

令和元年度第3回資産運用委員会議事録

日時 令和元年6月24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

○松永資産運用部長 定刻前ではございますが、出席予定の皆様がお揃いになりましたので、始めさせていただきます。

資産運用委員5名の出席を確認できましたので、本委員会は有効に成立しました。

ただいまから令和元年度第3回資産運用委員会を開催させていただきます。委員の皆様におかれましては、大変お忙しい中、お集まりいただきまして、誠にありがとうございます。

（2）新任資産運用委員の紹介

初めに、6月1日付で新たに就任されました資産運用委員をご紹介します。田中茉莉子委員でございます。

田中委員より一言ご挨拶をお願いいたします。

○田中委員 資産運用委員を拝命いたしました武蔵野大学の田中茉莉子と申します。マクロ経済学、国際金融論を専攻いたしております。どうぞよろしくお願いいたします。

○松永資産運用部長 続きまして、理事長の水野からご挨拶申し上げます。

（3）理事長挨拶

○水野理事長 おはようございます。水野でございます。

ご挨拶の前に、先週6月18日に発生いたしました新潟山形地震の被災者の皆様にお見舞いを申し上げます。

本日もお忙しい中、また朝早くから令和元年度第3回資産運用委員会にご参集賜りまして、誠にありがとうございます。

まずは、田中委員、資産運用委員をお引き受けいただきましたこと、厚く御礼を申し上げます。どうぞよろしくお願いいたします。

当委員会は平成27年10月の設置以来、内部ガバナンスの高度化と実効性のあるリスク管

理を目指してさまざまな論点について、金融業務としての基本と原則に基づいて議論を重ねて参りました。これまでに中退共基本ポートフォリオの再構築、累積剰余金の適正水準に関する考え方の見直し、付加退職金制度見直し方針の明確化、中退共のマネジャー・ストラクチャーの見直しなどを実現して参りました。

当委員会は、私どもの資産運用業務の遂行状況を監視していただく存在ではございますが、バックワード・ルッキングなチェックにとどまらず、フォワード・ルッキングな取り組みを示唆、支援していただく、当機構にとって本当にありがたい、かけがえのない存在になっております。これからも建退共における財政検証を踏まえた基本ポートフォリオの見直し、林退共における財政検証を踏まえた累損解消計画の見直しなど、重要案件が続きますので、どうぞよろしくお願いいたします。

本日ご審議いただく議題ですが、マネジャー・ストラクチャー見直しの継続審議、平成30年度資産運用に関する評価報告書（案）改訂版のご提示、建退共の財務状況、資産運用状況についてのご説明の第2弾、自家運用対象債券の拡大についての継続審議などとなっております。マネジャー・ストラクチャー、資産運用に関する評価報告書、自家運用対象債券の議題につきましては、非常に積極的なご回答を各委員から頂戴しております。いずれも一歩、深まった議論ができるものと思っておりますので、どうぞよろしくお願い申し上げますとともに、この1カ月間の皆様方のいろいろなご助言につきまして、御礼を申し上げます。

なお、マネストにつきましては、先週からいよいよ最後の資産クラスである外国株式の二次選考が始まりました。まだ5社でございますが、海外の有力運用機関が主力商品を持て応募しており、新たな発見が多いように思われます。1カ月以上の長丁場になりますが、引き続き適宜ご報告、ご相談しながら前向きに取り組んで参りますので、ご支援、ご助言のほど、よろしくお願い申し上げます。

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、ご忌憚のない活発なご審議をいただきますようお願いいたします。よろしくお願いいたします。

（４）資料確認

○松永資産運用部長 それでは、資料の確認をお願いいたします。

お手元の1枚目と2枚目、今回は2枚ございます座席図。3枚目、タイムスケジュール。4枚目、委員会次第。そして、進行シナリオ。続いて、議題資料になります。右上に資料

番号を付しております。資料1「平成31年度第1回資産運用委員会議事録」。資料2-1「国内株式アクティブ運用委託先の最終選考について」。資料2-2、これは1枚物ですが、「国内株式および外国株式のマネジャー選択について」。資料2-3「マネジャー選択に関する今後の課題」。資料3「平成30年度資産運用に関する評価報告書（案）」。

その別紙になりますが、資料3別紙「平成30年4月から平成31年3月の資産運用実績報告」。資料4-1「財務状況、資産運用等関係資料（建退共）」。

資料4-2「運営委員会委員等名簿」。資料5-1「自家運用対象債券の拡大について」。資料5-2「自家運用対象債券の検討状況」。

それと、今回も机上配布資料がございます。まず、「ファンド収益率の要因分解の見直しについて」。1枚物です。そして、「機構HP内用語集の追加案」。これも1枚物です。そして、「中小企業退職金共済法（抄）」。

これも1枚物です。そして、「独立行政法人勤労者退職金共済機構御中」とあります野村證券の資料。最後に2枚、いつもの計数表でございますが、「運用資産の損益・構成状況【概算値】」とそのグラフです。

以上になりますが、不備はございませんでしょうか。もし足りないものがありましたら、その都度でも結構ですので、お申し出ください。

それでは、この後の議事進行につきましては、村上委員長にお願いいたします。

2 議題

（1）資産運用委員会議事録の確認

○村上委員長 それでは、本委員会に入りたいと思います。本日の議事進行について円滑に進行しますよう、皆様方のご協力をお願いいたします。

それでは、議題に入ります。

1つ目の議題は、議題1の「資産運用委員会議事録の確認」です。事務局からご説明をお願いいたします。

○都築運用リスク管理役 資料1「平成31年度第1回資産運用委員会議事録」につきましては、全委員の確認が得られましたので、最終版としてご報告いたします。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。

なお、第1回の議事要旨でございますが、こちらは現在、案を作成中でございます。出来次第、こちらはメールでお送りいたしますので、ご確認のほどよろしくお願いいたします。

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

1つだけ確認させてください。この第1回は平成31年度ということでよろしいですね。今後の表記といたしましても、ところによっては、令和に直しているところはないですか。お役所の対応はどうなっているのでしょうか。

○宇野勤労者生活課長 遡って令和元年度にするというほうが多いかなと思います。

○村上委員長 そうですか。

○宇野勤労者生活課長 予算は令和元年度予算と言いかえています。

○村上委員長 そうですね。言いかえていますね。

○西川理事 そうですね。「令和」の1回に直させていただきますので、そこだけ修正をさせていただきます。申し訳ありません。

○村上委員長 そのほうがよろしいですかね。私からはそれだけです。

○西川理事 第2回のほうは令和第1回であるのにもかかわらず第2回にして、今回も第3回にしていますので、それとの平仄もありますので、「令和」第1回に直させていただきます。

○村上委員長 では、「令和」第1回ということにいたしましょうか。

それでは、「平成」という箇所だけを「令和」に修正をしたうえでということで、決を採りたいと思います。

資料1「令和元年度第1回資産運用委員会議事録」についてお伺いいたします。この事務局案を最終版とすることにご異議のある委員の方は挙手をお願いいたします。

挙手がないようですので、ご異議がないということで、本案を最終版といたします。

事務局のご説明にありましたように、公表は7年後となりますので、よろしくお願いいたします。

(2) 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、次の議題に移ります。次の議題は議題2「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、機構がマネジャー・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ます野村證券株式会社に陪席をお願いしておりますが、前回の本委員会の席上、コンサルタントの議論への関わり方についてご指摘をいただいたところでした。それを

受けて、事務局がコンサルタントの陪席の仕方について見直しを行ったということです。で、事務局からご説明をいただきたいと思います。

○西川理事　ご説明させていただきます。

当委員会ではこれまで、コンサルタントの陪席については、資産運用業務に係るコンサルタント業務を受託した業者に関係する案件に限定して委員会への陪席を依頼し、委員の皆様からのご質問に直接、回答してもらう扱いとして参りました。

こうした方式は、当委員会の発足時に、臼杵前委員長代理から、技術的なことについて直接、コンサルタントと話をさせてほしいとのご要望をいただきましたため、委員長にもご相談した上で導入したものでございます。

しかしながら、前回委員会において、こうした委員会において、本来、事務局の裏方であるコンサルタントが直接、発言することは類を見ないこととのご指摘を頂きましたほか、委員会提出資料もコンサルタントが直接、提出するような形になっているため、事務局による事前チェックがやや緩に流れた観があり、これが最近の計数ミスにも繋がっている面があるのではないかと反省しているところでございます。

そこで、今後は、委員会における議論の内容を適切に把握してもらうため、引き続きコンサルタントには必要に応じて委員会に陪席してもらいますが、席はバックベンチといたしまして、基本的には直接、議論に参加することはないという運営方法にさせていただきますと思っております。

以上です。

○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。

○徳島委員長代理　委員長、よろしいですか。

○村上委員長　はい。どうぞ。

○徳島委員長代理　基本的に今回の新しいご方針に異論はありませんが、前臼杵委員長代理からご指摘のあったような、あまりにも細かな点について、コンサルタントの方から事務局を1回介してご説明いただくのが煩雑に感じるときは、バックベンチから直接ご発言いただくこともご容赦いただけたらと思います。

○西川理事　はい。基本的にということで、直接的な質疑を全く排除するものでは在りません。

○村上委員長　では、そのようなケースにおいては、コンサルタントへの発言を求めるということで運営をしたいと思いますが、それでよろしいでしょうか。

○徳島委員長代理 はい。結構です。

○西川理事 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。

ほかにご質問、ご意見等がなければ、コンサルタントの陪席のあり方については、事務局の新しい方針を承認することといたしたいと思います。

続いて、前回委員会で、外国株式の一次選考結果に関する資料について、徳島委員長代理からご指摘いただきました、資料中の記載事項の不整合問題について、事務局からご報告があるとのことでした。

では、ご説明をよろしくお願いいたします。

○西川理事 ありがとうございます。ご説明申し上げます。

本日の机上配布資料の4枚目――3枚、1枚紙が続きますが、4つ目に、野村の作成した資料がございます。こちらをご覧ください。

前回の委員会におきまして、外国株式の一次選考結果についてご報告申し上げた際、説明に使用しました資料、資料2-2「外国株式運用委託先の一次選考について」につきまして、徳島委員長代理から、各ファンドのベンチマークに関する記載内容が、表によって異なっているものがあるとのことご指摘をいただいたところでした。

その確認結果について、ご報告させていただきます。今、見ていただいたものが報告内容をまとめたものでございます。

ご指摘いただいたのは、「応募ファンドの概要」という表と「一次スクリーニング結果」という表に掲載されたベンチマーク間の相違でございました。確認いたしましたところ、全部で6つのファンドについて相違が確認されました。

こちらのペーパーでいきますと、2の「ファンド毎の詳細」になりますが、6つのうちの4つは、双方で、2つの表の間で、定義の異なるものを掲載していたということでございました。具体的には、「応募ファンドの概要」の表に記載されているベンチマークは（これは「運用ベンチマーク」欄にあるわけですが）、受託した場合に応募先が使用するベンチマークである一方、「一次スクリーニング結果」に記載されていたベンチマークは、応募先から受け入れた運用実績データにおきまして、応募ファンドがベンチマークとしてこれまで使用してきたものでございました。すなわち、もし受託できたならば、運用方針を改め、当機構指定の評価ベンチマークであるMSCI Kokusaiを使って運用しますという先において、相違が発生したということでございます。例えば、応募ファンドのベンチマー

クは日本を含むMSCI Worldですが、受託できた場合には日本株を抜いてMSCI Kokusaiをベンチマークにして運用しますというような先のケースでございます。

この場合、項目名を変えるなり、注記するなりの対応が必要であったということでございますし、また図表作成者との間のコミュニケーション不足ということでもあったと考えております。

