

平成 30 年度第 2 回資産運用委員会議事録

日時 平成 30 年 5 月 25 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 定刻となりましたので、始めさせていただきます。ご準備はよろしいでしょうか。

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 30 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、ご多忙の中ご参集賜り、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申し上げます。

(2) 理事長挨拶

○水野理事長 本日はお忙しい中、平成 30 年度第 2 回資産運用委員会へご参集賜りまして、誠に有難うございます。

さて、本日の議題ですが、前年度の総括と継続審議中のマネジャー・ストラクチャーです。

まず、前年度の総括ですが、四半期ごとの資産運用実績については、29 年度の年度計数のご報告になります。

運用結果に対する評価報告書については、厚生労働大臣に、当機構の業務実績等報告書を提出する際の添付・参考資料として、資産運用委員会からご提出いただくものです。

次にマネジャー・ストラクチャーですが、5 月 18 日に国内債券のアクティブ運用の委託先公募が締め切られ、20 ファンドの応募がありました。

本日は、取り急ぎ野村さんに取りまとめていただいた、応募先からの徴求データをご覧頂きます。

あわせて、これから並行的に進める、外国債券アクティブ運用委託先選考に関するプランをご提示させていただきます。

その他として、平嶋勤生課長からは、労政審による中退共の財政検証結果のご報告に加え、机上配布しております『中小企業退職金共済制度に関わる各機関の役割分担と連携等について』という総括ペーパーを発表していただけることになっています。

このペーパーは『資産運用委員会』創設の目的でありました、『実効性あるリスク管理体制』の整備について、2年半にわたる『資産運用委員会』での議論も踏まえて取りまとめて頂くよう、私からお願いしたものです。

執行機関としては厚労省／労政審／機構／資産運用委員会／運営委員会の役割分担と連携等を文書化して頂いた事は大変有り難く、平嶋勤労者生活課長のご尽力に改めて御礼申し上げます。

最後に、活発なご審議と共に、円滑な運営へのご協力を賜りますようお願い致します。具体的には、本日も一部の案件について、効率的な議事運営上、持ち帰り検討をお願い致したいと考えておりますので、ご理解とご協力のほどお願い申し上げます。以上、簡単ではございますが、ご挨拶とさせていただきます。

(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、委員会次第に続いて、左綴じになっている資料でございます。右上に資料番号を付けてございます。1-1、「平成29年度第6回資産運用委員会議事録」、資料1-2「平成29年度第7回資産運用委員会議事録(案)」、資料2「平成29年4月から平成30年3月の運用実績報告(6経理)」、資料3「資産運用の基本方針改正新旧比較表(6経理)」、資料4「平成29年度資産運用結果に対する評価報告書(案)」、そして資料4の別紙1となっているもの、これはクリップどめになっている方がいらっしゃるかもしれませんが、薄いもので、「平成29年4月から平成30年3月の資産運用実績報告」、ゼムクリップで付いていまして赤い印刷のもの、資料5-1「国内債券アクティブ運用委託先の応募状況について」、資料5-2、これも赤い印刷のものですが、「外国債券アクティブ運用委託先の公募について」、資料5-3、スケジュール表になっているもので、「国内債券アクティブ運用受託機関選定スケジュール(国内債券・外国債券)」です。5-4「中退共資産に係る基本方針等の役割・決裁プロセス・関連規程」。資料5-5「合同運用資産の運用ガイドライン(中退共資産)」。5-6「運用スタイル登録表(国内債券・外国債券・外国株式)」。そして最後、「第69回労働政策審議会勤労者生活分科会中小企業退職金共済部会資料(抜粋)」になります。

ここまでが本資料になりまして、それとは別に机上配付として左綴じになっているもので、「中小企業退職共済制度に関わる各機関の役割分担と連携等について」というもの、そ

れと、横長のカラー印刷の一枚物で「速報概算値」となっているものです。

以上になります。不備はございませんでしょうか。何かございましたら、随時ご連絡ください。

では、この後の議事進行につきましては村上委員長にお願いをいたします。どうぞよろしくお願ひいたします。

2 議題

(1) 資産運用委員会議事要旨及び議事録の確認

○村上委員長 本日、資料が非常にたくさんございますが、議事進行に関しまして、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 初めに、資料1-1「平成29年度第6回資産運用委員会議事録」についてご説明申し上げます。

こちら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いたします。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。

続きまして、資料1-2「平成29年度第7回資産運用委員会議事録(案)」をご覧ください。

こちらは、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。恐縮でございますが、議事録につきましては、6月8日金曜日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きましたら、資産運用委員会議事録作成及び公表要領第4条における確認が得られたものとして、次回運用委員会にて最終版としてご報告した上、第5条に基づきまして、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。

なお、先日メールにて送らせていただきました平成29年度第6回資産運用委員会議事要旨当初案につきましては、ご意見を頂戴いたしましてありがとうございました。現在、修正内容について調整をしておりますので、本日の委員会での案の提示は行いません。調整が済み次第、最終案としてメールにてお届けしますので、お手数ですが、その際は1週間

程度を目処に追加修正の要否を事務局までご連絡いただきますようお願いいたします。早期に全ての方から了解いただきましたら、次回の委員会を待たずに、その時点で公表させていただきます。

○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。

よろしいでしょうか。それでは、まず資料1-1、平成29年度第6回資産運用委員会の議事録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委員の方がいらっしゃいましたら、挙手をお願いいたします。

よろしいでしょうか。では、ご異議がないようですので、本案を最終版といたします。

また、先ほど事務局のほうからご説明がありましたように、資料1-2の第7回の委員会の議事録案につきましては、各委員の皆様においてご確認いただきまして、修正の要否については6月8日、2週間後の金曜日を目処に事務局までご連絡をお願いしたいと思います。よろしくをお願いいたします。

(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の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のご報告をお願いいたします。

○西川理事 それでは、ご説明をさせていただきます。資料2「平成29年4月から平成30年3月の運用実績報告(6経理)」という資料をご覧ください。

1枚おめくりいただきまして、一つあらかじめおわびを申し上げておきたいと思っております。この資料につきましては、中島委員からのご提案をいただき、当初は収益の源泉の要因分解のグラフを載せさせていただく方向で、先生にもご相談に乗っていただきながら準備を進めて参りましたが、若干、中の数字にイレギュラーな数が出ているところがございまして、その要因の確認中でございます。そういったところが完全に明らかになったところで案をお示しさせていただきたいと思っておりますので、恐縮ですが、今回はいつもどおりの資料でご説明をさせていただきたいと思っております。

それでは、1ページ目の表からご覧ください。

まず一番上段でございますけれども、29年度の運用利回りになります。一番上のシャドーのかかった行でございますが、中退共の給付経理が2.29%、建退共の給付経理2.09%、特別経理2.68%、清退共の給付経理2.05%、特別給付経理0.15%、林退共事業2.04%。全て自家運用で国債だけで運用している清退共の特別給付経理以外のところは、全て2%

以上という高めの運用利回りとなっております。

その結果としての累積剰余金ですが、今年度について累積剰余金の数字が、計算はできているのですが、正式な形で内部決裁が済んでいないものですから、この資料には載せさせていただきます。ご興味のあるところだと思しますので、口頭でご報告をさせていただきます。

一番下の箱でございますが、「累積剰余（欠損）金（A）」というところ。中退共給付経理の29年度末の数字が4,334億9,100万円です。当初私ども、基本ポートフォリオを組成したときに、必要な剰余金として4,300億円と言っておりましたので、その意味では目標値に乗ったかなということでございます。その後の計算の過程で4,400億円という格好になっておりますけれども、いいところまで行ったかなという気がしております。

建退共でございますが、給付経理が936億4,800万円、前年度より若干増える格好になっております。特別給付経理につきましては147億700万円で、こちらも若干増えています。

清退共事業でございますが、給付経理が24億7,400万円で、やはり増えております。特別給付経理は1億7,700万円、若干ですが増えております。

もう一つ、注目点でございます。林退共ですが、累損の数字が5億7,500万円でございますので、2億円ほど縮小することができたという形になっております。

それから運用委託先のパフォーマンスでございますが、2ページ目にお移りいただきまして、下段の金銭信託の内訳でございます。このところ毎期、全ての経理及び全ての資産クラスにおいて超過収益率がプラスですと申し上げてきたんですけれども、最後の土壇場になりまして、外国債券のところ若干マイナスになっているところが出てきているということでございます。中退共の給付経理、建退共の特別給付経理、それから林退共の給付経理のところ超過収益率がマイナスになっているということでございます。

後で外国債券の公募のところでも話が出ますが、実は外国債券については、この1年に限らず、直近3年、直近5年でもわずかながらマイナスになっておりまして、外国債券のマネジャー・ストラクチャーの見直しのところでは、その改善策についても検討しなくてはいけないかなと思っているところでございます。

ただ、委託先の名誉のために若干申し上げますと、外国債券については、うちの機構は格付基準が結構厳しくて、国債でAクラス、国債以外の債券はAA以上ということにしておりまして、通常のベンチマークに含まれている中で購入できないものが入っているのを、

若干不利な状況の中で競争をしているというところはあるかなとは思っております。

もう1点、先ほど机上配付させていただいたカラー刷りの1枚紙がございます。中退共の運用資産の損益構成状況ということで、こちらで最近の動きをご説明させていただきたいと思います。

右下の赤い枠のところをご覧いただければと思います。金銭信託のところは、4月から5月22日までの2カ月弱で293億円、自家運用益まで含めると300億円強のプラスになっているということでございます。資産運用についてはまだフォローの風が吹いている感じではございます。いつまで続くかというのは問題ではございますが、そのあたりはまた後ほどの評価報告書の中でも触れさせていただいているところでございます。

簡単ではございますが、以上で説明を終わらせていただきます。

○村上委員長 ありがとうございます。それでは、ただいまの西川理事からのご報告について、ご質問、ご意見等はございますでしょうか。

○中島委員 今口頭でご説明いただいた部分ですが、中退共と建退共の給付経理いずれも運用利回りは大体2%を少し超えるくらい。一番上の網かけのところですね。そこでご説明いただいた累積剰余金のところを伺うと、中退共はかなり積み増しが上がっているのに対して、私の聞き違いかもしれないですけども、建退共は936億円くらい。あまり年度で変わってなくて、資産の大きさから見ても、ここは大体1兆円ぐらい運用資産額があって、1兆円の2%という200億円ぐらいあるので、要は200億円ぐらい改善しているかなと思ったらあんまり改善していない。これは責任準備金が増えたからでしょうか。

○西川理事 真ん中の四角の一番上に2行シャドーがかかっていると思うんですが、そこに予定運用利回りと採算利回りというのがございます。予定運用利回り等が違うこともありまして、採算利回りが建退共のほうが非常に高い。単純に言うと、運用実績から採算利回りを引いたものが累積剰余金に積み上がるような格好になりますので、もちろん業務経費とかも若干違うんですけども、大ざっぱに言うと、採算利回りの違いが剰余金の膨らみ方の違いに出てきているというふうにお考えいただければいいかなと思います。

○中島委員 そうすると、(B)の責任準備金のところが建退共については結構ペースよく積み上がっていったということでしょうか。

○稗田理事長代理 そういう傾向はあります。

○中島委員 資産も伸びたけれども責任準備金のほうも伸びたので、剰余金はそれほど増えていない。

○西川理事 そうお考えいただいて結構です。

○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。

1点だけ私のほうから確認させていただきます。先ほど、外債についての劣後要因ということで、ベンチマークに対して格付基準が厳しくなっているというご説明がありましたが、個々にその影響がどのくらいあったかということについては分析ができていますでしょうか。

○西川理事 まだそこまで細かく分析はできておりません。

○村上委員長 結局、投資対象のユニバースをベンチマークより厳しくすることによって、カスタマイズされたベンチマークというのも変かもしれませんが、その影響がどのくらいかという数字はいかがでしょうか。

○西川理事 なかなかそれは難しいところがあって、というのは、後でもちょっと出てきますけれども、外国債の場合は、ベンチマークは国債だけのベンチマークなんです。実際の運用は、国債以外の債券も運用を認めておりますので、そうすると、どこどこを比較してというのがありますので、ちょっと難しいかなと。

○村上委員長 そうですね。それは確かに難しいですね。わかりました。

ほかにないようでしたら、この議題はよろしいでしょうか。

それでは、退職金共済事業に係る業務上の余裕金の運用状況については、運用委員会として報告を了承することといたしたいと思います。

(6) その他

○村上委員長 それでは、次の議題に移りますが、本日平嶋勤労者生活課長が、この後に予定がお有りの中座の可能性があると事前に伺っておりますので、議題6について先に行いたいと思います。

