

令和3年度

資産運用に関する評価報告書

令和4年6月29日

独立行政法人勤労者退職金共済機構
資産運用委員会

目次

はじめに	-----	2
略語、用語の説明	-----	3
1. 概論	-----	4
2. 運用実績		
(1) 中退共（給付経理）	-----	8
(2) 建退共（給付経理）	-----	12
(3) 建退共（特別給付経理）	-----	14
(4) 清退共（給付経理）	-----	16
(5) 清退共（特別給付経理）	-----	18
(6) 林退共（給付経理）	-----	20
3. 資産の構成に関する事項		
(1) 基本ポートフォリオの見直し	-----	21
(2) 建退共の合同運用開始	-----	24
4. ガバナンス		
(1) ガバナンス体制の確立	-----	25
(2) スチュワードシップ活動	-----	27
5. その他		
(1) 対外公表	-----	29
(2) 最新の資産運用結果及びその他の財務 状況の把握と厚生労働省への情報提供	-----	30
資産運用委員会 委員名簿	-----	32
令和3年度資産運用委員会 開催実績	-----	33
参考図表	-----	35
別添1	中退共資産等に係る基本ポートフォリオ見直しに ついて（令和3年度）	
別紙1	令和3年4月から令和4年3月の資産運用実績報告	
別紙2	「資産運用の基本方針」の遵守状況の報告について	

はじめに

資産運用委員会（以下「当委員会」という）は、中小企業退職金共済法（以下「中退法」という。）に基づき（注）、独立行政法人勤労者退職金共済機構（以下「機構」という。）が行う退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用に関する業務の適正な運営を図るために設置された（委員名簿は P32 をご覧下さい）。

この目的を果たすため、当委員会は、「資産運用の基本方針」の作成又は変更に関する審議や、業務上の余裕金の運用状況その他の運用に関する業務の実施状況の監視、その他重要事項に関する理事長への助言・提言等を行うこととされている。

令和 3 年度においても、8 回開催された当委員会の場で、機構の資産運用業務について様々な側面・観点から審議し、意見を述べてきたところである。

※令和 3 年度中の開催実績は P33 参照。

本報告書は、厚生労働大臣の評価に資するために、令和 3 年度中の当委員会の活動を総括しつつ、令和 3 年度の資産運用実績も踏まえて、機構による資産運用業務に対する当委員会の見解を取りまとめたものである。

（注）中退法第六章第四節第六十九条の二～第六十九条の四

※数値の端数処理については四捨五入としている。

略語、用語の説明

- ・ 中退共
一般の中小企業退職金共済制度を指す。
- ・ 建退共
建設業退職金共済制度を指す。
- ・ 清退共
清酒製造業退職金共済制度を指す。
- ・ 林退共
林業退職金共済制度を指す。
- ・ 付加退職金
中退共において、基本退職金に上積みするもので、運用収入の状況等に応じて定められる金額。具体的には、掛金納付月数の43月目とその後12か月ごとの基本退職金相当額に、厚生労働大臣が定めるその年の支給率を乗じて得た額を、退職時まで累計した総額。現在、各年度の利益見込み額の2分の1を付加退職金に充てるが、利益見込み額が単年度累積剰余金積立目標額の2倍を下回る場合は、当該目標額を優先的に剰余金の積立てに充てることとされている。

1. 概論

〔運用実績〕

- ・ 清退共（特別給付経理）を除く5経理で、収益率実績は基本ポートフォリオ設定時の期待収益率※を下回った。
※ 基本ポートフォリオ設定時の期待収益率は、5年間平均で必要な利回りを達成するように設定されている。
- ・ 合同運用部分について要因を分析すると、市場収益率要因（委託運用のベンチマーク収益率が低迷）が大宗であるが、超過収益率要因（運用受託機関のパフォーマンス）もマイナスに寄与している。
- ・ 超過収益率要因のマイナスについて、機構は、スタイル分散を図る中で、近年の市場環境において牽引役を期待されているグロース系の外国株式ファンドが、世界的な金融緩和政策の見直し観測に因る金利上昇に加え、前年度大幅上昇の反動もあって、年度後半に急落したことが主因であり、一時的な調整と判断し、当面は様子を見守るスタンスである。長期投資家として、短期的な動向に右往左往することは避けるべきであり、拙速にマネジャー・ストラクチャー見直しを行わないことは適切な判断と考えるが、地政学リスク等予断を許さない要因が多い中、緊張感を持ったモニタリングを続けることを希望する。
- ・ 建退共（給付経理）及び建退共（特別給付経理）の超過収益率はプラスを確保しているが、マネジャー・ストラクチャーにおいてリスク分散が十分に出来ていないことを勘案すれば、令和4年4月からの委託運用部分の合同運用への移行は、適切な選択であったと評価する。
- ・ 利益剰余金については、中退共（給付経理）は、令和2年度に付加退職金給付を決定したことに加え、必要な利回

りを確保するための基本ポートフォリオ見直しにより必要な利益剰余金水準（必要な利回りを達成するためのリスク値＝想定損失額）が上がる中、必要な水準をわずかながら下回った。

- ・ 建退共（給付経理）では、令和2年度末における利益剰余金の大幅不足の状態から、令和3年度10月の予定運用利回り大幅引き下げの結果、なお必要な水準には満たないものの、不足幅は大幅に縮小している。
- ・ 清退共（給付経理）では、極めて厚い剰余金水準が維持されている。
- ・ 林退共（給付経理）では、累積欠損の状況が続いている。林退共も合同運用部分の基本ポートフォリオ見直しにより必要な利益剰余金水準が高くなったが、令和3年10月の予定運用利回り引下げによりほぼ相殺され、利益剰余金不足額に大きな変化は生じなかった。

〔基本ポートフォリオ〕

- ・ 中退共の基本ポートフォリオについては、令和2年度の定例検証において、自家運用利回りの低下傾向持続等の理由により、見直すことが適当、との結論に至っていた。これを受け、令和3年度は上期に見直しに取り組み、令和3年9月までに新基本ポートフォリオへの移行を完了した。10月には見直し後の新しい基本ポートフォリオと共に、その経緯および論点をまとめた資料と前提として用いたデータ等が対外公表された（別添1）。見直しに至る審議プロセスは適切なものと評価できる。

〔建退共の合同運用開始〕

- ・ 建退共の資産運用については、令和2年度の当委員会において、令和3年10月の予定運用利回りの引下げを勘案しても現行基本ポートフォリオではなお逆ザヤが残ることや

現状のマネジャー・ストラクチャーでは十分な運用スタイルの分散が図れていないことなどから、基本ポートフォリオとマネジャー・ストラクチャーの見直しが喫緊の課題であることを指摘した。対して建退共からは、それらの見直しを早期に実現することが難しい中、委託運用部分の中退共等との合同運用が提案され、当委員会としてこれを了承した。ただし、今後、単独運用の方が受益者の利益に適う状況になった場合に備え、単独運用を行い得る体制の強化に着手すべきである旨、付言した。合同運用への移管は、約4千億円に及ぶ大きな資金移動を伴う移行作業となったが、令和4年4月1日に予定通り合同運用が開始された。

- ・ 建退共の合同運用参加は、当面を凌ぐ措置に過ぎない。建退共の資産規模を踏まえれば、再び単独運用をおこなうことになっても対応が可能な体制の整備に努めることを強く要望する。

[スチュワードシップ活動]

- ・ スチュワードシップ活動については、中退共・清退共・林退共の合同運用に係る活動で、平成30年度に活動を活発化させてから4年目に入り、理事長と主要金融機関トップマネジメントとのトップ面談、実務レベルでのエンゲージメント実施部署との意見交換という複層的な活動が定着、内容も年々充実している。令和3年度は、議決権行使における考え方に関する議論の中で、株式会社における定款の位置付けといったガバナンスの基本的な事項について運用受託機関の認識が不十分との問題提起を行い、一部の運用受託機関における議決権行使基準見直しに繋がったことが報告された。こうした活動内容と成果は、スチュワードシップ活動が発展・深化していることを示すものとして評価できる。また、林退共運営主体として、気候変動問題、カー

ボンニュートラルに向けた取り組みにおける林業の重要性、森林資源の炭素吸収手段としての利用可能性について問題提起するなど発信力を高めていることは、サステナビリティ（ESG要素を含む）への配慮という観点から評価される。令和4年4月以降、建退共においても、合同運用に参加することから、中退共の活動に相乗りすることができる。

〔機構の組織運営・ガバナンス等全般と総括〕

- ・ 令和3年度の当委員会では、「資産運用業務に携わる役職員の行動規範」が提起され、審議を行った。当委員会においては、以前から行動規範の必要性について指摘をしており、当委員会において行動規範を取り上げられ、制定に至ったことは、評価できる。金融業務を行う公的機関として、役職員には高い職業倫理とエキスパートとしての責任（指摘責任を含む）を果たすことが求められるとの認識を確認した内容となっており、今後も機構に求められる社会的な使命を果たすことが期待される。
- ・ 対外公表については、特に年度前半は当委員会がほぼ毎月開催される状況ではあったが、議事要旨等の資料の早期公開という観点から、改善が見られた。
- ・ 以上に鑑み、機構における令和3年度中の資産運用は、総じて見れば、中退法その他の法令を遵守しつつ安全かつ効率的な運用を基本として実施するという基本原則に則り、長期的な運営の安定と中期的な健全性向上に必要な収益確保を目指すという基本方針に則して行われており、年度計画で掲げた目標に沿って質的な向上が図られてきていると評価する。
- ・ 以下に項目ごとに具体的に記す。

2. 運用実績

(1) 中退共（給付経理）

① 運用実績

【中退共（給付経理）運用実績】（委託手数料控除後）（単位：％）

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和3年度		
					上期	下期	
予定運用利回り(年率)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
必要な利回り(年率) ※1	1.1	1.1	1.1	1.1	-	-	1.1
期待収益率 (A) ※2、3	1.04	0.83	1.00	1.00	-	-	1.68
うち自家運用 ※4	0.82	0.74	0.66	0.57	-	-	0.50
うち委託運用	1.36	0.95	1.51	1.64	-	-	3.23
収益率実績 (B)	2.29	0.74	△ 0.32	5.25	-	-	0.78
うち自家運用 ※4	0.62	0.57	0.53	0.50	-	-	0.44
うち委託運用	4.69	0.98	△ 1.51	12.17	-	-	1.25
実績－期待 (B-A)	1.25	△ 0.09	△ 1.32	4.25	-	-	△ 0.90
うち自家運用 ※4	△ 0.20	△ 0.17	△ 0.13	△ 0.07	-	-	△ 0.06
うち委託運用	3.33	0.02	△ 3.02	10.54	-	-	△ 1.98
市場収益率要因	2.78	0.62	△ 2.28	8.52	-	-	△ 1.25
超過収益率要因	0.55	△ 0.59	△ 0.74	2.01	-	-	△ 0.73

※1 必要な利回りは、予定運用利回りと業務経費率の和である。

※2 期待収益率(A)は、平成29年度～令和2年度については平成28年度改定時における基本ポートフォリオの期待収益率である。令和3年度については10月1日に基本ポートフォリオを改定したが、年度ベースで期待収益率を計算しているため、半期毎の数値はない。

※3 令和3年度は基本ポートフォリオ見直しを行い、10月に新基本ポートフォリオに移行した。向こう5年間の平均期待収益率は、資産運用の基本方針に定められた運用の目標を踏まえ、引き続き、予定運用利回り年+1.0%と業務経費率+0.1%を加えた必要な利回りの水準（年1.1%）に設定された。

※4 自家運用には生命保険資産と有価証券信託を含む。

【中退共(給付経理) 運用損益】(委託手数料控除後) (単位:億円)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度
運用損益	1,076	359	△ 158	2,588	410
うち自家運用 ※	172	162	153	146	132
うち委託運用	904	197	△ 310	2,442	279

※ 自家運用には生命保険資産と有価証券信託を含む。

- ・ 資産全体の収益率実績は+0.78%となり、基本ポートフォリオの期待収益率を下回った(△0.90%)。主因は、委託運用の収益率実績が+1.25%と、同期待収益率+3.23%を大きく下回ったことである(△1.98%)。資産全体の運用損益額は+410億円、内訳は、自家運用が+132億円、委託運用が+279億円となった。
- ・ 委託運用の収益率実績が期待収益率を下回った要因をみると、市場収益率要因(委託運用のベンチマーク収益率と期待収益率の差異、以下同じ)が△1.25%と大宗であるが、超過収益率要因(運用受託機関のパフォーマンス)も△0.73%となりマイナスに寄与している。
- ・ 市場収益率については、国内外の金利上昇や国内株式の下落の影響であるが、基本ポートフォリオの見直しが必要なような基本的前提の変化が発生したと判断し得る状況にはなく、状況を注視するとの判断に問題はないと考える。
- ・ 超過収益率要因のマイナス寄与については、外国株式における超過収益の不芳に因るものである。その背景について、機構は、スタイル分散を図る中で、近年の市場環境において牽引役を期待され、令和2年度に極めて大幅な超過収益を上げたグロース系の外国株式ファンドが、世界的な金融緩和政策の見直し観測に因る金利上昇に加え、前年度大幅上昇の反動もあって、年度後半に急落したことが主因であり(P35参

考図表参照)、一時的な調整と判断し、当面は様子を見守るスタンスである。こうした分析結果と判断については、市場の短期的な動向に右往左往すべきではない長期投資家として、適切なものと評価する。ただし、地政学要因等予測し難いリスクが多い中、引き続き金融経済構造や運用受託機関の経営姿勢等の動向を注視して、スタイル分散が機能していることを確認し、適時適切な対応が採れるように努められたい。

- ・ なお、外国株式は超過収益率の面では、唯一のマイナス寄与資産となったが、収益率実績の水準をみると、新基本ポートフォリオ移行後の令和3年度下期において、外国株式のみが+9.67%とプラスであり、全体の収益率実績の引上げに寄与している。

【令和3年度下期 中退共（給付経理）委託運用収益率】（委託手数料控除前）

	構成比			収益率		
	期間平均	基本方針	乖離幅	ファンド	ベンチマーク騰落率	超過収益率
国内債券	50.30%	50.70%	△0.40%	△1.53%	△1.57%	0.04%
国内株式	9.77%	9.00%	0.77%	△2.25%	△2.85%	0.60%
外国債券	21.21%	22.00%	△0.79%	△5.48%	△5.70%	0.22%
外国株式	18.72%	18.30%	0.42%	9.67%	12.45%	△2.79%
委託運用資産全体	100.00%	100.00%	0.00%	△0.45%	△0.01%	△0.44%

②利益剰余金

【中退共（給付経理）利益剰余金の推移】（単位:億円）

	平成29年度	平成30年度	令和元年度	令和2年度	令和3年度	
					上期末	
必要な利益剰余金 (A) ※1	4,268	4,675	5,150	5,025	5,025	5,468
利益剰余金 (B)	4,335	4,300	3,742	5,317	-	5,272
利益剰余金不足額(B-A)	-	△375	△1,408	-	-	△196
付加退職金 ※2	174	-	-	599	-	-

※1 必要な利益剰余金は、モンテカルロシミュレーションにおける1パーセント水準の想定損失額であり、機構が算出した額である。

※2 付加退職金は、厚生労働大臣が定めた支給率をもとに機構で算出した金額である。

- ・ 令和 3 年度の基本ポートフォリオ見直しにより、委託運用部分の期待収益率とリスクが引き上げられたため、新しい基本ポートフォリオにおける必要な利益剰余金（想定損失額）の水準も 5,468 億円に増加した。
- ・ 前述の運用実績および令和 2 年度に支給が決定された 599 億円の付加退職金の結果、令和 3 年度末の利益剰余金は 5,272 億円となり、必要な水準を 196 億円下回る結果となった。令和 2 年度末の水準と比べると、45 億円減少している。
- ・ 令和 2 年度の段階で、期待収益率とリスクを引き上げる方向での基本ポートフォリオ見直しが予定されていたことや、令和 2 年度における運用実績が、世界的な超金融緩和政策の下で高騰し、反落が懸念されていた株価に依存していたこと、さらに令和 3 年度末の利益剰余金が必要な水準を下回った事実を踏まえると、付加退職金の支給額決定方法については、令和 4 年度に予定されている財政検証での付加退職金制度に関する検討に期待が掛かる。機構としても出来る限りの情報と資料を提供し、検討に資することが望まれる。

(2) 建退共 (給付経理)

① 運用実績

【建退共(給付経理) 運用実績】 (委託手数料控除後) (単位:%)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和3年度		
					上期	下期	
予定運用利回り(年率)※3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	1.3	1.3
必要な利回り(年率) ※1	1.9	1.8	1.9	2.1	-	-	1.9
期待収益率 (A) ※2	1.54	1.35	1.52	1.78	-	-	1.27
うち自家運用 ※4	1.30	1.28	1.31	1.34	-	-	0.60
うち委託運用	2.03	1.49	1.95	2.68	-	-	2.62
収益率実績 (B)	2.09	0.86	△ 0.32	3.99	-	-	1.03
うち自家運用 ※4	0.93	0.82	0.70	0.60	-	-	0.52
うち委託運用	4.59	0.97	△ 2.40	11.24	-	-	2.18
実績-期待 (B-A)	0.55	△ 0.49	△ 1.84	2.21	-	-	△ 0.24
うち自家運用 ※4	△ 0.37	△ 0.46	△ 0.61	△ 0.74	-	-	△ 0.08
うち委託運用	2.56	△ 0.52	△ 4.35	8.56	-	-	△ 0.44
市場収益率要因	2.17	0.21	△ 4.05	7.69	-	-	△ 1.24
超過収益率要因	0.39	△ 0.73	△ 0.30	0.87	-	-	0.80

※1 必要な利回りは、各年度の実績額を基に算出した予定運用利回りに従って増加する責任準備金利回り(資産運用ベース)と業務経費率の和である。

※2 期待収益率(A)は、平成29年度～令和2年度については令和27年度改定時における基本ポートフォリオの期待収益率である。令和3年度については中退共の令和3年度改定時に合わせて計算し直した基本ポートフォリオの期待収益率である。

※3 令和3年10月1日に予定運用利回りを改定した。令和3年度の予定運用利回りの数値は、改定後のものである。

※4 自家運用には生命保険資産と有価証券信託を含む。

【建退共(給付経理) 運用損益】 (委託手数料控除後) (単位:億円)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度
運用損益	201	85	△ 31	396	107
うち自家運用 ※	60	54	47	40	35
うち委託運用	141	31	△ 78	356	72

※ 自家運用には生命保険資産と有価証券信託を含む。

- ・ 資産全体の収益率実績は+1.03%となり、基本ポートフォリオの期待収益率+1.27%を下回った(△0.24%)。主因は、委託運用の収益率実績が+2.18%と、同期待収益率+2.62%を下回ったことである(△0.44%)。
- ・ 委託運用の収益率実績が期待収益率を下回った要因をみると、市場収益率要因が△1.24%のマイナス寄与となる一方※、超過収益率要因は+0.80%のプラス寄与となっている。
 ※市場収益率要因の評価については中退共と同様。
- ・ 委託運用の超過収益率要因はプラス寄与となったが、建退共(給付経理)のマネジャー・ストラクチャーについては、リスク分散が不十分であることや委託費用が高いこと等には変わりがないため、令和4年4月に合同運用に移行することが適切との判断に変わりはない。
- ・ 資産全体の運用損益額は+107億円、内訳は自家運用+35億円、委託運用が+72億円となった。

②利益剰余金

【建退共(給付経理)利益剰余金の推移】

(単位:億円)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和3年度	
					上期末	
必要な利益剰余金 (A) ※	1,191	1,236	1,311	1,345	-	829
利益剰余金 (B)	937	844	630	811	-	725
利益剰余金不足額(B-A)	△254	△392	△681	△534	-	△104

※ 必要な利益剰余金は、モンテカルロシミュレーションにおける1パーセント水準の想定損失額であり、機構が算出した額である。

- ・ 予定運用利回りの引き下げにより、必要な利益剰余金(想定損失額)の水準も829億円に減少した。
- ・ 前述の運用実績の結果、令和3年度末の利益剰余金は725億円となり、必要な水準対比104億円の不足となった。令和2年度末の水準と比べると、86億円減少している。

(3) 建退共 (特別給付経理)

① 運用実績

【建退共(特別給付経理) 運用実績】 (委託手数料控除後) (単位:%)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和3年度		
					上期	下期	
予定運用利回り(年率)※3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	1.3	1.3
必要な利回り(年率) ※1	1.7	1.9	2.1	1.8	-	-	2.1
期待収益率 (A) ※2	1.39	1.11	1.35	1.78	-	-	1.28
うち自家運用 ※4	0.98	0.96	0.98	1.17	-	-	0.44
うち委託運用	1.91	1.30	1.82	2.55	-	-	2.33
収益率実績 (B)	2.68	0.55	△ 0.63	4.50	-	-	0.94
うち自家運用 ※4	0.63	0.56	0.54	0.48	-	-	0.35
うち委託運用	5.10	0.58	△ 1.99	9.14	-	-	1.68
実績-期待 (B-A)	1.29	△ 0.56	△ 1.98	2.72	-	-	△ 0.34
うち自家運用 ※4	△ 0.35	△ 0.40	△ 0.44	△ 0.69	-	-	△ 0.09
うち委託運用	3.19	△ 0.72	△ 3.81	6.59	-	-	△ 0.65
市場収益率要因	1.65	0.49	△ 3.54	5.63	-	-	△ 1.50
超過収益率要因	1.54	△ 1.21	△ 0.27	0.96	-	-	0.85

※1 必要な利回りは、各年度の実績額を基に算出した予定運用利回りに従って増加する責任準備金利回り(資産運用ベース)と業務経費率の和である。

※2 期待収益率(A)は、平成29年度～令和2年度については令和27年度改定時における基本ポートフォリオの期待収益率である。令和3年度については中退共の令和3年度改定時に合わせて計算し直した基本ポートフォリオの期待収益率である。

※3 令和3年10月1日に予定運用利回りを改定した。令和3年度の予定運用利回りの数値は、改定後のものである。

※4 自家運用には生命保険資産を含む。

【建退共(特別給付経理) 運用損益】 (委託手数料控除後) (単位:百万円)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度
運用損益	878	177	△ 201	1,381	293
うち自家運用 ※	109	95	92	78	55
うち委託運用	769	82	△ 293	1,303	239

※ 自家運用には生命保険資産を含む。

- ・ 資産全体の収益率実績は+0.94%となり、基本ポートフォリオの期待収益率+1.28%を下回った(△0.34%)。主因は、委託運用の収益率実績が+1.68%と、同期待収益率+2.33%を下回ったことである(△0.65%)。
- ・ 委託運用の収益率実績が期待収益率を下回った要因をみると、市場収益率要因が△1.50%のマイナス寄与となる一方※、超過収益率要因は+0.85%のプラス寄与となっている。

※市場収益率要因の評価については中退共と同様。

- ・ 委託運用の超過収益率要因はプラス寄与となったが、建退共(特別給付経理)のマネジャー・ストラクチャーについては、リスク分散が不十分であることや委託費用が高いこと等には変わりがないため、令和4年4月に合同運用に移行することが適切との判断に変わりはない。
- ・ 資産全体の運用損益額は+293百万円、内訳は、自家運用が+55百万円、委託運用が+239百万円となった。

②利益剰余金

【建退共(特別給付経理) 利益剰余金の推移】

(単位:億円)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和3年度	
					上期末	
必要な利益剰余金 (A) ※	48	46	-	-	-	-
利益剰余金 (B)	146	141	133	141	-	136
利益剰余金不足額(B-A)	-	-	-	-	-	-

※ 必要な利益剰余金は、モンテカルロシミュレーションにおける1パーセント水準の想定損失額であり、機構が算出した額である。

- ・ 前述の運用実績の結果、令和3年度末の利益剰余金は136億円となった。令和2年度末の水準と比べると、5億円減少している。利益剰余金の水準は高く、財務状態に問題は

ないものの、資産運用の効率性の観点から、令和3年度に、給付経理との合同運用が決定された（実施は令和4年度）。

(4) 清退共（給付経理）

① 運用実績

【清退共(給付経理) 運用実績】（委託手数料控除後） (単位:%)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和3年度		
					上期	下期	
予定運用利回り(年率)	2.3	2.3	2.3	2.3	-	-	2.3
必要な利回り(年率) ※1	1.5	△ 3.7	1.8	2.3	-	-	2.0
期待収益率 (A) ※2	0.65	0.63	0.62	0.51	-	-	0.87
うち自家運用	0.36	0.34	0.30	0.23	-	-	0.20
うち委託運用	2.28	2.22	2.36	1.64	-	-	3.23
収益率実績 (B)	2.05	△ 0.60	△ 0.53	2.59	-	-	0.44
うち自家運用	0.23	0.24	0.23	0.22	-	-	0.21
うち委託運用	9.08	△ 3.44	△ 3.08	12.17	-	-	1.25
実績－期待 (B-A)	1.40	△ 1.23	△ 1.15	2.08	-	-	△ 0.43
うち自家運用	△ 0.13	△ 0.10	△ 0.07	△ 0.01	-	-	0.01
うち委託運用	6.80	△ 5.66	△ 5.44	10.54	-	-	△ 1.98
市場収益率要因	4.47	△ 2.78	△ 5.99	8.52	-	-	△ 1.25
超過収益率要因	2.33	△ 2.88	0.55	2.01	-	-	△ 0.73

※1 必要な利回りは、各年度の実績額を基に算出した予定運用利回りに従って増加する責任準備金利回り（資産運用ベース）と業務経費率の和である。

平成30年度は推定脱退者（加入後10年経過かつ掛金納付実績24月未満）を除外したことにより責任準備金が減少したことから、必要な利回りがマイナスとなっている。

※2 期待収益率(A)は、平成29年度～令和元年度については平成25年度改定時における基本ポートフォリオの期待収益率である。令和2年度については令和2年度改定時における基本ポートフォリオの期待収益率である。令和3年度については10月1日に基本ポートフォリオを改定したが、年度ベースで期待収益率を計算しているため、半期毎の数値はない。

【清退共(給付経理) 運用損益】(委託手数料控除後) (単位:百万円)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度
運用損益	86	△ 24	△ 21	99	16
うち自家運用	8	8	7	7	6
うち委託運用	78	△ 32	△ 28	92	10

- 資産全体の収益率実績は+0.44%となり、基本ポートフォリオの期待収益率+0.87%を下回った(△0.43%)。主因は、委託運用の収益率実績が+1.25%と、同期待収益率+3.23%を下回ったことである(△1.98%)。
- 委託運用の収益率実績が期待収益率を下回った要因をみると、市場収益率要因が△1.25%、超過収益率要因が△0.73%のマイナス寄与となっている。

※令和2年度から中退共と合同運用を行っているため、市場収益率要因、超過収益率要因の評価については中退共と同様。

- 資産全体の運用損益額は+16百万円、内訳は自家運用が+6百万円、委託運用が+10百万円となった。

②利益剰余金

【清退共(給付経理) 利益剰余金の推移】 (単位:百万円)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和3年度	
					上期末	
必要な利益剰余金 (A) ※	-	490	415	419	-	439
利益剰余金 (B)	2,478	2,640	2,547	2,552	-	2,495
利益剰余金不足額(B-A)	-	-	-	-	-	-

※ 必要な利益剰余金は、モンテカルロシミュレーションにおける1パーセント水準の想定損失額であり、機構が算出した額である。

- 前述の運用実績の結果、令和3年度末の利益剰余金は2,495百万円となった。令和2年度末の水準と比べると、57

百万円減少している。責任準備金の2倍以上の水準であり、財務の健全性の観点から問題はないものと思料される。

(5) 清退共（特別給付経理）

① 運用実績

【清退共(特別給付経理) 運用実績】（委託手数料控除後） (単位:%)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和3年度		
					上期	下期	
予定運用利回り(年率)	2.3	2.3	2.3	2.3	-	-	2.3
必要な利回り(年率) ※1	△ 0.2	△ 8.0	0.6	0.4	-	-	0.6
期待収益率 (A) ※2	0.34	0.21	0.10	0.04	-	-	0.00
うち自家運用	0.34	0.21	0.10	0.04	-	-	0.00
うち委託運用	-	-	-	-	-	-	-
収益率実績 (B)	0.15	0.08	0.06	0.03	-	-	0.00
うち自家運用	0.15	0.08	0.06	0.03	-	-	0.00
うち委託運用	-	-	-	-	-	-	-
実績－期待 (B-A)	△ 0.19	△ 0.13	△ 0.04	△ 0.01	-	-	0.00
うち自家運用	△ 0.19	△ 0.13	△ 0.04	△ 0.01	-	-	0.00
うち委託運用	-	-	-	-	-	-	-
市場収益率要因	-	-	-	-	-	-	-
超過収益率要因	-	-	-	-	-	-	-

※1 必要な利回りは、各年度の実績額を基に算出した予定運用利回りに従って増加する責任準備金利回り（資産運用ベース）と業務経費率の和である。

平成30年度は推定脱退者（加入後10年経過かつ掛金納付実績24月未満）を除外したことにより責任準備金が減少したことから、必要な利回りがマイナスとなっている。

※2 期待収益率(A)は、各年度の基本ポートフォリオ検証時の期待収益率である。

【清退共(特別給付経理) 運用損益】(委託手数料控除後) (単位:百万円)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度
運用損益	0.4	0.2	0.2	0.1	0.0
うち自家運用	0.4	0.2	0.2	0.1	0.0
うち委託運用	-	-	-	-	-

- ・ 清退共(特別給付経理)については、自家運用のみであり、最後の国内債券利回り0.01%の償還を迎え収益率実績としては、+0.00%であった。
- ・ 資産全体の運用損益額は+0.0百万円となった。

②利益剰余金

【清退共(特別給付経理) 利益剰余金の推移】(単位:百万円)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和3年度	
					上期末	
必要な利益剰余金(A)	-	-	-	-	-	-
利益剰余金(B)	177	212	210	209	-	208
利益剰余金不足額(B-A)	-	-	-	-	-	-

- ・ 前述の運用の結果、令和3年度末の利益剰余金は208百万円となった。令和2年度末の水準と比べると、1百万円減少している。責任準備金の3倍以上の水準であり、財務の健全性の観点から問題はないものと思料される。

(6) 林退共 (給付経理)

① 運用実績

【林退共(給付経理) 運用実績】 (委託手数料控除後) (単位:%)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和3年度		
					上期	下期	
予定運用利回り(年率)※3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.1	0.1
必要な利回り(年率) ※1	0.6	1.0	0.4	1.2	-	-	1.4
期待収益率 (A) ※2	0.83	0.65	0.81	0.84	-	-	1.46
うち自家運用	0.54	0.49	0.44	0.37	-	-	0.32
うち委託運用	1.36	0.95	1.51	1.64	-	-	3.23
収益率実績 (B)	2.04	0.71	△ 0.25	4.70	-	-	0.67
うち自家運用	0.57	0.56	0.48	0.37	-	-	0.30
うち委託運用	4.69	0.95	△ 1.51	12.17	-	-	1.25
実績-期待 (B-A)	1.21	0.06	△ 1.06	3.86	-	-	△ 0.79
うち自家運用	0.03	0.07	0.04	0.00	-	-	△ 0.02
うち委託運用	3.33	0.00	△ 3.02	10.53	-	-	△ 1.98
市場収益率要因	2.78	0.62	△ 2.28	8.52	-	-	△ 1.25
超過収益率要因	0.55	△ 0.59	△ 0.74	2.01	-	-	△ 0.73

※1 必要な利回りは、各年度の実績額を基に算出した予定運用利回りに従って増加する責任準備金利回り(資産運用ベース)、業務経費率と累損解消率の和である。

※2 期待収益率(A)は、平成29年度～令和元年度については平成25年度改定時における基本ポートフォリオの期待収益率である。令和2年度については令和2年度改定(自家運用から委託運用へ1億円資金移動)時における基本ポートフォリオの期待収益率である。令和3年度については10月1日に基本ポートフォリオを改定したが、年度ベースで期待収益率を計算しているため、半期毎の数値はない。

※3 令和3年10月1日に予定運用利回りを改定した。令和3年度の予定運用利回りの数値は、改定後のものである。

【林退共(給付経理) 運用損益】 (委託手数料控除後) (単位:百万円)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和 3 年度
運用損益	296	106	△ 37	703	105
うち自家運用	53	53	46	35	29
うち委託運用	243	53	△ 83	668	76

- ・ 資産全体の収益率実績は+0.67%となり、基本ポートフォリオの期待収益率+1.46%を下回った(△0.79%)。主因は、委託運用の収益率実績が+1.25%と、同期待収益率+3.23%を下回ったことである(△1.98%)。
- ・ 委託運用の収益率実績が期待収益率を下回った要因をみると、市場収益率要因が△1.25%、超過収益率要因が△0.73%のマイナス寄与となっている。
 ※平成28年度から中退共と合同運用を行っているため、市場収益率要因、超過収益率要因の評価については中退共と同様。
- ・ 資産全体の運用損益額は+105百万円、内訳は、自家運用が+29百万円、委託運用が+76百万円となった。

②利益剰余金

【林退共(給付経理) 利益剰余金の推移】

(単位:百万円)

	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	令和3年度	
					上期末	
必要な利益剰余金 (A) ※	-	1,353	1,378	1,234	-	1,240
利益剰余金 (B)	△572	△613	△704	△187	-	△306
利益剰余金不足額(B-A)	-	△1,966	△2,082	△1,421	-	△1,546

※ 必要な利益剰余金は、モンテカルロシミュレーションにおける1パーセント水準の想定損失額であり、機構が算出した額である。

- ・ 前述の運用実績の結果、令和3年度の累積欠損金は△306百万円となった。令和2年度の水準と比べると、累積欠損金が119百万円拡大した。

3. 資産の構成に関する事項

(1) 基本ポートフォリオの見直し

- ・ 中退共の基本ポートフォリオは、平成29年2月の見直し以降、約5年が経過した。この間、国債を中心とする自家

運用の期待収益率が低下しており、かつ今後も更に低下することが想定される。結果、全体の期待収益率も低下している。資産運用の基本方針に定められた、中期的に必要な利回りを安定的に達成するためには、委託運用部分の期待収益率を引き上げることが必要と思料された。令和2年度の当委員会では、令和2年度の基本ポートフォリオ定例検証の結果を踏まえ、基本ポートフォリオの見直しの必要性を指摘した。このため、令和4年度に予定されている財政検証に先駆け、令和3年度の当委員会において審議を行い、中退共の基本ポートフォリオ見直しを行った。

