

## 平成 30 年度第 7 回資産運用委員会議事録

日時 平成 30 年 12 月 17 日（月）

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 定刻前ではございますが、出席予定の皆様がおそろいになりましたので、ご準備よろしければ始めたいと思いますが、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 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、年末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申し上げます。

#### (2) 理事長挨拶

○水野理事長 本日も年の瀬のお忙しい中、また大変お寒い中、平成 30 年度第 7 回資産運用委員会へご参集賜りまして、誠にありがとうございます。一言ご挨拶を申し上げます。

平成最後の資産運用委員会になりましたけれども、今年は年初から様々な自然災害が日本列島を襲ったほか、株価も最終四半期に内外で大きく下げて、恒例の年末の漢字では「災害の『災』」が選ばれるなど、気象状況もマーケットも厳しい 1 年ではなかったかと思われ

ます。

しかし、我々当機構の資産運用に限って申し上げれば、お陰様でこれまでの取り組みが様々な形で実を結んだ、非常に実りの多い年であったように思っております。

まず、3 月に行われました、労政審の中退共の財政検証では、当機構が抱えるリスク量の評価についてご理解頂き、必要な剰余金の水準と付加退職金制度の見直し方針について報告書に明記されました。当委員会での議論が、ブリッジ役を担って頂いている厚生労働省の勤生課長を通じて、労働政策審議会の議論に反映される仕組みが定着してきたなど思っております。

更に、この一連のリスクとリターンに係わる議論の集大成として、関係機関の間の連携について、勤生課長名で文書化していただくことができました。

そうした、一連の取り組みにより、金融業務を行う上でのガバナンスを強化・整備する

ことが出来ましたので、アセットマネジャーの株主総会業務が一段落する夏場以降、昨年11月の改定の趣旨に則ったスチュワードシップ活動も開始いたしました。詳しくは委員会の中でご報告致しますが、今回から、アセットマネジャーのガバナンス体制の確認と経営方針をヒアリングするために、トップとの面談を行いました。この面談により、担当者ベースでは得られない、多くの貴重な情報が得られたと思っております。

日産問題もありまして、急速にガバナンスに関する注目度が上昇しておりますが、一步先んじることができたかな、と思っているところであります。

4月には10年ぶりのマネジャー・ストラクチャーに着手し、1先2時間、延べ50時間に及ぶ個別インタビューを経て、内外債券のアクティブ運用委託先について大幅な入れ替えに繋がりました。自信をもって、この様な決断が出来たのも、この委員会での白熱した議論があったからであり、過密なスケジュールに真摯にご対応頂きました委員の皆様のお陰と心から感謝しております。改めて御礼を申し上げます。

さて、本日の議題ですが、基本ポートフォリオの定例検証、マネストの継続審議、そしてスチュワードシップ活動報告の3本です。

理論的な話題、実務的な話題、経営的な話題と多岐に富み、かつ中身の濃い内容ですが、本日もご忌憚のない活発なご審議を頂きますようお願い致します。

来年はイノシシ年、「亥は固まる」だそうですので、相場はともかく、さらに資産運用の基盤を固められるよう、祈念するとともに、ちょっと早いですがけれども、新年における皆様のご健勝を、お祈り申し上げます、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。

座席図、委員会次第に続いて本資料になります。ダブルクリップで綴じられていると思えます。右上に資料番号を付けております。

資料1-1「平成30年度第3回資産運用委員会議事要旨(案)」、1枚物でございます。左綴じになって資料1-2、「平成30年度第4回資産運用委員会議事要旨(案)」になります。資料1-3、「平成30年度第5回資産運用委員会議事録(案)」になります。左綴じの結構厚いものになります。続いて、横長になります、資料2「各経理の定例検証について」。赤色の印刷になります。クリップ綴じになっておりましょうか、資料3-1「国内株式運用委託先の公募について」。その後ろに、資料3-2、「内外株式アクティブ運用受

託機関公募スケジュール」、A3判の横長になります。スケジュール表になっているもので、じゃばらの三つ折りになったものでございます。そして、縦長に戻りまして、資料4「スチュワードシップ活動の概要」となります。こちらはクリップで綴じておりまして、後ろに別紙1と別紙2が付いております。

続いて、横長に戻ります。ブルーの印刷になりましょうか、こちらは「机上配布資料」というタイトルになっております。「国内債券におけるベンチマーク特性値の将来推計について」、その次が「債券の期待収益率について」、「為替ヘッジコストの推計について」。そして参考として、「リサンプリング法による効率性の検証結果」というものになります。

あと別に、カラー刷りのグラフになりますが、日次推移という1枚物があるかと思えます。

資料としては以上でございますが、不備はございませんでしょうか。もし途中でお気づきになりましたら、進行の途中で構いませんので、お申し出くださいませ。どうぞよろしくお願いいたします。

この後の議事進行につきましては村上委員長にお願いしたいと思えます。どうぞよろしくお願いいたします。

## 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 それでは、本委員会に入りたいと思えます。本日の議事進行につきまして、円滑に進行しますよう、皆様方のご協力をお願いいたします。

今日は初めに、私のほうから委員会の運営方法について1点ご提案がございます。

このところ、一段とご審議いただく議題が盛りだくさんになり、かつ中身が濃いものになっております。先ほど水野理事長からのお話にもございましたように、非常に多くのことを今年も議論させていただいてまいりました。そのために開催時間がかなり長時間に及びまして、委員の方々におかれても大変大きなご負担になっているのではないかと思います。

そこで、審議が長時間化するのを回避するために、少し工夫をいたしたいと思ひまして、事務局とも相談させていただいて、次のような方法をご提案させていただきたいと思ひます。

すなわち、各審議事項ごとに審議時間の目処をあらかじめ示させていただいた上で、具

体的に本日、各議題のタイムスケジュールという1枚紙を事務局のほうで用意していただきましたけれども、このような目処を示させていただいて、議論が白熱化して収束に向かわなかったり、その時間を大きく超えそうになった場合につきましては、一旦私のほうで引き取らせていただきたいと思います。そして、事務局に論点の整理と追加的な情報の収集をお願いした上で、改めてご審議いただくことにしたいと思います。

その場合は、基本的には次回の委員会で審議するということになりますが、内容や時間的制約次第では、メールによる意見交換や個別のご説明、ブレスト開催等を適宜選択、または加えることもあることとしたいと思います。

このようなことで、少し委員会の効率性についての向上を図っていきたいと思うのですが、いかがでございますか。委員の方々よろしいでしょうか。特に何かございませんでしょうか。

それでは、そのようなことで今後運営をさせていただきたいと思います。よろしくご協力のほうをお願いいたします。事務局においても、このような方向でよろしくお取り計らいいただければと思います。

○西川理事 ありがとうございます。事務局といたしましても、できるだけスムーズにご審議がいただけるように、資料の作成、あるいは説明の内容等の面でもいろいろ工夫してまいりますので、ご寛恕とご協力をお願い申し上げます。

なお、本日の議題につきましては、先ほど委員長からもご紹介いただきましたお手元にお配りしております時間配分の日目安表にお示ししましたとおり、基本ポートフォリオの検証とマネストについてはそれぞれ40分、スチュワードシップ活動報告については30分を目処にさせていただければと思っております。よろしくをお願いいたします。

○村上委員長 もう一つ補足しますと、時間を意識するあまりくれぐれも重要なご指摘などを漏らすということはないようにしていただきたいと思います。その辺については、長引きそうだったら、またいろいろ別途の方法で検討します。きちんと議論するという方向で行きたいと思えます。

それでは、本題の審議に入りたいと思えます。

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 それでは、資料1-1、第3回委員会議事要旨(案)、資料1-2、第4回委員会議事要旨(案)をご覧ください。こちらは、委員の皆様からご指摘いた

いただいた部分を修正したものでございます。恐れ入りますが、この場で再度お目通しいた  
きまして、修正の要否についてご確認をお願いいたします。

次に、資料1-3、第5回委員会議事録（案）についてご覧ください。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です。恐縮ですが、本議事録につ  
きましては、来年の1月15日を目処に、修正の要否につきまして事務局までご連絡いた  
だきますようよろしくお願いいたします。

○村上委員長 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、この場でお目通しいただくのは資料1-1と1-2、第3回と第4回の議事  
要旨についてですが、少々お時間をとりますので、お目通しいただきたいと思いま  
す。3分ぐらいでよろしいかと思いますが、よろしくお願いいたします。

3分近く経ちましたが、このあたりでよろしいでしょうか。それほど分量がありません  
ので、お目通しいただけたかと思えます。それでは、平成30年度第3回資産運用委員会  
議事要旨及び平成30年度第4回資産運用委員会議事要旨について、お伺いいたしま  
す。この事務局案を最終版とすることで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、本案を最終版といたします。事務局においては、速やかに  
対外公表されますようお願いいたします。

また、平成30年度第5回資産運用委員会議事録（案）につきましては、各委員の皆様に  
おいて内容をご確認の上、修正の要否等については、先ほど事務局からご説明がござ  
いましたが、1月15日を目処に事務局のほうにご連絡いただきたいと思えます。年が  
跨りますので、忘れないようお願いいたします。

すみません、ひとつ私のほうから確認なのですが。今回の議事要旨を承認、了解とい  
うことはいいのですが、例えば第3回の議事要旨というのは、委員会は6月開催でし  
たのでもう半年経ってしまっていて、2ページ足らずのものを公開するのに半年とい  
うのはちょっと長いかなという印象があります。この業界で仕事をしている人は委  
員会で何が行われているかというのを見ていて、随分いつも公表が遅いねと言  
われることもあります。議事録まで全部確認した上で議事要旨をまとめるとい  
うことで、時間がかかるのかとは思いますが、そのあたりは工夫して、できれば  
公開をもうちょっと早めにとっているのを考えていただいたらいいのではないかと  
思うのです。よろしくお願いいたします。