議題6は、その他の議題といたしまして、「第69回労働政策審議会勤労者生活分科会中小企業退職金共済部会資料(抜粋)」について、並びに机上配付資料である「中退共制度に関わる各機関の役割分担と連携等について」、この2つの資料につきまして平嶋勤労者生活課長よりご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。順番を変えていただいて、すみません。後ほど中座させていただきますが、お許してください。

まず、資料6の中退部会の財政検証の取りまとめについてです。

1のところは前回の取りまとめと変わっていないのですが、この制度についての考え方で、単独では退職金制度を設けることが困難な中小企業のための簡便で容易な社外積立型の退職金制度で、多くの中小企業に活用されている。一般中退は、退職金制度を確保するための中心的で重要な制度であるので、今後とも長期的に安定した制度として維持されていくことが必要であるということです。

そういう基本認識を受けまして、今回のまとめの考え方ですが、まず予定運用利回りについては、現状一定程度の累積剰余金が存在すること、それから加入者にとっての魅力ということを考慮して、1%を維持することが望ましいということです。事務局案の中には、1%を基本としつつ0.5%というのもオプションとして示したわけですが、これは1%と決まったということです。

ただ、この場合は、今国内債券の利回りが1%を割り込んでいるということで、株式などのリスク性資産によって利回りを補う構造になっている。そのためには、リスクに見合った水準の剰余金を有する必要があるという認識です。

この剰余金の水準については、財政検証が最長5年以内にやるようにということになっておりますので、その5年間の財政シミュレーションで、この場でもご議論いただきましたが、下位1%の確率で想定される損失4,400億円が適当であるということです。

「剰余金水準の形成については、必要な剰余金水準を確保することを最優先すべきという意見があったが」、ここは実は取りまとめの段階で使用者側から、使用者側はこういう意見だったということを残してほしいという意見がありまして、加えたものです。

「意見があったが、これまでの経緯……」、「これまでの経緯」というのは、昨年度までの5年間は3,500億円を貯めようということで、毎年600億円先充てというルールでやってきましたが、5年間をかけて貯めようという考えでありましたよねと、そういう経緯を踏まえるということと、加入者にとっての魅力、ある程度儲かったときには付加退職金が期待されているので、そういうことを総合的に考えると、5年間をかけて目指すことが適当であるという結論になっております。

3が具体的なルールですが、①のところ、累積剰余金の額の4,400億円に対する不足額、昨年度末ですと3,800億円あったので不足額は約600億円になりますが、それを2022年度までの残存年数、昨年度末だと5、今年度末だと4というふうに分母を少しずつ小さくするというやり方です。それを先充て額にする。

②、③、④は従来のやり方と同じですが、利益の見込額が単年度目標額以下であるときは全て先充て、1倍から2倍の間は1倍を上回った分を付加退職金として支給、2倍を超える場合は単純に半額支給。

ちょっと文字だとわかりにくいので、次のページにあらわしています。まず単年度目標額の計算式というのは左側の真ん中の四角の中ですが、4,400億円から前年度の剰余金を引いたものを2022年度までの残存年数で割ります。それで単年度目標額が出て、その下の箱になりますが、利益の見込額が単年度目標額以下であるときは全部ためます。1倍から2倍の間だったら、その部分を全て付加退職金として支給します。2倍のところでは半分支給している状態になるわけですが、それ以上利益があるときは単純に半額支給ということを書いている状態にあるものです。

変動のやり方ですが、1年目に例えば587億円足りないところで、まだ残り5年間ありますので、5で割って117億円が先充て額になります。2018年度に仮に4,400億円を超えていたら、先充て額はありません。3年目は例えば200億円だったら、それを3で割って67億円の先充てとなります。最後の年は、単純に4,400億円に足りない部分が先充て額になって、5年間でたまることになる。そういう考え方です。これが3の(1)です。

(2)は、そうはいつでも、金融情勢が極端に悪化した場合は、例えば1,000億円、2,000億円と損した後に、翌年、ちょっと儲かったからといって付加退職金を出すのですかということについては、改めて取扱いを見直しましょうと、激変の際の見直し条項が入っているということです。金融情勢の悪化の仕方ですが、単年度でどーんといく場合だけでなく、複数年度でじわじわ減っていった場合、1年で1,000億円ではなくて、例えば500億円、500億円と損失が出たような場合も見直しの対象として考えましょうということです。

4のところ、今後の課題ということで、制度発足当初と比べて運用実績の振幅が大幅に拡大している。この委員会でご指摘がありましたが、下方性が高まっているということで、資産を減少させる効果が強まっている。次回の一般中退に関する財政検証に向けての検討課題とするというまとめになっております。

裏側に長期の時系列があります。平成21年度は1,536億円という利益が出ておりますが、当時、累積欠損金解消計画の目標に届いていなかったということで、ルールでは付加退職金を出せたのですが、出さなかったということもありましたということで、参考で資料を付けています。

ルールが固まったところで、資料2になりますが、支給率の決定が行われたということ

です。2 ページのところにあります。結論的には、30 年度の支給率が 0.0044 (0.44%) で決定されたということです。

5 ページ、収支の見込みの算定ですが、3 の (1) 自家運用については、基本的に予定どおりにいきますので、それほど難しくないのですが、委託運用については、30 年 1 月の時価額をもとに、2 月のベンチマーク収益率を用いて 2 月の収益を計算して、部会が行われるのが 3 月の初めですから、3 月の数字は全くわからないわけですが、「平均値」－「標準偏差」× 2 ということで、かなりかたく見積もった上で 3 月の収益率を出して、年度の収益を計算しているということです。

その結果計算された利益見込額が 4 ページの 349 億円になります。349 億円というのは、先ほどのルールに当てはめた単年度積立目標額は 117 億円で、2 倍を超えていることになりますので、単純に 2 で割って付加退職金を出すというルールになります。349 割る 2 で 175 億円を付加退支給ということで、これを率に直しますと 0.44% になるという計算で、30 年度の付加退支給率については 0.44% で決定したということでした。

以上が 3 月の部会の報告になります。

もう一つ、机上配付資料として、各機関の役割分担と連携等についてというものをご準備しております。先ほど理事長からお話がありましたが、いろいろな機関がこの制度に関わっている中で、今後とも関係者が安定的に役割を果たしていけるようにということで、全体を預かる厚労省としてまとめさせていただきました。横紙の図も付けておりますが、これもお覧いただきながらお聞きいただきたいと思います。

目的は、今申し上げましたように、連携を明らかにしてしっかり運営していくためということです。

2 のところで、厚労省についてですが、厚労省は制度の企画を担っているということで、財政検証とか付加退職金の支給率の中退部会の諮問に当たっては、必要な情報を適切に説明する役割を担っております。厚労省は、そのリターンに伴い考慮すべきリスク等について、中退部会に説明を行う役割を担っております。

2 ページですが、中退部会は、労働者を代表する者、使用者を代表する者という利害関係者に加えて、国の制度ですので公益を代表する者を加えて構成されております。予定運用利回りや付加退職金支給率等について厚労省からの諮問に対する答申を行いますが、中退共制度の運営のため、どの程度のリターンが望ましいか、リターンに伴うリスクをどの程度まで許容するか、リスクに対する備えとして、剰余金の目標水準をどう設定すべきか

等の判断は、厚労省から提供されるリターンに伴うリスクについての情報をもとに中退部会が行うというのが役割になっております。

一方で、専門的な情報は日々運用業務を行っている機構が保有していますので、厚労省と機構は密接に連携する必要があると思っております。この点につきまして、昨年度の中退共の財政検証を例にとりますと、厚労省から依頼を受けた機構は、いろいろなリスクを想定した上で剰余金の将来推計等について試算を行って、資産運用委員会に試算結果を示して意見を求めて、資産運用委員会において議論が行われました。この意見をもとに、厚労省において、付加退職金支給に伴い剰余金が望ましい水準を下回るリスク等について資料を作成し、中退部会ではこれを踏まえた上で一定の修正を加えて、新しい付加退職金支給ルールを決定したということがありました。きちんとそれぞれの役割が発揮された流れだったと思っております。

③の機構ですが、機構は制度の実施を担っております。厚労省は、中退部会の答申を踏まえた施策が実施部門である機構において確実に実施されるように、中期目標によって運用目標を示して、機構はこれに沿うように基本ポートフォリオを構成しなければならないことになっています。構成した基本ポートフォリオについては、最新の情報を把握して定期的に最適であるかを検証して、必要に応じて見直しを行う必要がございます。

なお、今回の中期目標で示した運用目標は、「制度の運営に必要な利回りを最低限のリスクで確保すること」と定義しております。この必要な利回りは、各制度の予定運用利回りあるいは財政状況によって異なってくるということです。

④資産運用委員会です。資産運用委員会は、独法改革等に関する基本的な方針において、厚労省に対して、機構の財政の健全性及び適正な業務運営の確保のために、内部ガバナンスの高度化、実効性あるリスク管理体制を機構に整備することが求められたことを受けて設置されたものです。資産運用に関する専門家を中心に、経済、金融に高い識見を有する方、その他の学識経験を有する方で構成されています。

基本ポートフォリオ等を定める資産運用の基本方針を作成、変更する際は、資産運用委員会の議を経る必要がある。この基本方針は、中退法あるいは中期目標等に違反するものであってはならない。また、資産運用委員会は、資産運用に関する業務について監視を行う役割を担っております。機構は、この監視結果を事後の資産運用に反映させることが中期目標において求められています。このほか、機構の運用業務について理事長の諮問に対して意見あるいは建議を行うことができると定められております。

運営委員会につきましては、特退共について運営委員会が設置されています。この運営委員会は、共済契約者、あと学識経験者も法律には定めがありますが、実際は共済契約者のみにより構成されているということです。共済規程、業務方法書の変更、中期計画・年度計画策定時には、その議を経る必要があるということです。それから、運営委員会は、資産運用を含む業務運営の重要事項について意見、建議を行うことができるということで、例えば共済規程では、合同運用の開始または終了に関することは運営委員会の議を経る必要があるということです。

以上のように、それぞれ役割を適切に果たしていくことが大事なわけですが、そのためには情報共有が非常に重要であるということで、特に柱となっている厚労省と機構は、さまざまな形で情報共有を図る必要があるということでもあります。

当面の課題ということで3点ございます。

まず、基本ポートフォリオの確認ということで、先ほど申し上げたように、中期目標で運用の目標を示しております。建退共、清退共については累積剰余金の水準も考慮しながらということではありますが、制度の運用に必要な利回りを最低限のリスクで確保することという目標にしています。

資産運用については、運用環境の変化とか運用・リスク管理手法の高度化が急速に進んでおりますが、機構においては、基本ポートフォリオが最適であるか、効果的なモニタリングによって定期的な検証をする。そして、必要に応じて機動的な対応を行うことが求められております。一般の中退共につきましては、一昨年度基本ポートフォリオの見直しを行いました。特退共についても、基本ポートフォリオが最適であるか監視いただくことを資産運用委員会には期待されていると思っております。

金融情勢はいろいろ急変することもございます。いろいろな金融情勢の中でリスク量が急激に変化したような場合は、機構にはアラートを我々に鳴らしていただきまして、我々の方ではそれを受けて、利回り変更は必要かどうか、中退部会の判断を仰ぐかどうかということを検討するという流れになると思っております。そのために、市場状況のウオッチはしっかりやっていただきたい。

②は特退共の財政検証ということで、財政検証は来年度に恐らく実施されることになると思います。これは厚労省が中退部会の意見を聞いて行うということですが、運営委員会は直接の利害関係者ということで、この意見は中退部会の意思決定に当たっては重要な判断材料となります。このため、運営委員会での審議内容についても、資産運用委員会の議

論同様、厚労省を通じて中退部会に情報提供する必要があると思っております。

機構におきましては、財政検証に向けて、運営委員会あるいは資産運用委員会の意見についてタイムリーに厚労省に情報提供をお願いしたいと思っております。

それから、先ほどの財政検証の取りまとめにおきまして、付加退職金制度については、その下方性が拡大しているので、このあり方について、次回の一般中退に関する財政検証に向けての検討課題とするということをご紹介したところです。

次回の財政検証は34年度までに実施されることになっておりますので、その際には、事務局資料の作成のために、資産運用委員会には専門的見地からまたご協力をお願いできればと思っております。

以上、役割分担と今後期待されることについてまとめたペーパーをご紹介させていただきました。どうぞよろしく申し上げます。

○村上委員長 ありがとうございます。それでは、ただいまの平嶋勤労者生活課長のご説明について、ご質問、ご意見等を賜りたいと思いますが、大きく2つテーマがございましたので、分けてご議論いただきたいと思います。