- ・ 今回の見直しにおいては、主に以下の点を変更したが、何れも妥当な結論と考える。

① アセットミックス決定に用いる経済見通し

- ・ 公的機関として、国内経済および国内金利予測には、原則、内閣府のシナリオを使用している。但し前回見直し時では、国内長期金利は向こう5年間横這いとする機構独自予測を用いた。これは、当時の内閣府シナリオは金利上昇としていたが、金利が上昇しないリスクが大いに考えられる中、内閣府シナリオを用いた最適化を行って金利上昇が実現しなかったときに逆ザヤになるリスクが高いと判断したためである。
- ・ 今回は内閣府の金利見通しが向こう5年間ほぼ横ばいとなり、前回見直し時に懸念されたようなリスクは薄らいだため、原則に立ち戻って国内経済および国内金利予測をどちらも内閣府シナリオを用いることとした。

② ヘッジ付き外国債券の期待収益率推計方法

- ・ 前回見直しでは、ヘッジ付き外国債券の期待収益率について、ヘッジ無し外国債券の期待収益率からヘッジコスト予想値を控除して推計していた。
- ・ 今回は検討の結果、国内債券の期待収益率からヘッジコストの内のベースコストを控除する方法で推計することとした。国内債券とヘッジ付き外国債券の過去の収益率の比較や、ベースコストの背景などを検討した上での結論である。この方法を用いて導かれたアセットミックスも妥当性があると判断された。

③ リスク値・相関係数の推計方法について

- ・ 前回見直しでは、過去 10 年のデータを使用して、リスク値・相関係数を推計していた。今回も 10 年のデータを用いた場合は、リーマンショックの時期が推計期間から外れてしまい、リスクを過小評価する懸念がある。当該時期を含めるため、今回は過去 20 年のデータを用いることとした。なお、資産間の相関構造が過去 10 年間で過去 20 年で大きく変わらないことを確認した上で、この結論としている。

- ・ なお、上記変更点③については、資産運用委員の一人から、ヘッジ付き外国債券のリスク値は当初の金利水準に左右されるのではないかとの指摘があり、20 年前の当初の金利が高い状態から始まる期間を加えてリスク値を計算すると、現金利水準におけるリスク値を過大評価するため不適切、という考えが示された。同委員の見解に基づき、「金利水準とヘッジ付き外国債券のリスク値の関係の確認」が当委員会における基本ポートフォリオ変更案を承認するための条件となった。

これを受けて、事務局から同委員の提案した手法による分析の結果が提出され、資産運用委員 5 名中 4 名が「ヘッジ付き外国債券のリスク値は金利水準に関わらず安定していることが確認出来、本件については議が尽くされた」と評価したため、基本ポートフォリオ変更案を賛成多数により当委員会として承認した。本件承認にあたっては適切なプロセスを踏んだものとする。

- ・ 基本ポートフォリオにおける資産構成比について、見直し前は国内株式が外国株式を上回っていたが、今回の見直しで両者の構成比が逆転した。このことについては、前回も今回も恣意的にホームカンントリーバイアスをかけたものではなく、期待収益率、リスク値、相関係数を定めた上での最適化の結果によるものであり、妥当な結果と考える。
- ・ 中退共の基本ポートフォリオの見直しの結果、委託運用

部分について合同運用を行っている清退共および林退共の基本ポートフォリオも、同時に変更となった。また、令和4年4月から建退共の委託運用部分も合同運用に加わることから、令和4年4月における建退共の基本ポートフォリオ見直し案も作成し、当委員会です承した(後述)。

- ・ 中退共、清退共、林退共の基本ポートフォリオの移行は令和3年9月に終了した。

見直しの結果に加え、背景のデータや主な論点を取りまとめた資料は、令和3年10月に機構ホームページに掲載された。開示の適時性、また内容についても詳しく記述されており、公的機関としての信頼性、透明性に向けた取り組みの一環として評価できる。

(2) 建退共の合同運用開始

- ・ 建退共の基本ポートフォリオについては、令和2年度の当委員会において、令和3年10月1日から予定運用利回りの引下げが行われても、なお逆ザヤが残ることを勘案すれば、基本ポートフォリオの見直しが必要であることを指摘した。さらに、マネジャー・ストラクチャーについては、現在の金融経済情勢を勘案すれば、リスク分散等の観点から一刻も早く見直すべきであることを指摘した。加えて、経理間で、スチュワードシップ活動等資産運用に関するサービスの水準に差異が生じている問題にも言及した。しかし、これら見直しを実施することが体制上の制約から難しい中、予定運用利回りが3.0%から1.3%と中退共に近い水準まで引下げになったこともあり、建退共からは、委託運用部分の中退共等との合同運用が提案され、当委員会として合同運用移行方針を了承した。
- ・ ただし、今後、単独運用の方が受益者の利益に適う状況

になった場合に備え、単独運用を行い得る体制の強化に着手すべきである旨、付言した。

- ・ 合同運用の実施にあたり、令和3年度第6回当委員会において、令和3年10月1日の中退共基本ポートフォリオ見直しに合わせて変更される内容を前提に、合同運用資産の構成比を31.5%、自家運用資産の構成比を68.5%とする組合せ案が了承された。同組合せによる建退共（給付経理）の基本ポートフォリオ全体の期待収益率は、「必要な利回り0.95%」と一致することとなり、逆ザヤ状態が解消されることとなる。建退共（給付経理）の合同運用開始に併せて、建退共（特別給付経理）も合同運用を開始することになり、合同運用資産と自家運用資産の組合せ比率は、給付経理と同じ比率とすることを了承した。

合同運用の開始にあたっては、できる限り早く進めるように要望したが、運営委員会での承認に加え、中期目標・中期計画の変更手続きを行う必要があるため、令和4年4月1日からの開始となった。

- ・ 合同運用開始は、建退共資産運用に係る足下の切迫した状況において、機構の今あるリソースを最大限活用可能とした、適切な選択とみられる。

しかしながら、建退共の合同運用参加はあくまで当面の措置であることから、資源の追加投入も含めた運用の担い手の確保やガバナンス体制の整備に努めることが強く望まれる。

4. ガバナンス

(1) ガバナンス体制の確立

- ・ 令和3年度の当委員会では、資産運用業務に携わる役職員の行動規範、資産運用における理事長方針の策定、当委員会

の運営方針等が取り上げられた。

- ・ 以前、当委員会は、資産運用業務に係る機関に対する要求水準が高まる中、受託者責任に基づいた行動に関する整理を行う必要性について指摘した。金融業務に携わる者が持つべき高い職業倫理を、機構役職員に一層浸透させていくことも企図して、「資産運用業務に携わる役職員の行動規範」が策定された。金融業務を行う公的機関として、役職員には高い職業倫理とエキスパートとしての受託者責任を果たすことが求められるとの認識を確認した内容となっており、評価できるものである。
- ・ 当該行動規範はホームページ上で公開されているが、対外公表は、機構が高い規律の下で業務を遂行していることの証でもあり、外部者の機構に対する信頼感の向上にも寄与すると考える。今後も当該行動規範に則って機構に求められる社会的な使命を果たすことが期待される。
- ・ 公的機関のアセットオーナーとしての到達目標については、資金規模6兆円を有する行政の一端を担うアセットオーナーに相応しいガバナンス体制を構築し、運用成果の数値のみならず、本格的なスチュワードシップ活動を展開するなどして、以て中小企業従業員の福祉増進と中小企業の振興に寄与するという第4期中期計画の政策体系図における厚生労働省のミッションに寄与することと認識されている。そうした到達目標を踏まえ、具体的な資産運用に当たっては、資産運用の基本原則「安全かつ効率」即ち必要な収益を最低限のリスクで確保することに加え、下記の理事長方針が示された。

<理事長方針>

■ リスクテイク※は利益剰余金の範囲内

※モンテカルロシミュレーションの1パーセント水準の
想定損失額

■ 「資産運用の分野で評価が確立していない（定まっていない）手法等に、当法人が先鞭をつけてチャレンジしていくようなことは行わない。」

- ・ 機構の運用資金は退職金の原資であること、積立型基金であること、体制（人的・物的資源）上の要件（制約等）を踏まえれば、これらの理事長方針は共感できるものであり、機構の目指す方向性を十分に理解することができた。
- ・ 当委員会における審議は、特性の異なる4つの資金を並行して審議するため、十分な審議時間が必要だが、より効果的、効率的な審議を行っていくため、委員長から今後の運営方法改善策を示した。当委員会での議論が拡散し、当委員会の開催頻度が増加し、開催時間が長期化しているため、今後は事前に十分に論点を整理した上で、当委員会に持ち込むという手順を徹底すべきであることを本報告書上でもあらためて記述しておく。論点整理についても、「審議事項と報告事項の峻別」、「監視と執行の分離」といった観点を考慮しながら行うべきであることを確認しておくこととする。

（2）スチュワードシップ活動

- ・ 機構は、平成29年11月の日本版スチュワードシップ・コード改訂版の受入れを踏まえ、公的機関のアセットオーナーとして、平成30年度にスチュワードシップ活動への取り組みを一段と活発化させてから、令和3年度は4年目となる。
- ・ 令和3年度も、エンゲージメント実施部署から実務レベルの報告を受けるスチュワードシップ活動報告会と、理事長による主要運用機関トップマネジメントとの面談（以下、トップ面談）という複層的な活動が実施された。

スチュワードシップ活動報告会では、エンゲージメントの

内容や議決権行使における考え方等について説明を受け、意見交換が行われている。

トップ面談では、運用受託機関と親会社の間でのファイヤーウォールに反しないよう配慮しつつ、グループにおける資産運用分野を巡る長期的戦略や同分野への資源投入等について、意見交換が行われている。

令和3年度は、理事長も参加したスチュワードシップ活動報告会において、例年通りエンゲージメントの内容や議決権行使における考え方の説明を受ける中で、本邦アセットマネジャーの中に、ガバナンスに関する基本的な事項（具体的には会社法、株式会社制度における定款の位置付け）について、理解が不十分な状態で議決権を行使していると思われるケースが少なからず見受けられたため、問題提起を行った由である。運用機関は、その行為が株主利益の観点からプラスなのか、慎重に検討することが求められるので、こうした問題提起は適切と思われる。その後、一部の運用受託機関において、議決権行使基準の見直しが行われた由であるが※、エンゲージメントを通じて、運用受託機関が、より適切なスチュワードシップ活動を行うために具体的な行動を採ったことは、当機構のスチュワードシップ活動の発展・深化を示唆するものとして評価できる。

※ 令和4年度に向けて、複数の運用機関が、経営陣に行動を促すための議決権行使の使い方について、「定款への行動計画等の記載」を求めるのではなく、「取締役の選任」に関する決議を用いるように変更した。

上記の問題も踏まえ、トップ面談において、日本で適切なスチュワードシップ活動（エンゲージメント、議決権行使）を浸透させるためには、人材養成が急務である、との問題意識を共有したことも、本邦資産運用業界の発展という観点か

ら成果として評価する。

また、サステナビリティ（ESG要素を含む）への配慮という観点からも、林退共運営主体として、気候変動問題、カーボンニュートラルに向けた取り組みにおける林業の重要性、森林資源の炭素吸収手段としての利用可能性について、問題提起するなど発信力を高めており、評価される。

- ・ こうした活動は、機構としてもスチュワードシップ・コードで期待されるアセットオーナーとしての役割を果たしつつ、それが貴重な無形資産、強みとなり、資産運用業界とその投資先企業に影響を与え得るとともにインベストメント・チェーン全体を俯瞰した質的な向上に寄与すると考えられる。建退共についても、令和4年度以降は、合同運用開始に伴い、スチュワードシップ活動は中退共等に相乗りとなり、経理間での実施状況の格差も是正される見通しである。
- ・ なお、機構のスチュワードシップ活動については、「スチュワードシップ活動状況の概要」（令和4年6月）として公表された。

5. その他

(1) 対外公表

- ・ 対外公表については、当委員会の議事要旨をはじめ、年度及び四半期毎の運用実績と資産構成のほか、令和2年度運用結果報告（令和3年7月）、スチュワードシップ活動状況の概要（令和4年6月）等について、ホームページ上で公表された。
- ・ 中退共の基本ポートフォリオ見直しに関する審議内容については、その公表が市場に影響を与える可能性等に配慮し、委員会毎に議事要旨に掲載して公表することは見合わせた。新基本ポートフォリオへの移管の完了後、見直し結果や使用

データ等と合わせ、検討の経緯が令和3年10月に「中退共資産等に係る基本ポートフォリオ見直しについて（令和3年度）」としてまとめ、機構ホームページに公表した。主要な論点についての審議内容が詳しく開示されており、評価できる。

- ・ コロナ禍対応の最中でも、中退共の基本ポートフォリオ見直しに関わる時間的制約の厳しい審議事案が続いたため、年度前半は当委員会がほぼ毎月開催される状況となった。しかし、議事要旨は遅滞なく公表されており、資料の早期公開という観点から、改善が見られた。

（2）最新の資産運用結果及びその他の財務状況の把握と厚生労働省への情報提供

- ・ 機構は、第4期中期計画において、最新の資産運用結果及びその他の財務状況の把握という目標を掲げている。また、年度計画では、経済・金融情勢に変化があった際には、予定運用利回りの検討に資するよう、上述の情報を適宜、厚生労働省に提供することとしている。

- ・ 機構は、最新の資産運用結果及びその他の財務状況については、月単位で情報を徴求して把握すると共に、定期的に報告会を開催して運用受託機関から直接状況を聴取している。

国内外の経済・金融情勢については、各経済予測機関による予測の動向を含め、最新動向が定期的に点検され、参考材料の一つとして当委員会に報告された。

ロシアによるウクライナ侵攻が始まった際には、いち早く資産運用企画会議を開催し、流動性に問題が無い旨を確認するなど、適切な対応がなされた。またその際、運用受託機関各社から受けた報告には情報力並びに分析力の差が明確に見られたとして、運用受託機関評価に活かしていることは、適切な動きである。

- ・ 厚生労働省に対しても、求めに応じ、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へ提供する資料のための情報を遅滞なく提供している。
- ・ 上記の状況に鑑みると、機構の令和3年度における厚生労働省に対する情報提供は、適時適切に実施されたものと評価する。

以 上

資産運用委員会 委員名簿

第4期（令和3年10月～令和5年9月）

○	おお の さ なえ 大 野 早 苗	武蔵大学経済学部金融学科教授
	たま き のぶ すけ 玉 木 伸 介	大妻女子大学短期大学部教授
	なか しま ひで き 中 島 英 喜	名古屋大学経済学研究科准教授
	ま にわ あき ひろ 馬 庭 昭 弘	全労済グループ企業年金基金常務理事
◎	むら かみ まさ と 村 上 正 人	公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構 特任研究員

◎ 委員長

○ 委員長代理

（五十音順、敬称略）

【令和3年度資産運用委員会 開催実績（全8回）】

第1回（令和3年4月19日、WEB開催）

- ・資産運用委員会議事録の確認
- ・委員会宿題の棚卸し
- ・建退共の基本ポートフォリオ見直しの検討について
- ・中退共のマネジャー・ストラクチャー見直し及びその後の管理方法について
- ・中退共の基本ポートフォリオ見直しの検討について

第2回（令和3年5月24日、WEB開催）

- ・中退共の基本ポートフォリオ見直しの検討について
- ・資産運用委員会議事録の確認
- ・令和2年度資産運用に関する評価報告書（案）について
- ・行動規範について
- ・パッシブファンドのマネストについて

第3回（令和3年6月14日、WEB開催）

- ・機構の到達目標について
- ・付加退職金について
- ・中退共の基本ポートフォリオ見直しの検討について
- ・建退共の手帳更新期間について
- ・資産運用委員会議事録の確認
- ・令和2年度資産運用に関する評価報告書（案）
- ・令和2年4月から令和3年3月の運用実績報告（6経理）
- ・受託機関の評価基準について

第4回（令和3年7月27日、WEB開催）

- ・〈報告事項〉資産運用委員会の運営方針について
- ・〈報告事項〉付加退職金について
- ・〈審議事項〉中退共の基本ポートフォリオ見直しの検討について
- ・〈報告事項〉運営委員会・評議員会報告

- ・〈審議事項〉 資産運用委員会議事録の確認
- ・〈報告事項〉 令和2年度運用受託機関評価結果
- ・〈報告事項〉 建退共の手帳更新期間について

第5回（令和3年8月10日、WEB開催）

- ・〈審議事項〉 中退共の基本ポートフォリオ見直しの検討について

第6回（令和3年9月7日、WEB開催）

- ・〈審議事項〉 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
- ・〈審議事項〉 対外公表資料「中退共資産に係る基本ポートフォリオ見直しについて（令和3年度）」について
- ・〈審議事項〉 合同運用中の清退共・林退共の基本ポートフォリオ変更（案）について
- ・〈審議事項〉 合同運用参加予定の建退共の基本ポートフォリオ変更（案）について
- ・〈審議事項〉 「資産運用の基本方針」の改正について（基本ポートフォリオの改定）
- ・〈報告事項〉 資産運用委員会議事録の確認
- ・〈報告事項〉 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）

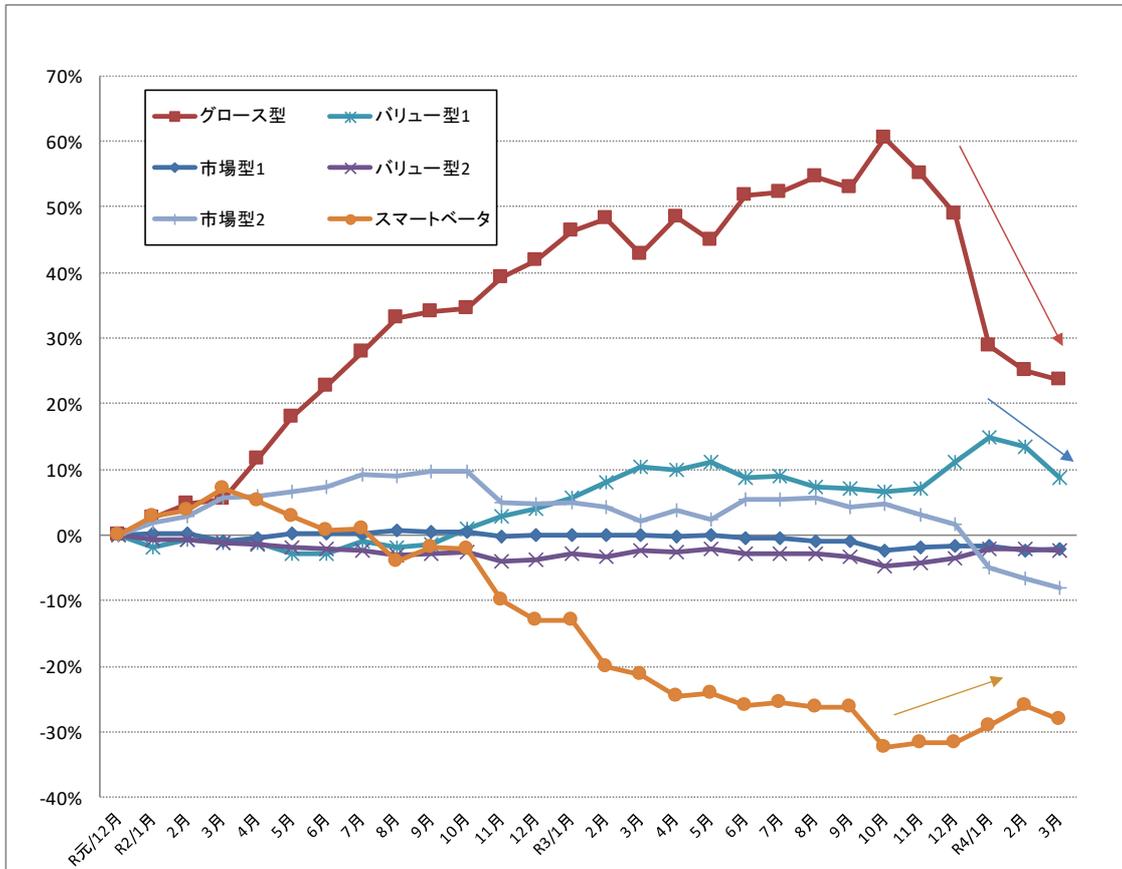
第7回（令和3年10月18日～10月25日、電子メール方式）

- ・〈審議事項〉 「資産運用の基本方針」の改正について（外国債券ベンチマーク名称変更）

第8回（令和4年1月24日、WEB開催）

- ・〈審議事項〉 「資産運用の基本方針」の改正について（建退共の合同運用参加、パッシブ運用マネジャー・ストラクチャー見直し等）

【参考図表：合同運用資産(=委託運用)外国株式
アクティブファンド別累積超過収益率推移(令和2年1月～)】



※資産移管影響のあった月の収益率は当機構で調整実施。

【外国株式 ファンド別動向】 (P9参照)

グロース型：将来の高成長が期待される銘柄を独自基準で選定し長期投資するファンド。令和2年度から令和3年度上期においては、世界的な金融緩和政策の中、そうした銘柄に資金が集まり、大幅な超過収益を獲得したが、令和3年度央以降、世界的な金融政策の転換予想の中で、それらの銘柄が反落、パフォーマンスは大幅に悪化した。

市場型1：クオンツ運用。コロナ禍等に因る未曾有の展開に、過去データに基づく投資判断が追い付かず、低調に推移。

市場型2：ファンドマネジャーのジャッジメンタル判断を軸とするが、銘柄選択、業種選択とも振るわず、最近ではグロース系に寄せた投資が裏目に出て不芳な展開。

バリュート型 1：伝統的なバリュート銘柄に加え、独自基準によるミスプライスされた銘柄に投資。そのうちグロース色の強い銘柄（半導体関連株等）が令和 2 年度に大きく上昇したが、令和 3 年度入り後、下落傾向に転じた。

バリュート型 2：クオンツ運用。バリュート型の低調な状況が続いているが、令和 3 年度後半のグロース銘柄反落局面ではやや戻している。

スマートベータ：最小分散型。変動リスクを抑える役割を担っているため、大幅な上昇局面が続く中ではベンチマーク対比劣後幅が累積。令和 3 年 10 月以降の株価下落局面では、超過収益が出ており、最小分散型に期待されたパフォーマンスとの評価が可能。

**中退共資産等に係る
基本ポートフォリオ見直しについて
(令和3年度)**

令和3年10月1日

独立行政法人勤労者退職金共済機構

目次

I. 新基本ポートフォリオ	
1.基本ポートフォリオ見直しの背景	P2
2.考え方	P3
3.資産構成比	P4
4.想定損失額	P5
5.基本ポートフォリオ見直しにおける主な論点	P6
II. 背景となるデータ	
1.アセットミックス決定に用いる経済見通し	P7
2.ヘッジ付き外国債券の期待収益率推計方法	P9
3.ヘッジ付き外国債券の収益率のリスク値（標準偏差）	P12
4.リスク値・相関係数の推計方法について	P14
5.最適化結果の選択肢	P15
6.機構の選択	P16
III. 資産運用委員会の議事要旨	
1.基本ポートフォリオ見直しのポイント（1）	P17
2.基本ポートフォリオ見直しのポイント（2）	P18
3.基本ポートフォリオ見直しのポイント（3）	P19
IV. 清退共、林退共の新基本ポートフォリオ	
1.清退共の新基本ポートフォリオ（資産構成比）	P23
2.林退共の新基本ポートフォリオ（資産構成比）	P24
（参考資料）資産運用委員会 委員名簿／〇照会窓口	P25

I. 新基本ポートフォリオ

1. 基本ポートフォリオ見直しの背景

- ・ 中退共の基本ポートフォリオについては、前回見直し（平成29年2月）以降、約5年が経過した。
- ・ この間、国債を中心とする自家運用の期待収益率は、旧基本ポートフォリオの見直しが審議された平成28年度の0.74%から令和3年度は0.4%まで低下、今後も低下することが想定される。
- ・ この結果、全体の期待収益率も低下しており、資産運用の基本方針に定められた中期的に必要な利回りを安定的に達成するためには、委託運用部分の期待収益率を引き上げることが必要と思料された。
- ・ 令和2年度第7回資産運用委員会では、令和2年度の基本ポートフォリオ定例検証の結果を踏まえ、基本ポートフォリオ見直しの必要性が指摘された。
- ・ このため、令和4年度に予定されている財政検証に先駆け、令和3年度第1回資産運用委員会（令和3年4月19日）から同第6回資産運用委員会（同9月7日）まで、6回の資産運用委員会において審議を行い、中退共の基本ポートフォリオ見直しを行った。
- ・ 本資料は、今回見直しに際しての機構の基本的スタンスや考え方、主な論点、結論の背景となる主要データ、主な議論の内容等を総括したものである。

I. 新基本ポートフォリオ

2. 考え方

- 基本ポートフォリオについては、平成29年2月の改定に当たり、資産運用委員会において、中退共制度の特徴を踏まえたあるべき基本ポートフォリオとは何かを出発点として、ゼロベースからの審議を行った。
下記の基本的な考え方については、今回の見直しにおいて踏襲されている。

【中退共制度の特徴】

- ・ 運用資産は中小企業従業員の大切な退職金の原資であり、確実な支払いが求められる。
- ・ 賦課方式でなく、積立型の退職金共済制度であり、掛金とその運用益のみを原資として、継続的に約束した退職金を支払っていく仕組みである。
- ・ 累積欠損金が発生しても政府や他事業から補填を受ける仕組みがない。

【「安全かつ効率的な運用」の考え方】

- ・ 審議の結果、中退共制度の特徴を踏まえ、「中小企業退職金共済事業資産運用の基本方針(退職金共済契約に係る)」で定められた基本方針上の基本原則である「安全かつ効率的な運用」については、「必要な収益を最低限のリスクで確保する」と解釈することが適当である。
- ・ また、「必要な収益」については、累積剰余金の水準や市場環境の変化等を踏まえると、リスクを極力抑制した「予定運用利回り+業務経費率」に相当する水準とすることが適当と判断される。
 - なお、予定運用利回り1%に対して業務経費率は0.1%程度(予定運用利回りは現行水準で、業務経費率は当面の見通し)であり、業務経費削減による投資リスク削減には限度がある。

I. 新基本ポートフォリオ

3. 資産構成比

	ポートフォリオ		資産構成比				
	期待 収益率	リスク	国内債券		国内株式	外国債券 ※2	外国株式
			自家運用	委託運用			
旧基本ポートフォリオ	※1 0.93%	※1 1.65%	79.6%		7.2%	9.9%	3.3%
			59.6%	20.0%			
乖離許容幅	—	—	±3.0%		±2.0%	±1.0%	±1.0%
新基本ポートフォリオ (令和3年10月1日改定)	1.10%	1.92%	78.7%		3.9%	9.5%	7.9%
			56.9%	21.8%			
うち委託運用部分	—	—	—	50.7%	9.0%	22.0%	18.3%
乖離許容幅 ※3	—	—	—	±5.3%	±2.4%	±2.4%	±5.3%
変化幅	0.17%	0.27%	△0.9%		△3.3%	△0.4%	4.6%
			△2.7%	1.8%			

※1 前回改定時（平成29年2月1日）の期待収益率は1.10%、リスクは1.88%。

※2 外国債券については、為替ヘッジを行う。

※3 乖離許容幅は委託運用部分のみに設定。

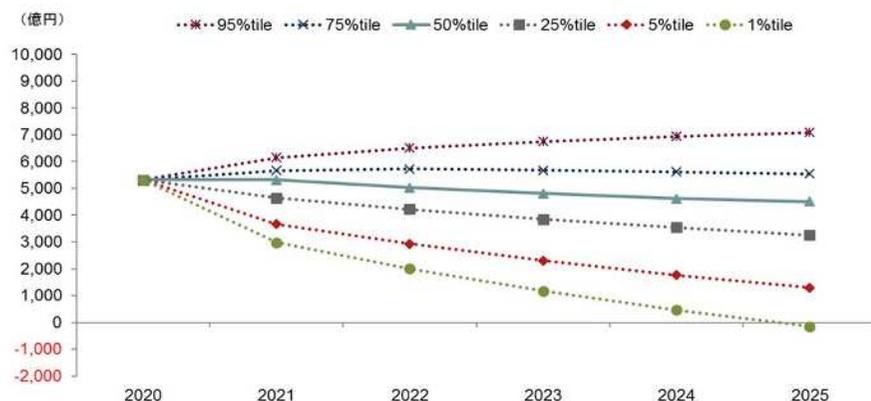
I. 新基本ポートフォリオ

4. 想定損失額

【累積剰余金の将来推移シミュレーション】

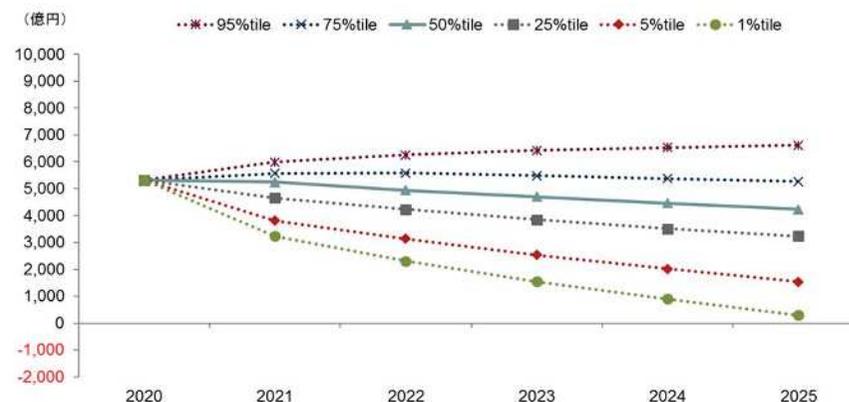
- ・ 新基本ポートフォリオの想定損失額（＝2025年度までの5年間に於ける、1%tileでの剰余金の減少額）は、5,468億円となった。令和2年度末の剰余金水準は5,317億円であり、これはその想定損失額を151億円下回っている。
- ・ 50%tileの累積剰余金が、2020年度末の5,317億円から2025年度末に4,509億円まで減少する主因は、付加退職金の支給。

＜新基本ポートフォリオでの試算＞
2022年度以降の剰余金目標を5,500億円と仮定



	2020	2021	2022	2023	2024	2025
パーセンタイル推移 (億円)						
95%tile	5,317	6,152	6,514	6,751	6,938	7,091
75%tile	5,317	5,664	5,732	5,684	5,617	5,545
50%tile	5,317	5,324	5,029	4,811	4,618	4,509
25%tile	5,317	4,647	4,221	3,850	3,544	3,257
5%tile	5,317	3,672	2,936	2,313	1,771	1,292
1%tile	5,317	2,978	2,012	1,172	472	-151

＜旧基本ポートフォリオを維持した場合の試算＞
2022年度以降の剰余金目標も現行水準の4,400億円と仮定



	2020	2021	2022	2023	2024	2025
パーセンタイル推移 (億円)						
95%tile	5,317	5,991	6,258	6,423	6,533	6,619
75%tile	5,317	5,571	5,578	5,485	5,382	5,270
50%tile	5,317	5,243	4,945	4,701	4,463	4,240
25%tile	5,317	4,658	4,240	3,852	3,514	3,231
5%tile	5,317	3,819	3,134	2,534	2,016	1,537
1%tile	5,317	3,233	2,304	1,550	897	292

※1 モンテカルロ・シミュレーション（100,000回）により推計。

※2 パーセンタイルとは、計測値の分布（ばらつき）を小さい順に並べ替え、パーセント表示したもの。

計測値が100,000個の場合、50パーセンタイルであれば、最も小さい数字から数えて50,000番目に位置する。

I. 新基本ポートフォリオ

5. 基本ポートフォリオ見直しにおける主な論点

(1) 基本的スタンスの確認

- ・ 資産運用の分野で評価が確立していない（定まっていない）手法等に、当法人が先鞭をつけてチャレンジしていくようなことは行わない。
（補注）本方針は、資産運用に限らず、機構の業務全般に係る方針である。
機構の業務には、資産運用以外にも、退職金等受払業務の正確・迅速な処理や、情報セキュリティ保護という使命があり、限られた資源を最適に配分しつつ達成することが執行責任。機構には、運用業務において受託者責任を果たすために必要な人的資源を配置することは求められるが、その先どこまで高度なレベルを目指すかは、全業務を通じた総合的な判断の下に行われるべき問題。
機構にとって、調査研究は付随業務として位置付けられておらず、調査研究に優先的に資源配分を行うことはできない。

(2) 今回見直しにおける主な変更点

① アセットミックス決定に用いる経済見通し

- 最適化する際の期待収益率推計の為の前提条件

（前回）国内名目長期金利について独自見通し（向こう5年間横這い）を採用

（今回）内閣府ベースラインケースの金利見通しを採用

② ヘッジ付き外国債券の期待収益率推計方法

- 期待収益率がマイナスとなったヘッジ付き外国債券を資産クラスに残すための工夫

（前回）外国債券の期待収益率からヘッジコスト予想値を控除

（今回）国内債券の期待収益率からヘッジコストのうちのベースコストを控除

③ リスク値・相関係数の推計方法について

- 金融ショック時の情報をデータに含めるメリットとデメリットの比較考量

（前回）過去10年のデータを使用

（今回）過去20年のデータを使用

(3) その他の論点

- ① アセットミックスの決定方法 ⇒ 平均分散法による最適化を採用（上記「基本的スタンス」に拠る）
- ② 外国債券のベンチマーク ⇒ 中国国債を含むベンチマークへの移行は当面見送り（中国国債の影響を注視）
- ③ 為替リスクの扱い ⇒ 為替オーバーレイ、ヘッジ付き外国株式は採用せず（上記「基本的スタンス」に拠る）
- ④ ヘッジ付き外国債券のリスク値（標準偏差） ⇒ 過去20年においては、概ね3%~4%の水準で安定している
- ⑤ アセットミックスの構成比の設定 ⇒ 0.1%刻みでの設定を継続（最適化結果の尊重：恣意的なホームカンントリーバイアス等の排除）

II. 背景となるデータ

1. アセットミックス決定に用いる経済見通し

(1) 各資産の期待収益率・リスク

各資産の期待収益率（将来5年平均）・リスク

【2017年2月（策定時）】

	国内債券 自家運用	国内債券 委託運用	国内株式	外国債券	外国株式	ヘッジ付き 外国債券	旧基本ポートフォリオ	
							委託運用 計	ポートフォリオ 全体
期待収益率	0.74%	0.43%	5.00%	1.51%	5.06%	0.43%	1.62%	1.10%
リスク(過去10年)	0.04%	1.83%	19.15%	10.35%	21.15%	3.66%	4.66%	1.88%

