

## 令和2年度第4回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和2年9月4日（金）13：30～16：00

【開催場所】 WEB 開催（注）

【出席者】 村上委員長、玉木委員長代理、田中委員、中島委員、馬庭委員

（注）新型コロナウイルス感染拡大防止の観点から、資産運用委員会規程第9条に基づき、資産運用委員長がWEB開催を決定した。

※資産運用委員会規程に基づき、議題1については委員長が機構の運用業務に関するコンサルタントの同席を要請。

### 【議事要旨】

#### 1. 基本ポートフォリオの検証における金融変数について

事務局より、諸機関による最新の金融経済予測に関する情報のほか、保有資産に係る相関係数や標準偏差等の変数の動向が報告され、基本ポートフォリオの定例検証における金融変数の現時点で確認した内容の説明が行われ、資産運用委員会として、情報と認識が共有された。事務局からの説明のポイントは下記の通り。

- ・ 新型コロナウイルス感染拡大の影響で、内外の金融経済予測は何れも2020年度について大幅に下方修正された。国内の長期金利については、長期金利が0%で横這いとなる期間が1年延びて2023年度までとなったが、こうした見通しの下では自家運用部分の利回り低下により、現在の中退共基本ポートフォリオでは期待収益率が採算利回りに届かなくなる可能性が高いため、来年度は基本ポートフォリオ見直しが必要となるものと思われる。
- ・ 基本ポートフォリオの構成比を決める相関係数や標準偏差の動きをみると、標準偏差は、コロナショックの影響が顕在化し、足元、内外株価においては大幅に上昇している。この間、相関係数を見ると、内外株価の相関係数が上昇する一方で、株式と債券間の相関係数が低下している。コロナウイルス問題に対して株式市場と債券市場が別のロジックで動いているような形であり、最近の株価上昇については、注視が必要。

#### 2. 議事録の確認

事務局より、令和2年度第1回及び第2回資産運用委員会議事録（案）が提示され、9月中旬を目処に各資産運用委員から修正が必要な場合に事務局に連絡することが了承された。

#### 3. 退職金共済事業に係る業務上の余裕金の運用状況について（6経理）

事務局より、令和2年4月から令和2年6月における6経理（注）の運用実績、及

び9月に実施する合同運用資産のリバランスについて、以下のとおり報告があり、審議の結果、了承された。

(注) 合同運用資産（中退共給付経理、清退共給付経理、林退共給付経理）、建退共給付経理・特別給付経理、清退共特別給付経理

- ・ 令和2年4月から6月の運用利回りは、国内外の株価が大幅に上昇したことから、清退共特別給付経理以外の経理で大幅なプラスとなった。
- ・ 委託運用については、合同運用資産において全資産クラスで超過収益を上げた。また、建退共においても、資産全体で超過収益を上げる結果となった。
- ・ しかしながら、実体経済面の深刻さと乖離した株価高であり、このような乖離が生み出し得るショック発生時の影響拡大要素を見定める必要があると思われるため、引き続き情報収集に努めていきたい。
- ・ 中退共資産において、8月末の時点で外国株式の構成比が乖離許容幅を超えたため、ルールに従って合同運用資産のリバランスを実施する。

#### 4. 日本版スチュワードシップ・コード再改訂への対応について

事務局より、日本版スチュワードシップ・コード再改訂への対応について、前回委員会以降の指摘を反映した改訂案が提示され、了承された。

☞ 「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れ等の公表については[ここ](#)をご覧ください。

事務局からの改訂案に関する説明は下記のとおり。

- ・ 今回の修正の最大のポイントの一つは、原則1の指針1-3に付け加えられた「最終受益者の視点を意識しつつ」という文言についての解釈と対応である。  
この点について、最終受益者とは「共済契約者と被共済者」であり、「その視点を意識した活動」とは、「退職金を将来にわたり確実に給付するため、制度を安定的に運営していく上で必要とされる収益を長期的に確保することを目指した活動である」と、機構が認識していること、その認識を前提として今回の再改訂を受け入れることを明記した。
- ・ また、今回の改訂のポイントの一つである国内株式以外の資産への日本版スチュワードシップ・コードの適用については、自家運用部分をスチュワードシップ活動の対象外とすることを、その理由（公的機関が直接的に民間企業の経営に介入することの回避）とともに明記した。

