると思っはたファンド、結局それをサポートしていただくというのが趣旨ですから、マネジャーが確信を持って言っはてきてもそのとこ

ろが疑わしければ、先ほど来の議論にあったように、これはきちんとできるのではないかという期待が本当に持てるものを選抜するという事です。

そのためのミーティングのことを考えると、もう一度スケジュールの方に戻りまして、資料3-2ですが、マネジャー1件当たりのヒアリングというのは細かいところを突き詰めていくと非常に体力が要ると思うのですが、債券は数があまり多くないから大丈夫かと思いますが、ほかのカテゴリーというのは結構厳しいかもしれないという気がしています。1日1社実施してもかなり大変なことになると思うのです。長ければ何時間もかかってやっとこのファンドの属性がわかってくるというような。そのあたりについてどのように考えるかということですね。とりあえず債券でやってみて、また他のスケジュール感についてはどのようにやっていくかを考えるということが必要になるかもしれません。

○西川理事 国内債券のアクティブをやってみて、だめでしたという話になるとパッシブに切りかえていかなければいけないという問題が。

○村上委員長 そうですね。

それから、今度は運用戦略だけではなくて野村さんのほうに2~3質問させていただこうかと思うのですが、これはマネジャーから提出してもらっているパフォーマンスというのは何か信頼性があるデータというか、外部監査を受けているのが必要条件になっているとか、GIPS すなわちグローバルな投資パフォーマンス基準に準拠しているというか、そのような条件というものはあるのですか。

○野村証券 特にここは指定をしていないのですが、一般的にはそういうものに基づいた実務運用のデータを基本として出させていただきます。ただし、こういうような環境ですので、中にはトラックレコードの短いようなファンドもあるものについては、内部的にしか運用していないもの、自分の資金で運用しているようなものであるとか、場合によってはシミュレーションデータ、あるいは類似ファンドのデータ等で代替することも念頭には置いているのですが、資料の中でも伝えているとおり、そこに関しては一定程度割り引いて考える必要があるのかということなのです。

○村上委員長 わかりました。

あと、運用機関の組織の安定性とか投資カルチャーといった問題がありますが、運用業界もいろいろと再編が起こっていて、この辺の運用機関自体の経営方針や、きちんと資源が張り付くような経営体制になっているのかどうかとか、継続してディベロップが図られるような組織としての構造になっているのかとか、そのあたりの評価というのはされてい

るのですね。

○野村証券 やはり会社評価という形で、運用機関に対してアンケートをとりまして、そのアンケート回答から評価をさせていただいております。業績の変化、資産残高の変化、従業員の変化、報酬体系の方針でありますとか、そういったものを中心としたアンケートを毎年、年1回になりますけれども、ヒアリングをしておるとい状況になります。

○村上委員長 やはり経営トップのこの業務に対する姿勢だとか、そのようなことというのは非常にこの業界では重要だと思うのです。

○野村証券 直接トップにお会いする機会はないんですけれども、トップのご経歴はヒアリングの項目になっていますので、その経歴から運用業務に対する本質的理解、こういったものがどれくらいあるのかというのは評価するようにしています。

○村上委員長 10 数年前は、GPIF などは、公的資金の委託先だからということで必ず経営トップインタビューを行ったうえで預けていたのですが、そこまではやらないのですか。

○野村証券 なかなかトップまでお会いする機会は少ないです。ただ、運用会社によっては、ヒアリングのときにご同席されるケースもないことはないですけれども少ないです。

○村上委員長 条件にすれば来ざるを得ないのではないですか。

○野村証券 そうするとミーティングそのものがセッティングしづらくなってきて、機動性がなくなるという面もあるので、なかなか実現していないというのが現状です。

○水野理事長 今の話は結構大事なところだと思ひまして、実は私は、可能な限りほとんど全ての運用会社でやっているセミナーに行っているのです。中身もちろん勉強しているんですけれども、実はその会社の体制も見ているのです。セミナーを横並びで見えていくとかなりわかるのです。そこはそれなりにちょっと、インタビューの際にも体制について観察しようかと思っています。

○徳島委員長代理 組織の安定性について言えば、最近公的機関の運用を見ていると、運用会社の合併とかによって、特に、一部のメガバンク系の運用会社が3つも4つも入っているという状況が結構見られるようになっていきます。そのあたりはどうコントロールされますか。

○野村証券 私どもがコントロールするという意味ですか。

○徳島委員長代理 コンサルタントとしてどう助言されますか。

○野村証券 もともと競争力があるかどうかというのがまず重要になってくると思いま

す。それからシナジー効果と彼らは言っていますけれども、それがプラスに行くのか、マイナスに行くのかというのを見ていかないといけないと考えています。少しずつではありますけれども、彼らもプロダクトの再編を進めつつあります。その方向性が正しいのかどうなのか、お客様にとって有利になるのか不利になるのかというのを見極めていかないといけないというふうに考えています。一律にシェア調整でばさつというのは非常に危険なので、そこはちょっとリスクが高いので、あまりやらないほうがいいかとは思っています。

○村上委員長 ありがとうございます。ほかによろしいでしょうか。

それではほかにご質問、ご意見がなければ、ただいまご説明のありましたマネジャー・ストラクチャーにおける検討事項についてですが、資産運用委員会として認識を共有したことといたしたいと思います。野村さん、どうもありがとうございました。

資料の後ろのほうは今日はよろしいですか。

○西川理事 後ろのほうは今日はなしでいいかと思えます。株式のときにまた改めて ESG とかスマートベータの活用の可否、是非についてはご議論させていただければと思っております。

本日の議論を踏まえまして、具体的な国内債券の応募、変更のためのもっと具体的なウエイト等も考えた上での資料を、案を作らせていただいて、それを次回の資産運用委員会でご議論をいただくという形にさせていただきたいと思っております。そのときに株のカテゴリー別のファンドの1カテゴリー1として何カテゴリーまでとか、そういう案も出せればと思えます。

○中島委員 野村さんの資料の11ページ目のところに、運用会社の自己申告方針が書いてあって、例えばベンチマークの指定だと3つのパターンが示されていて、それぞれのメリット・デメリットが書いてあります。多分この3つのうちのどれかを決めなければいけないと思うんですけども。