■ 策定時は、国内株式(5.00%)と外国株式(5.06%)の期待収益率がほぼ同水準であった。

■ 一方でリスクは、国内株式(19.15%)<外国株式(21.15%)であったため、基本ポートフォリオのウェイトは国内株式(7.2%)>外国株式(3.3%)となった。

— 最適化の結果であり、恣意的にホームカントリーバイアスをかけたものではない。

【2021年7月】

	国内債券 自家運用	国内債券 委託運用	国内株式	外国債券	外国株式	ヘッジ付き外国債券			旧基本ポートフォリオ (案B)	
						従来手法	案A =内債 μ	案B =内債 μ - ヘッジコスト	委託運用 計	ポートフォリオ 全体
(案1 期待収益率) 2016年策定時と同じ	0.40%	0.48%	5.49%	0.35%	6.83%	-0.24%	0.48%	0.31%	1.85%	0.99%
(案2 期待収益率) 国内見通しを内閣府ペ スラインケースで統一	0.40%	0.45%	5.49%	0.35%	6.83%	-0.07%	0.45%	0.28%	1.83%	0.98%
(案3 期待収益率) EIUの経済見通しで統 一	0.40%	0.48%	5.43%	0.35%	6.83%	-0.07%	0.48%	0.31%	1.84%	0.98%
リスク(過去20年)	0.18%	1.90%	17.46%	9.02%	19.25%	3.72%			4.09%	1.65%

■ 2021年7月時点の推計では、(案1)～(案3)ともに、期待収益率が1%以上「国内株式<外国株式」となっている。

(参考)

国内債券自家運用の年度別期待収益率

	(案1)・(案3)	(案2)
2021年度	0.50%	0.50%
2022年度	0.44%	0.44%
2023年度	0.36%	0.36%
2024年度	0.35%	0.35%
2025年度	0.33%	0.34%
5年平均	0.40%	0.40%

(注) μ = 期待収益率

II. 背景となるデータ

1. アセットミックス決定に用いる経済見通し

(2) 最新の日本経済見通しまとめ

単位: %

名目長期金利	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	5年平均	10年平均
2021年7月内閣府 成長実現ケース	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.6	1.2	1.9	2.4	2.8	0.14	0.96
2021年1月内閣府 成長実現ケース	0.1	0.1	0.1	0.4	0.7	1.3	2.0	2.5	2.9	3.1	0.28	1.32
2021年7月内閣府 ベースラインケース	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4	0.8	1.2	1.5	1.5	0.12	0.60
2021年1月内閣府 ベースラインケース	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.7	1.2	1.5	1.6	1.6	0.16	0.74
EIU予測(2021年6月)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.10	0.10
2021年3月末 10年国債利回り	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.10	0.10

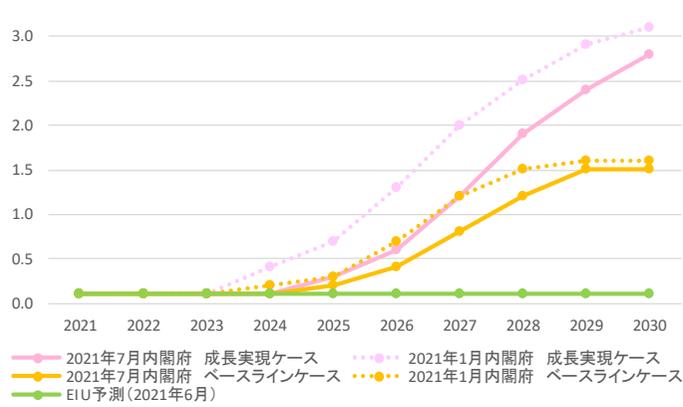
単位: %

実質GDP成長率	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	5年平均	10年平均
2021年7月内閣府 成長実現ケース	3.7	2.2	2.8	2.5	2.2	2.0	2.0	1.9	1.8	1.8	2.68	2.29
2021年1月内閣府 成長実現ケース	4.0	3.6	2.7	2.3	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8	2.92	2.40
2021年7月内閣府 ベースラインケース	3.7	2.2	2.0	1.8	1.5	1.2	0.9	0.9	0.9	0.8	2.24	1.59
2021年1月内閣府 ベースラインケース	4.0	2.4	2.1	1.7	1.4	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8	2.32	1.63
EIU予測(2021年6月)	2.2	2.9	1.4	1.6	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8	1.88	1.44

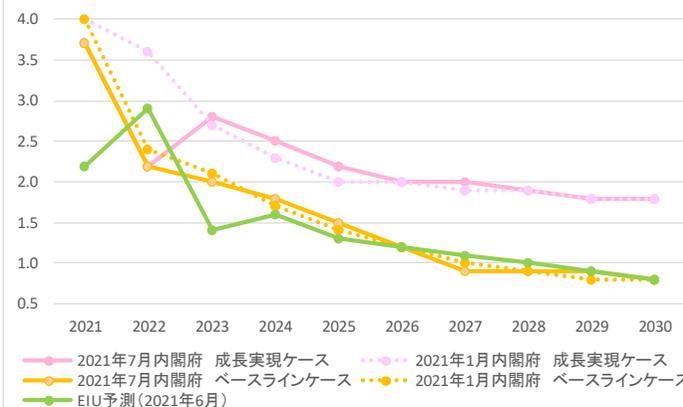
単位: %

消費者物価指数	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	5年平均	10年平均
2021年7月内閣府 成長実現ケース	0.1	0.7	1.3	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.16	1.58
2021年1月内閣府 成長実現ケース	0.4	1.2	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.46	1.73
2021年7月内閣府 ベースラインケース	0.1	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.54	0.62
2021年1月内閣府 ベースラインケース	0.4	0.3	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.48	0.59
EIU予測(2021年6月)	-0.2	1.2	0.9	1.1	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	0.84	1.13

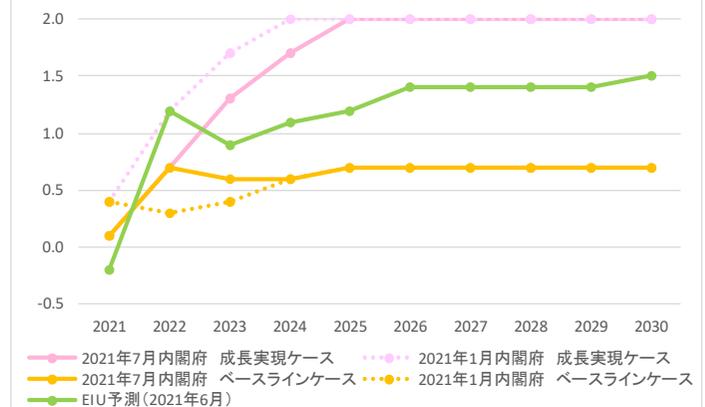
名目長期金利予測(日本)



実質GDP成長率予測(日本)



消費者物価指数予測(日本)



(注1) 名目長期金利の「2021年3月末 10年国債利回り」は2021年3月末時点の10年国債利回りを横這いとしている。

(注2) 内閣府の名目長期金利予測値は、起点を2021年3月末の10年国債利回りとして修正している。

(出所) 各機関公表資料より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

II. 背景となるデータ

2. ヘッジ付き外国債券の期待収益率推計方法

(1) ベーシスコストを引かない場合・引く場合の考え方

- 国内債券(委託)の期待リターンを基にヘッジ付き外国債券の期待リターンを定める考え方、さらにベーシスコストの扱いについての2通りの案について記載。

<p>国内債券の期待リターンを基に ヘッジ付き外国債券の期待リターンを 定める理由</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● ヘッジ付き外国債券は実質的に円建て債券投資であり、裁定メカニズムによりそのリターンは、国内債券のリターンと同水準になると考えられる。 ● 実績リターンの過去20年平均では、ヘッジ付き外国債券のリターンは国内債券のリターンを上回っている。過去のデータに依れば、ヘッジ付き外国債券の期待リターンを国内債券と同値とすることによって、ヘッジ付き外国債券の期待リターンが過大評価されるとは言えない。(p.10参照)
---	---

《ベーシスコストの扱いについて2案》

	(案A) ヘッジ付き外国債券期待リターン=国内債券期待リターン	(案B) ヘッジ付き外国債券期待リターン=国内債券期待リターン -ベーシスコスト
考え方	<ul style="list-style-type: none"> ● ベーシスコストを含めて裁定メカニズムが働くと考える。 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 理論的な裁定メカニズム ベーシスコストが存在するとヘッジ付き外貨の需要が減少し、国内金利の需要が増加する ⇒ベーシスコストを含めたヘッジ付き外貨のリターンが上昇し、国内金利のリターンが低下する 	<ul style="list-style-type: none"> ● 実際にはヘッジコストは内外短期金利差+ベーシスコストで構成されていることを考慮すると、ヘッジ付き外国債券の期待リターンは国内債券の期待リターンからベーシスコスト分を差し引く方が適切である。 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 為替ヘッジ後外国金利 =外国金利 - (内外短期金利差+ベーシスコスト) =国内金利 - ベーシスコスト
論点	<ul style="list-style-type: none"> ● 「ベーシスコストを含めた裁定メカニズム」は本当に成り立つか？ 	<ul style="list-style-type: none"> ● 「ヘッジ後外国金利=国内金利-ベーシスコスト」という関係は、今後も継続すると考えられるか？ (=ベーシスコストは今後も存在し続けるか？)

II. 背景となるデータ

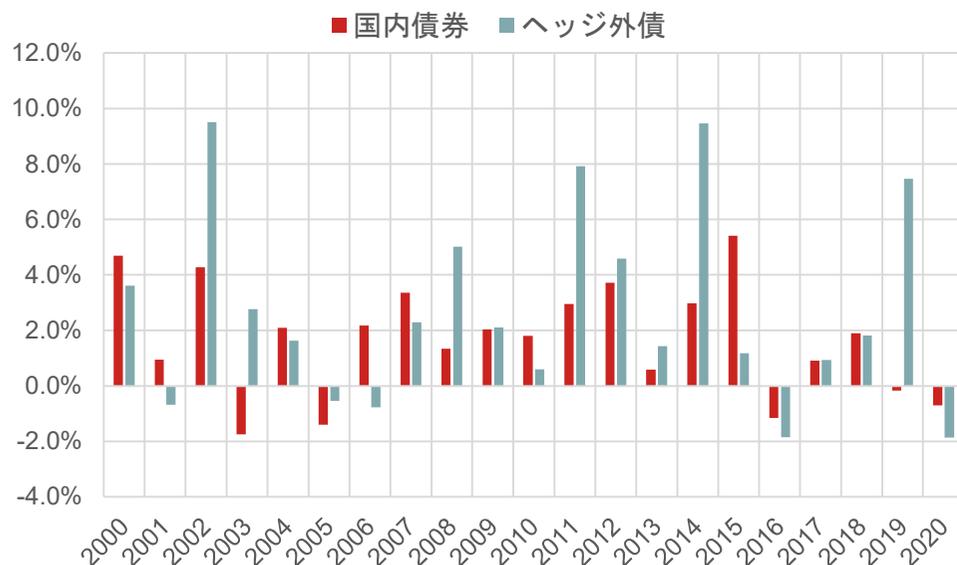
2. ヘッジ付き外国債券の期待収益率推計方法

(2) 国内債券・ヘッジ付き外国債券の年度別実績リターンとベースコスト

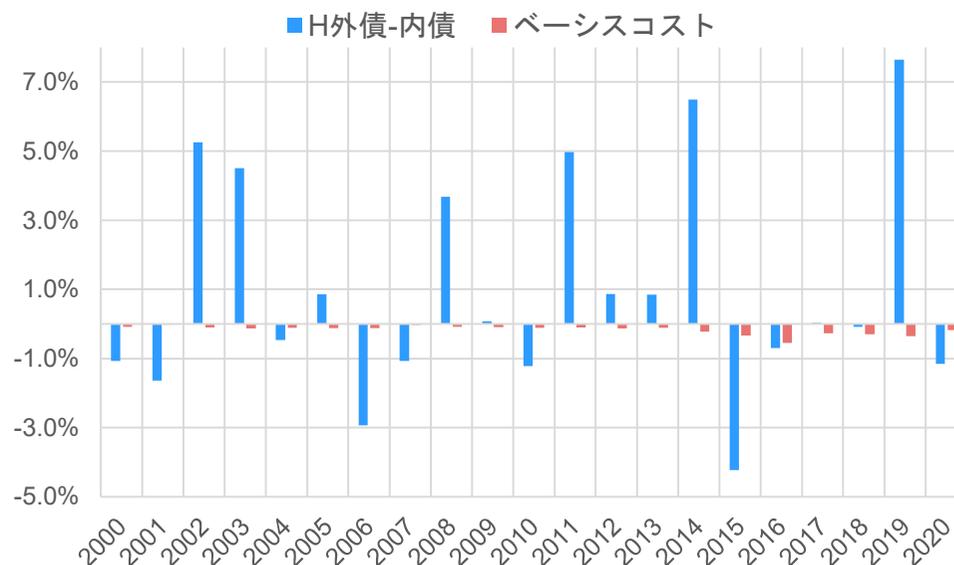
■ 実績リターンの過去20年平均では、ヘッジ付き外国債券の収益率は国内債券を1%程度上回っており、過去5年・10年・15年と期間を変えても同様。

■ ベースコストは、過去20年の平均では0.17%となった。

国内債券・ヘッジ付き外国債券の年度別実績収益率



年度別実績収益率差(ヘッジ付き外国債券-国内債券)とベースコスト



上段グラフのデータ一覧

年度	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
国内債券	4.69%	0.95%	4.26%	-1.74%	2.09%	-1.40%	2.17%	3.36%	1.34%	2.04%	1.81%	2.94%	3.72%	0.58%	2.97%	5.40%	-1.15%	0.90%	1.89%	-0.18%	-0.70%
ヘッジ外債	3.62%	-0.69%	9.51%	2.76%	1.63%	-0.54%	-0.76%	2.30%	5.02%	2.11%	0.59%	7.92%	4.58%	1.43%	9.46%	1.18%	-1.85%	0.93%	1.82%	7.46%	-1.85%
H外債-内債	-1.07%	-1.64%	5.25%	4.50%	-0.46%	0.86%	-2.93%	-1.07%	3.68%	0.07%	-1.21%	4.98%	0.86%	0.85%	6.49%	-4.22%	-0.70%	0.03%	-0.07%	7.64%	-1.15%
うちベースコスト	-0.08%	-0.02%	-0.10%	-0.13%	-0.11%	-0.12%	-0.11%	-0.03%	-0.08%	-0.09%	-0.11%	-0.10%	-0.13%	-0.10%	-0.23%	-0.33%	-0.55%	-0.28%	-0.30%	-0.35%	-0.17%

年度	5年平均	10年平均	15年平均	20年平均
国内債券	0.15%	1.62%	1.79%	1.55%
ヘッジ外債	1.24%	3.04%	2.63%	2.59%
H外債-内債	1.10%	1.41%	0.83%	1.04%
うちベースコスト	-0.33%	-0.25%	-0.20%	-0.17%

(注1) 国内債券、ヘッジ付き外国債券はそれぞれ、Nomura-BPI総合、FTSE WGBI(除く日本、円ヘッジ)の月次収益率から年度の収益率を算出。

(注2) ベースコストは米ドル、ポンド、ユーロの1ヶ月ベースコストを月次で算出し、4月～3月の12ヶ月分を単純平均したものを、FTSE WGBIの先進5か国(米・英・独・仏・伊)の年度末時価総額ウェイトによって加重平均して算出。

(出所) FTSE Russell、Bloombergのデータより野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

II. 背景となるデータ

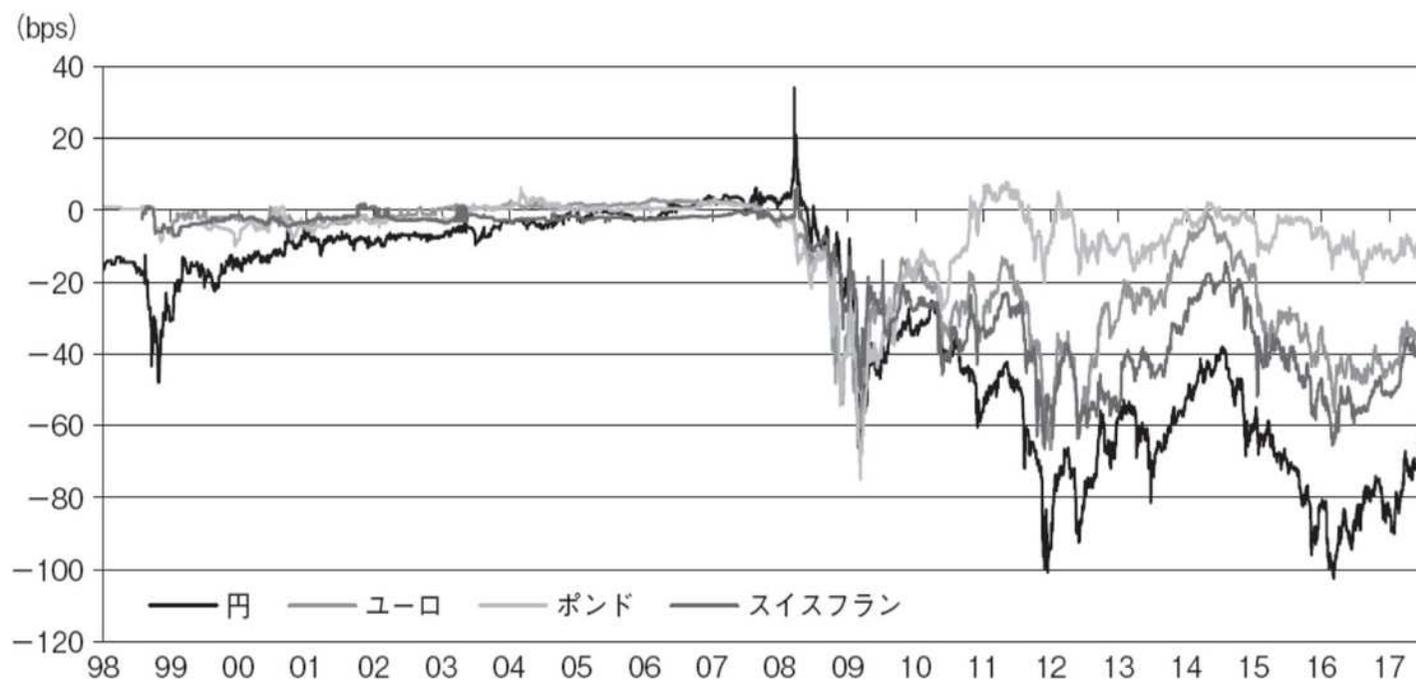
2. ヘッジ付き外国債券の期待収益率推計方法

(3) ベーシスコストの背景

■ 論点に対する近年の研究より

- ① 2008年の金融危機以降ベースコストがゼロから乖離しており、その理由は「**近年の金融規制**」である(下図参照)。
 - ・ 金融危機以降、流動性規制等の金融機関に対する規制が増加した。米銀は金融規制に対応するため、取引に伴うリスクの対価としてスプレッド(ベースコスト)を上乗せしなくてはならない。
 - ・ カバー付き金利平価からの乖離は、投資家が「規制コストを加味した上で裁定行動を取っている」ということであり、「為替の需給に関わらず、金融規制がある限りはベースコストが通貨スワップ取引に必然的に伴う」と考えられる。
- ② 日本の銀行の特殊事情を踏まえると、**ベースコストが存在しても通貨スワップ等でドルを確保せざるを得ない**と予想される。
 - ・ 邦銀は金融危機後、欧米の銀行に代わって国際金融市場で融資を拡大させている。さらに、日本企業の海外進出に伴う外貨需要が生まれている。その結果、ベースコストがあっても、邦銀の米ドル需要は高い状態が続いている。

各主通貨（対米ドル）の通貨ベース（5年）の推移



(参考文献) 服部孝洋(2017)、「ドル調達コストの高まりとカバー付き金利平価」,財務総合政策研究所「シリーズ日本経済を考える」,2017.10、一般社団法人ゆうちょ財団「外貨調達市場に関する調査研究 2020年度」

(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

II. 背景となるデータ

3. ヘッジ付き外国債券の収益率のリスク値(標準偏差)

(1) リスク値(標準偏差)の推移

- ヘッジ付き外国債券のインデックスのリスク値の動向を見ると、過去5年、過去10年、過去20年、何れの期間で計測しても水準は殆ど変わっていない。

		インデックス標準偏差 ヘッジ付き外国債券
2021/3起点	過去5年	3.60%
	過去10年	3.53%
	過去20年	3.72%

(注) インデックスはFTSE WGBI(除く日本、円ヘッジ)。月次リターンを使用。

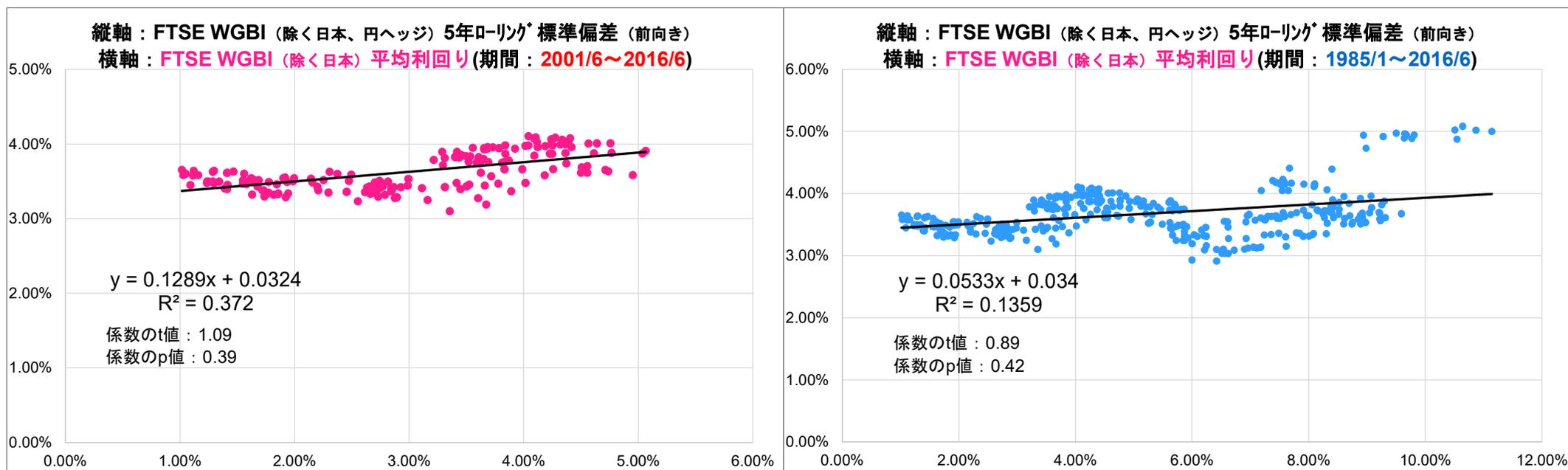
(出所) FTSE Russellのデータより野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

II. 背景となるデータ

3. ヘッジ付き外国債券の収益率のリスク値(標準偏差)

(2) 5年ローリング標準偏差と金利水準

- 過去20年においては、FTSE WGBI(除く日本)利回りの水準に依らず、ヘッジ付き外国債券のリスク値は、概ね3%~4%の水準で安定している。
- 金利水準と、その後5年間のヘッジ付き外国債券のリスクはやや正の関係が見られるものの、回帰式の決定係数から見て当てはまりが悪く、従来の手法に取って代わるほどの強い説明力はない。
- 右図において、平均利回りが10%程度の時期にリスクが高かったことが示されているが、これは1985年から1986年にかけて米10年国債利回りが11%強から7%台まで急落したことが大きい。その他1987年のブラックマンデーなどの金融ショックもリスク推計期間に含まれている。



- 縦軸(y)： FTSE WGBI(除く日本、円ヘッジ)の5年ローリング標準偏差
 - 標準偏差の計測期間は向こう5年(例えば「1989年12月」のデータは1990年1月から1994年12月の月次リターンの標準偏差を年率換算したもの)。
 - 向こう5年分のデータの揃わない期間(2016年7月以降)は除く。
- 横軸(x)： FTSE WGBI(除く日本)の平均利回り(月次)
- t値、p値の計算では(標準偏差計測でデータが重複しないサンプル数-2)として、左表(過去20年)では自由度2、右表(1985年~)は自由度5として計算。

II. 背景となるデータ

4. リスク値・相関係数の推計方法について

- 2016年策定時は、リスク・相関係数の推計期間は過去10年間(月次)とした。
- 今回用いるリスク・相関係数は、過去20年間(2001年4月～2021年3月;月次)から推計した。
 - ・ (理由1) リスクに金融ショックの情報を織込むよう、リーマンショックの時期を推計期間に含めるため。
 - ・ (理由2) 資産間の相関構造は、過去10年と過去20年で大きく変わらないため。
 - － 2016年策定時は、過去10年と過去20年を比較すると、特にリスク性資産の相関構造が変化している(下表着色部分)。構造変化後の足元の市場環境を反映するため、過去10年を推計期間とした。

(注)

- ・ 推計に用いたベンチマークはNomura-BPI総合、TOPIX(配当込み)、FTSE WGBI(日本を除く、円換算)、MSCI Kokusai(配当込み、円換算)、FTSE WGBI(日本を除く、円ヘッジ)
- ・ 自家運用債券については、直前10年間の10年国債平均金利を使用し、自家運用:生命保険資産=16:1とした
- ・ 但し、生命保険資産の標準偏差はゼロとする

2016年推計 過去10年 相関係数

相関	国内債券 自家運用	国内債券 委託運用	国内株式	外国債券	外国株式	ヘッジ付き 外国債券
国内債券 自家運用	1.00	-0.12	-0.12	-0.04	-0.06	-0.09
国内債券 委託運用	-0.12	1.00	-0.27	-0.13	-0.29	0.50
国内株式	-0.12	-0.27	1.00	0.67	0.83	-0.25
外国債券	-0.04	-0.13	0.67	1.00	0.75	-0.01
外国株式	-0.06	-0.29	0.83	0.75	1.00	-0.32
ヘッジ付き 外国債券	-0.09	0.50	-0.25	-0.01	-0.32	1.00

2016年推計 過去20年 相関係数

相関	国内債券 自家運用	国内債券 委託運用	国内株式	外国債券	外国株式	ヘッジ付き 外国債券
国内債券 自家運用	1.00	0.09	-0.07	0.03	0.05	-0.00
国内債券 委託運用	0.09	1.00	-0.23	0.14	-0.09	0.29
国内株式	-0.07	-0.23	1.00	0.27	0.63	-0.21
外国債券	0.03	0.14	0.27	1.00	0.57	0.15
外国株式	0.05	-0.09	0.63	0.57	1.00	-0.27
ヘッジ付き 外国債券	-0.00	0.29	-0.21	0.15	-0.27	1.00

2021年推計 過去10年 相関係数

相関	国内債券 自家運用	国内債券 委託運用	国内株式	外国債券	外国株式	ヘッジ付き 外国債券
国内債券 自家運用	1.00	0.19	0.02	0.10	-0.01	0.12
国内債券 委託運用	0.19	1.00	-0.33	-0.22	-0.27	0.56
国内株式	0.02	-0.33	1.00	0.63	0.81	-0.34
外国債券	0.10	-0.22	0.63	1.00	0.70	-0.04
外国株式	-0.01	-0.27	0.81	0.70	1.00	-0.35
ヘッジ付き 外国債券	0.12	0.56	-0.34	-0.04	-0.35	1.00

2021年推計 過去20年 相関係数

相関	国内債券 自家運用	国内債券 委託運用	国内株式	外国債券	外国株式	ヘッジ付き 外国債券
国内債券 自家運用	1.00	0.03	-0.09	0.06	-0.08	0.03
国内債券 委託運用	0.03	1.00	-0.32	-0.05	-0.21	0.46
国内株式	-0.09	-0.32	1.00	0.46	0.75	-0.30
外国債券	0.06	-0.05	0.46	1.00	0.60	0.08
外国株式	-0.08	-0.21	0.75	0.60	1.00	-0.38
ヘッジ付き 外国債券	0.03	0.46	-0.30	0.08	-0.38	1.00

II. 背景となるデータ

5. 最適化結果の選択肢

	使用する国内シナリオ			ポートフォリオ全体		委託運用計		自家運用	資産構成						
	名目 長期金利	実質 GDP 成長率	物価 上昇率	期待 収益率	リスク	期待 収益率	リスク	期待 収益率	国内債券 自家運用 (既存)	国内債券 自家運用 (新規)	国内債券 委託運用	国内株式	外国債券	外国株式	ヘッジ付き 外国債券
旧基本ポートフォリオ															
策定時(2017年2月)	横這い (-0.04%)	内閣府 ベースライン (1.02%)	内閣府 ベースライン (1.28%)	1.10%	1.88%	1.62%	4.66%	0.74%							
2021年7月時点	横這い (0.10%)	内閣府 ベースライン (2.24%)	内閣府 ベースライン (0.54%)	0.93%	1.65%	1.72%	4.09%	0.40%	59.6%	0.0%	20.0%	7.2%	0.0%	3.3%	9.9%
(案1) 2016年策定時と同じ															
H外債μ:従来手法	横這い (0.10%)	内閣府 ベースライン (2.24%)	内閣府 ベースライン (0.54%)	1.10%	1.92%	2.03%	4.46%	0.40%	56.9%	0.0%	31.7%	4.2%	0.0%	7.2%	0.0%
(案A)H外債μ=内債μ				1.10%	1.83%	2.03%	4.26%		56.9%	0.0%	14.3%	3.3%	0.0%	7.9%	17.6%
(案B)H外債μ=内債μ-ベースコスト				1.10%	1.89%	2.03%	4.41%		56.9%	0.0%	22.4%	3.8%	0.0%	7.8%	9.1%
(案2) 国内見通しを内閣府ベースラインケースで統一															
H外債μ:従来手法	内閣府 ベースライン (0.12%)	内閣府 ベースライン (2.24%)	内閣府 ベースライン (0.54%)	1.10%	1.95%	2.03%	4.53%	0.40%	56.9%	0.0%	31.6%	4.2%	0.0%	7.3%	0.0%
(案A)H外債μ=内債μ				1.10%	1.86%	2.03%	4.33%		56.9%	0.0%	13.9%	3.4%	0.0%	8.0%	17.8%
(案B)H外債μ=内債μ-ベースコスト				1.10%	1.92%	2.03%	4.48%		56.9%	0.0%	21.8%	3.9%	0.0%	7.9%	9.5%
(案3) EIUの経済見通しで統一															
H外債μ:従来手法	EIU (0.10%)	EIU (1.88%)	EIU (0.84%)	1.10%	1.92%	2.03%	4.48%	0.40%	56.9%	0.0%	31.8%	3.9%	0.0%	7.4%	0.0%
(案A)H外債μ=内債μ				1.10%	1.84%	2.03%	4.27%		56.9%	0.0%	14.1%	3.1%	0.0%	8.1%	17.8%
(案B)H外債μ=内債μ-ベースコスト				1.10%	1.90%	2.03%	4.42%		56.9%	0.0%	22.2%	3.6%	0.0%	8.0%	9.3%

※「使用する国内シナリオ」の括弧内の数値は、各シナリオにおける予測値の将来5年平均である。

制約条件：自家運用資産＝56.9%

(論点1) アセットミックス決定に用いる経済見通し

- (案1)～(案3)について、用いる国内経済見通しとそれぞれを採用した場合の最適化結果を掲載。
- いずれの案でも、最適資産配分における国内株式のウェイトは外国株式のウェイトより低くなり、旧基本ポートフォリオと逆転する。
- 最適資産配分における株式比率は、旧基本ポートフォリオより大幅に高くなり、ポートフォリオ全体のリスク水準は前回策定時とほぼ同じとなる。
- 自家運用資産の期待収益率は、3案とも同水準となる。

(論点2) ヘッジ付き外国債券の期待リターン

- 従来手法(現地通貨建て外国債券の期待収益率－ヘッジコスト)による期待収益率を用いた場合と、(案A)・(案B)を採用した場合の3パターンの最適化結果を、それぞれのシナリオについて掲載。
- (案A)を採用した場合は、ヘッジ付き外国債券の期待収益率が国内債券と同値となり、最適資産配分におけるウェイトは旧基本ポートフォリオより高くなる。
- (案B)を採用した場合は、ベースコスト(0.17%)を国内債券の期待収益率から引くため、最適資産配分におけるウェイトは旧基本ポートフォリオ並みとなる。

II. 背景となるデータ

6. 機構の選択

■ それぞれの論点に対する機構が採用する案およびその理由は以下の通り。

	機構案	理由
論点1 アセットミックス決定に 用いる経済見通し	(案2) 国内見通しを内閣府 ベースラインケースで統一	① 今後5年の内閣府の金利見通しはほぼ横這いであり、「自家運用の期待収益率を保守的に見積もる」という従来からの方針に反しない。 ② 国内外の経済成長の予測値を反映しているEIUの見通しを用いた(案3)と比べても、最適ポートフォリオにおける国内株式と外国株式の配分に大きな差はなく、国内経済見通しに内閣府の見通しを用いることが、必ずしも楽観的であるとは言えない。 ③ ポートフォリオ全体のリスクは、前回策定時のリスクとほぼ同水準となる。
論点2 ヘッジ付き外国債券の 期待収益率	(案B) ヘッジ付き外国債券 期待収益率 =国内債券期待収益率 -ベースコスト	① 近年の研究によると、 ベースコストは米銀に対する金融規制が要因であり、今後も発生し続けると考えるのが妥当。 ② 日本の銀行の特殊事情を踏まえると、ベースコストが存在しても通貨スワップ等でドルを確保せざるを得ないと予想される。 ③ ①、②から今後「ベースコストを含めて裁定メカニズムが働く」とは考えにくく、ヘッジ付き外国債券の期待収益率は国内債券の期待収益率からベースコストを引いた値とすることが適当である。

機構案	使用する国内シナリオ			ポートフォリオ全体		委託運用計		自家運用	資産構成比						
	名目 長期金利	実質 GDP 成長率	物価 上昇率	期待 収益率	リスク	期待 収益率	リスク	期待 収益率	国内債券 自家運用 (既存)	国内債券 自家運用 (新規)	国内債券 委託運用	国内株式	外国債券	外国株式	ヘッジ付き 外国債券
機構案 (案2、案B)	内閣府 ベースライン (0.12%)	内閣府 ベースライン (2.24%)	内閣府 ベースライン (0.54%)	1.10%	1.92%	2.03%	4.48%	0.40%	56.9%	0.0%	21.8%	3.9%	0.0%	7.9%	9.5%