(2) 各経理の定例検証について

○村上委員長 それでは、次の議題は、議題2、各経理の定例検証についてです。この議題については、コンサルタント業務を委託しているみずほ総合研究所に陪席をお願いしております。事務局におかれましては、皆様に入室していただいております。

先ほどタイムスケジュールを示させていただいておりますが、ご説明を20分、質疑応答20分ぐらいの目処で、この議題について行いたいと思います。よろしくお願いいたします。

まず、事務局より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。本件は、毎年定例で実施しております基本ポートフォリオの検証の結果についてのご説明でございます。

1枚おめくりいただきますと、検証の目的及び検証方法といったものをまとめさせていただいておりますが、安全で効率的な運用という基本方針に照らしまして、現在の基本ポートフォリオの見直しを行う必要があるかどうかを検証するものであります。検証内容としては、効率性と、安全性の観点から過度なリスクを抱えることになっていないか、の2部構成となっております。1年分の実績及び見通しに関するデータを更新して検証を行うということになっております。

なお、本件につきましては、前回の委員会において、各資産の期待収益率の計算方法につきまして、コンサルタントが変わったことにより選択肢が増えましたので、新方式採用の適否についてご意見をお伺いしたところでございます。毎度の宿題方式で大変申し訳ございませんでした。

委員の皆様からは、現行方式に明確な問題が存在し、それを改善し得るということではないのであれば、軽々に算定方式を変更すべきではないのではないか、あるいは、変更しなくてもよいのではないかとのご意見を頂戴したところでございます。

そうしたご意見を踏まえまして、また、各推計方法における期待収益率のパフォーマンス、メリット、デメリットを勘案しまして、今回の検証では、前回と同じ推計方式で実施させていただきました。

ちなみに、本日机上配布をさせていただきました机上配布資料の「債券の期待収益率について」という4枚ほどのメモがございます。こちらは、債券の期待収益率について、新方式と従来どおりの方式を比較したものでございます。一長一短あるわけですが、実績値のところでのどのくらい推計結果に差があるかというのをチェックしたものでございます。

2 ページ、4 ページ、5 ページ、6 ページのところで、債券の収益の要因分解、部分的に最終利回りとロールダウン効果、キャピタルゲイン・ロスと3つのファクターそれぞれについての推計結果の差を見てみたわけですが、6 ページがその全てを足し合わせたものでございます。当たっているところ、外れているところ、それぞれあるわけですが、明確にどちらが優れているということでもないというのが正直な感想でございます。したがって、今回については従来どおりのやり方でやらせていただこうかと思っているところでございます。

大変にお手を煩わせましたことをお詫び申し上げますとともに、ご協力に重ねて御礼申し上げます。

ということで、3 ページ以降で今回の結果についてご報告申し上げます。

もとの資料に戻っていただいて、3 ページは基本ポートフォリオの現状についてのサマリーでございます。

4 ページ、5 ページは、データ更新後の経理別・資産クラス別期待収益率、標準偏差、相関係数の総括表になっております。

6 ページに星取り表をお示ししておりますが、この短いコメントではなかなか伝わりきらないところがあると思いますので、経理別に具体的に中の説明をさせていただいた上で、もう一度こちらに戻らせていただきたいと思います。

7 ページにお進みください。まず中退共でございます。

表中1行目の現行基本ポートフォリオのリスク・リターンについては、一番下の行でございますが、それぞれ策定時と比べると小幅低下するような格好になっております。同じ収益率で現時点での効率的フロンティアに乗せた場合が2行目になっておりますが、リスクが1.83から1.73に低下し、一番右の列でございますが、シャープレシオが0.59から0.62にやや上昇する格好になっております。

ただ、この場合ですと、真ん中に「資産構成比」という列が6列ほどございますが、こちらがかなり大きく変化いたしまして、リスク資産をかなり減らして、特に外債投資はやめて国内債券を増やす格好になっております。

上から3行目になりますけれども、期待収益率を当初の水準に戻した場合は、リスク値はやや上昇して、シャープレシオについては現時点のものと変わらないという格好になっております。この場合も、外債投資がなくなりまして、内国債を中心に内外株にも配分するような格好になっております。

こうした結果の背景につきましては、次の8ページをご覧くださいますと、上段に、策定時と今回の標準偏差及び期待収益率の違いをお示ししてございますけれども、ヘッジ付き外債の運用効率の悪化、期待収益率低下と標準偏差の上昇といったものが大きな要因になっているかなというふうに思われます。また、国内債券のほうの収益率が上がっている、これも効いているというふうに考えております。

特に外債の期待収益率の低下の影響が大きい部分があると思うのですが、8ページの下段に見られますとおり、短期金利の見通しの上昇が効いていると考えております。そうだとしますと、短期金利見通しのように非常に変動が激しい指標の一時的な動きによって大幅な資産構成の変更を行うということは、それによる改善効果といったものがあまり大きくないといったことも考えますと、躊躇せざるを得ないのかなというふうに考えているところでございます。

現時点のシャープレシオにつきましては、基本ポートフォリオ策定時と同水準の0.59%であり、効率性が大きく低下しているわけではないといったようなことも勘案すると、事務局としては、当面は様子を見させていただきたいと思っているところでございます。

次に、安全性の観点からの検証でございます。現在の剰余金水準に照らして過大なリスクをとっていないかということを複数の手法でチェックしております。

まず10ページ、モンテカルロ・シミュレーションによる中期的な下方リスクの点検でございます。右上段の表をご覧くださいますと、一番下の行になりますが、1%tile点で見ましても、次の5年間で剰余金が枯渇することはまずないというような結果になっております。前年度末に剰余金を4,300億円強に積み上げさせていただいたことが効いているものと考えられます。これであれば、金融ショック等が発生しても、安心して様子を見た上でリバランスを行い、回復局面でのリカバリーを待つことができるのではないかと考える次第でございます。

11ページでは、短期的なショックでの想定損失額の試算を行っております。

VaRで単年度、それからストレステストないしシナリオテストで2年間の想定損失額を試算しております。単年度でのストレステストにおきましては2,400億円程度、ストレステストのほうでは3,100億円程度の損失が見込まれるということでございますので、ショックの後、多少後を引きまして、その後収益を上げられないというような状態が続いたとしても、剰余金の枯渇は回避できるのではないかと考えております。

したがって、中退共の基本ポートフォリオにつきましては、効率性、安全性、いざ

れの観点からも、すぐ基本ポートフォリオを変更しなくてはならないというような状況にはないのではないかとというのが私共としての判断でございますので、ご審議を賜りたいと思っております。

それから、12 ページで建退共の給付経理についてご説明を申し上げます。

12 ページをご覧くださいますと非常に特徴的なのは、一番下の行ですが、基本ポートフォリオ策定時と比べますと、1 行目の現行基本ポートフォリオにおいては、大幅に期待収益率が低下しているということでございます。

これは当時、この委員会が設置される前でしたので、金利の想定に内閣府の見通しを使っておりましたので、国債金利がすぐ2%に上昇するというような前提でありましたので、1.6%の収益を楽勝で達成できるシナリオになっていたということだと思っております。

したがって、現時点での金利見通しのもとで当時の期待収益率に近いものを達成しようとする、リスク値が大幅に上昇することになります。上から3行目の採算利回りまで引き上げた場合をご覧くださいとわかるのですが、基本ポートフォリオ策定時に近い期待収益率でリスク値が3倍ぐらいにはね上がるというような格好になっております。

一方、期待リターンを現状並みとして、現時点の効率的フロンティアに乗せることを考えますと、シャープ比は0.61から0.63に上昇するわけですが、資産構成はかなり大きく変わって、こちらも外国債券の投資がなくなって、国内債券と国内株式が増える格好です。こちらの外国債券はオープンな外国債券でございます。

また8ページにお戻りいただいて、上段の表をご覧くださいますと、国内債と国内株式の期待収益率が両方とも改善している、こちらの改善が相対的に大きかったことが主因と思われる。この点、最近の金利動向や株価動向の不安定さとか、見通しの難しさといったことを考えますと、期待収益率の動きに一喜一憂して資産構成比を大きく変えることには躊躇せざるを得ないかなと思っております。

12 ページに戻っていただきますと、効率性の改善幅もさほど大きいものではないということをお勘案すると、効率性改善のためだけに見直すという判断にはならないというふうに考えております。

ただ、全体としての期待収益率の大幅な低下については看過できないものと思われまので、この点については、剰余金と想定損失額に関する試算結果をもとに判断させていただきたいと思っております。

14 ページにお進みいただきまして、まず中退共同様、モンテカルロ・シミュレーション

による中期的な下方リスクの検証結果でございます。右側上段の表をご覧くださいますと、1%tile点では2021年度、5%tile点でも2022年度には剰余金が枯渇するというような結果になっております。50%tileの中位点でも、2022年度には剰余金の金額が500億円台まで減少するような姿になっております。

15ページに進んでいただきまして、それを踏まえて短期的な想定損失額の試算をご覧くださいますと、VaR、ストレステストを見ますと、500億円から700億円程度の損失が短期的に発生し得る形となっております。そうだとすると、先ほどモンテカルロ・シミュレーションによる中位点でも、2022年度まで行ったところで500億円程度まで減少するという格好になっておりましたので、こういった段階でもショックが起こった場合には、剰余金が枯渇するというようなことも想定し得るのかなということだと思っております。

そうだとすると、現時点での剰余金の水準は潤沢と言って良い水準であるにしても、現在の逆ざやの大きさを勘案すると、このままいけば、中期的には安定的な財務状態を維持できなくなる可能性が示唆されたというふうに考えられるかと思えます。したがって、建退共の給付経理については、基本ポートフォリオの見直しが必要な状況にあるのではないかとこのように考える次第でございます。