次の1つにつきましては、スマートベータファンドで、これは1枚、おめくりいただいて、ファンド50でございますが、こちらにつきましては、応募先が「ベンチマークなし」と申告してきた先でございました。概要ではそのまま「ベンチマークなし」と記載する一方で、一次スクリーニング表では、マネジャー・ベンチマーク対比のパフォーマンスを計算するため、便宜的に使用したベンチマーク、Kokusai Minimum Volatilityを記載してしまったというものでございます。これも、その旨、注記するか、あるいはそのまま「ベンチマークなし」と記載すべきところではございました。

最後の1つ、ファンド12につきましては、複数のファンドを応募してきた先について、別のファンドのベンチマークを誤って転記してしまったというミスでございました。

いずれにつきましても、前回ご報告、おわびした一連のミスと同じ時期に、同じ原因、すなわち第三者による点検の欠如によって発生したものと考えております。重ねておわび申し上げますとともに、前回いただきましたご助言を踏まえて、再発防止に努めさせていただきたいと思っております。

私からのご報告は以上でございます。

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

○中島委員 では、1つ、よろしいでしょうか。

○村上委員長 はい。では、中島委員、お願いします。

○中島委員 それぞれ乖離が生じた理由は理解しました。1つは、表記が十分ではなかったと、あとはちょっとしたミスがあったということで。そこら辺は改めてもらえばいいと思いますが、ミスの問題とは関係なしに、最後の4枚目で、4つのファンドについては、それまで使っていたベンチマークと違うベンチマークで大丈夫ですと言っています。ただし書いてある中身が微妙に違って、運用は変えないで、ベンチマークはそちらのベンチマークに合わせてもらって大丈夫ですと言っているのか、それとも、そもそも運用自体を変えてしまいますと言っているのかわからない。これで見ると、すごく小さい字です

が、一番下のファンド41は、運用を変えてしまいますと言っていて、そのほかについてはよくわからない。運用を変えらるとなると、それまでの定量的なデータなどがあまり有効ではなくなる可能性もあったりするので、そのあたりはどうか、教えていただけないでしょうか。

○西川理事 おっしゃるとおりで、両方あります。先ほども例で申し上げたように、Worldでやってきた人が、日本株を受託後は外しますと言っているところもあれば、今までどおりやりますが、評価はMSCI Kokusaiでやっていただいても結構ですということをおっしゃるところもあるという格好であります。

おっしゃるとおりで、シミュレーションみたいなことはできますが、実際問題として、それが最後のスタイル分散のときにどういう影響を与えるかというのは、注意が必要で有り、彼らが受託後にどのような運用をしていくのかというのは、注意して聞いていかなくてはいけないと思っております。

○中島委員 外株の定量分析の資料は一度いただいているので、この後また出てくることはないと思いますが、もし今後、二次選考などの資料があれば、ファンドによって、どういうファンドなのかという注記をしていただけると助かるので、そこら辺はよろしく願いいたします。

○西川理事 なるほど。わかりました。面接してみないと最終的なものがわからないので、やったところでまたご報告させていただきます。

○中島委員 よろしく申し上げます。

○村上委員長 では、よろしいでしょうか。

ほかに何か。はい。徳島委員長代理。

○徳島委員長代理 今回、結論を覆す必要はないと私も思っておりますが、そもそも外国株式に関して、グローバル株式にして、日本株を入れるのか、入れないのかということは、実は基本ポートフォリオの考え方のときから議論をし、とりあえず外しておこうということになりました。それでも、外国株式という資産クラスの中で、オフベンチマークで日本株が入ることを許容できるかどうかというぐらいでやってきたところですが、改めて今回の事象の発生を考えると、次の基本ポートフォリオの際に外国株式にもう1回、日本株を入れることを是とするか、要するにグローバル株式で考えるのかどうかということを、改めて議論したほうがいいのかと考えました。

以上です。感想です。

○水野理事長 今回の件でいうと、全くおっしゃるとおりで、10数社、定性で面接しています、そこは必ず聞いています。聞いても、大丈夫ですよと言われるとそれまでですが、我々のベンチマークへの対応可能性という観点から大丈夫かどうかという切り口が1つと、もう1つは、今、徳島さんがおっしゃったように、実態的に今の主流はどちらがいいのか。要するに、あまりにも我々のベンチマークと、多くのマネジャーが本来使っているベンチマークが違うと、運用受託機関のパフォーマンス管理面等で多分齟齬を来すのではないかとということもあって、その辺も今、聞いているところですので、次の基本ポートフォリオでは生かしていきたいと思います。

○村上委員長 それでは、次の基本ポートフォリオでは、このマネストによって得られた情報なども含め、いろいろ知識を生かしてということをお願いしたいと思います。この委員会の場では、今の事務局からのご報告を了承したこととしてよろしいでしょうか。

事務局におかれましては、ミス再発防止に努めていただくよう、よろしくお願いいたします。

それでは、マネストの本論に入りたいと思いますが、事務局におかれましては、野村證券の皆さんに入室していただけてください。

では、ご準備はよろしいでしょうか。

それでは、議事に入ります。事務局より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。

まずは国内株式最終選考案につきまして、非常に短期間での回答をお願いしたにもかかわらず、委員の皆様からご丁寧なご意見を頂戴いたしましたことにつき、おわびと心からの御礼を申し上げます。

さて、本日は初めに、最終選考結果案の内容、考え方につきまして、改めてご説明をさせていただきます、その上で、いただいたご意見を踏まえての対応方針についてご審議をお願いしたいと思います。

それでは、資料2-1をご覧ください。

1ページ、おめくりいただいて、1ページでございます。「二次選考の通過ファンドについて」というページでございますが、二次選考通過ファンドの一覧がございます。

二次選考を通過したファンドは9ファンドでございますが、うち下段の表の2ファンドにつきましては、リザーブファンド候補という位置付けでございます。上段の表に含まれる最終候補とは、二次選考での評価に、致命的ではありませんが、はっきりと序列がつく

程度の差が認められたため、第一候補に特段の問題が発見されなければ、リザーブファンドとして登録する扱いとすることを予定しております。

したがって、スタイル分散に関する試算は、基本的に上段の表中の7ファンドについて実施しております。

その上で、最終候補の組み合わせが決まった後、本命候補とリザーブ候補を入れかえた試算を行い、本命候補よりもリザーブ候補のほうが明らかにパフォーマンスや特性において優位な内容にならないこと、それとリザーブとしての適格性、本命候補を解約するような事態が万が一、生じた場合に、代替してもそうパフォーマンスが極端に落ちない、といったことを確認する、ということは実施しております。

次に2ページをご覧ください。最終選考のプロセスをお示ししてございます。株式運用の採用ファンド決定の判断に際しましては、スタイル分散が最終選考の眼目であることに鑑みまして、ファクター感応度や市場局面別リターン等の指標をもとに、バランス重視の選考をいたしました。その上で、報酬控除後の超過収益率、あるいはIRといったパフォーマンス指標も確認しております。

ちなみに、現段階では具体的な委託金額が決まっておりませんが、報酬は委託額を300億円とした場合の最終提示の累積報酬率を使っております。また、ファンド間の金額配分ですが、こちらは、とりあえず等額配分と、スタイル中立化をもう一步進めた配分について、各特性やパフォーマンスを比較しております。

3ページにお進みください。3ページの表につきましては、比較対象となったファンドの組み合わせパターンをお示ししております。

グロースとバリューの各本命1ファンドは鉄板といたしまして、市場型の採用ファンド数、2か3かの選択になります。それから、低ボラティリティ型アクティブファンドの採用の適否。また、スマートベータの採用の適否。そういう選択肢の中で、ファンド数は5ないし6という条件のもとで、12通りの組み合わせを比較いたしました。

その比較結果が4ページの表でございます。

試算結果を見ると、12ファンドが2つのグループに分けられました。ピンクの帯のかかったグループと白地のグループでございます。両者の違いはファンド34の低ボラティリティファンドを含むか否かでございます。ピンクが低ボラティリティファンドを含まないポートフォリオでございます。

上から6行目のファンド34の単独でのパフォーマンスをご覧くださいますと、報酬控除

後の超過収益率とTE（トラッキング・エラー）がいずれも突出して高いということがご覧いただけるかと思います。ベンチマークを基準とした場合、ハイリスク・ハイリターン型のファンドであることが示されているかと思います。このため、同ファンドが入ると、超過収益率が高くなる一方、IRは低めになるという傾向が見られます。

この傾向を念頭に、5ページへお進みください。5ページは、ポートフォリオの特性を一覧にしたものでございます。

4ページと同様、ピンクが低ボラティリティファンドを含まないポートフォリオでございますが、まずファクター感応度のバリューとサイズの列をご覧いただきたいと思います。総じてピンクのほうの数値が小さい、すなわち、各ファクターがより中立化されていることがご覧いただけるかと思います。したがって、収益率に注目するのであれば白グループ、バランスに注目するのであればピンクグループという選択になるかと思いますが、収益率についてはその継続性も含めて、個々のファンドの二次選定において十分評価したところであり、最終選考におけるポートフォリオ、組み合わせの選定の眼目がスタイル分散であることを踏まえれば、ここはバランス、リスクやパフォーマンス特性の偏りの回避を重視すべきであろうということで、私どもとしてはピンクグループを選考し、その中のファンドに絞って、選定することにいたしました。

その結果を6ページにお示ししてございます。これは3ページで見ていただいた表を、ピンクグループだけを取り出して、パフォーマンスと特性を比較したものでございます。

やはりここでもバランス重視ということで、下段の表からご覧いただきたいと思います。ポート2、8、11のバランスが相対的に良好である、すなわちバリューやサイズの数値のところが小さいということがご覧いただけるかと思います。それを踏まえて、上段のパフォーマンスを見ますと、ポート8は超過収益率、IRともに明らかに劣後するので、候補を2と11に絞らせていただきました。少し濃いめのピンクになっているところでございます。

残った2ファンド、2と11の最大の違いは、ポート2が6ファンド、ポート11が5ファンドであることです。数値的には、パフォーマンスも特性も、ポート11のほう若干良いという結果になっておりますが、微妙な差なので、この2つのポートについて金額配分によるパフォーマンス比較も行ってみました。

次のページをご覧ください。7ページでございます。

金額配分につきましては、等金額の配分とスタイル中立化配分を——ただし、毎回同じでございますが、配分格差を最大2倍で縛る制約を課して、比較してみました。配分結果

は7ページでございます。両ポートの違いはファンド4のある、なしになりますが、このファンド4というのがグロースバイアスのあるファンドでございますので、ファンド4を含むポートフォリオである2を中立化しますと、バリューファンドであるファンド16の金額が、グロース傾向を相殺するために多くなっております。一方、ファンド4を含まないポート11につきましては、中立化すると中小型バイアスを緩和するためにやや大型傾向のある、かつ、ややバリューバイアスもありますスマートベータファンドの配分が多くなっております。

等金額ポートか、スタイル中立化ポートかについては、スタイルを中立化した場合、いずれのポートについても、収益指標が劣化すること、また微妙なファクター感応度の違いで、特定ファンドの配分を最初から倍に増やすことのリスク、などを勘案すると、等金額でよいのではないかと考えているところでございます。

ということで、ポート2かポート11かの選択に戻るわけですが、先述のとおり、数値指標はポート11のほうが微妙にようになっております。しかしながら、ファンド4につきましては二次選考での運用哲学あるいは運用体制等、定性面についての評価がかなり高かったファンドでありますため、大きな差がないのであれば、6ファンドのほうが、委託先のバリエーションの観点、あるいはスチュワードシップ活動の実行先が増えることもあり、よいのではないかとということで、私どもの案としてはポート2の6ファンドを最終採用候補とした次第でございます。

なお、最初に申し上げたとおり、念のためにこのポートについて、リザーブファンドと入れかえた場合のパフォーマンスを確認した結果が、もう1枚、おめくりいただきまして9ページの参考でございます。