Ⅲ. 資産運用委員会の議事要旨

1. 基本ポートフォリオ見直しのポイント(1)

第3回(6/14)資産運用委員会で決まったこと

【基本的スタンス】の確認

資産運用の分野で評価が確立していない(定まっていない)手法等に、当法人が先鞭をつけてチャレンジしていくようなことは行わない。

(補注) 本方針は、資産運用に限らず、機構の業務全般に係る方針である。

機構の業務には、資産運用以外にも、退職金等受払業務の正確・迅速な処理や、情報セキュリティ保護という使命があり、限られた資源を最適に配分しつつ達成することが執行責任。機構には、運用業務において受託者責任を果たすために必要な人的資源を配置することは求められるが、その先どこまで高度なレベルを目指すかは、全業務を通じた総合的な判断の下に行われるべき問題。

機構にとって、調査研究は付随業務として位置付けられておらず、調査研究に優先的に資源配分を行うことはできない。

(1) アセットミックスの決め方

- 方針: 平均分散法を使用

(2) 中国国債

- 方針①: 中国国債を含むベンチマークへの移行は当面見送り(中国国債の影響を注視)
- 方針②: ベンチマークは現在のもものが引続き公表されるのであればそれを使用。されない場合は、先進国のみの指標に切り替え。

(3) 為替オーバーレイ

- 方針: 【基本的スタンス】に従い採用せず。

(4) ヘッジ付き外国株式

- 方針: 【基本的スタンス】に従い採用せず。

Ⅲ. 資産運用委員会の議事要旨

2. 基本ポートフォリオ見直しのポイント(2)

第4回(7/27)、第5回(8/10)資産運用委員会で決まったこと

(1) アセットミックス決定に用いる経済見通し

□2016年策定時は、株式の期待リターン推計に用いる国内経済見通し(実質GDP成長率、物価上昇率)に内閣府ベースラインケース、海外経済見通しにEIUの予測値を用いた。また、国内金利見通しは横這いとした。

□今回用いる経済見通しの組み合わせとして以下の3案を検討し、(案2)を採用。

(案1)2016年策定時と同じ

(国内金利見通し:横這い、国内経済見通し:内閣府ベースラインケース、海外金利・経済見通し:EIU)

(案2)国内見通しを内閣府ベースラインケースで統一

(国内金利・経済見通し:内閣府ベースラインケース、海外金利・経済見通し:EIU)

(案3)EIUの経済見通しで統一

(国内・海外の金利・経済見通し:すべてEIU)

(2) ヘッジ付き外国債券の期待収益率

□ヘッジ付き外国債券は実質的に円建ての債券投資であり、その期待収益率は国内債券(委託)の期待収益率を基にして設定する。

□その場合に以下の2案が考えられるが、(案B)を採用。

(案A)ヘッジ付き外国債券期待収益率＝国内債券期待収益率

(案B)ヘッジ付き外国債券期待収益率＝国内債券期待収益率－ベースコスト

(3) ヘッジ付き外国債券のリスク値

□リーマンショック時を含む過去20年間のデータから推計

— リスク値が金利水準に依存しないことを確認することを条件に承認(8月12日に賛成多数で条件が充足されたと評価され、資産運用委員会として最終承認)

Ⅲ. 資産運用委員会の議事要旨

3. 基本ポートフォリオ見直しのポイント(3)

第4回(7/27)、第5回(8/10)資産運用委員会で決まったこと

(1) アセット・ミックスの決定方法について

- ・ 「資産運用の分野で評価が確立していない(定まっていない)手法等を、当法人が先鞭をつけてチャレンジしていくようなことは行わない」との基本的スタンスに従い、調査の結果、他機関において知見や経験が十分に蓄積されているとは言い難いことが判明したブラックリッターマン法やリサンプリング法の採用は見送られた。

(2) ヘッジ付き外国債券の期待収益率の推計方法について

- ・ 旧基本ポートフォリオ策定時において、ヘッジ付き外国債券の期待収益率は、外国債券の期待収益率からヘッジコストの予想値を差し引いて推計した。
- ・ 今回、同様の方法で試算したところ、期待収益率がマイナスとなり、ヘッジ付き外国債券がアセットミックスに入ってこない結果となった。資産クラスの減少は分散投資の観点から望ましくないため、改めて推計方法を検討した。
- ・ 今回の見直しでは、理論的には、裁定メカニズムによりヘッジ付き外国債券の収益率は国内債券と同水準になるとの考えから、ヘッジ付き外国債券の期待収益率を国内債券の期待収益率と合わせる算定方法を採用した。

過去20年間の実績を見ると、5年平均で均せばヘッジ付き外国債券と国内債券の収益率は概ね同水準で推移していることが確認された(ヘッジ付き外国債券がやや上回る)。但し、米国における金融規制等を背景に発生するベースコスト分は、裁定とは関係なくコストとして受け入れられていると考えられるため、その予想値(過去20年平均)を国内債券の期待収益率から割り引くこととした。

○ヘッジ付き外国債券の期待収益率の推計方法

従来方式＝外国債券の期待収益率－ヘッジコスト予想値＝▲0.07%

今回方式＝国内債券の期待収益率－ベースコスト予想値(過去20年平均)＝0.28%

Ⅲ. 資産運用委員会の議事要旨

3. 基本ポートフォリオ見直しのポイント(3)

第4回(7/27)、第5回(8/10)資産運用委員会で決まったこと

(3)アセット・ミックスの調整方法について

- ・ 資産運用委員の一人から、ヘッジ付き外国債券の期待収益率について、国内債券との裁定が機能することを想定して、国内債券と同一にするのであれば、ヘッジ付き外国債券の期待収益率を国内債券に合わせるのではなく、国内債券の期待収益率をヘッジ付き外国債券に合わせるべき、との意見が提起された。理由については、市場規模から言ってそれが自然、と説明された。
- ・ これに対し事務局からは、そもそもヘッジ付き外国債券と国内債券の期待収益率を合わせることにしたのは、従来方式で推計されたヘッジ付き外国債券の期待収益率がマイナスとなり、平均分散法ではポートフォリオに入らなくなったことのほか、そもそも期待収益率がマイナスである資産に投資することには、受託者責任の観点から疑問があるためであり、国内債券の期待収益率をヘッジ付き外国債券に合わせたのでは意味がないことを説明。
- ・ また、同委員からは、ヘッジ付き外国債券の期待収益率が過大評価となるリスクを避けるため、① 今回方式(P.18、案B)の期待収益率(0.28%)でアセットミックスを算定し、次に②従来方式で推計したヘッジ付き外国債券の期待収益率(▲0.07%)を適用して全体の期待収益率を計算、③必要な利回りに不足する収益率分(②—①)を上乗せした上で、再度、今回方式(P.18、案B)の期待収益率(0.28%)を用いたアセットミックスを計算する、という提案が出された。
- ・ この提案については、ヘッジ付き外国債券の期待収益率の推定は従来方式に変えて今回方式(P.18、案B)を採用すると決定した上で、アセットミックスを組成しているにも関わらず、アセットミックスを調整する過程で、採用を取り止めた従来方式の期待収益率を使用することについての非整合性、ダブルスタンダード性が指摘され、取り下げられた。アセットミックスの効率性への疑問や過大なリスクを取る可能性(ヘッジ付き外国債券の期待収益率の過小評価)等も指摘された。なお、こうした調整方法を使っている先は見当たらなかった。

Ⅲ. 資産運用委員会の議事要旨

3. 基本ポートフォリオ見直しのポイント(3)

第4回(7/27)、第5回(8/10)資産運用委員会で決まったこと

(4)ヘッジ付き外国債券のリスク値の推計方法について

- ・ 標準偏差、相関係数については、金融ショック発生時の情報が入っていることが望ましい、との考えから、リーマンショックが含まれる過去20年のデータを用いることとした。
- ・ 資産運用委員の一人から、ヘッジ付き外国債券の収益率の標準偏差は当初の金利水準に左右されるのではないか、そうであれば、20年前の当初の金利が高い状態から始まる期間を加えて標準偏差を計算すると、現金金利水準における標準偏差を過大評価するため不適切、との考えが示された。その上で代替案として、ヘッジ付き外国債券の標準偏差についてはフォワードルッキングな手法により算定することが示された。

しかしながら、標準偏差についてフォワードルッキングな手法を用いて算定している例が他に見られないことが確認されたため、「資産運用の分野で評価が確立していない(定まっていない)手法等を、当法人が先鞭をつけてチャレンジしていくようなことは行わない」との基本的スタンスに基づき、フォワードルッキングな手法の採用は否定された。

しかし、同委員の「高金利の期間を計算期間に含めた場合、ヘッジ付き外国債券の標準偏差が過大評価になることは間違いない」との見解に基づき、「金利水準とヘッジ付き外国債券の標準偏差の関係の確認」が資産運用委員会における本基本ポートフォリオ変更案承認の条件となった。

これを受けて、事務局から同委員の手法による分析の結果(注)が提出され、資産運用委員5名中4名から、「ヘッジ付き外国債券の標準偏差は金利水準に関わらず安定していることが確認出来、本件については議が尽くされた」と評価されたため、ヘッジ付き外国債券の標準偏差については、他の資産と同様に20年間の過去実績値を用いることとし、新基本ポートフォリオ案が、賛成多数により資産運用委員会として承認された。

(注)P.13、Ⅲ. 背景となるデータ 3. ヘッジ付き外国債券の収益率のリスク値(標準偏差)
(2)5年ローリング標準偏差と金利水準

Ⅲ. 資産運用委員会の議事要旨

3. 基本ポートフォリオ見直しのポイント(3)

第4回(7/27)、第5回(8/10)資産運用委員会で決まったこと

(5)アセットミックスの構成比の表示について

- ・ アセットミックスの構成比について、最適化結果の生の数字に対してバランスのよさを考えた調整を誤差の範囲内で施すという方法の提案があった。
- ・ 本件については、他の委員から、「よりバランスが良い、の判断基準が不明確である」との指摘があったほか、事務局からも、「『安全かつ効率』な運用を義務付けられている以上、最適化結果と異なる構成比を選択することは説明が困難」との見解が示され、採用されなかった。
- ・ 別の委員から整数に丸める可能性も指摘されたが、最も低い構成比が3%台である中、小数点を丸める影響は小さいこと、丸め方によってはホームカントリーバイアス等の誤解を生じるため、最適化結果そのままに設定する、との事務局方針が示され、了承された。

IV. 清退共、林退共の新基本ポートフォリオ

1. 清退共の新基本ポートフォリオ(資産構成比)

- ・中退共資産に係る前記基本ポートフォリオ見直しの結果、委託運用部分について合同運用を行っている清退共資産に係る基本ポートフォリオも下記の通り変更する。

	ポートフォリオ		資産構成比				
	期待 収益率	リスク	国内債券		国内株式	外国債券 ※2	外国株式
			自家運用	委託運用			
旧基本ポートフォリオ	※1 0.48%	※1 0.79%	90.1%		3.5%	4.8%	1.6%
			80.4%	9.7%			
乖離許容幅	—	—	—		—	—	—
新基本ポートフォリオ (令和3年10月1日改定)	0.57%	0.99%	89.0%		2.0%	4.9%	4.1%
			77.8%	11.2%			
うち委託運用部分	—	—	—	50.7%	9.0%	22.0%	18.3%
乖離許容幅 ※3	—	—	—	±5.3%	±2.4%	±2.4%	±5.3%
変化幅	0.09%	0.20%	△1.1%		△1.5%	0.1%	2.5%
			△2.6%	1.5%			

※1 前回改定時（令和2年4月1日）の期待収益率は0.59%、リスクは0.92%。

※2 外国債券については、為替ヘッジを行う。

※3 乖離許容幅は委託運用部分のみに設定。

IV. 清退共、林退共の新基本ポートフォリオ

2. 林退共の新基本ポートフォリオ(資産構成比)

- ・中退共資産に係る前記基本ポートフォリオ見直しの結果、委託運用部分について合同運用を行っている林退共資産に係る基本ポートフォリオも下記の通り変更する。

	ポートフォリオ		資産構成比				
	期待 収益率	リスク	国内債券		国内株式	外国債券 ※2	外国株式
			自家運用	委託運用			
旧基本ポートフォリオ	※1 0.81%	※1 1.50%	81.3%		6.6%	9.1%	3.0%
			63.0%	18.3%			
乖離許容幅	—	—	—		—	—	—
新基本ポートフォリオ (令和3年10月1日改定)	0.93%	1.75%	80.7%		3.5%	8.6%	7.2%
			60.8%	19.9%			
うち委託運用部分	—	—	—	50.7%	9.0%	22.0%	18.3%
乖離許容幅 ※3	—	—	—	±5.3%	±2.4%	±2.4%	±5.3%
変化幅	0.12%	0.25%	△0.6%		△3.1%	△0.5%	4.2%
			△2.2%	1.6%			

※1 前回改定時（令和2年4月1日）の期待収益率は0.91%、リスクは1.72%。

※2 外国債券については、為替ヘッジを行う。

※3 乖離許容幅は委託運用部分のみに設定。

(参考資料)資産運用委員会 委員名簿

第3期委員<令和元年10月～令和3年9月>

田中 茉莉子	武蔵野大学経済学部経済学科准教授
○玉木 伸介	大妻女子大学短期大学部教授
中島 英喜	名古屋大学経済学研究科准教授
馬庭 昭弘	全労済グループ企業年金基金常務理事
◎村上 正人	公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構 特任研究員

◎委員長
○委員長代理

(五十音順、敬称略)

○照会窓口

- ・資産運用部長 都築信之 (TEL) 03-6907-1250
- ・運用リスク管理役 樋田栄正 (TEL) 03-6907-1270

3.包括信託運用実績

【構成比及び収益率】

(単位:%)

(1)中退共事業(給付経理)・清退共事業(給付経理)・林退共事業(給付経理)(合同運用資産)

	構成比			収益率(手数料控除前)		
	ファンド	基本方針	差	ファンド	※2 ベンチマーク収益率	差
国内債券	49.90	50.10	△0.20	△1.06	△1.22	0.15
国内株式	13.76	13.40	0.36	2.34	1.99	0.36
外国債券	21.77	23.25	△1.48	△4.96	△5.17	0.21
外国株式	14.57	13.25	1.32	19.74	22.95	△3.21
合計	100.00	100.00	0.00	1.36	1.98	△0.62

収益率(特化型)	
手数料率	手数料控除後
0.05	△ 1.11
0.19	2.15
0.13	△ 5.09
0.21	19.53
0.11	※3 1.25

【参考】	アクティブ運用収益率			パッシブ運用収益率		
	ファンド	ベンチマーク収益率	差	ファンド	ベンチマーク収益率	差
国内債券	△ 0.82	△ 1.22	0.39	△ 1.21	△ 1.22	0.01
国内株式	2.90	1.99	0.91	0.54	1.99	△ 1.45
外国債券	△ 4.83	△ 5.17	0.34	△ 5.17	△ 5.17	0.00
外国株式	17.22	22.95	△ 5.74	21.98	22.95	△ 0.97

うち収益率(アクティブ)		うち収益率(パッシブ)	
手数料率	手数料控除後	手数料率	手数料控除後
0.10	△ 0.93	0.02	△ 1.22
0.25	2.64	0.04	0.50
0.20	△ 5.03	0.03	△ 5.20
0.32	16.90	0.04	21.95

(2)建退共事業(給付経理)

	構成比			収益率(手数料控除前)		
	ファンド	※1 中心値	差	ファンド	ベンチマーク収益率	差
国内債券	57.39	67.40	△ 10.01	△ 1.10	△ 1.22	0.12
国内株式	4.46	16.40	△ 11.94	4.57	1.99	2.59
外国債券	24.24	8.10	16.14	2.35	1.88	0.47
外国株式	13.91	8.10	5.81	24.09	22.95	1.13
合計	100.00	100.00	0.00	2.41	※2 1.38	1.03

収益率(バランス型)	
手数料率	手数料控除後
0.20	△ 1.30
0.30	4.27
0.25	2.10
0.24	23.85
※4 0.23	※3 2.18

(3)建退共事業(特別給付経理)

	構成比			収益率(手数料控除前)		
	ファンド	※1 中心値	差	ファンド	ベンチマーク収益率	差
国内債券	57.39	73.60	△ 16.21	△ 1.08	△ 1.22	0.14
国内株式	4.46	13.20	△ 8.74	3.53	1.99	1.54
外国債券	24.24	6.60	17.64	1.62	1.88	△ 0.26
外国株式	13.91	6.60	7.31	23.24	22.95	0.29
合計	100.00	100.00	0.00	1.91	※2 0.83	1.08

収益率(バランス型)	
手数料率	手数料控除後
0.20	△ 1.28
0.30	3.23
0.25	1.37
0.36	22.88
※4 0.23	※3 1.68

※1. 包括信託の令和3年度アセットアロケーションの中心値である。

※2. 合計のベンチマーク収益率は、各資産のベンチマークを、各資産の委託運用部分の基本ポートフォリオにおける構成比で加重平均した値から算出。したがって、合計欄におけるファンド収益率とベンチマーク収益率の差には資産配分効果が含まれる。

※3. 手数料控除後収益率と前掲掲載の2.資産状況「包括信託」の利回りは同じものであるが、算出方法が異なるため、必ずしも一致しない。

※4. 建退共事業(給付経理、特別給付経理)は、令和3年4月1日から令和4年3月2日包括信託解約日までの手数料

(注1)時間加重収益率を表示している。

(注2)単位未満は四捨五入しているため内訳と合計額が一致しないことがある。

(注3)包括信託の資産毎のベンチマークは、基本方針に定めている以下の指標による。

- ・国内債券 NOMURA-BPI総合、国内株式 TOPIX(配当込み)
- ・外国債券 (中退共・清退共・林退共)FTSE世界国債インデックス(除く日本、除く中国、円ヘッジ・円ベース)
- (建退共)FTSE世界国債インデックス(除く日本、除く中国、円ベース)
- ・外国株式 MSCI KOKUSAI(円ベース、配当込み、GROSS)

【要因分析】＜超過収益率は、手数料控除前＞

(単位：%)

(1) 中退共事業(給付経理)・清退共事業(給付経理)・林退共事業(給付経理)(合同運用資産)

	超過収益率	資産全体の超過収益率の要因分析(寄与度)※2			
		個別資産効果	資産配分効果	※1 複合効果	合計
国内債券	0.15	0.08	△0.02	0.23	0.29
国内株式	0.36	0.00	△0.33	0.01	△0.32
外国債券	0.21	0.05	0.07	0.00	0.11
外国株式	△3.21	△0.48	△0.19	△0.04	△0.71
合計	△0.62	△0.35	△0.48	0.20	△0.62

(2) 建退共事業(給付経理)

	超過収益率	資産全体の超過収益率の要因分析(寄与度)※2			
		個別資産効果	資産配分効果	※1 複合効果	合計
国内債券	0.12	0.08	0.14	0.22	0.45
国内株式	2.59	0.41	△ 0.43	0.05	0.03
外国債券	0.47	0.03	0.14	0.05	0.22
外国株式	1.13	0.08	0.22	0.03	0.33
合計	1.03	0.60	0.07	0.35	1.03

(3) 建退共事業(特別給付経理)

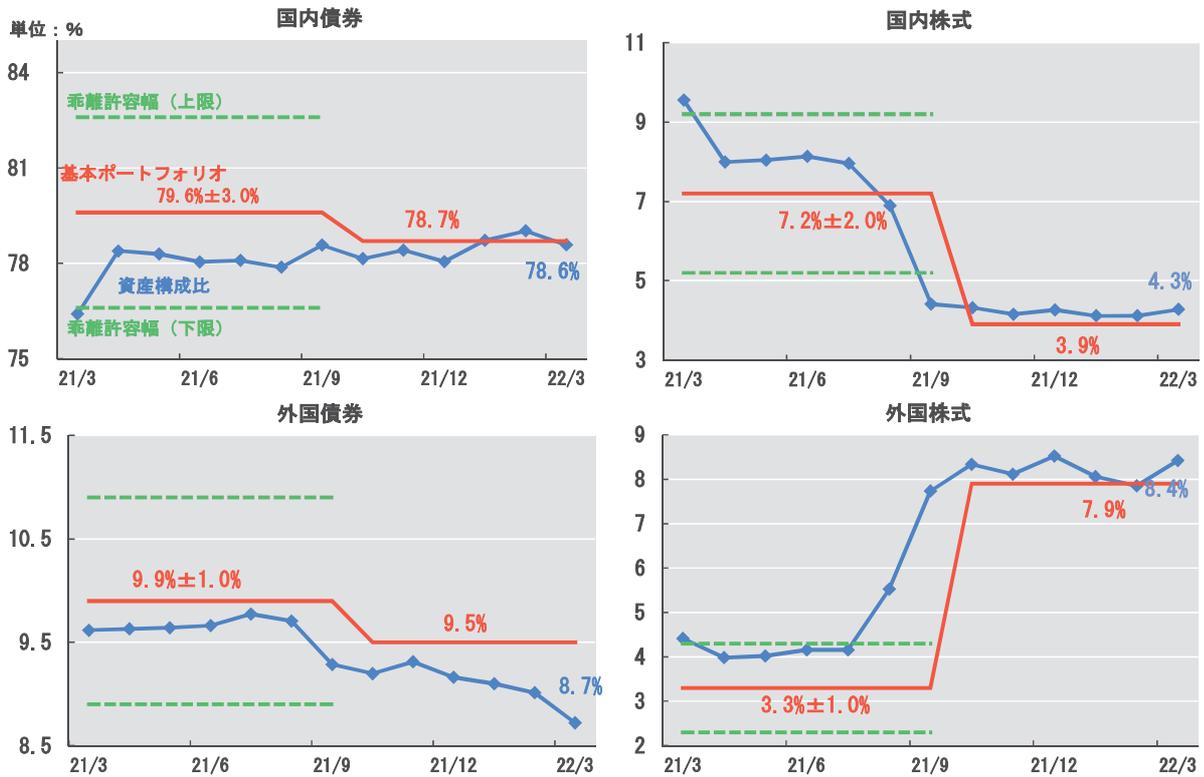
	超過収益率	資産全体の超過収益率の要因分析(寄与度)※2			
		個別資産効果	資産配分効果	※1 複合効果	合計
国内債券	0.14	0.12	0.49	0.22	0.83
国内株式	1.54	0.18	△ 0.38	0.03	△ 0.17
外国債券	△ 0.26	△ 0.02	0.14	0.05	0.17
外国株式	0.29	0.04	0.16	0.04	0.24
合計	1.08	0.32	0.41	0.34	1.08

※1.国内債券の複合効果は、資産全体の複合効果から国内債券以外の複合効果を差し引いて算出。

※2.短期資産について、(1)中退共事業(給付経理)・清退共事業(給付経理)・林退共事業(給付経理)(合同運用資産)では、各資産に配分して分析。(2)建退共事業(給付経理)および(3)建退共事業(特別給付経理)では、国内債券に含めて分析。

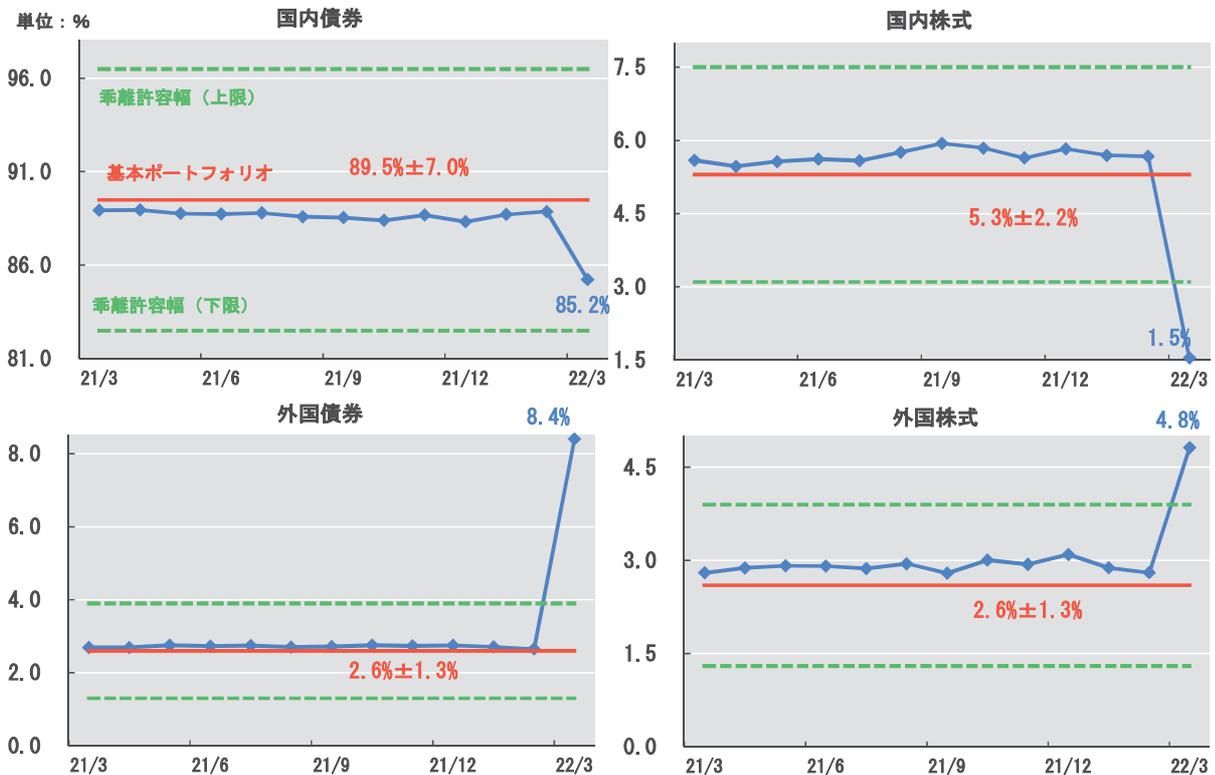
4.資産構成割合の推移

(1)中退共事業(給付経理)



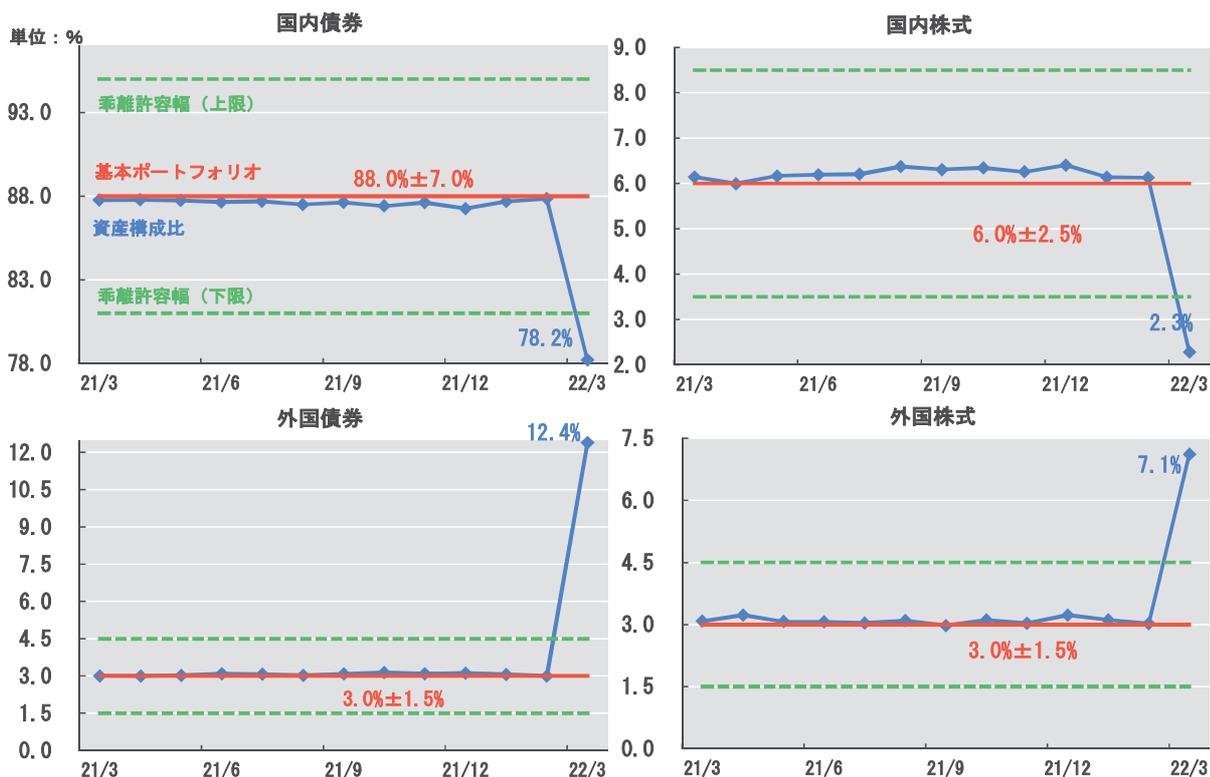
注)令和3年(2021年)3月末時点で、国内債券、国内株式、外国株式の構成比が、乖離許容幅を超過している。
この後、4月にリバランスを実施し、各資産の構成比は乖離許容幅内に戻った。

(2)建退共事業(給付経理)



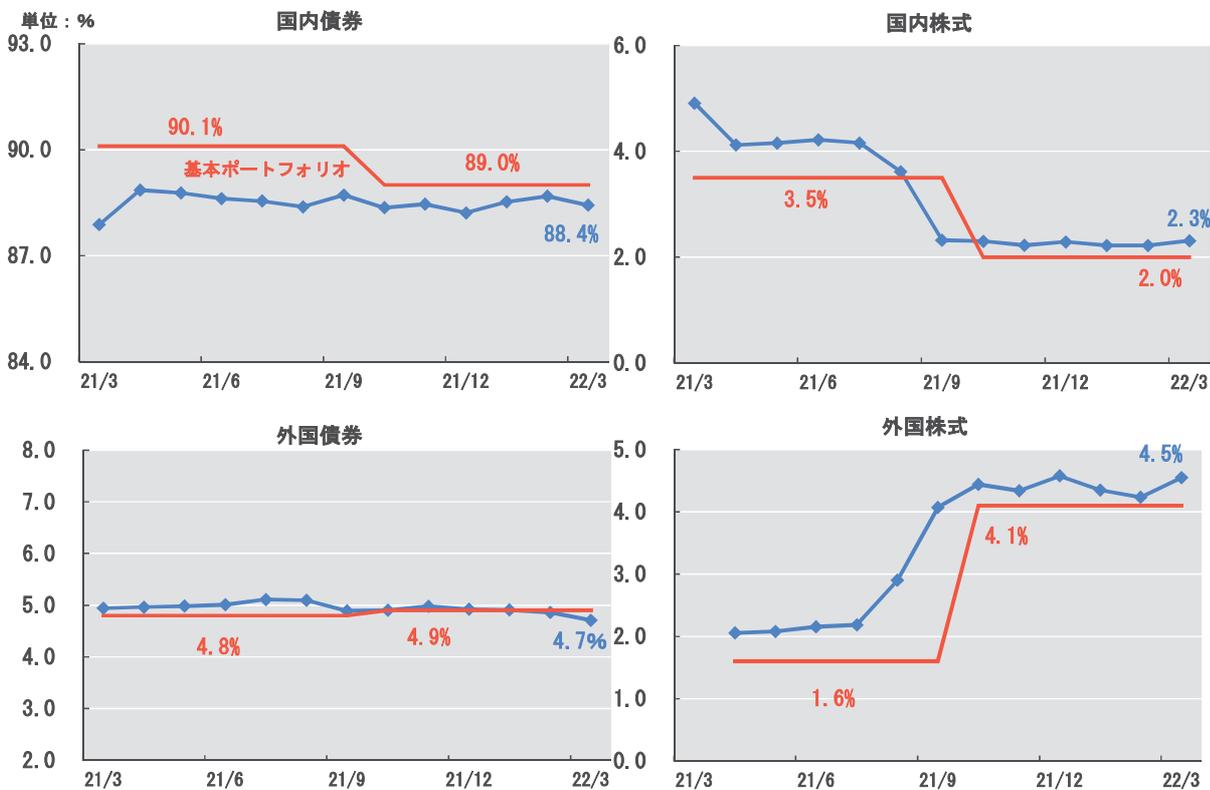
注) R4/4/1合同運用開始のため、R3/3/末は現行基本ポートフォリオ乖離許容幅を逸脱

(3) 建退共事業(特別給付経理)



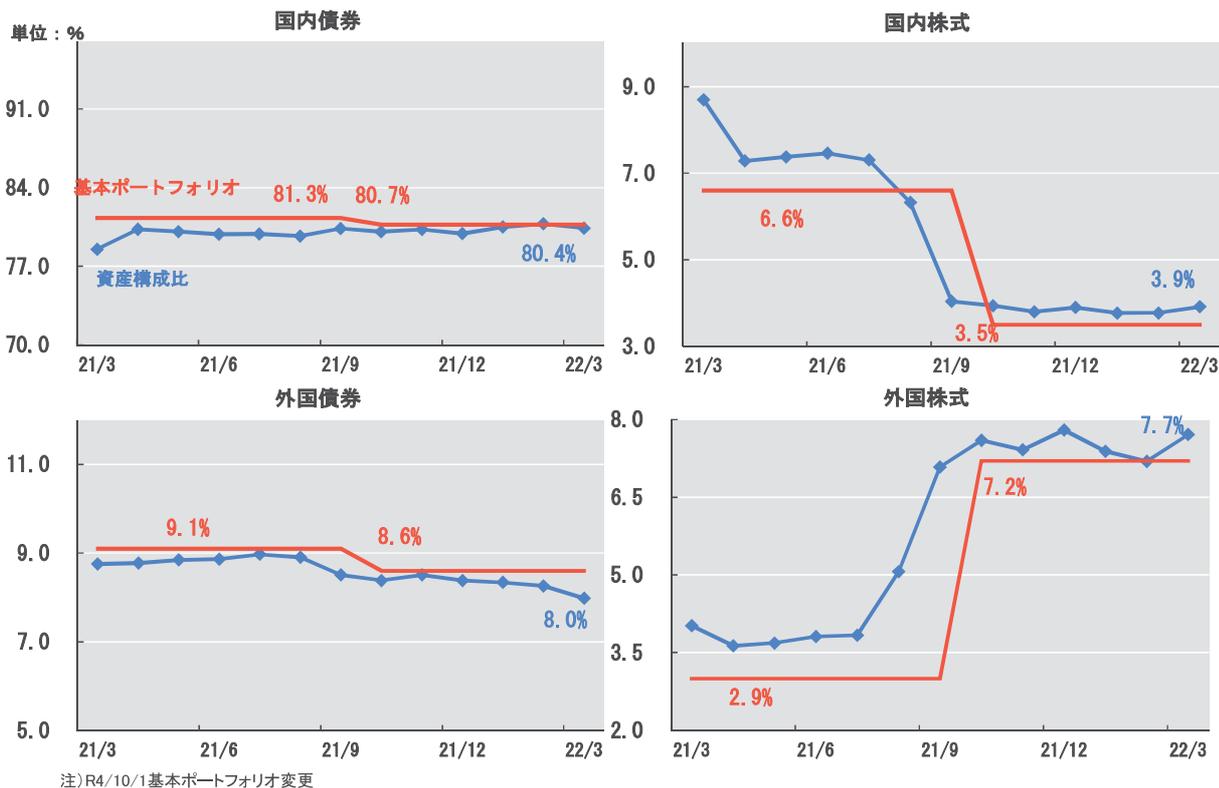
注) R4/4/1合同運用開始のため、R3/3/末は現行基本ポートフォリオ乖離許容幅を逸脱