ただ、逆ざやの問題が関係してきますので、来年度に予定されております労政審による財政検証ですとか、あるいは業界関係者の方々、具体的には運営委員会の意向等も展望あるいは勘案しながら進めることが必要と思っております。基本ポートフォリオの見直しだけで解決できる問題ではないと思われまますので、他の施策との組み合わせや手順、あるいはタイミングなど、厚労省や業界関係者との調整も行いながらの、中退共のケースと比べるとやや複雑なオペレーションになるのですが、そういったものが必要になるというふうに考えております。

16ページは建退共の特別経理でございます。リスク・リターン特性の変化の状況につきましては、給付経理のほうと同様な内容になっていることがご覧いただけるかと思えます。

戻っていただいて3ページをご覧くださいますと、各経理の資産の基本ポートフォリオの内訳が示してあります。表の真ん中に建退共がございますけれども、特別給付のほう若干委託運用比率が高くなっております。リスク資産の割合もその分高めになっているということになりますけれども、リスク資産間の配分がほぼ同じでございますので、各資産クラスの動向が与える影響も似たようなものになっていると思われまます。

大きく異なるのは剰余金の水準でございます。責任準備金に対する剰余金の比率が、

給付経理のほうで見ますと大体1割強ぐらいでございますが、特別経理では8割弱に達しております。したがって、取っているリスクは多少大きくても、剰余金枯渇リスクは格段に低くなっているということでございます。

18 ページまでお進みいただいて、モンテカルロ・シミュレーションの結果を見ますと、1%tile で見ても中期的に剰余金が枯渇することはないというような格好になっております。それから、19 ページの短期的な損失の水準につきましても、13 億円から 15 億円ということでございますので、現在の剰余金の水準から見れば枯渇するような問題にはならないというふうに考えられるかと思えます。

したがって、特別給付につきましても差し迫った見直しの理由はないということかと思えますが、ただ、この規模で給付経理と分けて運用することの効率性の観点からの問題等については、中期的に考えていかななくてはならない問題かなと思っておりますので、給付経理における基本ポートフォリオの見直しを機に、そうした問題についても検討をしていきたいと考えているところでございます。

次に、清退共でございます。

清退共の特別給付については、資産規模が3億円と非常に小さくて、全て自家運用としているので、一般給付についてのみのご説明になります。といっても、こちらも国内債券と国内株式のみの運用になっておりますが、20 ページでご覧いただけるとおり、効率性についていうと、1 行目の期待収益率、リスクともほとんど変わっておりませんし、また資産構成比の欄をご覧くださいましても、国内債券と国内株式の比率が 0.1%ポイント入れかわるぐらいの状況でございますので、ほとんど差がないような状況にあると言えるかと思えます。

また、安全性の観点からも、22 ページをご覧くださいますと、剰余金の水準が責任準備金の 1.4 倍もある中では問題になり得ませんので、これも見直しの対象にはならないのではないかと考えております。

ただ、制度として問題がないわけではございません。清退共については、この規模での運用自体の効率性の問題、あるいは新規加入者の減少に伴う制度上の問題への対応が喫緊の課題であると認識しております。

現在、在籍者や新規加入者の実態等の把握を進めているところでありまして、今後、厚生労働省や運営委員会とも情報を共有しつつ、対応策などについて検討を進めることとしているほか、来年度には財政検証も行われますので、その結果等も踏まえて、制度全体の

あり方についての検討が行われることを想定しております。資産運用のあり方については、その中で取り上げられるものと考えております。

最後に林退共です。

林退共の場合、中退共との合同運用などで基本的には基本ポートフォリオは受け身でございますが、1点要検討と考えているのは、委託比率の問題でございます。26 ページでございますけれども、林退共の委託比率の件について、今期中期計画においては、被共済者の実態調査を行って、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、2018 年度（平成 30 年度）末までに検討し、必要に応じて見直しを行うことと明記されております。

これを踏まえまして、現在、今後の退職金支払いに必要な流動性の水準、言いかえると、委託額の増加可能性を検討するため、被共済者の現況調査を進めているところでございます。26 ページをご覧くださいますと、現在の期待収益率は採算利回りを下回る格好になっておりまして、累損解消を図らねばならない林退共としては、逆ざや状態を放置するというのは問題なしとしません。

もちろん、債務超過状態でリスクを積み増すということは、本来あるべき姿ではないわけですが、一方で、必要な期待収益率が達成できていない状態を放置することも基本方針に反することとも言えますので、流動性に問題の生じない範囲内という条件のもとで、委託金額を増やせないか検討したいと考えているところでございます。

現時点の試算では、例えば期待収益率を採算利回りに達する程度に引き上げる場合は、今 50 億円程度委託しているわけですが、合同運用の委託額を 1 億円程度増やすことにより達成できると考えております。

ただ、本件については、現在進めている加入者の実態調査も踏まえてさらに検討を行った上で、改めて本委員会の方でご提案させていただきたいと考えております。

とりあえず頭出しをさせていただきます。

なお、前回みずほ総研さんのご協力をいただいて提案させていただきました新しい効率性の判定方法、リサンプリング法につきましては、複数の委員から、非常に興味深い手法であり、活用し得る可能性を感じるものの、その適切な使い方、あるいは解釈の仕方、データの使い方など、さらなる精査が必要というご意見をいただきましたので、今回の判断には使用せず、検討を継続することといたしました。

一応ご参考までに試算結果を机上配布させていただきましたが、今回は特段私からのご

説明はさせていただきます。

それから、もう1点追加させていただきますと、机上配布資料の1つ目で、みずほさんの青い色の「国内債券におけるベンチマーク特性値の将来推計について」という資料がございます。ちょっとだけこちらについてもご説明をさせていただきます。

こちらは委員から、みずほさんの債券収益率の計算方法の中で、野村BPI総合のデュレーションを想定するといった部分がございますので、それについて、「野村BPI総合の修正デュレーションが変化する見通しであるが、この見通しについては勘案するのかわからないのか」、そういうご質問をいただいたところがございますので、それについてのご回答でございます。

結果として、この方式は今回の試算には使っておりませんので、先ほどご紹介したものには直接的影響はございません。ただ、念のためご紹介しておきますと、前回お示しした試算では今回のデュレーションの予想というのは織り込んでおりませんが、あえて織り込んで試算していただくと、期待収益率に与える影響は0.01%ポイント程度ということでございます。詳しくはまた後ほどご覧いただければと思います。

私からの説明は以上でございます。みずほ総研さんのほうで何か追加、あるいは補正することがありましたら、お願いいたします。

○村上委員長 それでは、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。

○中島委員 みずほさんの資料で、委員のほうからご質問があつて、デュレーションが延びるのではないかとということで、「確かにそうですね」というお話だったのですが、それは今回の資料2のほうに反映されているのですか。

○西川理事 ないのです。というのは、あくまでもみずほさんのやり方を使えばこれが影響してくるわけなのですが。

○中島委員 今回は前回は踏襲するということになったので、基本的には参考。

○西川理事 ご参考ということでございます。

○中島委員 あともう1点なのですが、みずほさんの資料でリサンプリング法についてのお話があつて、可能性はあるけれどもいろいろ難しいところもあるので、引き続き検討ということで、それはそれでよろしいと思うのですが、先ほど西川理事のほうから建退共さんのところで、期待収益率の動きに一喜一憂して資産構成を大きく変えることには躊躇せざるを得ないというお話があつて、ちょっと文学的かなと思うんですが、一喜一憂という

のは少なくとも私はあまりしません。恐らく多くの方も、割と合理的というか、あんまり感情が入り込む余地がないのかなど。

一番問題は、期待収益率が動いた場合に、一喜一憂はとりあえず置いとくとして、資産構成を変えることに躊躇せざるを得ない。ここがやっぱり一番のポイントで、何で躊躇するのかということだと思うのですね。

資料2の7ページに幾つかの前提条件のもとでのポートフォリオが並んでいて、上に3つ並んでいる。今機構さんが採用していらっしゃるのが一番上のポートフォリオ、同じ期待収益率でとりあえずフロンティアに乗っかってくるのが次のポートフォリオ、機構さんの本来の目的である1.1%を達成する効率的なポートフォリオが一番下の形になる。

これはちょっと仮定のお話ですけども、今まさに制度的な変更かなんかで政策アセットミックスを見直しましょうという状態であった場合に、この中からどのポートフォリオを選ぶかという、ほぼ躊躇なく一番下を選択すると思うのですね。

要は、何も障壁がない状態であれば、標準的な方法による一番下のポートフォリオが選択される。それに代わって一番上を選択するというようなインセンティブは多分生じない。そうすると、仮定の話はおいといて、結局、一番下ではなくて一番上を維持しようというご判断で、一番下への変更を躊躇するというのは、恐らく何かしらの障壁というか、目に見える、ないしは目に見えないコストというのがあって、つまるところ、そのコストというのを明示的に扱わないと、みずほさんの資料にあったリサンプリング法についても、どれを基準に線引きをして、これ以上になったら見直しましょうねという議論ができないと思うのですけども、そのあたりいかがでしょうか。

○西川理事 ご指摘のとおりでありまして、非常にこれ悩ましいなと思っているところでございます。何が悩ましいかというと、今回期待収益率のところ結構大きく影響しているなということなのですが、先ほどの8ページのヘッジ付きの外国債券の期待収益率が0.43から0.26まで下がっているということですが、ここの大きな部分というのが、例えばベースコストみたいなものの想定でも結構大きく振れるのですね。