○西川理事 国内債券についていうと、これはもう、BPI、政策ベンチマークにしましようということなので、これはもうその意味では「指定する」という格好に。

○中島委員 10ページ目のところでもう全部終わりということでもいいのですか。これが確定事項ということで。10ページ目には案、例と書いてあるだけですが。12ページの応募プロダクト数の制限のところとか、応募資格とか、このあたりは決めなくてもいいのですか。

○西川理事 11ページのベンチマークの指定については先ほども政策ベンチマークとい

う話ですし、それからスマートベータ・ESG については、債券については適用がありませんのでこれもなしということです。

○中島委員 11 ページ目はいいですが、10 ページ目と 12 ページ目です。

○西川理事 10 ページ目についていうと債券のスタイル、戦略について、これ以外にあるかという話。

○中島委員 これ以外というか、もうこのくくりでオーケーという話になるのですか。ここでいうと、例と書いてあるので、野村さんとしてはとりあえずこう書いておきましたという感じかなと思って。それをこの後聞こうかと思ったのです。

○西川理事 なるほど。

○中島委員 あと、12 ページ目のところとかも、今の徳島委員長代理の話と絡んでくるところですが、これもどうされるのかと思ったのです。

○徳島委員長代理 10 ページ目は例なので、国内債券に関してはBPI 総合をベンチマークとするファンド1本で行くので、特にこのスタイルは、実際、多分これは出てこないと思います。それで、全部とるということに多分なってくるし、

○中島委員 いや、自己申告としてこう書かせるというのが、野村さんのイメージだと思うのです。こういうふうなくくりで、あとは「その他」みたいな形でやるのですか、野村さん。

○徳島委員長代理 国内債券は NOMURA-BPI 総合をベンチマークとするという1本のカテゴリーで。

○中島委員 スタイルとか、

○徳島委員長代理 スタイルは国内債券では、株式ファンドのように出てこないはずで

○中島委員 金利、クレジット、キャリーロールダウン、あとは戦略についてずらりと並んでいますが。

○村上委員長 この辺はスタイルというより超過収益の源泉という解釈ができるのではないかと思います。

○中島委員 公募をかけるときに、要は、

○徳島委員長代理 この区分は、国内債券の公募カテゴリーとしては成り立ちませんから。

○戸来運用調査役 BPI で公募を出した場合には恐らくほとんどのところが出してくるの

は、債券総合戦略型というアクティブファンドということになります。BPI であれば超過収益単品で出してくるといのはあまり想定できないと思います。

○中島委員 それも含めて本当にどうなのかというのを野村さんに聞いたかった。具体的に公募のスペックというか、こんな形で応募してくださいという資料を出すときに、何らかの資料を作らなければいけないわけですね。

○徳島委員長代理 これを超過収益の源泉の例として書くことは可能だと思いますけれども、超過収益の獲得を一つの手法でしかやらないというファンドは出て来ないのではないのでしょうか。

○中島委員 私が言っているのはそういうことではなくて、要はもう具体的な作業の話として、公募資料を機構さんが出す必要がある、そのときにはエントリーシートみたいな形でフォーマットが必要となる。多分 10 ページ目は、フォーマットを作るときに参考になる資料として野村さんが書かれたのかと私は思ったのです。

○戸来運用調査役 そのようにはならないと思います。

○徳島委員長代理 株ではなるかもしれませんが、債券では全くなりません。

○村上委員長 株はスタイル別に募集するということがあるかもしれないですが、債券の場合は BPI をベンチマークとするアクティブ戦略ということで。

○中島委員 緩いくくりで、

○西川理事 まさに5ページがそういう話。

○村上委員長 それで、マネジャーの特徴を後で分析するとき、このような源泉を後付けで見るといことになってくるのではないかと思います。

○中島委員 私の話としては、11 ページ目を見て、野村さんのこの資料の意図としては、公募をかけるときの資料を、フォーマットですか、エントリーシートを作るときの基礎資料としてこれが出てきたのかと思ったのですから。

○稗田理事長代理 私が言うのも変で、ちょっと申し訳ないのですが、この野村の作った資料には今どうやっているのかということが書いてない。これは野村の資料の足りないところだと思うのです。中退共は今までもマネジャー選定公募はずっとやっているんですね。

○清水資産運用部長 いえ、10 年前に行いました。

○西川理事 今までのものというのは本当に直近3年間のまさに定量分析というか、超過収益だけを見ていたので、それではあまりにもいかなものかというのが今回の議論の出

発点です。どちらかというところからどう変えるかということだと思っているので、既に現状についてはある程度ご理解をいただいているという認識でいるのですが。

○稗田理事長代理 ただ、資料とかについては、多分フォーマットの部分みたいなものがある程度あるので、それらを参考とかで付けてもいいかもしれないです。そこらあたりはもう資料の作り方の工夫でわかりやすくなるような資料になればいいのではないかと。余分なことで申し訳ありません。

○中島委員 最後の12ページ目のところはどのようなのですか。

○西川理事 一応ここは国内債券についていうと、ベンチマークごとに制限というのが先ほどの5ページで言ったところの結論だったかというふうには思っております。国内債券でいうと、BPI 総合をベンチマークとしたアクティブファンド1ファンドのみ、だから1社1つの応募というのがこの結論になったと認識しております。もしあそこでマネジャー・ベンチマークをいろいろとほかのものも採用するという結論になればこの答えもまた変わってきたんだと思うのですが、一応私どもの現状の体制を考えて、ベンチマーク1本でやらせてくださいという結論が決まった段階でここも答えが出たというふうにお考え頂ければ。

○村上委員長 そういうことでよろしいでしょうか。

○中島委員 わかりました。

○村上委員長 では、すみません、また何かありましたら後ほど。

次の議題に移らせていただきたいと思います。

(4) その他

○村上委員長 議題(4)はその他の議題といたしまして、一般の中小企業共済制度の財政検証について、並びに勤労者退職金共済機構中期目標について、これは厚生労働省の平嶋勤労者生活課長からご説明をお願いいたします。

