

平成 30 年度第 8 回資産運用委員会議事録

日時 平成 31 年 2 月 4 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、出席予定の委員がそろいましたので、準備がよろしければ始めさせていただきたいと思っております。よろしいでしょうか。

資産運用委員 4 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。

なお、小枝委員からは、体調不良の理由で本日欠席との連絡をいただいております。

ただいまから平成 30 年度第 8 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、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 本日もお忙しい中、平成 30 年度第 8 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。本年も委員の皆様には大変なご負担をおかけすることになると思われませんが、どうぞよろしくお願い申し上げます。

金融市場の動きを見ますと、昨年 10 月から急落した内外株価につきましては、年明け以降、ニューヨークダウは 3 分の 2 程度、日経平均は 3 分の 1 程度戻しておりますけれども、相変わらず主に海外の地政学的な要因で市場が荒れる展開が続いております。非常に見通しの立てづらい情勢と感じております。

こうした状況を眺めて、年明け以降、アクティブ運用委託機関に金融経済情勢に関する解説を依頼しまして、7 社から話を聞きました。当然ながら短期的な動向にろうばいしているわけではなく、私どもが置いている前提条件が変わるような大きな動き、変化があるのかどうかを確認するという目的に加えて、アセットマネジャーとのエンゲージメントの一環という意味も含めて実施したものでございます。

各先 Q & A 込みで 1 時間程度の勉強会でしたが、今回の下落がクライシスに繋がるような懸念は小さいとの見方は共通しており、見通しの内容に大きなサプライズはありませんでした。

しかし、これはある程度は想定しておりましたが、リサーチ分野における委託先間の実力差の大きさには少々驚かされました。様々な分野に関する情報量、分析の深さ、並びにこれが大事だと思うんですけれども、分析結果の運用業務への組織的な展開力など、残念ながら内外の運用機関の間で実力差が大きいことを実感いたしました。マネストの重要性、特に定性面を大事にしろとおっしゃられた皆さん方の貴重なご意見を改めて感じた次第でございます。

もう1点、ガバナンスのほうに目を転じますと、日産の問題が昨年の年末以来引き続き世間の耳目を集めております。この問題も煎じ詰めるとガバナンスの問題になると理解しておりますが、民間のアセットマネジャーのスチュワードシップ活動の担い手の養成も含め、まだまだ手探り状況であることを考えると、公的機関の機関投資家としてスチュワードシップ活動に取り組む使命をますます痛感させられております。委員の皆様のご助言を仰ぎながら今後も検討を進め、前向きに取り組んで参りたいと思っております。

さて、本日ご審議いただく議題ですが、資産運用状況に関する定例報告、平成29年度資産運用結果報告案のご提示、マネジャー・ストラクチャーの見直しの継続審議、それからお隣に稗田理事長代理がいらっしゃいますけれども、建退共の財務状況、資産運用状況についてのご説明をさせていただきます。

資産運用委員会における審議の対象はこれまで中退共が中心となってきましたが、中退共における基本ポートフォリオやマネストの見直しを通じて、基本的な考え方がおかげさまでかなり整理されてきたこともあって、また来年度には特退共の財政検証が行われることも踏まえ、今後は、本日議題に挙がっております建退共ではなく、清退共、林退共も含め特退共についてご審議いただく機会が増えてくると思います。

ということで、本日も非常に盛りだくさんな内容でございますが、忌憚のない活発なご審議をいただきますようよろしくお願いいたします。

(3) 資料確認

○清水資産運用部長 それでは、資料の確認をお願いいたします。

資料の一番上から、座席図、タイムスケジュール、委員会次第、その次からが本委員会の本資料になります。資料番号が右上に付けてございます。

資料1－1「平成30年度第5回資産運用委員会議事要旨（案）」、1枚紙です。資料1－2「平成30年度第6回資産運用委員会議事要旨（案）」です。資料1－3「平成30年度第

5回資産運用委員会議事要録」、比較的厚い左綴じのものになります。資料2-1「平成30年4月から12月の運用実績報告（6経理）」。横長になります赤刷りのものです。資料2-2「中退共資産に係る乖離許容幅・リバランスルールについて（案）」。資料2-3、白抜きになっている文字です。「簿価評価資産の構成比比較表」、1枚紙です。縦長に戻りまして、資料3-1「基本ポートフォリオの定例検証に関する論点と今後の対応（案）」、1枚物です。

次の資料3-2はワンセットになっておりまして、クリップで綴じられているかと思いますが、これを外しますと、「平成29年度資産運用結果報告（案）」という左綴じのものです。この下が資料3-2の別添資料になります。別添1となっております1枚紙で「経理別・平成29年度損益と云々」というタイトルのものです。別添2になりまして、左綴じのグラフが8つほど書かれた資料でございます。横長になりまして、別添3-1「資産運用残高及び利回り状況（中退共）」となっている上綴じのものです。続いて別添3-2、棒グラフになっているカラー刷りの「資産運用状況の推移」というものです。縦長になりまして、別添3-3、円グラフがついている表で「平成28年度末運用資産の構成状況」。横長に戻りまして、別添3-4、契約委託の銀行であるとか投資顧問会社の社名が書かれた資料であります。縦長に戻りまして、別添3-5「平成28年度資産運用状況について」となっている30ページぐらいある資料でございます。ここまでの資料3-2になるワンセットの資料になります。

続いて資料4-1に入ります。横長1枚物で、「内外株式アクティブ公募スケジュール」、マネストに関するものです。スケジュール表になった1枚紙の資料です。資料4-2、赤刷りです。「外国株式運用委託先の公募について」。5-1「財務状況、資産運用等関係資料（建退共）」、こちらは建退共の資料になります。資料5-2「運営委員会委員等名簿」。

ここまでの本資料になりまして、その後にありますのは参考資料になりまして、「平成30年4月～平成30年12月の運用実績」。こちらは、本日の議題の中にありますものを了承されたものにつきまして、ホームページに公表した場合のイメージの資料になります。最後、1枚紙で、これまでの委員会に何回か提出させていただいております中退共資産時価評価額日次推移というグラフになったものでございます。

以上が本日皆様にお配りいたしました資料になります。不備がございましたら、議事進行の途中で構いませんので、対応させていただきます。

この後の議事進行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いいたします。

2. 議題

(1) 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 それでは、本委員会に入りたいと思います。本日の議事進行につきまして、円滑に進行いたしますよう、皆様方のご協力をよろしくお願いいたします。

なお、前回の委員会から、お手元に各審議事項ごとの審議時間の目途をお配りしております。今回も、議論が白熱化して収束に向かわず、目途の時間を大きく超えそうになった場合には、一旦私のほうで引き取らせていただき、事務局に論点の整理と追加的情報の収集をお願いした上で、後日改めてご審議いただくという形で進めさせていただきたいと思っておりますので、ご了承をお願いいたします。

さて、1つ目の議題ですが、次第の順番を変えさせていただいて、議題4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から始めさせていただきます。ご陪席いただくコンサルタントの野村證券さんのご都合もありまして、こちらの議題を先にご審議いただくことといたします。

議題の4でございますが、資料のほうは2-2も含まれるのですか。マネジャー・ストラクチャーのところだけです。

○西川理事 マネジャー・ストラクチャーのところだけです。

○村上委員長 では、資料のほうは4-1からになります。事務局のほうからご説明をお願いします。

○西川理事 ありがとうございます。資料はないのですが、先日、1月25日に募集を締め切りました国内株式のアクティブ運用委託に対する応募状況についてご報告をさせていただきます。

締め切り当日までに応募してきた先は、アクティブファンドが27社、42プロダクト、スマートベータが7社、7プロダクトでございましたが、応募条件を満たしていないプロダクトがございましたので、最終的に有効な応募数は、アクティブ運用が23先、34プロダクト、スマートベータが6先、6プロダクトとなっております。スマートベータは思ったよりも少なかったかなという感じはありますけれども、全体としての社数はそれなりに来たのではないかなと考えております。

応募条件未充足の内容といたしましては、運用実績が5年間に満たないもの、あるいは運用残高100億円に満たないもの、さらには運用対象にJ-REITが含まれるものなどがあり

ました。

ちなみに、J-REITにつきましては、後で外国株のところでも申し上げるのですが、日本では金商法の中で、株と J-REIT は明確に別のものであるというのですが、外国株の場合はそもそもベンチマークの中に REIT が入ってしまっているということがございますので、若干違う扱いをしなくてはいけないのではないかと考えておりますが、日本についていえば、私どもの想定している資産クラスの中には J-REIT は含まれておりませんので、今回のアクティブファンドの応募プロダクトの中に J-REIT が入っているものについては、対象外とさせていただいたということでございます。

それから、国内株式の応募状況に話を戻しますと、現在、提出されたデータの集計、分析作業を進めているところでございますので、こちらの結果が出ましたら、また私どもの一次選考案も含めまして、メール等でご報告をさせていただき、ご意見を伺わせていただきたいと思います。今週末から来週初のどこかでご連絡をさせていただきたいと考えておりますので、その際はどうぞよろしくお願いいたします。

なお、二次選考につきましては、3月の中下旬を予定しております。

次に、資料4の1、日程感でございます。今簡単には申し上げましたが、私も眼鏡を取らないと見えなくて、非常に細かくて申し訳ないんですけども、上段が国内株式のアクティブ運用でございます。3月の中下旬が二次ヒアリング、末から4月の第1週ぐらいにかけて二次選考、4月の中下旬に最終選考というような予定にしております。できれば連休前に委託先を決定したいと考えているところでございます。

一方で、下段の外国株式のアクティブ運用でございますけれども、今週中ぐらいに募集を始めたいと思っております。3月の中下旬でスクリーニングから一次選考、4月中にヒアリングの準備をいたしまして、連休明けに二次のヒアリングを始めるというような予定にしております。最終的には6月中に決着を付けたいと考えているところでございます。大ざっぱな日程はこういったところでございます。

次に、資料4-2をご覧ください。「外国株式運用委託先の公募について」という横長の赤い資料でございます。いつものとおり、公募方法、手順について野村さんにまとめていただいたものでございます。基本的には国内株式と同様の取り扱いとなりますので、若干違うところについてご説明をしていきたいと思っております。

2ページおめくりいただいて、3ページ、4ページ、「スマートベータについて」というタイトルがついているページでございます。スマートベータについても基本的に国内株式

と同様の扱いをする予定ですけれども、下のほうの4ページの表をご覧くださいと、公的年金の関係では、国内株式と異なりまして、外国株式で既にスマートベータを導入している事例があまりないということでございます。野村証券さんからお話を伺ったところでは、まず国内株式で様子を見てからというスタンスをとっている先が多いのではないかと、外国株のスマートベータについて具体的な懸念事項があるわけではないということだそうであります。

そこで、3ページに目を転じていただきまして、国内株式と外国株式でスマートベータの利用方法、あるいはその可能性について差異が見られるかどうかということを示していただきました。

まず左側のグラフでございますけれども、株価の上昇局面と下落局面それぞれにおけるスマートベータのファンドごとのパフォーマンスを比較しています。赤い点がアクティブ運用のファンドで、青い点が最小分散型のスマートベータでございます。これを見ますと、上段の外国株式でも、下段の国内株式でも、最小分散型のスマートベータは、価格下落局面での下方リスク抑制効果が期待できるということが示唆されております。