この結果をご覧くださいますと、まず下段の表をご覧ください、本命ポートのバランス、パフォーマンスが最もよさそうでございます、でも差は小幅という、リザーブとしては理想的な結果になったかなと思っているところでございます。ある意味、何かあれば安心して切りかえが可能と申し上げられるかと思います。

以上が私どもの最終選考案についてのご説明でございます。

そうした中で、再考のご提案をいただきましたのが、低ボラティリティファンドの組み入れでございます。最初に白とピンクに分けて、私どもは低ボラティリティファンドを入れない格好にしたわけでございますが、このファンドについては、下落局面への強い耐性と中小型特性による近年のハイパフォーマンスという2つの特性をあわせ持っております。

て、魅力的なファンドであるのは事実ということだとは思っております。ということで、この点について、この場でご意見をいただければと思っております。よろしくお願いいたします。

今回も中島委員から、本件について非常に精緻な資料を頂戴しております。資料としては、資料2-2でございます。毎回、恐縮ですが、中島委員にこちらのご説明をいただければと思いますが、よろしいでしょうか。

○中島委員 承知しました。

2-2と2-3は一緒に大丈夫ですか。

○西川理事 そうですね。はい。

○中島委員 2-3の資料はページ数が最初から2で始まっていますが、もともと一緒だったということです。

今回、もし時間的に間に合えば、資料2-2の趣旨を踏まえて、野村さんの資料も全体的につくり変えてもらえればと思ったのですが、さすがにそれは時間的に厳しかったようなので、別紙という形で説明させていただきます。

今、西川理事からお話があったように、野村さんの資料で見ると、4ページの上から2つ目のところで、「低ボラティリティファンド（ファンド34）を組み入れるか否かで、パフォーマンスの指標の傾向が大きく異なる」。まずこれを確認した上で、いろいろ見た結果、低ボラティリティファンドは除いて考えましょうというのが、次の5ページ目の真ん中あたりにある2つ目の赤い四角の記載で、「バランスの良さを勘案すると、低ボラティリティファンドを組み入れないポート群から選定するのが適当である」。ここで、低ボラティリティファンドが落ちてしまったわけです。

思い出していただければ助かるのですが、個人的には低ボラティリティファンドに対して極めて慎重に臨んだほうがいいと言いつけていました。それが、低ボラティリティファンドを擁護する形の話これから致します。まず、この時点で野村さんがやっていらっしゃったのは、とりあえず簡単にするために全部、等額のポートフォリオで考えましょうということでした。しかし、この前、言ったとおり、低ボラティリティファンドというのはかなり特色の強いファンドで、それを同じだけ入れてしまうと、出来上がりのポートフォリオは低ボラティリティファンドの影響を強く受けてしまう。一方、以前の話にあったとおり、本件はマネジャー・ストラクチャー全体として考えるべきだと。例えば、低ボラティリティファンドがあったとしても、別にもう少しボラティリティの高いファンドがあっ

て、それと一緒にあわせてみて、全体としていい感じにおさまるのであれば、それはそれでいいのではないかというお話です。

それで、低ボラティリティのウェイトが高過ぎるのではないかって見直したのが、資料2-2になります。資料2-2は黒い四角が2つあって、「目先の課題」と「中期的な課題」とあって、「目先の課題」のほうは白い丸の2つで、「国内株式」と「外国株式」とあります。本件はこのうちの上の四角の上の丸、「目先の課題」の「国内株式」になります。

結論としては、下の2つのポートフォリオ①と②の予断のないイーブンな比較が望ましいということです。まず①は、今、西川理事からご紹介のあった、バランスを最重視した等ウェイトポートフォリオで、全部で6ファンドを採用する。下は、「やや現代的」と名前を付けましたが、ファンド1を削り、かわりに、低ボラティリティファンドを含めたほかのファンドに削除分をほぼ等分に振り当てるというものです。

なぜこんなことを考えたのかというと、1つは、低ボラティリティファンドを入れるとどうなるかというのを見てみる必要があるというのと、あとは、こんなことを言うと失礼かもしれないですが、①は割と保守的というかクラシカルなマネジャー・ストラクチャーなので。市場型が全体の半分を占めるというのも、少し保守的な印象がありました。一方、②のほうは、市場型は全体の3分の1に減らして、残りを3分の2まで増やしている。

メリット、デメリットですが、どこを見ていただきたいかというと、もう1つの資料2-3の3枚目、ページ4と書いてあるところです。黄色とブルーの表で、これは野村さんの資料をそのまま抜粋してきた形になっています。対象となっているファンド群が上の黄色い部分で、リザーブファンドはオレンジのシャドーがかかっています。下の4つがポートフォリオの分析のところで、一番上の青が西川理事からご紹介があったポートフォリオの①になります。その下の2つ目の青が、今、私が申し上げた低ボラティリティファンドを少し入れてみたポートフォリオの②になります。下の2つは、その差を見て評価したものです。②から①を引く形になっています。

全部で3つの表がありますが、一番上の左側の表が全体として過去の超過リターンの平均値がどうかという点です。これで見ると、対政策ベンチマークについてはほぼ±0です。ただここは、過去、グロースのほうがよかった、中小型のほうよかったという、本来、機構さんで見ると、どちらもイーブンとすべき要素がバイアスとして入ってきている。それを調整して見たのが、 β 調整後、スタイル調整後というところです。これは野村さんの

資料そのままですが、これで見ると、私が申し上げたポートフォリオ②、「やや現代的」というほうが1割ぐらい数字がよくなっている。ですから、これを見る限り②のほうがいいということで、②のほうがいいというところに丸が付いています。

次に、上の右側の表。これはスタイルの偏りを見たものです。まず β について見ると、1.00と0.97ですから、ほぼ違いはない。市場ファクターで見ても、1.01と0.98ですから、+0.01と-0.02なので、これもほぼイーブン。バリューファクターの偏りも0.06と0.05なので、これもほぼイーブン。サイズファクターの偏りも0.05と0.05なので、ほぼイーブンです。ということで、バランスで見ると、どちらで見てもあまり変わらない。

あとは、局面別の勝った、負けたというところですが、一番右の2つのキャプチャーレシオのところは無視してください。全部で6つの局面があります。これは何かというと、ファーマ=フレンチの3ファクターモデルで、3つのファクターごとに当該ファクターがよかった局面、悪かった局面というのがまずある。それで、全部で6つの局面について、勝った、負けたを見ると、これも各々ということです。

ということで、局面別の勝った、負けたは各々、ファクターの偏りはほぼイーブン、全体で見るとスタイル調整すると、ポートフォリオ②のほうが少ない形になります。

ただ、注意していただきたいのは、下のほうの赤丸で囲ったところです。6つの局面のうち、「大型がアウトパフォーム」というところで、ポートフォリオ②はマイナスがついています。それに対してポートフォリオ①のほうは、バランス重視ですから全部がプラスになっている。

ということで、下の矢印のところに行きますが、過去のスタイル調整後の超過収益率の平均値で見ると、ファンド1にかえてファンド34を採用するポートフォリオ②のほうがいい。ファクター感応度で見ると、どちらでも構わない。局面別で見ると、全体に優劣をつけ難いですが、1つマイナスがつくという点で見ると、野村さんのご提案のポートフォリオ①のほうがいい。

そうすると、結局、ポイントは、バランスを最重視するのか、それともそれ以外のものを重視するのかということです。なお、ここで注意が必要なのは、これらの表のうち上の左側と下側は過去の収益率の平均値だという点です。平均値で裏にある本当の期待値を推定するというのは難しく、誤差が大きいからあてにならないと言われるところです。それに対して右上の表はリスクの部分なので、かなり信頼性が高いものです。したがって、信頼性が低いところで見ると各々で、信頼性が高いところで見てもほぼイーブンであると

ということになります。なので、少なくとも定量的に見る限り、あまり違いはないかなというところです。

そこで私がこの場で特に申し上げたいのは、機関投資家としてのスキル向上をどこまで重視するのかという観点。この点でみると、ポートフォリオ①は市場型の3つ、グロース、バリュー、ファンダメンタルが一つずつ。この内、ファンダメンタルは新しそうに見えますが、私はこのファンダメンタルのファンドを別のところで何年も見ていますが、あまり特徴が明確に出るものではない。なので、これらのファンドから勉強になるものがいっぱい出てくるかという、必ずしもそうではないのではないかな。それに対して低ボラティリティファンドは、やればやったなりに勉強になるところが出てくるのではなかろうか。やってみないとわからないことは結構たくさんあります。なので、そこに全面的に賭けるのではなく、少しやってみて、機関投資家としての知見やスキルを高めていくというのは重要なのではないかと思います。そこで、あまり違いのない定量評価の結果とは別に、スキルの向上の機会確保という観点、この2つを比較していただきたいというのが、国内株式に関する「目先の課題」の内容でございます。

○村上委員長 ありがとうございます。

では、ただいまの西川理事からのご報告、また中島委員からいただいた意見も踏まえまして、全体としてご質問、ご意見等はございますでしょうか。

では、田中委員、お願いします。

○田中委員 1点、マクロの観点からですが、先ほど低ボラティリティファンドは下落局面に強いという性質があるということで、現状の国内景気の状況はやや回復しつつあるということで、ただ、例えば通商問題や為替など、そういう不確実性があるということで、将来の見通しをどの程度、反映させるかということも低ボラティリティファンドの採用にかかわってくるのかなと思います。ただ、先ほどのご説明を伺っていて、上昇局面、下落局面について考慮されているということなので、そういうことも織り込み済みなのかなという印象も受けました。

○村上委員長 ありがとうございます。

では、事務局から、中島委員からのご意見や、今の田中委員からのご意見を含めまして、コメントがあればお願いします。

○西川理事 それでは、まず田中委員のご質問から。一応、私どもは長期的な投資家としての立場をとっておりますので、今後どういう方向に展開していくのかということについ

ては、それを踏まえてというか、向こう2～3年の景気見通しを考えて下向きに強いものを選ぶという発想はあまりとらないようにしております。むしろ長い局面を考えた中で、どういう局面になってもあまり大きく振れないようにという発想でポートフォリオを組んでおります。そういう意味では低ボラティリティファンドを入れるか、入れないかという判断につきましては、今の景気状況を考えたものではないということではあります。

中島委員からいただいたご提案は非常に悩ましいと思っているところで、一応、第二次の選考のときには、定性分析中心にということで、かなりヒアリングをしっかりとやってきたわけですが、その中で市場型のファンド1は結構、評判のよかったファンドなので、そこをこの数値の微妙なところで落としてしまうことに若干、残念な感じはあるなという気はしています。

また、加えてもう1つ、申し上げると、先ほどまさに中島委員から言っていた、中島委員の資料でいうと資料2－3の4ページで、大型がアウトパフォームしたときにマイナスになるなど、局面による大きな差異が出ないということを考えると、我々はあまり先進的なことはやるつもりもないので、どうしても保守的な考えになってしまいますが、当初案が居心地がいいなという感じはしております。ただ、勉強になるだろうと言われれば、確かにそれはそのとおりでなという感じもしますので、正直、迷うところではございます。

○中島委員 私はこの場で答えを求めているというよりも、資料が出て間もないと思いますので、この問題意識でもう1回、全体で見直していただきたいということです。この場で答えを出す必要はないということです。

○西川理事 なるほど。もちろん見直しはさせていただきます。取敢えず、私どもの今の考え方についてご説明させていただきました。

○徳島委員長代理 よろしいですか。

○村上委員長 はい。では、徳島委員長代理。

○徳島委員長代理 私が元来いろいろ申し上げてきた中で、結局、最後は御機構がそういった運用を採用するか、しないかというご判断だと思っています。中島委員からのご指摘のあるとおり、低ボラティリティファンドを入れると、いろいろな局面でほかのファンドとパフォーマンスの出方が異なってきます。そこで頭を悩ますことになりますし、かなり内部でも外向けでも説明の量が増えます。ただ、そのことが、中島委員のご指摘にあるとおり、知見やスキルの向上に繋がるところは多々あると思っています。逆に、あまりに全

