

令和4年度第3回資産運用委員会議事要旨

【開催日時】 令和4年9月26日（月）14：00～15：40

【開催場所】 勤労者退職金共済機構9階A・B会議室

【出席者】 村上委員長、玉木委員長代理、大野委員、中島委員、馬庭委員

※中島委員は、WEB会議システムにより出席。

※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前提条件に関する認識と対応について<審議事項>

事務局より、基本ポートフォリオの前提条件に関する認識と対応について、資料を提示の上で内容を説明した。審議の結果、前提条件に関する現時点における問題意識が共有され、基本ポートフォリオの見直しについては、注意深く状況の帰趨を見守っていくとの方針について、委員会として了承された。説明の概要は下記のとおり。

- ・基本ポートフォリオは中長期的に維持されるべきものであり、通常は5年程度が見直しの周期と考えている。ただし、基本ポートフォリオ策定の重要な前提条件が変化した場合には、5年を待たずに見直しの検討を行う必要があるとの認識が、平成30年2月の資産運用委員会で共有されている。最近の状況を見ると、海外の物価と金利について局面が変わった観がある。今回はこうした状況を踏まえ、プロアクティブに今後の対応方針を検討頂くもの。
- ・現状を検討すると、基本ポートフォリオ策定の最も重要な前提条件の一つである金融経済情勢の見通しの変化した可能性が高いと思われるが、まだまだ不確定要素が多い。状況が流動的な状態での見直しは選択肢足り得ないので、本格的な検討開始は、来年の夏場以降になる公算が高いと思料するが、事態の急変があれば、それ以前に動く可能性は排除しない。資料に挙げた今後の重要イベントに注目しつつ、当面は状況の帰趨を見守ることとする。

<主な質問、意見等>

（委員） 重要な前提条件の変化には、ボラティリティや予想リターンの変化も含まれるのか。

（事務局） 想定された変動の範囲内での変化なのか、市場構造の変化等による不可逆的な変化なのかを見定める必要があると考えている。

（委員） 現在、予測機関は内外とも金利上昇を見込んでいるが、事務局としては、今後、そうした予測が実現し、効率的な資産構成が変化すると見込んでいるのか。

（事務局） まだ様々な展開があり得ると考えており、金利上昇を確信している訳ではない。

ただ、実際に金利が上昇した場合の対応について、予めご検討頂きたいという趣旨である。

- (委員) 国内金利の中長期的な見通しについては、CPIと景気動向の間にある賃金の動向が重要と思料する。
- (委員) 今回の期待リターンの推計結果を見る限り、まだ基本ポートフォリオ見直しをするような段階ではないと思われる。一方、次回見直しを展望すると、外国債の期待リターンがかなり上がっている点には留意しておく必要があると思料する。
- (委員) 金融政策については、日銀総裁が替ったからといって変わるとは限らず、変える理屈も変え方も様々なケースがあり得る。責任ある組織として十分に周りの実態を見て、特に市場の動き、あるいは政策当局者の発言などをよく見てから動くというのが非常に重要。結論としては、当面は事態の推移を見守るのは非常に賢明な選択。むしろ、拙速を尊ぶで他機関に先行して基本ポートフォリオを見直してしまった場合には、理由の説明も先陣を切らざるを得なくなる。
- (委員) 仮に前提条件の見直しをするときに、金利等の見通しのほかに、現行のポートフォリオを作成したときのリターンの推計方法などの見直しは行わないのか。
- (事務局) その時の市場の動向、金融政策の変更の状況、その両者の関係を眺めて決めることになる。期待リターンの推計方法を変更するには、両者の関係がはっきりするまで見定める必要がある。
- (委員) 結局、基本ポートフォリオを考えると、定常的な状態がどういうところに落ち着くかというところが見えてこないトレンド追随型になってしまう。トレンド追随で変更していくと、必ず転換点で大きな痛手を被ることにもなる。これだけ不確実な要素が多い中では、少し様子見というのが賢明な判断かと思う。
- (事務局) 定常的な状態がどういうところに落ち着くかということ踏まえて、トレンド追随型ではないようにということを心がけている。しかし、基本ポートフォリオを変更しないことと、何もしないことは異なる。何もしないと、何かあった時に狼狽して誤った決断を拙速に下すことになりかねない。見直しをやるから努力するのではなく、やらないから努力するということも、資産運用業務には必要だと思う。後の評価の問題にも関わってくるが、こうした努力が、資産運用においてプロセス責任を果たすことだと考えている。