まず、資料6の中退部会の資料についてのご質問、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、資料6については、当委員会としても情報の共有が図られたということにしたいと思えます。

また、後段のほうの机上配付資料の「中小企業退職金共済制度に関わる各機関の役割分担と連携等について」、ご質問、ご意見等ございますでしょうか。

一つお願いしたいのですが、この文書の位置付けというのを皆さんにご説明いただいたほうがよろしいのではないかと思います。

○平嶋勤労者生活課長 各機関の役割というのはそもそもそれぞれ法律に書かれていますので、その意味では決まっていることであるわけですが、実際の話をしみますと、2年半前に資産運用委員会ができて、いろいろ手探りでやってきた部分もあると思えます。今非常に上手く機能していると思うのですが、この状態がずっと続けられるように、関係者がこれから代わっていったとしても、この連携体制が機能するようというところで作らせていただきました。

これはそもそも決まっていることなので、それを改めてオフィシャルに出すという紙ではないので、机上配付資料とさせていただきますが、外部から問い合わせ等があつて答えるときは、これを使ってご説明いただいて結構だと思っております。

○村上委員長 ありがとうございます。委員の方々はいかがでしょうか。

○中島委員 前回、機構さんの目標の与え方というか、インセンティブの与えられ方について教えていただいて勉強になりました。そのときに「指標」という言葉が出てきて、いわゆるベンチマークに対する運用実績を基に、AとかBとかCという評価が下されるという話を伺って、あれで見ると、アクティブ運用によって目標を上回ることに非常に大きなインセンティブ付けがなされているなど感じました。

今回、その部分については、2ページ目の③の「機構」というところで、いわゆるアクティブ運用で非常に評価されますよというのがないような気がするんですが、それはどこら辺を見ればよろしいのでしょうか。

○平嶋勤労者生活課長 運用の目標の達成度合いが100%以上であればB評価、120%以上であればA評価というつくりになっていると思いますので、パッシブ中心で100%を取りに行くのか、あるいは120%を狙いに行くのかというのは、特にアクティブを推奨しているつくりにはなっていないと思っています。

○中島委員 それはわかるんですけども、恐らく機構さんとしては、動機付けというところで、非常にそこら辺を意識されていると思うんです。機構さんが意識される部分が、今説明されたこの紙の中のどこら辺ですくいとられているのかなど。

○平嶋勤労者生活課長 この目標の大もとになるのは、制度の運営に必要な利回り、いわば採算利回りを最低限のリスクで確保することというので、100%のところをきちんと確保するということを書いてありまして、その手法について、アクティブでいくのかパッシブでいくのかというのを特に強調しているわけではないと思っています。

○村上委員長 すみません、私がお話しするのはおかしいのかもしれませんが、多分、今中島委員から出されましたのは、独法としての機構に与えられている目標のほうの話で、要は独法の評価という観点から行われる項目の1つになっているものだと思うのですね。

このペーパーは、あくまでも中退共制度を運営するのに当たって各機関がどのように連携をとってやっていくか、今まで各機関の役割は、先ほど平嶋勤労者生活課長のご説明にあったように、法律等を書いてあるわけですけども、連携や協力のところについては触れられていなくて、それを実際この2年間ぐらい実践してきたということがありまして、そのところを明らかにしておこうということで作成されたペーパーだと思うのですが、そのような解釈でよろしいでしょうか。

○平嶋勤労者生活課長 連携、関係性を記したペーパーで、たまたま参考に今期の目標はこうなっていますよということを書いておりますが、この目標の内容を強調したわけではなくて、その目標に従って実施していただく必要があるということを書いているものです。細かな戦術論について記しているものではございません。

○中島委員 まず独法というものに焦点を当てたのではなくて、制度自体に焦点が当たっていて。

○平嶋勤労者生活課長 この図でいいますと、厚労省から機構に対して、中期目標で運用目標を指示する流れがありますけど、それは労政審の決定が実施に移されるようにこういう流れになっていますということで、中期目標で運用目標を指示しています。ちなみに、この運用目標は、今期はこうなっていますと書いているだけでございます。

○中島委員 要望なんですけれども、基本ポートフォリオというのは非常に焦点が当てられていて、いろいろなところで出てきています。一方、機構さんの作業量とかインセンティブという点で見ると、恐らく、基本ポートフォリオを決めるというものに対するエネルギーの費やし方と変わらないぐらいマネジャー・ストラクチャーとかそういうものにもエネルギーがつき込まれるかなと、この前の説明を受けて感じていて、そうした場合ちょっとバランスが。ここだけ見ると基本ポートフォリオは表面に出てきているんですけども、マネジャー・ストラクチャー的な、アクティブ運用で最終的に評価されますよというのが裏に隠れてしまって見えないのがちょっと問題かなと思ったものですから。

○平嶋勤労者生活課長 もちろん機構の仕事にはこれ以外にたくさんのことがあるわけですけど、今回ペーパーをまとめたのは、それぞれの機関がオーバーラップしがちなところについて切り分けをはっきりさせようということで、重なりがちな部分について記載しております。これ以外に機構が行う分担が明白な仕事というのはたくさんありますので、その部分はちょっと省略させていただいています。

○中島委員 機構さん以外の当事者の方々が、ほかのところはどんなことをやっているのかなというのを見る資料として、非常にわかりやすく、役に立つと思うんですけども、機構さんが恐らく熱心に取り組まれるであろう部分がないと、ほかの当事者の方から見ると……。

○水野理事長 そもそもこの資料の趣旨が違うんですけども、この議論をしたのは、予定運用利回りは労働政策審議会が決めるんですね。その予定運用利回りに基づいて機構が基本ポートフォリオを決める。一方、労働政策審議会のほうからは、なるべくリスクは

取らないでくれ、でも、一方で予定運用利回りはなるべく下げないでくれと。今、中退共は予定運用利回り 1.0%で、自家運用の利回りが 0.5%ぐらいなんです。その足らずまいは必ずリスクを取らないといけない。そのリスクを取るに当たっては、おっしゃるように、労政審のご意向に沿って 1.0%をやるためにはどのくらいのリスクになりますよということを我々がお示ししないと、労政審のほうでは、「そんなにリスク取っていたの。それだったら早く言ってよね」ということがあってはまずいので、お互いにそれぞれの役割を明確にしましょうという発想なんです。

今中島委員がおっしゃったのは、我々はそれが全部わかった上で、厚生労働大臣から飛んでくる中期目標をやるためにはどうするかということについて、ただ基本ポートフォリオをつくってやればよいというわけではなくて、マーケットに負けないようにやりましょうというのはその次の段階なんですね。このペーパーではそこは実は考えていないんです。あくまでも皆さん方、それぞれ分かれている機関の責任というか役割を明確にした。

今の段階で予定運用利回りを下げなければ、これだけのリスクになります、それを取るのであればこれだけの利益剰余金が必要ですよということを数字でお示しをするために、全部法律には書いてあるんですけども、人がかわったりするとわからなくなるといけないので、我々は一部、基本ポートフォリオだけをやっているんですけども、全体感をここで示してくださいという私のお願いに基づいて、厚生労働省がまとめてくれた、こういう位置付けです。

○中島委員 わかりました。要は、資産運用になじみがない方に対して、このくらいリスクを取っているんですよという水準を示すのが第一の目標だと。そうすると、この前お話を伺った健全な運用を行ってれば、基本ポートフォリオがリスクの大部分を決定するので、今のお話で納得できます。わかりました。

○水野理事長 これはまさに法律に書いてあるとおりで、あえてこういうふうに行っていたのは、そこを次の人にも引き継いでいくという面が1つと、私は上手くいったと思っているんですけども、これが上手くいったのは、労政審のほうも、我々の提供する資料を本当に一生懸命見てくれた。こんなリスクがあったのか、1.0%というのはこういうことなのかというのを本気で一生懸命考えてくれた。一方、資産運用委員の方から見ると非常にお時間を頂戴したんですけども、資産運用委員の方々が2年半、労政審の、ある意味ではなれない方もいらっしゃるんだけど、どういう資料を作って、どういうふうの説明したら、リスク量をわかってくれるのか、本当に真摯にやってくれた。

つまり、提供するほうも、提供される側の立場に立って一生懸命資料を作りましたし、提供される側は一生懸命それを酌み取ってもらった。こういうことが大事だと思っ
ていて、それが実はここには書いていないんですけども、この中の行間にそれが入っ
ている。ぜひ今後も、資産運用委員の皆様方には、その辺の努力をお願いするかも
しれませんけれども、引き続きよろしくお願ひしたいということが1つ。

2つ目は、2年半中退共について全部やってきたんですね。林退共は合同運用で
すけれども、これからいよいよ建退共、清退共、林退共の特退共についての基本
ポートフォリオの議論に入ると思うんですが、特退共については、さらにもう
一つ運営委員会という機関が増えるんですね。そこの議論も同じように真摯に、
わかりやすい、ご納得いただくような展開をしていかななくてはならないとい
うことで、ここについても皆さん方にまたお願ひすると思ひますけれども、ど
うぞご協力のほどよろしくお願ひします。

以上です。

○平嶋勤労者生活課長 この資料は中退部会の委員の皆様にも送っておりまして、特に
こうしてほしいというのは何もありませんでしたけど、委員の中からは、少しも
やもやもやしていた部分をはっきりしてよかったですというコメントもいただい
ております。中退部会のほうでも共有されております。

○村上委員長 ほかの方は何かございますか。

○中島委員 ちょっと脱線してしまうかもしれないんですけども、前回ご説明
いただいた機構さんの評価指標としてベンチマークをアクティブ運用でどの
くらい上回ったかでA、B、C、Dみたいな評価が与えられるというのを伺っ
て、あれはどういういきさつで決められたんでしょうか。

○平嶋勤労者生活課長 ある目標を作ったら、100%の水準であればBだし、
120%だったらAだし、80%だったらCだという独法共通の評価ルールとなっ
ております。非対称性ももしかしたらあるかもしれませんが。

○中島委員 機構さんの労力というか作業を考えると、1つは、目標である
良い基本ポートフォリオを作るということと、次に、良い基本ポートフォリ
オをなるべく効率的にリバランスしていくのと、最後はアクティブ運用で
プラスアルファを稼ぐ、3つ多分どれも同じくらい重要だと思ひます。そ
こで、いろいろ苦勞されてこういう資料をいろいろな方にわかる形で作っ
たというのは、どっちかという、良い基本ポートフォリオを作って、それ
をわかりやすく説明するためにいろいろな努力をされた、そういうところこそ
まさに評価

されてしかるべきかなと思います。これに対し、今言った、良い目標を作る、その目標に向けて良いリバランスを行う、最後、プラスアルファを少し稼ぐためにチャレンジしてみる、3つのうちの最後の1個だけがクローズアップされて評価されるというのは、前回説明を聞いて、機構さんに対するインセンティブの与え方として、ちょっとそれでいいのかなと思ったものですから。そういう話をどこでしていいのかちょっとわからなかったもので、今ここでさせてもらったんですが。

○平嶋勤労者生活課長 評価するときに2つ見る部分があって、基本ポートフォリオが中期的に必要な利回りをとれるものになっているかということ、目標に向かっての張り方が1つと、それから結果と、両方見ることになっていますので、そういう意味では、過程と結果両方見ることにしてあるというつもりで作っております。期待収益は目標に届かないけれども、たまたま儲かったというだけではなくて、ちゃんとそういう張り方になっているかという部分と、そういう収益を得られたか、両方見ることになっています。

○西川理事 見られているほうから言うのもあれなんですけど、超過収益率の指標というのは、それだけで私どもの資産運用を評価していただいているわけではなくて、それ以外にも、対外広報とか、そういった別の項目が評価項目に挙がっております。先ほどおっしゃっていただいたような対外的な説明というようなことも当然できていなければ点数は下がってしまうということですので、それは別にあそこだけが強く求められているわけではないというのは1つあります。

それから、後で評価報告書についてご報告致しますが、私どもの運用の基本方針というのがあって、それがちゃんと守られているかという観点からのご評価をいただくわけです。その中に、基本ポートフォリオどおりの運用が行われているかというのも入っていて、それは先ほどおっしゃっていたリバランスルールとか、ああいったものとかかわってきますので、そういう意味では、決して超過収益のところだけを見ていただいているわけではない。ですから、見られている私どもとして、そこだけ見ながら業務をやるわけでもないですし、そこしか評価してもらっていないというふうに思ってもいけないというところはございます。