次に右のグラフをご覧くださいと、赤いのは左と同様アクティブのファンドでございますが、オレンジ色の点がございまして、こちらがファンダメンタル型のスマートベータでございます。これはスタイルとの相関を見たわけでございますけれども、ファンダメンタル型のスマートベータ、オレンジの点は、国内、外国いずれについても、バリュー株が優勢局面で好調なパフォーマンスを示す傾向が見てとれます。したがって、バリュー株型のアクティブ運用の代替としてファンダメンタル型のスマートベータが使えるのではないかと、そういう環境といいますか性格は、国内外変わらないのではないかなというふうに思っているところでございます。

したがって、外国株式についてもあらかじめ排除することなく、使えそうであればスマートベータを採用するという方向で作業を進めさせていただきたいと思っているところでございます。

それから、先ほどちょっと申し上げたんですけれども、外国株式におけるREITの扱いでございます。外国株式につきましては、そもそも私どもがベンチマークにしているMSCIコクサイの中にもREITが含まれてしまっておりますので、パッシブではいや応なくそれが入っておりますし、またアクティブにおいても、それを除くという話になってくると、ベンチマークから乖離するという問題が発生してくるものと思われま。

そういう意味では、国内株における REIT と扱いが変わってしまうということですが、これは郷に入れば郷に従えというか、外国株式で運用するに当たっては外国株式の世界の常識を受け入れるしかないかなというふうに考えておりました。国内については J-REIT はアクティブの対象から外したんですが、外国株式については REIT を含めることはあり、ということで考えたいと思っているところでございます。もちろん、ご意見があればいただければと思います。

もう 1 点、日本株の扱いでございまして、私どものベンチマークにはこれは含まれておりませんが、ほかのベンチマークには日本株を含めるものがあるので、オフベンチマークで日本株を入れるというところが出てくる可能性はあると思っています。その場合、あくまでも私どものベンチマークは MSCI コクサイでございますので、それで評価はしますよと申し上げた上で、オフベンチマークで日本株を含めてパフォーマンスの向上を図りたいというところについては、それは認めるのかなというふうに考えているところでございます。

オフベンチマークでは、エマージング株を購入することを認めているということとの平仄も踏まえて、含むことありということでもいいかなと思っているところでございますが、こちらについてもご意見があればお聞かせいただきたいと思っております。

ちょっと飛んでいただいて 22 ページでございます。これは最終選考が終わった後にもう一度ご審議いただく話ですが、ご参考までにアクティブ比率についてのご説明でございます。債券と同様、リバランスに必要なパッシブ比率とか、手数料を稼ぐために必要なアクティブ比率、さらには効率的な 1 先当たり委託金額といったところでアクティブ比率の上下限値を計算いたしますと、上限が 70%、下限が 40% というような形になっております。現在の私どものアクティブ比率は、このページの真ん中あたり、赤い四角の 2 段落の下に※で書いてあるんですが、現在のアクティブ比率が 57.5%、約 6 割ということですので、割と上限に近いほうに今回はなっております。ということで、比較的高めのアクティブ比率になるかなと思っているところですが、これは選考が終わってからもう一度改めてご報告したいと思っております。

私からのご説明は以上でございます。野村証券さん、何か補足説明をいただければ。
○野村証券・荻島 今理事からお話が合ったとおりでございますが、日本株については、幸いにして 23 社から 34 のプロダクトのアクティブファンドの応募があったということで、そこから選択できるある程度適正な数の応募があったかなと思っています。中身も、市場

型、グロース型、バリュー型、そして集中投資とか、ESG とか、様々なものが入っていますので、そこからこれからスクリーニングをし、二次ヒアリングというふうなステップに行けますし、スマートベータについても6社、6プロダクト、最小分散とファンダメンタルインデックスのファンドと両方とも応募されてきているということで、組み合わせはいろいろと工夫ができるかなと思っています。

外国株については、日本株とプロセスは同じなので、特に何も言う必要はございませんが、ジャッジメンタルアクティブについては、グローバルな運用でありますので、運用体制についてより慎重な判断が必要かなと思っています。

私どもからは以上でございます。

○NFR&T・秋田 日本株のところで少し申し上げますと、主だったファンドをざっくり見ましたところ、名実ともに市場型運用というのは比較的少ないかなというふうな感触を持っております。したがって、市場型は数多く選ぶのはなかなか難しいと思いますので、逆に言うと、グロースの中で分散をするというような手法も必要なかなと。同様に、バリューの中でも手法の分散は必要なかなと思っていますので、相対的に市場型プロダクトの数は少なくなるのではないかなと思います。

あと外国株式のところで申し上げますと、外国株式でございますので多地域に投資することになりますので、地域別での得手不得手といいますか、地域別でのアルファの獲得、状況の確認が重要になってくるかなと考えてございます。同じ地域でアルファを稼いでいるマネジャーを複数選んでもなかなか分散ができませんので、例えば欧州、米国、その他地域と分けて、それぞれでアルファを出しているような運用機関を上手く組み合わせるというのも一つ大事なポイントかなと考えております。

あとスマートベータに関して申し上げますと、外国株式でスマートベータをやる場合に、例えばファンダメンタル系ですと、恒常的に欧州株が米国株に比べてオーバーウェイトになるという傾向がございます。したがって、上手く組み合わせるためには、欧州株がアウトパフォームする場面でほかのファンドがどのような動きをするかも十分注意をする必要があると思います。むしろ米国株がアウトパフォームするような局面でアルファを稼げるようなマネジャーとファンダメンタル系のスマートベータを組み合わせることによって超過収益の相関が抑えられて、安定的にリターンが上がるという局面があるのかなと思っています。そのあたりも、スマートベータの地域性とアクティブファンドの地域別のアルファの出方も十分に検証に値するのかなと思っています。

○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 野村さんの資料の4-2の3ページ、先ほどご説明があったんですが、このグラフはどう見ればいいんですか。とりあえず一番左上のやつでご説明いただけると。

○野村証券・清水 これは、赤いファンドが、マーサー・インサイトというファンドデータベースからとってきているアクティブファンドのリターンデータでございまして…。

○中島委員 そのアクティブファンドは、特にスタイルの偏りとかなしに任意にとってきたという。

○野村証券・清水 なしですね。母集団がちょっと少ないかなというご印象かもしれないのですけれども。MSCI コクサイをベンチマークとしていますので、主に日本の投資家向けに限定されます。これが ACWI とかワールドであればもう少し増えるのですけれども、コクサイということで母集団が少なめになっているということです。スタイル別に検証はしていないということでございます。

横軸が「下落局面」と書いておりまして、要は、市場の下落局面でどれだけの超過収益を得られているかということで、横軸が右に行けば行くほど下落局面で高いアルファを上げている。逆に、マイナス10%とかマイナス8%とかだと、下落局面でアンダパフォームしているということになります。同じように、縦軸については、市場の上昇局面でのパフォーマンスをはかっておりまして、縦軸で上のほうに行っているファンドについては上昇局面で高いアルファを上げている。下に行くほど、例えばマイナス15%とかマイナス10%あたりのファンドだと、上昇局面で大きく出遅れてしまっているということです。理想的なのは右上のところですね。下落局面でもプラス、上昇局面でもプラスにいるファンドが望ましいということになります。

左上のグラフが外国株式で、左下が国内株式、右側は、横軸をバリュースコア対グロース対して優勢な局面でのパフォーマンス状況を、つまりバリュースコア対グロース対してアウトパフォームしている局面でのパフォーマンスを見ています。縦軸は、逆にグロース対バリュースコア対アウトパフォームしている局面でのパフォーマンスをみています。つまり局面別に分けてアルファを出しているということでございます。

○中島委員 赤い点は、左も右も全部同じというファンドが。

○野村証券・清水 同じファンドです。

○中島委員 青と黄色はそれぞれ違うということですね。

○野村証券・清水　そうですね。青が低ボラティリティで、黄色はファンダメンタルです。

○中島委員　わかりました。

○村上委員長　もう一つ、この資料についていいですか。局面別超過収益ということですが、超過収益の目盛りというのはどこにあるのですか。

○野村証券・清水　例えば左上のグラフで、一番右に青い点がぽんとありますが、これは下落局面で20%のアルファを上げているということです。

○西川理事　要するに、13 ページに「スタイル調整後超過収益／ファクター感応度／局面別超過収益」という表があるわけですが、局面別リターンというのが右から2 番目ぐらいの大きなロットでありますけれども、ここの数字をプロットしたというふうにお考えいただければいいかと思います。大きく上昇局面、下降局面という2つの局面を抽出して、そこでの平均的な超過収益率を出して、それをプロットしたということですよ。

○野村証券・清水　そういうことです。

○村上委員長　結局、縦軸も横軸も、X軸もY軸も、超過収益率を示しているということですね。

○野村証券・清水　そういうことです。

○村上委員長　最初、片方に市場の上下の軸があって、片方に超過収益の軸があるのかなと思って読んでいたので…。

○中島委員　今のお話ですと、要は右上がいいんですね。

○野村証券（清水）　そうです。右上がいい、左下がよくないということです。

○中島委員　それで、外国株については割とトレードオフがきちんと成り立っているけど、日本株については割といいところがある。

○野村証券・清水　そうですね、多くのアクティブファンドがどのような局面でも超過収益がとれているという感じになっています。

○中島委員　見方として、右下は割とバリュー系のアクティブファンドが入っている蓋然性が高く、左上はグロース系のアクティブファンドが入っている蓋然性が高いという見方で。

もしかしたら以前も一度伺ったかもしれないんですが、マネジャー・ストラクチャーで、昔ながらのマネジャー・ストラクチャーだと、バリューとグロースのファンドをうまくこ合わせてスタイルの中立を図るみたいなのが1つのテーマだったような気がするんです。従来型のアクティブファンドだったら多分それでいいと思うんですが、スマートベータは

割安ファクターを狙いにいくファンドだと思うので、そこをグロースで中立化してしまうと…。個別銘柄で勝ちにいくのではなくて、ファクターで勝ちにいくという考え方だと、従来のようにマネジャー・ストラクチャーでスタイル中立をはかるやり方だと、角を矯めて牛を殺すではないですけども、そうなるような危険性があるような気がするんですが、そのあたりはどうなっているのでしょうか。

○野村証券・清水　そういう意味で申し上げますと、バリュートのアクティブファンドをグロースのアクティブファンドと組み合わせるという考え方があるかと思うんですけど、バリュートのアクティブファンドであまりめばしいものがないということであれば、グロースはアルファの取れているグロース・アクティブファンドで、バリュートのほうにスマートベータを入れることによって、スタイル要因で出遅れることはないようにして、グロースのアクティブファンドのアルファだけが残るような考え方も一つあるのかなということです。

○中島委員　そこがちょっとわからないというか、問題点で、スマートベータをいわゆるアクティブファンドとして扱っていいのか。アルファを狙いにいくアクティブファンドではなくて、あくまでスマートベータなんだと考えると、割安ファクターへのエクスポージャーが超過収益の源泉だと考えることになるので、そこを非バリューであるグロースで中立化してしまうと、もともとの狙いがずれてしまうのではないかなと思うんですけど、どうなんですか。

○野村証券・清水　そこは判断というか、バリュー系のものをオーバーウェイトするような別の判断が必要になってくるかなというところで、場合によっては、ファンドのパフォーマンスを見て、少しバリューに傾けたほうがいいのかという判断になるかもしれないですけど、現状はまだそこまで見切れてないので、スタイル要因は中立化を目指すということになると思います。

○中島委員　ファンド次第になると思うんですけども、最終的なマネジャー・ストラクチャーのときには、そこら辺の考え方を整理していただいた上でまた教えていただけると助かります。