○平嶋勤労者生活課長 それでは、ご説明いたします。まず資料4のほうですが、1月31日に行った中退部会に出した資料になります。最初のほうは資産運用と直接関係があるわけではないですけれども、ざっと説明します。前回の10月のときに出た委員からの質問に沿ってまとめています。

6ページのところの最初の質問ですけれども、脱退の状況がどれぐらいかということで、左側の図が加入脱退の状況で、最近では加入が上回っていますという話で、脱退の中身は全

員退職と全員解約という2つのカテゴリーで設定していますが、全員退職は文字どおり全員退職で、解約というのは、例えば倒産の前であっても支払いが滞って解約になったという場合が含まれますということで、数字的にはこういう感じです。

業種別の分布ですが、割合的にはサービス業が約3分の1、製造業が21%、商業が21%ということで、10年前と比べると全体の業者の動向と同じように、サービス業の割合が増加して、製造、商業の割合が減少しているということです。

9ページのところで、過去の利回り変更が新規加入の動向に影響を与えましたかという質問がありました。過去4回利回りの引き下げをやっておりますが、最初は平成3年で、6.6%から5.5%に下げたときですが、このときは若干減っていますがそれほど減っていない。それから平成8年のときは逆に増えている。平成11年のときも逆に増えている。平成14年のときだけが大きく減ったということです。

これについて10ページのところで、中小企業の定義を拡大したり、厚生年金基金や適年からの移行とか、そういう影響を除いていたりして実線の部分が除いた数字ということになるわけですが、除いても13年から14年のところは結構下がっています。

ということで、11ページのところで、このときちょうどDB、DCが始まっておりますのでその影響を簡便に推計しておりますが、恐らく1,000社程度DB、DCで抜けたことがある、新規が減ったことがあるのではないかというふうに見積もられましたが、このときには前年に比べて1万社減っておりますので、やはり恐らく利回り引き下げの影響があったのだろう。過去と比べるとこのときは何が違ったのかということだと、引下げ幅が大きかった。3%から1%ということで2%ポイントと見るのか、3分の1になったのかという、両方見られると思いますが、そういう面と、国債利回りも下回る水準まで引き下げたというようなことで、そういう両面があって恐らくここは大きく減ったのではないかというふうに見ております。

13ページ以降が運用、直接的な話になりますが、これまでは3,500億円を積み立てましようということでやってきておりましたが、この3,500億円には2年間の負債サイドの費用が入っていますかという質問でした。

これについて確認してみたところ、設定時の3,500億円という中には委託運用による損失で3,494億円、そのほか自家運用では762億円のプラスが出て、負債サイドで768億円のマイナスということで、この3,500億円にはその負債サイドも入っていますということです。

その後、去年のポートフォリオ見直しの際と同じように計算をしておりますが、そのときは、債券の利回りが下がっているということで、委託運用の損失が増え、自家運用の利益も減って、この両者だけで3,500億円の損失が出る予定になっていったということです。

それで基本ポートフォリオ変更後に同じように計算しますと、委託運用の損失が2,460億円、自家運用における収益が402億円ということで、その間の負債サイドが924億円ということで、全部合わせて約3,000億円ということで、これまでの目標であったサブプライム・リーマンに備えるということと全く同じことをやろうとしたら今だと3,000億円です。前回の3,500億円に当たる数字は3,000億円という資料になります。

それから14ページですけれども、これまで3,500億円という目標で頑張ってきたのに、何でそれを増やさなければいけないのですかという質問がありました。

これについては、従来の基準というのはそういうサブプライム、リーマンのようなショックに備えるということで、具体的には2年間で国内株・外国株が50%下落するというある前提に備えるということでやっておりました。しかし、ショックにはいろいろな形があるのではないかと、例えばITバブル崩壊のときには3年間で60%下落ということもありました。それから、資産運用というのは連続的なものなので、株価が上がってから落ちるのと、落ちてからさらに落ちるのでは影響も異なるでしょうということで、この財政検証の期間である5年間に発生するいろいろな変化を実験的に発生させ、動的に管理するように、今回はモンテカルロ・シミュレーションでやりましたということです。

それで、15ページの図で、今まではサブプライム・リーマンに備えるという3,500億円でしたが、今回提案したのは、釈迦に説法ですが、こういう図をやらせていただきまして、動的に見ていくようにしているという説明をしております。

それから16ページですが、新しいバッファとして4,300億円がいいのではないかとということで提案しておりましたが、これについて4,300億円とは現行の付加退職金支給ルールで計算されているので、新しいルールを設定するに当たっては、その新しいルールに合わせてシミュレーションをして、バッファ基準を達成すべきであろうというもっともな指摘をいただきました。後ほどご説明します3つの案それぞれについて再度シミュレーションをしたところ、いずれも4,400億円前後ということで、バッファ水準は、4,300億円ではなく4,400億円が妥当だろうということです。

一番ポイントのところですが、まず18ページ、ここからがまとめになるわけですが、

10月の部会では予定運用利回りについては現行の1%を維持するか、0.5%に引き下げるかということを示しましたが、0.5%にしようという意見は全くありませんで、皆さんは1%は維持ということだったので1%維持ということで絞って出しております。今の運用状況については0.5%程度しか安全資産ではとれないので、不足分の0.5%についてはリスクに見合った備えが必要です。ポートフォリオについても期待収益率を採算利回りに合わせているので、付加退職金を支給しない場合で財政中立。平均的には付加退職金を支給した分が剰余金の減少に繋がります、剰余金の減少は将来の予定運用利回りの引き下げに繋がりを得ることを念頭に検討してくださいという前置きを置いて再検討案を出しています。

その前提になった意見は、新しい目標額4,400億円というバッファは直ちに必要となるのか、時間を置いて積み立ててもいいのではないかと、3,500億円まで積み上がれば付加退職金が出るという期待が労働者にはあり、もう少し何らかの知恵を出すことはできないかというご意見を踏まえて、3案を作っております。