体でのバランスにこだわり過ぎると、結局、パッシブファンドを保有しているのと何も変わらないという結果にもなりかねないといったことを考えると、数的にこれが最適なのかどうか、まだ検証を見ていないのでわかりませんが、中島委員からご提案のあったように、低ボラティリティファンドのようなものをある程度入れるという余地を考えていいのではないかと思います。最後は、御機構のご判断でいいと思っています。どちらの考え方も一長一短というか、いいところはどちらのポートフォリオにもあると思いますし、低ボラティリティファンドを入れることにもメリットがあると思います。逆に、デメリット的なところもあるということも認識しておりますので、最後はご判断にお任せしたいと思います。多分委員の皆さんの総意で、どちらにすべきということにはならないのではないかと思います。

○村上委員長 ありがとうございます。

○中島委員 引き続き述べさせていただきますと、今、徳島委員がおっしゃったとおりで私もいいと思います。私がここに示した数字は、定性のインタビューは全然見ていませんし、野村さんの資料だけで計算したもので、恐らくファンド1をかえるかわりに、ファンド4を減らすといったことも可能だと思います。要は、そちらのほうがたくさん情報を持っていらっしゃるので、まず低ボラティリティファンドを5%なり何%なり少し入れてみるという前提でポートフォリオを組んで、そこでポートフォリオ①と比較する。そうすると、多分、数値的にはあまり変わらないと思うので、結局、今、徳島委員がおっしゃったように、やるか、やらないかというのを機構さんとして決めていただくということになると思います。そこらを踏まえてもう一度、内部でご検討をお願いしたいと思います。

念のためにここで申し上げておくと、1つ重要な点があって、資料2-3の4ページの表の中で、右上の表はリスクに関する推定値なので信頼性が高いと申し上げました。見ていただきたいのは、CAPMの β と市場ファクターのところですが、ポートフォリオ②のほうはいずれも1を少し下回っています。0.97ですから、0.03なんて誤差みたいなものではないかと思ってしまうのですが、この0.03の影響がどのくらいかというと、機構さんが想定しているいらっしゃる株式の期待収益率は、たしか5%を少し超える水準ですので、これに0.03を掛けると0.15%ぐらいになります。一方、左側の表には、3ファクターモデルで調整するとポートフォリオ②のほうで0.16%いいと書いていますが、これは β が下がった分を調整しています。なので、本来とるべき β を1まで戻すと、多分トントンになっている。という意味で、ここの0.03は小さいように見えますが、無視できない偏りです。バランスを

重視するときはかなりいろいろ見なければいけないということがわかると思います。一応その点にご注意いただきたいと思います。

○村上委員長 よろしいでしょうか。

○稲垣委員 1つ、いいですか。

○村上委員長 はい。稲垣委員、お願いします。

○稲垣委員 ここで決められる話ではないと私も思います。私は、事前の意見聴取でも述べさせていただきましたが、せっかく低ボラティリティファンドの話をこれまで煮詰めてきたのだから、結果として等金額で置くにしても、低ボラのウェイトを小さくした比較検証等の方途もあったのかなと。ですから、資料2-2が出てきて、検討したのだなと思った次第です。私は結論的には、機構さんが決めていただくということでももちろんいいのですが、私の立場、立ち位置（勤労者の視点）からしますと、機関投資家としてのスキルや知見向上への期待を選定要素に加えることには疑問を持ちます。やはり、運用としての健全性を最重視していただきたいとは思っております。

ただ、いろいろな角度で検討してきた低ボラティリティファンドの問題でもございますから、そこはきちっと検討の段階ではいろいろな分析をしていただくことが重要だというのが趣旨でございますので、よろしくお願いしたいと思います。

○村上委員長 よろしいでしょうか。

○稲垣委員 はい。

○村上委員長 1つ、私からも質問ですが、低ボラティリティファンドについては、定性評価というか、ヒアリングの結果として、将来的に超過収益が継続的に得られそうかどうかについて納得性がある理論的、実証的根拠のようなものが得られたのでしょうか。そのあたりはどうでしょうか。

○西川理事 そうですね。評価は悪くなかったです。二次選考を通過して最終選考まで来ておりますので、そういう意味では選考対象になることが満場一致で通ったファンドでございます。

○村上委員長 そうですか。

○西川理事 あまり詳しく言ってしまうと、どこのか、わかってしまうといけないのですが。

○村上委員長 そうですか。そのあたりについて、中島委員からは先ほど、数字だけを見てつくったファンドの組合せの代替案の資料ということでご説明がありましたが、定性面

でもそういうことであるようでしたら、少し追加検討の余地はありそうですね。そのあたりについてはこの場では最終結論ということではなくて、全体として少し検討をお願いいたしましょうか。

○西川理事 はい。それでは、低ボラティリティファンドを少額で加えるような組み合わせについて試算を行いまして、その結果も踏まえて採用の適否を再検討させて頂いて、近日中に検討結果についてご報告をさせていただきたいと思います。

○村上委員長 1つ、後になりましたが、確認です。田中委員、先ほどのご質問の答えは、先ほどの西川理事からのご説明でよろしかったでしょうか。

○田中委員 はい。理解いたしました。ありがとうございます。

○村上委員長 それでは、この議題で何かありますか。中島委員。

○中島委員 国内株については以上でいいのですが、今日は多分、外株の話は出ないと思いますので、あわせてこの話の関係で外株について。

○西川理事 はい。お願い致します。

○中島委員 資料2-2の1枚紙ですが、今やったのは上半分の国内株式のところ、ここはご検討いただくということで、ありがとうございます。

下のところですが、外国株式について注意が目先必要と思われる点について話をさせていただきたいというのが1点、それとあわせて中期的な課題をもう1点。中期的な課題というのは何かというと、一言でいうと、「偏った母集団からバランスがとれたものをつくるのは難しい」ということ。言い換えると「偏ったものでやろうとすると、どうしても効率性とバランスのトレードオフが生じてしまう」。この点を説明させていただきたいと思っています。

まず外国株式についていいますと、書いてあるとおり、応募55ファンドの中で、バリュー属性を持つものは2つに限られるという現実。これは野村さんの資料からチェックしたものです。最終的なバランスを考えると、この2つはある意味、無条件で通過させるのが望ましい。要は相手方がないとバランスがとれなくなってしまうので。一方、実際一次選考の結果を見ると、2つのうちの1個だけは通過したけれども、現実的には両方とも落ちる可能性もあった。もし今後、残った一つのファンド38まで落としてしまうと、最終的なマネジャー・ストラクチャーが非常にバランスがとりにくくなると思います。なので、ファンド38のは温かい目で見えていただくほうが、最終的なマネジャー・ストラクチャーを考えるといいのではなかろうかというのが目先の課題です。

そこら辺の関係を見るために、資料2-3の「マネジャー選択に関する今後の課題」ということで、短期的、中期的を含めて話をさせていただきます。

今回、機構さんは十分な時間と人員をもって非常に慎重にマネジャー・ストラクチャーの見直しを実行されて、そこまでやったからこそ、見えてくるものがあったということで、ここで述べさせていただきます。

段階として、募集段階、一次選考の段階、最終選考の段階とありますがそこである意味、共通した課題があります。まず募集時の課題ということで1に書いてありますが、アンダーラインを引いてあるとおり、「応募ファンド群のスタイル分布に極端な偏りが見られた」。例えば、外株ではグロースファンドが非常に多かったし、国内株では中小型ファンドが多かった。これは、もしかしたらですが、近年、優位だったスタイルに募集が偏ったのかもしれない。逆に言うと、なるべくバランスよく応募してもらうような工夫が、募集段階で今後、必要ではないかということです。

具体的な数値で見ていただきたいのが下の2つです。これは別に精緻な分析でも何でもなくて、野村さんの資料をそのままグラフに置きかえただけです。上が外国株式のバリュース属性、下が国内株式のサイズ属性になります。応募段階ですの数が多くて、上が55ファンド、下が40ファンドになります。

この見方としては、それぞれの局面別ですから、青と赤の各点でワンセットになります。したがって、左上の外国株式の過去10年で見ると、0.2のあたりに2ファンドある。これが、先ほど言ったバリュース属性を持つファンドが2ファンドあるということになります。逆に、マイナス側のファンドはいっぱいある。最終的に、例えば-0.6のあたりでいいファンドがあって、ぜひとりたいとした場合、もしこの右側の0.2のところの2つのファンドが両方とも落ちている場合は、必然的にスタイルの偏りが生じる。そうになると、効率性をとるのか、バランスをとるのかという先ほどのジレンマ、トレードオフが生じてしまう。先ほど申し上げたとおり、このあたりの-0.4を超えるようなグロースファンドをある程度、とりたいと思うのであれば、ある意味、無条件でファンド38は残しておかないと、最終的なバランスが多分とりにくくなるということです。さらに過去5年で見ると、グロース側への偏りが一層顕著、バリュースファンドはほとんど見えない形になっています。以上、中期的な形でいえば、募集の段階での工夫が必要だということと、短期的な問題としてファンド38の扱いは注意を要するということになります。

次に下側です。これは選考が終わっている国内株ファンドで、何を今さらという形にな

と思いますが、……。

その前に、外国株式に戻って恐縮ですが、野村さんの資料では、外国株式のバリュー属性があるものが2つではなくて、実はもっといっぱいありました。具体的には、確かに0よりも少し大きいような、バリュー風味のようなファンドが、先ほどの2つのファンドと一緒に扱われているわけです。その中で過去の超過収益の平均値がいいものから順番にとっていった結果、たまたまこのファンド38は残りましたが、両方とも落ちている可能性があった。そこは注意が必要かなと思います。今の話は中期的な話です。

国内株の話に戻りますが、下側の図で、サイズ属性がプラスが小型株、マイナスが大型株になりますが、大型株の属性を持ったファンドは1つ、ないしは3つぐらいで、ほかは0に近い、プラスです。全体的に見れば、非常に小型株に偏った形になっている。したがって、最終的にサイズのバランスをとろうとすると、非常に難しくなるだろうというのが予見されました。というか、すべきだったのではないかな。

次のページをめくって3ページですが、これは、40ファンドのうち、一次選考を通過した17ファンドになります。これを見ると、先ほどあった大型属性を持っているファンドが全て消えてしまって、全体的に非常に小型に偏った形になっています。ここから最終的にサイズのバランスがとれたマネジャー・ストラクチャーをつくろうとすると、それは多分、大変になるだろうなと。ですから、恐らくこの段階で、右側にあるファンド群は事実上、選考に残れない形だったのかなと思います。実は先ほど言った、低ボラティリティファンドが一番右側のところになります。0.6を少し上回って、赤が一番低いところで、ブルーが少し下回るようなところなんです。これが先ほど言った低ボラティリティファンドで、低ボラティリティ・ファンドを入れると、大型株がアウトパフォームするところでマイナスがつくというのは、これが理由です。これはサイズ属性を超えてのマイナスですから、数値としての信頼性はそれほど高くはないのかなというところがあります。それは技術的な点なのでご参考までということですが。

ここで申し上げたいのは、3ページの5行目ぐらいに太字で書いてあるところで、一次選考でバリュー、グロースの偏りは見えていますが、サイズの偏りはあまり考慮せずにグループ分けをして、頭から順番にとっている。そうすると、このグラフのような状態になるので、今後は一次選考の段階でサイズ属性も考慮してグループ分けをして頭からとっていくということをやれば、少なくともこの問題は避けられるのかなという気がいたします。