(4) 清退共事業(給付経理)

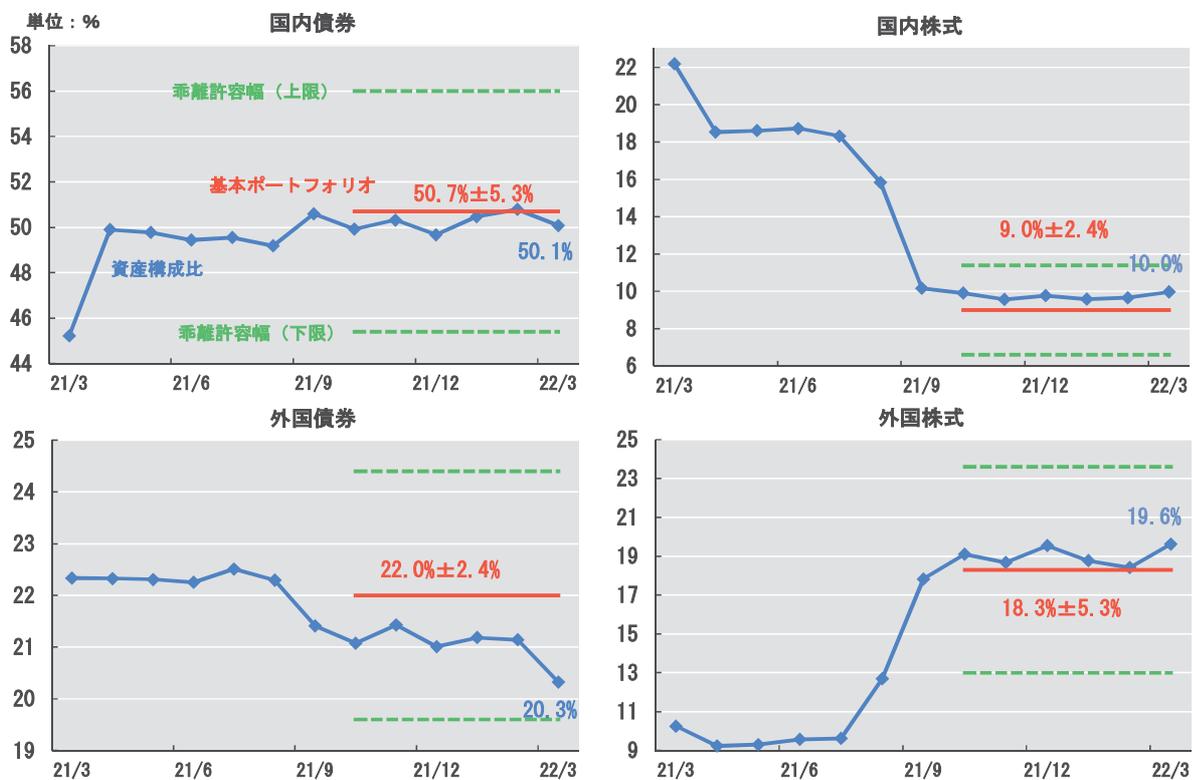


注) R4/10/1基本ポートフォリオ変更

(5) 林退共事業(給付経理)



(6) 合同運用資産



資産構成割合

(単位:億円、%)

	中退共事業(給付経理)			建退共事業(給付経理)			建退共事業(特別給付経理)		
	資産残高	構成比	基本ポートフォリオ	資産残高	構成比	基本ポートフォリオ	資産残高	構成比	基本ポートフォリオ
国内債券	41,742	78.6	78.7	8,847	85.3	89.5±7.0	242	78.3	88.0±7.0
国内株式	2,272	4.3	3.9	160	1.5	5.3±2.2	7	2.3	6.0±2.5
外国債券	4,632	8.7	9.5	872	8.4	2.6±1.3	38	12.3	3.0±1.5
外国株式	4,475	8.4	7.9	500	4.8	2.6±1.3	22	7.1	3.0±1.5
合計	53,121	100	-	10,379	100	-	309	100	-

	清退共事業(給付経理)			林退共事業(給付経理)			合同運用資産		
	資産残高	構成比	基本ポートフォリオ	資産残高	構成比	基本ポートフォリオ	資産残高	構成比	基本ポートフォリオ
国内債券	33	88.4	89.0	128	80.4	80.7	11,451	50.1	50.7±5.3
国内株式	1	2.3	2.0	6	3.9	3.5	2,279	10.0	9.0±2.4
外国債券	2	4.7	4.9	13	8.0	8.6	4,647	20.3	22.0±2.4
外国株式	2	4.6	4.1	12	7.7	7.2	4,489	19.6	18.3±5.3
合計	37	100	-	159	100	-	22,865	100	-

勤退機構の資産運用業務の評価における留意事項（案）

－ 各種利回りの読み方について －

○ 勤退機構における資産運用実績や基本ポートフォリオを評価するに際しては、各経理（共済制度）の制度上の特徴点と、財務状況を勘案する必要がある点に留意が必要である。

1. 必要な利回り

必要な利回りとは、「資産運用の基本方針」において「運用の目標」として掲げられているものであり、「中期的に事業の運営に必要な利回り」と定義されている。「運用の目標」では、この「必要な利回り」を「最低限のリスクで確保すること」、が求められている。

必要な利回りの内訳は、基本的には「予定運用利回りに従って増加する責任準備金の額」と「業務経費」の合計の資産に対する割合、で定義される。ただし、累積欠損金を抱える林退共については、「累積欠損金の計画的な解消を図るための費用」が加えられている。

中退共の場合は、加入期間と就労期間が基本的に等しいため、予定運用利回りに業務経費率を加えたものが必要な利回りになる。

一方、特退共については、予定運用利回りと必要な利回りの関係は、次の2. で記すとおり、制度や経済情勢等様々な影響を受けて変動する。

2. 予定運用利回りと必要な利回り

中退共については、毎月積み立てられる掛金に対して制度全体として付与されるのが予定運用利回り（1.0%）であり、それに業務経費率（0.1%）を加えたのが必要な利回りであって、分かり易い構造であるが、特退共（建退共、林退共、清退共）における予定運用利回りと必要な利回りの関係は中退共とは異なるため、留意が必要。

特退共（建退共、林退共、清退共）では、非正規雇用者を対象としているため、就業形態の特殊性（非連続的就労、職場の異動）から1日分の就労に対して証紙1枚を手帳に貼付する仕組みで運営されている。証紙貼付日数（掛金納付日数）を業種ごとに定められた1月分の日数（建退共：21日、清退共：15日、林退共：17日）で割って掛金納付月数を求め、その月数に応じて退職金額が算定されるが、その際の算定の基礎として平均的な年利として設定されるのが予定運用利回りである。ただし、1年（12カ月）分（＝手帳1冊分）の証紙が貼られるのに要する平均的な期間は1年を上回っていることから、必要な利回りが予定運用利回りよりも低くなり得る。

累積欠損金を抱えている林退共については、責任準備金を下回る資産運用額で予定運用利回りを達成する必要があるほか、資産運用額が中退共、建退共に比べて小さく、業務経費率の割合が高くなっているため、必要な利回りが予定運用利回りを上回っている。

以 上

「資産運用の基本方針」の遵守状況の報告について

独立行政法人勤労者退職金共済機構

[資産運用の基本方針の規定]	[遵守状況]
<p>【I 基本的考え方 1～3】</p> <p>(1)運用の基本原則</p> <p>①中退法その他の法令遵守</p> <p>②将来にわたり確実に給付することができるよう、安全かつ効率を基本として実施</p> <p>(2)運用の目的（後記 注1 ご参照）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 事業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 <p>(3)運用の目標※（後記 注2 ご参照）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 退職金支給に必要な流動性を確保しつつ、累積剰余金の水準を勘案の上、中期的に事業の運営に必要な利回り（予定運用利回りに従って増加する責任準備金の額及び業務経費の合計の資産に対する比率）を最低限のリスクで確保 <p>※「累積剰余金の水準を勘案の上、」は建退共と清退共のみ記載。林退共では、「必要な利回り」の構成要素に「累積欠損金の計画的解消を</p>	<p>【I 基本的考え方 1～3】(本資料 P8 「2. 運用実績」 ご参照)</p> <p>(1)運用の基本原則</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 各経理における業務上の余裕金の運用は、全て中退法第77条に掲げられた方法に拠っている。 ・ 基本ポートフォリオ見直しに際し、恣意的なホームカンントリーバイアスをかけず、期待収益率、リスク値、相関係数を定めた上での最適化結果に基づいて資産配分を決定した。 ・ 基本ポートフォリオで設定された最適な資産配分の維持に努めている。 <p>(2)運用の目的（後記 注1 ご参照）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 必要とされる収益を長期的に確保すべく、継続的に取り組んでいる。 <p>(3)運用の目標※（後記 注2 ご参照）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 中退共（給付）と建退共（給付）については、中期的に必要な利回りの確保が難しくなりつつあるため、基本ポートフォリオの見直しを行った。

[資産運用の基本方針の規定]	[遵守状況]
<p>図るための費用」を加えている。</p>	
<p>【I 基本的考え方 4(2)基本ポートフォリオの策定】</p> <p>(1)基本ポートフォリオを、中長期的観点から策定し、これに基づく資産配分の維持</p> <p>(2)基本ポートフォリオの毎年度検証</p>	<p>【I 基本的考え方 4(2)基本ポートフォリオの策定】</p> <p>(本資料 P21 「3. 資産の構成に関する事項 (1)基本ポートフォリオの見直し」ご参照)</p> <p>(1)基本ポートフォリオを、中長期的観点から策定し、これに基づく資産配分の維持</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 中退共(給付)において、基本ポートフォリオの見直しを行い、9月末までに、資産間リバランスを実施した。 ・ 建退共(給付、特別給付)について、令和4年4月より委託運用部分について合同運用に加わるため、3月末までに資産間リバランスを実施した。 <p>(2)基本ポートフォリオの毎年度検証</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 令和2年度の検証で中退共(給付)、建退共(給付、特別給付)、清退共(給付)、林退共(給付)において、基本ポートフォリオの見直しが必要とされた。特に建退共については見直しが喫緊の課題と指摘された。これらの結論を受けて、令和3年度は基本ポートフォリオの見直しが行われたので、見直しの要否を判定するための定例検証は実施されなかった。 ・ 清退共(特別給付)においては、逆ザヤの状況にあるが、極めて厚い累積剰余金を有していることで制度運営に支障がない為、「清酒製造業退職金特別共済業務に係る資産運用の基本方針」に定められた資産運用の目標には反しておらず、基本ポートフォリオの見直しは不要と結論した。

[資産運用の基本方針の規定]	[遵守状況]
<p>(3) 必要に応じた基本ポートフォリオの見直し</p>	<p>(3) 必要に応じた基本ポートフォリオの見直し</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 中退共(給付)は、令和2年度の資産運用委員会で基本ポートフォリオの見直しの必要性が指摘されたことから、本年度において基本ポートフォリオの見直しを実施した。 ・ 中退共(給付)と委託運用部分において合同運用を行っている清退共(給付)及び林退共(給付)の基本ポートフォリオも同時に見直しを行った。 ・ 建退共(給付、特別給付)は、令和4年4月より委託運用部分について合同運用に加わることで、見直しを実施することとなった。
<p>【I 基本的考え方 6 情報公開の推進】</p> <p>運用の基本的な方針や運用の結果等、資産運用に関する情報について、適時、公開する。</p>	<p>【I 基本的考え方 6 情報公開の推進】</p> <p>(本資料 P29 「5. その他 (1) 対外公表」ご参照)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 財務諸表等を官報に公告(令和3年7月15日) ・ 令和2年度資産運用結果等をホームページへ掲載(令和3年8月13日) ・ 四半期毎の運用状況をホームページへ掲載 ・ 「スチュワードシップ活動状況の概要」をホームページへ掲載(令和4年6月6日) ・ 基本ポートフォリオ見直し公表資料をホームページへ掲載(令和3年10月1日)
<p>【II 自家運用 2 基本的な投資スタンス及びリスク管理】</p> <p>(1) 長期・安定的な運用</p> <p>① バイ・アンド・ホールド</p>	<p>【II 自家運用 2 基本的な投資スタンス及びリスク管理】</p> <p>(別紙2 補足説明資料 ご参照)</p> <p>(1) 長期・安定的な運用</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ バイ・アンド・ホールドの原則については、途中での売却実績はなく、

[資産運用の基本方針の規定]	[遵守状況]
<p>②ラダー型ポートフォリオの構築<中退共給付> ③キャッシュフロー対応<中退共給付></p> <p>(2)投資対象 ○ 円建ての金融商品<中退共給付></p> <p>(3)分散投資 ・ 国債、政府保証債、地方債以外の債券を取得する場合<中退共給付> ・ 国債、地方債、政府保証債、金融債以外の債券及び公社債投資信託の受益証券を取得する場合<建退共給付、建退共特別給付、清退共給付、清退共特別給付、林退共給付></p> <p>①発行体、残存期間等の適切な分散化 ②同一の発行体が発行した債券(金融債を除く)への投資は、原則として自家運用債券ポートフォリオの10%を 上限の目途とする<中退共給付> 超えないこととする<建退共給付、建退共特別給付、清退共給付、清退共特別給付、林退共給付></p> <p>(4)格付け基準 ①国債、政府保証債、地方債以外の債券を取得する場合で信用のあ</p>	<p>全ての経理において遵守された。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 将来の償還金額を安定させるラダー型ポートフォリオを構築するため、9年～20年の残存期間の債券を購入した。 ・ コロナ禍による未曾有の金融経済ショックが、退職金共済制度の掛金等収入や退職金等支払に大きな影響を与え、流動性が不足する可能性を勘案し、高水準の流動性を維持した。 <p>(2)投資対象 ・ 中退共(給付)における投資対象金融資産は、全て円建てとしている。</p> <p>(3)分散投資 ・ 各経理において毎年の退職金等支払に必要な流動性を確保する水準でのラダー型運用を行うための債券取得を続け、特定年限での残高の偏りは抑えられている。ただし、清退共(特別給付)については、残存年数の短い債券がマイナス利回りのため自家運用債券を購入できない状況が続いており、ラダーが実現出来ていない。 清退共(給付)の令和11年度以降償還分は、以前に購入した20年債の残存分である。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 同一の発行体に対する上限の10%を超えることはなかった(金融債を除く)。 <p>(4)格付け基準 ・ 債券については、何れの経理においても、格付けが基準を下回る債</p>

[資産運用の基本方針の規定]	[遵守状況]
<p>る格付機関のいずれかによりA格以上の格付けを得ている銘柄<中退共給付></p> <p>国債、地方債、政府保証債、金融債以外の債券及び公社債投資信託の受益証券を取得する場合で信用のある格付け機関の一からA格以上を取得しているもの<建退共給付、建退共特別給付、清退共給付、清退共特別給付、林退共給付></p> <p>②A格未滿となった債券の取扱い 必要であれば売却の手段を講じる。</p>	<p>券は発生しなかった。</p>
<p>【Ⅲ 委託運用 1 包括信託による委託運用】</p> <p>(1)受託機関の選定～選定時の審査項目 <中退共給付、清退共給付、林退共給付> (資産運用受託機関)</p> <p>①運用内容・成果(i)投資哲学(ii)運用プロセス(iii)ポートフォリオ構築(iv)運用実績、 ②人材・組織体制等人材(i)組織及び人材(ii)リスク管理体制(iii)事務処理能力・ディスクロージ(v)トレーディング <建退共給付、建退共特別給付></p> <p>①経営理念、経営内容及び社会的評価、②年金性資金運用に対する理解と関心、③運用方針及び運用スタイル、手法、④情報収集システム、投資判断プロセス等の運用管理体制、⑤法令等の遵守状況、⑥運用担当者の能力、経験、⑦年金性資金運用の経験、実績</p> <p>(2)受託機関の評価～評価項目</p>	<p>【Ⅲ 委託運用 1 包括信託による委託運用】 (本資料 P8 「2. 運用実績」 ご参照)</p> <p>(1)受託機関の選定～選定時の審査項目</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 新たな受託機関の選定は実施せず。 <p>(2)受託機関の評価～評価項目</p>

[資産運用の基本方針の規定]	[遵守状況]
<p><中退共給付、清退共給付、林退共給付> (資産運用受託機関)</p> <p>(1)に掲げる各項目について、選定時に期待された内容や水準を充たしているか否かを判定。</p> <p>運用実績については、中長期のパフォーマンスに拠って評価。</p> <p><建退共給付、建退共特別給付></p> <p>定量評価 時間加重収益率及び修正総合 利回りの対複合ベンチマーク比</p> <p>定性評価 選定と同じ</p> <p>(3)受託機関の責務及び目標～委託金額変更(解約)事由</p> <p>①評価結果、②政策的事由(相場変動時の資産構成比の調整等)</p> <p>(4)受託機関の責務及び目標～資産運用・管理状況の把握</p> <p>①定例報告書(毎四半期)、②定例ミーティング(毎四半期)、③その他随時の報告等</p>	<p>・ 評価において、選定時に期待された内容や水準からの大きな乖離等、特段の問題が見られたファンドはなかった。</p> <p>(3)受託機関の責務及び目標～シェア変更(解約)事由</p> <p>・ 中退共(給付)、清退共(給付)、林退共(給付)において、10月の中退共(給付)の基本ポートフォリオ見直しに伴うリバランスに合わせて、各ファンドの委託金額をマネジャー・ストラクチャー変更時に目標とした構成比に調整した。</p> <p>・ 建退共(給付、特別給付)は、令和4年4月合同運用開始のため、既存ファンドを全て解約しトランジションマネジャー1社に集約した。</p> <p>(4)受託機関の責務及び目標～資産運用・管理状況の把握</p> <p>・ 運用状況について、中退共(給付)、建退共(給付、特別給付)、清退共(給付)、林退共(給付)では2回、資産運用受託機関による報告会を開催した。また、運用実績に懸念材料がみられる先については、その都度、運用状況の報告を求めた。</p> <p>・ 株式の運用受託機関については、スチュワードシップ活動に関する報告会を開催し、質疑応答を行った。</p>

[資産運用の基本方針の規定]	[遵守状況]
	<ul style="list-style-type: none"> ・ 全経理において、毎月、資産管理受託機関から信託財産の状況に関する報告書等、資産運用受託機関から運用報告書の提出を受けた。 ・ ロシアのウクライナ侵攻の影響について、随時報告を求めた。
<p>【Ⅲ 委託運用 2 生命保険資産による委託運用】</p> <p>(2)新企業年金保険(一般勘定)</p> <p>○選定時の審査項目</p> <p>＜中退共給付＞</p> <p>①保険金支払能力(含む格付け)、②商品性(利回り、流動性等)③一般勘定で保有する資産の内容 等</p> <p>＜建退共給付、建退共特別給付＞</p> <p>①格付、②健全性(ソルベンシーマージン比率等)、③保証利率、④配当、⑤事務量</p> <p>○評価項目</p> <p>＜中退共給付＞ 選定と同じ</p> <p>＜建退共給付、建退共特別給付＞</p> <p>①財務格付、②ソルベンシーマージン比率、③配当、④事務量</p> <p>○シェア変更(解約)事由</p> <p>①上記評価結果、②政策的事由(相場変動時の資産構成比の調整等)、③その他(法令・契約違反等)</p> <p>○資産運用・管理状況の把握</p> <p>①定例報告書(半期毎)、②定例ミーティング(半期毎)、③その他随時の報告等</p>	<p>【Ⅲ 委託運用 2 生命保険資産による委託運用】</p> <p>(2)新企業年金保険(一般勘定)</p> <p>○選定時の審査項目</p> <ul style="list-style-type: none"> ・新たな選定は実施せず。 <p>○評価項目</p> <ul style="list-style-type: none"> ・評価において、大きな差異や特段の問題は見られなかった。 <p>○シェア変更(解約)事由</p> <ul style="list-style-type: none"> ・期中にシェア変更は実施せず。 <p>○資産運用・管理状況の把握</p> <ul style="list-style-type: none"> ・定例ミーティングを実施し、運用状況等の把握を行った。

[資産運用の基本方針の規定]	[遵守状況]
<p>【Ⅲ 委託運用 3 有価証券信託による委託運用】</p> <p>(1)受託機関の選定～選定時の審査項目</p> <p>①組織及び体制、②人材、③リスク管理体制、④事務能力及び運用内容のディスクロージャー、⑤格付け</p> <p>(2)受託機関の評価～評価項目</p> <p><定量評価>－受託機関毎の比較評価</p> <p>①運用利回り、②貸出稼働率</p> <p><定性評価>選定の項目と同じ</p> <p>(3)受託機関の責務及び目標～シェア変更(解約)事由</p> <p>①上記評価結果、②政策的事由(相場変動時の資産構成比の調整等)、③その他(法令・契約違反等)</p> <p>(4)受託機関の責務及び目標～資産運用・管理状況の把握</p> <p>①定例報告書<中退共給付は毎四半期、建退共給付は半期毎>②定例ミーティング<中退共給付は毎四半期、建退共給付は必要に応じて>、③その他随時の報告等</p>	<p>【Ⅲ 委託運用 3 有価証券信託による委託運用】</p> <p>(1)受託機関の選定～選定時の審査項目</p> <ul style="list-style-type: none"> ・新たな選定は実施せず。 <p>(2)受託機関の評価～評価項目</p> <ul style="list-style-type: none"> ・評価において、大きな差異や特段の問題は見られなかった。 <p>(3)受託機関の責務及び目標～シェア変更(解約)事由</p> <ul style="list-style-type: none"> ・期中にシェア変更は実施せず。 <p>(4)受託機関の責務及び目標～資産運用・管理状況の把握</p> <ul style="list-style-type: none"> ・定例ミーティングを実施し、運用状況等の把握を行った。
<p>【Ⅳ 運用管理体制 1～2】</p> <p>1 運用体制の整備、充実</p> <p>(1)資産運用の専門的知識及び経験を有する担当者の配置</p> <p>(2)資産運用の専門知識を持った人材の育成・確保</p> <p>2 資産運用企画会議の設置</p> <p>資産運用に関する重要事項を審議することを目的として、担当役職員で構成する資産運用企画会議を設置</p>	<p>【Ⅳ 運用管理体制 1～2】</p> <p>1 運用体制の整備、充実</p> <ul style="list-style-type: none"> ・運用調査役・運用リスク管理役を配置。 <p>2 資産運用企画会議の設置</p> <ul style="list-style-type: none"> ・中退共部会 12 回、建退共部会4回、清退共部会4回、林退共部会4回、中建清林合同部会5回、企画会議を開催。

脚注

[資産運用の基本方針の規定]	[解説]
<p>【I 基本的考え方 1～3】 (注1) (2)運用の目的</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 長期的な収益のベースとなる自家運用債券については、ラダー型運用により安定的なキャッシュフローを実現している。 また、自家運用においては、利回りの改善に加え、中小企業の振興という制度の目的等も勘案し、国債以外に地方債、政府保証債、金融債を、満期保有を前提に購入している。 なお、大宗を占める長期国債の金利が再びマイナスになる可能性等を勘案し、購入対象商品拡充の可能性について、利回りや信用力のほか、継続的な入手可能性や金融危機発生時の流動性等、様々な観点から検討を継続している。 ・ 委託運用については、短期的な市場変動による運用収益の不安定化を抑制するため、複数の運用受託機関を用いてリスク分散を図っている。 <ul style="list-style-type: none"> — 平成 30 年度から令和元年度にかけて実施した中退共(給付)、清退共(給付)、林退共(給付)合同運用に係るアクティブ運用のマネジャー・ストラクチャー見直しにおいては、ファンドの運用スタイルにつ

[資産運用の基本方針の規定]	[解説]
<p>(注2)</p> <p>(3)運用の目標</p>	<p>いても分散を図る形で採用を行った。</p> <ul style="list-style-type: none"> 各経理とも、「必要な流動性」については、自家運用部分での確保を図っている。 <p>具体的には、退職金等の支払に必要な資金フローが、自家運用部分から確実に生み出されるように、市場変動リスクが無い形(満期保有による簿価評価)で、信用リスクも低い債券(国債、政保債中心)をラダー型運用している。</p> <p>但し、建退共については、令和2年度の資産運用委員会において、適切なラダー型運用になっていないことが判明したため、人口動態の長期的動向等も勘案して、改めて適切な運用戦略を検討し、15年のラダー型運用を目指すこととなった。</p> <ul style="list-style-type: none"> 運用の目標である「中期的に事業の運営に必要な利回りを最低限のリスクで確保」するためには、①基本ポートフォリオの期待収益率が、必要な利回りを確保できていること、②基本ポートフォリオの資産配分が、効率性フロンティア上で決定された構成比に従っていること、が必要である。但し、清退共については、極めて潤沢な累積剰余金の還元を企図し、期待収益率は必要な利回りを下回る水準に設定されている。 中退共(給付)では、令和2年度に行った基本ポートフォリオの検証で、低金利政策が続き、自家運用債券のリターン予想値が低下傾向にあるため、必要な利回りを確保するためには、委託運用部分の資産構成を見直す必要があることが確認されたことを受け、基本ポート

[資産運用の基本方針の規定]	[解説]
	<p>フォリオの見直しを行った。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 建退共(給付)では、令和2年度の資産運用委員会において、令和3年10月の予定運用利回りの引下げを勧案しても現行基本ポートフォリオではなお逆ザヤが残ることから、基本ポートフォリオ見直しが喫緊の課題とされたほか、マネジャー・ストラクチャーについても、リスク分散が不十分で見直しが必要との指摘を受けた。しかしながら、体制上の問題等から、何れも実施が困難であることが判明したため、当面の措置として、委託運用部分について中退共等と合同運用を行うこととなった。 ・ 清退共(給付)、清退共(特別給付)および建退共(特別給付)は、逆ザヤ状態にはあるものの、極めて厚い累積剰余金を抱え、必要な利回りは確保されているものと考えられる。 ・ 林退共(給付)については、累積欠損金が存在する状況にある。新たに累積解消計画が策定され、令和30年度の累積解消を見込む。

【 I 基本的考え方 1～3】

＜令和 3 年度における運用方法一覧＞

中退共 (給付)	建退共 (給付)	建退共 (特別給付)	清退共 (給付)	清退共 (特別給付)	林退共 (給付)
国債 地方債 政府保証債 財投機関債 金融債 円貨建外国債 短期運用 普通預金 指定包括信託 特定包括信託 新企業年金保険 有価証券信託	国債 地方債 政府保証債 財投機関債 金融債 定期預金 普通預金 指定包括信託 特定包括信託 新企業年金保険 有価証券信託	国債 地方債 政府保証債 金融債 普通預金 指定包括信託 特定包括信託 新企業年金保険	国債 政府保証債 普通預金 指定包括信託 特定包括信託	国債 普通預金	国債 政府保証債 普通預金 指定包括信託 特定包括信託

<令和3年度末における運用の内訳>

構成比%	中退共 (給付)	建退共 (給付)	建退共 (特別給付)	清退共 (給付)	清退共 (特別給付)	林退共 (給付)
委託運用	46.12	37.21	56.25	23.23	—	39.30
自家運用	53.88	62.79	43.75	76.77	100.00	60.70
うち国債	15.81	16.95	1.62	23.67	—	8.11
地方債	4.40	8.07	6.49	—	—	—
政保債	19.68	26.83	30.40	38.06	—	47.27
財投 機関債	0.04	2.66	—	—	—	—
金融債	6.51	5.38	2.27	—	—	—
円貨建 外国債	0.56	—	—	—	—	—
預金	6.87	2.92	2.98	15.04	100.00	5.32

※小数点第2位で四捨五入しているため、構成比の合計が100%にならないことがある。

【Ⅱ 自家運用 2 基本的な投資スタンス及びリスク管理】

自家運用債券の償還年限別構成比 (構成比：%)

	中退共 (給付)	建退共 (給付)	建退共 (特別給付)	清退共 (給付)	清退共 (特別給付)	林退共 (給付)
令和4年度	9.5	8.1	12.7	9.1	—	9.2
5年度	9.5	7.5	7.9	9.1	—	6.9
6年度	9.5	9.5	12.7	9.1	—	9.2
7年度	9.6	9.5	11.9	9.1	—	14.9
8年度	9.5	7.5	11.9	9.1	—	10.3
9年度	6.3	8.1	12.7	9.1	—	11.5
10年度	6.3	11.5	11.9	9.1	—	4.6
11年度	6.3	8.5	2.4	13.6	—	18.4
12年度	6.3	6.1	7.9	9.1	—	6.9
13年度	6.3	6.4	7.9	9.1	—	8.0
14年度	3.1	1.3	—	4.5	—	—
15年度	2.8	1.3	—	—	—	—
16年度	2.6	1.4	—	—	—	—
17年度	2.6	1.3	—	—	—	—
18年度	2.6	5.6	—	—	—	—
19年度	2.3	1.1	—	—	—	—
20年度	1.9	1.2	—	—	—	—
21年度	1.4	4.1	—	—	—	—
22年度	0.7	—	—	—	—	—
23年度	0.5	—	—	—	—	—

※小数点第2位で四捨五入しているため、各経理の合計が100%にならないことがある。

【Ⅲ 委託運用 1 包括信託による委託運用】

令和3年度資産運用・管理委託状況（包括信託）

	中退共 (給付)	建退共(注) (給付)	建退共(注) (特別給付)	清退共 (給付)	清退共 (特別給付)	林退共 (給付)
運用を委託している機関数*	19(1)	1(△8)	1(△1)	19(1)	—	19(1)
うち	運用機関	19	1	1	19	19
	管理機関	1	1	1	1	1
運用形式	特化型	バランス型	バランス型	特化型	—	特化型
ファンド数**	30	—	—	30	—	30
うち	内株A	6	—	—	6	6
	内株P	2	—	—	2	2
	外株A	6	—	—	6	6
	外株P	1	—	—	1	1
	内債A	6	—	—	6	6
	内債P	2	—	—	2	2
	外債A	5	—	—	5	5
	外債P	2	—	—	2	2
運用シェア変更ファンド数	26	10	3	26	—	26
うち	減額	8	0	0	8	8
	解約	7	9	2	7	7
	増額	11	1	1	11	11
管理シェア変更機関数	0	4	2	0	—	0
うち	減額	0	0	0	0	0
	解約	0	3	1	0	0
	増額	0	1	1	0	0
法令違反・運用ガイドライン 抵触事案(件)	0	0	0	0	—	0

*委託機関・ファンド数は令和3年度末の状況。()内は期中増減数。 **Aはアクティブ運用、Pはパッシブ運用。

(注) 建退共(給付、特別給付)は、令和4年4月合同運用開始のため、既存ファンドを全て解約しトランジションマネジャー1社に集約。

【Ⅲ 委託運用 2 生命保険資産による委託運用】

令和3年度資産運用・管理委託状況（生命保険）

		中退共（給付）	建退共（給付、特別給付）
生命保険会社数*		6 (0)	4 (0)
運用・管理シェア変更社数		0	0
うち	減額	0	0
	解約	0	0
	増額	0	0
法令違反・運用ガイドライン抵触事案（件）		0	0

*社数は令和3年度末の状況。（ ）内は期中増減数。

【Ⅲ 委託運用 3 有価証券信託による委託運用】

令和3年度資産運用・管理委託状況（有価証券信託）

		中退共（給付）	建退共（給付）
資産運用・管理受託機関数*		2 (0)	2 (0)
運用・管理シェア変更社数		0	0
うち	減額	0	0
	解約	0	0
	増額	0	0
法令違反・契約書抵触事案（件）		0	0

*委託機関数は令和3年度末の状況。（ ）内は期中増減数。

令和3年度

資産運用に関する評価報告書 別冊

—第4期中期目標期間見込評価に係る評価報告書—

令和4年6月29日

独立行政法人勤労者退職金共済機構
資産運用委員会

目次

はじめに	3
略語、用語の説明	5
1. 概論	6
(1) 中退共	6
(2) 建退共	10
(3) 清退共	10
(4) 林退共	10
2. 運用実績	
(1) 中退共（給付経理）	12
(2) 建退共（給付経理）	16
(3) 建退共（特別給付経理）	19
(4) 清退共（給付経理）	22
(5) 清退共（特別給付経理）	24
(6) 林退共（給付経理）	27
3. 機構資産の運用の基本的な方針	
(1) 基本的な考え方	30
(2) 資産運用の目標	31
4. 機構資産の運用に関し遵守すべき事項	
(1) 受託者責任の徹底	32
(2) 市場及び民間の活動への影響に対する配慮	32
5. 機構資産の運用における長期的な観点からの資産の構成に関する事項	
(1) 基本ポートフォリオ	33
(2) 運用手法等について	35
(3) 運用受託機関の選定、評価及び管理等	37
(4) 機構資産の運用におけるリスク管理	39
6. ガバナンス体制	

(1) ガバナンス体制の確立及び業務運営の透明性の確保	-----	40
(2) スチュワードシップ責任に係る取組	-----	41
7. その他機構資産の適切な運用に関し必要な事項		
(1) 透明性の向上	-----	43
(2) 運用管理体制	-----	44
【総合評価】	-----	45
<参考> 歴代資産運用委員名簿	-----	46