1案は付加退職金は支給しない案、2案は4,400億円を下回らない範囲で利益の半額を支給する案、3案はすぐにためるという考え方ではなくて、時間をかけてためていくために毎年の先充て額を不足額に応じて変動させていくという考え方で、あとで詳しくご説明します。

それで、案1は付加退職金不支給ですので、右下の図をご覧くださいとわかるように、50%tileのところ資産額は平行移動するということです。そういうことで、案1、案2、案3の中では最も財政的に安定するということです。ただ、今は半額支給ということでやってきておりますのでこの原則は変えることとなります。それから望ましい剰余金水準を4,400億円と置くわけですけれども、これを大きく上回って、例えば8,600億円とか7,200億円とか上のところにこういう数値が出ていますが、こうなる可能性もあるということです。

案2については4,400億円を下回らない範囲で付加退職金を半額支給ということです。この特徴としては、財政の健全性を重視しつつ、望ましい剰余金を超える場合には付加退職金が支給される。それから4,400億円に行かないと付加退職金が出ないわけですから、望ましい剰余金水準が不足している状況からの回復スピードは速い。それから、とはいつでも付加退職金を受けるケースがありますので、剰余金水準は平均的には現在より250億円程度低下しますというのが2案です。

それから3案は、前回3,500億円ためたときは5年かけてためてきたのではないかと、今回も5年かけてためればいいのではないかという意見に答えるものですか、それを同じようにやろうとすると、今3,800億円持っていて4,400億円を目指すので、毎年120億円を先充てという方式は最初に思い付くわけですが、今の期待収益が採算利回りに合わせてありますので、利益と損失がほぼ半々の確率で発生するというので、毎年貯まっていくということにはならないので、4,400億円が貯まっていく可能性は低いだろう。実際これでシミュレーションをしてみると、中位点が3,094億円まで下がってしまうということで、別のやり方を考える必要があるだろうということです。

その一つの場合ですが、1年目は3,800億円と4,400億円の乖離の600億円を5で割って120億円先充て、次年度以降はその前年度の剰余金と4,400億円の乖離幅を次期中期間の残存年数で割った金額を先充て額として設定する方式をどうだろうかということです。式にすると、 $(4,400 \text{ 億円} - \text{前年度剰余金})$ を2022年度までの残存年数で割るということです。1年目は先ほどのように120億円ですけれども、2年目は仮に4,400億円を超えていたら、先充て額は単純な半額支給、3年目に例えば200億円足りなければ、3で割って67億円という形で、5年目はもう単純に足りない分を先充て額という考え方です。

これでシミュレーションをしたのが24ページで、特徴としては望ましい剰余金の水準に足りない場合でも付加退職金が出る可能性が高まる。逆に言うと、4,400億円がたまるスピードは落ちます、中位点は470億円程度減ります、それから中位点で見た場合にちょっとずつ下がっていくわけですが、4,400億円との差は広がっていきます、分母のほうは5、4、3、2、1と減っていきますので、先充て額は期間の後半になるほど高まるという懸念はありますというご説明をいたしました。

25ページはまとめですが、4,400億円以上を貯まる確率が案1で約4割、案2で3割、案3で4分の1程度。今の3,800億円を維持できる可能性が、案1で半々、案2で44%、案3で38%。累損に陥る可能性はいずれも2%程度ということで、こういう3,800億からマイナスまで行くケースというのはほとんど付加退職金が出ずに落ちていく、ずっと負け続けるケースが大多数であろうということで、付加退職金ルールはその点についてはあまり影響しないという形でご説明したところ、使用者側のほうは、とにかく付加退職金というのはおまけみたいなもので、基本退職金の1%を守ることが大事なので、4,400億円ためるというのはまず最優先すべきであろうということで、いずれも案2を支持ということでした。労働者側のほうは、今まで3,500億円貯まれば出るという期待がありました、従

来も5年ためるという方式をやっていました、ということで、3,500億円から4,400億円に上げる件について若干ひっかかりはありつつも一応そこは認めて、ただすぐにためるというのではなくて5年かけてためればいいのかというようなご意見がありました。

最後は、公益の委員から、両案は4,400億円をためるという点で大きく違うものではなくて、ためるスピードの話だろう。そこで、従来の経緯もあるので、案3をとりつつ、心配されるのは大きなショックが起こったときに、その後儲けたときに付加退職金が出るのかということなので、案3をとりつつ大きなショックが起こったときには、再度検討するというかどうかということで、間をとったような形になろうかと思いますが、ということで、労使ともそれでよしということになりまして、合意を見たということです。

今後については、今月12日に次回が開催されて、このルールを文書で確認することと、その新ルールに当てはめて平成30年度の付加退職金支給率を諮問答申ということになっております。

これについては以上です。

○村上委員長 ありがとうございます。ただいまの平嶋勤労者生活課長のご説明についてご質問、ご意見等はございますか。

○小枝委員 1点細かい点ですけれども、50%tileというのは平均値なのか、中央値なのか。

○平嶋勤労者生活課長 中央値です。失礼しました。先ほど平均値と言いましたけれども中央値です。

○村上委員長 ほかの委員の方はいかがでしょうか。

○平嶋勤労者生活課長 資産運用委員会のほうでもいろいろとご議論いただき、ご協力をいただきましてありがとうございました。

○村上委員長 よろしいですか。

○水野理事長 では私から一言だけよろしいでしょうか。委員長と副委員長は2年間ずっとこの議論をやっているからおわかりだと思うのですがけれども、新しくいらっしゃった方もいらっしゃるので、発言を正式にさせていただきます。

これは、私が赴任してこの3月末で2年半になるわけですけれども、着任したときにまさに資産運用においては独立行政法人通則法改正に際して当機構に課せられた使命は何かということを考えてやっていたわけですけれども、当機構に課せられた使命というのは、

これは資産運用委員会設置の趣旨でもあるのですが、実効性あるリスク管理体制の整備ということです。いろいろな資産運用委員をやっている方はいらっしゃると思うんですけども、当機構に課せられている使命としては、この実効性あるリスク管理体制の整備ということがあえて入っている。これは中退共においてかつて多額の累積欠損金が生じる状況であったことを踏まえたものです。したがって、私はこの2年半、資産運用においてはこの実効性あるリスク管理体制の整備について、勤生課長と一緒に、一緒にといたら失礼なんだけれども、ご協力を得ながら取り組んでまいったということでございます。