2. その他〈報告事項〉

(1) 建退共の必要な利回りの中間報告について

建退共事業本部より、建退共の必要な利回りについて以下のとおり報告・説明があり、了承された。

- ・建退共の期待リターンを決めるための「必要な利回り」の推計値は、令和2年度

の資産運用委員会での審議を経て決定された。責任準備金必要利回りと業務経費率の合計値で、令和元年度までの実績値を元に算定している。

- ・令和2年度までの実績値を元に更新した場合も、結果は現在とほぼ変わらない。
- ・令和3年度については、年度途中で予定運用利回りの引き下げがあった。引き下げの効果は1年間通してみてもないと検証出来ない。このため、令和4年度以降の決算における責任準備金必要利回りについては、改めて委員会で報告する。
- ・なお、共济手帳の直近の更新に要する月数について、令和3年7月の第4回資産運用委員会において、今後とも最新の更新状況について更新月数の分布などを継続的に確認すると申し上げた。令和3年度実績を踏まえた数値については現在集計中であり、次回の委員会にて御報告する。

(2) 林退共の累積欠損金の状況について

林退共事業本部より、林退共の「累損解消計画（令和2年）」と実績の比較（令和2・3年度）について以下のとおり報告・説明があり、了承された。

- ・令和3年度末は、累損解消計画上における目安額との比較では実績が上回っている状況である。
- ・令和2年度において、運用収入が計画値を大きく上回ったことが計画比で累損解消の方向に大きく寄与している。
- ・一方、令和2年度の掛金等収益と退職金等費用との収支差（掛金等収益－退職金等費用）が計画値を下回っている中で、責任準備金繰入が収支差ほどは下振れなかったことは、計画比で累損拡大の方向に寄与している。
- ・令和3年度においては、掛金等収益と退職金等費用との収支差（掛金等収益－退職金等費用）が計画値を下回っているにもかかわらず、責任準備金繰入が計画値を上回ったことが、計画比で累損拡大の方向に寄与している。
- ・一方、予定運用利回り引下げに係る法令改正経費が「国庫補助金」で賄われたことが、計画比で累損解消の方向に寄与している。

<主な質問、意見等>

(委員) 林退共については少し状況が厳しくなっている部分はあるかと思うが、今後については従来の計画通りで粛々とやっていくしかないという理解でよいか。

(事務局) 建退共、林退共とも予定運用利回りを動かすと想定外の数字が出てくる。現在、厚生労働省と一緒にそうした数字の要因を分析しているところである。

林退共では、予定運用利回りを下げたときに、引下げ以前の期間に係る退職金額が減ることのないように行う調整の影響が大きく出ている。

建退共、林退共とも令和2年度に行った財政検証の際に、制度の在り方の検討を提案された。この検討は厚生労働省主体で行われるが、検討に必要なデータは

機構が保有しているので協力していくことになる。検討によって問題が明らかになれば、累損解消計画の見直しも行うことになる。なお、予定運用利回り引下げ時の調整が責任準備金に与える影響は、財政検証を踏まえて策定した累損解消計画では勘案されていないため、必要とあれば累損解消計画を見直すことになる。