これは終わってしまった話なので、一応、今後の課題ということです。

次の下のところは、低ボラティリティファンドを見ると、結局、通過したファンドは黄色で書いてあるファンド34です。これはなぜ通過したのかというと、対政策ベンチマークが一番よかったので通過した。ただ、これは先ほど言ったとおり、非常に偏りが大きいファンドですから、最終的なマネジャー・ストラクチャーまで考えるとどうだったのかというのがあります。偏りの大きさを示すのが、この赤い点線が囲ったところです。サイズの偏りが一番大きいですし、結果、「大型がアウトパフォーム」のところの数値も結構、違ってきている。

ここで見ると一番穏当なファンドはどれだったかというと、ファンド36です。だから、過去の平均値で見ると、34ほどは、ぱっとしていませんが、最終的なバランスがとれたものをつくろうということで考えると、むしろ36のようなファンドを通過させておいたほうがよかったのではないかな。だから、先ほど徳島さんからお話があったとおり、最初に機構さんのほうで、今回は低ボラティリティに挑戦するという意思決定があれば、この段階で、今のような頭から順番にとっていくという形ではなくて、もう少しでき上がりのバランスまで考えてやったほうがいいのではないかな。これは中長期的な課題ということです。

最後のところですが、4ページの「最終選考の課題」ということで、結局、今後いろいろ工夫すると思いますが、最終的になかなか難しい局面が出てくるだろう。具体的には、あくまでバランスを重視するのか、それともある程度、偏ってもいいから過去のパフォーマンスがよかったもの、ないしは定性評価のスコアが高かったものを入れるのかというトレードオフ、ジレンマが生じる可能性がある。今回はかなりバランス重視だったと思いますが、そこら辺についても今後は中長期的に考えたほうがいいと思いますし、目先でいうと、今言った低ボラティリティファンドを入れるか、入れないかというところでこの点が重要になってくると思いますので、ここで申し上げる次第です。

ということで、資料2-2に戻っていうと、偏った母集団からバランスがとれたものをつくるのは難しいので、なるべく最終的に偏らないように、今後は募集の段階からいろいろ工夫されたほうがいいのではないのでしょうかというのが、私からの提言ということになります。

以上です。すみません。お時間をいただきました。

○村上委員長　ありがとうございました。

いろいろ示唆的な話があったと思いますが、いかがでしょうか。

○西川理事　おっしゃるとおりで、まず募集のところにつきましては、私どもも問題だと

思っております。ただ、あまり区分けしてしまうと、それはそれで、どういう特性について両方のファクターを入れていくかというのは悩ましいところなので、そこは検討したいと思っております。ただ、確かに何も言わないで出していると、最近、調子のいいタイプだけが出てくるというのはよくわかりましたので、そこはそうならないような募集の仕方を工夫していきたいと思っております。

今回の選考につきましては、まず一次選考では収益率を重視して、最終選考ではバランスをと考えていたわけで、一応そこで2段階構成でやっていたはずですが、今ご指摘いただきましたとおり、最初のところで収益だけ見てしまうと、結局それがバランスにも影響してくるというのがわかりましたので、この秋ごろになりますが、今回のマネストの総括をするときにそういった問題点をまとめまして、次回に生かしていきたいと思います。

ご助言、ありがとうございます。

○村上委員長 ほかの委員の方はよろしいでしょうか。

○水野理事長 よろしいでしょうか。

○村上委員長 はい。

○水野理事長 付言しますと、西川理事の言ったとおりですが、本当に定性で面接をずっとやって、こんなに違うのかというのはかなり感じました。したがって、足元のパフォーマンスで、バランスももちろんそうですが、「数字はいいし、バランスもいいのだけれども、定性評価では、こことはちょっとな」というのもありまして、その辺は非常に難しいなと思いました。

募集については今後、まず募集の仕方ところに我々は課題があるわけです。今回、相当な勢いで面接をやりましたので、その結果の統括をなるべく早く出したいと思っています。一次審査（定量評価）、二次面接（定性評価）を何社やって、どうだったかということを中心に明確に出すと、「あの機構は相当見るな」と、応募するほうにも我々に手ごわさを感じて貰えるのではないかと思います。そうでないと、今回の募集では、単純に「足元でいいのを出しておけば大丈夫かな」という雰囲気が多少あったのではないかという気がしています。

したがって、募集の仕方と応募側の姿勢、両方の相乗効果で応募ファンドのラインナップの改善に繋がたいと思っています。

最後に、低ボラティリティファンドの議論をずっとやってきて、中島委員から最後にここでこういう低ボラティリティファンドを活用するご提案をいただいたことは、これまで

の議論が活かされているという意味で、非常にいいことだと思いますし、真摯にもう1回、検討いたします。大変いいご指摘をいただいたと思っております。どうもありがとうございました。

○村上委員長　ありがとうございました。

それでは、この議題について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、「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」の本日の審議はこれで終了いたします。

事務局におかれましては、本日の審議結果を踏まえて、最終選考案をまたご検討いただき、ご修正される点があれば、またそれを含めましてご報告をお願いしたいと思います。よろしいでしょうか。

○西川理事　はい。ありがとうございました。それでは、修正案ができ次第、またメールにてご報告申し上げます。

その際、当該選考結果を踏まえたアクティブ・パッシブ比率に関する事務局提案を組成しまして、あわせてお送りさせていただきますので、毎回、宿題で恐縮ですが、ご意見を賜りますようお願いいたします。回答期限等につきましては、その際に改めてご連絡させていただきます。ご意見の一致が見られましたら、その旨をメールにてご報告申し上げた上で、受託先に連絡させていただきたいと思います。よろしくをお願いいたします。

○村上委員長　それでは、よろしくをお願いいたします。

委員の方々にはまたメール等で宿題ということでご負担をおかけしますが、よろしくお願いいたします。

それでは、次の議題に移ります。野村さんはここまでということ。

○西川理事　そうですね。はい。ここでご退席頂きます。

○村上委員長　ありがとうございました。

（３）平成30年度資産運用に関する評価報告書（案）について

○村上委員長　それでは、次の議事に移ります。議題３の「平成30年度資産運用に関する評価報告書（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。

「平成30年度資産運用に関する評価報告書（案）について」につきましても、多数の貴重なコメント、ご助言を賜り、本当にありがとうございました。基本的に、いただいたご

助言は全て反映させる形で、この資料3の修正案を作成させていただきました。誠に恐れ入りますが、いま一度ご覧いただきまして、追加修正の可否につきまして、今週の6月26日水曜日ごろまでにご連絡をいただければありがたいと思っております。

全ての委員からご了解をいただきましたところで、最終版を送らせていただきます。

なお、1点だけ、いただいたご助言を反映できていないところがございます。具体的には、資料3の附属計表、別紙の2ページ目になります。個別資産効果の算出方法につきまして改善案を頂戴しております。後ほど別紙で見させていただきますが、改善をご提示いただいております。ただ、本報告書は、昨年度中ご報告を申し上げたことをまとめた資料ですので、違うやり方のものをこれに載せるわけにはいかないので、恐縮ですが、旧来どおりのやり方の数字を入れさせていただきたいと思っております。

ただ、ご提案いただいた内容は非常に納得できるものですので、他の資料との調整等を行った上で、また次回以降の定例報告の中で反映させていただきたいと思っております。

とりあえず私の説明は以上でございますが、本日、机上配布資料として1枚目に、「ファンド収益率の要因分解の見直しについて」という資料がございます。こちらが中島委員からいただきました要因分解についての改善方法のご提案でございます。ここで細かくはご説明申し上げませんが、こちらを踏まえて私どものほうで検討させていただき、その結果を改めてご報告させていただきたいと思っております。

それと、もう1点、2枚目の「機構HP内用語集の追加案」というのがございますが、こちらについては、今ご覧いただいた要因分析の表について、資産配分効果、個別配分効果、複合効果といったものの説明が必要ではないかというご意見を頂きましたので、表中に脚注として入れようと思ったのですが、かなり長くなってしまい見づらくなりますので、こちらの要因分析のところをホームページ内の用語集にリンクいたしまして、そのリンクの中にこのパフォーマンスの要因分析という説明を入れさせていただきたいと思っております。この1枚紙が、その用語集の中の説明文案という格好になっております。

そういう形で対応させていただきたいと思いますが、それでよろしいでしょうか。

○村上委員長 中島委員、何かございますか。

○中島委員 では、すみません。時間もあるので。ただ、今回、言っておかないと、多分、私は忘れてしまいそうなので、お時間をいただいて、二、三点。

まず要因分解については、表中に入れると煩雑になるので、用語集のほうに追加することでした。今いただいた別紙の当該ページで、要因分解は太い枠で囲ってあり、3

つの要素に分けて、最後に合計値という形になっている。したがって、今回、机上配布でいただいた用語集の追加案も、この3つの効果について説明されている。今回ここで見ていただきたいのは、下のほうの2つ目のポツで、「個別配分効果」とありますが、これは多分「個別資産効果」ですね。

○西川理事 これは資産効果ですね。すみません。

○中島委員 それで見ると、「ファンドの資産別収益率－ベンチマークの資産別収益率」ということです。いずれも資産別の収益率で、ファンドとベンチマークの要は超過収益率に、構成比を掛けた形になっています。したがって、各個別資産で完結した形になっている。

それで見えていくと、実はわからないところがあって、いただいた別紙のほうで、中退共さんの外国株式の超過収益率ですが、ここが－0.13になっています。これにウェイトを掛けるので、一番左側の数値8.86を掛けると－0.01になる。ところが、外国株式の個別資産効果の数字を見ると0.00になっている。これはどうしてこうなるのかということで、計算過程の資料をいただいて見てみました。そこで問題があるのではないかとというのが、机上配布のもう1枚のほうで、「ファンド収益率の要因分解の見直しについて」です。要旨としては、現行の要因分解の方法は見直しをしたほうがいいのではないかとということです。

2つ目の「ポイント」と書いてあるところで、なぜ見直したほうがいいのかというと、現行の方法だと、各資産別の資産配分効果のところに、どういうわけか、他のアセットクラスのリターンが含まれる形になっている。

細かい話は申し上げませんが、「数値例」のところで見て、上から2つ目のポツ、「現在の方法による個別資産効果」というところに式があって、一番上の式があって、2番目に「 $=w\{\dots$ 」という式があります。これを見ると、 R_2 、 R_1 というのがありますが、これがいわゆるアセットミックス全体のリターンになっていますから、外株の個別資産効果に国内株が入ったり、国内債が入ったり、外債が入ったりしてしまう。このRを通じて、ほかの資産のパフォーマンスが個別資産のところに入ってきてしまう。

これは、少なくとも今の追加案にあった定義式とは違う形になっています。逆に、この定義式どおりに書くのであれば、下のところに書いてある「代替的な計算方法」というのが、今言った追加案と同じ方法になります。

したがって、現段階でこの追加案を用語集に追加してしまうと、現在のやり方と合致しないことになるので、この追加はまず方法の見直しをやった後でないとまずいのではない

か。また、方法を見直した場合は、この追加案のところに、「従来は違うやり方でした」ということを書いておかないと不整合が生じますので、その点についてはご留意いただいたほうがいいかなと思います。その点も含めて、この「代替的な計算方法」に変えたほうがいいというのが今回の趣旨で、これについては次回また取り上げていただけるということですので、またよろしくお願いします。

もう1点は、これまた細かいところですが、別紙の2枚目の中退共さんのところで、外国株式のところを見ていただきたいのですが、下の「参考」という箱があります。ここに「アクティブ運用収益率」と「パッシブ運用収益率」があって、ファンドで見ると、アクティブファンドが9.87、パッシブファンドが9.92になっています。当然、でき上がりは9.9ぐらいかなと思って見ると、でき上がりが10.01になっている。なぜ平均値を超えて数字がよくなっているかというので、照会をかけて理由を確認しました。その結果、ここに注記で、「外国株式において、アクティブ運用収益率及びパッシブ運用収益率の両方が外国株式全体の収益率を下回るのは、期中にアクティブ、パッシブ間の資産移管が生じたことによるもの」と書いていただいています。