今回の労政審では、先ほど勤生課長からご説明があったように、付加退職金の支給方法をめぐる議論の中で、労働側、経営側、双方の委員が、この資産運用委員会において議論を尽くした上で我々から提供させていただいた目指すべき利益剰余金の水準、これはいろいろな議論がありましたけれども、我々としてはモンテカルロ・シミュレーションの1%タイルの水準が利益剰余金の目指すべき水準だろうということで、その水準について当委員会の判断を尊重して受け入れていただけるという趣旨のご発言をしていただいたというように理解しております。これについてはブリッジ役の平嶋課長のおかげだと思っておりますし、労政審の皆様方に本当によくご理解いただけたと思っております。累損の発生を何としても回避して、実効性あるリスク管理体制の整備を図る上では、やはりリスクテイクは利益剰余金の範囲内にとどめることが必要であるという見解です。これはいろいろな考え方がありますが、うちの機構の特性からいえば、ここは大事だということを労政審の委員の方がしっかりとご理解をさせていただいた上でのご発言だと思っております。

トレードオフの関係にあるリスクとリターンについて申し上げますと、釈迦に説法ですが、予定運用利回りは基本ポートフォリオの期待収益率を左右する。基本ポートフォリオ選択はリスクの大きさとか種類を通じて制度財政の健全性に影響を与え、究極的にはそれがまた予定運用利回りとか付加退職金の数字、すなわち利益剰余金の水準の判断に影響を与えるという循環的な相互依存関係にあるわけでありまして。

一方、それぞれの決議機関は、予定運用利回りと付加退職金の水準、すなわち利益剰余金の水準は労政審が決定する、基本ポートフォリオは当機構が決定するということが分かれていますので、その機関が分かれていることに対して実効性あるリスク管理体制の整備を図るためには、両機関がリスク量に関する認識を共有した上で、整合性のとれた形で予定運用利回り、基本ポートフォリオ、並びに利益剰余金の水準、この3つを決定していくことが不可欠であるということになりまして、大変申し訳なかったのですが、労政審と当機

構のブリッジ役がどうしても必要だという話になりまして厚生労働省の平嶋課長にお願いしたわけでありませう。

また、この前もちょっと出ましたけれども、理事長の私もそうですし、資産運用担当理事もそうですけれども、長年金融業務に携わって参りました。そういう面からいうと、金融機関に求められる適合性の原則というものにやはり縛られているというか、それを前提として我々は業務をやっていかなければいけないわけですが、そういう点からいうと、機構で推計したリスク量とそれに見合う利益剰余金の水準を労政審にお示しした上で労政審で付加退職金の水準並びに予定運用利回りを決定していただくことが重要であるし、これが中退共全体のガバナンスにも繋がるというふうに考えております。

要は、この意思決定機関が分かれているのはしょうがないとしても、そこが整合的になっていないとガバナンスが全体としてとれていないのではないかとご批判を頂戴する恐れもある。そのガバナンスが先ほどちょっと出ましたけれども、アセットオーナーとしてのスチュワードシップ活動の基礎にもなりますし、今言われているフィデューシャリー・デューティーの観点からも適切なことだと考えているわけです。

この前ちょっとお話ししましたけれども、こういうことをやろうとしたそもそもは、この資産運用委員会の初期の段階で、機構から申し上げたのではなく、実は委員の皆様から、制度全体としてのリスク管理を図らないと資産運用委員会に求められている実効性あるリスク管理体制の整備には繋がらないのではないかとご本質的な問題提起をいただいたことに端を発しております。それが、結論は労政審が決めることですが、そういうリスク量とかリスクの所在をわかった上で、労政審で判断していただけるようになったということが私としては非常に良かったことだし、うれしいことだし、平嶋課長の労に本当に敬意を表したいと思っております。

理事長といたしましては、その実現に至る経緯や意義を含めて、ぜひ総括しておきたいと思っております。これは単なる記録ではなくて、今後関係者がかわっても、なかなかわかりにくいと思うので、こうした体制とか仕組みを維持するための方策として提案させていただきたい。ただ、やり方については、所管の厚生労働省とも十分相談しながら、どのような形で残していくのかということは相談しながらやらせていただきたいと思いますけれども、今までの2年間の議論の総まとめでありますから、あまり時間をかけることなく、ご相談させていただきたいと思っております。以上です。

○村上委員長 理事長、ありがとうございます。私からも一言、所感を述べさせていた

だきたいと思います。

今ほど水野理事長からのお話にもありましたように、資産運用というのはそもそも目標収益率や期待収益率を決めるというのと、基本的なポートフォリオ、資産構成を決める、リスク水準とかリスク許容の限度を決める、本来であればこのあたりというのは相互関連し合う意思決定でありますので、整合性をもって顧客のもとで一体的に決められるというのが一般的な資産運用の原則であります。例えば歴史のある企業年金の分野では、そのような意思決定を事業主、年金基金自身が運用会社に任せることなく自ら行い、それらを一体的に表現した基本運用方針書を定めなさいというのが義務付けられてきたということがあったわけですが、当機構の関わる制度におきましては、先ほどの理事長のお話にありましたように、いろいろと諸事情から意思決定の機関、主体というのが分かれてしまっているところがあります。このあたりについて関係者がコミュニケーションをとって情報を共有していくことというのは、運用方針の意思決定において非常に重要なことではないだろうか、先ほど初期の委員会であったということがありましたけれども、その背景にはそのような考え方があったのではないかと私は思っております。

今回の基本ポートフォリオ策定に至った意思決定プロセスにおきましては、平嶋課長に大変ご尽力をいただきまして、共済者・被共済者の意見が反映される労政審、厚生労働省とのコミュニケーションも深まって、基本運用方針に包含されるべき情報について幅広く関係者が共有しながら整合的な方針の策定を可能にしたということで、このことについては今までの運営の中で、決して十分ではなかった相互のフィードバックのプロセスというところが補完されて、よりクオリティーを高める方向に向かった意思決定のプロセスであったのではないかと評価できると思います。