○中島委員 前回いただいた資料ではそこだけが。「指標」という言葉で書いてあって。

○平嶋勤労者生活課長 そういう意味では、指標で収益率を確保することというところだけ強調されたかもしれませんが、その前のところで、資産運用の基本方針に基づいて運用が実施されているか、資産運用委員会の監視の結果をきちんと事後の資産運用に反映させ

ているか、経済情勢の変動についてちゃんと情報を把握しているか、そういったことについても、定性的な評価になりますけど、評価項目になっているということです。

○村上委員長 話が当文書からずれてしまっているところがありますが、独法の評価項目については、項目の一覧を一度開示していただいて、それでご説明いただいたほうがわかると思うのですね。この文書は、独法の評価がどうということではなくて、あくまでも中退共の制度をいかにより良い運営にしていくかということで、各機関が果たすべき役割及びその連携についてまとめたものですので、少々評価の話とは異なりますし、機構だけで運営される話ではないということです。

ほかの方、何かございますでしょうか。

この辺で私のほうからコメントさせていただきますと、先ほどからご説明がございましたように、各機関が果たすべき役割については今までも明確にされていたところですが、どうやって協力するかや、どのように連携をとるかということについては、運営上行われていた部分があるかもしれませんが、確たる文書化されたものはありませんでした。そのような中で、平嶋勤労者生活課長には大変ご尽力いただいて、このようなペーパーをおまとめいただいたということで、実際このような運営を続けていくことで制度全体にとってもより良い制度運営、あるいは資産運用の運営になっていくのではないかとこのように考えているところでございます。そして、それは言ってみれば全体的なクオリティの向上とか、ガバナンスの向上とか、そのようなことにも結び付いていくものだろうということで、また一つの進歩を見たのではないかと思います。大変ありがとうございました。

そのようなことで、こちらの議題は終わらせていただいてよろしいでしょうか。

○平嶋勤労者生活課長 村上委員長にはいろいろご助言をいただきまして、ありがとうございました。引き続き委員の皆さんもよろしくお願いいたします。

○村上委員長 どうかよろしくお願いいたします。

また、中島委員から先ほどご質問がございました評価とか独法の目標のことについては、一度ご説明いただく機会を設けていただいたほうがよろしいかと思いますので、よろしくお願いいたします。

(3) 基本方針の変更について

○村上委員長 それでは、次の議題に移らせていただきます。議題3になりますが、基本方針の変更についてです。事務局から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「資産運用の基本方針改正新旧比較表(6経理)」をご覧ください。

このところ五月雨式でのご審議をお願いする格好になって誠に恐縮でございますが、今回は、目標期間が新しく第4期になりましたので、先般私どもの中期目標が変更になりました。基本方針の中の運用の目標、これは中期の観点からの運用の目標となりますので、こちらを新しく設定された中期目標に合わせるべきではないかというご指摘を勤生課さんのほうからいただきました。適切なお指摘であると思われまますので、今回改正をさせていただきますものでございます。

右側に現行、左側に改正案がございますが、中心になりますのは、Iの「基本的考え方」の3「運用の目標」の部分でございます。右側がこれまでの書きぶり、左側が今回の書きぶりでございます。

右側の書きぶりをご覧いただくと、「健全性の向上に必要な収益の確保」とありましたのは、前期の中期目標計画を立てた時点では、まだ中退共が累損を抱えておりましたので、そうした状況を踏まえて設定された目標が、現状に合わなくなっているのは確かでございます。それを、左側は利回りをかなり正確に書き込むような格好の目標になっておりますが、こちらに書きかえさせていただくということでございます。

それから、これはテクニカルな話ですが、1つ上の「運用の目的」のところでございます。これまで私ども、「共済制度を安定的に運営」という書き方をしているんですが、先ほど申し上げた中期の目標を設定するときに、厚生労働省さんのほうで用語の整理をしていただきました。その中で、制度については、中退共だけではなくて、特退共とか全体を含めたときには「制度」といい、個々の一般の中退共制度とか建退共制度については「事業」という呼び方をしましょうということで整理をしていただきましたので、今回、一般の中退共制度に言及した部分について、「制度」から「事業」に直させていただいているということでございます。

4の「資産構成」につきましては、「運用の目標」というところを3の中期に合わせてました。ただ、基本原則とか長期的な運用のところを無視してはまずいということで、こちらでは「運用の基本原則と目的を踏まえた上で、運用の目標を達成するため」という形に変えさせていただきました。これは、昨年の基本ポートフォリオを作成したときに、まずは基本原則の定義から始めさせていただいた議論の流れとも整合的なのかなというふうに考えているところでございます。

2 ページ以降、ほかの経理につきましても同様に、運用の目標を今回の中期目標における目標の書き方に合わせさせていただき、そういう改正のご提案でございます。

ご審議いただくようお願いいたします。

○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、ご意見等ございますでしょうか。

○徳島委員長代理 基本的には、中退共それから特退共に関する文言の修正は、あくまでも今回の中期目標の表現に合わせて直されているということで、特に違和感を覚えませんが、林退共のところだけ少し表現が異なると思いますので、ご説明をいただいたほうがいいのかと思います。いかがでしょうか。

○西川理事 林退共の目標のところはかなり長文になっているのは事実でございます。これはなぜかということですが、先ほど2億円ほど累損が減りましたとは申し上げたんですけども、現状を申し上げますと、今の予定運用利回りに基づいて計算される採算利回り、現在私どもの設定している合同運用資産の期待収益率、それから業務経費率を勘案すると、実は逆ざやになっております。したがって、現状を前提としてしまうと、累損の解消計画が立てられないような状態になっております。

また、林退共につきましては、加入者が実際にどのくらいいらっしゃるのか、書類上は加入していらっしゃるけれども、もうかなりの長期間、就労実績がなくて、もう請求が行われそうに無い方がかなりいらっしゃる可能性がありますので、その実態の把握を今進めているところでございます。その結果次第で、責任準備金ひいては累損の水準が変わってまいりますので、確認が必要ということです。また、31年度には財政検証もございまして、その結果等を踏まえた上で計画を立てるべきであろうということでございます。

それでは、新しい計画を立てるまでどうするかということでございますが、ここは勤生課さんにご配慮をお願いしたのですが、通常ですと、新しい計画ができるまでは古い計画が生きるという格好になってしまうんですが、そうすると、毎年9,200万円ずつ累損を削減する必要があるわけです。しかし、先ほども申し上げましたとおり、今の基本ポートフォリオの期待収益率では逆ざやになっている状況ですので、平均的には、削減目標の達成は不可能な状態になっているわけです。

ですから、現状の加入者の状況とか財政検証を踏まえて、前合同運用を始めたときも、単に運用だけではなくて、掛金の引上げとか予定運用利回りの引下げとか、いろいろな手立てを合わせ技で導入したということがございますので、そういったものを全て勘案した

上で新しい計画を立てる、それまでの間は今の目標値は問わないという過渡期的な規定を設けていただきましたので、それをここに詳しく書き込ませていただいたということでございます。

○村上委員長 ほかに何かございますでしょうか。

○稲垣委員 趣旨はよくわかったのですが、基本方針なるものに但し書きが入ってくるとするのは、正直言って違和感があります。基本方針として掲げる以上は、やはり普遍的なものが書かれるべきではないかと思えます。こういった場合、通常の企業運営の中では、運用細則とか、そういうものの中で別途整理をするというのが一般的な感じはします。

○三富理事 財政検証が終われば、この基本方針も改定して、ノーマルな形には見直そうということでは話をしているんですが、上のパラで掲げられている目標が現在では達成できない状況ですので、そういうことで下のパラの2行目、財政検証までの間は上記によらずというところで、目標と掲げているものが財政検証まで達成できないことを勘案していただいた記述となっていますので、この両方を掲げることでどうかということ調整をしたところでは。

○西川理事 先ほどもちょっと申し上げたように、基本方針に沿った運用ができていくというのが評価の1つの軸になりますので、ここに表面上のことを書いてしまうと、その評価との整合性がとれなくなってくるということがございまして、非常に異例のことであることは十分認識した上で、今回このようなことで書かせていただきました。

○村上委員長 私も稲垣委員と同じ感想で、例えば今後予定の財政検証や実態調査の結果を踏まえて、必要に応じて見直しを行っていく、というくらいのさらっとした表現ではいけないかなとは思ったのですが、やはりこれだけ具体的に書いたほうがいいのでしょうか。

○三富理事 中期目標をそのままここに転記したような形の文章になっているので、厚労省といろいろと協議の上このような形にはなっております。

○村上委員長 わかりました。

○水野理事長 非常に難しい状況であるという意をお酌み取りいただいて。基本方針に但し書きがあるのはおかしいと言われれば、そのとおりでございますけれども、それだけ厳しい状況であると。ぜひご理解いただきたい。

○村上委員長 基本方針は表に出るものですからね。承知いたしました。

ほかに何かございますでしょうか。

それでは、資料3、基本運用方針の改定は、資産運用委員会としても承知したというこ

とでよろしいでしょうか。これは委員会で決定するという事項ではありませんね。

○西川理事 ご審議をいただきまして、ご了解いただけましたら、こちらの内部手続として、ご承認いただいたもので決定したいということでございます。

○村上委員長 では、委員会で了解したということよろしいでしょうか。そのようなことよろしく願いいたします。

(4) 平成 29 年度資産運用結果に対する評価報告書（案）について

○村上委員長 それでは、次の議題に移ります。議題 4 は、平成 29 年度資産運用結果に対する評価報告書（案）についてです。事務局からご説明をお願いいたします。

○西川理事 ご説明申し上げます。

まず最初に、この報告書の位置付けについてのご説明でございますが、資産運用結果に対する評価報告書というのは、厚生労働大臣に年度の業務実績等報告書を提出する際に添付資料として提出させていただくものでございます。資産運用というのは非常に専門的なものでございますので、専門家によってかみ砕いた報告をいただいたものを添付することで、有識者委員が評価をしやすいとする、そういう位置付けのものだとお考えいただければいいかと思っております。

内容につきましては、昨年度と同様、資産運用委員会での議論、ご指摘を紹介しつつ、それを受けた機構の対応にも言及した上でパフォーマンス評価を行う形式にしてあります。資産運用委員会での審議を踏まえた資産運用という体制を明確化することを意図した構成とさせていただきます。

この報告書は資産運用委員会として作成していただくものでありますので、僭越ながら事務局においてたたき台を作成させていただきましたが、結論、構成はもとより、言いぶりですとか用語につきましても、お気付きの点等ご指摘をいただきますようお願いいたします。なお、誠に恐縮ですが、本件に関するコメントにつきましても、6月8日、再来週の金曜日を目処にお寄せいただきますようお願いいたします。

以上のお願いをした上で、今年度のポイントをご説明させていただきたいと思っております。今回は、高い運用実績と、ただしそれはあくまでも変動の中のものなので、過度の楽観への警鐘と、マネジャー・ストラクチャーの見直し、スチュワードシップ活動への取り組み、労政審との情報共有、テクニカルな点ではリバランスルール等についても言及しております。

2ページをご覧ください。「概論」の最初に今期の運用実績について、内外株式市場の上昇等から委託運用を中心に大きな収益を計上したことを述べています。これは全体像でございます。運用委託先のパフォーマンスもおおむね良好であり、特段の問題は見られなかったこと、環境だけではなくて、委託先のパフォーマンスも寄与したこと、等の評価を書かせていただいております。

その関連でございますが、3ページの左下「運用利回り」の「概観」のところをご覧ください。運用利回りは昨年度に続き全経理でプラスとなりました。昨年度この資料を作りましたときにプラス・マイナスということ自体にあまり意味はないのではないかというご指摘もいただきました。一昨年度、中退共はこれがマイナスになっていたものですから、昨年度はプラスに転じたことを強調したのですが、今年度につきましては、下のぼちで、採算利回りとの関係に言及をさせていただいた次第であります。採算利回りとの関係を見ても、清退共の特別給付経理を除く全ての経理で運用利回りが採算利回りを上回って剰余金の増加に繋がったというような言い方になっております。

また、清退共特別給付経理につきましては、運用規模が3億円と小さい上に、責任準備金を大幅に上回る資産規模となっているために、国債を中心とした自家運用のみ行っている、という注釈を付けております。

4ページの上のぼちの3行目から、この高利回りは例外的なものと認識すべきであって、機構においてはこうした認識を関係者と共有し、事業計画等（累損解消計画を含む）に反映させることが必要と考えるということで、あまり楽観視しないようにということでもございますし、言外にというか、明確かもしれませんが、林退共の累損解消計画は結構大変なんですよということににじませているような書きぶりになっております。