#### 5. パッシブファンドにおけるマネジャー・ストラクチャー見直しについて

事務局より、合同運用資産（中退共給付経理、清退共給付経理、林退共給付経理）に係るパッシブ運用のマネジャー・ストラクチャーの見直しについて、募集方法、選考プロセス等の説明が行われた。審議の結果、合同運用資産のパッシブ運用に係る募集の実

施及び選考プロセスについて承認された。

(注) 上記に関する審議内容については、その公表が今後実施予定の選考に影響を与える可能性に配慮し、後日、選考結果等を総括する資料の中で公表することを予定。

#### 6. 特定業種退職金共済制度の財政検証について

オブザーバーである厚生労働省雇用環境・均等局勤労者生活課長より、8月26日に開催された労働政策審議会勤労者生活分科会中小企業退職金共済部会（以下、労政審中退部会）での審議結果の概要について、下記のとおり説明が行われた。

- ・ 建退共の累積剰余金は、新型コロナウイルス感染症拡大による金融市場の大幅な変動等もあり、令和元年度末時点で、前回の平成26年に行われた財政検証時の額から減少しており、今後もより一層減少することが見込まれる。

一方で、建退共制度の魅力を維持し、退職金の水準を確保する必要があるとあり、様々な要素を勘案し、予定運用利回りについては、現行の3.0%から1.3%に引き下げるのが適当であるとされた。

- ・ 清退共の累積剰余金は、前回の平成26年に行われた財政検証時と比較して、若干増加している。累積剰余金については、今後は減少していくことが見込まれるものの、引き続き責任準備金額を大きく上回っているということで、予定運用利回りは現行の2.3%から見直しは行わないことが適当であるとされた。

- ・ 林退共の累積欠損金は、改善傾向ではあるものの、累積欠損金解消計画の解消年限である令和4年度末までには、累積欠損金は解消されない見込みである。

これを踏まえ、制度の安定的運営を図るため、予定運用利回りについては、現行の0.5%から0.1%に引き下げるのが適当であるとされた。

- ・ その他、特定業種退職金制度の趣旨を踏まえつつ、安定的に制度を持続させるため、今後の制度のあり方について検討を行うことが適当であり、また、今後、金融情勢の急激な変化により大幅な利益または損失が発生した場合には、必要に応じて再度検討することが適当とされた。

#### <主な質問、意見等>

(委員) 本日事務局が用意した参考資料には、建退共のマネジャー・ストラクチャーの現状として、運用の効率性が低下しているとの記述があるが、この点について労政審中退部会場で何か意見はあったか。

(厚労省) 特段意見はなかった。

(事務局) 累積欠損金を抱えた林退共では、これを解消するため、0.1%という非常に低い予定運用利回りとなるが、このことについて、労政審中退部会場で何か意見はあったか。

(厚労省) 予定運用利回りが低過ぎるのではないかという観点の意見は特段なかった。

## 7. 流動性対策について

令和2年度第2回資産運用委員会において、新型コロナウイルス感染拡大が資金繰りに与える影響への対策として、流動性確保のため、自家運用において一部を除き債券購入を見合わせる事が承認されたところであるが、建退共事業本部から建退共給付経理の自家運用における債券購入を再開したいとの要望が提出され、審議が行われた。審議の結果、長期債の購入については、人口動態を踏まえたキャッシュフロー分析（掛金収入と退職金支給の見通し）が必要、との指摘があり、次回委員会において、分析結果を報告し、その結果を踏まえて判断することとなった。事務局及び建退共事業本部による申請の背景に関する説明の概要は、下記の通り。

(事務局)