先ほど理事長からもガバナンスというお話が出ましたけれども、資産運用のガバナンスにとって何が重要かということについては、当資金の運用に限ったことではなく、資産運用に関係する人たちが運用方針やその背景となる考え方、リスクの方針、このあたりをきちんと共有していることと、それから適時に運用の状況などについて把握できるようなフィードバックができていること、そしてそのようなことによって対処すべき課題が発生したときに速やかに対応できること、このようなことがまずは良いガバナンスに向けての必須の条件だと思われまます。それで、基本方針策定における意思決定プロセスということについて、せっかくこのような基盤みたいなものが今回できてきましたので、ぜひこれを継続していく方向で、何らかの残し方ができればというように私も思っております。そのこ

とが実効性あるリスク管理を深めていく上でも今後、重要であると考えているところがございます。

そのようなことで、理事長からご提案いただきました総括についてですが、私も今回の経緯等についてまとまった形でぜひ残していただきたいと考えているところがございます。

○水野理事長 一つだけ。新しくいらっしゃった方が混乱されると困るので、すぱっと言える中退共の話をしたのですが、実はこれから建退共の基本ポートフォリオの議論も始まると思うのですが、建退共とか清退共、林退共、特退共と我々はまとめて言っているのですが、特退共では、もう一つ共済契約者をまとめている運営委員会というものが中退法によって設置されてまして、これは中退共では出てきませんが、その委員会が機構内での審議過程に加わってくるということだけはお話ししておきます。

○村上委員長 委員の方からは何かございますか。では、続いて中期目標の説明をお願いいたします。

○平嶋勤労者生活課長 ありがとうございます。もう一つ資料5というのがありまして、中期目標、先般厚生労働省から機構に示したところですが、今後5年間の運営をこれに沿ってやってくださいと、厚生労働省のほうから機構にお願いする文書になります。

中期目標の期間はこの4月から2023年3月までということになります。

これは運用部分だけを抜粋しておりますが、下のほうの1（1）資産の運用について。中退共についてですけれども、資産運用は、退職金支給に必要な流動性を確保しつつ、中期的に中退共事業の運営に必要な利回り、採算利回り（予定運用利回りに従って増加する責任準備金の額及び業務経費の合計の資産に対する比率をいう）を最低限のリスクで確保することを目標とするということで、従来は予定運用利回りを前提にと、割と大ざっぱに書いてありましたけれども、資産運用委員会での議論ですとか、GPIFでの書き方などを参考に明確に記述するというようにしております。ここは先ほど来出ております労政審で決まった予定運用利回りとその実施の部分と繋ぐところになりますので明確化しているということです。

それから2ページのところに行きまして、②のところ、この委員会の役割を書いております。要は、①で定める資産運用の目標に従い、資産運用委員会の議を経て資産運用の基本方針を定めて、それに基づいて実施することということです。

また、資産運用の健全性を確保するため、資産運用委員会による資産運用の状況その他

の運用に関する業務の実施状況の監視を徹底し、その結果を事後の資産運用に反映させること。併せて、経済情勢の変動に迅速に対応できるよう、資産運用の結果その他の財務状況について、常時最新の情報を把握することということです。

これらに加えまして、指標としては、各資産のベンチマーク収益率を確保することということで、確保ですので0以上ということ。先ほど議論に挙がっていましたが、全部パッシブでも大丈夫ということ。

これについては、重要度は「高」ということです。

これは共済ごとに書いておりますが、建退共のほうで違う部分は、2ページの下のところになりますが、運用の目標に「累積剰余金の水準を勘案の上、」ということが入っているということです。勘案の上、採算利回りを確保してくださいということで、期待収益率を採算利回りに合わせにいくのか、累積剰余金を一部使いながら確保していくのか、そのあたりはお任せしますという書き方です。

ほかは同じです。

清酒については建設と全く同じです。

林退共については、林退共だけ累損がありますので、少し書きぶりが違っております。

5ページのところですが、必要な利回りという中に、予定運用利回りに従って増加する責任準備金の額、業務経費、累損の計画的な解消を図るための費用の合計ということで、累損の解消分が加わっているということです。予定運用利回りに従って増加する責任準備金という言い方は、直接予定利回りを書いていないのは、建設等でもありますように、必ず12か月で3%というわけではなくて、実効利回りに合わせるというような意味で書いております。これは全部共通です。

それから最初の目標については、今後行われる財政検証までの間はこれによらずに、まず、被共済者の実態調査を行い、資産運用における中退共事業との合同運用部分の割合を退職金支給に必要な流動性を確保した上でどの程度まで高くできるかについて、来年度末までに検討し、必要に応じて見直しを行ってくださいとしております。

②はほかの事業と一緒にです。

③は累積欠損金の処理ということで、特定業種についての財政検証は2019年度末までに行われますが、その検証の結果を踏まえて、累積欠損金解消計画を見直して、見直し後の解消計画に沿って累損の解消を図ってくださいということです。

林退共についてはベンチマークに加えて累積欠損金を解消させることということが入っ

ております。

これだけは重要度「高」に加えて難易度「高」がついております。

それからその他のところで、最後ですが、資産運用における社会的に優良な企業への投資ということで、各退職金共済事業の資産運用において、安全かつ効率的な運用を害しない範囲内で、社会的に優良な企業に投資を行うことで、労働環境の改善及び雇用の安定に寄与する仕組みについて、機構の特性を踏まえてどのように実施できるかを検討し、2018年度末までに結果をとりまとめ、可能な場合は実施することということにしております。

これは議論になっていた ESG 投資の S に対する投資が何らかできないかということについて、これも委員会で検討いただきたいと思っておりますが、検討の結果、いけるだろうということがあればやってください、いけないだろうということであればやっていたかなくてもいいということになります。