別添 1	内部統制 新規施策
別添 2	資産運用業務における取組み
別添 3	資産運用に係る制度全体のガバナンス体制
別添 4	経理別 利回りと利益剰余金の推移
別添 5	中退共 運用利回りの長期推移

はじめに

資産運用委員会（以下「当委員会」という）は、平成 27 年度の独立行政法人通則法改正により求められた“実効性のあるリスク管理体制の整備”のため、中小企業退職金共済法（以下「中退法」という。）の改正により（注 1）、独立行政法人勤労者退職金共済機構（以下「機構」という。）が行う退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用に関する業務の適正な運営を図るために設置された（委員会設置以降の歴代の委員名簿は P46 をご覧下さい）。

この目的を果たすため、当委員会は、「資産運用の基本方針」の作成又は変更に関する審議や、業務上の余裕金の運用状況その他の運用に関する業務の実施状況の監視、その他重要事項に関する理事長への助言・提言等を行うこととされている。

当委員会は、平成 27 年 10 月の創設以降、6 年半に渡り、機構の資産運用業務について様々な側面・観点から審議し、意見を述べている（注 2）。

資産運用に関する評価報告書は、主務大臣である厚生労働大臣が当機構の評価を行う際の参考資料として、同大臣の任命を受けた当委員会が、同大臣に提出するものである。

令和 4 年度は、通常 of 年度評価に加え、中期目標期間に関する見込評価も実施されることから、現行の第 4 期中期目標期間に係る本評価報告書も作成した。

第 4 期中期目標期間は平成 30 年度から令和 4 年度までの期間であるが、当機構における資産運用業務については、平成 27 年度 10 月 1 日の当委員会設置以降に改革が進められているため、第 4 期中期計画以前の期間の施策等についても言及している。

(注1) 独立行政法人に係る改革を推進するための厚生労働省関係法律の整備等に関する法律（平成27年法律第17号）により、中退法第六章第四節第六十九条の二～第六十九条の四が追加された（平成27年10月1日施行）。

(注2) 当委員会は平成27年度から令和2年度までの期間で45回開催された。うち、平成27年度から令和元年度までの5年間では35回、平成28年度から令和2年度までの5年間では41回である。

【本報告書 別冊 の記載対象期間について】

「2. 運用実績」について、中退共は平成28年度～令和2年度の5年間を記載対象とした。これは令和3年度に基本ポートフォリオ改定を行ったため、改定前の基本ポートフォリオのもとで運用を行った期間をとったものである。清退共（給付経理）と林退共も中退共と合同運用を行っている関係で、同じ5年間の記載とした。

建退共については、平成27年度～令和元年度の5年間を記載対象とした。平成27年度に基本ポートフォリオ改定を行ったので、このもとで運用を行った5年間をとったものである。

運用実績を除いた他の章は、平成28年度～令和3年度の6年間を記載対象とした。第4期中期計画の資産運用に係る骨子は平成28年度のローリングプランで固められ、基本ポートフォリオ改定やマネジャー・ストラクチャー見直し、日本版スチュワードシップ・コード改訂の受入表明等、ゼロベースからの改革を行ってきた。改革の総仕上げが全経理の資産運用の基本方針の策定であり、その目途を付けたのが令和3年度である。この間の活動を記載対象としたものである。

※数値の端数処理については四捨五入としている。

略語、用語の説明

- ・ 中退共
一般の中小企業退職金共済制度を指す。
- ・ 建退共
建設業退職金共済制度を指す。
- ・ 清退共
清酒製造業退職金共済制度を指す。
- ・ 林退共
林業退職金共済制度を指す。
- ・ 労政審
厚生労働省労働政策審議会中小企業退職金共済部会を指す。
- ・ 付加退職金
中退共において、基本退職金に上積みするもので、運用収入の状況等に応じて定められる金額。具体的には、掛金納付月数の43月目とその後12か月ごとの基本退職金相当額に、厚生労働大臣が定めるその年の支給率を乗じて得た額を、退職時まで累計した総額。現在、各年度の利益見込み額の2分の1を付加退職金に充てるが、利益見込み額が単年度累積剰余金積立目標額の2倍を下回る場合は、当該目標額を優先的に剰余金の積立てに充てることとされている。

1. 概論

- ・ 機構は、平成 25 年 12 月 24 日閣議決定により金融業務を行う法人とされた。平成 27 年度の独法通則法改正では、中期目標管理型の法人に分類されると共に、実効性のあるリスク管理体制とガバナンス体制の構築が課せられた。それに伴う関係法令整備の一環として中退法が改正され平成 27 年 10 月に当委員会が設置された。
- ・ こうした資産運用業務を巡る環境変化を踏まえ、平成 28 年度に第 3 期中期計画のローリングプランを策定（別添 1）、必要な対応を整理し、その実施のための体制を整備した。具体的な一連の施策は以下の通りである（別添 2）。

（1）中退共

- ・ まず平成 28 年度には、かつて 3 千億円を超える累積欠損金を抱えていた中退共が、過大なリスクを取っている状況を可及的速やかに解消すべきとの問題意識に立ち、翌年度の財政検証に先駆け、基本ポートフォリオ見直しを実施した。その際、新設された当委員会においてゼロベースから審議を行った。審議の過程で長期金利見通しについては、上昇を見込む内閣府の金利見通しに依らず、ゼロ金利横這いの独自見通しを採用したことは、フィデューシャリー・デューティーを踏まえた対応として評価できる。
- ・ リスクとリターンの関係も整理し、リスクテイクは利益剰余金の範囲内という基本的なあるべき姿を確認すると共に、当機構、当機構に設置された当委員会と運営委員会、厚生労働省勤労者生活課、厚生労働省に設置された労働政策審議会中小企業退職金共済部会（以下、労政審）等の関係機関の役割分担と協力関係、即ち制度全体のガバナンスを整理した（別添 3）。

- ・ 基本ポートフォリオ見直し終了後は、速やかにマネジャー・ストラクチャー見直しに着手し、募集方法、選定手順、評価項目・基準に至るまで、ゼロベースからの審議を行いながら実施した。
- ・ さらに、スチュワードシップ活動について、2度にわたる日本版スチュワードシップ・コード改訂の受入表明に際しても、当委員会において、受益者に関する中退法の解釈等根本から議論を行った。
- ・ 特に日本版スチュワードシップ・コード再改訂に際しては、同コードがソフト・ローとは言えローであることを踏まえ、“Comply or Explain”に則り、「最終受益者の視点を意識した活動」の文言について、自らの解釈を明確化した上で受入れを表明したことは、遵法精神の観点から適切な対応と評価できる。
- ・ アセットオーナーによるスチュワードシップ活動の必要性が明記された1度目の改訂の受入時には、形式的な受入れに留まらず、スチュワードシップ活動を本格化した。この際、上記マネジャー・ストラクチャー見直しにおける面談の経験を踏まえ、当機構理事長が、運用受託機関の親会社のトップマネジメントとの面談の必要性を痛感し、トップ面談を開始した。即ち、本邦資産運用機関によるスチュワードシップ活動の実効性を海外並みに引き上げていくためには、資産運用分野における長期的戦略と資源投入に関する権限と最終責任を有している親会社のトップマネジメントとの建設的な対話が不可欠であるとの判断によるものである。こうした取組は、機構独自のものであり、大変意欲的な試みであるが、4年目を迎えて面談先との間でも定着、本来の趣旨に適う実績も上げつつあることは特筆出来る。

- ・ 上記の一連の改革は、積立型等の制度上の特性を勘案した上で、「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議報告書（平成 25 年）」※で挙げられた提言を参考にして実施されたものであり、実現し得る課題はほぼ達成されている。

※当有識者会議は「日本再興戦略」（平成 25 年 6 月 14 日閣議決定）に基づき、公的・準公的資金について、各資金の規模や性格を踏まえつつ、運用（分散投資の促進等）、リスク管理体制等のガバナンス、株式への長期投資におけるリターン向上のための方策等に係る横断的な課題について提言を得るために、経済再生大臣の下に設置された。

- ・ 改革の結果を運用実績からみると（別添 4 及び別添 5）、平成 28 年度の基本ポートフォリオ見直しによるリスク削減及びその後のマネジャー・ストラクチャー見直しによるリスク分散体制の導入の結果、明らかに運用利回りの変動は抑制されている。積立型退職金という原資の性格を踏まえ、より厳格な債券格付基準の設定による信用リスクの抑制や、アセットマネジャーのスタイル分散によるボラティリティ抑制等を行った。これらの施策はベンチマーク対比超過収益率の観点からはマイナスに作用することもあり得るが、リスクを抑制するために欠かせないものとの認識である。
- ・ そのように、リスクを抑制する一方で、リスクの推計方法の見直しを提案、労政審からも受け容れられた。中退共には付加退職金制度があるが、付加退職金支給の目途となる必要な利益剰余金水準の引上げにつながった。
- ・ この期間中は、世界的な金融緩和が続き、リスクを取らない運用を基本とする自家運用利回りが低下傾向を余儀な

くされ、必要な利回りを達成するためのリスク値（想定損失額）は増加傾向を辿っている（後述 2（1）②参照）ほか、コロナ禍による世界的な株式市況急落等が発生したが、上記の施策の結果、着実な運用実績を上げ、利益剰余金の積み増しを実現させた。

- ・ このように取らざるを得ないリスクの水準が上昇する運用環境において、制度の特性を踏まえてリスクを極力抑制しつつ、リスク推計方法の見直しにより必要な利益剰余金水準を引き上げることで、利益剰余金の一段の積み増しを実現し、財務の安定性を格段に向上させたことは、高く評価することが出来る。
- ・ 一連の改革は、当機構の中で最大の資産規模を有し、かつて巨額の累損を抱えていた中退共から着手され、基本ポートフォリオ及びマネジャー・ストラクチャーの見直し、並びに機構独自のスチュワードシップ活動が実現されたが、当委員会では、その結果として生じた経理間でのサービス水準の格差について問題を提起した。この点、対外公表情報の内容や形式の統一を順次進めると共に、平成 28 年度の林退共、令和 2 年度の清退共に続き、令和 4 年度には建退共が委託運用部分について中退共資産との合同運用に踏み切り、スチュワードシップ活動を含め、資産運用の受託者としてのサービス水準の平準化が実現された。
- ・ 加えて、これまで経理毎に設定されていた「資産運用の基本方針」を廃止し、内容も一連の改革に沿う形でゼロベースから検討し、抜本的に見直した統一基本方針を制定することは、一連の改革及び経理間のサービス水準平準化の総仕上げとして、高く評価できる。

(2) 建退共

- ・ 建退共の基本ポートフォリオについては、令和2年度の当委員会において、令和3年10月1日から予定運用利回りの引下げが行われても、なお逆ザヤが残ることを勘案すれば、基本ポートフォリオの見直しが必要であることを指摘した。さらに、マネジャー・ストラクチャーについては、現在の金融経済情勢を勘案すれば、リスク分散等の観点から一刻も早く見直すべきであることを指摘した。加えて、経理間で、スチュワードシップ活動等資産運用に関するサービスの水準に差異が生じている問題にも言及した。しかし、これら見直しを実施することが体制上の制約から難しい中、予定運用利回りが3.0%から1.3%と中退共に近い水準まで引下げになったこともあり、建退共からは、委託運用部分の中退共等との合同運用が提案され、当委員会として合同運用移行方針を了承した。
- ・ ただし、今後、単独運用の方が受益者の利益に適う状況になった場合に備え、単独運用を行い得る体制の強化に着手すべきである旨、付言した。

(3) 清退共

- ・ 令和2年度より委託経費節減、投資対象の拡大によるリスク分散効果の向上等のメリットが期待できる中退共、林退共との合同運用を開始し、それに伴って基本ポートフォリオを改定した。令和2年度末の利益剰余金は責任準備金の2倍以上の水準となり、財務の健全性の観点から問題はないものと思慮される。

(4) 林退共

- ・ 平成27年度の財政検証を受けて策定された、累積欠損金

解消に向けた4施策※の一環として、平成28年度より委託運用部分に関する中退共との合同運用を開始した（基本ポートフォリオも改定）。さらに、令和2年度には、同年の財政検証結果を踏まえ、新累積欠損金解消計画を策定及び基本ポートフォリオを改定した。その結果、累積欠損金解消のペースは早まり、令和2年度末の累積欠損金は187百万円まで減少したところであるが、財務状態に照らして過大なリスクを取っている事実を踏まえれば、楽観できる状況にはない。この点、退職金制度の安定性を実現するには、加入者数の維持・増加が不可欠であり、資産運用がその点を代替することは出来ないし、実施すべきでもない。近年は偶々株式市況が好調で、計画を上回る成果が出ているが、積極的な加入促進や業務経費削減等の施策に引き続き取り組み、資産運用額の増加を図ることが必要であることを当委員会として確認、強調しておきたい。

※①予定運用利回り引下げ、②経費削減、③積極的な加入促進活動、④合同運用の4施策。

- ・ 以下は、まず平成28年度から令和2年度（建退共は平成27年度から令和元年度）にかけての5年間の運用実績について記載する。その後、6年間の活動実績を項目ごとに具体的に記す。

2. 運用実績

(1) 中退共（給付経理）

① 運用実績

- 平成 28 年度から令和 2 年度までの 5 年間については、平成 28 年度改定の基本ポートフォリオを元に運用を行った。この間の運用実績を以下に総括する。

【中退共（給付経理）運用実績】（委託手数料控除後）（単位：%）

	平成 28 年度	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	5年平均
予定運用利回り	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
必要な利回り ※1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
期待収益率 (A) ※2	1.64	1.04	0.83	1.00	1.00	1.10
うち自家運用 ※3	0.92	0.82	0.74	0.66	0.57	0.74
うち委託運用	2.70	1.36	0.95	1.51	1.64	1.63
収益率実績 (B)	2.30	2.29	0.74	△ 0.32	5.25	2.03
うち自家運用 ※3	0.72	0.62	0.57	0.53	0.50	0.59
うち委託運用	4.66	4.69	0.98	△ 1.51	12.17	4.10
実績－期待 (B-A)	0.66	1.25	△ 0.09	△ 1.32	4.25	0.93
うち自家運用 ※3	△ 0.20	△ 0.20	△ 0.17	△ 0.13	△ 0.07	△ 0.15
うち委託運用	1.96	3.33	0.02	△ 3.02	10.54	2.47
市場収益率要因	1.46	2.78	0.62	△ 2.28	8.52	2.16
超過収益率要因	0.50	0.55	△ 0.59	△ 0.74	2.01	0.31

※1 必要な利回りは、予定運用利回りと業務経費率の和である。

※2 期待収益率 (A) は、平成 28 年度改定時における基本ポートフォリオの期待収益率である。

※3 自家運用には生命保険資産と有価証券信託を含む。

【中退共(給付経理) 運用損益】(委託手数料控除後)

(単位:億円)

	平成 28 年度	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	5年合計
運用損益	1,052	1,076	359	△ 158	2,588	4,917
うち自家運用 ※	195	172	162	153	146	828
うち委託運用	857	904	197	△ 310	2,442	4,090

※ 自家運用には生命保険資産と有価証券信託を含む。

- 平成 28 年度の基本ポートフォリオ改定時は、予定運用利回りは年 1.0% であり、業務経費率も加味した必要な利回りは年 1.1% となった。このため、基本ポートフォリオの期待収益率は、必要な利回りを確保するため、年 1.1% で設計されている。なお、予定運用利回り及び必要な利回りは、5 年間通して不変であった。
- 5 年間の中退共資産の収益率実績は年率+2.03% となり、基本ポートフォリオの期待収益率を上回ることが出来た (+0.93%)。うち、自家運用の収益率実績は+0.59% となり同期待収益率+0.74% を下回った (△0.15%) が、委託運用の収益率実績が+4.10% となって同期待収益率+1.63% を大きく上回った (+2.47%) ことが、全体を押し上げた。
- 5 年間の運用損益額は+4,917 億円、内訳は、自家運用が+828 億円、委託運用が+4,090 億円である。
- 委託運用の収益率実績が期待収益率を上回った (+2.47%) が、このうち+2.16% が市場平均収益率が期待収益率を上回ったことによるものであり、+0.31% が超過収益率に依るものである。

信用リスク及びボラティリティリスク抑制を目的とした、通常よりも厳格な債券格付基準 (BBB 格は投資不可) の採用やスマートベータ・ファンド導入等は、相場上昇局面では超過収益率にマイナスに作用すると考えられるが、そ

の上でなお超過収益を確保し得ていることは、マネジャー・ストラクチャーの効果が十分に現れていると思われる※。

※厳密に言うと、マネジャー・ストラクチャーの効果（個別銘柄選択効果）と資産配分効果とが影響している。今後、改定後の基本ポートフォリオの下においては、資産配分効果の分析をしっかりと行うよう、機構に対して指示をしている。

② 利益剰余金

【中退共(給付経理) 利益剰余金の推移】

(単位:億円)

	平成 27 年度	平成 28 年度	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度
必要な利益剰余金 (A) ※1	4,353	4,436	4,268	4,675	5,150	5,025
利益剰余金 (B)	3,151	3,813	4,335	4,300	3,742	5,317
利益剰余金不足額 (B-A)	△1,202	△623	-	△375	△1,408	-
付加退職金 ※2	-	-	174	-	-	599

※1 必要な利益剰余金は、モンテカルロシミュレーションにおける1パーセント水準の想定損失額であり、機構が算出した額である。

※2 付加退職金は、厚生労働大臣が定めた支給率をもとに機構で算出した金額である。

- ・ 前述の運用実績の結果、令和2年度末の利益剰余金は5,317億円となり、この基本ポートフォリオを前提とする必要な利益剰余金（想定損失額）の水準5,025億円を上回った。平成27年度末の水準と比べると、2,166億円増加している。
- ・ この間、平成28年度に実施した基本ポートフォリオ見直しでは、積立型基金という中退共制度の特性を踏まえ、基本ポートフォリオのリスク低減のため、期待収益率の引下げを行ったほか、平成29年度から実施したマネジャー・ストラクチャー見直しでは、スタイル分散や外国債券におけ

る厳しめの格付基準採用等によるリスク抑制策を採用している。

- ・ こうした一連のリスク抑制策は、利回りの変動を顕著に低減させる一方、利回りの水準にはマイナスに作用すると考えられる。
- ・ しかし、リスクを抑制する一方で、リスクの推計方法について、金融業界で広く取り入れられているフォワードルッキングな手法（モンテカルロシミュレーション）を提案し（後述5（4）参照）、労政審からも受け容れられたことで、付加退職金支給の目途となる必要な利益剰余金水準が大幅に引上げられ（3,500億円⇒4,400億円）、利益剰余金の一段の積み増しが可能になった。
- ・ この期間における運用環境を見ると、世界的に金融緩和政策が採られ、国内でもゼロ金利ないしマイナス金利政策が続いた。国債等安全資産での運用を基本とする自家運用利回りが低下傾向を余儀なくされ、必要な利回りを達成するためのリスク値（想定損失額）は増加傾向を辿った。また、コロナ禍による世界的な株式市況急落等も発生したが、上記の施策の結果、着実な運用実績を上げて利益剰余金を積み増し、必要な利益剰余金水準を確保した。
- ・ リスク水準を抑えつつ、利益剰余金を積み増すことで、財務体質は格段に改善しており、評価に値する。
- ・ 但しこの5年間は市場環境に恵まれた期間であり、今後、市場環境の変化等に因り損失が発生し得るということを銘記すべきである。この期間中、ルールに則って累計774億円の付加退職金支給が決定されているが、制度のサステナビリティを確保する観点から付加退職金額の決定方法については慎重な検討が必要と思料する。令和4年度に予定されている財政検証での付加退職金制度に関する検討に

は、機構としても出来る限りの情報と資料を提供し、適切な制度の策定に貢献すべきである。

(2) 建退共（給付経理）

① 運用実績

- 平成 27 年度に基本ポートフォリオ改定を行ったので、これをもとに運用を行った平成 27 年度から令和元年度までの 5 年間を中心に運用実績を以下に総括する。

【建退共（給付経理） 運用実績】（委託手数料控除後）（単位：％）

	平成 27 年度	平成 28 年度	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	5年平均 (H27-R1)	【参考】 5年平均 (H28-R2)
予定運用利回り	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	2.9	3.0
必要な利回り ※1	1.7	2.8	1.9	1.8	1.9	2.1	2.0	2.1
期待収益率 (A) ※2	1.61	0.94	1.54	1.35	1.52	1.78	1.39	1.43
うち自家運用 ※3	1.40	1.37	1.30	1.28	1.31	1.34	1.33	1.32
うち委託運用	0.83	0.07	2.03	1.49	1.95	2.68	1.27	1.64
収益率実績 (B)	1.14	1.46	2.09	0.86	△ 0.32	3.99	1.04	1.61
うち自家運用 ※3	1.18	1.05	0.93	0.82	0.70	0.60	0.94	0.82
うち委託運用	1.11	2.34	4.59	0.97	△ 2.40	11.24	1.30	3.25
実績－期待 (B-A)	△ 0.47	0.52	0.55	△ 0.49	△ 1.84	2.21	△ 0.35	0.18
うち自家運用 ※3	△ 0.22	△ 0.32	△ 0.37	△ 0.46	△ 0.61	△ 0.74	△ 0.40	△ 0.50
うち委託運用	0.28	2.27	2.56	△ 0.52	△ 4.35	8.56	0.03	1.61
市場収益率要因	0.24	2.39	2.17	0.21	△ 4.05	7.69	0.16	1.61
超過収益率要因	0.04	△ 0.12	0.39	△ 0.73	△ 0.30	0.87	△ 0.13	0.00

※1 必要な利回りは、各年度の実績額を基に算出した予定運用利回りに従って増加する責任準備金利回り（資産運用ベース）と業務経費率の和である。

※2 期待収益率（A）は、平成 27 年度改定時における基本ポートフォリオの期待収益率である。

※3 自家運用には生命保険資産と有価証券信託を含む。

【建退共（給付経理） 運用損益】（委託手数料控除後）（単位：億円）

	平成 27 年度	平成 28 年度	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	5年合計 (H27-R1)	【参考】 5年合計 (H28-R2)
運用損益	107	137	201	85	△ 31	396	498	787
うち自家運用 ※	73	67	60	54	47	40	301	268
うち委託運用	34	70	141	31	△ 78	356	197	520

※ 自家運用には生命保険資産と有価証券信託を含む。

- 平成 27 年度の基本ポートフォリオ改定時は、予定運用利回りは 2.7%であったが、利益剰余金が平成 25 年度末で 868 億円となり今後も増加することが見込まれていたことから、平成 26 年度財政検証の結果を踏まえ、被共済者への利益還元を企図して平成 28 年度に予定運用利回りが 3.0%に引き上げられた。
- この結果、必要な利回りは 5 年平均で+2.0%と、基本ポートフォリオの期待収益率 5 年平均+1.39%を上回る水準となった。
- そうした中、5 年間の建退共資産の収益率実績は、+1.04%となり、基本ポートフォリオの期待収益率を下回る結果となった（ $\Delta 0.35\%$ ）。
- これは、自家運用の収益率実績が+0.94%と、期待収益率+1.33%を下回った（ $\Delta 0.40\%$ ）ことによるものである。この間、委託運用の収益率実績は、+1.30%と期待収益率+1.27%を上回った（+0.03%）が、自家運用の下振れをカバーすることは出来なかった。
- 自家運用の収益率実績の下振れは、長期金利の実績が基本ポートフォリオ策定時の見通しを大きく下回ったことによるものである。
- 委託運用の収益率実績上振れ+0.03%については、市場平均収益率が期待収益率を 0.16%上回ったことによるものであり、超過収益率は $\Delta 0.13\%$ であった。
- 5 年間の運用損益額は+498 億円、内訳は、自家運用が+301 億円、委託運用が+197 億円である。

② 利益剰余金

【建退共(給付経理) 利益剰余金の推移】

(単位:億円)

	平成 26 年度	平成 27 年度	平成 28 年度	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度
必要な利益剰余金 (A) ※	-	-	1,151	1,191	1,236	1,311	1,345
利益剰余金 (B)	1,087	1,041	918	937	844	630	811
利益剰余金不足額 (B-A)	-	-	△233	△254	△392	△681	△534

※必要な利益剰余金は、モンテカルロシミュレーションにおける1パーセント水準の想定損失額であり、機構が算出した額である(平成28年度より算出)。

- ・ 前述の運用実績の結果、利益剰余金は基本ポートフォリオ策定時の見通しを上回るペースで減少し、平成26年度末の1,087億円から457億円減少し、令和元年度末に630億円となった。
- ・ 長期金利見通しの大幅な下振れは、基本ポートフォリオが「安全かつ効率」的であるための前提条件が崩れたことを示唆するものであった。
- ・ さらに、平成28年度の中退共基本ポートフォリオ見直しを踏まえて導入され、平成29年度の労政審における財政検証でも採用された想定損失額の算定方法を適用すると、令和元年度末時点の利益剰余金の水準が、必要な水準(想定損失額:1,311億円)を大きく下回っていることが判明した。このため、当委員会では、平成30年度の基本ポートフォリオ定例検証時から、基本ポートフォリオ見直しの必要性を指摘したところである。
- ・ しかしながら、建退共では、令和2年度は財政検証、令和3年度は電子申請方式本格導入を控えていて、労力の多くをそちらに注いでいたため、基本ポートフォリオ見直しを見合わせた。
- ・ 令和2年度には、財政検証結果を踏まえ、労政審において令和3年10月から予定運用利回りを3.0%から1.3%に

引き下げることが決定されたが、その後に行われた令和 2 年度の基本ポートフォリオ定例検証では、その効果を踏まえても逆ザヤが解消されない見通しが示されたため、当委員会では基本ポートフォリオ見直しを喫緊の課題として指摘した。

- ・ これを受けて、令和 3 年度に基本ポートフォリオ見直しを実施されたが、委託運用部分について、中退共と同水準のサービスの提供（安全かつ効率的な運用を実現するための委託形態採用やマネジャー・ストラクチャー見直しの実施）を単独で実現することが困難であることが判明した。このため、令和 4 年 4 月からは包括信託による委託運用部分について中退共・清退共・林退共との合同運用を行うこととし、必要な利回りを確保する基本ポートフォリオへの見直しが行われた。
- ・ 基本ポートフォリオ見直しの必要性の認識と、見直し実施のタイミングは遅くなったが、委託運用部分の合同運用を決断したことは評価し得る。
- ・ 今後は、建退共の資金規模に見合う運用を単独で実施するための体制構築へ向けた取り組みが期待される。

(3) 建退共（特別給付経理）

① 運用実績

- ・ 平成 27 年度に基本ポートフォリオ改定を行ったので、これをもとに運用を行った平成 27 年度から令和元年度までの 5 年間の運用実績を中心に以下に総括する。

【建退共(特別給付経理) 運用実績】 (委託手数料控除後)

(単位:%)

	平成 27 年度	平成 28 年度	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	5年平均 (H27-R1)	【参考】 5年平均 (H28-R2)
予定運用利回り	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	2.9	3.0
必要な利回り ※1	2.0	3.1	1.7	1.9	2.1	1.8	2.2	2.1
期待収益率 (A) ※2	1.48	0.52	1.39	1.11	1.35	1.78	1.17	1.23
うち自家運用 ※3	1.15	1.07	0.98	0.96	0.98	1.17	1.03	1.03
うち委託運用	0.58	△ 0.16	1.91	1.30	1.82	2.55	1.09	1.48
収益率実績 (B)	1.36	1.04	2.68	0.55	△ 0.63	4.50	0.99	1.61
うち自家運用 ※3	0.92	0.78	0.63	0.56	0.54	0.48	0.69	0.60
うち委託運用	1.92	1.36	5.10	0.58	△ 1.99	9.14	1.37	2.77
実績－期待 (B-A)	△ 0.12	0.52	1.29	△ 0.56	△ 1.98	2.72	△ 0.18	0.38
うち自家運用 ※3	△ 0.23	△ 0.29	△ 0.35	△ 0.40	△ 0.44	△ 0.69	△ 0.34	△ 0.43
うち委託運用	1.34	1.52	3.19	△ 0.72	△ 3.81	6.59	0.28	1.29
市場収益率要因	1.09	2.02	1.65	0.49	△ 3.54	5.63	0.32	1.20
超過収益率要因	0.25	△ 0.50	1.54	△ 1.21	△ 0.27	0.96	△ 0.04	0.09

※1 必要な利回りは、各年度の実績額を基に算出した予定運用利回りに従って増加する責任準備金利回り（資産運用ベース）と業務経費率の和である。

※2 期待収益率（A）は、平成27年度改定時における基本ポートフォリオの期待収益率である。

※3 自家運用には生命保険資産を含む。

【建退共(特別給付経理) 運用損益】 (委託手数料控除後)

(単位:百万円)

	平成 27 年度	平成 28 年度	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	5年合計 (H27-R1)	【参考】 5年合計 (H28-R2)
運用損益	458	346	878	177	△ 201	1,382	1,658	2,582
うち自家運用 ※	171	142	109	95	92	79	609	517
うち委託運用	287	204	769	82	△ 293	1,303	1,049	2,065

※ 自家運用には生命保険資産を含む。

- 平成27年度の基本ポートフォリオ改定時は、予定運用利回りは2.7%であったが、建退共（給付経理）の予定運用利回り引上げに合わせて、同様に平成28年度から3.0%に引き上げた。この予定運用利回りにおける必要な利回りは、5年平均で+2.2%であり、期待収益率の5年平均+1.17%を上回っている。この差は、被共済者への利益還元を意図したものである。

- ・ 5年間の建退共資産の収益率実績は+0.99%となり、基本ポートフォリオの期待収益率を下回る結果となった（△0.18%）。うち、自家運用の収益率実績は+0.69%となり期待収益率+1.03%を下回った（△0.34%）。委託運用の収益率実績は、+1.37%となり、期待収益率+1.09%を上回った（+0.28%）が、自家運用の下振れをカバーすることが出来なかった。
- ・ 委託運用の収益率実績が期待収益率を0.28%上回った要因は、超過収益率は△0.04%となったが、市場平均収益率が期待収益率を0.32%上回ったことによるものである。
- ・ 5年間の運用損益額は+1,658百万円、内訳は自家運用+609百万円、委託運用は1,049百万円である。

② 利益剰余金

【建退共(特別給付経理) 利益剰余金の推移】

(単位:億円)

	平成 26 年度	平成 27 年度	平成 28 年度	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度
必要な利益剰余金 (A) ※	-	-	51	48	46	-	-
利益剰余金 (B)	152	150	143	146	141	133	141
利益剰余金不足額 (B-A)	-	-	-	-	-	-	-

※ 必要な利益剰余金は、モンテカルロシミュレーションにおける1パーセント水準の想定損失額であり、機構が算出した額である（平成28年度より算出）。

- ・ 前述の運用実績の結果、令和元年度末の利益剰余金は、平成26年度末の152億円から19億円減少し、133億円となった。利益剰余金の水準は高く、財務状態に問題はないものの、資産運用の効率性の観点から、令和3年度に、給付経理との合同運用が決定された（実施は令和4年度）。

(4) 清退共 (給付経理)

① 運用実績

- 平成 27 年度から令和元年度までの 5 年間については、平成 25 年度改定の基本ポートフォリオを元に運用を行った。令和 2 年度については、この年度からの合同運用参加に伴い基本ポートフォリオを改定しており、それを元に運用を行った。この間の運用実績を以下に総括する。

【清退共(給付経理) 運用実績】 (委託手数料控除後) (単位:%)

	平成 27 年度	平成 28 年度	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	5年平均 (H27-R1)	令和 2 年度
予定運用利回り	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
必要な利回り ※1	2.1	2.0	1.5	△ 3.7	1.8	0.7	2.3
期待収益率 (A) ※2	0.98	0.74	0.65	0.63	0.62	0.72	0.51
うち自家運用	0.96	0.49	0.36	0.34	0.30	0.49	0.23
うち委託運用	1.07	2.11	2.28	2.22	2.36	2.01	1.64
収益率実績 (B)	0.67	1.24	2.05	△ 0.60	△ 0.53	0.56	2.59
うち自家運用	0.90	0.24	0.23	0.24	0.23	0.37	0.22
うち委託運用	△ 0.31	5.51	9.06	△ 3.44	△ 3.09	1.43	12.17
実績－期待 (B-A)	△ 0.31	0.50	1.40	△ 1.23	△ 1.15	△ 0.16	2.08
うち自家運用	△ 0.06	△ 0.25	△ 0.13	△ 0.10	△ 0.07	△ 0.12	△ 0.01
うち委託運用	△ 1.38	3.40	6.78	△ 5.66	△ 5.45	△ 0.58	10.54
市場収益率要因	△ 1.88	3.10	4.45	△ 2.78	△ 6.00	△ 0.70	8.52
超過収益率要因	0.50	0.30	2.33	△ 2.88	0.55	0.12	2.01

※1 必要な利回りは、各年度の実績額を基に算出した予定運用利回りに従って増加する責任準備金利回り (資産運用ベース) と業務経費率の和である。

平成 30 年度は推定脱退者 (加入後 10 年経過かつ掛金納付実績 24 月未満) を除外したことにより責任準備金が減少したことから、必要な利回りがマイナスとなっている。

※2 期待収益率 (A) は、平成 28 年度～令和元年度については平成 25 年度改定時における基本ポートフォリオの期待収益率である。令和 2 年度については令和 2 年度改定時における基本ポートフォリオの期待収益率である。

【清退共(給付経理) 運用損益】(委託手数料控除後)

(単位:百万円)

	平成 27 年度	平成 28 年度	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	5年合計 (H27-R1)	令和 2 年度
運用損益	29	54	86	△ 24	△ 21	124	99
うち自家運用	32	9	8	8	7	64	7
うち委託運用	△ 3	45	78	△ 32	△ 28	60	92