これは提案というか、問題提起ですが、これで読んでいる人が本当にわかるかというのが1点です。それから、実はこの※印は外国債券のところにもついていて、実は外債でも同じように資金移動があります。一方、注記は外株についてしか書いていないので、そうすると、外債はどこにいったのかということになります。なので、この注記についてもう少し、先ほどの野村さんの資料ではないですが、より親切に、わかりやすくするような表現の工夫をされたほうがいいのではないかと思います。

では、なぜこの数字の違いが生じたかというと、5月末に資金移動が生じています。アクティブからパッシブに資金移動が生じていますが、4月、5月のアクティブのパフォーマンスはすごくよかった。そのいい状態を5月末で手じまいしたので、これが最後まで貯金となって、ファンドの収益率はよくなっている。いわゆるタイミング効果ですが、アクティブ、パッシブはそれぞれ別々に見えていますから、このタイミング効果が入っていない形になります。

恐らくタイミング効果みたいな文言を入れたほうが、タイミング効果がわかる人にとってはわかりやすいし、わからない人はわからないので、ここは工夫が必要かなと思います。また必要があれば、ここら辺の見直しをお願いしたいと思います。

○西川理事 ありがとうございます。

前者についてはおっしゃるとおりでございます、後者についてもタイミング効果というお話をいただいて考えたのですが、タイミング効果自体がわかっていただけないかなというところがあったものですから、とりあえずここは、数字は間違っていないことを言うために、一応、それには気付いていて、その原因もわかっていますということを書かせていただいたということです。数式か何かを書けば、これはわかっていただける話ですが、さすがにここに数式を書くのもどうかなと思ったので、ごまかしと言われればそうかもしれませんが、計数の間違いではありませんというところだけ、ここで入れさせていただいたという案になっています。また継続検討はしたいと思いますが。

○中島委員 確かに書き始めると、きりがなくなってしまうところがあるので。とりあえずこう書いておくと、間違いではないということはわかって書いているのだなというのがわかるのでいいと思います。そうすると、外債についてのところは。

○西川理事 そうです。この注が余計かもしれません。全く別の話になってしまうので。

○中島委員 ただ、外債についても同じように資金移動があつて、外債についてはたまたま目に見えるような乖離が生じなかったというのがあるので、その点は入れておいたほうが。

○西川理事 そうですね。資金移動があつたというのは別の注で入れておくかなと。あくまでも、ここで言いたいのは、この不整合がおかしいことではないというのだけを言いたいということで、資金移動のあつたことを言おうとしているわけではないので、また別途の注を考えます。

○中島委員 わかりました。それなら、外債の※印はとってしまっても……

○村上委員長 とってしまえますか。

○西川理事 そのほうがいいかもしれません。わかりました。

○村上委員長 では、この点についてはよろしいでしょうか。

それでは、この報告書は、先ほどの西川理事のご説明にあつたように、整合性の観点から今までの報告書をそのまま添付せざるを得ないのですが、その後に、実際にどのような数式を採用するかという点は中島委員のご提案を含めまして、ご検討いただきたいと思います。基本的に要因分解というのは、報告のためというよりは、どのような要因でベンチマークと差異が生じているかをきちんと把握してまた運用に活かさなければならないという趣旨があると思いますので、意思決定のプロセスに沿った数字が出ないと意味がないというのが内部的にはあると思います。そういうことで、数式の見直しのほうはよろしくお

願いたいと思います。

それで、ほかに何かご意見はございますか。よろしいでしょうか。

先ほど西川理事からご説明があったように、この報告書（案）については、今日決定というわけには参りませんので、明後日までにとということなので非常に短いのですが、何かお気付きの点があれば、また修正したほうがいい点があれば、6月26日までに事務局にお寄せいただきたいと思います。この場では一応、今までのところの修正案の報告を承ったということにさせていただきたいと思います。

そのようなことで、この議題についてはよろしいでしょうか。

○西川理事 はい。

（４）「財務状況、資産運用等関係資料（建退共）」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になりますが、「財務状況、資産運用等関係資料（建退共）」について、事務局からご説明をお願いします。

○稗田理事長代理 資料４－１と４－２をご覧くださいければと思っております。

４－１「財務状況、資産運用等関係資料（建退共）」とありますが、これは6月18日の運営委員会・評議員会、さらに財務問題・基本問題検討委員会に提出した資料です。この運営委員会・評議員会等がどんなものかというのを４－２で示させていただきました。４－２を見ていただきますと、運営委員会・評議員会の合計70名程度の方々を一括して1時間の会議を行っています。午前10時から、次の最終ページの財務問題・基本問題検討委員会でご議論いただいた後、午後3時からこの運営委員会・評議員会を行った、そのときの資料でございます。この資料につきましては、累積剰余金に関する将来推計は厚生労働省から数字をいただいております。

また、2月4日に、前回、説明させていただいた資料との相違ですが、まず1つは、年度末決算を踏まえた最新の数字にさせていただいたこと。2つ目に、3ページをご覧くださいと、3ページで予定運用利回りについて3つの案を示させていただいていること。それから、12ページで掛金日額について3つの案を示させていただいていること。その3つでございます。

まず、この資料の8ページからご覧くださいと存じます。8ページをご覧くださいと、現在の建退共・給付経理の資産構成は、左上にありますように、平成31年3月末で9,873億円ということです。このページの右側を見ていただきますと、すぐ右の一番上

のところに基本ポートフォリオの構成を書かせていただいております。これを見ていただくと、金利の影響を強く受けることが見ていただけると思います。

17ページをご覧くださいればと存じます。17ページをご覧くださいますと、特に債券で10年物の債券を多く持ってくるわけですが、この表で下から4段目に国債10年金利がございます。ご案内のとおり、平成20年度は1.3%、今後5年間を考えますと、21～25の債券が償還されて新しいものに置きかわるわけで、21～25は1.3%、1.3%、0.9%、0.6%、0.59%ということで、この高い利回りの債券が償還されるため、当面は厳しい状況になるかと思っております。

それで、6ページに戻っていただければと存じます。あれこれ飛んで恐縮です。

6ページを見ていただきますと、まず一番左上で、1は「各種退職金制度の予定運用利回り」で、建退共は3.0%でございます。その下に、平成30年度、昨年度の給付経理を、わかりやすくするために掛金収入・退職給付金等を純額で示した場合、差し引きのネットで示した場合の数字として、示させていただいております。まず費用の項目としては左側、責任準備金繰入、すなわち、3%の予定運用利回り分の積み立てとして211億円。事務費が23億円。その他の項目がある。それに見合った収益としては、一番上の掛金収入のほう退職給付金より57億円多く、かつ、補助金収入が11億円あり、運用収入が85億円で、この結果として30年度は93億円の損失が出たということでございます。

この6ページの左上を見ていただきますと、28年4月には実は予定運用利回りが2.7%から3.0%に引き上げたところです。これはどのような計算でやったか。2ページをご覧くださいればと存じます。

2ページの一番左の2本の柱が前回の財政検証時の推計で、黒いのが自家運用収入で、5年平均だと84億円の自家運用収入がある。これは平成30年ごろには国債金利が2%を超えることを前提とした推計で、それに金銭信託の運用収入を乗せると、毎年度9億円程度の赤字になります。ただ、5年間の実績を見ていただきますと、まず自家運用収入は右肩下がりでございます。委託運用収入は、26年度は高い収入を上げましたが、変動が激しい。そんな状況でございます。

右側の2本が、厚生労働省にご試算いただいた今後5年間の見通しです。まず収入が伸びないこと、3%の予定運用利回りを賄う必要があること。さらに電子申請方式が導入されること、こういう要素を踏まえましてご試算いただきましたところ、毎年、大体100億円程度の赤字が生じるという見通しでございます。

3 ページに参ります。3 ページの、4 つ丸がありますが、まず一番下をご覧くださいますと、予定運用利回りを引き下げる方向で変更する場合は、仮に同じ掛金日額であっても、我々は証紙制度でやっていますので、手持ちの現行証紙について新証紙に交換する必要があります。そのため、事務負担が大きいこと。また、電子申請方式の導入も予定していますので、順番としてはまず電子申請を令和3年3月中にやって、その後だということで、予定運用利回りの変更の実施時期は令和3年10月ということで提案させていただいております。

それですと、一番上に戻っていただきますと、令和元年度、令和2年度は現行の予定運用利回り、3%を維持するということになって参ります。それですと、令和2年度末までにこんな感じで636億円の累積剰余金になる。その後、変更したとしたらどうなるかということで、まず3%と2.5%ですと、令和5年度末にはそれぞれ258億円、402億円ということで、ショックが来れば危ない水準となって参ります。また、次の3つ、2.0~1.7%に引き下げた場合には、財務状況の悪化は軽減されるわけでございます。一方、一番下の1.6%にした場合には累積剰余金は増加するわけでございます。

6月18日に運営委員会・評議員会を開催させていただいたと申し上げましたが。運営委員会・評議員会は1日で終わりますが、特にこの財務問題・基本問題検討委員会の委員の方々、国土交通省、さらにいろいろな関係者の方々と相当、事前説明、意見交換をさせていただきました。その中では、利回り引き下げに慎重な意見もいろいろ出ております。

例えば、いくつか紹介させていただきますと、2 ページをご覧くださいますと、2 ページで、一番下の累積剰余金は、平成26年度は1,087億円ですが、26年度に219億円、出た結果、1,087億円なので、実は財政検証をやったとき、25年度末は864億円の累積剰余金です。864億円の累積剰余金のときに利回りを上げておいて、844億円だと利回りを下げるのは納得できないという意見はございました。

それから、建設業界を挙げて労働者の処遇改善に努力している。この際に退職金を引き下げるのか。そんな議論もございました。

また、電子申請の導入で費用がかかる際に、同時に予定運用利回りの引き下げを行うことは、業界の理解が得られない。

そのような慎重な意見がいろいろ出ました。ただし、引き下げを疑問視する見方に関しては、私のほうでこの資料に基づいて現状をご説明させていただいて、大体ご理解いただくとともに、運営委員会・評議員会の場で、私から、事務局としては、ここに案が3

つありますが、案2、1.7%以上2.0%以下の水準への引き下げをお願いせざるを得ないと考えておりますということを発言して、おおむねご理解をいただいたかなと思っております。

事前説明の感触では、厚生労働省、国土交通省の方向性に沿ったものであり、かつ、多くの事業主の方々の理解を得られるのであればやむを得ないのではないかと。ただ、制約の中で労働者の退職金額の確保には努力してほしい。大体そんな感じかと思います。

それで、12ページをご覧いただければと存じます。ある程度の予定運用利回りの引き下げを前提にして、掛金日額につきましては、例えば案2の310円から320円と上げることが適当かなという意見が多かったように感じております。

最後に19ページをご覧いただきながら補足させていただきますと、この資料自体、実は財務問題・基本問題検討委員会の委員の方々には事前説明もしましたが、運営委員会・評議員会では初めて見ていただく資料でございまして、いろいろこれから意見を集めて、財務問題・基本問題検討委員会で11月に取りまとめていただく、そんな日程でございます。したがって、11月の事前には、秋ごろに、先ほど予定運用利回りについて私が、案2、1.7%以上2.0%以下の水準でお願いしたいというお願いを運営委員会の場でさせていただきましたが、その1.7~2.0%と言っても幅がありますので、その幅のどこにするか、そこは事前説明でいろいろ委員の方々の感触を伺っていきたいと思っております。

19ページの上を見ていただきますと、退職金の額は政令で定めるということですので、運営委員会・評議員会は事業主、まさに掛金をお支払いいただいているオーナーの方々ですので、そのご意見はやはり踏まえていただくことは必要かなと思いますが、ただ、政令で定めるとある以上、労働政策審議会の審議を経て最終的に決定される、そんな流れになってくるものでございます。