以上が厚生労働省から機構に昨日示した中期目標になっておりまして、この委員会でも、これを念頭に置きながらいろいろな助言、監視を行っていただければと思っております。

○村上委員長 ありがとうございます。ただいまのご説明につきまして、ご質問、ご意見等はございますか。

○中島委員 これは日付等から見ても既に確定された文書ということですね。

○平嶋勤労者生活課長 はい。厚生労働省の有識者会議を経て、先月、財務省、総務省と協議をして、28日付で固まったものです。

○中島委員 私の言い方が適切かどうかちょっと心配なところがあるんですが、第3(1)①、1ページ目の一番下ですが、これは非常によくわかります。「資産運用は、退職金支給に必要な流動性を確保しつつ、中期的に中退共事業の運営に必要な利回り（予定運用利回りに従って増加する責任準備金の額及び業務経費の合計の資産に対する比率をいう）を最低限のリスクで確保することを目標とする。」ということで、これはリスクを取っていないということがうたわれていて、要は効率的にやってくださいと。

次の②ですが、健全な資産運用と書いてあって、何をもって健全というのかがちょっとわかりづらくて、もしかしたら誤解を招く言い方かもしれませんけれども、リスクを取らないと予定利回りを達成できないという時点である意味健全ではないのではないかというラジカルな見方も。健全というのはリスクを取らずに目標を達成できることが健全であって、リスクを取らなければ目標が達成できないというのは健全ではないのではないか。健全の定義の仕方によると思うのです。ここでいう健全というのはどのようなことを指して

おられるのかを伺いたいと思います。

○平嶋勤労者生活課長　ここでいう健全というのは適当にやるのではなくて、しっかり検討して、しっかり専門家から意見を聞きながらやってくださいという意味です。

○村上委員長　私のほうが答えるのはおかしいかもしれませんが、資産運用委員会の設置の背景などについては先ほど理事長のほうからご説明がありましたが、実効性あるガバナンスとリスク管理、そのあたりを目指してこの資産運用委員会というのが設置されたというのを考えれば、そのような体制、プロセスをしっかりと経て練られることが健全性ということを指しているのではないかと思っているのですが、いかがでしょうか。

○中島委員　もし可能であれば、健全というのはこういうことだという補足資料というか、覚え書きというか、そういうものがあれば、この後の議論もしやすいし、同じ話を蒸し返される危険もないというのがあって、ここでいう健全というのは今おっしゃったようなことで、健全というのはこういうことだという補足資料で覚え書きみたいなものがあると今後の議論がやりやすいかとは思いますが。

○水野理事長　よろしいでしょうか。おっしゃるとおりだと思います。それで、健全な資産運用と、これは厚生労働大臣が書いているから私がとやかく言う話ではないんだけど、私がどう理解したかという、要するに、2行目の資産運用の基本方針に基づき実施することだということです。だから資産運用の基本方針がちゃんとそれに沿っているかどうかという議論も実はこの資産運用委員会が始まったときに全部やったのです。最初に出てくるのは、安全かつ効率的という言葉です。安全の定義は何か、効率の定義は何かという、要するに1ページの一番初めに出てきますが、必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標とする、こういう話になる。それをどんどん追求していくと、当然今中島委員がおっしゃったように、自家運用利回り以上の予定運用利回りをとるにはリスクを取らなければいけないが、そのリスクは先ほど言った1%タイルの範囲内というのが我々の考え方で、それを労政審が決めるときにそれを前提に決めてくださいと呼びかけたのです。こういうことです。だから結論から言うと、我々は解釈してずっとやってきた。そうですね。

○平嶋勤労者生活課長　今度まとめる文章にそのあたりの、この委員会と機構と厚労省と労政審の関係などは、恐らく整理する中で考え方を盛り込んでいくことになりますので、それを参照しながら今後運営していけばいいのではないかと思います。

○中島委員　私、今、理事長の話聞いて、この上の書き出しの3行がすなわち健全な資

産運用の定義だというふうにも説明していただけるのだったら、ああ、そうですかといえる。そういう意味で書いていけば、この手の資料の常識として、定義とは書かないけれども、最初に書いてあることが定義だとおっしゃっていただけるのであれば。健全な資産運用というのはこの最初の3行のことを指しているのだと。そうすると、先ほど課長がおっしゃった適当にやらないことというのがまさしくここに具体的に書いてあるので、そういう理解でよろしいのでしょうか。

○平嶋勤労者生活課長 はい。

○中島委員 わかりました。そうすると、この3行できちんと定義されているということで解釈の余地はないということですね。

○水野理事長 そうですね。これは私が定義することではなくて、厚生労働大臣が定義することだから平嶋課長のところになるんだけど、我々はそういう理解でやってきた。

もうちょっと補足すると、だから我々としては最初は本当に安全でやってくれというのだったら、予定運用利回りは自家運用利回りの水準の0.6%にしなければいけないというところから始まっているのです。だから先ほど、前回の労政審のときには予定運用利回りを0.6%に下げる案もあったのです。そうすると皆さん方は本当に安心していただける。でもそれは幾ら何でもないだろうというので、その足らず米にリスクを取りましょう、そのリスクを取るのには利益剰余金の範囲だという議論になった。

○稗田理事長代理 もうその説明のとおりです。それで、2ページの構造は②の健全な資産運用等が(略)の【重要度 高】までの全体にかかっています。したがって、健全な資産運用等は、初めの3行を中核として、指標のベンチマーク収益率をきちんと確保するというところまで読み込んだ上で、中期的に必要な利回りを確保するという、この全体を健全な資産運用ということであらわしています。そういう理解でいいですね。ということ全体としてはなろうかと思えます。

○中島委員 私の日本語能力が……。【指標】の下に「目標」と同じ意味で、確保することと書かれてしまうと、確保できないこともリスクを取るとあるわけなので。

○稗田理事長代理 これは総務省の全体の枠組みの中で、各省庁、独立行政法人はこういうことでやりなさいという指標をつくりなさいということの指示の上でこういう構成になっていますので、資産運用ということからすると多少ずれるかもしれませんが、独立行政法人の中期目標はこういうふうにつくるということの中でこの指標という言葉が使われているということです。