○西川理事　スマートベータをパッシブ代替と考えるかアクティブ代替と考えるかというところがあります。もともと今やっているのはアクティブ代替としてのスマートベータということで選ぼうとしているので、そのときはもしいいアクティブファンドがなければ、その代替としてという話ですが、もしパッシブのところ、比較的安い手数料で、パッシブよりも少し利益をとりにいくパッシブ代替としてのスマートベータという話になってく

ると、先ほど中島先生がおっしゃったような意味での使い方になってくるのかなという気がするんですね。

○NFR&T・秋田 アクティブファンドのスタイルというのは局面によって大きく変化をしますが、スマートベータのファンドのバリュースタイルとかのファクター、そういったものは割合と安定的に推移をしますので、逆に言うと、ポートフォリオ全体をどれぐらいのスタイルバイアスを持たせたいのか、そのためにはスマートベータはどれぐらい必要なのかというような発想の仕方では決めていく性質のものかとは思いますが。

○中島委員 従来型のアクティブファンドだと「スタイル」という名前では呼ぶんですけど、スマートベータだと「ファクター」ですものね。だから、考え方が少し違って、マネジャー・ストラクチャーは両方同時に扱うことになると思うので、そのあたりはまた整理して教えていただけると。

○野村証券・清水 そうですね。そのリンクは必要だと思います。

○中島委員 よろしくをお願いします。

○村上委員長 そのあたりについては、また全体を見ていろいろ整理をしていくということではよろしいでしょうか。

もう一つ、3ページのグラフについて教えてください。例えば左側と右側のグラフ、市場上昇・下落とバリュー・グロースの局面ごとの超過収益の状況ですが、スマートベータの低ボラティリティというのは左側の市場上昇・下落局面にしかプロットされていないんですね。これは意味があるのでしょうか。例えばバリュー・グロースの局面に対してどういう感応をしているのかとか、そのようなことも見ておく必要があるのではないかと思います。

○野村証券・清水 ここは最初出していたのですが、主張したいことのピントがずれてしまうということで機構様から出さないというご指示がありました。低ボラティリティのファンドについてバリュー／グロースの局面別にパフォーマンスを見ると、内外株で結果が逆になります。国内株では、低ボラティリティのファンドというのはグロースの特性があります、外国株ではバリューの特性が出ますということで、狙っているファクター以外のところは必ずしも内外株で同じような動きは出ないし、時間が経てばまた違った特性を出すこともある。

ここでお示ししている低ボラティリティ系が下落局面に強いということと、ファンダメンタル系がバリュー系の特性を出すというのは、時間あるいは地域を選ばずに安定して示さ

れている特性だということで、あえてそれぞれ分けて今回出させていただいたということ
でございます。

○村上委員長 内外によって違うというのは、結構重要な情報ではないでしょうかね。

○NFR&T・秋田 これはすごく重要で、スマートベータが地域ごとによって効き方が
異なるんですね、その都度その都度で。したがって、単一市場・地域でやるよりも安定的
にファクター効果が取りづらいという部分があります。ですから、冒頭申し上げましたけ
れども、それを補うアクティブファンドのパフォーマンスの地域性というのも非常に重要
になってくると思います。

○村上委員長 必ずしも国内株式を扱うのと同じようには扱えないという1つのメッセー
ジにはなると思うのですね、その結果自体というのは。ぜひそれも入れたものを今度ご提
示しておいていただきたいと思うのですが。

○NFR&T・秋田 外国株式の場合は、スマートベータはかなりいろいろな要素が絡ん
でくるので、検証は時間かかると思います。GPIF 様も、当初は外国株式でスマートベータ、
ファンダメンタル系を入れられましたけれども、その後解約されているというような経緯
もございますので、なかなか一筋縄ではいかないというか、検証すべき項目が多いと思
います。

○中島委員 今たまたまお話が出たんですけど、私も今回スマートベータを勉強する機会
があって、スマートベータは、ファンダメンタルインデックス系とファクターファンド系
に大きく2つに分かれていて、お互い仲があまりよくない。ここに書いてあるファンダメ
ンタルとか低ボラティリティはファンダメンタルインデックス系ではないファクターファ
ンド系に分類されて、その源流はファーマ=フレンチ流のスリーファクターモデルに求め
られる、そういう記述というか話がいろいろ書いてあって、なるほど、そうかなと思って
見てたんですけど、そのうち自分でもやってみて、スマートベータの中の低ボラティリ
ティ、野村さんが過去5年の資料で作られているのですけれども、私はたまたま過去20年間
でちょっとやってみる機会があって、スタイル調整でやるとかなりアルファという形にな
るのですが、単純な時価加重インデックスに対する引き算だと、(※>) 結構大負けして、
アメリカで年率6%ぐらい、日本では年率8%ぐらいいわゆる TOPIX みたいなやつに対し
て負けてしまっている。(＜※) なかなかその情報が出てきていないと思うのですが、そ
こら辺もご注意いただいた上でファンドの選定は考えていただいたらよろしいかなと思
います。

(※:当該発言については中島委員の錯誤である旨会議後連絡があり、出席者に周知した。

正しい数値は過去 20 年の実績で、米国では年率+1.1%、日本では同+0.7%とのこと)

○村上委員長 このあたりは多角的に、そして長い歴史の推移も見て判断していく必要があると思いますので、よろしくお願いいたします。

ほかに何かこのテーマについてございませんでしょうか。

○稲垣委員 確認も含めて 1 点いいですか。2 ページのところで、国内株と外株の相違点が簡単に書かれていまして、一番最後に、「グローバルなリサーチ・運用体制の見極めがポイント」だと書かれています。確かにそうだなと思うんですが、この辺のところは、先ほど冒頭で、運用機関を地域別に見てアルファの獲得状況などを見ながら組み合わせも考えていくというような話も若干あったと思うんですけども、もう少し具体的に評価上のポイントみたいなところをお聞きしたいのですが。

○野村證券・清水 人数であるとか、どういう経験を持った人が各地域を担当しているとか、そういうところを一つ一つ確認していくということです。後ろのほうの評価シート、15 ページに、ほとんど内株と同じではあるんですけども、外株で違うところ、赤字で書いてあるところの左の上のほうについては簡単に触れさせていただいているということでございます。

○稲垣委員 グローバルという言葉しか入っていなかったのもう少し具体的な方がわかりやすかったかなという感じがしたんです。運用体制ですとか、人材の問題とか。そういうことを言いたかったということですね。わかりました。

○野村證券・清水 そうですね。

○NFR&T・秋田 よくよく見ると、米国で得意なところとか、欧州が得意なところとか、色分けは出てきますね。

○稲垣委員 わかりました。

○村上委員長 よろしいでしょうか。あとは、西川理事のほうから先ほど冒頭にご説明がありました外国株式における REIT の取り扱い、それから日本株の組み入れの問題、このあたりについては 1 つの課題だということでお話があったのですが、この辺については何かご意見ございますか。

○野村證券・荻島 一般的にモデルポートフォリオで作っている外国株のファンドは、REIT を入れたベースで行っていますので、それを排除してポートフォリオを最適化するの逆効果かもしれないということですので、ファンドマネジャーの能力を発揮しやすいという

ふうな観点でいえば、外国株式についていえば REIT 込みで行うことでよろしいのではないかと思います。

○村上委員長 よろしいでしょうか。確かに REIT を排除しますと、ベンチマーク自体をカスタマイズしなければならないという問題が出てくるかと思いますが、方向的にはそういうことでよいですね。

それから、日本株を入れる、入れないは少々悩ましいところですね。まだこれからですけど、実際に応募してきそうなマネジャーは、どのくらいあるのですか。

○野村證券・荻島 一部存在します。

○村上委員長 それはどういう目的なのですかね。長期リターンに照らして…。

○野村證券・荻島 外資系の運用会社さんですので、ほとんど株式と同じように扱おうというふうに割り切っているんだと思うんですけどもね。

○村上委員長 ベースがグローバルを出発点としているということですね。

○野村證券・荻島 どちらも米系の会社ですので。

○村上委員長 その辺は、応募を見てまた検討ということでもよろしいですね。

○西川理事 一応排除はしないという形で。

○村上委員長 そうですね、応募の段階からは。

それでは、本件については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、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は、運用委員会として了承することといたします。

野村さん、ありがとうございます。

(2) 資産運用委員会議事要旨及び議事録の確認

○村上委員長 次の議題は議題 1 になりますが、資産運用委員会議事要旨及び議事録の確認です。事務局のほうからご説明をお願いいたします。

○都築運用リスク管理役 資料 1－1「平成 30 年度第 5 回資産運用委員会議事要旨(案)」、資料 1－2「平成 30 年度第 6 回資産運用委員会議事要旨(案)」をご覧ください。こちらは、委員の皆様からご指摘をいただいた部分を修正したものです。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。

次に、資料 1－3「平成 30 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。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。

○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。

ありませんでしたら、先ほど事務局のほうからお話がありました資料1-1と1-2の第5回と第6回の議事要旨（案）につきましては、この場で確認ということでございますので、2分ぐらいの間にお目通しをいただけますでしょうか。

よろしいでしょうか。議事要旨を今ご確認いただいたところで、何かございますでしょうか。

ちょっと1つだけ気になるのですが。今もう一度改めて読んでいまして、資料1-2の一番最後のところで、委員のどなたかのご発言で、「前回使用した手法が必ずしも正しいとは思っていない」という表現は、外に向かって委員会としてどのように考えたらいいかないということではありますが、いかがでしょうか。

特に議事録を修正するというのはなかなかしづらいところなのですが、メッセージとして、これだけが切り取られて外に出たときに大丈夫かどうかという観点ですね。恐らくこのあたりの真意は、唯一無二の方法ではないみたいなニュアンスがあると思うのですけどね。

○西川理事 短い文章でも誤解を生じないような言い方に変えさせていただきます。申し訳ありません。

○水野理事長 絶対的に正しいとは思っていないので、新しい選択肢も常に検討する必要があるのではないか、という趣旨が分かるような表現にする必要がありますね。すみません、気がつきませんで。

○西川理事 では、こちらは、今いただいた修正案を踏まえまして修正をしたものをもう一度諮らせていただくような格好にさせていただきます。本当にご指摘のとおりですね。

○村上委員長 この委員会にご出席の方々は大丈夫だと思うのですが、外部の読む人から見ると、何か正しくない方法でやっていたのかという変な誤解を与えてもいけないと思いますので。

○西川理事 そうですね。ちゃんと議事録を読んでいただければ誤解は無いと思うのですが、この部分だけ取り出すと誤解を生じる可能性がある、というご指摘はそのとおりですね。

○村上委員長 それでは、まず、「平成 30 年度第 5 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。第 5 回のほうについて、事務局案を最終版とすることでご異議ございませんでしょうか。

では、これを最終版といたします。

それから、第 6 回のほうにつきましては、今議論があった文言を事務局でご修正いただいて、また確認した上で最終版といたしたいと思いますが、そういうことでよろしいでしょうか。

では、ご異議がないようですので、資料 1－1、第 5 回についてはこれが最終版、資料 1－2、第 6 回については、もう一度確認の上でそれを最終版とするということで、第 5 回のほうは速やかに公表できると思いますが、第 6 回のほうも委員の確認がとれ次第対外公表されますよう、よろしくお願いいたします。

続いて、「平成 30 年度第 5 回資産運用委員会議事録」につきましてお伺いいたします。これは委員の方々に目を通していただいたものがここに上がってきておりますが、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したいと思います。