私からの資料の説明は以上でございます。よろしく願いいたします。

○村上委員長　ありがとうございました。

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　よろしいでしょうか。

○村上委員長　はい。では、中島委員。

○中島委員　記憶が定かでないのですが教えていただきたいのですが、以前、たしか、どのファンドか、覚えていないのですが、累積剰余金がかかなり積み上がっているの、加入者に対する還元の意味から、予定利回りを高く保っている、ないしは引き上げたという話を伺

ったことがあるような気がするのですが。

○稗田理事長代理 そのご指摘の議論が、まさに6ページの一番左上を見ていただきますと、建退共の予定運用利回りを、直近の予定利率の改正で、28年4月に2.7%から3.0%に引き上げています。まさにこれは、委員が今ご指摘の議論が行われた結果、還元策、積み上がっているから還元だということで、この際にはそういう議論が行われたところでございます。

○中島委員 私が記憶しているお話というのは、今お話があった建退共さんに関してですか。

○稗田理事長代理 恐らくそうではないかと思います。

○中島委員 そうすると、今回の話というのは、要は利益還元がもうほぼ終了したので…

○稗田理事長代理 前回と見通しが全く異なる。前は予定運用利回りも上がることを前提に、2ページのところですが、上げても収支のギャップはほとんどないだろうと思っていましたが、ただし、金利がこれだけ下がってきますと、その収支ギャップがかなり大きくなった。事情が変更したので、そこはご理解いただきたいという話をさせていただいております。

○中島委員 利益還元が終了したというよりも、要は見通しが変わったので、また判断が変わってきたということですか。

○稗田理事長代理 そういうことです。

○中島委員 承知しました。

○村上委員長 今、資料2ページの平成26年度実績で一番下の欄の累積剰余金が1,000億円以上ある、ここのところでこれを還元しようということで、当時、予定利率の変更があったわけですね。

○稗田理事長代理 ですから、当時は1,000億円を超えると貯め過ぎではないか。ただ、その後いろいろモンテカルロ・シミュレーションなど、精緻な議論を労働政策審議会で行っていただきまして、ここは変わってくる部分ではありますが、ただし、当時の議論としては貯め過ぎているということでございました。

○村上委員長 こういうことではないでしょうか。当時の議論としては、まず1つ、剰余金を貯め過ぎているというのがありましたが、前提としているシナリオなどからしても、予定利率を上げてでも継続性に全然問題がないということであったのが、その後の環境の変化で、累積剰余金はまだ844億円ありますが、そのところの環境の変化を踏まえて財政

の将来見通しを考えると、このまま続けているとこの制度の継続性にいろいろ問題が出てきた、という理解でよろしいですか。

○稗田理事長代理　そういう説明をさせていただいて、大体ご理解をいただいたかなという感じでございます。

○村上委員長　そういう意味では、還元が終わったというよりも、制度の健全な継続性の観点からというように強調されたほうがよろしいかと思います。

○稗田理事長代理　私もそのような感じを……。ありがとうございます。

○村上委員長　それから、恐らく運用委員会としては、そのあたりの財政面から適正な予定利率はどうかということは、多分、議論ができるかと思いますが、掛金をどうするかについては、これはまた別の観点の、次元が違う問題かと思いますが。建設業の労働者の方々の処遇は今後ますます重要になるという大きな視点はあるかと思いますが、そこになると……。上げられるのであれば上げたらいいいとは思いますが、この場ではなかなか議論が難しいですね。財政の健全性という観点からのところまででしょうね。

○稗田理事長代理　ちなみに、掛金の引き上げは、10円、20円であれば、財政の健全性にはほぼ影響がないという計算結果をいただいております。

○村上委員長　先ほど、予定運用利回りの水準について案2でご提示されたということですが、必要な運営コストについては中退共と同じように0.1%ぐらいという見通しになるのでしょうか。

○稗田理事長代理　中退共の場合には0.1%ですが、証紙であって、個別に対応が必要ですので、今でも0.2%はかかっておりますし、かつ電子申請を入れると、それが0.3%ぐらいに上昇する可能性が高いと思います。

○村上委員長　そうしますと、例えば、予定運用利回りが1.7～2.0%ぐらいの水準で、コストまで入れるとマックスで2.2%が必要になるとしますと、運用利回りとその差は依然として累積剰余金を減らしていく要因にはなるという理解でよろしいでしょうかね。

○稗田理事長代理　それで、6ページをご覧くださいますと、1の丸のところですが、我々は手帳で日数計算しておりますので、1冊の手帳の更新に要する期間は、平均で19.7月、約20月です。したがって、受け取られる側の方々については、20月、働いたときに12月分の利息がつくということで、大体6掛けの利回りになると思っていただければいいですから、そうしますと、2.0%の予定運用利回りだということは、受け取り手にとっては1.2%になる。大体そんな感じかと存じます。

○村上委員長 委員の皆さん、いかがでしょうか。

はい。田中委員、お願いします。

○田中委員 これがもし電子化されると、20か月から12か月になるのでしょうか。

○稗田理事長代理 これはいろいろな要因があって、実は建退共の場合には、建設事業に公共事業と民間事業がありますが、公共事業の場合にはこれは積算に入っていて、公共事業では確実に建設業者の皆さんが買っていただいて貼っていただいているという状況がございます。一方で、民間事業ではそういう発注者の指導がないですから、必ずしもそこが十分に励行されていない。そんな要因や、冬だと働けないなど、いろいろな要因があわさって、今20か月ということになっていると思います。

それで、電子申請を入れること自体は、この20か月には恐らく影響はありませんが、ただし、電子申請を導入する際のまさに民間部分について、いろいろお願いするというようなことを含めて、我々としてはできるだけ短縮を目指したい。ただし、短縮すれば財務的には影響はマイナスのほうに出てくるので、悩ましいところでございます。

○田中委員 わかりました。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。

では、これは進捗に従ってご報告をいただくということで、よろしいでしょうか。

○稗田理事長代理 進捗はまた報告させていただきます。

○村上委員長 ほかにご質問、ご意見等がなければ、「財務状況、資産運用等関係資料（建退共）」については、運用委員会としてご報告を了承したということにしたいと思います。ありがとうございました。

（５）自家運用対象債券の拡大について

○村上委員長 それでは、次の議事に移ります。議題５の「自家運用対象債券の拡大について」です。事務局からご説明をお願いいたします。

○西川理事 それでは、ご説明いたします。

自家運用債券の対象範囲拡大問題につきましても、貴重なご意見をお寄せいただき、誠にありがとうございました。ご意見を踏まえて、改めて検討ペーパーを作成させていただきました。資料５－１でございます。

１ページ、おめくりいただいて、１ページでございますが、結論から申し上げますと、各委員から、対象債券の拡大について肯定的なご意見を頂戴いたしましたので、その方向

で検討を進めることといたしました。

それに際し、まずは現状についての考え方を整理する必要があると思っております。

1 ページにお示ししたとおり、現状、自家運用の債券につきましては、基本的に国債、政保債、商工中金債の3種のみで運用しております。

5 ページにお進みいただいて、こちらに、29年度末までですが、最近5年間の運用の実績をお示ししてございます。上段の「自家運用」の「有価証券」をご覧くださいますと、今運用しているのは国債、政保債、金融債——商工債でございますが、この3つになっております。円貨建外国債が、20年近く前に買ったものが少し残っていますが、新しくは購入しておりませんので、基本的に現在の運用は国債、政府保証債、商工中金債の3種のみで運用しているという格好になっております。29年度末の残高で申し上げますと、国債と政保債がそれぞれ1兆円前後、金融債が3,700億円になっております。

考え方としては、ノーリスク債券での運用を基本として、一方で、中退法上の規定、すなわち、12ページまで飛んでいただきますと「【参考5】中退法における規定」がございますが、その第77条第6項の3に「退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用については、安全かつ効率的な運用を害しない範囲内で、できるだけ中小企業者の事業資金又はその従業員の福祉を増進するための資金に融通されるように配慮されなければならない」ということが書いてあります。本来であれば業務に使うような資金を退職金のほうに回しているということから、その資金繰りに資するように中小企業に資金が回るようなところで貸し付けなさいということです。具体的には商工中金債を買いなさいという意味合いのことが、こちらに書いてあるということでございます。

それに配慮いたしまして、商工中金債を、ノーリスクではないですが、購入しているのが現状ということでございます。ただ、これは別に規程にそれだけ購入しろと書いてあるわけではなく、規程上は、地方債、財投機関債、社債、円貨建外国債等も購入可能でございまして、過去には社債、円建外国債の購入実績もあるということでございます。

4 ページをご覧くださいまして、過去の購入実績をご覧くださいますと、緑色の帯がかかっているところが地方債でございますが、これをご覧くださいますと、24年度まで——24年度は0に近い数字ですが、地方債を買っていたというのがご覧いただけるかと思えます。社債につきましても、平成26年度まで購入していたという実績がございまして。これはもう一度、5 ページに戻っていただきますと、紫色の帯がかかっております。上から4行目の「社債」がございまして、26年度、数字としてはここに100万円までいっていません

が、利回りが出ていまして、少しだけ残っていたということですが、26年度末までは社債も持っていたという形になっております。

では、なぜ現在のような形になったかということでございますが、明確な文書が残っているというわけではないのですが、保有債券の変遷を見えますと、自家運用における地方債や社債の運用額減少は、委託運用の増加と期を一にして進行しております。このことから、現在の運用スタイルは、委託運用を増加させるに際して、そちらでリスクが増えるので、自家運用については極力、リスクを抑えた形の運用にしたのではないかと推察されます。

7ページをご覧いただきたいのですが、こちらのグラフを見ていただきますと、まず赤い太い実線が金銭信託でございます。これは平成13年ぐらいからどんどんと上昇しまして、29年度におきましては大体、かつての倍ぐらいの水準になっております。1兆円前後だったものが2兆円ぐらいまで膨らんできているということでございます。その間の社債あるいは地方債の金額を見ていただきますと、これは左軸でございますので、金額は200億円、600億円といった水準でございますが、地方債については平成23年度まで、社債については平成26年度まで、金銭信託をどんどん増やす中で、どんどん減らしていつているというところをご覧いただけるかと思えます。

こうした中で、商工債につきましては、かつては厚労省から購入金額に関する指示があったところからの特別扱いが受け継がれてきたものと思われそうですが、私自身、法律にこう書いてあるのでと言われると、なるほどと思ってしまうして、あまり疑問を持つことなく商工債は買い続けてきていたということだと思っております。

ただ、今回のご指摘を受けて、以前から村上委員長、徳島委員長代理からはご示唆いただいていたわけですが、改めて考えてみますと、確かに、より格付の高い債券があるのに購入しないというのは、受託者責任上いかななものかと思われるところでございます。したがって、購入対象を拡大する方向で準備を進めて参りたいと考えておりますが、それに先立ち、基本的な考え方を整理しておく必要があると考えております。

2ページにまた戻っていただきまして、「今後の要検討ポイント」という格好でまとめさせていただきます。

まず、基本的な考え方としては、「資産運用の基本方針」において自家運用に関する「基本的な投資スタンス及びリスク管理」として記載されております「元本の償還や利払いが確実な金融商品に分散投資する」という規定を踏まえまして、極力、信用リスクを回

避するということが重要なと思っております。

したがって、いきなり社債ということではなく、十分信用の置ける発行体の債券に限定する、言ってみれば格付基準に発行体基準のようなものを併用する形でいくのがよいのではないかと考えております。具体的には、まずは地方債と財投機関債のみを対象とすることを考えております。なお、前回候補として挙げましたJFM債券につきましては、規程上の位置付けについては「特別の法律により法人の発行する債券」という格好になりますが、発行しているのは地方政府でございますので、地方債と同様にこの発行体基準の中に今回、適格と位置付けてよいのではないかと考えております。