ちなみに、今回お配りした机上配布の「為替ヘッジコストの推計について」というのをご覧いただきたいのですが、1ページおめぐりいただいて、ヘッジコストの予測値というのが短期金利差の予測値と足元のベースコスト。短期金利差については、海外なら海外、国内なら国内の予測値に基づいて出ます。ベースコストについては、ドルの需給バランスによって決まるものですので、その予想はほとんど為替予測みたいなもので難しい訳で

す。したがって、為替相場の扱いと同様に足元の水準で横ばいという扱いを前回からやっているということでございます。

足元の水準横ばいという仮定の妥当性がどうかということですが、2ページをご覧いただくと、ちょっと細かくて恐縮ですけど、緑色のぐにゃぐにゃした棒グラフが実際のベースコストで、赤い実線、青い実線、オレンジ色の実線が、それぞれ1年、5年、10年の移動平均ということでございます。これを見ますと、米ドル、ユーロ、英ポンドのベースコストは、直近の水準はそれぞれ0.63、0.03、0.33ということですが、米ドルと英ポンドのところを見てみると、かなり大きく過去の平均値を上回るような水準になっております。この直近の水準と過去の平均値との差をとると、先ほどの為替ヘッジ付きの外国債券の期待収益率の下がった分ぐらいがここで出てきてしまうということなので、そういう意味でいうと、ベースコストの取り方だけでも結構期待収益率が振れるのだなというのを実感しているところがございます。

さらに先ほどのコストのところについていうと、多少入れ替わるぐらいであれば、委託金額の入れ替えをちょっとすればいいという話なんですけど、今回のように為替ヘッジ付きの外国債券を0にしますということになると、この間決めた新しいマネジャーとの契約を全て反故にするみたいな話になってきますので、かなりコストは大きいなというふうに言わざるを得ませんということでございます。

そういう意味では、最適ポートフォリオの決め方自身の問題点みたいなものも出てきてしまったかなという感じはいたします。リサンプリング法に絡んで、中島委員のほうから、そもそもこういう幅を持った決め方というのは、最初の決めるところで勘案してもいいのではないかというようなご提案もいただいたところなのですが、そういったことも考えて、多少幅を持って最初のアセットミックスを決めるようなことも必要なのかなと、今回改めて考えた次第です。

ただ、現時点で、おっしゃるとおりピンポイントで、ゼロベースで決めればどれを選ぶかと言われれば、一番下を選ぶのでしようが、今現状ここにある中で、このぐらいのシャープ比の向上をするために、先ほど申し上げたような委託先全部入れ替えみたいな、そういったコストを払うことには躊躇するというふうに考えたということでございます。

○中島委員 今非常に重要なお話があって、2つのお話があると思うのですね。1つは、期待リターン自体が割と短期間のうちに動いてしまうという問題点、もう一つは、全くそれとは別に、とりあえず一番いいポートフォリオに切り替えた場合のコストの話。これは

どの話かという、せっかく決めたマネジャー・ストラクチャーを反故にしなきゃいけない。その場合のコストは当然発生するでしょう。

これは全く別の問題で、最初の話は非常にテクニカルな問題なので、それはテクニカルなところで対応するとか議論すればいいと思うのですが、今の時点でどれを選ぶのがベストかという、一番下がベストです。それに変更しないのはコストがあるからだ。そっちの議論でまずはお話を整理しないと、いきなり期待リターンが振れるからというのは、これは技術的な問題なので、それを話されるとちょっと問題が見えにくくなると思うのですね。

まず基本的なところは、一番下のポートフォリオと一番上のポートフォリオでつまるころ3ベースくらい差がある。この3ベースは、機構さんのマンドートに対して一体何十億円分ぐらいの下方の下振れになっているのか。

それに対して、例えばマネジャー・ストラクチャーの見直しをもう一回やる場合のコストを対比して、それが見合うものであれば見直すべきだし、見合わないものであれば、確かにマネジャー・ストラクチャーのコストをもう一度払うのはばかり過ぎることになる。なので、費用対効果、費用と効果を明示的、定量的に照らし合わせないと、せっかくみずほさんからご提案いただいたリサンプリング法も、どこを閾値に考えたらいいかというのが出てこない。あくまで費用対効果の費用をきちんと見積もるところから始まるのかなと思いますので、ちょっとその点は、もし今後継続的にご審議いただけるのであればご検討いただきたいと思います。

もう一つお話のあった期待リターンの振れで、みずほさんが作っていただいた「為替ヘッジコストの推計について」というところで、ベースコストが結構振れていると。みずほさんの資料の1ページ目の一番上のところに、ヘッジコストが、ベースコストと内外の金利差の2つの合計、足し算ですよと書いてあって、ベースコストについては結構振れている。改善策として、直近ではなくて、5年平均とか10年平均を見ればいいのかと。2ページ目のグラフで、緑は結構上がったたり下がったりしているのですが、5年平均のブルーとか、オレンジは比較的安定している。したがって、最初の時点でこれを使えば、多少動いたからといって右往左往する必要はなくなる。多分そういう技術的な改善方法があると思うのですね。

もう一つは、資料2の8ページ目のところで、ヘッジコストのもう一つの構成要素である内外の金利差、これが1年間で結構大きく変わってしまいましたというのが左側のグラ

フと右側のグラフで書いてあって、これが結構大きいですよというお話だったのでですけども、これについても、先ほどのベースコストと同じように、もう少し振れ幅の小さい予測値に変換し直すというような工夫をあらかじめされていれば、EIU の予測値の振れを直接被るといのがなくなる。テクニカルな改善方法はかなりいろいろ考えられると思いますので、期待値が変わってしまう話と費用対効果の話は分けて考える必要があつて、費用のほうについては引き続きご検討いただきたいというのと、もう一つテクニカルな問題についても、できればみずほさん、コンサルタントの方々のお知恵をかりて、今後改善のほうを検討していただければと思うのですけれども、いかがでしょうか。

○西川理事 おっしゃるとおりなのですが、なかなかテクニカルなところと…。

○村上委員長 先に徳島委員長代理、ご意見を。

○徳島委員長代理 実は中島委員も西川理事も、基本ポートの検証の意味合いというのを、全くではないかもしれませんが、誤解されていると感じられますので、ここで議論を正しておきたいと思います。基本ポートの検証というのは、決して毎年新しい基本ポートを作るのではなく、前回作った中期的な基本ポートフォリオを維持できるかどうかを検証するのであって、それは決して費用対効果で判断する問題ではありませんし、環境がどう変わっているかというについても、例えば野村証券の推計に対して、今回ご提示頂いたみずほ総研の国内金利の推計のほうが理論的にいいと思っているのですが、それを変えてまでやる必要があるのかということも議論する場です。中島委員のご説明を聞いていると、毎年ダイナミックにアロケーションを変更すべきと言っていることですから、それは間違っていて、基本ポートの検証ということも改めてご理解いただいて議論していただいたほうがいいと思います。

その議論に西川理事も乗ってしまわれるから、費用対効果の観点という議論になるのであり、基本ポートを変更しないとイケないほど大きな環境変化があるのか、状況変化があるのかということも議論するのが本日の委員会の場ですから、今の中島委員のご指摘は適切ではないと考えております。

○中島委員 すみません、適切でないと言われたので。私の考えでいうと、先ほど西川理事がおっしゃったようなことを考えるのが基本ポートフォリオの見直しだというふうに考えております。

○徳島委員長代理 それは違うということです。

○中島委員 それはあくまで委員のご見解ですね。

○徳島委員長代理 違います。枠組みです。

○中島委員 それはどこに書いてあります。

○徳島委員長代理 基本ポートフォリオを3年とか5年に1回作成し、それを維持することが適切かどうかを検証するというのが基本ポートの検証です。

○中島委員 だから、私は、その検証というのはその適切かどうかの検証だ、費用対効果で照らし合わせてみて、変えるべきであれば変えるし、変えないほうがいいのであれば変えないほうがいいと。

○徳島委員長代理 資産運用委員会が費用対効果の観点で毎年基本ポートフォリオの検証を行うとしたら、中期的な基本ポートフォリオを設定することそのものの存在意義が問われることになります。

○村上委員長 ここは基本的なところをもう一度整理をする必要があると思うのですが、基本ポートフォリオを作ったときの考え方というところが今、徳島委員長代理からご指摘があったところで、ここがみんな悩ましいところなのですが、基本的な前提条件に見直さなければならないほどの変化があったかどうかというのが、一つの大きなトリガーだと思うのですね。

ただ、前提条件に変化があったかどうかということが具体的な定義がされていないので、悩ましいのですが、それが結局は定性的な判断になってしまうところがあると思うのです。当初作ったポートフォリオを続行しても、その基本ポートフォリオ策定時のときの命題に対しての解として大丈夫かどうか、そこのところで考えた場合にまず一つどうかということがあります。

それから、中島委員からも非常に重要なご指摘があったかと思うのですが、常に期待リターンが変わってしまうというようなことに対してどのように対応すべきか。これは私も以前に指摘したような、有効フロンティアというものを描いて比較するのがどのくらい意味があるのか、基本条件が変わっていないということを確認できればいいのではないかというような問題とも絡んでいるわけです。結局、基本ポートの検証というものの定義がどうなっているのか、そこの問題についてまだコンセンサスができていないので、このような議論が起こるのではとは思っています。

○中島委員 確かにコンセンサスができていないからこういう話になっていると思うのですが、私は費用対効果を照らし合わせて検証する方式が正しいと考えています。また、私が資産運用委員を務めている機関で、そうした方法で検証している先、ここは資金規模

がこちらの機構さんとほぼ同じぐらいのところですが、そうした先があります。

○村上委員長 何かございますか。

○徳島委員長代理 当機構の資産運用に関する規程を見てから、委員会に出席していただければいいと思います。そもそも基本ポートフォリオを毎年変更するという方針は、全く持っておりません。