4ページの下段でございますが、パフォーマンスは良いとしても、逆に特に高い収益を上げた先については、過剰なリスクを取っていないか点検するようにというご指摘を、以前、委員長からいただきましたので、そういったことも点検しましたということを書かせていただきました。

5ページの上段でございます。今後の課題といったところで、委託先のパフォーマンス管理の仕方につきましても、超過収益とかトラッキングエラーの水準だけではなくて、リスク分散の実効性等を見るために、運用スタイルや運用方針の一貫性、ちゃんと守られているか、言っていることは実現されているかといったことを点検することが望ましいというご指摘をいただきましたので、この点については、今実施しているマネジャー・ストラ

クチャー見直しの過程で実現していく方向で動いていますということを書かせていただきました。

それから、同じようなことが6ページの中段、上から3つ目の点の後半部分にも書いてあります。現状の委託先の管理方法について、直近期間の運用成績を重視するやり方から、定性面の評価に重みを付けるといった方向ではないでしょうかという指摘をいただいたので、今その方向で見直しを行っていますということに記載いたしました。

それから、6ページの下段4つ目のぼちから7ページにかけては、スチュワードシップ活動に言及させていただいております。

7ページの下段、基本ポートフォリオでございます。基本ポートフォリオについて、今すぐに見直す必要がないというところについてはご了承いただいたわけですが、効率性の検証方法について、精緻化ないしは高度化の検討余地があるのではないかとのご指摘をいただきましたので、この点については課題として認識しているということを書かせていただきました。

それから、ややテクニカルなことにも言及してございまして、8ページの最初のぼちのところ、リバランスルールについて、過度なリスクがそこに含まれていないか、適切な運用が行われているかということについても検証を行ったということを書かせていただいております。

9ページではマネジャー・ストラクチャーの見直しについて言及させていただいておりますが、ポイントとしては、上から3つ目のぼちに、基本ポートフォリオの見直しと同様、ゼロベースで、機構の特性も踏まえた最適なマネジャー・ストラクチャーを目指して議論を行うとの基本方針が共有されたところを強調させていただいております。

この関係では、9ページの終わりから10ページにかけて、「委員会としては、事務局による前向きな取組の継続を期待するものである」と書いてしまいましたが、ちょっと筆が滑っているかもしれませんので、書き過ぎだと思われた場合はご指摘いただければと思います。

10ページに、昨年度はスチュワードシップ活動については結構話題になりましたので、少し多めに紙面を割かせていただいております。まず、実績としての改善については、上から2つ目の点のa. b. とありますが、議決権行使について、中退共と特退共の議決権行使の実施方針を平準化したことと、エンゲージメントに関する活動報告対象を外国株式の運用委託先にも拡大したということを書かせていただいております。

10 ページの下から 2 つ目の点でございます。社会的な議論の帰趨をモニタリングしながら、コストとの関係等については決めていくのがいいですねという、徳島委員長代理からご指摘いただいたことをこちらに書かせていただきました。

11 ページには、日本版スチュワードシップ・コード改訂への対応について、やや詳しく書かせていただいております。当初私どもが、基本方針を変えないでも何とか読めると思いますがというふうにしていたところ、もっと積極的に書くべきであるご指摘をいただいたことをここに書かせていただいております。また、運用結果報告につきましても、新しい公表資料として作成させていただいているということを書かせていただきました。

最後に 12 ページの (2) でございます。厚生労働省への情報提供とございますが、下から 2 番目のぼち、労働政策審議会へ提供した資料が、運用利回りの水準、付加退職金等の検討に際して重要な役割を果たしたものと理解しているという格好で、先ほど平嶋勤労者生活課長からお示しいただいたペーパーの中のコアの部分をこちらに書かせていただいたということでございます。

昨年度中の主な資産運用委員会での議論を紹介しつつ、私どもの評価をしていただくような形式で書かせていただいておりますので、恐縮ですが、忌憚のないご意見をお寄せいただければと思います。以上でございます。

○村上委員長 ありがとうございます。では、ただいまのご報告について、ご質問、ご意見等ございますでしょうか。

○稲垣委員 6月8日までということによろしいんですね。

○村上委員長 はい。今日は細かいところまでは議論をし切れないかと思いますが、この評価報告書(案)をもう一度チェックするに当たって確認しておきたいことがあればお願いいたします。

○徳島委員長代理 11 ページ目の一番下から 2 行目のところにもありますが、28 年度の運用結果報告については、この委員会でも何度も議論し、その結果、平成 30 年 2 月というタイミングに、つまり年度が終わってから 1 年 10 カ月ぐらい経って完成したという記憶があるわけですがけれども、今回の結果報告のタイミングと、平成 29 年度の運用実績の対外公表の時期をいつぐらいでお考えなのか、スケジュール感を教えていただけたらと思います。

○西川理事 まず後者のほうからいきますと、運用実績につきましては、数字が出たところで遅滞なく出していきたいと思っております。

それから、今年 2 月ぐらいに出ささせていただいたものについては、基本ポートフォリオ

の検証結果があの中で結構重要な位置付けにあるものですから、なかなかこの報告書を出すタイミングに合わせる事ができないんです。ただ、そもそもの形式から議論していた昨年よりは早めに、恐らく夏場から秋にかけて基本ポートフォリオの検証を行いますので、少なくとも年内には出せるような格好にしていきたいと思っております。

○村上委員長 あと他には何か確認しておきたいこと等はございますでしょうか。

では、私のほうから幾つかあるのですが、何か附属資料みたいなものがこのペーパーに付くことができましたか。

○西川理事 これもリンク方式を大体とらせていただこうと思っておりますが、運用実績については、運用実績の数字が出たところで、それにリンクをしますし、出てきている議論がいつの資産運用委員会で話し合われたかということが中に書いてあるんですが、そこをクリックすると、そのときの議事要旨のところへ飛ぶように、それから報告書の名前が出てきているところについても、そこをクリックすると当該報告書に飛ぶ、そういうような格好でやらせていただこうかなと思っております。それはあくまでも公表するときに出ることですけれども、今申し上げたような書類は、提出するときには紙のベースでお付けするような格好になるかと思えます。

○都築運用リスク管理役 こちらの報告書と、もう一つ別紙として、数字バージョンの資料4別紙1というのが付きます。

○村上委員長 わかりました。

あと、この原案を読み進めると、次に何が書いてあるのかなということで、目次ですね。

○西川理事 あっ、目次ですね。おっしゃるとおりです。

○村上委員長 10ページ以上の資料になると、全体の構造がどうなっているか、最初にわかるものがあつたほうがいいと思ひまして。

○西川理事 ありがとうございます。入れさせていただきます。

○村上委員長 去年は確かその議論しなかったと思うのですが、目次で1ページ割いてもいいと思ひます。附属資料まで含めると長い報告書になりますので。

それから、気になりましたのが、早ければ6月とか7月とか、そういう時点で提出できるかもしれないと思ひのですが、7ページの下から4行目、「来年度に向けての課題となっている」という表現があります。これは、報告書を提出した時点での来年度なのか、平成29年度まで遡って考えたときの来年度なのか、読んでみて迷うところがありまして、この文章の表現の時点をどのようにそろえておくかということですね。

○西川理事 おっしゃるとおりです。提出時点ということだとは思いますが、さきりながら、その提出時点では確かに既に30年度になっている。ここは平成何年度というように書き方に直させていただきます。

○村上委員長 そうですね。そのほうが明確になるかと思えます。

ほかに何か事前に確認しておきたいことございますでしょうか。

ないようでしたら、今後の段取りについて確認いたします。まず、各委員におかれましては、先ほど西川理事からご説明いただきましたように、本報告書（案）の内容につきましてお気付きの点があれば、6月8日金曜日を目処に事務局のほうにご連絡いただきたいと思います。その寄せられたご意見と、本日出された内容も含めまして、事務局のほうで修正案を作成して、次回の資産運用委員会で仕上げを目指す、このような理解でよろしいでしょうか。

よろしければ、各委員、事務局におかれましては、この段取りに沿ってご協力いただきますようお願いいたします。これはあくまでも委員会として提出するものでございますので、そのようなことでご協力をよろしくお願いいたします。

（5）マネジャー・ストラクチャーの実施状況の報告と検討

○村上委員長 それでは、次の議題に移りたいと思えます。

議題5のマネジャー・ストラクチャーの実施状況の報告と検討の報告をお願いしますが、本日もこの議題については、マネジャー・ストラクチャーに関するコンサルタント業務を受託している野村証券株式会社さんから、清水さん、高松さん、川岸さん、それから野村ファンド・リサーチ・アンド・テクノロジー株式会社から秋田さんにご陪席をお願いしています。事務局におかれましては、皆様に入室していただいでください。

それでは、事務局のほうからご報告をお願いいたします。

○西川理事 それでは、ご説明申し上げます。

本日のマネジャー・ストラクチャー案件は、国内債券の一次応募状況のご報告及び二次選考に関するご説明と、投資対象債券の選定プロセスに関するご提案、それと外国債券の募集・選考に関するご説明をさせていただきます。3つありますので、案件ごとにご審議をお願いしたいと思っております。

まずは、国内債券の応募状況についてご報告いたします。国内債券アクティブ運用の委託については、20ファンドから応募がありました。資料5-1に、一次選考で用いるデー

タを取りまとめたものを個社名を伏せた形でお示しましたので、ご覧ください。

膨大な情報量ですので、恐縮ですが、本日ここでお目通しいただいてご審議をいただくとなると、時間が幾らあっても足りないものと思われまじ、また、名前が伏せてあるというものの、運用の監視役である資産運用委員会の皆様が個々の委託先を選考したような格好になることはやや不適當かなとも思われますので、恐縮ですが、この資料はお持ち帰りいただきまして、お目通しいただき、気になる点等がございましたら、恐縮ですが、来週の水曜日 5 月 30 日を目処に事務局のほうへご連絡を賜りますようお願いいたします。

本日宿題がいっぱいありますので、後でもう一度確認をさせていただきます。

今後の日程ですが、頂戴した意見も勘案して、来週中に一次選考を実施いたします。

資料 5-3 の日程をご覧くださいますと、1 枚目の「国内債券アクティブ運用受託機関選定スケジュール」という横長の表がございます。6 月 1 日の金曜日に選考結果を応募者に連絡する予定になっております。

なお、二次選考についてですが、評価項目の内容とかウェイトに関する追加的なご意見はいただきませんでしたので、基本的に前回提示させていただいた内容に沿って選考を実施させていただく予定でございます。ちなみに、前回ご質問いただきましたヒアリングの際の採点方法ですが、無段階ではなくて、項目ごとの 5 段階評価で採点するような方向で考えております。

一方、選考者の心構えとか準備について、機構としての投資哲学とかりスクの取り方に関する基本方針など認識を共有してヒアリングに臨むべきであるというご指摘をいただいたところでございます。

それから、選考者のコンピテンスについても、前回の委員会でも多くの委員の方からご心配をいただいたところでございますので、対応といたしましては、資料 5-1 の添付書類としてお付けいたしました評価項目の指標に関する目安値の共有、あるいは選定委員とコンサルタントの野村さんとの事前打ち合わせの実施、それから勉強会の実施、さらにヒアリング 1 件ごとに認識のすり合わせなどを行いながら、論理的整合的でぶれのない選考を実施していきたいと考えております。

ちなみに、添付資料にもう一枚、グラフがございますけれども、こちらは上段が国内債券アクティブ運用の報酬控除前の超過収益率、予想超過収益率でございます、緑色が直近 5 年、赤色が直近 10 年のものになっております。下段が報酬控除後となっております、これは各応募先に 500 億円で運用した場合の報酬率について提出を求めていますので、

それを勘案した上で報酬控除後の超過収益率の見通しをお示ししたものでございます。

番号を見ていただくと、上位 10 社ぐらいは大体鉄板というか固まっていて、プラス 2～3 のところが報酬控除後で若干入れかわるかなというぐらいでございますが、採用可能範囲は両者でありあまり変わらないかもしれないなと思っているところでございます。またこれも詳しくご覧いただければと思います。

私のほうからの国内債券についてのご説明は以上でございますが、野村さんのほうで、応募先のデータの見方とか今後の選考方法等について、補足説明があればお願いしたいと思います。

○野村証券（清水） 野村証券でございます。よろしくお願いたします。

5-1 の「国内債券アクティブ運用委託先の応募状況について」を開いていただきますと、1 枚目のシャドーのかかっているところは超過収益率でございますが、一番左のグループが、10 年を前半と後半に分けたときの前半 5 年、真ん中が直近 3 月までの後半の 5 年、一番右側は 10 年でございます。