その上で、購入に際しましては、格付をまず優先し、入手可能な上位格付の債券がない場合に、格付下位の債券を購入するという過程を考えております。

ここで、地方債の扱いでございますが、発行体の財政状況に格差が存在する実情を踏まえまして、受託者責任の観点から最低限必要なチェックは行った上で、公募債券のみ購入するというところでどうかと考えております。

先日、対象債券の拡大について、恒久措置と考えるか、非常時対応と考えるかのご質問させていただいたわけですが、availability ruleに従えば、ノーリスク債券の入手ができないという非常時の対応と、債券が購入できなくなったということの間に違いはなくなりますので、ここは議論の必要がないのかなと思っております。

地方債の最低限のチェックにつきましては、2ページの「③地方債の選別」に4点、加えさせていただいております。1つは格付基準で、信用の置ける格付機関から格付を取得している先に限定するというところでございます。また、その際、現水準だけではなくて、トレンドのようなものにも注意する。それから、スプレッド基準ということで、同じ格付の他の地方債と比べてスプレッドに開きがあるような場合は要因をチェックするというところでございます。それから、複数の証券会社等による情報を集めて、ネガティブな事項があれば勘案する。あるいは、分散の仕方にも留意するというところで、1つの発行体に偏らないようにするというところでございます。こういったところに注意していきたいと思えます。

最後に、新方針のもとでの商工債の扱いでございます。3ページにお進みください。格付上位の債券が入手可能な場合は、そちらを優先することになるかと考えております。現在、地方債の入手可能性について調査中でございますが、ざっくりと今聞いているところでは、年間300億円、400億円程度という感触でございますので、財投債等を加えましても、

商工債の購入余地は残るのではないかと考えているところでございます。商工債は、先ほど申し上げたとおり、三千数百億円、買っておりますし、政保債が今年度500億円ぐらい買えないという部分がございますので、全体で4,000億円超の購入が必要ということでございますと、地方債で300億円、400億円買って、財投債のほうで何百億円か買ったとしても、まだ相当、商工債を買う余地があるかと考えているところでございます。ただ、この点についてはさらに詰めた上で、改めてご報告させていただきたいと思います。

今後、早急に実施体制について詰めて参りたいと思いますが、今回はとりあえず方針案をお示しさせていただいたところでございます。ご忌憚のないご意見を賜ればと思います。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。

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。

○徳島委員長代理 よろしいでしょうか。

○村上委員長 はい。では、徳島委員長代理。

○徳島委員長代理 今回いろいろ申し上げた中で、これまでの商工債の投資を正当化したいと考えました。商工債を特別扱いするところに関しては、中退法の中でも「安全かつ効率的な運用を害しない範囲内で」という文言がありますので、将来的に、万が一、商工中金が格下げになった場合を考えると、これも本則の中で読めるようにしておきたいと思います。今回、商工債は一応クリアできる形にしたいと考えますが、あわせて、ほかの金融債を投資対象にするのかについてもお考えいただいていいのかと思います。

以前から申し上げているとおり、御機構で個別の発行体の信用分析をするのは大変だということから考えますと、地方債に関してとりあえず格付があるものを優先するということも、手間という観点からあると思います。ただし、地方債で格付けを条件にした場合、どこまで買えるのかという問題があります。実際にスタートしていただいてから、後で無格付の地方債をどう考えるのかということをご検討下さい。発行体の格付をとっていないところでも、銘柄がそんなに悪くないとされているものも結構あります。実際には、availabilityという項目を入れていただいています、そこで格付と、availabilityを優先するという話もあり得るのかと思います。

格付に関しては、発行体格付と債券格付のどちらもありますが、例えば債券格付はとっていないけれども、発行体格付をとっていればそれで代用するといった考え方も十分あると思います。今のところ、日本の地方債に関しては、基本的にgeneral mortgageのものし

かないので、基本的には発行体格付で代用して支障ないと思います。

細かいことを言い出すときりがないので、いろいろ調べていましたが、財投機関債以外の政府関係機関債をどう考えるのという問題も有ります。これは非公募のものしかないはずで、一部、住宅金融支援機構の財形住宅債は、残骸が少し残っている可能性があります。が、それは無視しましょう。

他に細かい論点は山ほどありますが、今回の事務局案にある地方債、財投機関債、JFM債を含むというところで、実際にこちらが自家運用で買われる債券は基本、10年と20年だと思っていますので、その両年限で慎重にスタートされるのでよろしいのではないかと思います。

○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。

では。中島委員。

○中島委員 すみません。基礎的なところで。自家運用債券というのは、売却はできないのでしたかね。

○西川理事 はい。不可能ではありません。ただ、今、簿価運用を認めていただいているんですが、万が一、購入したものを売ってしまうと、その年度に購入した自家運用債券は全て時価運用になってしまうという問題がありますので、そういう意味では基本的には売れないと思っています。buy and holdが原則と考えております。

○中島委員 そうすると、例えば、20年や10年のものを買って、途中で格付が急速に悪化したといった場合でも、抱え込まざるを得ないというのが現状ですか。

○西川理事 そうですね。そのときのリスク度次第で、そのときに購入したものを全部、時価評価にしてもおつりが来るぐらいのデメリットがあると思えば売却ということもあるかもしれませんが、基本的には抱え込まざるを得ないので、だからこそ、ノーリスクのものが原則と考えております。

○中島委員 そうすると、先ほどお話があった、格付だけではなくて格付の推移の方向性を見るというのは確かに大事ななと思います。

あとは、3ページ目で、商工債の比率があって、割と短い期間内で7.5%から倍ぐらいに上がっていますが……

○西川理事 これは国債のマイナス金利化の影響でございまして、10年の国債が全く買えなくなってしまったものですから、相当、商工債でそれをカバーしたというのが実態であ

ります。

一応ほかの、商工債以外のものについては、自家運用債券に占める割合の上限が10%という縛りがありますが、「ただし、金融債を除く」という規定になっておりまして、金融債券については10%を超えてもいいという規定になっているので、ここまで買っていますが、そうはいつでもあまり健全ではないと思っているので、方向性としてはこれは下げていく方向だろうなとは思っております。

○中島委員 今回、地方債などが新たにまた視野に入ってくる中で、商工債についてはこれ以上、上がることはないということですか。

○西川理事 基本的にこれ以上、上げることは考えておりません。

○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。

○田中委員 こちらには商工債購入の余地は残ると書いてありますが、例えば、早急に地方債を考えるというのではなくて、全体のリスクとリターンのバランスを考えて、大体それぞれの枠を考えていくような流れですか。

○西川理事 格付の観点からいうと、まずは地方債になるのかなと思っております。その次に財投機関債がくるのかなと思っております。その中でまだ資金が余ってしまっている場合に、商工中金債にいくという順番かなと思っています。

本日お配りした資料5－2がございまして、これは以前、平成29年10月に、このときは商工中金でいろいろと不祥事があったりして、商工中金債が買えなくなった場合にどうしようかということで、ほかの候補を検討した際の資料でございまして。そのときに財投機関債、それから先ほどお話もありました金融債について検討したものでありまして、財投機関債については商工中金債よりも格付が高いので、購入可能であれば財投機関債のほうから買っていくことになると思います。

ただ、あまり発行金額が多くなって、この資料の4ページの中段の表をご覧くださいますと、各発行体の年間の発行額、償還年限等をお示してありますが、今、私どもが新規で購入しているのは、商工債については10年物だけです。そうすると、財投機関債でいうと、日本政策投資銀行の発行しているものと、沖縄振興開発金融公庫の発行しているものしかなくて、全部あわせても900億円しかないわけです。ですから、ここで買えるものは、そうはなさそうだなとは思っております。もう少し金利が上がってきたりして、短いところも買えるようになってくるとまた変わりますが、今の段階では財投機関債等でカバーでき

るロットというのはそう多くないかなと思っております。

○田中委員 わかりました。ありがとうございます。

○徳島委員長代理 よろしいですか。

○村上委員長 はい。では、徳島委員長代理。

○徳島委員長代理 このときも資料をご覧になって理事がご説明されましたが、財投機関債一般に手を広げると、10年債を出しているところはもっとたくさんあります。

○西川理事 そうですね。確かに。

○徳島委員長代理 このときは、中小企業向けの金融業務を担当している3機構に絞ったものでした。

○西川理事 そうですね。確かに道路などがありますね。

○徳島委員長代理 はい。住宅金融支援機構は、毎月10年債を出していっぱいありますし、もう少し財投機関債の購入余地はあると思います。

○西川理事 はい。ありがとうございます。おっしゃるとおりです。

○村上委員長 ありがとうございます。

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、「自家運用対象債券の拡大」については、運用委員会としてご報告を了承したことといたします。事務局におかれましては、速やかに新しい購入方針に見合った体制を整えていただくようお願いいたします。また、進捗状況につきましても適宜ご報告ください。

○西川理事 はい。

(6) その他

○村上委員長 これで本日予定の議事は一通り終わりましたが、机上配布の資料で何かご説明されておくことはありますか。

○西川理事 それでは、本当にご参考までにとということで、いつもの中退共の委託運用の最近の状況をお配りさせていただいております。

まず表のほうでございます。黄色や水色の色のついている表でございますが、6月18日現在の状況でございます。また、右側の中段といいますか、「運用資産状況」という小さな四角の赤い枠で囲ってあるところをご覧くださいますと、現状、年度初から見て107億円のプラスという格好になっております。107億円のプラスですから、毎年度の経常的な

支払いに必要な金額が大体、予定運用利回り分と費用を加えますと450億円ぐらいですの
で、もしこのままいった場合、自家運用の部分が乗ってきますので、それが恐らくあと
100億円ぐらいございますので、運用益の合計が約200億円として、200～300億円ぐらい剰
余金が年度末に減るという状況だということです。

この状況をグラフにしたものが、もう1枚のほうでございます。この実線のグラフが中
退共の委託部分の時価評価でございます。ちょうど黄色い線上に乗っているような感じで
ございますが、上の茶色い実線の所要収益のところまでいかないと、剰余金がプラスにな
ってこないということでございますので、現状まだそこにはいっていないという格好でご
ざいます。

○村上委員長 ありがとうございます。

それでは、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。

宿題だけ、またいつものように確認をしておきたいと思いますが、1つは、先ほどのマ
ネストの件で、また事務局からご検討後の修正のご提案がメールで送られてきますが、大
体、時期はどのような感じでしょうか。7月に……

○西川運用理事 そうですね。今週中には送れるかなと。

○村上委員長 今週中。

○西川理事 戸来さん、どうですか。今週中には何とかなるかしらね。

○戸来調査役 外国株式のヒアリングが始まっております、正直、なかなか苦しいところ
ではありますが、極力。

○西川理事 今週、来週中に検討させていただいて、できるだけ早く送らせていただきた
いと思います。

○戸来調査役 そうですね。

○村上委員長 では、そのようにお願いいたします。それを委員の方はご覧いただいて、
ご意見があればまたお返しいただきたいと思います。

それが1点目で、2点目は、先ほどの「平成30年度資産運用に関する評価報告書
(案)」については、最終的なチェックをまたしていただいて、追加・修正の可否につい
て、これは明後日6月26日までにとということで、非常に短いですが、その間にお願いいた
します。

以上の2点が、今日の宿題です。

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

3 閉会

○都築運用リスク管理役 次回の資産運用委員会は、8月30日金曜日の開催を予定しております。

なお、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」、「退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用状況報告」、「基本ポートフォリオの検証」など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、ご意見等はございますでしょうか。

8月30日は午後からです。1時半で。

○都築運用リスク管理役 はい。従来の1時半の開催になります。

○村上委員長 1時半からということですね。

では、ほかにご質問、ご意見がなければ、本日の資産運用委員会を終了いたします。本日も長時間、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。お疲れ様でした。

(了)