こちらは時間をとりませんでした、1～2 分とったほうがよろしいでしょうか。もう確認済みということでしょうか。

それでは、ご異議がある委員の方がいらっしゃらないようですので、本案を最終版といたします。

（３）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、次の議題に移らせていただきたいと思います。次の議題は、議題 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で、6 経理分です。事務局よりご説明をお願いいたします。

○西川理事 それでは、資料 2－1 をご覧ください。

1 ページおめくりいただきまして、本日のご報告の対象期間は、平成 30 年 4 月から 12 月までの 9 カ月間でございます。ちょうど 12 月のクリスマス前後に内外株価がボトムを付けた時期でございますので、株式の委託運用を行っている 5 経理はいずれもマイナスの運用利回りとなっております。

金額で申し上げますと、上の表の 2 つ目のまとまりでございますけれども、中退共の給付経理で 413 億円、建退共の給付経理で 30 億円、同特別経理で 3 億円、清退共の給付経理で

5000 万円、林退共の給付経理で 1 億円程度の運用損が出ているといったような状況でございます。

委託運用部分の損益がこの後変わらないと仮定した場合、予定運用利回りに対応した責任準備金の増加分と業務経費等、それからプラスの側面としては、自家運用で確実に上がる利回り分を勘案しますと、年度末における各経理の剰余金につきましては、中退共で 900 億円強、建退共の給付経理で 190 億円強、同特別経理で 10 億円弱、清退共の給付経理で 1 億円強、林退共の給付経理で 2 億円強の減少になる計算になっております。

年明け以降、先ほど理事長の挨拶でもありましたが、株価はかなり戻しておりますが、それでも運用損失がなくなる程度なので、今年度は各経理とも剰余金の減少を覚悟する必要がありますのではないかなと思っています。

ちなみに、本日お配りした資料の一番後ろの中退共の金銭信託をご覧くださいと、前回もご覧いただいたものでございますが、赤い点線のところが運用益と運用損の分水嶺になっているわけですが、直近で見ますとちょうどそこに近づいてきて、乗るか乗らないかぐらいの水準まで戻ってきているということですが、ここまで戻ったとしても、必要経費分、制度利回りと業務経費を合わせた部分は剰余金の減少に繋がるということでございますので、いずれにしてもこのぐらいは減ってしまうのかなと思っていますところでございます。

次に、2 ページに行ってくださいまして、下段の「金銭信託の内訳」という表がございます。運用委託先のパフォーマンスをこちらでご覧いただくわけですが、運用委託を行っている 5 経理全てにおいて今期はベンチマークを下回るような状況になっております。

内訳をチェックいたしますと、まず中退共でございますけれども、マイナスといっても小幅でございますが、大きな問題はないと思っていますが、やや気になるのは、国内株式が、3 つの先に委託しているんですが、そのうちの 2 先、それから外国債券については 2 先中 2 先、外国株式については 3 先中 3 先が超過収益がマイナスになっておりまして、リスク分散が上手くできていないように見える点でございます。

例えば国内株式についていうと、スタイル的には、3 先がグロース型とバリュー型と市場型という形で分散しているんですが、結果的には、グロース型とバリュー型いずれも投資先が景気感応的な先に偏っていたということで、今回は同方向の影響を受けてしまったということですし、唯一プラスとなった市場型についても、あまり過去の運用成績が良くなかったところですので、委託金額がほかと比べてかなり少ないということもあり

まして、相殺するだけの影響を与えることができなくなっていたということでございます。

今回のマネストでは目指す委託先数を4から6先としているわけですので、委託先3先というのは分散効果を狙うにはやや少な過ぎるなというのを改めて認識したということでございますし、それから、金額配分につきましても適切な水準から外れてしまったということかなと思っております。だからこそ現在全資産でマネストを実施しているわけですが、ある程度の期間でマネスト見直しをやる必要があるということを改めて実感したところでございます。

次に特退共でございます。建退共の特別給付の国内株式がマイナス7.78になっているのと、それから、清退共の給付経理の国内株式はマイナス4.81になっているというところがやや目立つかなということでございます。いずれも委託運用規模が小さくて、建退共の特別経理は全体で150億円、清退共は9億円でございます。いずれも単独委託ということなので、振れやすいという面はございます。

それに加えて、建退の特別経理の委託先については、もともとリサーチ力に自信のある先ということで、昨年、個別銘柄選択で非常に大きな成果を上げたこともあって、やや銘柄選択で偏りが発生していたということかなと考えております。さらには、リサーチ力に自信があるだけに、ボトムアップ型の意思決定が行われるということで、方向修正に時間がかかるということもあるかなと思っております。その結果、相場の方向性が急に変わったときに方向修正に手間がかかって、いつまでもマイナスの状況から抜け出せていないという面があるものと思っております。

単独委託先なので、大きなリスクを抱えることのないように、市場型の戦略を期待しているということですが、そうしたことを踏まえた運用をするように要求するとともに、意思決定スピードの改善も含めて改善策の提示を要求しているところでございます。

一方、清退共の委託先につきましても、傾向としてはリサーチ力自慢の市場型ということで、建退の特別経理の委託先と似ているんですが、ただ、マイナス幅、ドローダウンの大きさの違いに見られるとおり、こうした状況が続くような構造的な問題がこちらにはまだないのではないかなと思っております。もちろん今後の動きにつきましても注視し、問題の所在が見えた場合には適切に対応したいと考えておりますが、目下のところは一時的な不振であるかなというふうに思っているところでございます。

運用実績についてのご報告は以上ですが、ここで1点ご報告とお願いがございます。継続検討としております運用実績の要因分解の件でございます。

本件につきましては、委託運用部分の資産配分効果が振るわない要因の分析と、資産配分効果の調整・管理方法、の両面から継続検討を進めておりますが、いずれもやや壁にぶつかっておりまして、ご助言をいただければと考えているところでございます。

まず原因分析についてですが、資料2-2をご覧ください。これは、2年ほど前になりますが、基本ポートフォリオを見直した際に、乖離許容幅とリバランスルールについてご審議いただくために当委員会に提出させていただいた資料でございます。当時は、乖離許容幅を 2σ としていたわけですが、これを 1.5σ に縮めるべきか否か、それから、リバランスの際に中心値まで戻すのではなくて、乖離許容幅の半分の水準まで戻すというルールをとっているわけですが、これを中心値まで戻すべきかどうかということを検討したときに作成させていただいた資料でございます。

乖離許容幅に関する試算結果については3ページにまとめてありまして、半戻しルールについては6ページに記載されております。ちょっと細々とした表で恐縮ですが、結論としては、まず3ページのほうから申し上げますと、乖離許容幅を 2σ から 1.5σ に縮小いたしました。6ページについていうと、半戻しルールは維持という結論になったのですが、この資料を今回引っ張り出してきましたのは、この分析の中に、基本ポートフォリオの中心値からの乖離に対する許容度が収益率に与える影響に関する分析が含まれていると思われるからであります。

まず乖離許容幅についてですが、3ページ上段の実績データを用いたヒストリカル・シミュレーション、実績データを用いた計測結果を見ますと、No. 1からNo. 3の3つが 2σ のケースです。No. 4からNo. 5の 1.5σ のケースと比べると、リターンのところをご覧くださいと、ほとんど差がないという格好になっております。それでも、ヒストリカル・データで見ると、 1.5σ ケースのほう若干収益率が高い部分もあるんですが、一方、下段のモンテカルロ・シミュレーションの結果を見ると、むしろ 2σ のケースのほうリターンが高くなっているような傾向が見られるところでございます。こうした結果を見ると、乖離許容幅の問題が、明確に収益率と負の相関関係にあるとは言えないのではないかというふうに見えるということでございます。

それから半戻しルールにつきましても、6ページの表をご覧くださいますと、左から3つ目の四角のところに「リバランス・ルール、ターゲット、年度基準」というのがありますが、「半値」と書いてあるのが半値戻しルール、「中心値」というのが、リバランスのときは中心値まで全部戻しますというルールに従った場合ということでございます。

こちらを隣にあるリターンのところで比較いたしますと、乖離許容幅とか推計方法によってまちまちになっているということです、中心値からの乖離を許容することが収益の悪化に繋がるということが必ずしも明確にここからは見られなかったということでございます。

次に考えたのが、運用実績の要因分解の結果の妥当性についてです。というのは、私どもの運用資産構成の大きな特徴として、簿価会計の満期保有国内債券が資産の過半を占めているというところがございます。

黄色い色の1枚紙の資料2-3をご覧くださいますと、GPIFさんとか企業年金連合会さんの場合は、簿価評価資産はほとんどないか全くないわけですが、私どもの場合は6割が簿価評価資産になっている。こちらはベンチマークというものがない部分でございます。一方で、基本ポートフォリオの資産別の構成比とか乖離許容幅は、簿価会計の部分を含めた形で設定しておりますので、委託運用部分だけを取り出して資産配分効果を計算することが果たして正しいのかどうかという問題が私どもの場合は発生してしまっているということでございます。自家運用部分についても資産配分効果というものがインプリシットには存在するわけですが、ただ、それを言い出すと、そもそもリスクゼロで運用している簿価評価部分について、ベンチマーク対比の超過収益率を計算することの意味があるのかという問題もありますので、評価の仕方ないしは解釈の仕方が難しいなと考えているところであります。

したがって、もし資産配分効果を厳密に管理・調整することだとすると、自家運用部分と委託運用部分を完全に切り離した格好で政策アセットミックスを設定して、その中で乖離許容幅等を設定する必要があるのかなというふうにも考えられる次第であります。

もちろん、それが必要ということであれば、そうした見直しをすることもやぶさかではないのですが、一方で、資産配分効果の管理・調整が可能かという次の問題がございます、今回ほかで何かいい例がないかということで、野村さんの助けもかりながら探してみたんですけども、資産配分効果等の要因分解結果を公表している先でも、その結果をもとに何か調整を行っている先というのが見当たりませんので、そうすると、なかなか到達目標がはっきりしていない中で、どういう改善に向けた具体的なアクションに踏み込むべきか悩ましいなと考えているところでございます。

まとめますと、3つの点についてご助言をいただきたいと思っております、1つは、

資産配分効果がマイナスとなる要因として、先ほど私どものほうで、乖離許容幅とか、あるいはリバランスの際にどこまで戻すかといったものが明確にマイナスに働いているという結果が見えなかったものですから、そのほかに何か考えられるか、あるいは、そもそも私どものこの分析の仕方に何かしら問題があるかというところであります。2つ目が、簿価会計部分の扱いをどのようにすればよいかということであります。3つ目は、資産配分効果の具体的な管理・調整方法について、何か実例等があればご教示いただければありがたい。この3点についてでございます。いただいた課題を打ち返すようで恐縮でございますが、もちろん私どもとしても引き続き調査・検討を進める所存ではありますが、ご助言を賜れば非常に幸甚でございます。

ご助言については特に期限は区切りませんが、早めにいただけると、5月に予定しております次の定期報告で作業結果についてご報告できるのではないかと思いますので、ご検討のほどよろしく願いいたします。

以上でございます。

○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 今の議題は、いただいたタイムスケジュールでいうと議題2をやっているということですね。