前回の委員会でご指摘のあったとおり、リーマン・ショックも含む 10 年で見るべきだけれども、前半 5 年と後半 5 年でかなり変わっていることもあります。超過収益率というのは、その投資環境に合ったかどうかという結果の要素が強いのですけれども、トラッキングエラーというのは、純粋に運用会社がリスクを取りにいったかどうかというマネジャーの意図が如実に表れると思います。例えばファンド 6 を見ますと、前半 5 年のトラッキングエラーは 2.53% だったのに対して、後半 5 年は 0.17% まで低下しており、全く別の運用になっているケースもあります。そういうところは留意して、今後の運用を占う上では、10 年だけではなくて、5 年も重要になってくるという見方をしなければいけないのかなといったところでございます。

2 ページ、3 ページは、超過収益率、ファクター感応度、局面別リターンということで、これも前回の委員会でもいろいろご議論いただいたところでございます。これは、一番最後のページの各運用会社のファンドの目標リターン、目標トラッキングエラー、超過収益源泉、こういったものと照らし合わせて、しっかり金利戦略、あるいはクレジット戦略を標榜している形で定量評価分析が出ているかどうかという確認とか、あるいは局面別リターンでいいますと、市場の上昇局面、下落局面の他、右の BPI 事業債と BPI 国債の比較のところにあるクレジットが良好な局面、あるいは逆風の局面でのパフォーマンスを確認することで、過去のリーマン・ショックみたいなときに上手く乗り切ったかどうかというよう

なところを見ていきます。市場の上昇・下落局面という意味でいくと、直近は金利上昇局面があまりなかったのですが、バーナンキ・ショックのような13年の急激な上昇時にどういったパフォーマンスであったか、こういったところのドローダウンも気になりますので、局面別リターンもあわせて見ていくということでございます。

一次スクリーニングでの10本の選び方として、超過収益率が高いとなると、クレジットとか少しリスクを取っていたような会社がパフォーマンス的には高く出るような傾向もございます。そういったファンドへの偏りがないように、バランスよく、こういった局面が来ても安定的にリターンがとれるように一次スクリーニングを行っていかないといけないのかなということです。4ページ以下の棒グラフのところではいきますと、例えばファンド6の下の棒グラフをご覧くださいますと、2008年前後のところで大きくマイナスが出るなど、イベント時にマイナスになっています。ここの経験を生かして後半5年は運用を変えてきているということも注意して見る必要はあるのかなと思います。

詳しい分析の検証は引き続きこちらでも行わせていただいて、事務局の皆様としっかりその結果を議論させていただいて、二次に進む会社の選定を進めたいと考えている次第です。

以上です。

○西川理事 1点追加で。先ほどグラフをご覧くださいなのですが、ソリッドになっている棒と、中が空白になっている棒とあるのですが、ソリッドになっているのは上位10先でございます。緑、赤、それぞれ上位10先の場合は中が塗り潰されておりますけれども、そうではないところについては空白になっている。ですから、下の表でいきますと、例えば20、13、14と、右から2つ目の列のところは、直近10年でいくと上位10先に入るけれども、直近5年でいくと入らない、そういうふうにご覧いただければいいかと思います。

○村上委員長 それでは、ただいまの西川理事並びに野村証券さんのご説明について、ご質問、ご意見等がございますでしょうか。

○中島委員 全部で20社の申し込みがあったということで、一次選考で何社ぐらいに絞られるのですか。

○野村証券（清水） 10社。何かあるといけないので、プラスアルファ数社です。

○中島委員 大体半分くらい。

○野村証券（清水） ということですね。

○中島委員 それは野村さんが主導でやられるのか、それとも機構さんのほうが。

○野村証券（清水） もちろん機構さんで。我々はそれに関する定量情報、あるいは前回の委員会でもお話ししましたが、野村ファンド・リサーチのアナリストのネガティブ・スクリーニングコメント、そういういろいろな情報を提示させていただいて、最後はお決めいただくという形になると思います。

○中島委員 感想というか意見ですが、私がまず見たのはグラフですね。棒グラフと折れ線グラフが載っているのを見て、先ほど野村さんがおっしゃったファンド6は結構特徴的ですし、その特徴を見ていくと、ファンド16と19はほとんどコピーファンドのようにそっくり。13年でどーんと下に落ちているのは、先ほどおっしゃったバーナンキ・ショックかなんかでしょうか。

ついでにいうと、13も、形自体は瓜二つではないんですけども、特徴は割と似ていて、13、16、19ぐらいが1つのカテゴリーをつくっていて、言っていることとやっていることという点で7ページ目のほうで見ると特徴や類似性の判断が難しい。野村さんの助言が十分に機構さんのほうに、かゆいところに手が届くような形で説明いただかないと、多分これだけだと、7ページを普通で見てもなかなかわかりづらいかなと。

○野村証券（清水） おっしゃるとおり、7ページは目標というか、こういう目安でやっていますというところをございまして、結果としてかなりずれが生じたり、あるいはそもそも目標超過収益とかトラッキングエラーが低いものは、目標リターン・リスクが低い中でクレジット戦略を標榜しても、金利戦略に打ち消されてクレジット戦略の効果がなかなか出にくいとか、いろいろそういう変動要素がございますので、そこは改めてこちらでも分析し検証した上で、情報を入れさせていただきたいなと思っているところがございます。

○中島委員 16と19は余りに似ている。7ページ目のほうだとなかなかわからなかったもので、3ページ目とか2ページ目のファクター感応度で見ると、3ページ目のファクター感応度のデフォルトというのがいずれも高く、クレジットを恐らくとっているのか…。

○野村証券（清水） そうですね。5ページ、6ページの棒グラフでドローダウンができていいるのは、おっしゃるとおり、3ページのところでいくと、デフォルトのファクター感応度が高くなっているということだと思います。

○中島委員 決定係数というのがあって、ファンド6は0.49で異常に低いんですけども、これを除くと大体1.0近くで、私が申し上げた13、16、19だけが普通で見ると決定係数が低めになっていて、非常に似ているので、何か共通の要因があるのかなと思ったんですけど

れども、野村さんが出していらっしゃるこの2つの因子では説明できない共通要因みたいなものが、16とか19を説明する上で何か。

○野村証券（清水） その詳細なご説明は難しいところですが、まさに13、16、19は同じような運用を志向しているというところで、簡単に言いますとやはりクレジットですね。非国債のところを半分以上源泉としているようなマネジャー、実は100%と標榜しているような会社もあるのですが、そのようなところのパフォーマンスがリーマン・ショックのときのドローダウンになってあらわれたり、あるいはファクター感応度でデフォルトファクターの感応度が高いという形であらわれています。

そういう意味でいうと、デフォルトファクターの説明変数を、BPI 事業債から BPI 国債を差し引いたいわゆるベンチマークから算出したファクターリターンとしています。必ずしも事業債のリターンのとり方はそのとおりではありません。ある銘柄はかなりオーバーウェイトしたり逆にアンダーウェイトしたりなど、いろいろありますので、そういうような要素も絡んで決定係数が低くなっている可能性はあるのかなと思います。

○中島委員 これは提案ですけれども、機構さんのほうに説明する上で、カテゴリズがそこそこできると思いますので、4つとか5つとかのグループにカテゴリズした上で説明されると、20社をばらばらで見ると、恐らく比較という点でやりやすいかなと。カテゴリズしないと、あるカテゴリーにパフォーマンスがいいのが集中して、そこばかりとってしまう危険性もあると思いますので、棒グラフのところから定量的にカテゴリズした上で、機構さんのほうに情報を提供していただけるといいのかなと思います。

それともう一つは、私から見ると非常に魅力的なのがファンド11とか12で、先ほどの16とか19はリーマン・ショックの後に上がったたり下がったりがあるんですけども、ファンド11とか12はこれがほとんどなくて、特に12に関してはほぼ負けなし。11とか12は結構棒が立っているのでこんなふうが目立つんですけども、例えば14とか17とか20も比較的似たような動きをしていて、このあたりはほぼ同じだということになると、要は11とか12がもし手数料が同じであれば、20とか17とか14を雇うよりも非常に割安にリスクをとってくれていることになるので、先ほどのカテゴリズの面でいうと、大きさよりもむしろ傾向というか、そういう点に着目して、手数料も含めた上で比較されるといいのかなと思います。

○野村証券（清水） このでの公募をかけると、1ページにそれが端的に出ているんですが、前半5年と後半5年を比べて直近で良いものを各社上げてくるというところで、もと

もとはBPI 総合のマネジャーベンチマークで受託しているところが直近パフォーマンスが
いいということもあって、クレジット 100%のファンドで応募してきたりします。これは
別の公的さんの公募において、ほかの資産クラス、株とかでもよくある話です。つまりグ
ロースが優勢な局面で公募を掛けるとグロースが8割、9割占めるというようなことはよ
くある話なので、まさにその点はスポンサーサイドで上手く分散させるよう、そのとき
旬のセクターに偏らない調整は必要だなと感じています。

○中島委員 その点ちょっとご留意いただいてやっていただけると。

○徳島委員長代理 10 日前のファンド数が最終版より少ないバージョンを事務局から送
っていただいたものを拝見したときに、ファンド 11、12 あたりが、こんなにトラッキング
エラーが低いのに IR が高過ぎるのではと感じました。本当に大丈夫なのか、かつての AIJ
みたいなことをやっていないか、本当に再現性はあるのかどうか、その辺を一次スクリー
ニングで見ると、二次の中身でチェックしていただくのか、いずれにしても結果ができ
過ぎに見えることを、逆に気にしました。

○中島委員 高いですね。2を超えるとちょっと。

○徳島委員長代理 ちょっと IR が高過ぎますよ。

○野村証券（清水） 両者とも、金利戦略あるいはクレジット戦略にベットしているとい
うよりは、割とバランスよくとりにいっているようなイメージのある会社で、印象として
は上手くアロケーションしているのかなど。運用機関さんの顔ぶれも、大体大手どころの
投資顧問会社プラス信託・生保さんというところですので、いわゆる独立系というか、債
券だけに偏っているという会社はあまりありません。債券に強い会社、世界的な債券ハウ
スと呼ばれているようなところで、会社の業績とか安定性という意味で一定程度信頼を置
ける会社が応募されているのではないのでしょうか。

○村上委員長 資産運用委員会は、機構の業務について監視、あるいは提案する組織であ
るので、西川理事がおっしゃったように、個別の評価のところには立ち入るのは相応しくは
ありませんが、ただ、その実施・検討のプロセスにおいて、着眼点とか留意すべき点、そ
のあたりについては、委員の方から何かほかにもあれば出していただきたいと思います。

今の徳島委員長代理からのお話の続きで、気になるのは、過去そうした留意が必要なパ
フォーマンスがどのようなファンドについて出てきているのかという点です。これは機構
が運営していたファンドではないので、どのような性格のファンドについてのパフォーマ
ンスか、それがずっと公表され続けてきたものなのかどうかということも、信頼性を担保

する一つのものになるのではないかと思うのですが、そのあたりはいかがでしょうか。以前に私は、コンポジットについてや、IPS に準拠しているかという質問もしたかと思うのですが、そのあたりについては、このようなレポート、本人が言っているものだけで良いのかどうかということですね。

○野村証券（清水） そういう意味でいうと、機構のやや厳しいガイドラインに沿ったものもあるでしょうし、新たに今回応募された会社はまさにコンポジットというか、企業年金などほかの一般的なスポンサーにも投資可能なファンドのリターンであったりするのですが、いずれにせよ、実績というか、つくったシミュレーションデータではないというところはほぼ確実だと言えるのかなというところですね。

○野村ファンド・リサーチ（秋田） GIPS の定義にのっとって監査法人の監査を受けているかどうかというところで、それを通していけば、それ以上調べようもありませんし、信じるしかないというところだと思いますけれども。

○村上委員長 そこまで確認をとっていけばよろしいのではないかと思うのですね。GIPS に準拠しているということですね。

あとは、先ほど中島委員から出されておりましたように、この棒グラフは非常に示唆に富むものがありますね。

もう一つ、通算 10 年間のパフォーマンスで 0.01 という、このあたりの差については、最終的な超過収益と標準偏差から考えると、プラスのところでも統計的にどのぐらい意味があるプラスなのかということになると思います。標準誤差等を勘案すると統計的にどうなのか、そのようなことも機構のほうにデータとして示唆していただければいいのではないかと思うのです。そうでないと、0.1%の違いで随分運用力が違うみたいに、間違った判断をしてもいけないと思いますので。