○水野理事長 この中期目標は厚生労働大臣が機構に与えたものですが、それに基づいて今度我々が中期計画をつくるのです。中期計画は達成しているかどうかの評価の対象になるのです。その評価をするに当たって、この指標で評価するということですね。違いますか。

○平嶋勤労者生活課長 そうです。これは本文に書いてあることと指標は全部チェック項目になって、ぎりぎり達成していればBだし、2割以上超過達成していればAという、機械的に評価することになっております。

○中島委員 この指標は我々が目指す指標ではなくて、評価の指標。

○水野理事長 そう、そう。

○中島委員 目標ではないですね。本当に評価指標、これを使って、

○水野理事長 さらに言うと、それが達成できないとCなんです。Cだと我々の退職金が減るというというような構造になっています。

○中島委員 ようやくこの資料の意味がわかりました。私のほうはそれで大丈夫です。

○徳島委員長代理 去年 GPIF の評価もやったのでわかっていますが、指標のところ毎年度と書いてあると結構厳しいことになります。ただ、ここは設定の考え方であり、中期的に必要な利回りを確保することと後ろのところにあります。中期的という文言でカバーしてあるので、結果的にオーケーになりますが、厳密に突き詰めると全年度と書いてあるので、毎年委託運用で勝たなければいけないのかということになりかねません。GPIF の評価の際にも、毎年度達成するという意識は消せないかなという話はあったのですが、毎年度というのは独立行政法人のたたずまいとしては仕方がない。

○平嶋勤労者生活課長 結局、毎年度評価していて、最終年度で、5年間を平均して最終評価することになるので、途中でCやAが混ざったりしながら、結果的にBにならされたりとか、そういうことです。

○中島委員 わかりました。

○村上委員長 時間も超過しておりますのでこのあたりでよろしいですか。

○坂牧清・林事業部長 すみません。先ほど資料2で、中島委員からご質問のあった清酒の乖離許容幅の振れ幅が何で違うのかというところを簡単にお答えしたいと思います。資料2の3ページのところです。

これは業界の事情が反映されておまして、収入よりも支出のほうが大幅に多い。お酒を作る人が非常に少なくなっていて、高齢化も進んできて退職金として出る金額のほ

うが多い状態であります。現状ですと、掛け金として退職金の原資でおさめていただくものよりも退職金としてお支払いする額のほうが大体3倍ぐらいあります。

資産が43億円弱ですので、例えばそのうちのマイナス4.5%というとなんて1.8億円なんです。約2億円弱。年間の退職金というのは大体2億～3億の間ぐらいなんですけれども、このボードにしたのは平成23年ぐらいなんですけど、このときの係数として置いたと思うんですけども、年間倍来るという想定があったかどうかわかりませんが、それぐらいの幅があるだろうと。収入はもう全くないので上限として同じ4.5%はとれない。2ぐらいはいつにいつにありますが、そういう事情があって、中心値よりも下振れする可能性が非常に強いという事情があって、マイナス4.5%。上はもう収入が得られるという見通しがあまりないのであまり上には出ていない。2資産しかありませんので、内株については逆の数値になるということで、そういう事情であります。

○中島委員 基本的なポイントとしては、退職金を払う場合はキャッシュを作る必要があるわけですが、そのキャッシュは株を売って作るのではなくて、

○坂牧清・林事業部長 国内債券の中にキャッシュが含まれています。

○中島委員 ああ、そういうことですか。

○坂牧清・林事業部長 そうです。国内債券の中にキャッシュも含まれています。すみませんそれを最初に。

○中島委員 払い出し用のキャッシュが含まれているので、それがその下振れの分が非対称性の部に入ってくる。わかりました。それは下の注意書きかなんかに、どこかに書いてありましたか。

○坂牧清・林事業部長 各事業部一緒に、キャッシュは皆国内債券の中に含まれているはずなんです。特に清退共はそういう事情が大きいので、規模が小さくて支出の額が大きいので余計に目立ってしまうのですけれども、どの事業も国内債券の中にキャッシュは含まれています。その中で退職金の支払資金を賄っていますので。

○中島委員 その言葉が一つあると、ファンド規模が小さいからこうだということがわかる。注意書きにちょっと書き加えていただくと今後、また同じ質問をしそうな気がする。わかりました。ありがとうございました。

○村上委員長 ありがとうございます。その前のところにさかのぼりますけれども、先ほど平嶋課長からご説明いただきました一般の中小企業退職金共済制度の財政検証について、並びに勤労者退職金共済機構中期目標については資産運用委員会として認識を共有し

たことといたします。

それで本日の議事を通じてほかにご質問、ご意見等ございますか。

なければ事務局より次回の委員会についてご報告をお願いします。

○都築運用リスク管理役 先ほどの差し替えの資料を配付します。

○村上委員長 この資料について清水資産運用部長のほうから何かございますか。よろしいですか。

○清水資産運用部長 ございません。

3. 閉会

○村上委員長 それでは、次回の資産運用委員会についてのご報告をお願いします。

○都築運用リスク管理役 次回の資産運用委員会は、先ほど西川からお願いいたしましたとおり、新年度4月前半の開催を予定しております。具体的な日程につきましては皆様のご希望をお伺いいたしまして調整させていただきますので、大変恐縮でございますが、その際はまたご協力のほどをよろしくお願いいたします。なお、先日、平成30年度資産運用委員会開催日程を送りましたが、そちらは変更ございません。あくまでも今回の4月開催の委員会はそれとは別に新たに追加という形にさせていただきますのでよろしくお願いいたします。

次回はマネジャー・ストラクチャーにおける検討事項についてご審議いただくことを予定しております。具体的内容につきましては、後日ご連絡申し上げます。また他に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、よろしくお願いいたします。

○村上委員長 新年度の第1回目が4月となるということで、あとは前回ご連絡いただいた日程で1回ずつ繰り下がるということですね。

○都築運用リスク管理役 はい。

○村上委員長 ただいまのご報告についてご質問、ご意見等ございますか。

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。少し予定時刻を超過してしまいましたが、ご協力ありがとうございました。

○水野理事長 長時間にわたりありがとうございました。

(了)