○西川理事 はい、そうです。すみません、議事次第から順番を変更させて頂いております。

○村上委員長 議題4のところでもう10分遅れになっていますので、そのあたりを踏まえまして…。

○西川理事 なので、今のご助言は宿題にしていれば。

○村上委員長 先ほど3つ西川理事からお話がありましたけれども、あれは必ずしもこの場ではなくて、ということですね。

○西川理事 はい。私ども今難渋している難しい問題です。

○村上委員長 そのようなことですが、この場で何かお話を伺いたいことがあれば、どうぞ。

○中島委員 ちょっと2点。今諮問された件とは別に、6経理の縦長の資料で2ページの下段の表ですが、これは前も伺ったことがあるかもしれませんが、「合計」というところの超過収益率は、上の4つ、清退共については2つの加重平均なんではないでしょうか。それと

も、今お話のあった資産配分効果も含む超過収益ということなんでしょうか。

○西川理事 これは資産配分効果込みです。

○中島委員 合計のところは、上の4つの構成比と超過収益の加重平均とは違う数字ということですね。

○西川理事 そういことです。こちらには資産配分効果が入ってしまっているという格好になっています。

○中島委員 わかりました。清退共でやってみたら、上の加重平均と一致したので、どうかと思ったんです。

○西川理事 たまたまです。

○中島委員 わかりました。毎回これ聞くような気がするので、下の注のところに、今言ったようなことがわかる注意書きを入れておいていただけると助かります。

○西川理事 わかりました。

○中島委員 あともう1点、今諮問があった件で、3点悩まれている点があるという話なんですけど、最初の資産配分効果のマイナスというお話は、たしか以前伺ったことがあるような気がするんですが、資産配分効果自体は、これでプラスを取ろうとかマイナスを取ろうという意図的なリスク要因ではないので、過去の実績でプラスだとかマイナスだとかあまり気にする必要がないというか、むしろそれよりも振れ幅の大きさというか、現状のリバランسرールの中で許容されている資産配分効果のリスクが過大になっていないか、そっちのほうが問題かなと。

資産配分効果で何かあった場合にどう対応すればいいのかという話ですけれども、資産配分効果の振れ幅が大きいということは、今のリバランسرールが多少ワイドになっているので、もう少しタイトな方向に変更して、資産配分効果によるリターンのぶれをもうちょっと抑制的にしていきましょうということに繋がると思うんですけど、いかがでしょうか。

○西川理事 ありがとうございます。資産配分効果については、以前お示ししたときに、振れ幅が大きいという印象はあまり持っていなくて、むしろ恒常的にマイナスで累積していくと結構大きなマイナスになっていた、そこを逆に問題視して、個別資産の選択効果といますか、委託先のパフォーマンスはいいんだけど、資産配分効果のところで足を引っ張ってしまっているんじゃないか、そういうような格好で出てきたので、ここは管理できないのかという話の流れになっていたんで、その方向で検討していたんですが。

○中島委員 外債がどうかという話が前にありまして、何か資料を見せていただきましたよね。

○西川理事 プラスかマイナスかよりもむしろ振れ幅のほうが問題なんだということであれば、そういった観点からまた考えてはみますが、ただ、表にそれを出すとマイナスが目立つので、そこは何でだという話、あるいはどう調整するんだという話にどうしてもなってしまうので、公表するのであればそこを明確にしていかないとまずいだろうなということでございます。

○中島委員 そうすると、議論の出発点になった分析とか資料を前にメールで送っていたのであれば、どの回の委員会で配付された資料かというのを教えていただければ、そこを出発点で考えさせていただきたいと思いますので、よろしくお願いします。

○西川理事 はい、また改めてお送りすることもできます。

○村上委員長 たしか年度ごとか、何かの時系列のデータを出していただいたことがありましたね。そのあたりについて直近のものまで含めたものがありましたら…。

○西川理事 もともとは GPIF さんで出している中で、同じようなものが出せないかというご提案をいただいて、その中で出してみたら、結構ショッキングな感じの見え方になってしまったということで、突き詰めていくと、GPIF さんと私どもの資産構成の違いとか、いろいろ見えてきたので、これは簡単にはなかなか出せないなということで、今悩んでいるということでございます。

そういたしましたら、前回お出しした資料をまた送らせていただいて、それもお覧いただきながらご助言をいただければと思います。

○村上委員長 この課題については、そのようなことでまた宿題になりますけれども、西川理事のほうから先ほど委員会にご助言をいただきたいということでお話がありました3点につきまして、またそのほかについても何かお気づきの点があれば、事務局のほうにお寄せいただければと思います。

こちらの運用実績の報告については、ほかに何かございませんでしょうか。報告のほうについては、12月までのご報告ということで、運用委員会として了承してよろしいでしょうか。

それでは、報告のほうについては、運用委員会として了承したことにいたしたいと思います。

(4) 平成 29 年度資産運用結果に対する報告について

○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 の平成 29 年度資産運用結果に対する報告についてです。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、まず、資料 3-1、1 枚紙をご覧ください。「基本ポートフォリオの定例検証に関する論点と今後の対応（案）」となっております。

これは前回の委員会でご審議、ご指摘をいただいた内容を踏まえまして、先月 29 日に急遽開催させていただきました打ち合わせで書きぶり等をご相談させていただいて、基本ポートフォリオの定例検証に関する考え方をまとめた案文でございます。なお、今申し上げた 29 日の打ち合わせにつきましては、本当に急なお願いで、皆様にご参加いただくことができず、本当に失礼いたしました。

急遽打ち合わせをお願いいたしましたのは、前回委員会でご審議いただきました内容を記憶の新しいうちに整理しておきたいということに加えて、この後ご審議いただく 29 年度の運用の報告書の中で定例検証に言及する箇所があるために、できれば本日の委員会で案文を作成させていただくに当たりまして、あまりとんちんかんな内容にすることもはばかられましたので、事前にお話をさせていただいたということでございます。何とぞご寛恕ください。

さて、基本ポートの定例検証については、委員会でご指摘いただきましたとおり、機構としての考え方の明示、認識の共有という基本的な下ごしらえをしないままに前回ご審議をお願いしてしまったため、議論のすれ違いが起こって非効率な取り進めとなってしまいましたことを改めておわび申し上げたいと思います。

このペーパーは、改めて私ども機構としての考え方、方針を明示するとともに、そうした方針をとるに当たって必要と思われる対応をまとめさせていただいたものでございます。

具体的にご説明いたしますと、論点 1 の部分は、先ほど申し上げた前回委員会でご指摘いただいたことをまとめたものです。ポートフォリオの管理の仕方については、中長期的に維持することを前提とする方法と毎年見直す方法が考えられ、まずどちらを選ぶについて方針が定まらなると定例検証の目的も定まらなということでありまして、機構が方針を明示し、それを関係者が共通認識とする必要があるということを書かせていただいております。

2 の対応方針の①では、私ども機構といたしましては、運用の基本方針における基本ポートフォリオの定義、あり方も踏まえて、選択肢の④、すなわち、再構築の必要性（前提

条件が崩れるような大きな変化の有無)を検証するものであるというふうに位置付けたいと考えております。今申し上げた基本方針における基本ポートフォリオの定義という意味でいうと、基本方針には「将来にわたる最適な資産の組み合わせである基本ポートフォリオを中長期的視点から策定し、これに基づく資産配分を維持するよう努める」と書いてございまして、それも踏まえますと、選択肢の④なのかなというふうに考えているところでございます。

もちろん、そうした管理方法を選択するに当たって必要なこと、やらなければいけないことがあるだろうということでございます。前提としては、認識を共有することと、それから③のところには、基本ポートフォリオの堅牢性を高めるような算定上の工夫といったことが今後の課題になるかなというふうに考えているところでございます。

この文章は案でございますが、本日ご意見をいただいて所要の修正を施した上で、定例検証に関する認識を文書の形で共有させていただければ、来年度の検証に向けてさらに検討と準備を進めて参りたいと考えているところでございます。

恐縮ですが、この案文につきましてもご意見を伺いたいと思います。よろしくお願いいたします。

○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 私、出席していなかったのでよくわからないんですけども、選択肢の④と⑥というのがあって、④をとられたということですね。その対抗になっている⑥ですが、「常に効率的フロンティア上に乗るように、毎年基本ポートフォリオを見直す」、これはあまり現実的ではないというか、そもそも④に対する別の選択肢にしてはちょっとはなから現実的ではないかなという気がします。

あと④ですが、「前提条件が崩れるような大きな変化」とあるんですけども、「前提条件」というのは何を意味するのでしょうか。

○西川理事 多分、あらかじめ幾つか例は作らなきゃいけないと思っているんですけども、全てを網羅するのはなかなか難しいかなと。というのは、構造変化といった場合にいろいろな構造があるんだろうなと思っておりまして、今恐らく前提条件として委員会において共有されているのは、長期金利がゼロ近辺で当面横這いというところだと思われます。一方、法制度といったようなものについても現状の構造といったものを暗黙裡に前提としていと考えられますが、何か法制度が変わったときに、それが我々の前提条件の変化に

相当するかどうかというのは、その都度考えていかななくてはいけないのかなと思っておりますので、そういう意味で、これについては継続的に認識の共有に努めるというふうに書かせていただいているということでございます。

○中島委員 ということは、非常に基本的というか、土台の土台みたいな話ということなんです。

○西川理事 そうですね。だと思っています。基本ポートフォリオを抜本的に見直さざるを得ないような根本的な前提条件であるかということ、何か大きな変化が発生する都度チェックしながらということだと思っています。

○中島委員 ちょっと抽象的な感じがするんですけども、そもそも何でこれをやったかという、もともと機構さんのポートフォリオ選択は平均分散法でやっていらっしゃるので、期待値と標準偏差と相関係数の3つを前提に、目標収益率 1.1%を目指す一番いいポートフォリオを決めましょうということですよ。

もともとそれで決められていて、毎年毎年コンサルさんが、期待値がこんなふうに変わりました、標準偏差の評価値がこんなふうに変わりました、相関係数の評価値はこんなふうに変わりました、それでもう一回フロンティアを引き直してみると、今のポートフォリオはフロンティアからこれだけ離れていますと。それであんまり離れていないように見えるので大丈夫だよという議論ですけども、何をもってあんまり離れていないのかというのが問題なのではないのというところからスタートしたような気がするんですけども。結局、こうした評価をやらないというんだったら、それもそれでいいと思うんですが、やるんだったら、離れていた場合、それでいいのか悪いのかという意味決定というか判断は下す必要があると思うんですけども、それに対する回答は少なくともこのペーパーを見る限りは見えないんですけども、そこら辺はどうなのでしょう。

○西川理事 割とその手のやり方というのはいろいろなところでやってはいるんですが、ただ、それは継続検討課題の1つに入っていると思います。いつも私どもあれを一番最初にばんと出してしまうので、あれが一番重要というような格好になってしまっているんですけども、今ご指摘いただいたような明確な回答というのはなかなか難しいということもございますし、そもそも計算方法についても、期待収益率の計算方法とか、そういった技術的な改善点があると思われまますので、そもそもあれを今後とも継続するかというようなことも含めて、来年度に向けては検討していきたいというふうに思っているところであります。

○中島委員 そうすると、やっぱりわからないんですけども、もともと基本ポートフォリオの定例検証というのは、私が今申し上げた話ですよ。

○西川理事 それだけでもなくて、あれはあくまでもその中の1つ。

○中島委員 1つですね。それで最初にばーんと出てくるからというお話があったんですよ。結局その前提条件は、大きく言うと非常に抽象的な土台の話かもしれないんですけども、一番わかりやすくというと、ポートフォリオ選択の前提条件は今言った期待リターンと標準偏差と相関係数の数字ですよ。これが具体的に使っている前提条件で、つまるところそれが大きく変化したかどうかというのを検証する。