○野村証券（清水） おっしゃるとおりで、多少乱暴な表現にはなるかもしれないですが、10 社残すとすれば、上 5 個ぐらいはストレートに残してよろしいのかなと。ただ、当落線上というか、7 位から 13 位ぐらいのところはまさにそういうような観点で、数字をそのまま受けとめるというよりは、まさにリターンのとおり方であるとか、ファンドの目指しているような姿と実際の実績が整合的なのか、あるいは上位 5 社とのバランス、そういったところも加味した調整が必要になってくるのかなというところですね。

○村上委員長 あとは、超過収益で相関みたいなものは出す予定はありますか。

○野村証券（清水） それはすぐ出せます。そういうような観点は、中島委員がおっしゃ

ったカテゴライズのところで非常に重要な材料になってくるかなと思います。

○村上委員長 そうですね。あるいはクラスター分析だとか、そのようなものもよいかもしれませぬ。

ほかに何かございますでしょうか。

○小枝委員 1つ素朴な質問ですが、7ページの表を見ていて、超過収益源泉のウェイトが、デュレーション、イールドカーブを1つにまとめているところもあれば、デュレーションとイールドカーブと分けているところもあります。

例えばファンド1だと、デュレーション、イールドカーブ合わせて70%ですけれども、デュレーションのほうがウェイトが高いとか、ファンド12は合わせて70%とか、優先順位というか、その辺は大きな戦略の違いがあるんですか。

○野村証券(清水) ここは明確な統一基準がございませんので、運用会社の申告ベース。ただ、おっしゃるとおり、これだとわかりづらいということもありますので、横比較をする意味では、デュレーションとイールドカーブ合わせて金利戦略という形で、ファンド1でいくと後ろのクレジットのところは30%なので、金利戦略は70%、クレジットが30%というような形でいくと、ほかのファンドとの比較で、金利によりベットしているのか、クレジットにベットしているかという比較は可能かなというところだと思います。

○野村ファンド・リサーチ(秋田) 以前は金利の方向感が結構はっきり出ましたので、デュレーションでとるマネジャーは割と多かったです。でも、だんだん金利の方向感が出なくなって、細かい曲線の変化でとっていきこうというところが増えてきているので、それをあまり分けないで一体としてやっていきよというところは、一緒くたに出しているという感じですね。

○村上委員長 ほかによろしいでしょうか。

それでは、他にご質問、ご意見がなければ、国内債券アクティブ運用の委託先公募については、応募結果のデータを共有し、また一次選考、二次選考の実施方法について了承することとしたいと思います。

委員の皆様におかれては、応募先の個別データについてご検討いただいて、また何かお気付きのことがあれば、来週水曜日、5月30日までに事務局のほうにお寄せいただけたらと思います。委員はあまり個別ファンドに深く立ち入って評価する立場でもない、そのところは踏まえた上でご実施いただけたらと思います。機構が評価を実施するのに何か示唆的な点がありましたら、あるいは、このような点は確認したほうが良いというようなこ

とがあれば、それは個別ファンドについてでもご意見をお寄せいただけたらと思います。よろしく願いいたします。

それでは、次に、投資対象債券の選定プロセスについてのご説明をお願いいたします。

○西川理事 それでは、ご説明申し上げます。

まず、現状のご説明です。委託運用の投資対象債券につきましては、現在、国内債券については、国債と、その他の債券については、ベンチマークである野村 BPI の組入対象で当機構の格付基準を満たすものというふうにしております。比較的わかりやすいものですが、一方、外国債券については、ベンチマークが国債のみの FTSEWGBI である中で、国債以外の債券については、現在、ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合指数 (BBGA) の組入対象債券で、当機構の格付基準を満たすものについては基本的に認める、そういうことになっております。

具体的な投資対象債券の現状につきましては、資料 5-2 の「外国債券アクティブ運用委託先の公募について」の 7 ページにまとめさせていただいております。各債券の大分類、中分類ございますけれども、オレンジ色のところが BBGA の組入対象でございます、他のものが灰色になっている。

オレンジ色のところまでは私ども認めているということですが、実際にどのくらい組み入れられているかというのが右側の比率でございます。ベンチマーク自体では国債が半分以下となっておりますが、私どものところは基本は国債でございますので、8 割方は国債、それ以外のところが 2 割ぐらい、こういった形で分散されているということでございます。

これが現状なわけですが、資料 5-4 に飛んでいただきまして、横長の表でございます。そちらに投資対象債券はどのような格好で決められているかというものがああります。3 段階になっておりまして、1 ページ目の一番左の「項目」というところがございますが、基本方針は、私どもの資産運用の基本方針で、先ほど改訂のご審議をいただいたものです。その下に、2 ページ目になりますが、運用ガイドラインというものがございます。こちらで詳しいものを決めておりまして、さらに細かいところが、最後の 3 ページにあります運用スタイル登録表というもので記載されているという格好になっております。

実際問題としては、当委員会の審議対象になっているのは資産運用の基本方針だけでございますが、委託運用に関する投資対象債券の条件はここには一切記載されておりません。クリップどめになっていますが、表面に出ている資料 5-5 が運用のガイドライン、後ろに先ほどご議論いただきました基本方針の全文をお付けしてあります。基本方針の 4 ペー

ジ目をご覧いただきたいのですが、こちらに委託運用に係る規定が書いてあります。4ページから10ページまで委託運用に関する記載があるわけですが、この中に投資対象債券の条件は一切書かれていないんですね。

では、どこに書いてあるかという、資料5-5「合同運用資産の運用ガイドライン・資産運用の基本方針（中退共資産）」の中の6ページに黒で枠を作っております。この枠の中で投資対象債券についての条件を記載させていただいております。例えば外国債券は下のほうですけれども、イ)は精神的な話というか、一般論ですが、ロ)のところ、国債を取得する場合は、格付機関のいずれかによりA以上の格付を得ていること。また、国債以外の債券については、格付機関のいずれかによりAA以上の格付を得ている銘柄とすることという記載がございます。これが一番基本的な条件になっていますが、ここの中でも、先ほどの資料5-2で見ていただいたような個別のどういう債券がいいのかというのは書いていないわけです。

それを書いてあるのは資料5-6という縦長の資料でございます。具体的に個々の委託先から出している運用スタイル表というのがございまして、個々の委託先と私どものほうで打ち合わせをさせていただいた上で、どこに投資をするかということを実体的に申請をさせていただいているということでございます。この「投資ユニバース」のところに至ってやっと具体的な投資項目が出てくるという格好になっているわけでありまして。これが現状でございます。

対象債券の選定の重要性を勘案しますと、資産運用委員会の全く関与しないところでこういったものが決まっていいいのだろうかということについて、私どもとしても問題なしとしないと考えております。ただ、当委員会設置以降新しい債券は導入していませんので、現状何か勝手にやっているかということではないというふうにご認識いただければと思います。ただ、今後の運用につきましては、こういった形ではないほうがいいたろうなと思っております。今回お諮りしたいのは、今後のやり方について、一つの可能性は、運用スタイル登録表に書いてあるレベルまで全部、ご審議いただく対象となっている基本方針に書き込むというのもありですけれども、さすがに对外公表もしている基本方針にそこまで書き込むのもいかなものかという気がしております。そこで、もう一つの選択肢ですが、運用スタイルに書いてあるものをガイドラインのほうに格上げしてというか、書き込むような形にさせていただき、その上で、ガイドラインの内容を変更する場合には当資産運用委員会でご審議いただくような運用にさせていただくことで、その重要な案件に

ついてアドバイスをいただけるような格好にすることが考えられます。事務局としては、後者の方が現実的、実践的と考えておりますが、ご審議頂きたいと思っております。

なお、ガイドラインの修正等には多少時間を要すると思っておりますが、いずれにしても、今後、対象債券の内容の変更等を検討する場合には、必ず当委員会でご審議いただくような形にしていきたいと思っております。

現状のご説明と、やり方の変更方針についてご意見を賜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。それでは、今の西川理事からのご説明について、ご意見、ご質問等ございますでしょうか。

ポイントとしては、要は投資対象可能な債券の範囲というのは、細目としては運用スタイル登録表のレベルまでおりないと記載されていないのを、ガイドラインへの記載というところに格上げして、この資産運用委員会でも議論の対象としていく、ご趣旨はそういうことですね。

○西川理事 はい、そういうことです。

○村上委員長 何かその点について、ご異議、ご質問ございますでしょうか。

それでは、特にご異議等ないようでしたら、投資対象債券の選定プロセスについては、事務局提案を了承することといたします。事務局おかれましては、ガイドラインの修正等の作業を進めていただくようお願いいたします。

次に、外国債券のアクティブ運用委託先の公募について、資料全体について事務局からご説明をお願いします。

○西川理事 それでは、ご説明申し上げます。

資料5-3、2枚目の「外国債券アクティブ運用受託機関選定スケジュール」でございます。外国債券につきましては、一次の応募締め切りを7月20日に予定しております。この期間中には資産運用委員会を予定しておりませんので、翌週の7月26日前後には今日と同じようなデータがまとまると思っておりますので、そのデータをメール等でお届けさせていただきたいと思っております。夏休みの宿題のようになって誠に恐縮ですが、ご覧いただいた上で、短期間で恐縮ですが、お気付きの点等を7月31日の火曜日を目処にご連絡を賜ればと思っております。いただいたご意見を踏まえて、8月2日に一次選考を終える予定でございます。結果等につきましては、8月27日の委員会でご報告をさせていただきたいと思っております。

資料5-2の説明につきましては野村さんをお願いいたしますけれども、具体的な内容

についてのコメントは、こちらも本当に恐縮ですが、宿題方式とさせていただきたく存じます。これもほかと重なってしまうんですが、2週間後の6月8日の金曜日を目処にお気付きの点等事務局へご連絡賜りますようお願いいたします。頂戴したご意見と、それらを踏まえた改正内容につきましては、6月中旬を目処に、どう変えたかということについての情報提供と、必要があれば重ねてのご相談をさせていただくことになると思います。

内容については野村さんにと申し上げましたが、1点だけ、6ページ、こちらは私どもからお願いして書いていただいたものなので、ここだけ説明をさせていただきます。為替ヘッジについてでございます。

今、外国債券につきましては、全てヘッジ付きのみというふうになっております。今はヘッジ付きのみになってはいますが、今後、基本ポートフォリオを見直した際に、ヘッジなしを加えたほうが効率性が上がるという結果になった場合には、外国債券のヘッジなしも資産に加えることになっております。今後いつそうなるかわかりませんので、今回のアクティブ運用の委託先を探すに当たっては、ヘッジありとヘッジなし、両方のプロダクトについての情報を徴求する形にしたいと思っております。

では、どちらを重視するんだというのが問題になるわけですが、一応私どもの方針としては、現状やっているのはヘッジありだけですので、重視するのはヘッジありということで、基本的に一次スクリーニングに関してはヘッジあり重視で、二次以降のところではヘッジなしのデータについても見ていくというような格好にしたいと思っております。

とりあえず私からの説明は以上で、残りの説明は野村さんをお願いいたします。

○野村証券（清水） 同じ資料の1ページからポイントだけご説明させていただければと思います。

1ページは現状の確認でございます。真ん中上にあるテーブルが、12月末を期末としているものでございますが、過去1年、3年、5年のパフォーマンス状況です。大体どの期間においてもベンチマーク並みということであるんですが、現状2ファンドだけですので、今回の見直しにおいてはよりファンド数を増やしなから戦略分散を図って安定した超過収益を上げていくということが目的になりますので、箇条書きの2つ目にも書いてありますが、「安全かつ効率的な運用」を念頭に置きまして戦略分散を図ることによって、最終的にはポートフォリオ全体の運用効率の改善を図ることを目指していきたいということでございます。

2ページは、一般的な外国債券アクティブ戦略の個別戦略です。どういう戦略を積み上

げて超過収益を上げていくかというところですが、①、②のデュレーション、イールドカーブは、先ほどご質問がございましたが、ここはトップダウン、金利戦略というところがございます。⑤セクター戦略、⑥個別戦略、これがボトムアップです。正確に言うとボトムアップ戦略は⑥の個別戦略だけになるんですが、クレジット、あるいは非国債戦略ということでございます。国内債券は、①、②、⑤、⑥だけですけれども、真ん中の③、④、どの国に配分しますかということと、どの通貨を選ぶかといったところが外債特有の戦略ということでございます。こういったもので戦略を組み合わせると収益を上げていくことになります。