○中島委員 ちなみに専門用語の話でいうと、ダイナミックアロケーションというのは非常に定義がはっきりしていて、いわゆるオプション型のペイオフを作るようなポートフォリオの運営のことをダイナミックアロケーションというので、今徳島さんがおっしゃったような話はいわゆるダイナミックアロケーションではございません。

○徳島委員長代理 それは定義の問題ですから。

○小枝委員 「債券の期待収益率について」という配布資料があったのですがけれども、私もイールドカーブ分析とかやっているもので、みずほさんの方法を勉強させていただいて、いいなと思う点多々あるのですが、では変えるべきかという、またそれは違う、また別の角度からというので、例えば6ページの比較なんかがあると思うのですね。

そこで一つ質問なのですけれども、これはイン・サンプルフォーカスというか、モデルのデータのフィットを出しているものなののでしょうか。それとも、アウト・オブ・サンプルをフォーカスとしている。

○西川理事 これはイン・サンプルです。

○小枝委員 では、フィットみたいな。

○西川理事 フィットです。おっしゃるとおりです。

○小枝委員 わかりました。本来であれば、アウト・オブ・サンプルでどっちが当たるのかという、そういうのにも興味はありますが、なかなかそれも。フィットを見る限り、そこまで大きく違わないというふうに見えるという点には、私も特に異存はないかなと思います。

○村上委員長 大きなところの問題で、検証の問題というのがあるわけですが、基本的な条件が大きく変わったということで、今、アセットアロケーションの見直しをすべきという判断に至るような状況なのかどうかという観点からしたら、いったいどのようなことになるかというのが一つのメルクマールかなとは思うのですね。

あとは、短期的にかなり期待収益率が変化する要素が今までの計測方法ではあり得るとしたときに、どのくらいの期間でそれ計測して、ポートフォリオの入れ替えをやっていく

べきか、たまたま今回は検証の時期なので、それをやるということになるのか。そうすると、1年に1回ぐらいポートフォリオの微調整を行っていくような運営のルールにするのかどうか。そうした場合、期待収益率というものに対する信頼度とか、ポートフォリオの効率的フロンティアに対する信頼度とか、そういうものが一体どうなのか、そのような繰り返しをやっていって、長い目で見たときに適切なポートフォリオ運営になっているのかどうかとか、いろいろな検証も必要になってくると思われるのですね。

そういうことを考えたときに、このところでは何を着眼とすべきか、そのあたりが一番判断のポイントではないかと理解されるのですが、環境として、一応中長期ということで、5年間ぐらいを見通してということで据えたポートフォリオを、今変更すべき、調整すべき局面なのかどうか、そここのところの判断をどのようにするかということで行くのであれば、論点は、先ほどありましたように、事務局が基本的に示していただいたようなポイントでよろしいかと思うのです。そのあたりについていかがでしょうか。

ちょっと言葉を変えると、片方は短期的に捉えたときに非常に振れやすい期待収益率のところ、それがまた今後長く見たときに適合的かどうかわからない、むしろ、あらかじめ設定された期待リターンリスクの中でそれが動いているのであれば、抜本的に環境が変わったとは言えないのではないかと。言葉を換えればそのような環境認識の問題と、もう一つは、そここのところの微調整と思っても実際は微調整ではなくなるという部分があって、コストの勘案ということからすれば続行していいのではないかとというようなことなのですが、そのような判断でいかがでしょうか。

○中島委員 今委員長からお話を伺ったら、コンセンサスがまだ十分取れていないという点を確認していただければ今のところいいのかなと。空中戦よりも、むしろあれっと思ったのは、結構たくさんあるので。特別経理でしたっけ、責任準備金でしたっけ、要は基準割れをする可能性が非常に高い…。

○西川理事 給付経理のほうですか。非常に高いとまでは言わないのですが。ひよっとするとみたいな。

○中島委員 5%でしたっけ。5%tileで。どこでしたっけ、すみません。

○西川理事 資料の14ページです。

○中島委員 これもそもそも債券の期待リターンがかなり変わってしまったので、その結果、長期評価も大きな影響を受けることになった。これが、いただいた資料の中では明らかに何とかしなきゃいけないという優先度が非常に高いと思うのですが、これは今

特にこの場で話し合わなくてもいいということなのでしょうか。

○西川理事 　　というか、先ほど申し上げたとおり、こちらについては、この結果を見て基本ポートの見直しをいたしますというふうに。

○中島委員 　　そういうことなのですね。わかりました。

○稗田理事長代理 12 ページを見ていただきますと、基本ポートを作ったときに 1.64 だった。現行の期待収益率とどう見ても明らかに大きな差があるわけです。ただし、採算利回りというものをそもそも維持すべきかどうか。建退共の場合には、3%という非常に高い予定運用利回りを付けさせていただいて、かつ 2.7%という予定運用利回りを 3%に上げた。要は、高い累積剰余金、当時 800 億円～900 億円ぐらいですけれども、それを労働者の方々に還元すべきだ、そういう議論のもとで、累積剰余金が減ることを見越した採算利回りになっていますから、その水準をどのように設定していくか。

しかも、それは労働者の方々の退職金の給付水準に直結いたしますので、その部分、業界の方々、労働者の方々のご意見を十分に聞くというプロセスが必要になってくるかと思えますが、そういうものも含めた全体で基本ポートを見直していく、そういうふうなことについて合意形成、あるいは厚生労働省におかれましていろいろな検討、そういうものを含めたものの基本ポートだということで、今日すぐにとというようなことでなく、いろいろ資料だけ出ささせていただきながら、ある程度時間をかけてご議論いただくような、そんなことかと思っております。

○中島委員 　　たしか以前その話を伺ったことがあって、高い剰余金があるので、それを還元していくので、高い採算利回りを設定している。そうすると、今回、その話もう一回含めて…。

○稗田理事長代理 　　実は退職金の水準というのは、中小企業退職金法という法律の政令で決まっています。政令で決まるということは、国が、厚生労働省が、いろいろな審議会の過程を経て決めるということですが、そういうものに至るまでのものを全体として、まさに掛金を払っていただく方、あるいは労働者の方々、そういうふうな全体の意見を伺いながら決めていく、そういうプロセスになるかと思えます。

○中島委員 　　そうすると、今回、見直しを含めてどのくらいの時間の目処が。

○稗田理事長代理 　　少なくとも議論に 1 年はかかるのではないかと考えています。1 年程度ですね。

○中島委員 　　そこから具体的な審議というか、こういった形の審議に入る。

○稗田理事長代理 ただ、いろいろとそこでも途中過程でご議論賜りながらということかと。そこらあたりの日程感も含めて、厚生労働省に何一つまだご相談していない状況ですので、これは現時点での私の感じだけですから、ある程度時間がかかるということだけ今日はご説明させていただきたいと思います。

○宇野厚労省勤生課課長 先ほど西川理事から話がありましたけど、特定業種退職金共済については、平成31年度が5年に1回の財政検証の時期になってきます。今、稗田代理がおっしゃったとおり、この財政検証の中で、予定運用利回りや退職金の水準等を総合的に検証していくことになります。最終的には労政審でお決めいただくこととなりますが、その過程では、特に特定業種退職金共済につきましては、業界の団体のご意見も十分把握しなくては行けませんので、その中で調整をさせていただくのですが、平成31年度を予定していますので、今から考えても1年ぐらいはかかりますし、中身が難しくなればなるほど当然そこは調整に時間がかかるということで、今の段階では何とも申し上げられないという状況でございます。

○中島委員 事情は承知いたしました。

○村上委員長 よろしいでしょうか。ほかに何か重要なことでこれはというのがありませんでしょうか。

なければ、一応こういうことでいかがでしょうか。委員会としては、今回の見直し事務局案に賛成しますが、基本ポートフォリオの検証というものについてまだ宿題がいろいろありますので、その辺の整理は続けて行っていただくということで、委員のコンセンサスがきちっととれる形で文書化しておく必要があるかと思っておりますので、そのあたりについてはまた進めていただきたいと思います。

○徳島委員長代理 中島委員からご指摘のあった短期的に見通しが変わってしまうというご指摘については、次回の基本ポートフォリオを策定する際に、環境想定について、もう少し堅牢なもの、ロバストなものを考えなければならないということは、まさにご指摘のとおり我々の反省点であると思っておりますし、その点に関しては次回の基本ポートフォリオ見直しのときをお願いするコンサルを含めてきっちり詰めていただければと思います。

○村上委員長 今のご指摘は一つの大きな今後に向けての課題だと思います。よろしくお願いします。そのようなことでよろしいでしょうか。

では、各経理の定例検証については、運用委員会としてご報告を了承し、また中退共と清退共については基本ポートフォリオの見直しを行わないのですが、建退共については、

先ほど宇野課長のほうからもご説明がありましたように、来年度の財政検証にあわせていろいろ検討を行っていく、そのあたりの見直しに着手するというので、判断を了承することといたしたいと思います。

みずほ総研さん、ありがとうございました。

### (3) マネジャー・ストラクチャー見直しに関する継続審議等について

○村上委員長 議題3のマネジャー・ストラクチャー見直しに関する継続審議等についてです。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委託している野村証券株式会社に陪席をお願いしておりますので、事務局におかれましては入室していただけてください。

それでは、事務局のほう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。資料3-1、赤い野村さんの資料をご覧ください。

本日は、国内株式運用委託先の公募について、そのプロセスや公募の内容についての最終確認でございます。ご了解いただければ、週内、金曜日ぐらいを目処に公募作業に入らせていただきたいと思いますと思っております。