(3) 「独立行政法人評価に関する有識者会議」について

事務局及び勤労者生活課長より、「独立行政法人評価に関する有識者会議」について報告・説明があり、委員会として情報が共有された。

事務局の説明は、以下のとおり。

- ・この会議は、毎年、厚生労働省が所管する独立行政法人のうち、中期目標管理法人の類型に該当するものについて、厚生労働省政策統括官（総合政策担当）が、外部有識者の参集を求めて開催される会議である。
- ・資産運用委員会作成の「資産運用に関する評価報告書」は、厚生労働大臣に提出され、この会議の参考資料となっている。
- ・本日は、この会議に機構が提出した自己評価に関する資料のうち、資産運用に関する部分を抜粋して報告する。基本的には評価報告書の内容をベースにしているが、改正独法通則法の趣旨であるガバナンス強化における資産運用分野における一連の改革の位置付けを明確化した構成となっている。
- ・まず4年間に約3,200億円の収益をあげるなどの運用収益面での成果を示した。また一連の改革をスケジュール表でまとめており、その中で累計55回に及ぶ資産運用委員会の開催を強調し、この委員会が、機構職員のリテラシー向上、人材養成にも寄与していることを報告した。そして改革の総仕上げとしての「資産運用の基本方針」の新規制定、経理別に制定されていた基本方針の一本化を強調した。最後のページでは、資産運用に関する評価報告書の【総合評価】を転載した。
- ・これらの実績を踏まえた自己評価については、第4期中期計画の見込評価を「S」、令和3年度の評価を「A」とした。これらの評価は、資産運用だけに関するものではなく、中退共の業務全般に関するもので、平成28年度に策定した第3期中期計画のローリングプランに基づき、この期間に達成した制度全体のガバナンス強化の実績を踏まえたものだが、資産運用がその大きな部分を占めている。
- ・なお、この会議の内容を踏まえた厚生労働省による評価結果は、中退共は見込評価が「A」、令和3年度が「B」であった。評価の結果については、勤生課長からご説明頂く。

<勤労者生活課長の説明>

- ・令和3年度については、資産運用以外で一部達成度の低い指標もあったため、総合的に勘案して「B」とした。見込評価は、目標達成度120%以上の指標が1つ

であることを勘案しつつ、定性的には非常に積極的な取組みが行われたことを評価し、「A」とした。

- この評価ルールは、総務省の「独立行政法人評価に関する指針」で評定区分が定められており、基本的には目標、計画で定めた指標の達成率に基づいて評価されるが、定性的な取組なども総合的に考慮して評価される。
- 法人所管部局としては非常にしっかり取り組んでいただいたと思っているが、独法評価の仕組み自体は総務大臣が定めるものなので、それを前提に対応するしかない。
- できる限り機構の積極的な取組が直接的に評価に反映されるように、例えば目標や指標の設定の仕方や、重要度、困難度の設定の仕方などを良く考えていく必要があるのではないかと改めて考えている。
- ちょうど来年度から始まる5年間の中期目標・中期計画を設定するタイミングでもあり、戦略性を持って機構とも良く意見交換しながら考えていきたい。

<主な質問、意見等>

(委員) 主務大臣の評価結果と総務省が定めている仕組みについてはよく理解した。その上で、主務大臣の評価が出るまでのプロセスについて2点、勤生課長の感想、感触を伺いたい。

1点目は、単年度超過収益率の扱いについて。定量的指標を定めて、それに関する情報を最大限活用すべきという考え方は当然あってよいものとする。ただし、当機構のように、業務の属性のため、実績を定量的に評価する場合のタイムホライズンがほかの組織よりもはるかに長い場合、ある特定の期間における定量的な情報の扱いには注意深くなければならない。当機構や他の年金等を運用する機関の運用に関する公式文書や法令に「中期」や「長期」という言葉が数多く登場するのは、資金の運用という業務の属性に根差している。資金の運用では、内外、官民間わず、ともすれば短期的な現象に目を奪われて、右往左往してしまうことが多い。そうした反省から「中期」「長期」という言葉が明示的に用いられている。もし機構が、前年度の超過収益率を見てマネジャーを選んだら、資産運用委員会としては選考手法の抜本的な見直しを提言しなくてはならない。同様に、機構の定量的指標である超過収益率について、主務大臣評価が単年度の数字に引っ張られたものであってはならないし、そうした印象を与えてもいけないと思料する。もちろん、定量情報と評価の間には一定のめどつつながりがあるべきではあるが、独立行政法人の業務は非常に多種多様であり、主務大臣は、個々の法人の評価においては有識者会議の議論も必要に応じて参考に、あるいは活用しながら、その法人の業務の属性を理解した上で主体的に評価し、それを国民に示して、一種のPDCAサイクルが回っていくというのが独法制

度の基本的な枠組みと考える。有識者会議の後、省内の作業において、「中期」、「長期」というタイムホライズンに関する考慮が上手く取り入れられているのか、感触を伺いたい。