- ・ コロナ禍という全世界的な未曾有の事態を受け、今年度については流動性確保に全力を挙げる旨、第2回の資産運用委員会で報告し、了承を得た。

その後、予想より早く第二波感染拡大が始まったこともあり、同方針を維持してきたが、今般、建退共事業本部から再投資再開の要望が提起されたため、ご審議頂きたい。

建退共からの単独申請となったのは、以下の制度的背景に因る。

- ① 組織的には、特定業種退職金共済事業については、資産運用委員会のほかに運営委員会という業界関係の外部委員で構成される委員会が設置されている（中退法第67条）。
- ② 建退共事業については、独法通則法に規定される「業務の一部に関し一切の裁判上又は裁判外の行為をする権限を有する代理人」につき、独立行政法人勤労者退職金共済機構組織規程第4条により、理事長の権限を代理する理事長代理を置くことが規定されている。
- ③ この組織規程の改正には、独立行政法人勤労者退職金共済機構特定業種退職金共済規程第3条第3項(7)により、運営委員会の議を経なければならない。
- ④ この共済規程の変更については、中退法により、運営委員会の議を経なくてはならない（第67条第2項の一）。
- ⑤ したがって、規程上、建退共固有の問題については、理事長が責任を有する中退・清退・林退とは別の判断が理事長代理の責任の下で取られ得ることとなっている。この結果、今回のような単独申請もあり得る。

(建退共事業本部)

- ・ 建退共では、業界を引退した時点で退職金請求が行われるため、景気動向にあまり左右されず、退職金の増加・減少は長期的なトレンドとして推移している。掛金収入についても、建退共では公共事業が中心で行われているため、景気が悪化して

も直ちに大幅に減少する恐れは少ない。

- 実際、4月から7月まで退職金支給額、掛金収納額とも前年比で大きな変化は見られない。
- この間、普通預金額は平成18年度以降で最高水準にある。
- 建設業は受注産業であるため、需要が短期間で急変する可能性というのは非常に低い。雇用に影響を及ぼすにはタイムラグがある。実際、4月から7月の公共工事請負額は、対前年度と比べて増加している。
- 債券購入の見送りを継続した場合には、金利相当分の収入が自家運用収入から失われる。また、金融債を除く債券購入見合わせを続けた場合、10年後にキャッシュ不足に陥ることになる。
- 退職金が掛金を上回る状況は、団塊の世代が退職する時期に発生、平成14年度のピークにはその差額は363億円であった。
- 退職金が掛金を上回った場合、基本は積み増した普通預金で対応するか、ラダーの償還金で対応するかのいずれかになる。普通預金は使ったら1度限りなので一時的な減少に対応、ラダーの償還額は毎年発生するため、長期的、継続的なトレンドに対応可能。
- 建退共の場合、退職金の一人当たりの単純平均納付年数は約8.6年であるが、支給金額で加重平均すると約17.8年となる。したがって、20年債を一定割合持つ合理性はある。ただ、建設業は労働者の高齢化が進んでおり、中長期には退職金が掛金収入を上回る可能性が非常に高いと思われるため、20年債の保有を増やすことは不適當。

#### <主な質問、意見等>

(委員) 特退共の場合に運営委員会があり、中退共とは意思決定の仕方やプロセスが少し違うとの説明があったが、この資産運用委員会が果たすべき機能については、中退共と特退共の間に全く差異はないと考えるが、そうした認識を委員会において共有するということが良いか。

(事務局) 然り。資産運用委員会には、全ての共済制度において、私どもの資産運用業務を監視する役割を果たしていただくものと認識している。

(委員) そうした認識を踏まえ、委員方におかれては、中退共と同様のクオリティーを求めて、建退共ほかにおける資産運用業務についても活発な御議論をお願いする。

(委員) 「退職金の増加・減少は長期的なトレンドとして推移している。」との説明があり、ラダーというやり方も採用しているとの説明があったが、退職金の長期的なトレンドが、デモグラフィに左右される仕組みになっているとすると、ラダーを組む際には、人口動態や建設業における年齢構成を踏まえた将来の退職金支払額に関する定量的な分析をしているのか。例えば、団塊ジュニアの退職時期と