では、何をもって大きいかどうかというのはどうやって判断するのという話です。なので、⑥はそもそも④に対する比較対象にならないような気がしていて、基本は④を前提として、この前提条件というのが一体何を指すのか。その前提条件の大きな変化というのは何を指すのか。その前提条件と、今私が申し上げた期待リターンとか、標準偏差とか、相関係数というのはどんな関係になっているのか、そこら辺が明らかにされない限り、もう少し具体的に④というのはこういうことですよと言っていたかないと、もともとの議論の出発点というか、例の毎年毎年やっているフロンティアを描き直して、近いね、遠いという議論の答えになっていないと思う。

私としても④で全然問題ないと思うんですが、④の内容があまりに抽象的というかわかりづらいので、今後継続検討というお話があったと思うんですけども、その継続検討の中で具体的なイメージを出していただけるといいのではないかなと思います。

○西川理事 ありがとうございます。おっしゃるとおりで、期待収益率の出し方とか、そういったことについて、1年間でどれだけ増えたかということよりも、将来的にそこがどんどん乖離していくような格好で、今の基本ポートフォリオで、小さいリスクの中で必要な収益率をどれだけ稼げるかという、その前提条件が崩れてしまうようなことが起こっているかどうかということだと思いますが、それをどういった形で検証するかということについて考えていきたいなと思っております。

例えば期待収益率を計算するときは、当然、何かしらの前提条件として発射台を置くわけですけども、そこがある程度ロバストなのか、あるいはどういう形で構造変化を検証するのか、そういうようなことを検討していかなければいけないかなとは思っております。具体的に何か腹案があるというわけでもないんですが、やらなきゃならない方向性を今そのように考えているということです。

○村上委員長 今、中島委員からリクエストがあった部分というのは、まさに一番下の②と③で表現されている部分ではないかと思うのです。前提条件をもっと具体的にしてくというのが1つと、期待収益率というのが、市場の居どころが変わればすぐ見直さなければならぬというものでもないだろう、中長期的に維持される期待収益率というのはどのような考え方で置けばいいのか、このあたりも含めて整理をしていただく、そういう方向ではないかと思われるのです。

例えば GPIF など、足元からというよりも、5年後ぐらいをにらんだときの定常状態というような、足元だと非常に振れてしまいますので、部分的にはそのような考え方も取り入れている例もあるのです。

例えば株などでも、長期的な成長率が大きく変わったか変わらないかというのは非常に基本的な条件になると思うのですが、もう一つ、PER は平均回帰するような動きになるというような前提で組み合わせているところがありまして、後者の要素は市場の居どころによってしょっちゅう変わってしまうということなので、長期的な成長率が変わらなくても株式の期待リターンがしょっちゅう変わるというような事態が起こってしまう。ところが、これをもっと成長率に寄せておけば、足元がどこにいるかというのがあまり強く反映されないで済むかもしれないとか、いろいろな検討の方法があると思います。そのあたりも踏まえて、コンセンサスがとれるようなものを構築していけばよろしいのではないかと思います。ですが、いかがでしょうか。

○中島委員 前回お話ししたとき、今委員長からもお話があったとおり、足元に依存した評価は結構振れ幅が大きくて、たしか短期金利とか長期金利みたいなやつのブロックビルディングでやる中で、去年までこれだったのに、今は足元が変わってこんな変わった、その結果債券の期待リターンがこんなに変わって、結果がこんなに変わってしまったというのがある。なので、1つ技術的な方法としては、足元の数字を使うようなやり方ではなくて、割と漸進的に少しずつ変化させていくようなものであれば、大きな変化は多分生じないよねというのがある。

あと一つは、どれだけフロンティアから離れると問題なんだという点の整理なしにあのグラフが毎回出てきても、見ていただけになってしまいます。なので、そのあたりについては、すぐには答えが出ないと思うんですけれども、継続的にご審議いただければいいのではないかなと思います。

○西川理事 ものになるかどうかわかりませんが、以前見ていただいたフロンティアに

幅を付けるとか、そういうのも引き続き検討はしていきたいと思っています。

○村上委員長 方向性としては、細かいところを詰めるのはこれからということになりますけれども、事務局からご提案がありました2の①、運用の基本方針にあるように将来にわたる最適な資産配分の組み合わせである基本ポートフォリオを中長期的な観点から策定して、これに基づく資産配分を維持するように努める、このような運営ができるような前提条件とか期待収益率のあり方、検証のあり方を整理していただく、そういう方向で課題としては進めていただくということによろしいでしょうか。

それでは、ほかにご意見、ご質問等がなければ、基本ポートフォリオの定例検証に関する論点と今後の対応については、本日の議論を踏まえた上で検討を進めていただいて、対応案については、先ほど中島委員からも出されましたように、⑧というのが対立軸としてどうかという問題は確かにあると思うのですが、大きな方向としては、この論点は2の対応方針にある方向で進めていただきたい、そういうことで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。

それから、3のテーマはこちらの報告のほうも含まれるのですか。これについてご説明いただいたほうがよろしいでしょう。

○西川理事 それでは、資料3-2についてご報告をさせていただきます。

昨年から公表を開始いたしました「資産運用結果に対する報告」の2回目の公表文案になります。私どもの資産運用が運用の基本方針に合致したものになっているかどうかを基本方針の条文に沿って逐条的に説明したものであります。

もともとは資産運用委員会が設置される前に、内部任命委員で構成された資産運用評価委員会というものがございまして、こちらが年に1度資産運用に関する評価報告書として出していた資料でございしますが、資産運用委員会が設置された後は、運用に関する評価については、6月の有識者会議への提出資料においてご評価をいただいております、内容的にも、形式的な確認や資産運用委員会に取り上げられた内容の報告であるため、この報告につきましては、情報公開の一環として報告書の形で公表することと昨年からさせていただいているものであります。

したがって、公表することについてのご了解はいただきたいと思います。これはあくまでも機構の文書でございまして、文責は事務局のほうに属するというふうにご理解いただければと思います。

本日は、前年度のもののデータ更新以外のポイントについてご説明をいたします。

まず1点目でございますが、29年度中に資産運用委員会でご審議いただいた運用ルールや運用方法に関する記述部分です。具体的には、1ページの一番下から2ページにかけて、リバランسرールと国内債券の運用対象について継続検討案件としていることを記載させていただいております。リバランسرールにつきましては、先ほど話題になりました半戻しルールを維持するかどうかということについてご検討いただいたということでございます。それから、2ページの真ん中ぐらいに「運用手法」というのがございまして、この2つ目のぼちに「国債以外の金融商品」と書いてございますが、こちらには、マイナス金利が復活すると国債への投資金額が少なくなってしまうので、現在は商工中金や一部の政府保証債等に限定しているものをほかの金融債等に拡大できないかというような検討を行ったわけですが、それに言及させていただいているということでございます。

2つ目でございますが、29年度の資産運用委員会における主要議題の1つでありました想定損失額、あるいは望ましい剰余金水準の見直しについて、3ページで言及をさせていただいております。労政審における財政検証の結果、想定損失額、ひいては望ましい剰余金水準が見直されたことをご報告させていただいているということでございます。

これは、3ページの①中退共給付経理のところの3つ目のところに詳しく書いてございますが、労政審の中退共部会における財政検証が実施されて、現在の基本ポートフォリオのもとで必要とされる累積剰余金の水準の算定方法が見直され、累積剰余金の水準が4400億円に設定されました。この水準が、現行基本ポートフォリオにおいて想定し得る損失額をおおむねカバーできる水準となっています、そういう書きぶりにさせていただきました。

また、想定損失額の計算に当たって、以前は、リーマンショック時と同じような金融ショックというような言い方をしていたわけですが、それだけではなくて、モンテカルロ・シミュレーションとか、VaRとか、そういった多面的な検討を行いましたということをご報告させていただいている次第です。

最後に、4ページから5ページにかけて、先ほどもお話に出ましたが、基本ポートフォリオの定例検証結果について記載させていただいております。ここで定例検証に関する考え方について明記させていただくことと、それから建退共における基本ポートの見直し方針に言及しているところ、さらには林退共の累積解消計画に言及しているところ、そういったところがポイントになるかなと思っております。

具体的に言うと、4ページの(2)「基本ポートフォリオの毎年度検証」の2つ目のぼち

のところで、「定例検証は、中長期的に維持すべき基本ポートフォリオについて、維持することが不適当と思われるような前提条件の大きな変化が発生しているか否かを検証するものですが」というような言い方をさせていただいております。

建退共の基本ポートフォリオの見直しにつきましては、その下にあります表の5ページのほうに行きますが、建退共の給付経理の右のほうの欄に基本ポートフォリオの見直しに着手するというようなことを記載させていただいております。また、特別給付につきましても、基本ポートフォリオの見直しについては、左側の状況からは行わないという結論になりますが、ただ、給付経理における見直しにあわせて運用体制について見直しを行うというような形の書きぶりにさせていただいております。

以上が、今回の報告における特徴点といいますかポイントということでございますが、それ以外のところは昨年度からデータ等の更新をさせていただいたものでございます。

なお、附属の資料がいっぱいついておりますが、これは基本的にホームページで公表いたしますので、関連の部分が既にありますので、そちらに飛ぶような格好になっております。

○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したらお願いいたします。

○中島委員 4ページのところに各経理別に見直しの結果が書いてあるんですが、その上のところに、「前提条件の大きな変化が発生しているか否かを検証するものです」と、さっきの文言が書いてあって、「検証結果」のところで「金融経済情勢」、これが前提条件に多分含まれるんだなというのはわかるのですが、そこから先の「効率性」というのはちょっとわかりづらくて、さらに次の「リスク体制」というのがかなりわからないのですが、これは何なのでしょう。

○西川理事 効率性は、先ほどの効率性フロンティアの話であります。リスク体制につきましては、これはわかりやすいように直しますが、現在の基本ポートフォリオが抱えるリスクと累積剰余金の関係について述べたものだというふうにお考えいただければと思います。

○中島委員 リスクと累積剰余金の関係。

○西川理事 基本ポートフォリオで、想定損失額から考えて十分な累積剰余金があるかどうかという検討結果だと。

○中島委員 そうすると、具体的に言うと、それはこの資料中に根拠があるものですか。

○西川理事 いえ、この資料中にはないです。

○中島委員 先ほど何かありましたよね。

○西川理事 この結果につきましては、むしろ前回ご覧いただいた検証結果のほうにあるということであります。

○中島委員 多分、この3つを並べただけだと、この場にいる人以外はなかなかわからない。最初のところはわかるんですけども。そうすると、同じような扱い、並列に並べていいような概念なのかなと思うんですけども、最初はまず金融経済情勢という外部の話で、次はポートフォリオの話で、次はポートフォリオのリスクと剰余金の話という形になっているので、それぞれ言っている内容が違いますよというのがわからないと、言葉だけがぼんぼんと並ぶと。最終的には問題がないので大丈夫ということなんですけど、問題がないという前提が金融財政情勢以外は分からない。

○西川理事 わかりました。初めて見た人でも、これが何を意味しているのかわかるようにですね。

○中島委員 残り2つが何を意味しているのか。

○西川理事 ちょっとそこはもう少し詳しく書き直させていただきます。ありがとうございます。

○村上委員長 先ほどのご説明だと、「体制」という言葉ははまらないような気がします。

○西川理事 そうですね。おっしゃるとおり。

○村上委員長 ほかに何かございますでしょうか。

○稲垣委員 形式的なことを聞いていいですか。P4の資産運用の基本方針のⅠ－4（2）の（1）、（2）、（3）をあえて順番に並べていないのは、何か意味があるのですか。（3）が頭に来て、（1）、（2）となっています。重要性の視点からそうしているのですか。