- 平成 25 年度の基本ポートフォリオ改定時も、予定運用利回りは 2.3% であり、令和 2 年度まで変更はない。この予定運用利回りにおける必要な利回りは、5 年平均で 0.7% である。
- 平成 30 年度は、推定脱退者（加入後 10 年経過かつ掛金納付実績 24 月未満）を在籍者数より除外措置を実施したことにより責任準備金が減少したことから、必要な利回りがマイナスとなっている。
- 一方、制度が成熟し、退職金等支払が恒常的に掛金等収入を上回り、資産運用額が減少傾向を辿る中、運用対象資産が国内資産 2 資産に絞り込まざるを得ない状況は、効率的な資産運用とは言い難いものであった。
- こうした状況を踏まえ、委託運用部分について、委託経費節減、投資対象の拡大によるリスク分散効果の向上等のメリットが期待できる中退共、林退共との合同運用を提案し、運営委員会の合意を得たことは、大きな成果であった。なお令和 2 年度より、委託運用部分については中退共、林退共との合同運用となり、それに伴って基本ポートフォリオを改定した。
- 5 年間の清退共資産の収益率実績は +0.56% となり、基本ポートフォリオの期待収益率を下回っている（△ 0.16%）。このうち、自家運用の収益率実績は、+0.37% となり期待収益率 +0.49% を下回り（△ 0.12%）、また委託運用の収益率実績は +1.43% となり、期待収益率 +2.01% を下回った（△

0.58%)。

- ・ 委託運用の収益率実績が期待収益率を下回った (Δ 0.58%) 要因は、超過収益率が+0.12%となったが、市場平均収益率が期待収益率を下回った (Δ 0.70%)、ことによるものである。
- ・ 5年間の運用損益額は+124百万円、内訳は、自家運用が+64百万円、委託運用が+60百万円である。

② 利益剰余金

【清退共(給付経理) 利益剰余金の推移】

(単位:百万円)

	平成 26 年度	平成 27 年度	平成 28 年度	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度
必要な利益剰余金 (A) ※	-	-	-	-	490	415	419
利益剰余金 (B)	2,507	2,446	2,455	2,478	2,640	2,547	2,552
利益剰余金不足額 (B-A)	-	-	-	-	-	-	-

※必要な利益剰余金は、モンテカルロシミュレーションにおける1パーセント水準の想定損失額であり、機構が算出した額である(平成30年度より算出)。

- ・ 剰余金は、平成20年度～22年度及び30年度に実施した在籍者数見直し調査結果を踏まえた長期未更新者を推定脱退者として在籍者から除く措置(責任準備金削減)が寄与し、責任準備金を上回る高い水準にあり、財務上の健全性に問題はなかった。
- ・ 前述の運用実績の結果、令和元年度の利益剰余金は、平成26年度末の2,507百万円から40百万円増加し、2,547百万円となった。責任準備金の2倍以上の水準であり、財務の健全性の観点から問題はないものと思料される。

(5) 清退共(特別給付経理)

① 運用実績

- ・ 平成27年度から令和元年度までの5年間については、平

成 15 年度策定の基本ポートフォリオを元に運用を行った。
この間の運用実績を以下に総括する。

【清退共(特別給付経理) 運用実績】 (委託手数料控除後) (単位:%)

	平成 27 年度	平成 28 年度	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	5年平均 (H27-R1)	令和 2 年度
予定運用利回り	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
必要な利回り ※1	0.6	0.4	△ 0.2	△ 8.0	0.6	△ 1.3	0.4
期待収益率 (A) ※2	1.15	0.48	0.34	0.21	0.10	0.46	0.04
うち自家運用	1.15	0.48	0.34	0.21	0.10	0.46	0.04
うち委託運用	-	-	-	-	-	-	-
収益率実績 (B)	0.37	0.23	0.15	0.08	0.06	0.18	0.03
うち自家運用	0.37	0.23	0.15	0.08	0.06	0.18	0.03
うち委託運用	-	-	-	-	-	-	-
実績-期待 (B-A)	△ 0.78	△ 0.25	△ 0.19	△ 0.13	△ 0.04	△ 0.28	△ 0.01
うち自家運用	△ 0.78	△ 0.25	△ 0.19	△ 0.13	△ 0.04	△ 0.28	△ 0.01
うち委託運用	-	-	-	-	-	-	-
市場収益率要因	-	-	-	-	-	-	-
超過収益率要因	-	-	-	-	-	-	-

※1 必要な利回りは、各年度の実績額を基に算出した予定運用利回りに従って増加する責任準備金利回り（資産運用ベース）と業務経費率の和である。

平成 30 年度は推定脱退者（加入後 10 年経過かつ掛金納付実績 24 月未満）を除外したことにより責任準備金が減少したことから、必要な利回りがマイナスとなっている。

※2 期待収益率 (A) は、各年度の基本ポートフォリオ検証時の期待収益率である。

【清退共(特別給付経理) 運用実績】 (委託手数料控除後) (単位:百万円)

	平成 27 年度	平成 28 年度	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	5年合計 (H27-R1)	令和 2 年度
運用損益	1.1	0.7	0.4	0.2	0.2	2.6	0.1
うち自家運用	1.1	0.7	0.4	0.2	0.2	2.6	0.1
うち委託運用	-	-	-	-	-	-	-

- 平成 15 年度の基本ポートフォリオ策定時も、予定運用利回りは 2.3% であり、令和 2 年度まで変更はない。この予定運用利回りにおける必要な利回りは、5 年平均で △ 1.3% で

ある。

- ・ 平成 30 年度は、推定脱退者（加入後 10 年経過かつ掛金納付実績 24 月未満）を在籍者数より除外する措置を実施したことにより責任準備金が減少したことから、必要な利回りがマイナスとなっている。
- ・ 清退共（特別給付経理）においては、資産規模の観点から委託運用は行っていない。
- ・ 基本ポートフォリオ（自家運用のみ）の期待収益率は、5 年平均で+0.46%と必要な利回り△1.3%をかなり上回っているが、剰余金の水準を勘案して許容できる意図的な逆ザヤである。
- ・ 5 年間の清退共資産の収益率実績は+0.18%となり、基本ポートフォリオの期待収益率を下回る結果となった（△0.28%）。
- ・ 基本ポートフォリオの期待収益率を下回る（△0.28%）結果となった要因は、基本ポートフォリオ策定期間が平成 15 年度であり、長期金利の実績が基本ポートフォリオ策定期間の見通しを大きく下回ったことによるものである。
- ・ 5 年間の運用損益額は+2.6 百万円で、全て自家運用によるものである。

② 利益剰余金

【清退共（特別給付経理）利益剰余金の推移】

（単位：百万円）

	平成 26 年度	平成 27 年度	平成 28 年度	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度
必要な利益剰余金 (A)	-	-	-	-	-	-	-
利益剰余金 (B)	177	176	176	177	212	210	209
利益剰余金不足額 (B-A)	-	-	-	-	-	-	-

- ・ 利益剰余金は、平成 29 年度の 177 百万円から、前述の平成 30 年度に実施された推定脱退者の在籍者からの除外措置

等により約 35 百万円増加したこともあり、平成 26 年度末の 177 百万円から 33 百万円増加し、令和元年度の利益剰余金は 210 百万円となった。責任準備金の 3 倍という高水準にあり、財務の健全性に問題はみられない。

(6) 林退共（給付経理）

① 運用実績

- 平成 27 年度の財政検証を受けて策定された、累積欠損金解消に向けた 4 施策※の一環として、平成 28 年度より委託運用部分に関する中退共との合同運用を開始した。

※① 予定運用利回り引下げ、② 経費削減、③ 積極的な加入促進活動、④ 合同運用の 4 施策。

- 平成 28 年度は中退共が基本ポートフォリオを改定したので、合同運用している林退共も改定した。平成 28 年度から令和元年度までの 4 年間については、当該基本ポートフォリオを元に運用を行った。令和 2 年度は 4 月に合同運用部分増額という基本ポートフォリオ改定が実施されており、当該基本ポートフォリオを元に運用を行った。この間の運用実績を以下に総括する。
- 累積欠損金を抱える林退共では、平成 17 年度に累積欠損金解消計画を定めて取り組んできたが、その後の国債利回りの低下等により期限までの解消が困難になったと目された。このため、第 4 期中期目標において、「平成 31 年度までに行われる予定の財政検証の結果を踏まえ、機構は累積欠損金解消計画の見直しを行うこと」とされた。令和 2 年 8 月の財政検証で「予定運用利回りの見直し等（0.5%⇒0.1%への引き下げ）について」がとりまとめられたので、その財政検証を踏まえ、新累積欠損金解消計画が策定された（令和 2 年 11 月）。

(注) 予定運用利回りの引下げ (0.5% ⇒ 0.1%) の実施は令和3年10月1日。

【林退共(給付経理) 運用実績】 (委託手数料控除後) (単位:%)

	平成 28 年度	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	5年平均
予定運用利回り	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
必要な利回り ※1	1.1	0.6	1.0	0.4	1.2	0.8
期待収益率 (A) ※2	1.37	0.83	0.65	0.81	0.84	0.90
うち自家運用	0.65	0.54	0.49	0.44	0.37	0.50
うち委託運用	2.70	1.36	0.95	1.51	1.64	1.63
収益率実績 (B)	2.10	2.04	0.71	△ 0.25	4.70	1.85
うち自家運用	0.69	0.57	0.56	0.48	0.37	0.53
うち委託運用	4.66	4.69	0.95	△ 1.51	12.17	4.10
実績－期待 (B-A)	0.73	1.21	0.06	△ 1.06	3.86	0.95
うち自家運用	0.04	0.03	0.07	0.04	0.00	0.04
うち委託運用	1.96	3.33	0.00	△ 3.02	10.53	2.47
市場収益率要因	1.46	2.78	0.62	△ 2.28	8.52	2.16
超過収益率要因	0.50	0.55	△ 0.59	△ 0.74	2.01	0.31

※1 必要な利回りは、各年度の実績額を基に算出した予定運用利回りに従って増加する責任準備金利回り (資産運用ベース)、業務経費率と累損解消率の和である。

※2 期待収益率 (A) は、平成28年度～令和元年度については平成28年度改定時における基本ポートフォリオの期待収益率である。令和2年度については令和2年度改定 (自家運用から委託運用へ1億円資金移動) 時における基本ポートフォリオの期待収益率である。

【林退共(給付経理) 運用損益】 (委託手数料控除後) (単位:百万円)

	平成 28 年度	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度	5年合計
運用損益	296	296	106	△ 37	703	1,364
うち自家運用	63	53	53	46	35	250
うち委託運用	233	243	53	△ 83	668	1,114

- ・ 平成28年度の基本ポートフォリオ改定時は、予定運用

利回りは年 0.5% であり、令和 2 年度まで予定運用利回りの変更はない。この予定運用利回りにおける必要な利回りは、5 年平均で 0.8% であった。この間の基本ポートフォリオの期待収益率は 0.90% であり、必要な利回りを上回る水準に設定されている。必要な利回りを超える部分は、累積欠損金解消に必要な収益分を必要な利回りに加えられたものである。

- ・ 5 年間の林退共資産の収益率実績は +1.85% となり、基本ポートフォリオの期待収益率を上回った (+0.95%)。このうち、自家運用の収益率実績は +0.53% となり期待収益率 +0.50% と概ね同水準であったが、委託運用の収益率実績が +4.10% となり、期待収益率 +1.63% を大きく上回った (+2.47%) ことが、全体を押し上げた。
- ・ 委託運用の収益率実績が期待収益率を上回った (+2.47%) 要因は、市場平均収益率が期待収益率を上回り (+2.16%)、かつ超過収益率が +0.31% となったことに依るものである。
- ・ 5 年間の運用損益額は +1,364 百万円、内訳は、自家運用が +250 百万円、委託運用が +1,114 百万円である。

② 利益剰余金

【林退共(給付経理) 利益剰余金の推移】

(単位:百万円)

	平成 27 年度	平成 28 年度	平成 29 年度	平成 30 年度	令和 元 年度	令和 2 年度
必要な利益剰余金 (A) ※	-	-	-	1,353	1,378	1,234
利益剰余金 (B)	△911	△776	△572	△613	△704	△187
利益剰余金不足額 (B-A)	-	-	-	△1,966	△2,082	△1,421

※ 必要な利益剰余金は、モンテカルロシミュレーションにおける 1 パーセント水準の想定損失額であり、機構が算出した額である (平成 30 年度より算出)。

- ・ 前述の運用実績の結果、累積欠損金は、平成 27 年度末の △911 百万円から、令和 2 年度末には △187 百万円まで 724

百万円減少した。これまでの間は、新累積欠損金解消計画を上回るペースで累積欠損金が減少しているが、令和2年度の大規模な累積欠損金削減をもたらした内外株価の上昇は、コロナ禍での世界的な超金融緩和がもたらしたという特殊要因に依存しており、財務状態に照らして過大なリスクを取っている事実を踏まえれば、楽観できる状況にはない。

- ・ 退職金制度の安定性を実現するには、加入者数の維持・増加が不可欠であり、資産運用がその点を代替することは現実的ではなく、行おうとすれば過剰なリスクを取ることになり不適切である。近年は偶々株式市況が好調で、計画を上回る成果が出ているが、積極的な加入促進や業務経費削減等の施策に引き続き取り組み、資産運用額の増加を図ることが必要であることを当委員会として確認、強調しておきたい。

3. 機構資産の運用の基本的な方針

(1) 基本的な考え方

- ・ 平成28年度の基本ポートフォリオ見直しに際し、まずは機構の特性を踏まえた資産運用業務における基本的な方針について、ゼロベースでの審議を行った。
- ・ 特に、従来、類似の組織として同様の対応を期待されることの多かった年金積立金管理運用独立行政法人(以下、GPIF)との関係について、同法人と当機構の特性の違いを踏まえ、機構独自の方針の確立を行ったことは、特筆すべき重要な転換であった。具体的には下記の通り。
- ・ 中退共制度は積立型の退職金共済制度であり、掛金と運用益のみが収入源であって、仮に累積欠損金が発生しても他から補填を受ける仕組みがない。この特性を踏まえて、

運用の基本原則として定められている「安全かつ効率」的な運用については、「必要な収益を最低限のリスクで確保する」と定義づけた。

- ・ その定義も踏まえ、リスクテイクのあるべき姿、「リスクテイクは利益剰余金の範囲内」を理事長方針として打ち出すと共に、リスクテイクの水準を測る指標としてフォワードルッキングな手法を取り入れ、労政審でも付加退職金の額を決定する際の指標として採用された。これによって、利益剰余金の水準と想定損失額の関係を基に、リスクテイク水準の適否を測ることが可能となったことは、リスク管理上の大きな進歩である。
- ・ 上記の検討結果は、第4期中期計画における中期目標に反映され、予定運用利回りに従って増加する責任準備金の額及び業務経費の合計の、資産に対する比率を「必要な利回り」と定義された。

(2) 資産運用の目標

- ・ 前記(1)のとおり、積立型基金であること等の機構の特性を踏まえ、基本原則の「安全かつ効率」の具体的な意味について、「必要な収益を最低限のリスクで確保すること」との解釈が確立されたことは、平成30年度から始まる第4期中期計画の中期目標に反映され、基本方針における「運用の目標」は「必要な利回りを最低限のリスクで確保すること」とされた。「運用の目標」の具体的な設定基準が基本原則と整合的な形で決定されたことは、安定性、透明性の観点から評価できる。

4. 機構資産の運用に関し遵守すべき事項

(1) 受託者責任の徹底

- ・ 機構にとっての受託者責任については、平成 29 年度に議論を整理した。即ち、共済契約者及び被共済者を受益者とした上で、機構は慎重な専門家の注意義務及び忠実義務の遵守を徹底する、というものである。令和 2 年度の日本版スチュワードシップ・コード再改訂に際しては、新たに付け加えられた「最終受益者の視点を意識しつつ」という文言の解釈についてソフト・ローであるスチュワードシップ・コードで採られている手法「コンプライ・オア・エクスプレイン(Comply or Explain)」のエクスプレインを行った上で、受け入れを表明した。また令和 3 年度には受託者責任に関する議論の集大成として、資産運用業務に携わる役職員の行動規範を制定するなど、受託者責任という基本に真摯に向き合ってきたことは評価できる。

なお、この行動規範では、冒頭で民法第 1 条第 2 項の信義誠実の原則を根本理念として謳っているが、機構の、金融を業とする公的機関として「高い職業倫理」を重んじる姿勢を端的に示すものと評価できる。

(2) 市場及び民間の活動への影響に対する配慮

- ・ 資産の運用に当たって、情報発信を含む機構の行動が市場に過大な影響を与えないよう、十分な留意が必要である。この間に行われた基本ポートフォリオの改定や、マネジャー・ストラクチャーの見直しに当たっては、機構内部や当委員会の委員は勿論、運用コンサルタント、資産運用受託機関、資産管理受託機関まで含めて、情報管理を徹底した。これらの議題を審議した回の当委員会議事要旨についても、市場に影響を及ぼすおそれのある内容については

即時の開示を控え、後日の総括公表資料で詳細な情報開示を行うこととした。以上より、市場への影響を最小限に抑えるよう取組んできたことは評価できる。

5. 機構資産の運用における長期的な観点からの資産の構成に関する事項

(1) 基本ポートフォリオ

イ. 基本ポートフォリオの基本的考え方

- ・ 機構では資産運用の基本方針に基づいて、各経理別に基本ポートフォリオを策定し、毎年度定例検証を実施している。
- ・ 中退共は積立型の退職金共済制度であり、掛金と運用益のみを原資として退職金給付を賄う必要がある。このことから、資産運用に際しては、信用リスク及びボラティリティの抑制を、対ベンチマーク超過収益の獲得より優先するとした。また、資産運用業界において評価が確立されていない手法を他に先駆けて使用することはしない、との方針も示した。これらは制度の特徴を踏まえた適切な方針であると思料する。

ロ. 基本ポートフォリオの策定

- ・ 基本ポートフォリオ策定に当たっては、内外の経済動向を考慮し、フォワード・ルッキングなリスク分析を踏まえて、長期的な観点から行っているものと評価する。

ハ. 資産区分ごとの構成割合と乖離許容幅

- ・ 基本ポートフォリオを構成する資産区分については、自家運用、委託運用（国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式）としている。各資産の乖離許容幅を定めて、乖離

をその範囲内に収める管理を行っており、概ね妥当な管理がなされているものと思料する。

- ・ 中退共の乖離許容幅とリバランスルールについては、平成 28 年度の基本ポートフォリオ改定に合わせて見直しを行い、かつ平成 29 年度には同ルールの検証を実施した。また、令和 3 年度の基本ポートフォリオ改定に合わせて、改めて委託運用部分のみを対象とするルールに見直しを行った。それぞれ合理的な議論を踏まえてルール作りをしてきたものと評価する。

ニ. 基本ポートフォリオの見直し

- ・ 期間中に中退共は基本ポートフォリオを 2 回見直した。平成 28 年度は、累積欠損金解消の達成、国債を中心とする自家運用利回りの低下、資産間の相関の高まりといった環境変化を考慮し、翌年度予定の財政検証に先んじて基本ポートフォリオ見直しを行った。

令和 3 年度は、前回見直しから 5 年が経過し、また自家運用利回りの低下などを主因に令和 2 年度定例検証にて必要性が指摘されたことを踏まえ、基本ポートフォリオ見直しを行った。

必要に応じ速やかな見直しが行われたものと評価できる。

- ・ 特退共においては、委託運用部分を中退共との合同運用とする施策を進めた（後述 5（2）ハ参照）。結果、清退共（特別給付経理）を除く 5 経理の委託運用が合同運用になった。

ホ. 退職金給付のための流動性の確保

- ・ 各経理ともに、退職金給付等に必要な流動性について

は、自家運用部分での確保を図っている（後述5（2）イ参照）。

- ・ 新型コロナウイルス感染拡大が金融経済ひいては退職金共済制度の掛金等収入や退職金等支払に与える影響が予測し難いことを踏まえ、令和2年5月に臨時の当委員会を開催し、流動性確保の観点から、自家運用における再投資を原則として見合わせることにした。コロナ禍という未曾有の環境におけるリスクマネジメントとして、妥当な対応であったと評価する。

（2）運用手法等について

イ．自家運用の運用手法

- ・ 中退共の自家運用については、平成28年度に債務の期間構造の分析を行った上で、運用戦略を見直した。具体的には、以下のとおり。
- ・ 機構では、自家運用部分に、退職金等支払のための流動性を確保する役割を割り当てている。このため、資金フローを安定化させる趣旨から、債券投資の期間構造についてはラダー型戦略を採用している。投資期間については、各制度における掛金納付期間に応じて設定されている。
- ・ 中退共については、従来、平均掛金納付期間を10年と認識し、10年ラダー戦略を採用して来た。しかしながら、改めてその妥当性を検証したところ、平均掛金納付期間は20年とみることが適切、との結果となった。これを受け、従来の“10年ラダー型運用”から“20年ラダー型運用”への切り替えが行われた。
- ・ こうした見直しは、資金の運用効率向上という観点からは元より、前例踏襲に陥らず最善の運用を模索する姿勢は、フィデューシャリー・デューティーの観点からも評価

される。

- ・ この間、建退共の自家運用についても、長く10年ラダー戦略と認識される中、見直しは行われてこなかったが、令和2年度に、コロナ禍対応として流動性の水準について検討する過程で、抜本的な見直しが行われた。見直しに際しては、人口動態等を踏まえた資金需給見通しの作成から着手し、資金フロー分析を経て、“15年ラダー型戦略”が適当という結論を得た。
- ・ なお、自家運用における投資戦略の策定は、中長期的な資金フロー（掛金等収入と退職金等支払）の分析が必要なため、事業本部の知見と協力が不可欠であるほか、統計的な分析についてのノウハウが必要となる。建退共資産運用部の限られた人員だけで対応することは困難であったが、理事長以下、機構を挙げて取り組み、見直しの成果を上げたことは、合併のシナジー効果発現として評価する。

ロ. 委託運用の運用手法

- ・ 包括信託による委託運用では、資金規模及び運用体制を勘案し、中退共では特化型、建退共ではバランス型の委託を行っている。
- ・ また、中退共では、リスク分散及びリバランスの効率性の観点から、パッシブ運用とアクティブ運用を併用している。

ハ. 委託運用の合同運用

- ・ 特退共において、委託運用部分を中退共との合同運用とする施策を進めた。
- ・ 資産規模が相対的に小さく累積欠損金が残る林退共は、平成28年4月より中退共との合同運用を開始した。同じく

資産規模が小さい清退共（給付経理）も、運用効率の向上を求めて、令和2年4月より合同運用に参加した。

- ・ 建退共については、基本ポートフォリオとマネジャー・ストラクチャーの見直しが喫緊の課題として指摘される一方で、建退共の陣容・体制が十分に整備されていないことを踏まえ、当面の措置として令和4年4月より合同運用に参加することが了承された。現在の金融情勢の中で、適切なリスク分散が行われていないという差し迫った状況を考えれば、合同運用への移行は現実的な選択肢として評価できると思料する。但し、建退共の資産規模に相応しい、中退共と同水準のサービスを提供し得る運用体制への強化は、引続き建退共の課題と言える。
- ・ 以上で清退共（特別給付経理）を除く5経理の委託運用が合同運用になった。5経理がスチュワードシップ活動を含めた資産運用において同じサービスレベルを享受できるようになったことは、フィデューシャリー・デューティの観点からも評価できる。

（3）運用受託機関の選定、評価及び管理等

イ．運用受託機関の選定、評価及び管理

- ・ 平成30年度より、合同運用資産のアクティブ運用のマネジャー・ストラクチャー見直しを実施した。約2年間かけて、国内債券、外国債券、国内株式、外国株式の順に4資産全てのマネジャーを公募・選考した。当委員会においては、機構の特性を踏まえた最適なマネジャー・ストラクチャーを目指すため、多くの論点について検討を行った。株式のスタイル分散の考え方、またボラティリティ抑制のためのスマートベータ採用などである。
- ・ なお、運用受託機関の選考過程では、延べ50先、100時

間に及ぶ全ての面接に理事長が参画した。この際の内外運用受託機関マネジャーとの対話が、本邦運用受託機関における大胆な経営資源投入の必要性等の問題意識をもたらし、スチュワードシップ活動における運用機関親会社のトップマネジメントとの面談に繋がり、当機構のスチュワードシップ活動を機構独自のものとしている。こうした活動も、一連の改革の過程で生まれた成果の一つとして評価し得る。

- ・ 令和2年度には、合同運用資産のパッシブ運用のマネジャー・ストラクチャー見直しを実施した。これは資産運用受託機関に加えて資産管理受託機関も対象とし、公募・選考は4資産連続して行った。
- ・ マネジャー・ストラクチャー見直しの議論と並行して、運用受託機関の評価基準の全面的な見直しも行った。短期の運用実績（超過収益率）に依拠するのではなく、超過収益の源泉に関する考え方の論理性と、その考え方に基づく運用の一貫性を、定性的に評価する方針で見直した。勿論、キーパーソンの異動といった運用体制の変化等もチェック対象としている。当委員会が指摘したポイントを的確に取り込んだ基準となっており、評価できる。
- ・ また、後述の「7. (1) 透明性の向上」とも関連するが、マネジャー・ストラクチャー見直しの着眼点や議論の詳細が開示されていることは、運用受託機関や当業界の質的な向上へ資する強いメッセージになると思料し、評価に値する。

ロ. 運用状況等に係る運用受託機関の報告

- ・ 各経理とも定期的に運用受託機関による報告会を開催した。かつ、毎月、管理受託機関から信託財産に関する報告

書等、資産運用受託機関から運用報告書の提出を受けた。
また平成30年度からは、運用受託機関によるスチュワード
シップ活動年次報告会を開始し、スチュワードシップ活動
体制や年度の活動内容の確認を行った。運用受託機関の報
告を適切に受ける体制が取れているものと評価する。

(4) 機構資産の運用におけるリスク管理

- ・ 機構は、その特性を踏まえ、リスク管理について、ボラ
ティリティ（下方リスク）と信用リスクの抑制を重視する
ことを基本的な方針として打ち出し、施策として、ボラテ
ィリティ抑制のためにマネジャー・ストラクチャーにおけ
る分散投資（資産、スタイル等）やスマートベータ・ファ
ンドの採用を、信用リスク抑制のために債券投資における
厳しめの格付基準採用※を、それぞれ行っている。

※外国債券については、A格以上の格付を得ていること
を投資条件とし、ベンチマークに含まれていてもBBB
格以下は投資を禁じている。

- ・ こうした方針と施策の採用は、時としてベンチマーク対
比でのパフォーマンスに対してマイナスに作用するが、毀
損することが許されない資金の性格や、資産運用以外の資
金源がない等の制度上の特性を踏まえ、下方リスクを抑制
することは合理的な選択と思料される。こうした方針は、
労政審委員等ステークホルダーの代表者からも支持されて
いるものと認識している。
- ・ 下方リスクの管理について、想定損失額の推定方法の変
更も実施した。従来は、金融市場において、サブプライム
ローンショック及びリーマンショックが発生した際と同様
の値動きが発生した場合の損失額を推定値としていたが、
金融機関におけるリスク管理手法に関する検討も踏まえ、

モンテカルロシミュレーションにおける 1パーセンタイル水準の損失額を推定値とするフォワードルッキングな手法を導入した。

中退共では、新たな手法による想定損失額は、従来の手法による想定損失額を上回ったことにより、付加退職金減少に繋がるため反対意見も聞かれたが、厚労省勤生課と協力して丁寧に説明を行い、最終的には労政審で理解を得られ、付加退職金の金額を決定する際の指標として採用されたことは、リスク管理体制強化の観点から大きな成果である。

6. ガバナンス体制

(1) ガバナンス体制の確立及び業務運営の透明性の確保

- ・ 資産運用業務の運営については、厚生労働省、厚生労働省内に設置された労政審、並びに機構に設置された当委員会及び運営委員会といった多くの機関が関係する。この各機関の役割分担の整理を関係者との協議を通じて平成30年度に行った。内容は以下の通り。
- ・ 予定運用利回りや付加退職金は、労政審への諮問・答申を経て、予定運用利回りについては厚生労働大臣が閣議を求めて内閣が、付加退職金については厚生労働大臣が、それぞれ決定することは所与のルールとなっている。機構の役割は、決定された予定運用利回りに業務経費率を加味して必要な利回りを算出し、これを最小限のリスクで達成する運用を行うことである。このために基本ポートフォリオを策定し、それに基づいた運用を行う。当委員会は、基本ポートフォリオ策定に際して判断基準や算定方法等の審議を行うほか、基本ポートフォリオの運営状況について監視と助言を行う。

なお機構は、基本ポートフォリオ策定時及び基本ポートフォリオ定例検証において、5年先を見越した利益剰余金のシミュレーションによって想定損失額、即ち必要な利益剰余金水準を試算して、積立不足額を把握する。この情報を答申の判断材料として、労政審に提供する責任、即ちリスクの指摘責任を持つ。厚生労働省勤労者生活課長は当委員会と労政審の間のブリッジ役を務めており、機構の当該リスク指摘を労政審に伝える役割を果たす。

- ・ 以上の整理によって、資産運用業務に係る制度全体のガバナンス体制が確立されたと思料する。
- ・ 上記の体制の下で、労政審が、モンテカルロシミュレーションにおける1パーセントに相当する想定損失額を踏まえて付加退職金や予定運用利回りを答申するようになったことは、制度全体のリスク管理、ガバナンスの観点から、画期的な成果であった。
- ・ なお、リスクの指摘責任については、特退共では、業界の代表である運営委員会等に対する責任も負っている。清退共、林退共では理事長が当該指摘責任を担い、林退共の累損解消計画の策定等において責任を果たしてきた。建退共では、理事長権限を代理する理事長代理が責任を担うことを改めて認識し、その責任を果たすことが望まれる。

(2) スチュワードシップ責任に係る取組

- ・ 機構は平成26年8月に日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明しており、その後平成29年11月には、同コードの改訂版、令和2年9月には再改訂版の受け入れを表明した。

アセットオーナーによるスチュワードシップ活動の必要性が明記された平成29年の改訂版コード受け入れ後、公的

機関のアセットオーナーとして、平成30年からスチュワードシップ活動への一段と強い取り組みを開始した。中退共では、実務レベルで運用受託機関から活動内容の説明を受ける年度報告会に加え、理事長による運用受託機関の親会社トップマネジメントとの面談を実施し、重層的な活動を展開している。

運用受託機関の親会社のトップマネジメントとの面談を行うのは、本邦資産運用機関によるスチュワードシップ活動の実効性を海外並みに引き上げていくためには、資産運用分野における長期的戦略と資源投入に関する権限と最終責任を有している親会社のトップマネジメントとの建設的対話が不可欠であるとの判断によるもの、とのことである。本邦金融市場や資産運用業界全体に関する広い見地からの意見交換により、双方に重要な気付きをもたらす貴重な機会になっていることが伺える。

- ・ トップ面談は、開始から4年を経て、面談先からも評価され、確りと定着したようであるが、アセットオーナーによるスチュワードシップ活動の新しいモデルを作ったものとする。令和3年度は、アセットマネジャーのガバナンスに関する知見の不足（株式会社制度における定款の位置付けに関する誤解）について問題を提起、ガバナンスに明るいスチュワードシップ活動用人材の養成・確保の必要性について、親会社のトップマネジメントと問題意識を共有したとのことである。
- ・ また、運用受託機関のスチュワードシップ活動報告会等を通じたスチュワードシップ活動担当者とのエンゲージメントにおいては、一部の運用受託機関における議決権行使基準の見直しにも繋がった由である。運用受託機関による適切なスチュワードシップ活動を促すという観点から、機

構のステュワードシップ活動が発展・深化していることを示すものであり、ステュワードシップ・コードでアセットオーナーに期待される役割に応えるものとして評価する。

- ・ 令和2年の日本版ステュワードシップ・コード再改訂では、サステナビリティ（ESG要素を含む）への配慮が求められた。機構では、ステュワードシップ活動の中で、従来からS要素の重要性、特にサプライチェーンの重要な部分を担う中小企業まで含めた働き方改革の必要性等について発信してきたが、令和3年度は、前述の定款を巡る議論において、ガバナンスの問題に言及したほか、林退共運営主体として、気候変動問題、カーボンニュートラルに向けた取り組みにおける林業の重要性に言及するなど、発信力を高めている。これもエンゲージメントを通じたサステナビリティへの配慮として評価し得る。

7. その他機構資産の適切な運用に関し必要な事項

(1) 透明性の向上

- ・ 対外公表においては、当委員会の議事要旨をはじめ、年度及び四半期毎の運用実績と資産構成、年度の運用結果報告、ステュワードシップ活動状況の概要等がホームページ上で公表された。当委員会の議事要旨については、開催頻度が増した折に公表がやや遅れることがあったが、近年は改善がみられる。
- ・ 基本ポートフォリオの見直し（平成29年2月及び令和3年10月）とマネジャー・ストラクチャーの見直し（令和元年11月及び令和3年6月）については、実施後に内容を総括した資料をホームページ上に公表した。それぞれ、充実した開示内容であると評価する。

(2) 運用管理体制

- ・ 専門人材の量の観点では、平成27年度末時点で資産運用専門職は4名（うち受入出向者2名）であった。この期間に採用を進め、令和3年度末時点では6名（うち受入出向者0名）まで拡充ができており、評価できる。機構の資金特性や規模に鑑みれば、引き続き専門人材を拡充していくことを望みたい。

人材の質の観点でも、基本ポートフォリオ見直しやマネジャー・ストラクチャー見直しをはじめとする当委員会での徹底した審議の経験や、コンサルタントとの白熱した議論、マネジャー・ストラクチャーの際の運用受託機関の選考（50先100時間）、トップ面談の内容の共有等を通して、職員の資産運用業務に係る知識、経験が大いに引き上げられたものとみられる。今後は、こうした施策を、合同運用における共同作業等を通じ、課題となっている建退共の体制強化にもつなげることが望ましい。

なお、前述の通り機構では、持続的な組織作りを目指し、専門性のある職員の育成・拡大に取り組んでいるが、資産運用は専門性が高く、かつ変化の激しい分野であるだけに、外部からの人材登用が必要である。高度な専門性を有する人材の獲得には、処遇面での限界が存在するのも事実であり、この点は機構だけでは解決出来ない面がある。主管庁とも相談し、解決策を模索することが必要と思料する。

【総合評価】

- 資産運用委員会設置（平成 27 年 10 月）の趣旨は、資産運用業務に関し実効性あるリスク管理体制を整備することである。
- 機構はこの立法精神に基づき、積立型の退職金共済制度であり、掛金と運用益のみが収入源であって、仮に累積欠損金が発生しても他から補填を受ける仕組みがないという機構の特性を踏まえて、第 3 期中期計画中の平成 28 年度にローリングプランを策定、資産運用委員会での熟議を経て実行した成果は、機構の資産運用に対する経営理念そのものを変革するものであった。
- 持続可能性（高い質の運用業務の遂行を継続的に行っていくこと）も経営の最優先事項においており、中途採用、職員の育成にも意を用いている。
- この一連の成果は機構の資産運用業務を構築し直したと言っても決して過言ではない。その集大成が従来の「資産運用の基本方針」を廃止し、新しい「資産運用の基本方針」を制定、且つ従来 6 経理毎にあったものを一本化することであるが、平成 26 年度の独法通則法改正とそれを踏まえた中退法改正において求められたガバナンス強化とリスク管理体制整備の観点からも顕著な成果を上げたものと高く評価される。
- 今後のグローバルな金融市場を展望すると、大きな変化が訪れる事も充分想定されるが、この 6 年間で培った過去からの慣習に捉われずに本質を追求する姿勢と改革マインドを梃子に、更なる飛躍に繋げることを大いに期待したい。