3 ページはマネジャー分散の考え方でございます。これも大体国内債券と同様でございます。大きな軸は、国別配分、通貨別配分は別として、主要戦略である債券種別というところで行くと、金利戦略と非国債戦略、非国債戦略はクレジット戦略とも呼ぶこともありますが、③の金利戦略と非国債戦略を複合した分散戦略が世間的にも圧倒的に多くて、①～③からできるだけ分散を図ることになります。そして③の分散戦略の中でもより金利戦略にシフトしているようなもの、あるいは非国債戦略、クレジット戦略にシフトしているものを上手くバランスさせながら、超過収益の源泉を分散させて、安定した超過収益を獲得していくという形が目指す方向なのかなというところがございます。

4 ページは一般的な債券のご説明でございます。これは先ほどの7ページとちょっとかぶる部分はあるんですが、ハイイールドから右側は格付が投資不適格の債券です。債券マルチというのは、ベンチマークを意識せずに国債や政府関連債などと、このテーブルの左の7つの種別を自由に組み合わせるものですが、投資不適格のハイイールドとかバンクローン、エマージング債券を組み込むケースがございますので、現状は左の4つ、米国地方債、投資適格社債、MBS、カバードボンドと、その他7ページでご確認いただいたようなところが対象になってくるというところがございます。

組入債券は幾つか種別がありまして、単体での運用を受託している運用機関もあるのですが、それを単体で選んでいくとなると、機構として、スポンサーとして、地方債を何%にしますかとか、そういった種別のアロケーションも判断しなければいけない一方で、政策ベンチマークにある程度沿った運用をしなければいけないとなると、ガイドラインで許されている種別の強弱感なんかもマネジャーに判断させて運用させるという方がいいと考えます。つまり特化型というか、個別の種別を積み上げていくよりは、WGBI（世界国債指数）、あるいはブルームバーグ・バークレイズ・グローバル債券指数といったところがマネ

ジャーベンチマークとしては適当ではないかなということでございます。

5 ページは、参考までに、他の年金がどういったマネジャーベンチマークを使っているかというところですが、気を付けないといけないのは、各年金、スポンサーとも、制度、予定利率が違うというところでございます。機構に関しましては、冒頭にも確認させていただきまして「安全かつ効率的な運用」というところございまして、箇条書きの2つにもまとめさせていただいています。今ご説明した WGBI（世界国債）とブルームバーグ・バークレイズ (BBGA) の2つの中で見ていきますと、BBGA のほうは、7 ページでご覧いただいたとおり、国債以外のものも含んでいる。一方、政策ベンチマークは WGBI ということになりますと、ミスフィットリスク、そのずれが生じることに加えて、箇条書き2つ目の①に書いてありますとおり、対象国がかなり広範囲に広がってきますので、為替ヘッジが非常に難しくなるという技術的な問題等もございます。

そもそも論として、安全かつ効率的な運用、必要な収益を最低限のリスクで確保するというところでいくと、この2つの総合型インデックスの中でいけば、政策ベンチマークである WGBI をベンチマークとするマネジャーを選ばれたほうがよろしいのかなというところでございます。

6 ページは先ほど西川理事からご説明があったところございまして、7 ページも現状の状況ということで割愛させていただきます。

8 ページ以下はほぼ国内債券と同様でございまして、外国債券特有のところは13 ページに飛んでいただきたいと思います。ここが全体の評価シートでございますが、98%ぐらい国内債券と同様でございまして、あえて外国債券として加えたものは、大項目でいきますと「組織及び人材」の小項目の下から2つ目の「運用スタッフの充実度」の箇条書きの下から2つ目「(個別銘柄選択、種別戦略等のボトムアップ寄与の大きな運用の場合)世界の主要地域に十分なリサーチ体制を確保できているか」のところ、あと大項目でいくと一番下の「運用プロセス」の小項目の下から3つ目の「運用の再現性、運用手法の安定性」のところの一番最後の箇条書き「国、地域戦略、通貨戦略、種別戦略等について、一貫した投資判断基準が設けられているか」ということで、3 ページで申し上げましたとおり、金利戦略、クレジット戦略に加えて、外国債券については国別配分、通貨配分が加わってきますので、そういった判断ができるような体制が整えられているかどうか、あるいはそういう投資判断ができる基準が設けられているかというところを加えたということです。あとは国内債券のものをほぼ踏襲しているということでございます。

私のほうから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、ご意見等ございましたら、お願いします。

○徳島委員長代理 1点確認したいと思います。これは以前から事務局とは議論をしているマネジャーベンチマークのところですが、WGBI でいくというご判断はやむを得ないかと思っておりますが、逆にそのことが投資ユニバースを制約することではないということをごマネジャーに確認していただけたらと思います。要するに、WGBI の対象銘柄しか購入できないということであると、超過収益の源泉は極めて限定されてしまいます。基本的には、BBGA ないしこちらの機構のガイドラインにのっとった範囲のものであれば投資対象に含め、アウト・オブ・ベンチマークで収益源にしていということをご明示していただけたらと思います。

2点目は、西川理事からご説明いただいた為替ヘッジのところですが、こちらの機構での外債の外部委託に関しては現在ヘッジ付きのみですから、ヘッジありのパフォーマンスをきっちり見るべきであると考えます。要するに、ヘッジの巧拙も一つの重要な要素だろうと考えますので、ヘッジありの過去の実績を、まずきっちり見ていただけたらと思います。

特に、海外系の運用会社などで、過去の為替ヘッジに関してはインデックスベースで計算してみた数値で応募しかねないことを危惧しています。ヘッジの実績も見ないと実際のファンドの評価には繋がらないと思いますので、資料にもあるとおり、ヘッジありを優先で見ることが正しいだけでなく、その中でも実際のヘッジ実績を見ていただけたらと思います。

以上です。

○村上委員長 ありがとうございます。ほかに何かございますでしょうか。

○中島委員 今お話が出た為替ヘッジのところですが、今募集をかけているのはアクティブ運用ということで、ベンチマークはフルヘッジベースですが、アクティブ運用の一環として適宜為替リスクをとることは排除しないということで今回よろしいんですね。

○野村証券（清水） もうフルヘッジということ……。

○中島委員 評価の基準はフルヘッジだけれども、アクティブ運用として為替リスクをとるというのはあるという認識で。

○野村証券（清水）　そういう意味でいうと、例えば米ドルのところで、その通貨構成に対して多少オーバーウェイトにしたり、通貨戦略ではそれはあります。

○中島委員　今回そこは排除しないというか、それは機構さんのほうと認識が共有されているということでしょうか。普通ぱつと考えると、区別がつかなくなる恐れがあるので。アクティブ運用の評価はフルヘッジを基準とするけれども、アクティブ運用の一環として為替リスクをとることは、それは妨げないというのが一般的だと思うんですけども、そこら辺の認識は共有されているのか、それはまず確認しておいたほうがいいかなど。

○徳島委員長代理　私の質問の意図は、ヘッジの巧拙というのは、まさに為替ヘッジ戦略の運営の問題だからです。正面から聞くと、機構のベンチマークはフルヘッジなので齟齬を生じる可能性が出て来ます。厳密なフルヘッジを要求するのであれば、アンダーヘッジとかオーバーヘッジということはあり得ないということになってしまいますが、そこはアクティブマネジャーの裁量の範囲内で多少の機会はあるだろうと思っています。ヘッジの巧拙があるのでと申し上げたのはそういう趣旨だったのです。

○松永資産運用部次長　為替リスクを含めた、目標とするトータルのトラッキングエラーの水準を確認していきたいと考えます。国別配分や種別配分などとともに超過収益の源泉の一つとして為替のところでリスクをとることはあると思っております。

○中島委員　ゼロをベースとしてプラス・マイナスか、100 をベースとしてプラス・マイナスかの違いだけなので。

○村上委員長　整理しますと、今の議論はいろいろ混乱しているところがあるかもしれないのですが、要は、ベンチマークはあくまでもヘッジ付き、ヘッジなしのベンチマークでも応募してもらいましょう、また、ベンチマークをターゲットとしたときの超過収益の源泉として、為替は別にパッシブでもアクティブでも構わない、そういう理解でいいわけですね。為替を超過収益の源泉としていたとしても。為替についてはニュートラルという機関もあるかもしれない。そこにはチャレンジしないで、ほかのところでは超過収益を狙っているところがあるかもしれないし、そのあたりはスタイルによって違うという理解で。

○西川理事　とはいうものの、戦略のところには為替戦略と入れられてしまうほどやられてしまうのはちょっと困るなということだとは思っています。

○村上委員長　それはもう排除するというということでしょうか。

○西川理事　一応フルヘッジと言っている中で、そこまで認めるかどうかというのは。

○中島委員 それはマネジャー側から自主的に規律がかかる。評価基準がフルヘッジになっているので、為替戦略というのが正面切つてうたわれても、それはアクティブ運用において問題ないと思うんです。超過収益の源泉の1つが為替戦略ですと書くのは、何ら問題ないと思うんですけれども。

○戸来調査役 現状のファンドではそういうところもあります。若干とっています。

○松永資産運用部次長 超過収益の源泉について、その一つとして為替リスクを取るのであれば、目標とするトラッキングエラーの内訳としてどのくらい配分するのか、その辺まで記載していただいた上で評価していくことかと思います。

○中島委員 追加で1点、今回パッシブはどうなっているんでしたっけ。

○西川理事 パッシブは今回は募集しません。まずアクティブのほうを4資産クラスについてやった上で、それが終わったところでパッシブのほうもやろうと思っています。

○中島委員 時間的に余裕があるのかもしれませんが、徳島委員長代理がずっと前からおっしゃっているエキゾチックというか非常にマイナーな通貨までがちがちにヘッジをかけていいのかというのは、むしろパッシブ運用のほうの問題。アクティブのほうは、そこら辺は割と鷹揚に自分たちの超過収益の源泉と考えてしまえば、それで済んでしまうので、パッシブのほうがむしろ問題になってくると思いますので、パッシブ運用の募集の前にそこら辺は一度機構さんのほうで整理されておいたほうがいいのかなど。

○村上委員長 よろしいでしょうか。為替については……。

○西川理事 もう一回確認しますが、そういう現状です。

○村上委員長 今回の応募についても、そのような為替の戦略をうたってくるころについては、また内容をチェックするということですね。では、そのようなことで共有しておきたいと思います。

ほかに何かございますでしょうか。

時間も押していますので、ほかにご質問、ご意見等がなければ、先ほど西川理事からご案内がありましたように、各委員におかれましては、外国債券のアクティブ運用委託先の公募について、6月8日金曜日までに事務局にご意見をお寄せいただきますようお願いいたします。

事務局におかれましては、各委員のご意見を取りまとめて、その対応に関する情報を共有のものにしていただきますよう、その辺のご連絡をお願いしたいと思います。

あと、外国債券のアクティブの運用委託先の応募状況については、スケジュール上それ

までに委員会が予定されていないということでしたので、メール中心のやりとりになるかと思いますが、7月下旬にご提示をいただいて、7月末までにコメントをするという大変なスケジュールではありますが、よろしくお願ひしたいと思ひます。

それでは、野村証券さん、ありがとうございます。

○村上委員長 それでは、本日の議事を通して、ほかにご質問、ご意見等がございますでしょうか。全体を通してご質問、ご意見等いかがでしょうか。よろしいでしょうか。

今日宿題になってしまったことを一覽にしてお配りしました。委員の方にはかなりご負担をおかけいたしますが、ここに記載されているようなことでご対処いただきたいと思ひます。これに加えてもう一つ、平成29年度第6回の委員会の議事要旨については、今、委員の方に確認したのをまとめていただいている最中かと思ひますので、それについては近日中に送られてくるという理解でよろしいですね。それで皆さんに最終のご確認をいただく、それがもう一つチェック項目としてあるかと思ひます。よろしくお願ひいたします。

ほかにないようでしたら、事務局から次回の委員会についてご報告をお願ひいたします。

○都築運用リスク管理役 次回の資産運用委員会は、来月6月18日月曜日の開催を予定しております。今回は、平成29年度資産運用結果に対する評価報告書の最終案についてご審議いただくことと、マネジャー・ストラクチャー見直しに関する継続審議等を予定しておりますが、ほかに議題とすべき案件がありましたら、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ひします。

○村上委員長 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。

先ほどテーマに上がりました独法評価がどのような仕組みになっているかということについては、次回にでもご説明いただきましょうか。

○西川理事 時間の配分等を考えさせていただいて、調整をさせていただければと思ひます。

○村上委員長 わかりました。項目の一覽表だけを見ても、皆さんがさらっとわかるかもしれないと思ひますので。

それでは、ほかにご質問等なければ、本日の資産運用委員会をこれで終了いたします。本日も長時間にわたりまして議事運営にご協力いただき、ありがとうございます。どうもお疲れさまでした。

(了)