○西川理事 ありがとうございます。これは鋭いご指摘で、何でこうなったかという、去年は、前年度の実績として基本ポートフォリオの見直しというのが一大テーマとしてあったんですね。なので、去年実はⅠ－4について一番重要なので、見直しを一番上に持ってきたんです。今年はその順番どおりに書いてしまったんですが、今年は見直しをしておりませんので、その結果として非常に不自然な並びになってしまいましたが、すみません、順番を直します。失礼いたしました。

○稲垣委員 これもあんまり中身には関係ない話ですが、5ページの下「実績」のところに①②③とあって、①の「財務諸表等の公表」の、「一般の閲覧に供する」という言い方

なんですが、これは「縦覧」の方が良いのではないのでしょうか。閲覧というと、請求して調べるというイメージでちょっと違うかなという印象をもったものですから。

○西川理事 わかりました。ありがとうございます。

○稲垣委員 公表される文章だったのでちょっと。

○西川理事 ありがとうございます。助かります。

○村上委員長 全般的に昨年に評価報告等を委員会としてやったものと、これは位置付けが違う公表のためのものということで、また、平成 29 年度という一昨年の年度に関する話ということで、年間の中でこのようなことが行われていて、読んでいて前にこれは読んだことがあるなというように、重複する部分もたくさんあるという印象があります。できるだけ効率的に行う方法がないのかどうかというところは、これは恐らく厚労省さんのほうも関係するのではないかと思うのですが、全体の中で生産性を見直してみたいなものを少々考えていただいたらよいのではないのでしょうか。

報告について、これとこれは結構重複する部分があるので、合理的にはこのようにやったほうがいいのか、目的が違っても、ここまでは同じものを転用してというようなものがあれば、そこから先の議論だけすればいいようになるとか、その辺は工夫の余地があるのではないかと思います。その辺はお願いすることにしたいと思います。

○西川理事 わかりました。

○村上委員長 それでは、ほかにご質問、ご意見がなければ、先ほど委員からご指摘があった文言のところについては、事務局のほうで再度もんでいただくということですね。それはもう一度確認ということですかね。

○西川理事 先ほどのことも踏まえて修正案を書かせていただいて、ご覧いただいて、ご了解いただいたところで公表という格好にしたいと思います。

○村上委員長 では、先ほどのご指摘の点の修正案をまたご提示いただいて、それを了承したところで最終決定ということでよろしいですね。それで、それを報告書の形で公表していただく。そのようなことで、よろしくお願いいたします。

それから、議題 3 につきましては、先ほど資料 3-1 の基本ポートフォリオの定例検証に関するペーパーのところで 1 つ申し忘れたことがありまして、大きな方向性、対応方針についてはこの方向でということでしたけれども、事務局におかれましては、継続検討課題について検討を進めていただいて、適宜委員会のほうへご報告いただくようよろしくお願いいたします。

以上で議題3は終わります。

(5) 建退共の財務状況、資産運用等について

○村上委員長 今日最後の議題になりますが、議題5、建退共の財務状況、資産運用等についてということで、ご報告をお願いしたいと思います。

○稗田理事長代理 それでは、資料5-1と5-2をご覧くださいながらご説明させていただきたいと存じます。

平成31年度は建退共の財政検証の年で、5年に1度、掛金と退職金等の額等について検討するというので、これは事業主、労働者の方々の負担と受益に直結いたします。したがって、関係者の皆様の十分な理解を得ることが必要ということで、機構といたしましても、会議や個別説明を通じてご理解をいただくことが必要と認識しております。

そこで、資料5-2をご覧くださいますと、ここに建設業関係の主な会議について書かせていただいております。

まずめくっていただきますと、1ページ左側に運営委員会があって、このページと2ページに評議員があって、実は運営委員会、評議員会というのは建設業の事業主、建設業関係団体等で構成されておまして、運営委員20名、評議員49名、合計69名が合同で会議をいたします。これは通常3月と6月に開催をいたします。

ただ、こういう人数ですとなかなか議論もできませんので、同じ資料の3ページをご覧くださいますと、財務問題・基本問題検討委員会というものも設けておまして、これは少人数で意見交換を行う検討の場でございます。通常6月と11月に開催されます。

それと、3ページの右側を見ていただきますと、労働側も加えた労使の委員により構成される参与会というのがございまして、昨年は3月と11月に実施をしております。

本日ご説明させていただきます資料5-1は、3月の運営委員会、評議員会、参与会に提出予定の資料の現時点でのたたき台でございます。委員の皆様には既にご承知いただいている部分も多いかと存じますが、そういうことでよろしく願いいたします。

あちこち飛んで恐縮ですが、まず5ページをご覧くださいいただければと存じます。

建退共の資産構成が左上のほうにあります。29年度末(30年3月末)で9755億円ですが、このうち上の2つ、自家運用、生保運用、広く自家運用ですが、これが3分の2を占めておまして、ここの評価は簿価評価で行い、収益は利息を計上するということになります。下の4つ、委託運用につきましては、当然、評価は時価評価で行い、価格変動を含

めて収益・損失に計上することになっています。

自家運用に関連するものとして8ページの数字をご覧いただければと存じます。建退共給付経理の運用収入の推移を付けておりますが、先ほどご説明いたしました3分の2を占める自家運用債券、しかもその3分の2は10年債で運用しております。国債10年金利を見ていただきますと、10年前の平成20年度に購入させていただいたものは大体1.3%の金利がございましたが、この1.3%の10年の国債を買うと、1.3%分の金利を平成21年度以降毎年計上しまして、10年目に満期になって、平成30年度には0.07%という国債に置きかわるという状況でございます。

私どもは、金利収入が得られるように、政保債、商工債、20年債等も購入しておりますが、今後5年間、平成21年度から25年度を見ていただきますと、1.3%、1.3%というような数字が並んでおりまして、これらの高い金利の債券が低い金利の債券に置きかわる可能性が高いかと存じます。

そこで3ページをご覧いただければと存じます。3ページの特に下のほうをご覧いただければと思うんですが、私どもの収入・支出の状況でございます。左側が収益、右側が費用でございます。掛金と退職金の収支差でありますとか、あるいは補助金、そのようなその他の項目もありますが、この基本は、運用収入で3%の予定利回りを前提とした責任準備金繰入と、さらに業務経理繰入という事務費を賄う。余れば利益剰余金が増えまして、足りなければ利益剰余金が減るということでございます。

ここを単純化しまして、運用収入と利益剰余金の関係を5年間で見たものですが、1ページに戻っていただきまして、左上を見ていただければと思います。161億円というのと、黒い84億円と、白い点々の67億円とありますが、黒い84億円というのが自家運用の収入でございます。これは5年前に推計したものでございます。白い点々の67億円という数字が、株式等の金銭信託の収入でございます。こういうふうな収入が上がるところで161億円の費用を賄って、毎年大体9億円赤字が出るので、こういう財務状況であれば予定運用利回りを2.7%から3.0%に引き上げようということで、このとき引き上げを行ったわけでございます。

この場合には、ご案内のように、自家運用84億円とかなり高い見通しを立てておりましたが、これは、平成30年度時点で国債金利が2.3%に上昇するということを前提とした推計でございます。

黒い84億円の自家運用のところを見ていただきますと、5年間の実績ですが、10年で

だんだん低い債券に置きかわっていきますので、78 億円、74 億円、67 億円、61 億円、54 億円とだんだん低下している状況でございます。

一方、金銭信託のほうは、上に行ったり下に行ったりします。プラスもあり、マイナスもありですが、特に 26 年度で金銭信託は 272 億円と大きく出ている部分がございます。この部分で累積剰余金が 1000 億を超えた。26 年度、27 年度あたりで出てきますけれども、そういうところに大きく反映しているかと思います。ただ、30 年度 12 月末では 78 億円のマイナスということで、見込みとして、自家運用 54 億円プラス、金銭信託 78 億円マイナスで、トータルすると 24 億円のマイナスで、さらに必要な経費 160 億円余りを合算すると、剰余金の減額幅は 180 億円程度という 12 月末の見込みでございます。

ただし、12 月末からは TOPIX が 1494 から、ご案内のように 1 月で 1567 となっていますので、恐らく 50～60 億円程度の改善効果はあるかと思いますが、それにしても今年度は大きな赤字が見込まれるだろうということでございます。

今後 5 年間について私どもで見込んだものが右側で、金利は継続的に低下することを前提にすると、このような感じになっていまして、コスト面では、私どもが今検討している電子申請を計算しない数字ですので、恐らく年間 10 億円程度の増加要因が出て参ります。収益は、低金利の継続を見込めば自家運用が引き続き低下するというところで、ここにあるとおり、私どもの今の見込みとしては、年間で大体 80 億円程度の赤字が見込まれるのではないかというふうに考えております。

この収支差をどうするかですが、およそ考えられることとしては、1 つは、予定運用利回りを引き下げて、この 166 億円というコストを引き下げるか、あるいは、リスク資産である株式の割合を高めて 50 億円の収益を上げるか、あるいは、毎年度赤字を出して利益剰余金を減少させるか、そのどれかということになるわけですが、利益剰余金を減少させるという方策のみをとった場合には、30 年度末で大体 800 億円程度の利益剰余金の水準があったと仮定した場合、普通の状況で利益剰余金が 5 年間で 5 かける 80 億円の 400 億円下がるという状況を踏まえますと、2 ページの左下にありますように、サブプライム、リーマンショック時には 2 年間で 470 億円現に減少している。2 年間で 470 億円の減少に普通に減少する分 80 億円かける 5 年間で足すと、これは私自身は放置できない状況ではないかというふうに認識をしております。

ちなみに、3 ページをご覧くださいますと、一番上ですが、建退共は予定運用利回りが 3 % であり、中退共、小規模企業共済と比べてもかなり高い運用利回りを設定しております。

す。

そこで、7ページをまたご覧いただきますと、過去にも運用利回りを引き下げたことが2回ほどございますけれども、この場合には、ここにありますように、同時に掛金日額の引き上げを実施しております。ただ、財政検証は当然のことながら、3月末の決算の数字を見て判断をする必要がございますので、とりあえず今の状況をご報告させていただきました。

私からの説明は以上でございます。

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

先ほどご説明の中で、資料の1ページですが、平成26年度の推計の時点では、平成30年度の10年国債の金利が2.3%になる、このような前提のもとにこのシミュレーションが行われていたというお話がありましたけれども、そのような前提というのはほかの経理にも使われているようなことがありますか。国債金利がこれだけ高くなるという前提について。

○稗田理事長代理 ちなみに具体的に申しますと、当時の前提ですと、26年度が1.0%、27年度が1.5%、28年度が1.9%、29年度が2.1%、30年度が2.3%、だんだん上がるような前提を立てていたということでございます。

○西川理事 林退共の累積債務の返済計画はその前提で。

○村上委員長 その前提でやっているということですね。すみません、少々余計なことを伺いました。ほかのところも現在と大きく異なる前提を置いてしまっているところがあるのかなと、と思ひまして。

○水野理事長 財政検証でいうと、建退共、清退共、林退共が特退共で、これが来年度の財政検証ですが、その5年前の同じ時期にやっていますから、清退共のところは頭に入っていないんですけど、建退共と林退共は同じような前提を置いています。中退共は昨年度財政検証をやりました。