以 上

〈参考〉 歴代資産運用委員名簿

※表は五十音順、敬称略。

職名は着任時のものを記載。

◎は委員長、○は委員長代理を指す。

第1期（平成27年10月～平成29年9月）

○	うす き まさ はる 臼 杵 政 治	名古屋市立大学経済学研究科 教授
	え がわ まさ こ 江 川 雅 子	一橋大学大学院商学研究科教授
	すえ なが みつ お 末 永 光 男	元労働金庫連合会常務理事
	とく しま かつ ゆき 徳 島 勝 幸	(株)ニッセイ基礎研究所 金融研 究部 年金総合リサーチセンター年金研 究部長
◎	むら かみ まさ と 村 上 正 人	(株)みずほ年金研究所理事長

第2期（平成29年10月～令和元年9月）

	いな がき さとし 稲 垣 聡	(株)中央ろうきんサービス 代表取締役社長 (前中央労働金庫専務理事)
	こ えだ じゅん こ 小 枝 淳 子※	早稲田大学政治経済学術院 准教授
	た なか まり こ 田 中 茉莉子※	武蔵野大学経済学部経済学科 准教授
○	とく しま かつ ゆき 徳 島 勝 幸	(株)ニッセイ基礎研究所 年金総合リサーチセンター長
	なか しま ひで き 中 島 英 喜	名古屋大学経済学研究科准教授
◎	むら かみ まさ と 村 上 正 人	公益財団法人年金シニアプラン 総合研究機構 特任研究員

※小枝委員の在任期間は平成29年10月～平成31年3月。

田中委員の在任期間は令和元年6月～同年9月。

第3期（令和元年10月～令和3年9月）

○	たなか まり こ 田中 茉莉子	武蔵野大学経済学部経済学科 准教授
	たま き のぶ すけ 玉 木 伸 介	大妻女子大学短期大学部教授
	なか しま ひで き 中 島 英 喜	名古屋大学経済学研究科准教授
	ま にわ あき ひろ 馬 庭 昭 弘	全労済グループ企業年金基金 常務理事
	◎ むら かみ まさ と 村 上 正 人	公益財団法人年金シニアプラン総 合研究機構 特任研究員

第4期（令和3年10月～令和5年9月）

○	おお の さ なえ 大 野 早 苗	武蔵大学経済学部金融学科教授
	たま き のぶ すけ 玉 木 伸 介	大妻女子大学短期大学部教授
	なか しま ひで き 中 島 英 喜	名古屋大学経済学研究科准教授
	ま にわ あき ひろ 馬 庭 昭 弘	全労済グループ企業年金基金 常務理事
	◎ むら かみ まさ と 村 上 正 人	公益財団法人年金シニアプラン総 合研究機構 特任研究員

内部統制(1) 新規施策

独法評価有識者会議資料
(平成29年7月10日開催)より引用

別添1

<自己評価の基準> ・平成28年度は、内部統制について、中計期間内に発生した大きな環境変化を踏まえ、**新規施策**を実施(ローリング)

【基本認識】 当機構は金融業務を行う中期目標管理型の独立行政法人であり、国民から2つの貴重な財産(運用資産、個人情報)をお預かりしている。
資産運用と情報セキュリティ、双方の分野に共通する急速な情勢変化に対応していくことが必要であり、システム投資面では弛まざるバックアップ(資源投入)が不可欠。

<環境変化>

- (1) 法改正
- ① 改正独法通則法施行(27年4月)⇒ガバナンス強化の要請(監査室、リスク管理・コンプライアンス委員会設置等)、資産運用に係る実効性のあるリスク管理体制を整備⇒資産運用委員会設置(27年10月)
 - ② 中退法改正(27年5月)

- (2) 情報セキュリティ問題の深刻化
- ① 政府系機関からの個人情報大量漏洩事案発生⇒個人情報の防衛が喫緊の課題に
 - ② 世界的サイバーテロ脅威の高まり⇒頻度上昇、悪質・巧妙化

- ### <組織/体制/予算面での対応>
- #### 1. 組織【ガバナンス強化に向けた外部有識者の知見活用】
- (1) 資産運用委員会(平成28年度は9回、延べ約20時間の審議)
- ・ 資産運用状況等の監視等
 - ・ 厚生労働大臣任命による有識者委員5名
 - ・ 機構の特性(注)に関する認識を共有、同特性を踏まえてあるべき姿を審議・判断
(注) 積立方式、国による補填なし、運用が唯一の収益源、中退共付加退職金制度の非対称性
 - ・ 運用の基本方針「安全かつ効率」について機構としての解釈を具体化
- 「必要な収益を最低限のリスクで獲得」、「必要な収益率=予定運用利回り+業務経費率」
 - ・ 特性と現行体制を踏まえ、中退共基本ポートフォリオの過剰なリスクテイクを修正
- リスクテイクは累積剰余金の範囲内
 - ・ 財政検証に先駆け基本ポートフォリオ見直し実施(期待収益率1.41%⇒1.10%、リスク値3.53%⇒1.88%)
 - ・ 基本ポートフォリオ策定時の金利見通しに独自シナリオ(横這い)を採用
 - ・ 制度設計を所掌する労政審への情報提供・提言ルート確立
- 機構資産運用行動の決定要因(予定運用利回り累積剰余金/付加退職金)に関する要望
- (2) リスク管理・コンプライアンス委員会
- ・ コーポレートガバナンス専門の弁護士を招聘
- 個人情報流出時の退職金支払可否判断、役員に関する検討
 - ・ リスク管理におけるリスクマップ(後述)の位置付けの明確化
- (3) CIO補佐官報告会
- ・ NISCサイバーセキュリティ補佐官を招聘
- CIO補佐官の活動状況の評価
 - ・ 世界的サイバーテロ対策に関する理事長への助言
 - ・ システム投資額のレベル感の提言

- #### 4. 情報セキュリティ対策
- (1) ハード面の対応
- ・ 情報系システムと業務系システムの論理的分離(28年5月)と物理的分離(29年5月)
- 物理的分離については、29年1月に機構横断的なプロジェクトチームを立ち上げ(プロジェクト・オーナーは理事長、CISOがプロジェクト・リーダー)、年度を跨いで貫徹
 - ・ 業務系データのNASからサーバへの移行(個人情報約150万件含む:29年4月完了)
- ログ保存機能確保による事後対応(調査・分析)力強化、データ防御力強化
- (2) ソフト面の対応
- ① ヒューマンエラー対応
- ・ PDCA体制の構築(規程整備/研修/訓練/モニタリング/フィードバック)
 - (P) 記憶媒体管理規程、インシデント対応手順書の整備
 - (D) 役職員全員参加研修、新人・転入者・派遣職員研修等啓発施策の継続的実施、インシデント対応訓練
 - (C) 監査室・監事監査によるモニタリング、第3者による情報セキュリティ監査、標的型メール訓練、ペネトレーション・テスト、メール・Webサイト利用実態調査
- 28年度中、標的型メール訓練2回、抜線訓練2回、ペネトレーション・テスト2回等を実施
 - (A) 規程整備、理事長メッセージ、システム対応(ファイアウォール強化等)
- ② インシデント対応
- ・ インシデント対応手順書作成
- 必須対応項目確認(抜線・報告⇒コールセンター⇒ログ分析⇒支払可否判断)
 - ・ コールセンター機能強化(非常時回線数増加:20回線⇒46回線)
 - ・ システム保守業者によるバックアップ体制強化
- 本部からの追加的人員投入体制確立

- #### 2. 体制改編
- 資源投入に関する優先順位付けのための体制・プロセスの明確化
- (1) 情報セキュリティ体制再編
- ① 情報セキュリティ委員会委員長を理事長に格上げ
- 最重要案件との位置付け、トップダウン体制明確化
 - ② 総務部、システム管理部の責任分担明確化
- 情報セキュリティ体制の企画・立案・実施はCISO・総務部ライン
- 機構内システム案件の総括的把握・管理はシステム管理部
- インシデント対応は総務担当理事、総務部ライン
- (2) リスク管理・コンプライアンス委員会
- ① リスクマップ作成(約300項目)
- 資源投入の対象、優先順位の明確化
 - ② 外部有識者委員による点検・助言
- (3) システム化委員会
- ① システム化案件の全体像の一元把握
 - ② システム化案件の質・運用の基準統一化
 - ③ 優先順位付け(平成29年度分は当初要望 24件⇒15件へ査定)
 - ④ 一元的予算管理(機構全体としてのシステム化予算の執行進捗状況の随時把握)
- (4) 監事/監査室
- ・ モニタリング本格実施
- #### 3. 予算措置
- ・ 物理的分離早期実現等のための予算措置
- 第3期中期計画において予定外の大規模システム化案件であったが、その重要性、緊要性に鑑み、元号改正対応等と合わせ、約8億円を予算措置

- #### 5. 次期中計期間中の課題
- (1) 資産運用
- ① リスクテイク体制の強化
・ リスク度に見合った累積剰余金の確保等体制面の整備が前提
・ 運用資金量横這い/低金利継続(自家運用利回り低下)/業務経費率上昇(情報セキュリティコスト増嵩)という環境を展望した必要な運用収益確保のための体制等
 - ② 機構行動規範・判断基準の確立
・ Fiduciary Duty(専ら受益者の利益を勧案)を巡る最近の議論を踏まえ、当機構の行動規範を確立
 - ③ スチュワードシップ・コード、ESG投資への対応
・ 機構業務の目的・政策的位置付け(厚労省所管部署)を踏まえて検討
- (2) システム
- ① 中退共システムの再構築
・ 言語変更(Cobolからの変更)
・ 予定運用利回り等制度の改定に柔軟・機動的に対応できるシステムの構築。
 - ② 建退共システムの刷新と建退共掛金納付システムの新設
・ 平成22年度運用開始の特退共システムの刷新
・ 建退共証紙に代わるものとして、インターネットを活用した掛金納付システムの新設
・ 情報セキュリティ確保を最優先とし、特退共システムと掛金納付システムを分離
 - ③ BCP体制構築
・ 自然災害対応を含むBCP体制の強化

資産運用業務における取組み

別添2

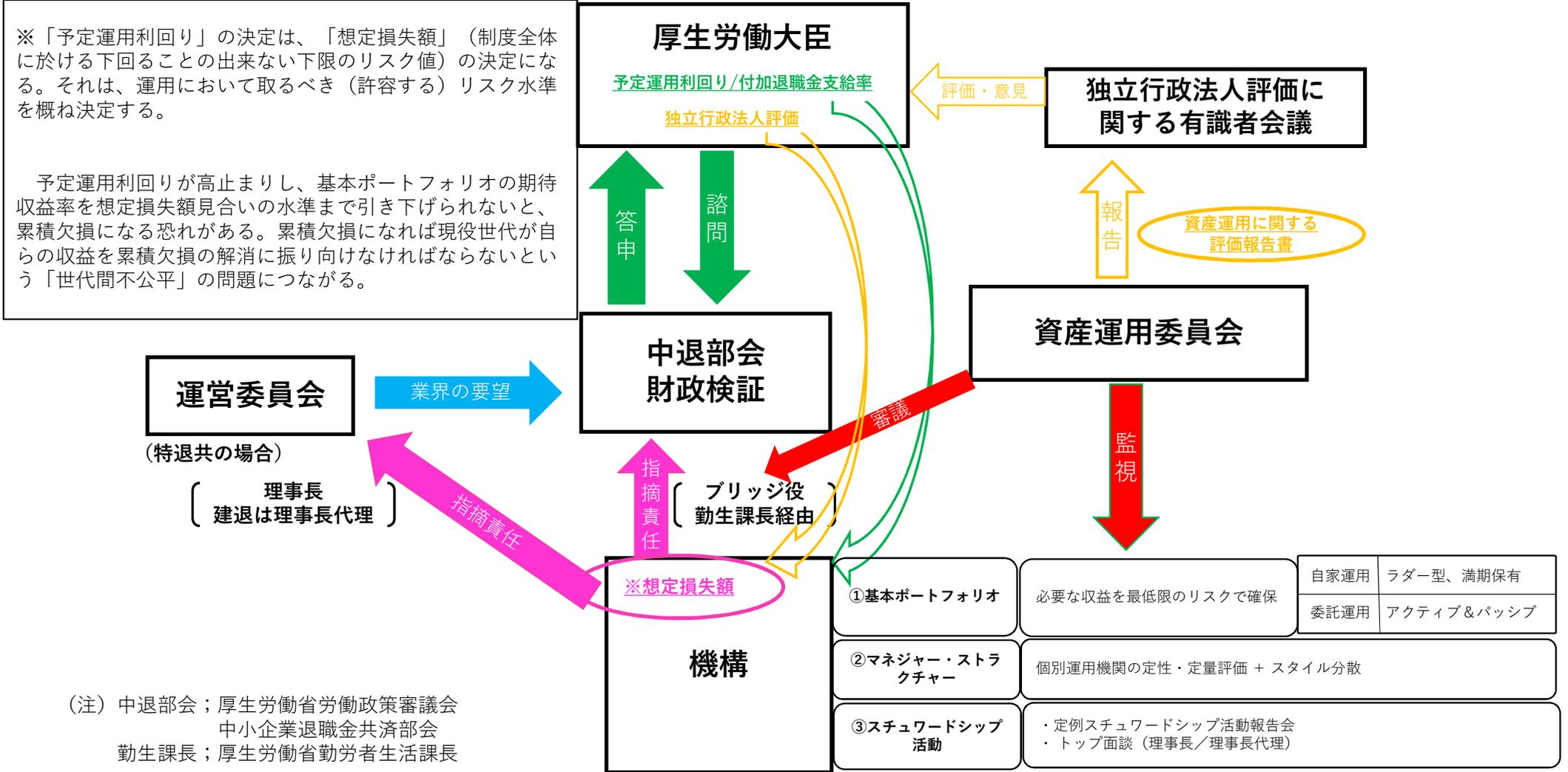
令和4年6月

独立行政法人勤労者退職金共済機構

年度	第3期中期計画			第4期中期計画			
	H28	H29	H30	H31 (R1)	H32 (R2)	H33 (R3)	H34 (R4)
厚生労働省による財政検証		中退財政検証	H30.3.12とりまとめ ・予定運用利回り 1.0%据置 ・付加退職金ルールの変更	特退財政検証	R2.8.26とりまとめ ・予定運用利回り 建退3.0%⇒1.3%へ引下げ(R3.10~) 清退2.3%据置 林退0.5%⇒0.1%へ引下げ(R3.10~)		
ガバナンス	(H27.10 新設)	H29.9.8 フィデューシャリー・デューティーの議論の整理	H30.5.25 各機関の役割分担整理(勤生課長)			資産運用委員会と運営委員会の関係整理	資産運用委員会開催回数 累計55回、 うち第4期中 計期間35回
資産運用委員会	(H27 4回開催)	9回開催	7回開催	8回開催	7回開催	10回開催	8回開催 (~6月)2回開催
ローリングプラン策定	【独法通則法、中退法改正】 中計ローリング実施	・機構の特性を踏まえ、リスクテイクは累積剰余金の範囲内とする ・運用の基本方針である「安全かつ効率」、および必要な利回りを定義 ・国内金利見通しを横這いとする独自シナリオを採用 ・勤生課長をブリッジ役として、労政審への情報提供・提言ルートを確立			「最終受益者の視点」について、 エクस्पライン条項を活用して受入れ	行動規範の確立	
基本ポートフォリオ改定		中退基本ポートフォリオ改定 H29.2.1公表 うち自家運用投資手法の見直し 債券格付基準の検討...緩和を見送り		建退基本ポートフォリオ改定の検討 うち自家運用投資手法の見直し (特退4名に加え機構要員7名を投入)		中退基本ポートフォリオ改定 R3.10.1公表 清退、林退基本ポートフォリオ改定 R3.10.1公表	
リバランスルール		リバランスルール見直し	H30.1.26 中退、リバランスルールの検証		うち委託運用部分の、 合同運用参加の検討	建退基本ポートフォリオ改定 R4.4.1公表	
合同運用	H28.4.1 中退、林退の合同運用開始		【包括信託の合同運用】	コロナ禍に対応した流動性確保策実施	R2.4.1 清退(給付)が合同運用に参加	R4.4.1 清退(特別)を除く全経理が合同運用に参加	
マネジャー・ストラクチャーの見直し		国内債券 合同運用資産 アクティブ運用 マネスト見直し	外国債券 国内株式 外国株式	合同運用資産 パッシブ運用 マネスト見直し (管理機関含む)	4資産	R3.6.18パッシブマネスト総括資料公表	
中退	★	★	★★	★	★	★★	★
建退(給付)	H28.4.1	H29.1.30	★★	★	★	★★	★
建退(特別)			★★	★	★	★★	★
清退(給付)	合同運用開始	基本ポート フォリオ改定	★★	★	★	★★	★
清退(特別)			★★	★	★	★★	★
林退	★	★	★★	★	★	★★	★
資産運用の基本方針の改正		H29.11.30 スチュワードシップ・ コード改訂版受入れ対応	H30.5.1 有託取引形態変更対 応		R2.7.1 運用受託機関 の評価基準変更	R3.10.1 基本ポー トフォリオ改定	R4.4.1 建退(給付、特別)の合 同運用参加、パッシブマネスト の反映、字句修正
スチュワードシップ活動	(H26.8.29 スチュワード シップ・コード 受入れ)	【スチュワード シップ・コード 受入れ対応】 H29.11.30 改訂版コード受入れ	トップ面談(8-9月) 受託機関活動報告会(11月) H30.12 年度活動報告公表	トップ面談(7-12月) 受託機関活動報告 会(10-11月)	トップ面談(10-1月) 受託機関活動報告会(11月) R2.1 年度活動報告公表 R2.9.23 再改訂版コード受入れ	トップ面談(10-1月) 受託機関活動報告 会(9-10月) R3.2 年度活動報告公表	R4.6 年度活動報告公表
林退共 累損解消計画	(H17.10 累損解消計画策定)		H30.2 計画見直しの方針を決定			R2.11 見直し計画を策定	

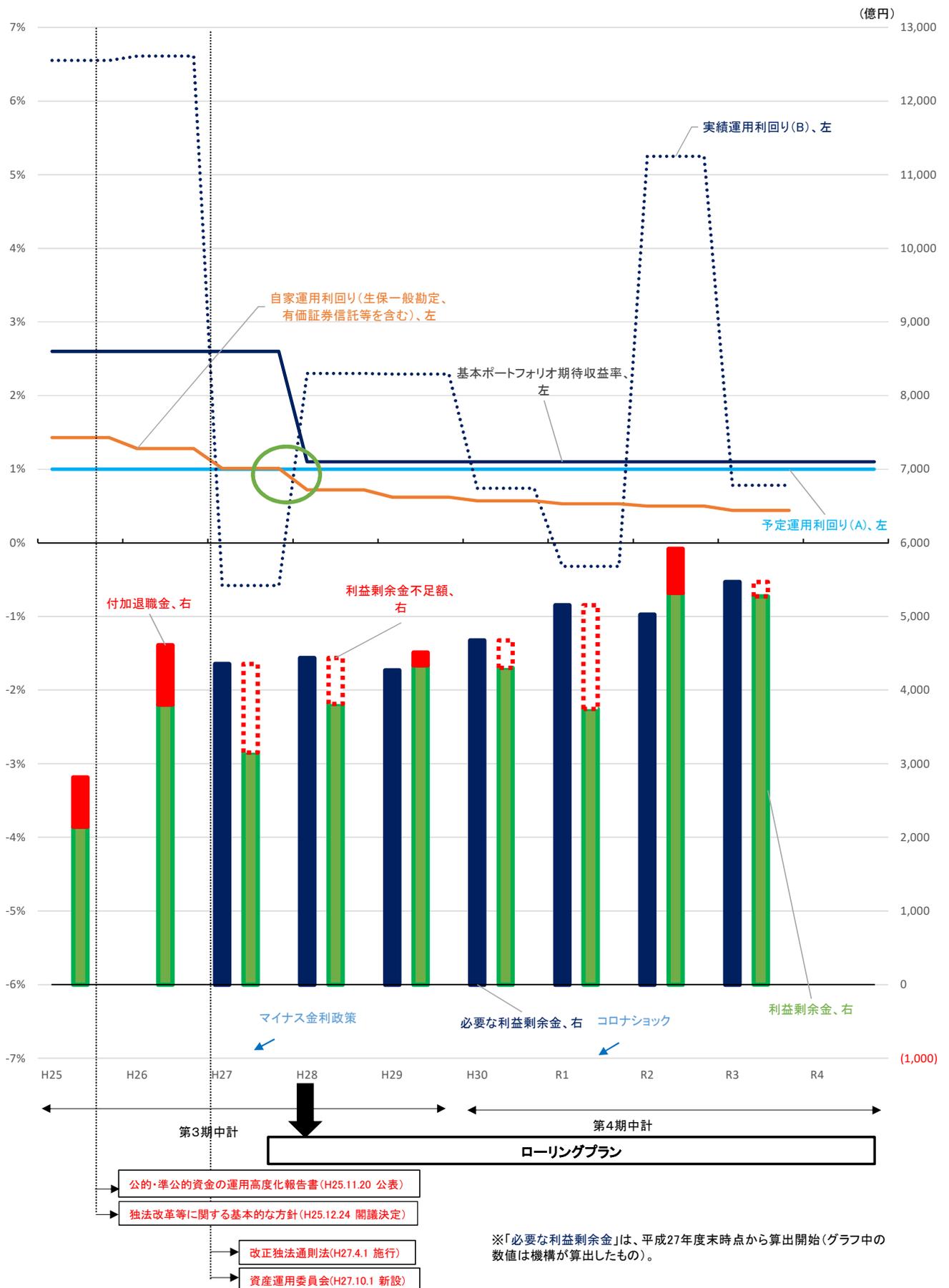
黒字...中退、合同運用、または機構全体に関する事項
青字...特退に関する事項

資産運用に係る制度全体のガバナンス体制



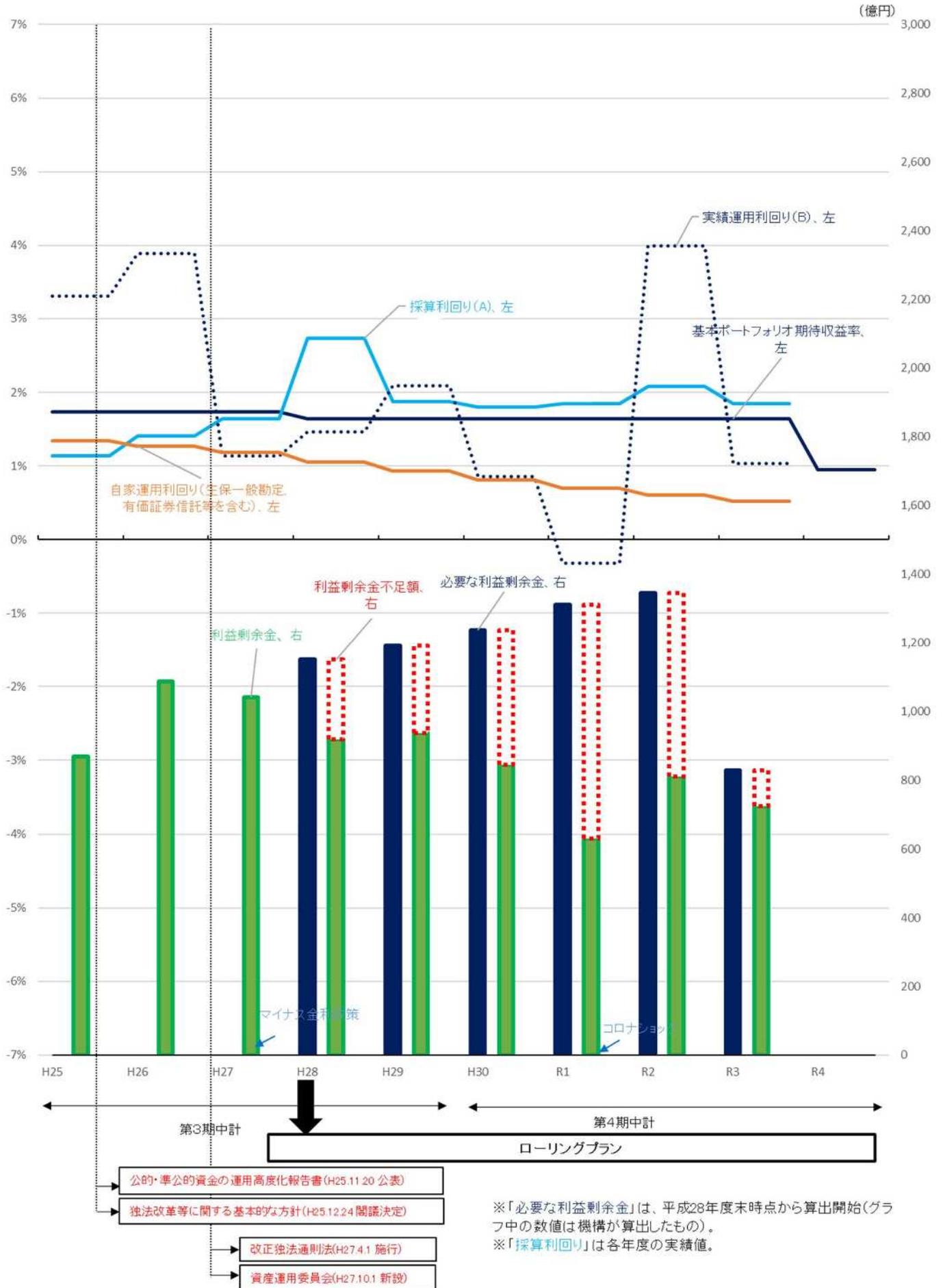
中退共 利回りと利益剰余金の推移（平成25年度～令和4年度）

別添4



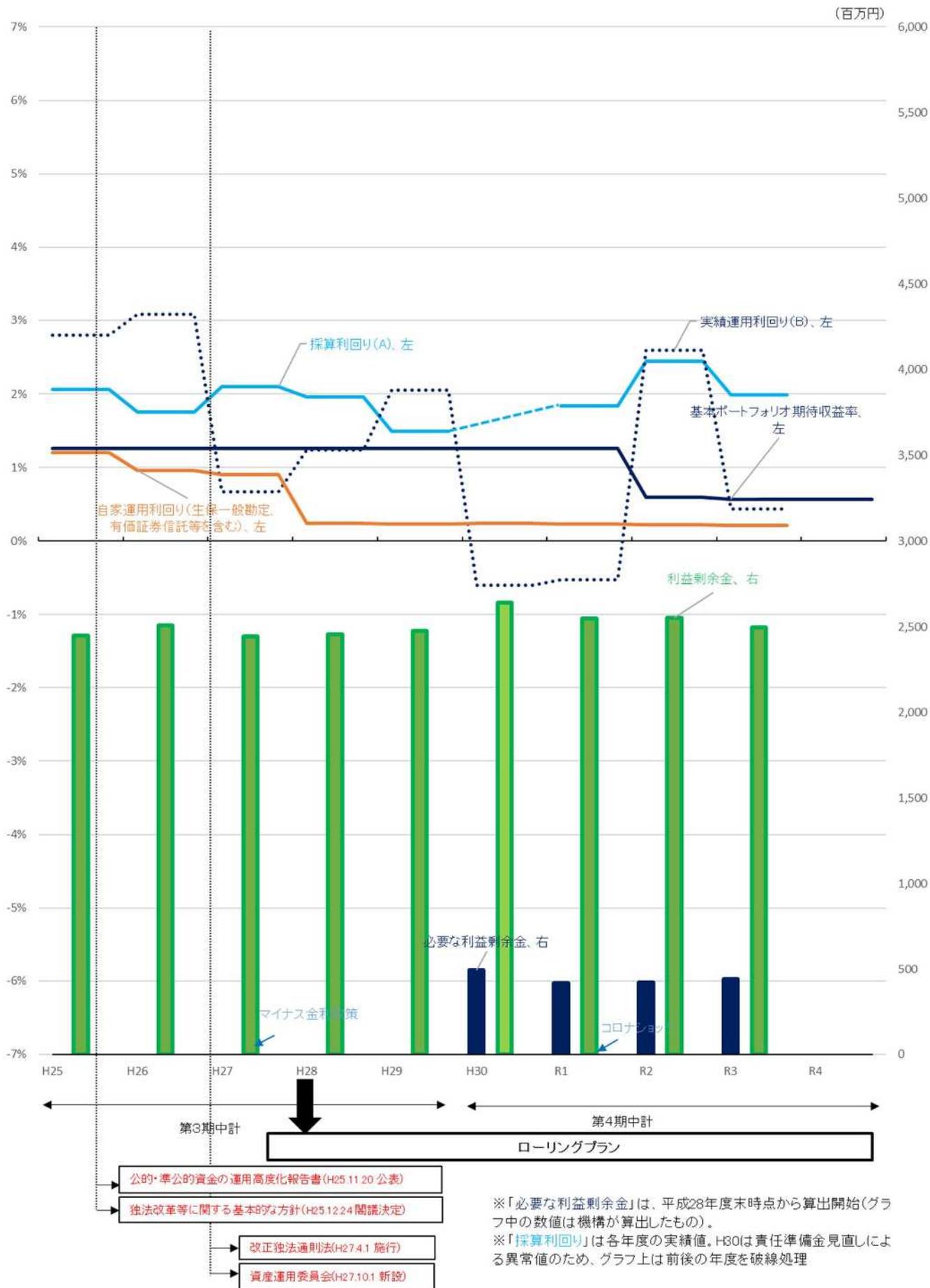
※「必要な利益剰余金」は、平成27年度末時点から算出開始(グラフ中の数値は機構が算出したもの)。

建退共 利回りと利益剰余金の推移 (平成25年度～令和4年度)

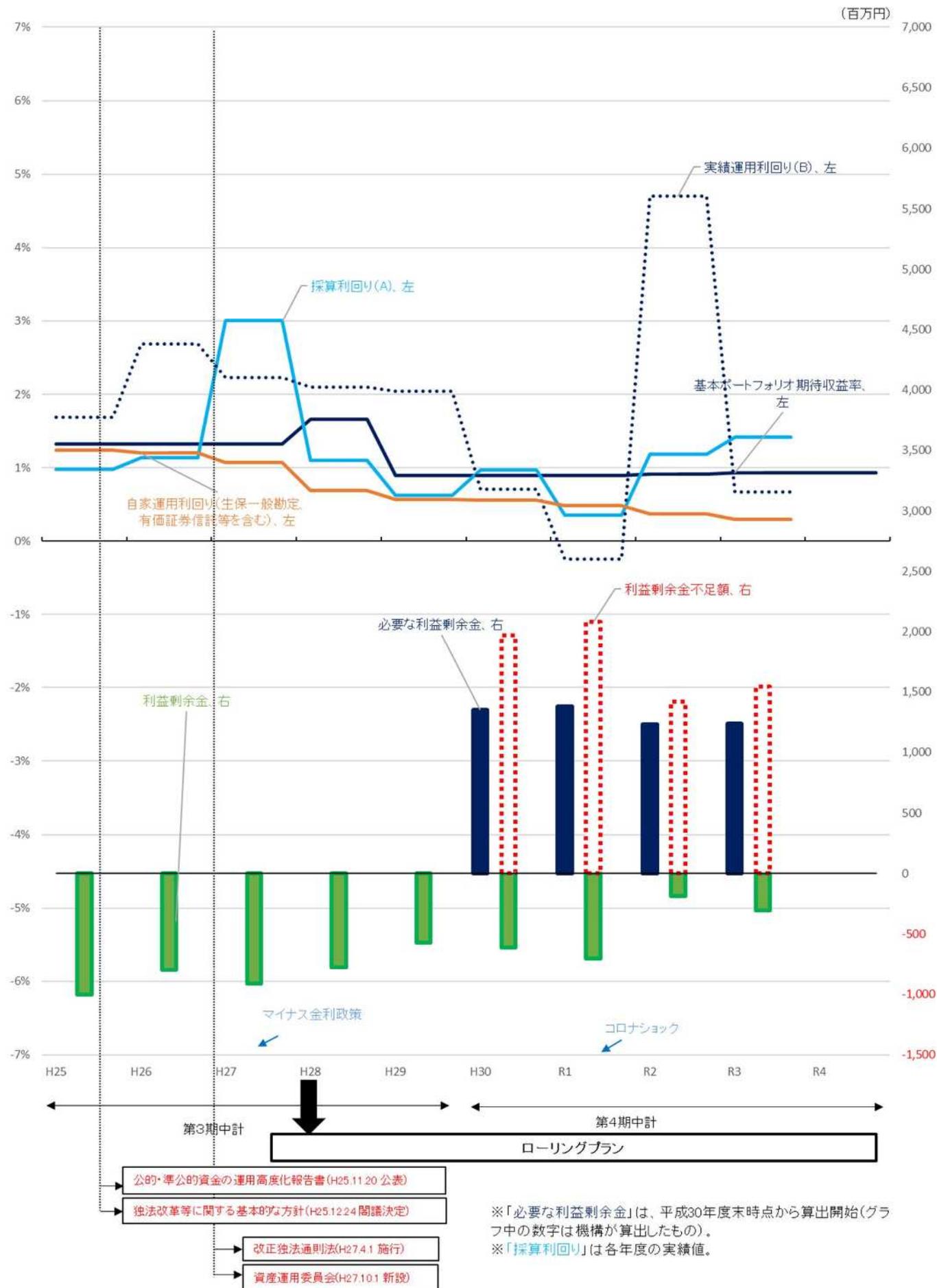


※「必要な利益剰余金」は、平成28年度末時点から算出開始(グラフ中の数値は機構が算出したもの)。
 ※「採算利回り」は各年度の実績値。

清退共 利回りと利益剰余金の推移（平成25年度～令和4年度）



林退共 利回りと利益剰余金の推移 (平成25年度～令和4年度)



中退共 運用利回りの長期的推移（平成16年度～）

(億円)