2点目は、評価の作業における機構のガバナンスに関する質問である。機構はGPIFと同様、独立行政法人として非常に厳しい「ヒト・モノ・カネ」の経営資源の制約を受けている。そうした中、GPIFとは異なり、退職金共済制度への加入促進や年金機構のような支払い事務等、多様な業務を担っているため、経営資源の配分が、機構全体の目的を達成するためのガバナンスにおいて非常に大きな論点になる。当委員会での建退共の合同運用参加を巡る議論においても、経営資源制約がかなり意識されていた。そこで、有識者会議の場や、その後の省内における勤労者生活課と評価官室との議論、主務大臣評価のプロセスにおいて、資源配分というガバナンス上の大きな論点が、十分に引き上げられたのかどうか、感触を伺いたい。

(勤生課長) 1点目については、省内のプロセスとしては、法人所管課である勤労者生活課がまず機構の自己評価の内容をチェックし、次に政策評価官室という独法評価全体を担当している部署が審査して、そこに有識者会議での議論の内容を勘案して、その全体を通して評価を考えていく形である。資産運用については、どうしても単年度ごとの指標が前面に出てきてしまうので、それに引っ張られないように、できるだけ中期的な観点から評価できるようにしなければならないという認識は持っている。ただ、総務省のルールでいうと、まずは数値目標の達成状況があり、それに定性的な部分を加味するという形になる。ちょうど中期目標・中期計画を定めるタイミングでもあるため、機構の性質に照らして、単年度の指標にあまり引っ張られないような指標や目標を立てていく必要があると考えており、よく研究したいと思っている。

2点目のガバナンスについては、有識者会議の委員からも、理事長のリーダーシップの下、資産運用と情報セキュリティに関しては非常に努力しているとの発言もあり、また人材育成や外部の目利き人材との連携などについて、これは目標として具体的に立てていないので評価の対象になりにくいけれども、非常に努力しているとのコメントをいただいている。厚生労働省内でも、統制環境整備のために職員に高い職業倫理の必要性を理事長が発信している事や、リスクコンプライアンス委員会など専門性の高い有識者の参画する委員会を幾つも立ち上げるなど、内部統制の強化に取り組んでいる点を非常に評価している。そうしたこともあって、狭義のガバナンス、内部統制に関する項目はA評価、一般中退も資産運用の部分はガバナンスに関わってくるが、そちらもA評価で、標準評価より一歩高い評価としている。

(委員) 独法という制度が出来た当初は、主務大臣によるお手盛り評価を排除するため

の方法として定量的な目標を立てることが支持されたと思料。しかし、制度が出来て 20 年も経ち、多くの理事長が主務省出身であった当時とは環境が変わっており、評価の仕方も進化していく必要がある。所管課が、ガバナンスの部分に着目し、評価したことを省内に説明、広げていくといったことが行われて、初めて主務省内における主務大臣評価のプロセスに信任が集まる。資産運用委員会としても、主務大臣の任命を受けているので、その役割を評価して貰えないと国民に合わせる顔がない。今後の独法評価においては、年度毎とか中期毎の評価と、資産運用におけるタイムホライズンのズレを勘案して適切な評価を行うため、定量的な評価に何かしらの段階を付けるなどの工夫に知恵を絞って頂きたい。

(勤生課長) 委員のご指摘を良く踏まえて、今年度下半期に行う次期中期目標を立てる際に考えたい。

(委員) 定量的な指標が評価し易いため注目されがちということのほか、新しい運用手法の導入が評価されがちという傾向もあると思料する。しかし、基本ポートフォリオについては、冒頭説明があったような、理念、スタンスを持って取り組むことも重要。例えば、従来通りの手法であっても、リターンだけでなくリスク管理をしっかりとやるのが高く評価されるべき。目立たなくとも重要な取組が評価される形の中長期計画を立てる必要があると思料する。

(委員) 令和 3 年度の評価がかなり数値に引っ張られたのだとすれば非常に残念。運用の世界では、アクティブ運用の超過収益が毎年必ず取れるということはありません、3 年間や 5 年間を通じてプラス・アルファが得られるだろうと判断してマネジャー選択をしていると理解している。したがって、例えば、単年度の数値を出すとともに常に過去 5 年間の数値をローリングさせ、5 年通算で超過収益が得られているか分かるような指標にするという工夫も必要ではないか。