ラダーの関係等について説明頂きたい。

(委員) 資料の中に、20年債購入の経緯として、平成16年にデュレーション短期化への対応として購入を開始したとの説明があるが、ラダーを組んでおり、かつ簿価評価である自家運用についてデュレーションをコントロールするというこの意味が良く分からない。考え方を説明して頂きたい。

(事業本部) 人口動態に大きな影響を受けるのは事実であるが、その影響について定量的な分析をした上でラダーを組んでいるのではない。平成16年に20年債の購入を開始した以外は、従来からの運用方針を踏襲してきたのが実情である。

(委員) 団塊ジュニア層の引退に関する定量的な分析がないと、そもそもラダーという概念は出てこないのではないか。

(事業本部) デモグラフィックな部分の分析は出来ていないのが実情である。

(委員) 退職金支給額は景気動向にあまり左右されず、デモグラフィックにかなり左右されるのであるならば、被共済者の年齢構成と退職数との関係の簡単な分析で今後の退職金支給額の大まかな目処が付き、団塊ジュニア世代の退職のこぶに対応するラダーを組むことも可能になる理屈だが、何故そうしないのか。

(事業本部) 従来そういうことをやっていなかったというのが現状。建設業の技能労働者の世界ではかなり高齢化が進んでおり、研究会の推計等でも建設業就業者数の減少も見込まれているので、そういう点について分析した上で次回お示しする。

(委員) 自家運用における債券購入再開の理由としてラダーの維持を挙げているが、退職金支給額の将来推計もない状態では、ラダーを維持する意義、ラダーの年数が何と対応しているのかが分からない。

(事業本部) その点も整理した上で、次回、10月30日にお示しする。

(委員) 人口構成が変化しているケースでは、ラダーよりもキャッシュフローマッチングの表を作る方が良い。建退共の場合は退職年齢は決まっていないが、従来の退職金支給者の平均年齢を使う等一定の前提を置けばシミュレーションが可能ではないか。

(委員) 建設業は50歳以上が全体で45%ぐらいになっており非常に高齢化が進んでいる業種である。建退共の加入者もそれと同じような人口構成とすれば、半分はあと10年経てば60歳に達する。中長期的には退職金支給額が収入を上回る見通しであるなら、運用の常識としては、長い債券を持つこと自体が非常に大きなリスクを抱えることになる。長期債をどのくらい持てるのかは、先述のようなシミュレーションが必要。

(委員) 平均納付年数が17.8年なので20年債で投資をしても合理性があるとの説明であるが、20年債は新規加入者用としては適切としても、購入する債券の年限構成を決めるには被共済者の年齢構成が必要ではないか。