本件につきましては、これまで足かけ3回の委員会においてご審議をいただきまして、種々貴重なご助言、ご指摘をいただいております。前回の委員会においておおむね議論が尽くされたと思われまますので、その内容を踏まえてまとめさせていただいたものでございます。

基本的なプロセスと各選考段階における点検ポイント、すなわち一次は定量的チェック、こちらは資料の3ページから4ページにかけて図解していただいております。二次は個別インタビューによる定性的なチェック、最終審査は、委託先間の組み合わせ効果、分散効果や報酬率、事務体制等をチェックして決定するという流れは、国内債、外国債と同様でございます。

国内株式の特徴点をおさらいさせていただくと以下のとおりです。

まず、通常のアクティブファンドのほかにスマートベータも同時に募集すること。これは左と右に分けて書かせていただいております。

最終的な委託先の選定は、アクティブファンドとスマートベータの組み合わせの検証を経て、アクティブファンドとスマートベータ同時決定とすること。これは4ページの最後のところに書いてございます。

それから、債券よりも運用スタイルの違いが明確であって、好不調のサイクルが異なるファンドを適切に組み合わせることを可能とするために、パフォーマンス評価はスタイルのカテゴリー別に実施するというところでございます。これは3ページの真ん中ぐらいに書いてございます。この際のカテゴリー別のグルーピングにつきましては、応募先の応募時の自己申告と、データに基づくクラスター分析等の分析を併用して行いたいと考えております。カテゴリーごとの採用数の目安については、7ページにお示ししております。

採用数ですけれども、最終的には4から6ファンド。これは国内債、外国債と一緒にございしますが、効率的な数として4から6ファンドを目指しますが、このうちスマートベータについては最大2ファンドまで入る可能性があるということでございます。

それから、一次選考の定量評価でございますが、好不調のサイクルの多様性に鑑みまして、できるだけ長い期間でのパフォーマンスを中心に評価することにしたいと思っております。ただし、比較的新しい業者やプロダクトを排除しないために、応募要件としては、最低5年間の運用実績というふうにしております。3ページの最初の赤ポツが3つございますけれども、3つ目のポツのところに書いてあるのがその話でございます。

それから、二次選考の定性評価における評価基準でございますが、それぞれの特性に鑑みて、アクティブファンドとスマートベータで異なるものとしております。ここは後ほど詳しく野村さんのほうからご説明いただきたいと思いますが、資料の13ページ、14ページにまとめさせていただいております。1点だけ申し上げますと、評価基準の中に、PRIとか、スチュワードシップ活動とか、ESG投資への対応状況についての項目を加えさせていただいております。

なお、国内株式につきましては、適切な先があればリザーブファンドの選定も行う予定でおります。国内株式については、特段、当機構独自の制約等も設けておりませんので、応募先のユニバースが現状狭くなっていることはないと思われまますので、外国債券ではリザーブファンドの選定を見送ったわけですが、国内株式の場合は、私共が想定している委託先数6先を上回る数の優良な応募先があった場合には、そうした先をリザーブファンドとしたいというふうに考えているところでございます。

それから、委託金額とアクティブ比率につきましては、これまでと同様、委託先の顔ぶれが決まってから検討することになりますが、現状だけお知らせしておきます。20ページをご覧ください。リバランス用パッシブ委託の必要額やアクティブ運用委託によって稼ぐべき委託手数料の水準、1先当たりの適正委託金額等を従来の内国債、外国債と同様に勘

案いたしますと、アクティブ比率は30%から50%の間になるという結論でございますが、このページの真ん中ぐらいに※で小さい字で書いてありますが、現状は31%ということなので、ほぼこの下限に張りついているような格好になるかなと思います。したがって、良い委託先が見つければ、方向としては引き上げる方向かなと思っております。

最後に、資料3-2、織り込んである横A3の紙でございますが、今後の日程感についてご説明を申し上げます。

国内株式については、年内に募集を開始いたしまして、1月下旬から2月中旬に一次選考、3月中下旬に二次選考、4月中に最終選考というような日程を想定しております。2月4日に予定しております資産運用委員会では、一次の応募、選考状況についてご報告できると思っております。

下段の外国株式については、国内株式の選考の状況にもよるので、現時点での腰溜め的な日程ではございますが、2月募集開始、3月に一次選考、5月に二次選考で、6月中に最終選考といったイメージで考えております。

1点追加で、事前に委員からご質問いただいた点についてご説明申し上げます。選定に当たって徴求する運用データについてですが、アクティブファンドについては10年。これは7ページから8ページにかけてですが、まず7ページの「スクリーニング方法」の1行目で、アクティブファンドについては、カテゴリーごとに過去5年と過去10年のというふうに書いてあって、スマートベータについては、5年と、シミュレーションを含む15年、10年を併用すると書いてありまして、アクティブとスマートベータの扱いを若干異なるものにしております。

最終評価のときには、アクティブとスマートベータを一緒に選考いたしますので、そういう意味では同じ期間もらわなくていいのかというご指摘をいただいたわけですが、アクティブファンドとスマートベータの場合ですと、入手可能性の問題と利用可能性の問題が違っていると思っております。

入手可能性という点では、スマートベータは決まったやり方なので、過去についてシミュレーションデータを長く延ばせるのですが、アクティブファンドの場合はそのときの裁量によって対応いたしますので、なかなかシミュレーションというのは過去に延ばせないということで、入手可能性に違いがあります。

それから、利用可能性という点で、恐らくアクティブファンドは、15年分データがあっても、マネジャーが変わっていることもあり得ますので、15年で無理やり組み合わせの計

算をやってみても、逆に不適切な組み合わせの結果が出てき得るということなので、最終選考のところでの組み合わせは、基本的には10年のデータを使ってやりたいなと思っているとございます。

そんなことで、徴求データに若干差異があるのは、そうした事情に因るものだというふうにご理解いただければと思います。

私からのご説明は以上でございます。

では、野村さんのほうから、評価基準を中心に補足していただければと思います。よろしく願いいたします。

○野村証券・荻島 野村証券の荻島でございます。私から、13ページになりますが、二次選考における評価基準についてご説明したいと思います。

基本的には債券の評価のときと同じでございます。有名な定性評価のやり方、5つのPに基づいてございまして、一次選考では、そのうちPerformanceのPについて評価しておりますので、二次選考においては、投資哲学(Philosophy)、組織及び人材(People)、そして3つ目に運用プロセス(Process)の3項目で得点を付けて評価項目とし、最後の5つ目のPでありますポートフォリオのリスク管理の側面については、15ページ目にありますように、ネガティブチェック項目としてヒアリング時に状況を確認するというようなことで、債券のときと同様に評価を行いたいと考えております。

ですので、全体の枠組み、点数分けについては、前回の債券の評価と全く同じでございます。一貫性を持たせた形にしております。あえて違いを挙げると2つほどございます。

1つ目は、13ページ目の運用プロセスの注目する定量指標、右下あたりに書いてございますが、定量指標は、債券の見るべき指標、デュレーションとかと違って、株ですと売買回転率とか、チェック項目が多少異なっているというところをご理解ください。ただ、基本的に見るべきポイントはほぼ同じでございます。

もう一つは、14ページ目の、債券のときにはなかったスマートベータの評価でございます。投資哲学といってもアクティブファンドとは若干違っておりまして、ここでは、運用会社を取り上げたファクターの合理性があるかどうかというふうなポイントを見ております。それからプロセスについても、実際には単にアルファを稼げというのではなくて、何かしらのファクターベンチマークがございまして、それを基準にしたチェック項目となっている点が異なる点でございます。

この2点が違いでございまして、15ページ目の下段にございまして、スチュワード

シップや ESG、PRI といった項目も、現在ですと各運用会社ほとんどのところが当たり前となっておりますので、どのような取り組みをしているのかという情報収集をするというようなことも今回行うということです。

私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。では、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。

ちょっと私から1つ。先ほど、アクティブファンドとスマートベータで期間の違いというご説明がございましたけれども、アクティブファンドの場合は10年以上のデータがあっても求めないということでしょうか。例えば8ページに、スマートベータについて、リーマンショック期を含むデータがあると望ましいという書き方をしているのですが、このような考え方はアクティブファンドについてはとらないという解釈でいいのでしょうか。

○戸来運用調査役 応募時にもらうデータは一次スクリーニングを前提としておりますので、アクティブについては基本的にはスクリーニングで使う10年分をと考えた次第です。10年以上もらうことはもちろん可能ですけれども、二次のヒアリングのときに、二次に残る先については10年より長いデータをもらおうかなとは考えております。

○村上委員長 一応、もらうことはもらうつもりでかかるということですね。

○戸来運用調査役 はい。どちらかというヒアリングで運用の中身を詳細に聞くところでもらおうかなと考えております。もし入口でもらうということであれば、それは可能なのですが、スクリーニング時ではそこまで想定しておりませんので。

○村上委員長 後から追加でそのデータをくださいと言うと、またおかしなことにもなってしまうので、もらうのだったら最初からもらっておいたほうがいいのではないかと思うのです。

○稲垣委員 私も、事前の意見提出の中で、“もらえるのであれば、最初からもらっておいてもいいのではないか”という素朴な意見を出しています。理事の説明では、最後に決着を付けるときは10年で見ますというお話だったので、それも一つの決め方だなと思ったのですが、今委員長からも意見が出されましたので、ちゃんと整理をした方がいいと思います。