過去のパフォーマンスの数字重視、かつ単年度を重視、それで定性的なところはあまり見ない評価が行われているという我が国の資産運用業の在り方は、10 年も 20 年も前からグローバルに活動するコンサルタントからは先進国の中でも非常に遅れていると指摘されている部分である。それを中央官庁がやっているとなると、金融業務について非常に遅れている国という認識にもつながりかねない。有識者会議は、この分野におけるグローバルな基準というものを良く踏まえて評価を行って頂かないと、いつまでたっても金融後進国だと思われてしまう。

(事務局) 理事長着任以来、常に心掛けているのは独法通則法改正の趣旨であるガバナンスの改革である。独立行政法人ではガバナンスが出来ていないので、ずっとガバナンス改革を行ってきた。中退共の資産運用における制度全体のガバナンスについては、付加退職金制度が機構の思っている形に見直されれば、完璧になると思っている。

自己評価の「S」は、ガバナンスが終わったからというだけではなく、必要な

利益剰余金を 5,272 億円まで積み上げるという実績も踏まえたものであるが、最終的な評価が「A」となったのは、単年度のK P Iに固執された結果であると理解している。ルールブックに従ったデジタルな評価の結果との説明であるが、この評価が自分に対する評価なのか、主管局長に確認したところ、そうではないとの回答を得たので、評価については致し方ないものと思っている。

ただ、こうした定量評価を続けると、不正が起こったり、問題が起こったり、中退共もかつてのように大赤字を抱えたりするおそれがある。なぜなら、今回の評価結果は、中長期的に本来あるべき姿に基づいて努力するよりも、単年度のたまたまの数字が大事だ、というメッセージと言えるからである。評価する方は、評価するだけではなく、経営に対する重要なメッセージを送っているわけで、そのメッセージを送ったことに対する責任は未来永劫残る。そのことを強く認識して頂きたい。

その後、総務省の独法評価制度委員会の委員と議論したが、ガバナンスについて見識のある2名の委員から感銘を受けたとの感想を頂いた。これだけガバナンスが出来ている独法は2割に満たないとのお話であったが、K P Iを追求すべしとの経営へのメッセージだけで、ガバナンスをやれとのメッセージがないのであれば当然の結果と言える。

我々も、中期計画をつくったときにK P Iを超過収益率だけに置いていたことは大いに反省している。次期中期計画からは資産運用委員会で議論しているような資産運用評価報告書にのっとったプロセス評価をかなり多く入れ、かつ数字も入ったものにしようと考えている。

(委員) 運用を行う機関の業務概況書は、収益額の説明から始まることが多い。しかし、最初に「今年度、こういうプロセスでやりました」から始まり、最後に「このプロセスでやって、外部要因の結果として、たまたま今年度はこういう数字になりました」という形の情報開示でも良いと考える。我々公的機関側の使命は、国民に対して大事なことを過不足なく伝えることにあるので、企業で言うボトムラインから入っていく情報開示の仕方、あるいはそこに捉われ過ぎた評価というのはあってはならない。長期的な投資をしようとする人は企業の今年度、昨年度のボトムラインだけを見ていることは絶対でない。

先程、評価方法の進化と申し上げたが、評価のプロセスの中で、本来は総務省に音頭を取ってやって頂くような議論であるが、各所管の省において、それぞれが所管する独法の業務のバラエティはあまりにも広いということを踏まえた建設的な御議論をぜひやっていただきたい。

(4) 令和3年度の合同運用資産アクティブファンド評価結果

事務局より、「令和3年度の合同運用資産アクティブファンド評価結果」について

以下のとおり報告・説明があり、了承された。

- 個別ファンドの評価については、当委員会で審議して作成した基準に基づき、ファンドの特性や選考時に期待されたパフォーマンスが想定や期待から外れていないかを軸に実施。
- 評価は「問題なし」、「やや問題あり（経過観察）」、「問題あり（解約）」の3段階で、項目ごとに判断し、「問題あり」と判断される項目が1項目でも発生すれば解約することとしている。
- 結論として、令和3年度については、解約と判断されたファンドはなかった。

(了)