(事業本部) そういう点を踏まえて資料を作成する。

- (委員) 現在の債券の年限構成は、ほぼ10年以内のものを均等に持っているような形なので、柔軟性はあるように思える。流動性管理面では、平成14年に400億円近くの資金ショート状態になった際も乗り切っているようなので、基本的には大丈夫なのではないか。
- (委員) 中退部会で予定運用利回りを来年1.3%に引き下げることが決まった由であるが、それに対応してポートフォリオの見直しを行う必要がある。自家運用部分の在り方は、基本ポートフォリオ全体に掛かってくる議論ではないか。そのあたりのスケジュール感如何。
- (事業本部) 基本ポートフォリオをどうするかについては、シミュレーション等を行った上で、次回資産運用委員会に提出する。
- (委員) 中長期的に収支がマイナスになる見込みであるならば、資産規模が変化することになり、建退共資産全体の中での自家運用のウエイトも変化する。将来キャッシュフローのシミュレーション等により、そうしたことも検討する必要があると思料する。
- (事業本部) ご指摘の通りであり、種々論点を整理してお示しさせていただく。
- (委員) 掛金収入の2分の1の額279億円を普通預金で確保されるとのことであるが、この2分の1という割合あるいは279という数字の算定根拠如何。
- (事業本部) 掛金収入がピーク比2分の1の水準になったのは昭和61年のことであり、それ以降は一貫して300億を超えている。低い時でも400億台半ばであるので、279億円は短期的に想定される水準としてはほぼあり得ないぐらいの安全に安全を見込んだ数字と考えている。
- (委員) この金額を特に減らすことは考えていないという理解で良いか。
- (事業本部) 然り。ご指摘を踏まえ、20年債の購入については根拠を示した上で改めてご審議頂くこととするが、将来のラダーにあまり穴を開けるとするのは建退共の現状を見れば適切ではないと思われるため、10年債のみ10月から購入を再開することとしたいが如何か。
- (委員) 取り敢えず、当面の対応として限定的な金額で再開するのであれば、10年債に限る必要もないのではないか。長期金利の低迷が予想される中、少しでも高い利回りのものをポートフォリオに組み入れていくことも必要。  
また、ラダーを維持するという目的であれば、量の問題は別にあるが、20年債を混ぜていく従来の考え方を踏襲してもいいのではないか。
- (委員) 10月からの購入再開の提案であるが、次回10月の委員会で提出されるキャッシュフローのより詳細な資料を見た上で開始すれば良いのではないか。
- (事業本部) 次回委員会が10月30日であるため、そこでの決定となると再開が12月ないし1月になってしまう。できれば10月から再開したい。
- (委員) 10月に決定して再開が12月ないし1月になるとのことだが、間にどのような

プロセスが必要になるのか。市場対応だけであればそれほど時間は要しないと思料。再開するに当り、外部機関の承認を取る等の手続きが必要なのか。

(事業本部) 政府保証債等は大体1カ月ぐらい前に予約が必要であるため、その期間が必要。

(委員) 建設業の平均年齢が非常に高いことを勘案すると、今後、加入者数の減少とキャッシュフローの減少が想定される。被共済者の年齢構成ないし年齢ごとの期待残存就業年数等の数字がない中、どのような根拠を基に今の10年ラダーの高さを維持する必要性を強く主張するのか。ラダー維持のために10年債投資を再開する必要性が高いとの主張は、10年後の償還金ニーズについてのイメージがないとできないと思料。

(事業本部) その点、整理して次回委員会で報告する。

(委員) 中長期的なキャッシュフローの減少と赤字化が想定される中で、ラダーの高さをどう調整していくのか、ラダーのあり方を含めた説明を次回委員会で受けた上で、今後のラダーの作り方を検討してはどうか。

ラダーの高さが下がっていくということを想定の範囲内に入れた分析を10月に提出してもらい、その結果も踏まえて10年債の買い方について考えるということではどうか。

(委員) やはり将来のラダーについての想定が曖昧なままでは投資再開の可否や内容について判断をつけるための材料が不足していると思われる。

再開まで多少時間が掛かっても、もう少し議論の根拠、決定の根拠を説明できるようなものを10月に頂いてから判断したほうが良いと思料する。

(事業本部) 承知した。

(委員) 建退共の基本ポートフォリオの見直しは比較的緊急性が高いテーマだと認識している。その中では自家運用部分も含めて議論が必要とのご意見にも同意する。ただ、基本ポートフォリオ見直しを待っていると購入がかなり遅れてしまうという問題もあると思われる。できる限りポートフォリオ見直しのタイミングを前倒しするとして、一方でとりあえず現状の自家運用部分を前提とした議論も10月に行い、近い将来再び見直しがあるということを前提に話を進めれば良いのではないか。

(委員) 将来キャッシュアウトが超過になった場合、自家運用のラダー部分が不変であると委託運用部分が減ることになりポートフォリオ全体の収益率に係ってくる。そうしたリスクも将来シミュレーションで明らかにし、債券のポートフォリオの内容を決める必要がある。ただそれをやると1年がかりになる可能性があるので、進め方の検討が必要。

(了)