○西川理事 あるところまでもらうというのは可能なですね。

○戸来運用調査役 はい。

○西川理事 では、そっちの方向でやらさせていただきます。必須は10年という格好で。

- 村上委員長 ほかに何かございますでしょうか。
- 中島委員 今の西川理事のお話だと、最終的な委託先の選定、要は二次の選考ということですね。
- 西川理事 最終選考ですね。
- 中島委員 最終的な委託先の選定は、アクティブファンドとスマートベータの組み合わせの検証を経て同時決定する。アクティブファンドだけ、スマートベータだけという決め方ではなくて、全部同じユニバースで決めますということだと思っておりますけれども、これは野村さんも含めて伺いたいのですが、通常、バリューとグロースでマネジャー・ストラクチャーとしてのスタイルの偏りがないように作るというのがよく行われていると思うのですが、今回も基本的にその考え方を踏襲されるということによろしいのでしょうか。
- 野村証券・清水 市場型を中心に、バリューを設定するときはグロースとセットでという形になるかなと考えております。
- 中島委員 その場合、スマートベータのファンダメンタル系というのは、一定のスタイルマッピングでバイアスを持っていると思うのですが、スマートベータもアクティブも含めて標準的なスタイルマッピングでの偏りが少ないマネジャー・ストラクチャーを目指す。
- 野村証券・清水 おっしゃるとおりで、ファンダメンタル系はバリュー特性が非常に強く出ておりますので、バリューのアクティブファンドの代替としてスマートベータのファンダメンタル系を採用して、一方で、グロースのほうはアクティブファンドを採用することとは十分あり得るかなと。
- 中島委員 古い話で恐縮なのですが、今回それにもう1点加えて、低ボラティリティー系もあるのであれば、いわゆるベータというのが大きな偏りが出ていないのか。普通のバリュー、グロース、あとサイズですね、スモール、ラージと同じ2軸に加えて、もう一つベータの軸での偏りのなさというのも見たいと思うのですが、それはいかがでしょうか。
- 野村証券・清水 おっしゃるとおりで、下振れ抑制だけではなくて、上昇局面も一定程度ついていかないといけないと思いますので、そこはある程度上昇局面に強いアクティブファンドとの組み合わせということとは十分考えられます。
- 中島委員 わかりました。よろしく申し上げます。
- 村上委員長 ほかにいかがでしょうか。

○徳島委員長代理 今ご説明もありましたけど、基本的には市場型を優先的に入れていって、それ以外にバリュー、グロース、その他の運用、さらにスマートベータでいいものがあれば組み入れていって、全体で調整していくという考え方でいいですよ。

○村上委員長 ほかにはいかがでしょうか。

○稲垣委員 中身については、これまで何回かやってきておりますし、事前の質問に対してもちゃんと適切にお答えいただいておりますので、内容については了解しております。一点、資料3-2のスケジュールですが、外株については2月4日の資産運用委員会1回で消化できるという前提で考えていらっしゃるということですか。

○西川理事 基本的に、外株と国内株については、着目点はそんなに変わらないだろうなと思っておりますので、そういう意味では1回あれば何とかかなるかなと。

○稲垣委員 わかりました。また臨時開催となると、スケジュール調整が出てくるなど思い心配になったので。

○西川理事 すみません。メールで宿題は投げさせていただくかもしれませんが。

○稲垣委員 わかりました。

○村上委員長 ほかにはいかがでしょうか。株式についてはかなり今まで議論を行ってまいりましたので、もうかなり詰められた段階かと思われま。稲垣委員がご懸念の外株についても、カンントリーアロケーションと為替の問題が付加されるぐらいで、多分同じというようになってくるのかなとは思いますが。

スケジュール的には、年度内に4資産というのが当初のスケジュールでしたね。

○西川理事 ちょっと後ろ倒しになっています。そういう意味でいうと、野村さんとの契約も年度内という形になっているのですが、延長せざるを得ないかなという状況にありまして、先ほどから腰溜め的と盛んにヘッジしておりますが、特に国内株については、スマートベータを入れたことによって、二次選考の面接対象先が恐らく今までの12先よりも増えることになると思われま。日程調整の状況次第ではもうちょっと後ずれしてしまいうかもしれません。

○村上委員長 委員の方々よろしいでしょうか。

ほかにご質問、ご意見等がなければ、国内株式運用の委託業者選定方法について、運用委員会として了承したこととしたいと思いま。

事務局におかれましては、今までの審議内容を踏まえた上で、募集・選考手続を進めていただくようよろしくお願いいたします。

野村さん、ありがとうございました。

#### (4) 平成30年度スチュワードシップ活動状況の概要

○村上委員長 それでは、次の議事に移らせていただきます。

議題4のスチュワードシップ活動状況の概況についてですが、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。

資料4をご覧ください。スチュワードシップ活動報告は、日本版スチュワードシップ・コードの原則6に「機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。」とあることを踏まえまして、毎年この時期に公表しているものでございます。当機構としては今回が4回目の公表になります。本日は、公表用資料の案についてご審議を賜りたく、よろしく願いいたします。

例年ですと、内外株の運用委託先から報告を受けたスチュワードシップ活動、より具体的には、エンゲージメントの内容と議決権行使の状況について取りまとめたものを公表しておりました。

しかし、今年度については、理事長から冒頭にご説明いたしましたとおり、昨年11月に受け入れを表明した改訂版の日本版コードの原則1の指針に、「アセットオーナーは、最終受益者の利益の確保のため、可能な限り、自らスチュワードシップ活動に取り組むべきである。また、自ら直接的に議決権行使を含むスチュワードシップ活動を行わない場合には、運用機関に、実効的なスチュワードシップ活動を行うよう求めるべきである。」とありまして、さらにいうと、「アセットオーナーは運用機関のスチュワードシップ活動が自らの方針と整合的なものとなっているかについて、運用機関の自己評価なども活用しながら、実効的に運用機関に対するモニタリングを行うべきである。」とあることを踏まえまして、当機構もスチュワードシップ活動を拡充いたしましたので、その内容の報告が今回は中心になっております。

なお、私共の活動は、運用機関を通じた間接的な活動でありますので、突き詰めれば、運用機関に対するエンゲージメントが私共のスチュワードシップ活動であるというふうに考えております。

スチュワードシップ活動については、その目的が投資先企業のガバナンスの改善である

ことを思えば、私共自身のガバナンス体制が確立できていないと、なかなかやりにくい、あるいは視点が定まらない面があるわけですが、おかげさまで、本年4月に勤生課長様に文書化していただいたように、関係機関の役割分担と協力関係が確立されるなど、独法通則法改正における課題の1つでありました機構のガバナンス強化がある程度実現できましたので、スチュワードシップ活動の積極的な展開に踏み切れたところでございます。

そういう意味では、委員の皆様のご協力、ご指導の賜物でありまして、改めて御礼を申し上げます。

さて、内容についてのご説明です。

1ページ目、1の平成30年度における機構活動の特徴点におきましては、今年度当機構が展開いたしました活動の概要について報告しております。

構成としては、今年度から開始しました2つの施策、理事長が実施した運用機関トップとの面談、これは村上委員長からのご助言に後押しされて始めた部分もでございます。そのトップ面談と運用担当部署によるスチュワードシップ活動に関する報告会の概要について説明しています。

特に報告会については、日本版コードの改訂ポイントを意識した構成にいたしました。具体的には、取り組み方針や体制、利益相反管理の方法、議決権行使の体制と考え方、エンゲージメントについては、体制と具体例のほか、改訂版コードで奨励されているパッシブ運用対象先に対するエンゲージメントや集団エンゲージメントの活用などに関する対応方針、ESG投資への取り組み状況などがございます。

報告会の感想といたしましては、2ページ目の①の「概観」といったところにもお示したとおり、いずれの先も改訂版コードを受け入れておりまして、活動の拡充の意図、方向性を打ち出しておりますが、問題意識とか目的意識は必ずしも同じではなく、それを反映して、体制、ガバナンスにもいろいろと差異が認められたところであります。

例えば幾つかの先は、長年、議決権行使とかエンゲージメントに携わってきた担当者に実質上任せ切りという状況でしたけれども、一方で、グループ企業全体で利益相反とか議決権行使について統一的に管理しようとしている先、あるいは、スチュワードシップ活動について取締役会がしっかり点検している先もあるなど、かなりの格差が見られたところであります。

また、⑤のところにありますように、エンゲージメントについても、改善施策の提言まで積極的に行おうとしている先もあれば、認識を共有した後は、先方からの自発的な施策の提

示、実施を待って、施策へのコメントにとどめるという先もありました。

内容的には、まだ主要議題は ROE に代表される財務指標関連であり、ESG に代表される非財務指標に関するエンゲージメントは、限定的かつほとんどはその中でもガバナンスに関するものに集中しているのが実態ということが判明したところであります。

このように運用機関におけるスチュワードシップ活動、ガバナンスについては、まだ揺籃期にあつて、方向性が模索されているということかというふうに考えたところでございます。

なお、アセットオーナーによるスチュワードシップ活動については、運用委託先の活動状況のチェックだけでなく、アセットオーナーの方針の明確化が求められております。指針の中には、運用機関に対して議決権行使を含むスチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を明確にすべきであると書かれております。

当機構といたしましても、公的機関の機関投資家として、フィデューシャリーデューティに反しない限りにおいて積極的に取り組んでいきたいという旨と、いわゆる ESG のうち S 要素について、人的資源の希少性が高まる中で、企業の中長期的な維持可能性を左右し得る要素として重視、注目しているということを運用機関に対して説明いたしました。

この点については、私共の中期目標で設定されました ESG 投資に関する目標、具体的には、社会的に優良な企業への投資を行うことで、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実施の可否を検討し、今年度末までに結果を取りまとめ、可能であれば実施するというふうに書かれている目標を意識したものでありまして、当委員会でもご審議、ご助言いただいたことを踏まえ、まずはエンゲージメントの形で取り組みを開始したものであります。