我々、この資産運用委員会ができたときに、金利をどう読むかというので、かなり議論をしました。内閣府の見通しでやるとこうだけど、それでやって、基本ポートフォリオを変更した場合、金利が上がらなかった場合、運用結果が想定とは相当変わってしまうのでということで、横置きにさせていただきました。

○村上委員長 ありがとうございます。何かありますでしょうか。

○徳島委員長代理 平成 26 年当時の内閣府が策定された前提を使われているのでしょうか。

○稗田理事長代理 そうです。

○徳島委員長代理 前回の手法を踏襲するのであれば、この間 1 月末に内閣府が出されたものを使わざるを得ませんね。

○稗田理事長代理 そこはまたこの場でいろいろご議論いただいたり、それから、労政審のほうでのご検討の状況とか、そういうものを見てまたご相談させていただくことになるかと存じます。

○水野理事長 4 ページの上のほうに○が 4 つあって、一番下の○に「独立行政法人改革等に関する基本的な方針」というのは平成 25 年 12 月 24 日の閣議決定なんですね。これがまずあって、この閣議決定後、26 年の 12 月に財政検証があるんですが、この閣議決定後どういうことが起こったかということ、独法の通則法の改正が平成 27 年の 4 月 1 日施行なんですね。それから、それに関する中退法の改正も施行がありまして、それが 28 年の 4 月 1 日です。その一環として、27 年の 10 月 1 日に資産運用委員会が設置された。したがって、今度の財政検証は、資産運用委員会が設置されたベースで考えることになると思います。今稗田さんがおっしゃったように、前回は横置きにするか内閣府の前提を使うか議論した上で、横置きでやりましょうということになりました。今度の財政検証に際しても、金利の読みはこの資産運用委員会でも考えなきゃいけない。

○中島委員 前の議題で、中退共のほうで累積剰余金の水準を 4,400 億円にするように設定した、これぐらいあるべきだという分析を行ったということになるんですけれども、もし同じようなものを建退共当てはめた場合、幾らぐらいの利益剰余金が必要ということになるのでしょうか。

○稗田理事長代理 まずシミュレーション結果ということで行きますと、6 ページをご覧くださいと、モンテカルロ・シミュレーションでやるということで行きますと、937 億円の累積剰余金がある 2017 年度を発射台にして、5 年間で 254 億円のマイナスになる。そういう点から見ると、これを足すというような考え方もできないわけではありませんが、この 937 億年に幾らか足すというようなあたりが 1 つの基準になってこようかと思います。ただ、累積剰余金の額がどうかというのは、関係者の方々の関心も非常に大きい部分がございますので、そういう点も含めていろいろと幅広く議論をしていく。

建設業界の方々に初めからこれだけ必要なんですという言い方をするのは、私はもうひ

とつ得策ではないかなというような感じも持っております。ただし、当然のことながら、いろいろなシミュレーションをやって、いろいろな計算、合理的な部分を示していくということは必要ですから、ここは追々示させていただこうかと思います。

なお、この1,100億円以外に、一般中退で資産規模に対して必要とされる累積剰余金の割合が9.1%になるわけですが、それと資産規模9,755億円の建退共に同じ割合をかけたら、累積剰余は計算上は890億円程度になって参ります。ただ、ちょっとそこは次回以降またいろいろと試算をさせていただこうかと存じます。

○中島委員 今のお話だと、累積剰余金ないしは利益剰余金の金額は経理によって一律でやる必要はなくて、変えたほうがいいのかもしいという点。もう一つ、2ページに、恐らく現状は700億円から800億円程度の剰余金ということですので、先ほどの横並びの話だと、もし中退共と同じようにやるのであれば900億円プラスアルファぐらいという話だったので、そうすると、ある程度我々は横並びで見えていますので、横並びで見ると、これ以上利益剰余金は減ってほしくないなという感触があるんですが、一方で、7ページにあるように、累積剰余金をこれ以上減らさないためには予定利回りを引き上げる必要があって、そうすると掛金を引き上げる、ないしは退職金を減らす、ないしはその両方の組み合わせになる。そうすると、加入している人は、もうちょっと利益剰余金を減らしてもいいのではないの、今の予定利率を維持してよと、そっちのほうに力学としては働く、そういうことでよろしいのでしょうか。

○稗田理事長代理 そういうことです。現に建設業のいろいろな関係者とお話ししていると、1,000億円を超えたことがあって、1,000億という剰余金はかなり大きいのではないかと、そういうご意見を持っている方はかなりおられます。それと、今どこもそうなんですけれども、建設業の世界は人手不足で人が足りない、処遇改善が極めて重要だ。処遇改善と言っておきながら、予定運用利回りを引き下げるのはいかがなものかというようなことを現に意見として伺うこともあります。

ただ、経済的に持続可能なもの、そういう点は、この資産運用委員会の場合でも十分なご検討をいただいて、ご議論を積み重ねていただいた部分でもございますので、そういう点もいろいろ紹介させていただきながら、いろいろな合意形成ができるようにやっていきたいと思っています。

○水野理事長 1点だけちょっと付言させてください。中島委員のご質問に対して、中退共と特退共と違うところは、運営委員会という組織があるということなんです。今稗田代

理が運営委員会名簿でご説明しましたが、こういう組織があつて、我々を所管している厚生労働省も運営委員会の議論とか意向はかなり尊重するというスタンスで行っている。

ただし、持ちかけ方とか運営の仕方は丁寧な説明をしなきゃいけないんですが、理論のところだけ申し上げると、リスクに見合う利益剰余金の水準というのは、昨年の労働政策審議会において、中退共の利益剰余金の水準は下位 1 % の確率で想定される損失額と設定されており、うちの機構としては建退共においても同様の手法をとることも一つの考え方ではないかと思っていますところ。機構として、そのような考え方をどのように今後説明していくかというのは、いろいろな手法があります。

もう一つは、稗田代理が非常にわかりやすく運用資産に対する比率という話をしましたがけれども、当然のことながら期待リターンが違うんですね。期待リターンがこのペーパーで出ていますけれども、建退共は 3 ページに予定運用利回り 3.0% と出ていますが、必ずしもこれは完全な年利ではなくて、手帳の更新期間等ありますから、下に注がありますけれども、運用を担っている人間としては、1.84% という数字がありますが、これが金利なんですね。それに経費率が大体 0.3% ぐらい。中退共でいえば、1% プラス経費率 0.1 の 1.1 に対して、建退共は 1.84 プラス 0.3 の 2.14%、大体倍ぐらいの利回りを上げなきゃいけないので、リスク量も高くなる。あと自家運用の利回りもちょっと違って、ただいま現在では建退共のほうが自家運用利回りが高いんですね。ということもあつて、1% tile ではじくと、理論値でいえば、6 ページの 937 億円に 254 億円を足した金額。

我々これを 3 年ぐらいかけてずっと議論してきたものを、建設業界の方に、今非常に人手も足りなくて、社会保険料をどうするかとかそういうことを議論されているところに、いきなり 1,000 億円を超えるものが必要なんですというのは、持ちかけ方としては丁寧に持っていかなければいけないというところでもあります。

最後に、中退共は毎月毎月口座振替で納付できているんですけども、建退共の場合は非正規労働者で、手帳に証紙を貼るという格好ですから、多少その辺のバッファがありまして、そういう意味では、金融をやっている人間から見るとやや気持ち悪い部分はあるんですが、総合的に最後は考えないといけないということだけ最初にちょっと申し上げておきたいと思います。考え方としては中島委員のご質問のとおりなんですけど、それが全て杓子定規にはいきませんよということです。

○中島委員 私我先ほど確認させていただいたのは、勉強というか、あまり資産運用とは関係ない話なんだけど、裏がどんな構造になっているのか知りたかっただけなので。

今ちょっと気になったのが、建退共は期待リターンを上げる必要があつて、リスクをいっばいとる必要があるんでしたっけ。今後基本ポートフォリオを考えるときに、そこが一番資産運用サイドとしては重要かと。

○稗田理事長代理 まず第一に、1ページをご覧くださいますと、これは持続可能かという、持続可能ではないかなと。先ほどもご説明させていただきましたように、具体的な策としては、まさにこのギャップを埋めるためには、予定運用利回りを引き下げるか、リスク資産の割合を高めるか、あるいは利益剰余金の減少をするか、その3つに1つなのか、あるいは3つをそれぞれ組み合わせるか、そういうふうなことになるわけで、組み合わせ方がどこらあたりに落ちつきそうかというあたりは、まずはちょっとご意見をいろいろ幅広く聞いてみないとわからないというところがありますので、そういう点またご報告させていただきながら、適切なリスクの分配とかそういう点についてご議論いただければと思います。

○中島委員 我々の資産運用の立場から見ると、恐らく1ページ目の右側の166億円と85億円のギャップがすごく大きい。これを埋めようとする一番手っ取り早いのは白の50億円をふやせばいい。白の50億円をふやせば全部解決するのではないか。

○稗田理事長代理 50億円をふやすためには、計算上は、リスクも非常に増えますけど、株を3倍ぐらい買えば大体これが埋まるような計算にはなるんです。

○中島委員 そうすると、6ページ目のシミュレーションが非常に悪化してしまって問題ですよ、そういう資料を作ったり検討することは資産運用サイドでもできると思うんですけども、それを超えるところは我々はタッチできない。

○稗田理事長代理 いろいろご意見を伺いながら、それで出てきたような論点を含めて、財政検証は1年かけた議論ですので、今後順次資料を出させていただければと思います。

○中島委員 わかりました。

○村上委員長 1つだけお願いします。7ページの対応案Ⅰ、Ⅱというのが書いてあるのですが、これはどこかでもう既に議論して…。

○稗田理事長代理 いや、まだ全くです。

○村上委員長 委員会とかには出されていないということですね。

○稗田理事長代理 全く初めてです。今度の3月18日に運営委員会がありますので、その場にこれを出すのが初めてになる。

○村上委員長 はい、わかりました。

○水野理事長 資産運用委員会で全体をお話ししないとわかりにくいかなと思って、稗田代理から話していただきましたけど、資産運用委員会としては、リスクに見合う利益剰余金があるのかとか、あるいは、あわせて基本ポートフォリオを変えますから、この基本ポートフォリオでいいのかとか、そういうところをぜひご議論いただいて、あとのところは運営委員会なり何なりで。

労働政策審議会から言われているのは、中退共、建退共、清退共、林退共、必ずリスクは必要最低限にして頂戴ね、皆さん方リスクはなるべく減らしてくださいねと。だから、我々としてはそういう中で考えていくということです。

○村上委員長 それでは、よろしいでしょうか。ほかにご質問、ご意見等がなければ、建退共の財務状況、資産運用等につきましては、運用委員会として報告を了承することといたします。

3. 閉会

○村上委員長 本日、これで予定の議事が一通り済みましたが、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。よろしいでしょうか。

1つ宿題がございましたのは、議題2の中のリバランスルールに関連したところで、この辺については西川理事から3点ご諮問がありましたので、それに何かお答えできるものやご意見等があれば、各委員のほうからお寄せいただけたらと思います。

それでは、事務局より次回の委員会について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、4月5日金曜日の開催を予定しております。開催時刻が夕方の16時開催になりますので、よろしくお願いいたします。

今回は、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、ご質問、ご意見はございますでしょうか。

それでは、ほかにご質問がなければ、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って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す。お疲れさまでした。

(了)