今回のようなトップ面談と報告会は今後毎年実施する予定でありまして、情報収集と情報発信両面で活用して参りたいというふうに考えております。

クリップ留めになっております別紙 1 と別紙 2 は、それぞれ国内株式と外国株式に関する当機構の運用委託先による議決権行使結果を取りまとめたものでございます。

別紙 1 をご覧いただくと、表の右端に今年度の反対比率と前年度における同項目の反対比率をお示ししてございますけれども、国内では反対比率の上昇が見られまして、特に取締役の選任・解任、役員賞与、役員の退職慰労金など、役員関連の項目での反対が目立った点が特徴の一つではないか、と考えております。

スチュワードシップ報告会でも、そうした項目に関する基準の厳格化を行ったという先

が少なからずありましたが、日産問題もありまして、今後も注目点になるのではないかと  
いうふうに考えるところでございます。

ざっとではございますが、私からの説明は以上でございます。ご意見等賜れば幸甚で  
す。

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

○稲垣委員 内容的には充実されていると認識しました。一点、字句の使い方で、3ペー  
ジ目の5行目、「集団エンゲージメント」ですが、「集团的エンゲージメント」ではないで  
すか。

○西川理事 「的」ですね。確認した上で入れさせていただきます。

○稲垣委員 その2行下は「集团的エンゲージメント」となっています。

○西川理事 そうですね。これは抜けていると思います。失礼しました。ありがとうございます。

○村上委員長 ほかに何かございますでしょうか。

○小枝委員 ESGのSの部分というのは、まだ議論の段階だと思うのですが、事例でも  
Sの事例はなかなかないものなのではないでしょうか。

○西川理事 運用機関に言わせると、1つ典型的な話があったのですが、Gがしっかりし  
ているところは、SやEもしっかりしているのですというコメントがありました。

もう一つは、もともとアナリスト部隊がROEを改善するためにやっていた対話をエンゲ  
ージメントと称して、そこにESG担当者が加わっていますというのが今の現状だと思うの  
ですね。なので、ESGファクターについての部分は、全体の対話の中で本当に一握り、一  
部分になっていて、その中でもさらにほとんどがGということなので、EとかSが具体的  
にというのはあまりなかったなという感じであります。

それでも、まだEは海外の例が結構ありますので、それをなぞるのはできると思うので  
すが、Sというのは、国によって何がSになるか違うので、海外の例をそのままやること  
が難しいと思うのですね。そういう意味でも割と題にしにくいのかなということだと思  
いますが、ただ、今後は増えていくのではないのかなと思っております。

割と多いケースは、ESGファクターについては、ESGの担当者が特別に行って話をすると  
いうようなケースも結構あったように思います。そういう意味では、運用機関によって、  
エンゲージメントのやり方自体がばらばらというか、随分違うなという印象を受けており

ます。

○村上委員長 よろしいでしょうか。ほかに何かございますでしょうか。

では、私のほうから3つほど。

1つは、この資料の2ページ目の「④概観」というのが入る前の文とのつなぎで、「運用機関から説明を受けたスチュワードシップ活動の概要は下記のとおりです」とあるのですが、読んでみますと、説明を受けた文章というよりは、説明を受けた上で、機構として現状を捉えた内容というか、概観というか、そのようなものが書かれているのではないかと思います。説明を受けたというと、どういう説明があったみたいなの、受け手としてそのようになってくるのかと思われるので、ここは言葉を選んでいただければと思いますが、機構として捉えたスチュワードシップ活動の現状の概況とか、そのようなニュアンスの言葉にしたほうが、読んでいて当てはまりがよいような気がしました。

○西川理事 ありがとうございます。ちょっと考えさせていただきます。

○村上委員長 2点目は、別紙1、別紙2を見ますと、一番下にコメントでありますのが、株主提案に対して賛成しているか、反対しているかについて、日本は非常に賛成比率が低くて、海外は過半数賛成しているということで、それだけ株主利益に沿った株主提案が多いということなのかどうか、そのことについてはよくヒアリングをされておくとよろしいように思います。

それから、このところの書き方で、これも今後の課題だと思うのですが、表のほうで、株主提案が今比率的にはそれほど多くないので、無視できるといえば無視できるのですが、これがある程度増えますと、会社意向に賛成しているのか、反対しているのかということがガバナンス上は大きなことになってくるかと思われま。株主提案に反対というのは、会社を支持しているからそうなっているのか。とにかく反対の票が一緒に集計されているようなイメージが出ていますので、そのあたりは今後どのように工夫していくかというのは課題ではないでしょうか。

あと、今後ヒアリングのポイントとして是非入れておいていただきたいのが、トップインタビューなども通じて、スチュワードシップのそもそもの一番の目的は、もっと企業に資本効率の向上を促したい、加入者とか委託者、受益者の利益にそれがちゃんと結び付くようにしていくというのが1つの大命題としてはあると思うのです。

このような活動を通じて本当に企業の資本効率に今後変化が出てきそうなのかどうかという点について、実際に現場の人たちがどのように思っているのか。そういう点を詰めて

いけば、もっとほかに改善すべき点がどこなのかが見えてきますし、企業と運用機関が接してそういうことについての意見をどんどん出し合ってもらいたいのではないかと思います。それはこの場でどうということではないのですけれども。以上です。

何かほかにごございますでしょうか。よろしいでしょうか。

それでは、ほかにご質問、ご意見等がなければ、スチュワードシップ活動については、運用委員会として報告を了承することといたします。

事務局におかれましては、速やかに对外公表していただくようお願いいたします。

○西川理事 先ほどご提案いただいたとおり修正した上で。

○村上委員長 そうですね。本日の議事内容を踏まえて修正を行っていただいた上で、对外公表を進められるようお願いいたします。

また、検討課題についてもよろしくようお願いいたします。

以上で、本日予定されておりました議事は終わりますが、本日の議事全般を通じて、ほかに何かご質問、ご意見がございませうでしょうか。

○中島委員 1つ前の議事でちょっとうっかり聞き忘れて。先ほど稲垣委員のほうからご確認のあったマネジャー・ストラクチャーの国内株式と外国株式の今後のスケジュール、資料3のA3の長いものですが、恐らく年度内ということで「●」印が打たれて、12月に1回、2月4日に1回ある。その後は、6月までずっとあるのですけれども、大体どのあたりであるのか、これもオフレコで結構ですので。

○西川理事 資産運用委員会の開催予定日ということでしょうか。

○中島委員 大体ここら辺で次のがあるよ、候補として日程的に見込まれますよというのがあればちょっと今。そこでスケジュール的に準備するというのじゃなくて、全体的なスケジュールの流れで、もう一回外株のファンドマネジャーとかをどこで見ることができるのかなと思ひまして。

○都築運用リスク管理役 例年6月に評価報告書を作成するので、5月に1回案を出させていただいて、6月にそれを最終承認いただくということでやっております。したがって、5月の中旬に1回と、6月の下旬近辺に毎年2回ほど入れさせていただいております。今年度は4月に臨時でやりましたけれども、通常であれば5月と6月とそれぞれ1回ずつ入る予定で考えております。

○中島委員 そうすると、5月のときに、国内株のマネジャー・ストラクチャーの最終選定の結果と外株の一次選考の結果を大体我々は知ることができるというふうに考えてよろ

しいのでしょうか。

○西川理事　そこは2月の資産運用委員会のご審議いただいた内容等にもよってくるかなと思っています。先ほど申し上げた5月、6月というのは、定例でどうしても私共がやらなくてはいけない会はそこですということなので、今後のマネジャー・ストラクチャーの状況等を見て、あるいは報告書等もございますので、3月ないし4月に、もう一回やらせてくださいということをお願いする可能性が実は高いのではないかと考えております。すみません。

○中島委員　わかりました。

○村上委員長　よろしいでしょうか。あとほかに何かございますでしょうか。

この配布資料については特によろしいですね。

○西川理事　すみません、ご参考までに机上配布させて頂いた資料についてご説明させていただくのをお忘れておりました。グラフ1枚です。これは何かというと、中退共資産の金銭信託部分の金額の動きをお示したものでございまして、青い実線が委託金額の現在高を示したものであります。

大体2兆円前後の金額で動いているわけですが、幾つか横線が引いてありまして、一番下の赤い実線が年度初の残高です。したがって、ここより下に下がった場合は、今年度について運用損が出ている状況です。それから、一番上の赤い点線がございしますが、ここから上に行くとき当期の利益が出ている状況になります。この2本の線の差は何かというと、予定運用利回りに相当する責任準備金の増加幅と経費の部分がここに相当するということでございます。

9月26日という点が今年度のピークですけれども、このときには2兆600億円ぐらいということで、当期の利益が結構出ている状態だったわけですが、現状は運用損の領域に落ち込んでしまっているというような状況でございます。このまま行くと、必要利回りの部分が運用損に乗ってくる格好になりますので、500億円～600億円ぐらいの剰余金の減少になってしまっているということかなと考えております。

○村上委員長　ありがとうございました。

それでは、特になければ、事務局より次回の委員会についてのご報告をお願いいたします。

○都築運用リスク管理役　次回の資産運用委員会は、2月4日月曜日の開催を予定しております。次回は、第3四半期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

の報告、マネジャー・ストラクチャー見直しに関する継続審議等について、平成 29 年度資産運用結果報告等を予定しておりますが、ほか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 ただいまのご報告について、何かご質問、ご意見等ございますでしょうか。よろしいでしょうか。

今日は 1 点だけ宿題、1 月 15 日までということで、資料 1 - 3、第 5 回資産運用委員会議事録（案）の確認をとということですが、委員の方には年末年始にあたりますので、漏らさぬよう何とぞよろしくお願いいたします。

以上で本日の資産運用委員会を終了いたします。本日も長時間にはなりましたが、効率的な運用、円滑な議事運営にご協力いただきまして、ありがとうございました。

（了）